

比依股份 (603215)

聚焦“风口”空气炸锅行业，代工赋能 OBM 拓展

以 ODM 为主的多元业务模式，聚焦空气炸锅品类。

公司是一家主要从事空气炸锅和空气烤箱等加热类厨房电器产品的高新技术企业。公司主营业务主要包括 ODM、OEM 和自主品牌 OBM 业务，其中 ODM 涵盖公司所有品类产品，占全部收入的 85%以上。

需求端刺激下空气炸锅行业的高增速，中国市场渗透率存在较大增长空间

空气炸锅对锅内的食物进行持续的热风炙烤并形成类似于炸制的口感，凭借着更健康、更符合“一人食”经济模式的小容量、用时更短/更节能等特点符合了当下健康发展、宅经济等大趋势。

全球空气炸锅行业保持稳定增长，根据 Stratview Research 的数据，预计 2026 年达到 11.51 亿美元，未来五年内 CAGR 为 7.39%。整体亚洲-环太平洋地区空气炸锅市场份额相较于美国的 38%还存在一定的差距，仍存在提升空间。中国在疫情的催化下，在 2020 年实现了同比超 200%的增长；但目前产品同质化较明显，入局企业众多且价格段集中在 0-299 元，传统厨小家电品牌美/苏/九市占率领先（22 年 H1 线上 CR3 为 44.25%）；后续，随着消费升级带来的数字化变革有望成为市场差异化的突破口。

公司代工优势持续加强，自主品牌未来可期

1) 产品力：公司对市场发展的快速响应能力和较强劲的研发能力，例如在新兴的空气炸锅可视化发展趋势下，公司迅速响应，推出了升级版可视多功能小食锅。

2) 渠道力：公司 ODM/OEM 客户广泛分布在全球各地，主要集中在美洲和欧洲。公司的核心国际客户包括多个国际知名家电制造商、品牌商一级区域性领袖企业，例如纽威和飞利浦品牌分别位列美国和西欧小型烹饪厨电市场销量份额排名前五；同时在亚马逊多国的空气炸锅畅销榜中，公司代工客户品牌出现频率较高。公司与核心客户形成了稳定的合作模式，在 2018 年-2021H1，公司前五大客户销售额合计占比分别为 40.48/42.68/46.61/51.65%，占比持续提升。

3) 生产力：公司完善的体系保证生产并快速响应各类客户的需求，同时，根据产品销售最终目的地国家的相关要求，公司产品分别获得了多项认证。后期公司募投项目的建设不仅缓解产能紧张状态，还有助于公司扩展多品类产品。

投资建议：公司作为专注代工加热类厨房小家电代工的企业，多年来拥有较深的技术沉淀保证公司对市场变化趋势的快速响应；同时，公司分布广泛的 ODM/OEM 客户多是国际知名家电制造商和品牌商一级区域性领袖企业，良好合作模式有望后续持续受益；随着后续扩产技改项目的建设，产能紧张的现象将得到有效缓解，不仅为公司发展 OBM 业务提供了良好的生产保障，还有望解决生产品类单一的困局。因此我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.65/1.88/2.23 亿元；对应动态估值分别为 19.9x、17.5x、14.7x。我们挑选厨房小家电行业以代工为主的公司进行比较，基于行业可比公司的 PE 及市值，同时参考行业平均估值，同时考虑到空气烤箱作为新兴品类的成长性及成本压力减轻后续的业绩弹性，给予公司合理估值区间为 2022 年 20-25 倍 PE，对应 2022 年 33-41 亿元市值，对应每股合理价格区间为 17.68-22.10 元/股，给予“增持”评级。

风险提示：国际贸易形势风险、汇率波动风险、原材料价格上涨风险、国际市场需求下降风险、市场竞争风险、自主品牌开拓风险、股价波动风险

投资评级

行业	家用电器/小家电
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	17.58 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	186.66
流通 A 股股本(百万股)	46.67
A 股总市值(百万元)	3,281.48
流通 A 股市值(百万元)	820.37
每股净资产(元)	4.79
资产负债率(%)	35.56
一年内最高/最低(元)	29.19/14.61

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,163.33	1,633.66	1,639.35	2,008.30	2,381.15
增长率(%)	57.18	40.43	0.35	22.51	18.57
EBITDA(百万元)	207.23	220.17	179.35	240.30	280.94
归属母公司净利润(百万元)	105.94	119.87	164.93	187.66	223.03
增长率(%)	67.67	13.15	37.59	13.79	18.85
EPS(元/股)	0.57	0.64	0.88	1.01	1.19
市盈率(P/E)	30.96	27.36	19.89	17.48	14.70
市净率(P/B)	14.23	9.36	3.40	3.05	2.72
市销率(P/S)	2.82	2.01	2.00	1.63	1.38
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.13	9.98	9.44

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司介绍：以 ODM 为主的多元业务模式，聚焦空气炸锅品类	5
1.1. 公司发展历程：成立 20 余年，专心技术沉淀	5
1.2. 公司结构：稳定的股权结构和组织架构	5
1.3. 公司主营业务：专注加热类厨房小家电，以 ODM 为主的多元业务模式	6
2. 空气炸锅行业：需求端刺激下的高增速，中国市场渗透率存在较大增长空间	7
2.1. 全球厨房小家电行业：市场规模稳步提升，中国市场占比超五分之一	7
2.2. 需求端：顺应消费者需求的烤箱进阶版本，减油不减口感	7
2.3. 市场规模：全球市场稳定增长，中国市场渗透率有望较大提升	9
2.3.1. 全球市场增速稳定向好，疫情催化中国市场规模翻番	9
2.3.2. 北美市场占比过半，中国市场产能集中度较高但渗透率有待提升	10
2.4. 中国市场竞争格局：传统厨小家电品牌领先，智能化或成差异突破口	10
3. 公司核心竞争力：代工优势持续加强，自主品牌未来可期	12
3.1. 产品力：技术研发实力优势，趋势上的再升级	12
3.2. 渠道力：ODM/OEM 业务客户资源丰富，OBM 业务未来可期	13
3.2.1. ODM/OEM 业务：核心国际客户稳定增长，国内客户贡献新增量	13
3.2.2. OBM 业务：起步阶段目前营收占比较低，渠道拓展下未来可期	15
3.3. 生产力：完善体系塑造强生产力，募集资金缓解产能困局	16
4. 财务分析：净利润持续攀升，费用控制良好	16
4.1. 营收端：收入增长暂缓，外销贡献大比例收入	17
4.2. 成本端：2021 年毛利率承压明显，空气烤箱毛利领先	18
4.3. 费用端：不同业务模式导致费用率差异，总体控制在合理区间	19
4.4. 利润端：净利润持续攀升，ROE 优势明显	20
5. 盈利预测与估值	21
5.1. 盈利预测	21
5.2. 估值分析	22
投资建议	23
风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历经阶段	5
图 2：公司股权结构稳定（2022 年 8 月）	6
图 3：内部组织架构清晰	6
图 4：公司专注加热类厨房小家电品类	6
图 5：空气炸锅在营业总收入中占据较大比例	7
图 6：以 ODM 为主的多元业务收入模式	7
图 7：2019 年及 2025 年全球小家电市场构成	7

图 8: 中国及海外厨房小家电总销售额情况 (单位: 亿美元)	7
图 9: 2022 年“618”促销厨房小家电电器销售情况	8
图 10: 空气炸锅工作原理	8
图 11: 空气炸锅内部结构	8
图 12: 空气炸锅&空气烤箱&普通烤箱对比情况	9
图 13: 空气炸锅全球市场规模 (单位: 百万美元)	10
图 14: 中国市场下空气炸锅规模跃升式变化	10
图 15: 2015-2025 年美国空气炸锅市场规模(单位: 百万美元)	10
图 16: 北美空气炸锅市场占比接近一半	10
图 17: 22 年 H1 月空气炸锅线上 top10 品牌份额	11
图 18: 线上渠道主要品牌月度份额变化	11
图 19: 2022 年 H1 空气炸锅各价格段销售量占比情况 (元)	11
图 20: 2022 年 H1 空气炸锅各价格段销售额占比情况 (元)	11
图 21: 传统旋钮和数字空气炸锅对比	12
图 22: 公司部分核心技术简介	12
图 23: 公司研发人员数量比例逐年上升	12
图 24: 对可视化空气炸锅的用户洞察	13
图 25: 比依的可视多功能小食锅产品	13
图 26: 公司产品销往全球各地 70 余个国家/地区	13
图 27: 外销客户主要集中在美欧	13
图 28: 美国厨房小家电市场品牌份额 (2021 年)	14
图 29: 西欧厨房小家电市场品牌份额 (2021 年)	14
图 30: 公司部分客户基本情况	14
图 31: 亚马逊空气炸锅品类畅销榜品牌统计 (2022 年 8 月)	14
图 32: 公司前五大客户营收占比	15
图 33: 2021 年 H1 公司前五大客户销售情况	15
图 34: 公司线上渠道阿里系平台的收入占比 (万元)	15
图 35: 比依抖音平台旗舰店数据 (2022 年 8 月)	15
图 36: 公司制定了详细的质量控制制度	16
图 37: 公司产能利用率长期超 100%	16
图 38: 募集资金用途	16
图 39: 2018-2021 年公司营收持续增长	17
图 40: 空气炸锅和空气烤箱在营业收入中占据较大比例	17
图 41: 以外销为主的区域分布	17
图 42: 2021 年毛利率承压	18
图 43: 业务成本以直接材料为主	18
图 44: 不同产品品类毛利率情况	18
图 45: 不同销售地域毛利率情况	18
图 46: 公司毛利率处于小家电代工企业中的行业平均水平 (%)	19
图 47: 同行业可比公司销售费用率 (%)	19
图 48: 行业平均销售费用率 (%)	19

图 49: 同行业可比公司管理费用率 (%)	20
图 50: 行业平均管理费用率 (%)	20
图 51: 同行业可比公司研发费用率 (%)	20
图 52: 行业平均研发费用率 (%)	20
图 53: 公司净利润持续走高.....	21
图 54: 公司营收拆分及预测.....	22
图 55: 可比公司估值情况	22
表 1: 杜邦分析	21
表 2: 2021 年可比公司杜邦分析	21

1. 公司介绍：以 ODM 为主的多元业务模式，聚焦空气炸锅品类

比依公司凭借着一流的加热/散热结构设计能力、外观设计能力、成本控制能力及交付能力，已进入众多加热类厨房小家电国内外客户的供应链体系。公司成立于 2001 年，是一家主要从事加热类厨房电器产品的设计、制造和销售业务的高新技术企业。公司主营业务主要包括 ODM、OEM 业务和“BIYI 比依”自主品牌 OBM 业务。

1.1. 公司发展历程：成立 20 余年，专心技术沉淀

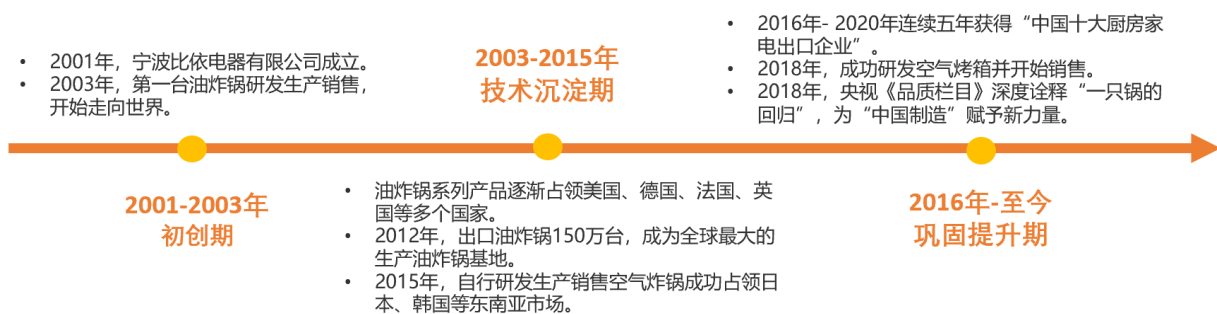
公司的发展经历了初创期、技术沉淀期以及巩固提升期三个阶段。

(1) 初创阶段：2001-2003 年。2001 年宁波比依电器有限公司成立；2003 年，以年份命名的第一台油炸锅研发生产销售，开始走向世界。

(2) 技术沉淀阶段：2003-2015 年，油炸锅系列产品逐渐占领美国、德国、法国、英国等多个国家。2012 年，出口油炸锅 150 万台，成为全球最大的生产油炸锅基地；2015 年，自行研发生产销售空气炸锅成功占领日本、韩国等东南亚市场。

(3) 巩固提升阶段：2016 年至今。2016-2020 年连续五年获得“中国十大厨房家电出口企业”；2018 年，成功研发空气烤箱并开始销售；2018 年，央视《品质栏目》深度诠释“一只锅的回归”，为“中国制造”赋予新力量。

图 1：公司发展历经阶段



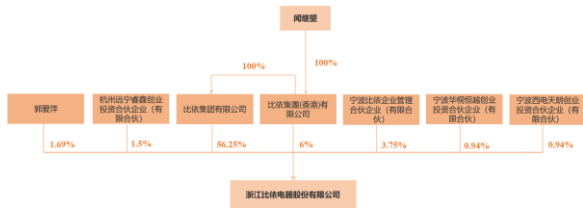
资料来源：公司官网，公司招股说明书，天风证券研究所

1.2. 公司结构：稳定的股权结构和组织架构

公司股权结构稳定，有利于长期发展。截至 2022 年 8 月，公司实际控制人为闻继望。闻继望通过比依集团(香港)有限公司和比依集团有限公司间接持有公司 62.25% 的股份，公司股权结构稳定。

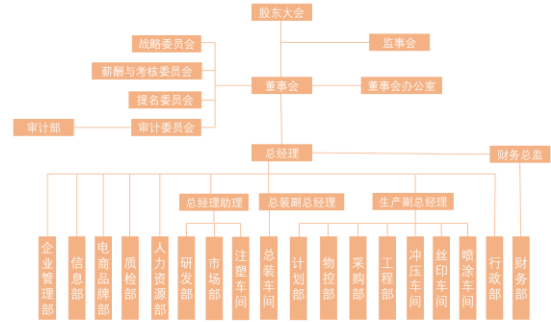
内部组织架构清晰、管理团队精干，各职能部门分工明确。公司设置了董事会办公室、审计部、电商品牌部、质检部、人力资源部、研发部等多个部门，分工明确，职能部门各司其职。公司信息传递及决策执行高效，能够及时反馈客户需求并快速在研发设计、产品生产及质量控制等各方面响应。

图 2：公司股权结构稳定（2022 年 8 月）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：内部组织架构清晰



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.3. 公司主营业务：专注加热类厨房小家电，以 ODM 为主的多元业务模式

公司专注加热类厨房小家电品类，空气炸锅营收占比较大。公司以加热类厨房小家电为主要产品，具体包括空气炸锅、空气烤箱、油炸锅、烤盘、煎烤器和其他加热类厨房小家电等；其中，自 2019 年后，空气炸锅品类营收占比持续维持 55%以上，与公司优先空气炸锅生产销售策略有关；油炸锅占营收的比例逐年减少的同时，空气烤箱自 2018 年研发成功后，2020 年-2022 年 H1 收占比维持在 15%左右水平。

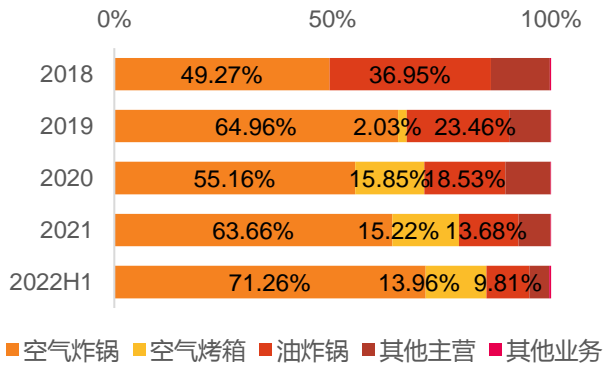
以 ODM 为主的多元业务收入模式。公司主营业务主要包括 ODM/OEM 业务和“BIYI 比依”自主品牌 OBM 业务。目前 ODM/OEM 业务为公司的主要业务模式，ODM 涵盖公司所有品类产品，占全部收入的 85%以上；OEM 在 2021H1 有明显增加，原因是新增大客户空气炸锅款型；OBM 模式下产品主要为空气炸锅、空气烤箱及相关配件等，自主品牌仍为发展初期，营收占比较小，在 2021H1 仅为 0.47%。

图 4：公司专注加热类厨房小家电品类

产品类别	产品特性	产品图片
机械式实用型空气炸锅	1、容量从 1.5L 到 6.4L 不等； 2、加热等量食物效率比烤箱高； 3、锅内热风循环均匀加热食物； 4、可免油/少油加热。	
智能触屏科技空气炸锅	1、拥有机械式实用型空气炸锅的全部特性； 2、配备智能触屏面板，运行情况可见，比机械式实用型操作更为简单智能； 3、菜单选项多样，电脑自动调温控时，配置一键选择功能； 4、外观设计升级。	
空气烤箱	1、拥有机械式实用型空气炸或智能触屏科技空气炸锅的全部功能； 2、可配备烧烤针、隔网、转笼、烤鸡架等配件，使加热更均匀； 3、容量可达到 10L 以上； 4、加热过程清晰可见。	
油炸锅	1、主要利用食用油对食物进行炸制； 2、油层中部加热，油温可控； 3、容量从 1.5L 到 5.0L 不等。	
烤盘与煎烤器	1、传统电热管发热加热类厨房小家电； 2、高效能一体式发热装置使煎烤食物更快捷有效。	
其他加热类厨房小家电	华夫饼机、三明治机等其他加热类厨房小家电。	

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

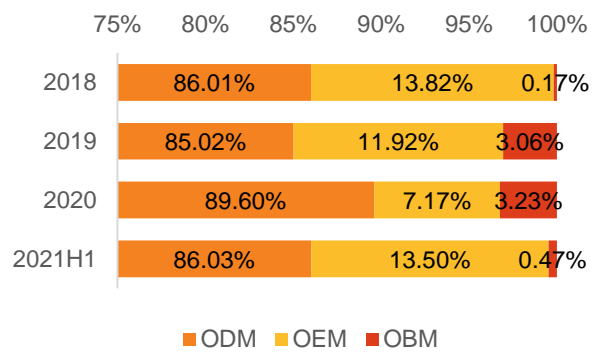
图 5：空气炸锅在营业总收入中占据较大比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

*注：公司其他业务收入主要为废料销售收入等

图 6：以 ODM 为主的多元业务收入模式



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

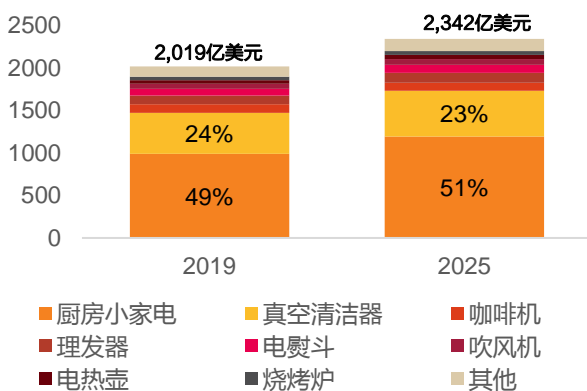
2. 空气炸锅行业：需求端刺激下的高增速，中国市场渗透率存在较大增长空间

2.1. 全球厨房小家电行业：市场规模稳步提升，中国市场占比超五分之一

全球小家电市场稳步发展，厨房小家电占比维持一半水平。根据 Statista 数据显示，新冠疫情使 2020 年小家电全球销售金额提升了 11.00%，全球小家电市场预计在 2019-2025 年 CAGR 将保持在 2.50% 左右；从小家电的构成情况来看，厨房小家电品类占比持续维持在小家电市场的一半左右，预计在 2025 年厨房小家电占小家电的比例将有 2019 年的 49% 变为 51%，略有提升。

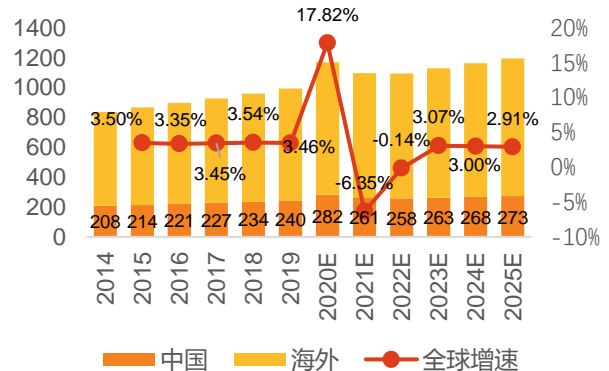
全球厨房小家电市场稳中有升，中国市场占比稳定。根据 Statista 数据显示，2019 年厨房小家电总收入约为 993 亿美元，2020 年因新冠疫情影响，收入总额增长 17.82%，达到了 1,170 亿美元；分地域来看，2019 年中国厨房小家电市场占全球厨房小家电市场的 24% 左右，约为 240 亿美元，预计 2025 年将达到 273 亿美元。

图 7：2019 年及 2025 年全球小家电市场构成



资料来源：Statista，公司招股说明书，天风证券研究所

图 8：中国及海外厨房小家电总销售额情况（单位：亿美元）



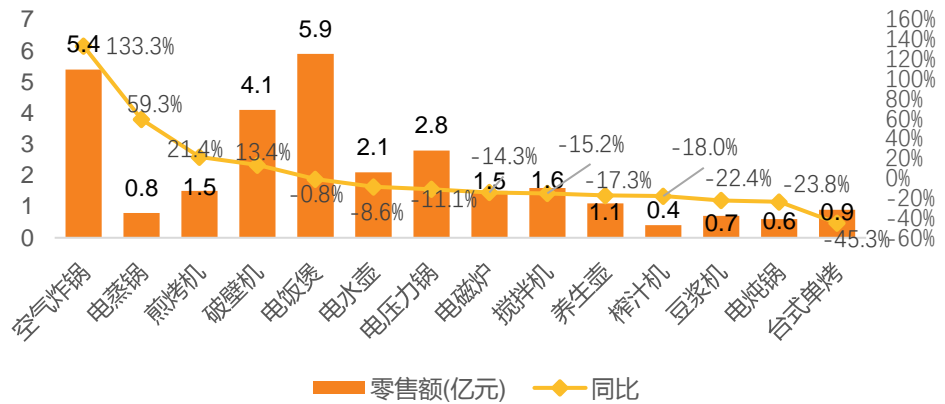
资料来源：Statista，公司招股说明书，天风证券研究所

2.2. 需求端：顺应消费者需求的烤箱进阶版本，减油不减口感

当下时点：2022 年 618 大促期间，空气炸锅凭“一己之力”将小家电市场转负为正。据奥维云网线上传统渠道监测数据显示，厨房小家电共计 14 品类在 2022 年 618 活动期间

(5.30-6.19) 零售额达到 30.6 亿元，同比+5.4%；若将空炸品类去掉，整体零售额同比变为-5.6%。

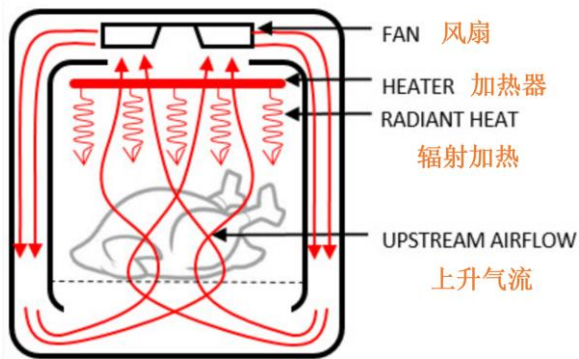
图 9：2022 年“618”促销厨房小家电销售情况



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

热空气循环带来的炸制口感，“减油不减口感”。空气炸锅利用空气动力学相关技术，使锅内空气在顶部加热后急速循环流动，从而对锅内的食物进行持续的热风炙烤，即用空气代替油作为热载体，并形成类似于油炸锅炸制的口感。

图 10：空气炸锅工作原理



资料来源：APDS 官网，天风证券研究所

图 11：空气炸锅内部结构



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

更符合时代潮流和贴近消费者需求的烤箱进阶版本。健康发展的趋势，互联网红利的持续加深，加之宅经济的兴起，以及 2020 年新冠疫情的催化，使得“网红小家电”迎来较高速增长，空气炸锅凭借着其更符合时代潮流和更贴近消费者需求的硬实力，成为其中较为热门的厨房小家电品类。

1) 更健康，享受低油烹饪下的“油炸”口感。空气炸锅通过食物周围流动热空气来产生酥脆的外观，发生的美拉德效应使氨基酸和糖在加热下还原。因为具有较低的脂肪和卡路里含量，空气油炸食品可以成为油炸食品的健康替代品。无需将食物完全浸入油中，空气炸锅只需一汤匙油即可获得类似于油炸食品的味道和质地。

2) 比烤箱容量更小，“一人食”的经济模式。民政部数据显示，2018 年我国的单身成年

人口高达 2.4 亿人，其中有超过 7700 万成年人是独居状态，预计到 2021 年，这一数字会接近 1 亿。在庞大的单身群体环境下，“单身经济”持续火热，“一人食”经济应运而生，越来越多的行业开始涌入这一赛道。而如何为单身人群打造更加专属化、个性化的消费场景，成为商家们的新课题。普通烤箱的容量大都在 20L-34L 左右，而空气炸锅通常只有 1.5L-6.4L，容量更适合单身或少数人的烹饪场景。

3) **更短的烹饪时间，快节奏生活方式下的节能烹饪方式。**与传统对流烤箱相比，空气炸锅具有准备时间减少 20-50%、预热时间降低 50-75%、24 小时内能耗可降低 50%以上的优点。现代生活节奏加快，空气炸锅可以有效减少烹饪时间的同时，还具有易清洁的特性，减少烹饪的后顾之忧。

图 12：空气炸锅&空气烤箱&普通烤箱对比情况

	空气炸锅	空气烤箱	普通烤箱
功能	炸烤功能兼备	炸烤功能兼备	仅烘烤功能
功率	900-2,000W	2,000W	500-3,500W
加热模式	立体式 3D 热风循环	立体式 3D 热风循环	上下加热管加热
操控面板	智能触控屏/旋钮操控盘	智能触控屏/旋钮操控盘	多为旋钮操控盘
内胆材质	五层升级版陶瓷涂层	不锈钢材质	搪瓷、镀锌钢板等
清洁	抽屉一体式，易清洁	下开门方式，内胆一体化，易清洁	凹槽位置多，不易清洁
容量	1.5L-6.4L	10L 以上	20L-34L
配件	烤串架、蛋糕桶、披萨盘等	烤鸡架、转笼、BBQ 烤架等	烤盘、烤架等

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2.3. 市场规模：全球市场稳定增长，中国市场渗透率有望较大提升

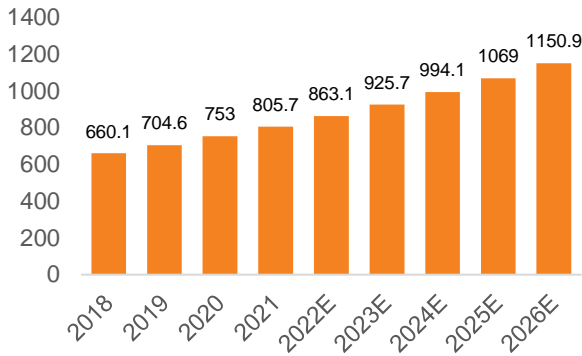
2.3.1. 全球市场增速稳定向好，疫情催化中国市场规模翻番

起步于美国，中国发展历程较短的新兴品类。1990 年，美国 QNC 公司推出了 Quik n' Crispy Greaseless Fryer（无油脂炸锅），一种商用空气炸锅；2007 年法国 Tefal 公司推出了 Actifry 的低脂炸锅，全球第一台家用空气炸锅，强调使用更少的油、制作时有浆搅拌等特性；2010 年，飞利浦提出了空气炸锅 Airfryer 概念并推向全球；在 2015 年，九阳、美的等公司开始布局，空气炸锅进入中国市场，距今在中国市场发展不到 10 年。

全球规模增速稳定向好，后续仍有较大提升空间。根据 Stratview Research 的数据显示，2021 年市场全球空气炸锅市场规模达到 8.06 亿美元；而随着空气炸锅的进一步普及，未来市场规模有望持续增长，预计 2026 年全球市场规模达到 11.51 亿美元。随着空气炸锅渗透率的提高，预计 2021-2026 年的未来五年内 CAGR 为 7.39%，行业保持稳定增长。

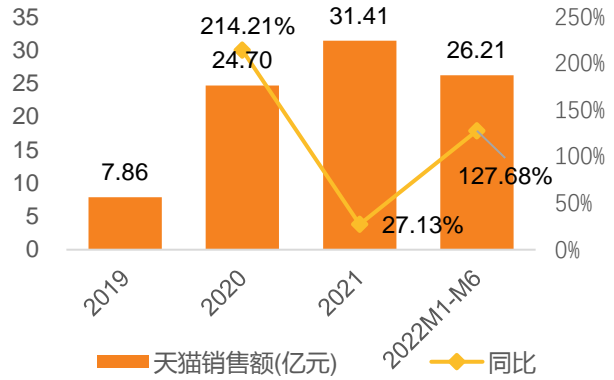
疫情催化中国市场规模翻番，带来高速增长新契机。根据萝卜投资数据显示，2019 年、2020 年和 2021 年，中国空气炸锅在天猫平台的成交金额分别为 7.86、24.70 和 31.41 亿元。我们认为，疫情期间外出聚餐机会减少而居家烹饪的需求剧增，同时疫情加快大众对健康产品的认知而加大对健康产品的需求，2020 年中国空气炸锅销售额同比翻番，超 2 倍增长。

图 13：空气炸锅全球市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Stratview Research，天风证券研究所

图 14：中国市场下空气炸锅规模跃升式变化



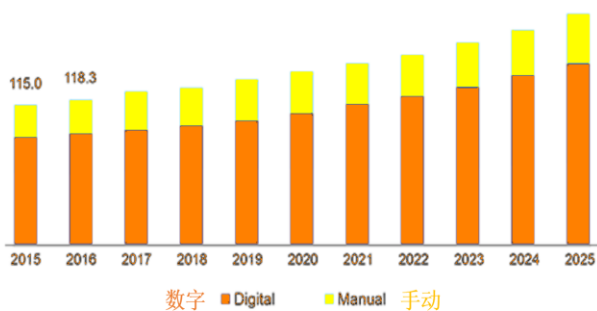
资料来源：萝卜投资，魔镜数据，天风证券研究所

2.3.2. 北美市场占比过半，中国市场产能集中度较高但渗透率有待提升

北美成熟市场发展较为平稳，销售规模占比近全球一半。美国空气炸锅市场规模一直保持稳定增长的趋势。2016 年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年，美国空气炸锅销量占全球比例分别为 29%/28%/33%/37%/39%和 38%，遥遥领先。在 2019 年后，美国空气炸锅销量占比未有明显增减变化趋势，趋于维持稳定水平。

中国市场渗透率仍存在提升空间。Polaris Market Research 数据显示，相较于北美地区，整体亚洲-环太平洋地区的市场份额明显存在一定的差距。尽管空气炸锅利用热空气循环技术，但烹饪产生的食物是类似于油炸锅炸制的口感，我们认为这是导致空气炸锅在偏好油炸食物的海外市场接受度较高发展较早的原因，随着后续品牌方的宣传教育和生活节奏的加快，低油、省时、方便的空气炸锅在中国市场的接受度和渗透率有望进一步提升。

图 15：2015-2025 年美国空气炸锅市场规模(单位：百万美元)



资料来源：Grand View Research，天风证券研究所

图 16：北美空气炸锅市场占比接近一半

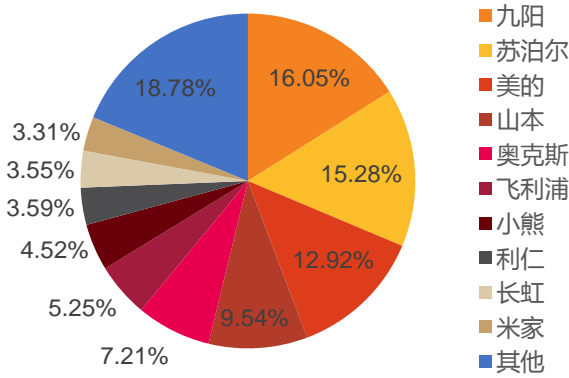


资料来源：Polaris Market Research，天风证券研究所

2.4. 中国市场竞争格局：传统厨小家电品牌领先，智能化或成差异突破口

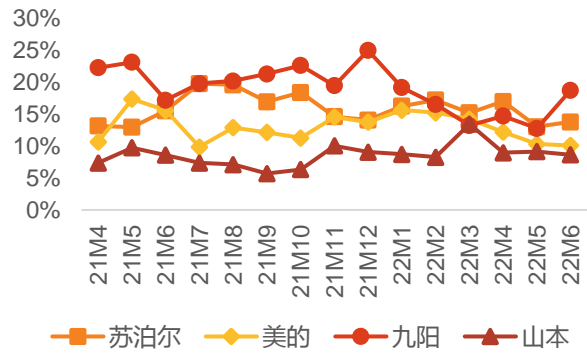
众多企业入局，传统厨小家电品牌领先市场。截至 2022 年 8 月，天眼查数据显示国内与空气炸锅相关的企业已近 600 家。从竞争格局来看（奥维数据），九阳、美的、苏泊尔等传统厨房小家电品牌市场份额相对领先，22 年 H1 线上空气炸锅品类美九苏份额 CR3 为 44.25%，集中度较其他小家电品类较低，其他基本稳定在 TOP10 以内的品牌包括利仁、山本、奥克斯、小熊、米家、飞利浦等。

图 17：22 年 H1 月空气炸锅线上 top10 品牌份额



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

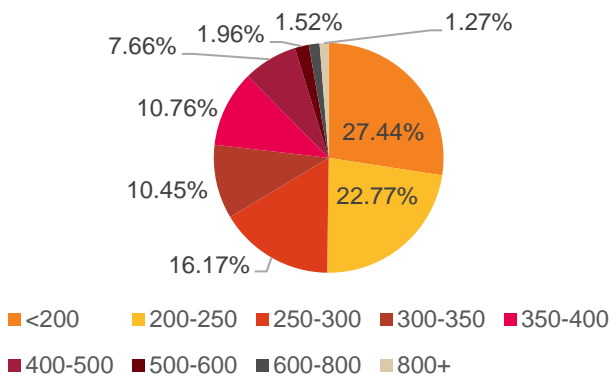
图 18：线上渠道主要品牌月度份额变化



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

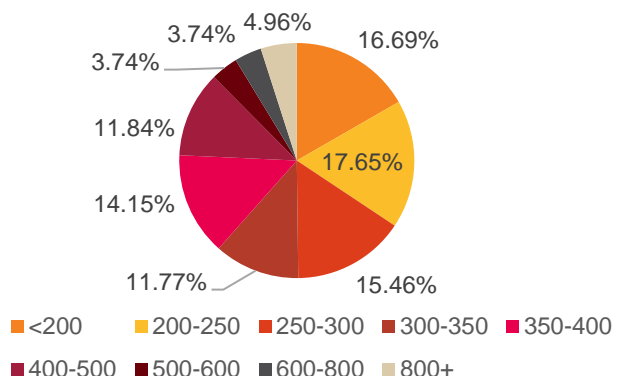
价格段分布集中，技术壁垒相对较低，同质化产品较多。空气炸锅产品较多集中在中低价格段，尤其是<299 元价格段。根据奥维云网数据显示，2022 年 H1，0-200、200-250、250-300 元价格段的空气炸锅产品的销量占比分别为 27.44%/22.77%/16.17%，合计 66.38%；而价格大于 600 元产品的销量市占仅为 2.79%。我们认为，空气炸锅等加热类厨房小家电行业产品工艺复杂度不高，行业内潜在市场进入者较多，价格端集中的背后是品类差异化难以实现。

图 19：2022 年 H1 空气炸锅各价格段销售量占比情况（元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 20：2022 年 H1 空气炸锅各价格段销售额占比情况（元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

数字化/智能化或成为差异竞争的突破口。伴随着消费升级的持续推进，消费者对产品的性能、外观、材质、环保、用户体验等要求不断提高，对产品技术水平提出了更高的要求，品牌商相继推出更智能的数字空气炸锅来迎合市场消费者的需求。相较于传统旋钮型，新型智能空气炸锅产品实现了精准控时控温和 WIFI 连接下的远程操控，并且为更多个性化需求提供了技术基础。例如美的新推出的智能空气炸锅产品 KZ45E 101XM，还结合烹饪曲线开发了 19 道智能云食谱，烘焙小白照做不失手，大大降低了空气炸锅的烹饪门槛。此外，借助 WIFI 互联技术，美的还推出了一键报修的特色售后服务。我们认为，随着数字化空气炸锅的进一步推广，满足更多个性化需求的特色功能将会出现，有望成为空气炸锅市场规模发展的新增长点。

图 21：传统旋钮和数字空气炸锅对比



资料来源：美的京东自营官方旗舰店，天风证券研究所

3. 公司核心竞争力：代工优势持续加强，自主品牌未来可期

3.1. 产品力：技术研发实力优势，趋势上的再升级

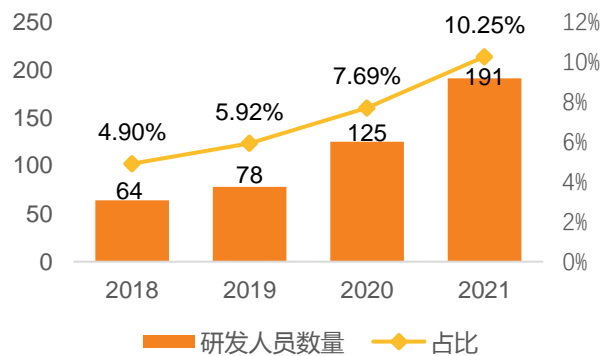
技术积累深厚，研发人员占比持续提升。公司 2001 年成立后，通过多年的技术积累，掌握了“智能电油炸锅及其控制系统”、“空气炸锅整机热循环和冷风系统结构”及“空气炸锅式烤箱整机热循环和冷风系统结构”等核心技术。同时，公司建设的研发中心获“德国 TÜV 莱茵集团制造商现场测试实验室”以及“Intertek 卫星计划认可实验室”等专业认证。截至 2021 年 12 月，公司拥有授权专利 123 项，其中发明专利 8 项，实用新型专利 29 项，外观设计专利 86 项；研发人员数量占公司总人数的比例达到 10.25%，且近年来持续提升。

图 22：公司部分核心技术简介

核心技术名称	简介	应用产品	技术来源
空气炸锅整机热循环和冷风系统结构	本技术实现了从传统油炸产品转成非油炸产品的变革,整合了全新的空气炸锅的热循环和冷风系统,独特风道技术,能使食物加热更快更均匀	空气炸锅	自主研发
外壳冷却结构	本技术解决了冷却系统不佳,产品表面温度较高用户在使用过程中容易烫伤的问题,独家采用风流风叶设计将产品设计成上下同时进冷风的结构,将产品设计成上下同时进冷风的结构,从而加速循环冷却,使产品可接触表面温度有效降低,从而避免用户烫伤	空气炸锅、空气烤箱	自主研发
钢化玻璃操作面板技术	本技术实现了玻璃控制屏在空气炸锅上的运用,让产品变得更加美观大方进入高端市场,使操控更耐久,便于清洁	空气炸锅、空气烤箱	自主研发
空气炸锅式烤箱整机热循环和冷风系统结构	本技术实现了空气炸锅在烤箱上的运用,设计整机热循环和冷风系统结构等专门结构,提升烤箱类产品加热效率,配合多种食物专用烤制配件拓宽烤制食物品类,专利可拆卸门技术方便进行清洗	空气烤箱	自主研发
Double Air Fryer Oven(双锅空气炸锅)	本技术实现了空气炸锅双锅双炸篮的设计,两个锅体相互独立,分别装有加热原件,可以实现双锅分别加热不同食材的目的,同时也可切换成单一大容量锅体	空气炸锅	自主研发
新型蒸汽空气炸锅	本技术在原有空气炸锅的功能上加入蒸汽发生功能,以便完成不同食物的烹饪	空气炸锅、空气烤箱	自主研发
多功能空气料理装置	本技术使得空气炸锅配备有可视模块、二合一设置及加热循环系统,在密闭的腔体内可清晰可视食物烹饪全过程	空气炸锅、空气烤箱	自主研发
带称重功能的空气炸锅	本技术实现了空气炸锅配备可视化的食物称重功能,把电子称功能添加到产品中,既可用于空气炸锅称重食物使用,也可用于称重其他配料使用	空气炸锅	自主研发

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 23：公司研发人员数量比例逐年上升



资料来源：公司招股说明书，公司 2021 年年报，天风证券研究所

紧跟产品发展趋势，可视化产品的再升级。根据奥维云网显示，空气炸锅存在产品可视化发展趋势，可视化空气炸锅市占率接近 30%，同比增长率也超过 30%。诞生时间不长的可视化空气炸锅已经演变出多种形态，发展趋势的背后是对消费者心理的洞察。公司对于可视化的发展潮流迅速响应，推出了可视多功能小食锅，不仅可以作为 360° 可视的空气炸锅，还可以通过换盘完成烤、煎、煮功能，是在可视化发展趋势上的再升级，体现了公司对市场发展的快速响应能力和较强劲的研发能力。

图 24：对可视化空气炸锅的用户洞察



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 25：比依的可视多功能小食锅产品



资料来源：比依天猫旗舰店，天风证券研究所

3.2. 渠道力：ODM/OEM 业务客户资源丰富，OBM 业务未来可期

3.2.1. ODM/OEM 业务：核心国际客户稳定增长，国内客户贡献新增量

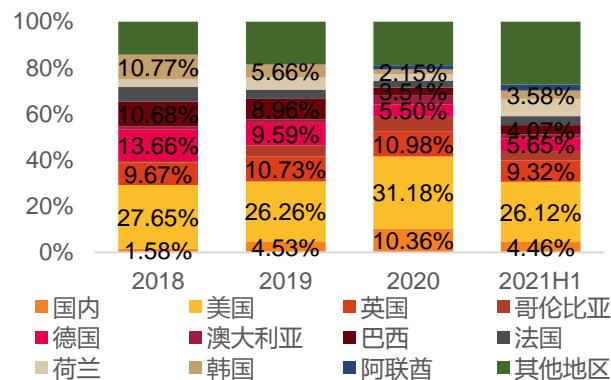
客户分布广泛，主要集中在美欧。公司产品销往全球各地 70 余个国家/地区，目前公司的外销客户主要集中在北美、欧洲、南美；其中，近 4 年公司来自美国市场的收入占比维持在 27%左右，是收入占比最大的海外地区；其次公司收入占比最高是英国市场，2021H1 占比是 9.32%。

图 26：公司产品销往全球各地 70 余个国家/地区



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

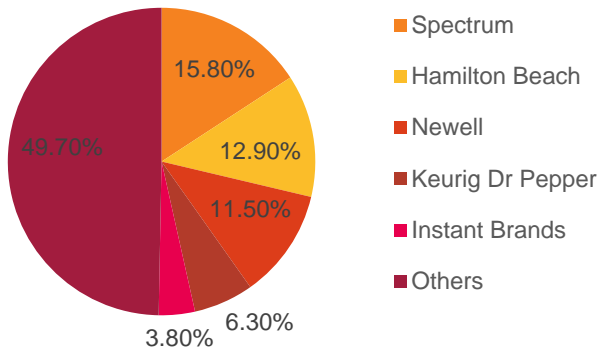
图 27：外销客户主要集中在美欧



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

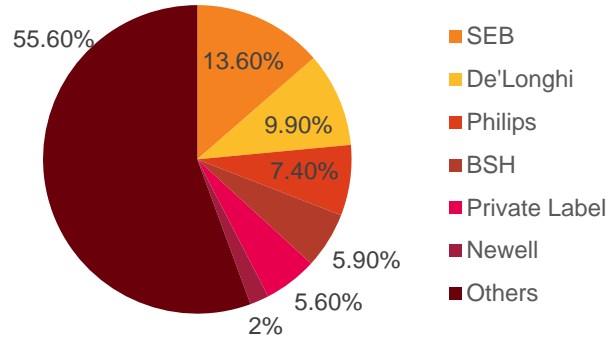
核心国际客户地位较强势，内销新客户id提供增量空间。公司的前十大客户主要为国际知名家电制造商、品牌商以及区域性领袖企业，包括飞利浦、NEWELL、尚科宁家、乐厨等品牌方。根据欧睿国际数据显示，2021 年美国和西欧小型烹饪厨电市场销量份额前五品牌中，公司客户纽威和飞利浦赫然在列。具体来看空气炸锅品类，根据亚马逊空气炸锅产品畅销排行榜显示，在美国、英国和德国的销量前十的产品中，公司代工客户品牌出现频率较高；其中，在英国地区排行榜显示，公司代工客户品牌占据前十中的七个名额，表现较好。同时，内销方面，公司逐步取得了小熊电器、苏泊尔、利仁科技等国内知名品牌商的订单。

图 28：美国厨房小家电市场品牌份额（2021 年）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 29：西欧厨房小家电市场品牌份额（2021 年）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 30：公司部分客户基本情况

客户	所在地	成立时间	销售区域	实际控制人/主要股东	行业地位及经营状况
Philips/飞利浦	荷兰	1891 年	新加坡、阿联酋、奥地利等	主要股东:威灵顿管理公司(美国私人投资管理公司)	泛欧交易所和纽交所上市企业(Euronext: PHIA; NYSE:PHG) 世界500强企业,主要生产家用电器、医疗系统方面的产品,全球员工已超过12万人,在28个国家有生产基地,在150个国家设有销售机构,拥有8万项专利,是世界小家电行业的龙头企业;根据公开信息查询,飞利浦在2020年的营业收入为195.35亿欧元,净利润达到了11.87亿欧元
NEWELL/纽威品牌	美国	2003年	美国、哥伦比亚、澳大利亚、墨西哥、智利等	主要股东:Carl Clcahn先生,持有10.63%、先锋领航集团(世界第二大基金管理公司)持有10.57%、贝莱德集团持有10.26%	纳斯达克上市公司(NWL.N),全球500强企业,也是全球领先的提供消费产品的公司,旗下有超过100个知名品牌,在超过100个国家和地区进行产品销售。根据公开信息查询,NEWELL 2020年的营业收入为93.85亿美元,其中,家电与炊具事业部2020年销售额达17.06亿美元
SharkNinja/尚科宁家	中国香港	1998年	美国、加拿大	母公司: JS Global (1691.HK)	JS Globa1 2020年年度报告,SharkNinja分部2020年全年实现收入约27.33亿美元,同比增长约57.4%
Pampered Chef/乐厨	美国	1980年	美国	伯克希尔哈撒韦(胡润世界五百强第七位)	美国厨具品牌公司,根据《中国出口信用保险公司海外资信报告》,Pampered Chef 2018年的销售额为2.04亿美元
RKWChina/RKW中国	英国	2000年	英国、爱尔兰	主要股东: Sutton Venture Group limited 公司	欧洲知名家用电器企业,根据《中国出口信用保险公司海外资信报告》,RKW China2016年6月30日到2017年6月30日营业收入5,787.00万英镑
Select Brands/精选品牌	美国	1998年	美国、加拿大、英国、俄罗斯、法国等	实际控制人:Endres家族	美洲地区小家电贸易商,主要销售渠道为沃尔玛等,曾为北鼎股份前五大客户
Britania/宝力达	巴西	1956 年	巴西、德国、英国	控股股东: Britania Electrodomesticos Ltda	巴西家电品牌商,未披露经营状况,主要销售渠道为家乐福、CASA Bahia等大型商超
SENSIO INC.森西欧	美国	2010年	美国、加拿大	控股股东: Elite Group Inc	美国家电品牌商,未披露经营状况,同为新宝股份、博菱电器、闽灿坤B客户,主要销售渠道为Wal-mart、Target等商超
MEDION/美德隆	德国	1989 年	英国、荷兰、美国、德国	主要股东:联想德国持股公司	欧洲上市公司(MDN.DF),2020年营业收入为75.77亿元
苏泊尔	中国	2006年	中国	控股股东:法国赛博集团	A股上市公司(002032.SZ),根据公开信息,公司2020年营业收入为185.97亿元
北京利仁科技股份有限公司	中国	1998年	中国	实际控制人:宋老亮	根据利仁科技招股意向书披露,利仁科技是国内最早从事小家电产品研发、设计、生产与销售的企业之一,利仁科技2020年营业收入为7.22亿元

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 31：亚马逊空气炸锅品类畅销榜品牌统计（2022 年 8 月）

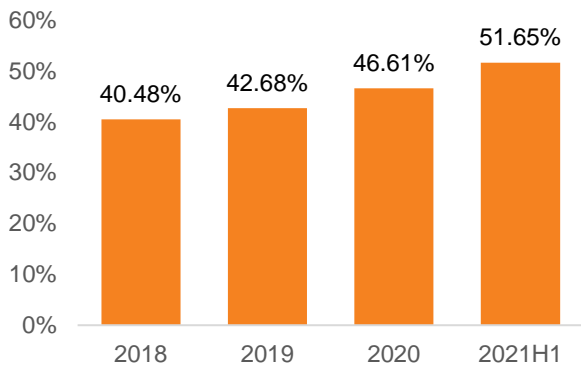
商品排名	美国	英国	德国
1	COSORI	COSORI	Balter
2	Ninja ✓	Tower ✓	COSORI
3	Instant Pot	Ninja ✓	Philips ✓
4	Ultrean	Tower ✓	Ninja ✓
5	Ninja ✓	Salter	Balter
6	Ninja ✓	Ninja ✓	Philips ✓
7	COSORI	Tower ✓	Princess
8	CHEFMAN	Ninja ✓	Tefal
9	Instant Pot	Ninja ✓	Tefal
10	Instant Pot	BYKICHEN	Philips ✓

资料来源：Amazon，天风证券研究所

*注：勾选的为代工的客户品牌

核心客户占比持续提升，稳定合作模式保障后续持续放量。公司前五大客户均为公司 ODM/OEM 业务直销客户，包括飞利浦、纽威、尚科宁家等知名家电品牌。公司与部分客户构建了稳定的合作模式，在 2018 年-2021H1，公司前五大客户集中度不断提升，销售额合计占营业收入的比例分别为 40.48%、42.68%、46.61%和 51.65%，占比持续提升；其中，公司与 NEWELL 品牌已合作了 9 年时间；在 ODM/OEM 生产模式下，供需双方经过长时间的产业链磨合，已经形成了较高的依存关系。

图 32：公司前五大客户营收占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 33：2021 年 H1 公司前五大客户销售情况

期间	序号	客户名称	主要销售产品	占营业收入比例
2021 年 1-6 月	1	Philip/飞利浦	空气炸锅	19.64%
	2	NEWELL/纽威品牌	空气炸锅	5.86%
			烤盘	4.04%
			空气烤箱	2.73%
			其他	0.59%
			小计	13.21%
	3	SharkNinja/尚科宁家	空气炸锅	7.59%
	4	Pampered Chef/乐厨	空气烤箱	5.40%
			其他	0.34%
			小计	5.75%
	5	RKW China/RKW中国	空气炸锅	3.14%
			空气烤箱	2.18%
			油炸锅	0.15%
			小计	5.47%
	合计			

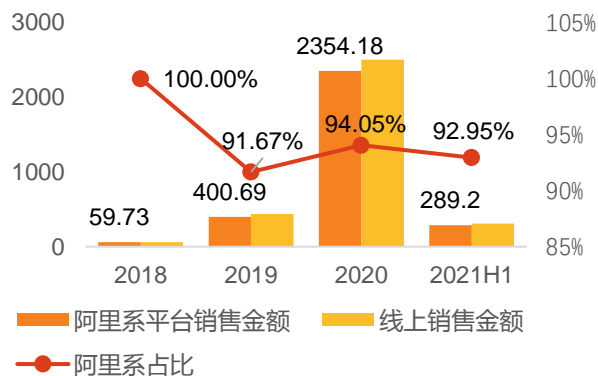
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.2. OBM 业务：起步阶段目前营收占比较低，渠道拓展下未来可期

自有品牌仍存在较大的增长空间，整体营收占比较低。公司的 OBM 业务目前仍处在前期发展阶段，主要产品为空气炸锅和空气烤箱。在 2018 年-2021 年 H1，OBM 营收占比分别为 0.17%/3.06%/3.23%/0.47%，占比较低。截至 2021 年底，公司采取专注服务于飞利浦等国际知名大客户的整体战略，对自主品牌的推广相对较少导致自主品牌发展放缓。

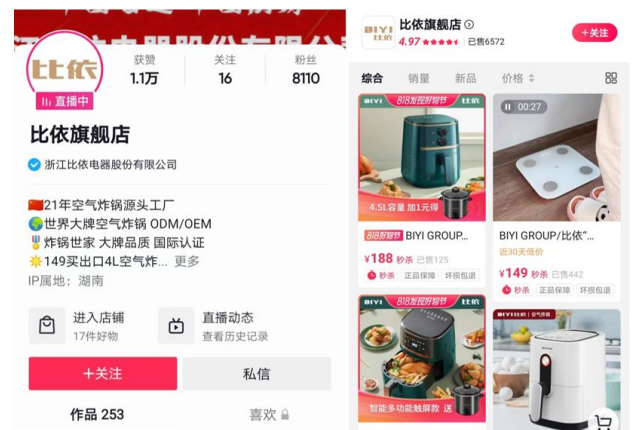
以阿里系平台为起点，渠道拓展未来可期。早在 2018 年公司便尝试推进自主品牌业务，积累了一定的自主品牌运营经验；在 2019 年尝试通过授权线下线上经销商进行买断式经销的模式。目前，公司主要通过天猫商城等线上电商平台并辅以少量经销商对自主品牌进行推广，同时还在天猫旗舰店直播间等渠道尝试直播电商。近年阿里系平台收入占自主品牌收入的比例在 90%以上，未来有望开拓京东等传统电商平台、抖音等新兴电商平台，从而进一步提升公司 OBM 业务的营收水平。

图 34：公司线上渠道阿里系平台的收入占比（万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 35：比依抖音平台旗舰店数据（2022 年 8 月）

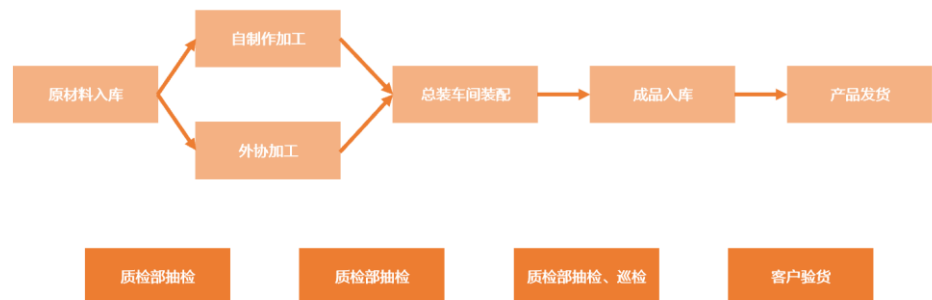


资料来源：抖音手机 App，天风证券研究所

3.3. 生产力：完善体系塑造强生产力，募集资金缓解产能困局

快速反应和订单交付优势，完善的体系和多认证助力公司外销业务。公司在与核心客户对接并为其实现 ODM/OEM 的过程中，积累了需求分析、外观设计、产线规划等多方面的设计及生产能力，能够快速响应各类客户的新需求并实现量产。公司重视产品质量控制，已建立起健全、科学的现代化管理制度和有效的产品管理体系。根据产品销售最终目的地国家的相关要求，公司产品分别获得了 UL、ETL、GS、CE、INMETRO、KC、Iram、SEC 和 CCC 多项质量认证证书。

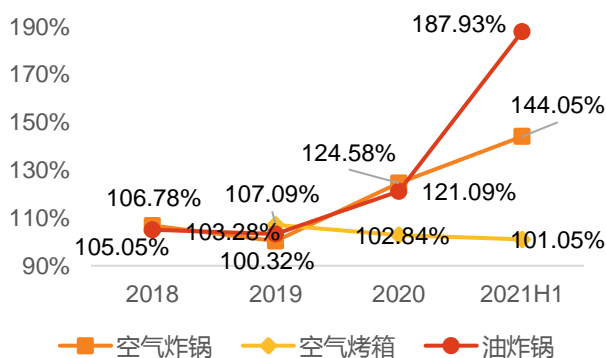
图 36：公司制定了详细的质量控制制度



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

募集资金缓解产能困局，同时扩展品类多核发展。从 2018 年开始，公司空气炸锅、空气烤箱和油炸锅产品品类的产能利用率均保持在 100%以上，长期处于产能紧张状态，限制了公司的进一步发展。同时，公司自成立至今发展 20 余年，生产品类单一，核心产品种类有限。公司首次招股募集资金的运用计划包括年产 1,000 万台厨房小家电建设扩产项目和年产 250 万台空气炸锅生产线技术改造项目，本募投项目的实施将有助于公司增加产能从而进一步提升公司空气炸锅产品的市场占有率，同时公司也可以借加热类厨房小家电兴起的时机，加大新品研发和更多国内外客户建立长期合作关系或成功打造自有品牌，在加热类厨房小家电领域有望实现弯道超车。

图 37：公司产能利用率长期超 100%



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 38：募集资金用途

序号	项目名称	募集资金投资(万元)	占比
1	1-1 浙江比依电器股份有限公司年产 1,000 万台厨房小家电建设扩产项目	25,045.01	48.30%
	1-2 年产 250 万台空气炸锅生产线技术改造项目	10,344.46	19.95%
2	浙江比依电器股份有限公司研发中心建设项目	3,176.87	6.13%
3	浙江比依电器股份有限公司信息化系统升级建设项目	3,290.35	6.35%
4	补充流动资金	10,000.00	19.28%
合计		51,856.69	100%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

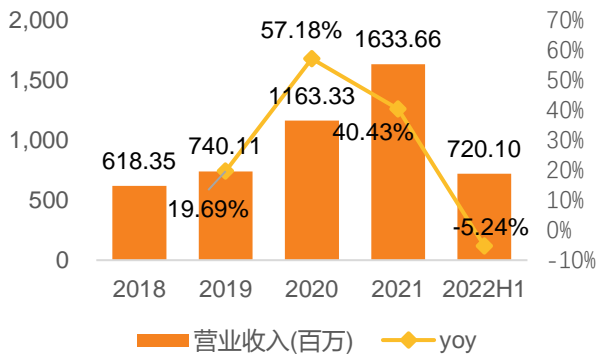
4. 财务分析：净利润持续攀升，费用控制良好

4.1. 营收端：收入增长暂缓，外销贡献大比例收入

2018-2021 年营收持续增长，2022H1 略微下降。公司在 2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别是 6.18 亿元、7.40 亿元、11.63 亿元和 16.34 亿元；随着消费者对空气炸锅需求的不断增加，2020 和 2021 年公司的营业收入增速维持在较高水平；相较于 2020 年和 2021 年的高增速，2022H1 的营收略降，同比-5.24%，主要系外销收入减少所致。

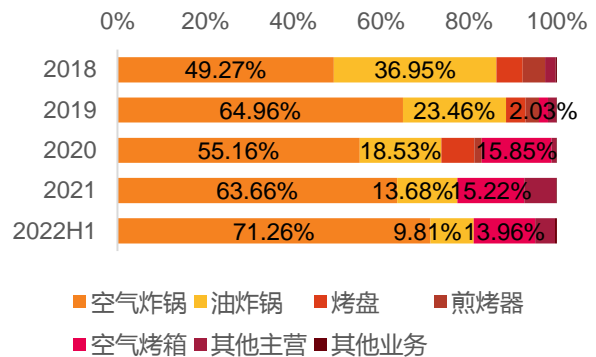
分产品看，空气炸锅和油炸锅是主要收入来源，主营业务营收占比保持 99%以上。其中，空气炸锅自 2019 年后在营业收入占比中持续维持在一半以上的水平，与公司优先空气炸锅生产销售策略有关；空气烤箱自 2019 年研发成功后，营收占比维持在 15%左右水平，同时，油炸锅占营收的比例逐年减少，主要系公司将有限的产能用于生产空气炸锅和空气烤箱所致。其他主营业务包括煎烤器、烤盘、华夫饼机、三明治机、配件等，其中烤盘随着公司扩产、委外等方式缓解产能不足后销售快速提升。

图 39：2018-2021 年公司营收持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

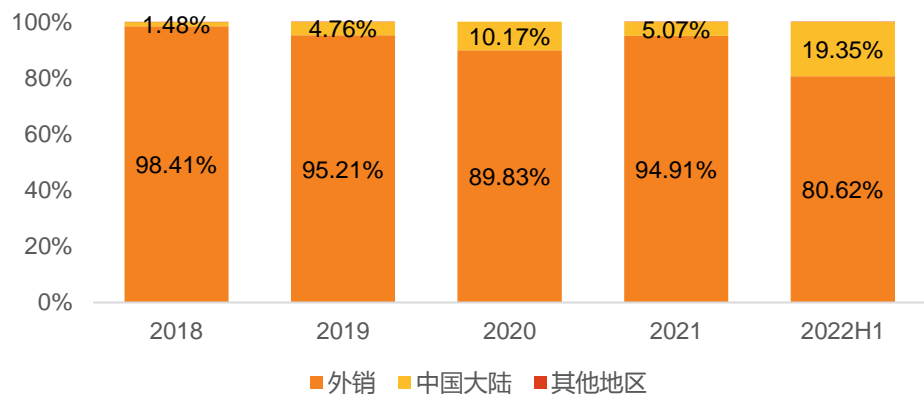
图 40：空气炸锅和空气烤箱在营业收入中占据较大比例



资料来源：Wind，公司招股说明书，天风证券研究所

以欧美为主要消费市场，通过发展国内客户内销比例有望进一步扩大。公司产品以外销为主，均来自 ODM/OEM 业务；内销包括公司自有品牌产品、向利仁科技及小熊电器等提供的 ODM/OEM 服务。随着空气炸锅及空气烤箱等产品国内市场需求的增加以及公司国内客户的增加，内销比例有望实现进一步的扩大。在 2018 年-2020 年，内销收入占比均呈现逐年提升，而 2021 年收入占比下滑的原因与境内 ODM、OEM 业务减少有关。

图 41：以外销为主的区域分布



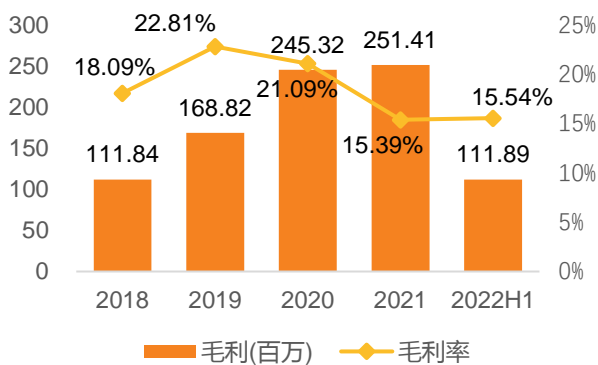
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 成本端：2021 年毛利率承压明显，空气烤箱毛利领先

2021 年原材料+汇率影响，整体毛利率承压。在 2019 年、2020 年、2021 年和 2022 年 H1，公司毛利率分别为 22.81%/21.09%/15.39%/15.54%，显现出一定的下滑趋势。2019 年毛利率提升较快的原因是毛利水平较高的空气炸锅和空气烤箱销售占比提升、美元兑人民币处于高位震荡、塑料/冷轧板/镀锌板等主要材料市场价格下降；2021 年毛利率在较低水平的原因是上半年平均美元汇率较低、向飞利浦等客户销售的部分新产品毛利偏低、塑料/金属等原材料价格上涨导致成本上升；2022 年 H1 毛利率保持稳定水平。

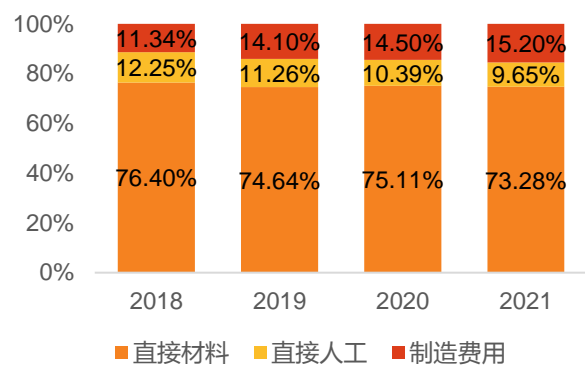
业务成本以直接材料为主，占比稳定。在 2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年，直接材料成本占比分别为 76.40%/74.64%/75.11%/73.28%，维持较稳定水平。

图 42：2021 年毛利率承压



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：业务成本以直接材料为主

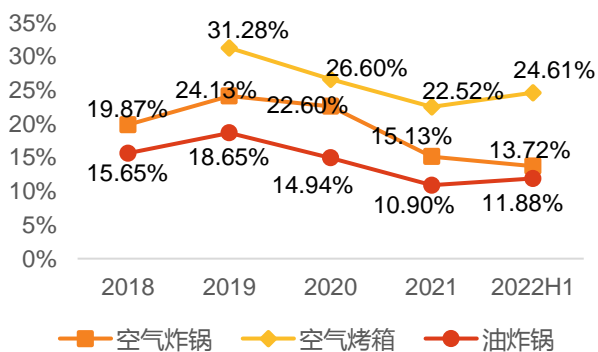


资料来源：公司招股说明书，公司 2021 年年报，天风证券研究所

分品类看，空气烤箱毛利率领先，三大品类波动向下。空气烤箱作为公司在空气炸锅基础上进一步研发推出的新型产品，其毛利率明显高于空气炸锅等其他产品。在 2019 年，空气炸锅和油炸锅品类的毛利率存在一定程度的上升，系原材料市场价格下降和汇率上升；在 2021 年，空气烤箱、空气炸锅和油炸锅的毛利率分别为 22.52%/15.13%/10.90%，相较 2020 年，皆有一定程度的下滑，主要是原材料价格上涨和美元汇率下跌导致的，其中，空气炸锅还存在向飞利浦等大客户销售毛利率偏低的部分新产品的问题；2022H1，空气烤箱和油炸锅毛利率存在小幅度的上升。

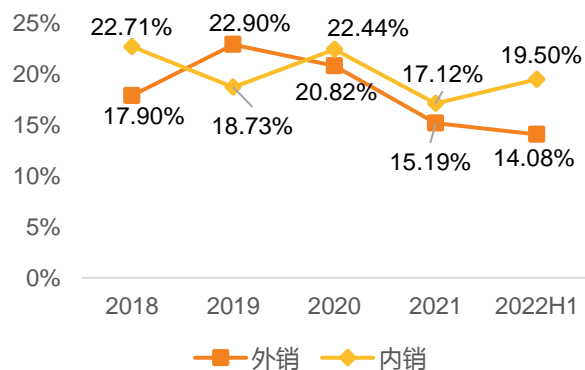
分地区看，内外销毛利浮动，内销略优。公司以外销为主，其毛利率波动与综合毛利率波动一致，自 2019 年存在一定幅度的下滑；内销毛利率，2019 年同比下降主要系经销模式推广阶段价格优惠较大所致，2020 年因国内 ODM/OEM 订单起量，内销收入提升而经销占比降低，毛利率回升；2022H1，内销毛利率提升，与外销差距较明显。

图 44：不同产品品类毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

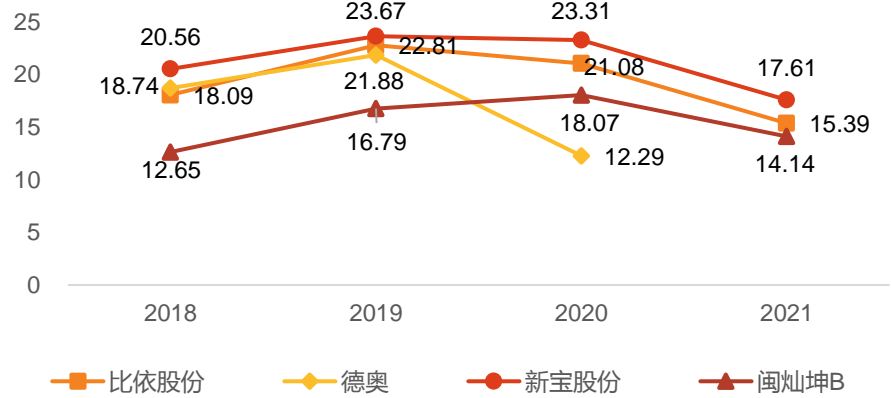
图 45：不同销售地域毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司毛利率处于小家电代工企业中的行业平均水平。公司综合毛利率主要与业务模式差异有关，其中公司与德奥、新宝股份、闽灿坤 B 均以 OEM/ODM 为主，综合毛利率水平接近；北鼎股份、利仁科技和小熊电器以自主品牌销售为主，综合毛利率偏高，所以比较时剔除。因此，在小家电代工企业中，公司毛利率处于行业平均水平。

图 46：公司毛利率处于小家电代工企业中的行业平均水平（%）

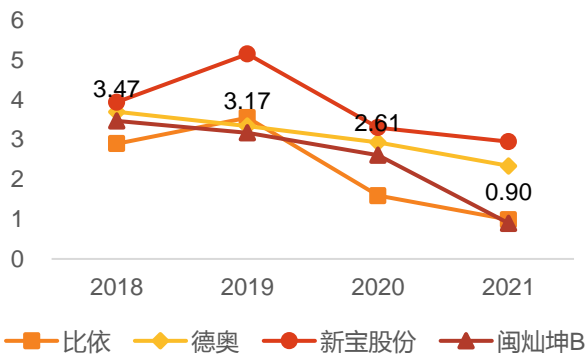


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 费用端：不同业务模式导致费用率差异，总体控制在合理区间

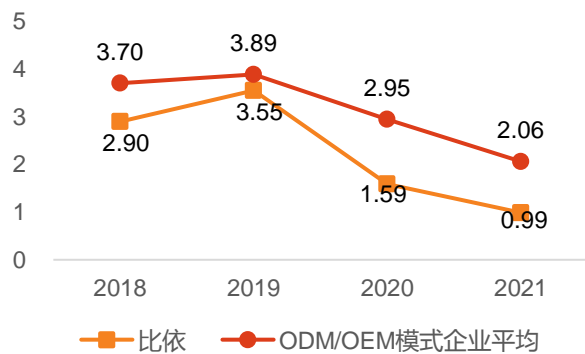
公司销售费用率略低于行业平均水平，且保持下降趋势。公司销售费用率与同行业可比公司存在差异的原因是业务模式存在差异。以自有品牌销售为主的北鼎股份、利仁科技、小熊电器品牌的营销投入较大，以 OEM/ODM 为主的德奥、新宝股份和闽灿坤 B 销售费用率则较低。公司目前仍以 OEM/ODM 业务为主，销售费用率与同行业 OEM/ODM 可比公司未有显著差异。

图 47：同行业可比公司销售费用率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

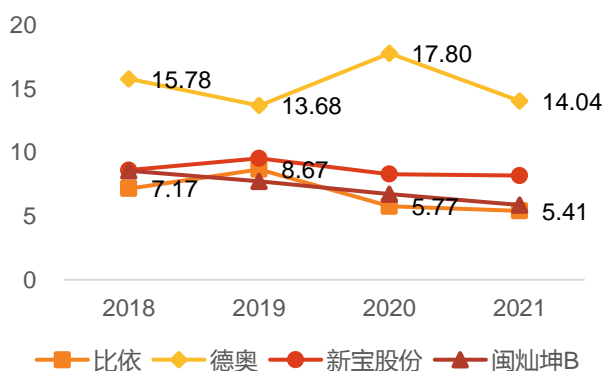
图 48：行业平均销售费用率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

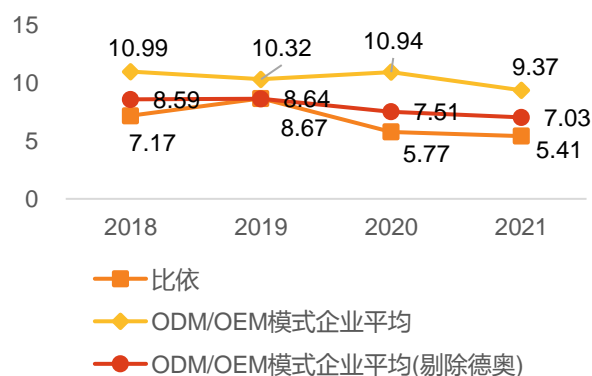
考虑业务规模和模式，公司管理费用率处于合理区间。其中，德奥大力发展通用航空业务，投入过大导致管理费用率显著高于同行业其他公司，剔除德奥后，公司管理费用率与同行业可比公司的差异主要与资产业务规模、管理模式差异有关。例如，新宝股份和闽灿坤 B 资产及业务规模均大于公司，管理人员薪酬更高、其他综合管理成本更高等。综上，公司管理费用率符合公司业务规模和业务模式，具有合理性，与其他可比公司相比不存在显著差异。

图 49: 同行业可比公司管理费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

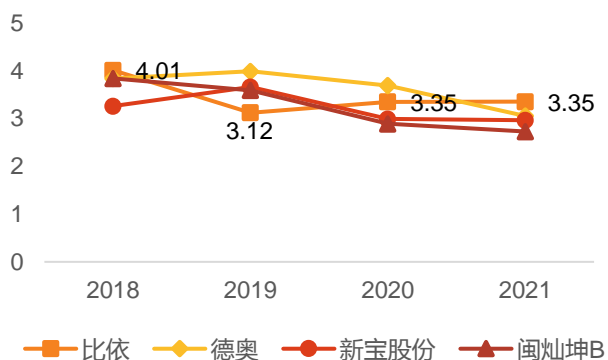
图 50: 行业平均管理费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

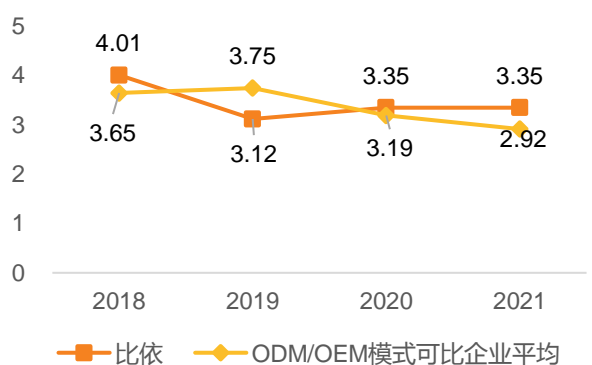
公司研发费用率和同行业可比公司不存在显著差异。公司以加热类厨房小家电的多功能及高效率为主要研发方向，在 2020 年下游市场需求持续增长的前提下，公司加大新品研发投入导致研发费用增幅较大。

图 51: 同行业可比公司研发费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 52: 行业平均研发费用率 (%)

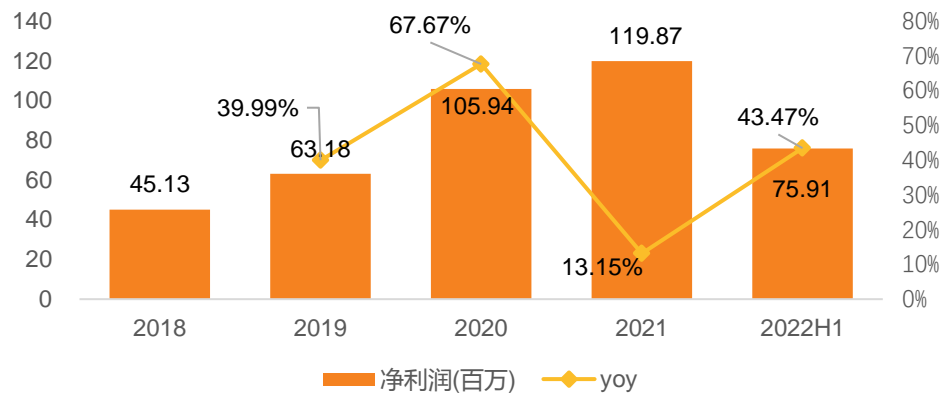


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.4. 利润端：净利润持续攀升，ROE 优势明显

自 2018 年，公司净利润持续走高。在 2018 年、2019 年、2020 年、2021 年和 2022 年 H1，公司净利润分别是 45.13、63.18、105.94、119.87 和 75.91 百万元，公司净利润额保持增长趋势。2020 年，全球厨房小家电需求持续旺盛和公司加入飞利浦、尚科宁家及苏泊尔等知名客户供应链相关订单快速增加，这导致 2020 年公司净利润增速较高。

图 53：公司净利润持续走高



资料来源：Wind，天风证券研究所

ROE 优势明显，净利率和资产周转率表现较好。2018-2021 年公司的 ROE 分别为 34.61%、47.86%、58.19%和 41.27%。公司净资产收益率在行业中处于领先水平，与主要业务模式同为 OEM/ODM 为主可比上市公司德奥、新宝股份和闽灿坤 B 相比，平均净资产收益率优势较为明显。同时相较于同行业可比公司，公司的净利率和资产周转率也处于略高的水平。

权益乘数略高，后续有望得到改善。公司资产负债率高于同行业可比上市公司，主要原因系相对于同行业可比上市公司而言公司的股权融资渠道有限。公司经营活动现金流量较好、银行资信状况良好、且与主要供应商保持了良好的合作关系，我们预计未来出现负债无法偿还的可能性较低。

表 1：杜邦分析

	2018	2019	2020	2021
净资产收益率(%)	34.61	47.86	58.19	41.27
净利率(%)	7.30	8.54	9.11	7.34
资产周转率(次)	1.15	1.39	1.70	1.62
权益乘数	-	4.04	3.77	3.47

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：2021 年可比公司杜邦分析

	比依股份	德奥	新宝	闽灿坤 B
净资产收益率(%)	41.27	-131.77	13.08	13.43
净利率(%)	7.34	-101.54	5.53	6.96
资产周转率(次)	1.62	0.70	1.19	0.90
权益乘数	3.47	1.84	2.07	2.85

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

收入假设：公司为国内空气炸锅代工行业领先企业，依托技术、产品优势长期服务代工优质客户，具有较强技术实力发展自主品牌业务来提升公司整体利润水平。公司通过扩产及技改项目缓解产能紧张并布局加热类厨房小家电、领域摆脱单一品类，预期长期营收稳定增长且现金流向好。随着空气炸锅/空气烤箱市场规模稳增和产能的进一步释放，业绩有望进一步增长；而油炸锅的需求场景较少，可能呈现平稳增长。其中，空气炸锅业务除了为

海外品牌代工外，公司在 22H1 内销代工营收规模有显著的上升，且随着内销空气炸锅行业的快速增长，公司内销规模有望进一步扩大，填补部分海外订单下降的情况。空气烤箱和油炸锅由于目前仅有海外代工订单，外销宏观环境波动对代工厂波动较为明显，2022 年上半年情况不及预期下滑幅度较明显，所以预测 22 年营收增速或呈现下滑，待 23 年海外需求或将环比好转，公司外销代工品类增速有望恢复正规。我们给予 22-24 年空气炸锅部分营收增速为 15.5%/26.0%/20.8%，给予空气烤箱业务增速为-9.8%/20.0%/17.0%，给予油炸锅业务增速为-36.4%/2.0%/2.0%。由于今年因为海外宏观环境波动较大对需求有一定的影响，公司以外销代工为主的业务模式会受到相对较显著的影响，待宏观环境有所好转，明后年或将恢复正常增长；所以给予 22-24 年整体营收增速为 0.3%/22.5%/18.6%。

图 54：公司营收拆分及预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
空气炸锅（亿元）	4.81	6.42	10.40	12.01	15.13	18.28
yoy	57.8%	33.5%	62.1%	15.5%	26.0%	20.8%
毛利率	24.1%	22.6%	15.1%	15.5%	16.5%	16.5%
空气烤箱（亿元）	0.15	1.84	2.49	2.24	2.69	3.15
yoy		1127.7%	34.8%	-9.8%	20.0%	17.0%
毛利率	31.3%	26.6%	22.5%	26.0%	26.5%	26.5%
油炸锅（亿元）	1.74	2.16	2.24	1.42	1.45	1.48
yoy	-24.0%	24.1%	3.7%	-36.4%	2.0%	2.0%
毛利率	18.7%	14.9%	10.9%	10.0%	10.5%	10.5%
其他主营业务（亿元）	0.70	1.20	1.19	0.68	0.77	0.87
yoy	-16.9%	73.0%	-0.8%	-43.4%	13.3%	13.3%
毛利率	21.2%	14.6%	9.9%	13.0%	13.5%	13.5%
其他业务（亿元）	0.01	0.01	0.02	0.04	0.04	0.04
毛利率	86.6%		88.0%	92.0%	92.0%	92.0%
营业总收入（亿元）	7.40	11.63	16.34	16.39	20.08	23.81
yoy	19.7%	57.2%	40.4%	0.3%	22.5%	18.6%
毛利率	22.8%	21.1%	15.4%	16.5%	17.4%	17.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

*注：公司其他业务收入主要为废料销售收入等。

基于公司以上经营情况，我们预计公司 2022-2024 年收入规模分别为 16.39/20.08/23.81 亿元，同比 0.3%/22.5%/18.6%；归母净利润为 1.65/1.88/2.23 亿元，增速分别为 37.6%/13.8%/18.8%，对应 EPS 分别为 0.88/1.01/1.19 元每股。

5.2. 估值分析

公司主营业务为空气炸锅/空气烤箱等加热类厨房小家电代工业务，因此挑选厨房小家电行业以代工为主的公司进行比较，基于行业可比公司的 PE 及市值，同时参考行业平均估值，同时考虑到空气烤箱作为新兴品类的成长性及成本压力减轻后续的业绩弹性，我们给予公司合理估值区间为 2022 年 20-25 倍 PE，对应 2022 年 33-41 亿元市值，对应每股合理价格区间为 17.68-22.10 元/股。

图 55：可比公司估值情况

	收盘价(元)	市值(亿元)	PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E
新宝股份	20.76	171.63	25.77	16.04	13.75	11.98
苏泊尔	45.16	365.19	25.89	15.99	14.04	12.47
北鼎股份	10.55	34.42	37.45	30	23.65	19.45
平均值			29.70	20.68	17.15	14.63

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：1) 收盘价及市值选取 2022 年 8 月 17 日值；2) 可比公司 PE 选用 wind 一致预期值

投资建议

公司作为专注代工加热类厨房小家电代工的企业，多年来拥有较深的技术沉淀保证公司对市场变化趋势的快速响应；同时，公司分布广泛的 ODM/OEM 客户多是国际知名家电制造商和品牌商一级区域性领袖企业，良好合作模式有望后续持续受益；随着后续扩产技改项目的建设，产能紧张的现象将有效得到缓解，不仅为公司发展 OBM 业务提供了良好的生产保障，还有望解决生产品类单一的困局。因此我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.65/1.88/2.23 亿元；对应动态估值分别为 19.9x、17.5x、14.7x，给予“增持”评级。

风险提示

国际贸易形势风险：贸易政策的变动会对国际贸易形势产生影响，例如对从中国进口的商品大规模加征关税等政策，若外国客户因关税而减少订单或由公司承担部分关税，将会给公司经营业绩带来不利影响。

汇率波动风险：公司 ODM 业务主要销往欧美等地区，不同货币间的汇率波动有可能对公司利润造成不利影响。

原材料价格上涨风险：21 年以来大宗原材料持续上涨，影响中游各家电企业利润水平，目前原材料价格仍处于高位震荡，若后续价格继续上涨，则会进一步影响公司盈利能力。

国际市场需求下降风险：海外疫情好转带来的居民居家时间减少，或对海外家电需求带来负面影响，从而影响公司外销业务。

市场竞争风险：小家电市场竞争加剧或对公司在行业内份额及产品盈利能力造成负面影响。

自主品牌开拓风险：公司未来存在持续开拓自主品牌的计划，若公司 ODM/OEM 客户为避免竞争要求公司不得开拓内销品牌，公司自主品牌开拓计划将受到不利影响。

股价波动风险：公司流通市值小，股价可能波动较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	101.95	158.55	385.07	871.09	615.04
应收票据及应收账款	286.35	371.69	334.18	462.36	513.92
预付账款	8.73	12.18	12.32	15.06	18.76
存货	181.66	282.00	214.94	333.41	340.91
其他	18.37	18.88	342.29	48.17	279.33
流动资产合计	597.07	843.30	1,288.79	1,730.10	1,767.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	127.21	202.92	182.40	161.87	141.35
在建工程	3.72	7.22	7.22	7.22	7.22
无形资产	103.45	102.27	98.26	94.24	90.23
其他	12.44	17.79	9.11	10.21	12.39
非流动资产合计	246.82	330.20	296.98	273.55	251.19
资产总计	843.89	1,173.50	1,585.78	2,003.65	2,019.15
短期借款	52.52	194.09	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	513.39	561.17	542.79	874.51	736.25
其他	28.95	41.66	65.87	48.46	70.70
流动负债合计	594.87	796.92	608.66	922.97	806.95
长期借款	0.00	0.00	7.04	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.03	18.06	5.02	6.28	7.85
非流动负债合计	2.03	18.06	12.06	6.28	7.85
负债合计	613.35	823.10	620.72	929.24	814.80
少数股东权益	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)
股本	140.00	140.00	186.66	186.66	186.66
资本公积	6.77	6.77	478.67	478.67	478.67
留存收益	83.77	203.64	299.73	409.08	539.03
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	230.53	350.40	965.06	1,074.40	1,204.36
负债和股东权益总计	843.89	1,173.50	1,585.78	2,003.65	2,019.15

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	105.94	119.87	164.93	187.66	223.03
折旧摊销	13.80	20.73	24.54	24.54	24.54
财务费用	27.93	12.22	(29.51)	6.02	7.14
投资损失	(1.45)	(0.83)	(0.00)	(0.00)	(0.01)
营运资金变动	(49.64)	(179.12)	(222.54)	358.93	(410.86)
其它	13.16	(8.54)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	109.74	(35.67)	(62.59)	577.15	(156.16)
资本支出	128.52	82.73	13.04	(1.26)	(1.57)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(167.11)	(164.51)	(13.04)	1.26	1.58
投资活动现金流	(38.59)	(81.78)	0.00	0.00	0.01
债权融资	(79.39)	132.98	(160.62)	(12.81)	(6.82)
股权融资	24.33	(50.02)	449.73	(78.32)	(93.08)
其他	(11.63)	47.05	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(66.69)	130.00	289.11	(91.12)	(99.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4.46	12.55	226.52	486.03	(256.05)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,163.33	1,633.66	1,639.35	2,008.30	2,381.15
营业成本	918.01	1,382.25	1,368.15	1,657.99	1,965.22
营业税金及附加	6.84	5.48	9.02	7.03	8.33
销售费用	18.47	16.15	19.67	20.08	23.81
管理费用	28.19	33.69	32.79	40.17	47.62
研发费用	38.99	54.75	54.92	67.28	79.77
财务费用	27.48	12.70	(29.51)	6.02	7.14
资产/信用减值损失	(7.20)	(7.16)	(0.04)	(0.05)	(0.06)
公允价值变动收益	0.00	0.72	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.45	0.83	0.00	0.00	0.01
其他	10.17	5.58	0.00	0.00	0.00
营业利润	120.93	128.67	184.27	209.67	249.19
营业外收入	0.02	3.50	0.01	0.01	0.01
营业外支出	1.15	0.60	0.00	0.01	0.01
利润总额	119.80	131.57	184.28	209.68	249.20
所得税	13.87	11.71	19.35	22.02	26.17
净利润	105.94	119.87	164.93	187.66	223.03
少数股东损益	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
归属于母公司净利润	105.94	119.87	164.93	187.66	223.03
每股收益(元)	0.57	0.64	0.88	1.01	1.19

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	57.18%	40.43%	0.35%	22.51%	18.57%
营业利润	61.05%	6.40%	43.21%	13.78%	18.85%
归属于母公司净利润	67.67%	13.15%	37.59%	13.79%	18.85%
获利能力					
毛利率	21.09%	15.39%	16.54%	17.44%	17.47%
净利率	9.11%	7.34%	10.06%	9.34%	9.37%
ROE	45.95%	34.21%	17.09%	17.47%	18.52%
ROIC	81.00%	76.36%	37.28%	33.39%	118.47%
偿债能力					
资产负债率	72.68%	70.14%	39.14%	46.38%	40.35%
净负债率	-21.44%	11.32%	-39.07%	-80.96%	-50.93%
流动比率	0.98	1.05	2.12	1.87	2.19
速动比率	0.68	0.70	1.76	1.51	1.77
营运能力					
应收账款周转率	5.61	4.97	4.64	5.04	4.88
存货周转率	8.63	7.05	6.60	7.32	7.06
总资产周转率	1.70	1.62	1.19	1.12	1.18
每股指标(元)					
每股收益	0.57	0.64	0.88	1.01	1.19
每股经营现金流	0.59	-0.19	-0.34	3.09	-0.84
每股净资产	1.24	1.88	5.17	5.76	6.45
估值比率					
市盈率	30.96	27.36	19.89	17.48	14.70
市净率	14.23	9.36	3.40	3.05	2.72
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.13	9.98	9.44
EV/EBIT	0.00	0.00	18.69	11.12	10.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com