

比依股份（603215.SH）

空气炸锅出口代工龙头，咖啡机有望拉动二次增长

买入

核心观点

公司是我国空气炸锅出口代工龙头。公司以油炸锅起家，逐步成为全球空气炸锅代工龙头，全球销量市占率超过8%；2022年切入咖啡机品类，开启多元化产品矩阵布局与扩张。公司以ODM/OEM业务模式为主，产品主销欧美，外销收入占比基本在90%左右；自主品牌比依BIYI尚处于培育阶段。2022年公司收入为15.0亿，归母净利润为1.8亿，2018-2022年收入及利润的复合增速分别为24.8%、40.9%。

空气炸锅行业：全球保有率处于低位，下游头部品牌格局稳固。空气炸锅面世较晚，与传统炸烤电器相比，空气炸锅少油健康、使用便捷，逐渐在全球实现普及。2022年全球空气炸锅规模接近50亿美元，而保有率仍处于低位，预计我国保有率仅13%，海外美国保有率30%左右而欧洲地区更低。行业格局来看，自主品牌与代工格局均相对集中，国内传统厨电龙头美九苏合计市占率超过50%，美国线上亚马逊空气炸锅CR3达到57%；代工领域，国内空气炸锅代工CR3预计24%。

比依股份：空气炸锅技术扎实，新老客户同步扩展。（1）**技术扎实，保持高研发投入。**公司较早布局空气炸锅技术，积累了丰富的技术储备和专利，2022年研发费用率4.3%保持行业领先。（2）**自动化高效生产、快速响应。**公司产品线较为集中，得以大规模应用自动化生产，在注塑、冲压、喷涂和装配等核心生产环节基本实现智能化生产。（3）**客户优质稳定、新老客户持续开拓。**公司已进入飞利浦、纽威、德龙等全球众多知名品牌的供应链体系，2023H1与第一大客户飞利浦的新一轮合作周期确定，未来多品类的客户协同可期。（4）**自有品牌再布局。**2022年公司对自主品牌进行全新定位与布局，随着渠道覆盖率和运营能力的提升，有望贡献增量。

咖啡机品类拓展顺利，有望复制空气炸锅的成功经历。全球咖啡机市场持续扩容，规模接近120亿美元。2022年公司切入咖啡机赛道，2023H1已完成数款半自动产品研发生产并形成订单，全自动咖啡机已进入立项阶段。基于客户端+研发端+生产端的多重协同，咖啡机有望成为公司二次增长的抓手。

盈利预测与估值：预计2023-2025年公司归母净利润2.4/2.6/3.3亿元，利润增速为35%/9%/27%；每股收益为1.28/1.40/1.78元。综合绝对和相对估值，我们认为合理市值区间为41.5-48.8亿元，对应股价区间为22.18-26.10元/股，对应2023年PE为17-20倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海外需求恢复不及预期；新品类开拓不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,634	1,499	1,879	2,441	3,025
(+/-%)	40.4%	-8.2%	25.3%	29.9%	23.9%
净利润(百万元)	120	178	240	261	332
(+/-%)	13.2%	48.5%	34.7%	9.0%	27.1%
每股收益(元)	0.86	0.95	1.28	1.40	1.78
EBIT Margin	8.7%	10.8%	12.2%	11.3%	11.8%
净资产收益率(ROE)	34.2%	17.9%	20.5%	19.3%	20.9%
市盈率(PE)	23.3	20.9	15.5	14.2	11.2
EV/EBITDA	22.3	22.1	17.0	14.9	12.1
市净率(PB)	7.96	3.73	3.18	2.75	2.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·深度报告

家用电器·小家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

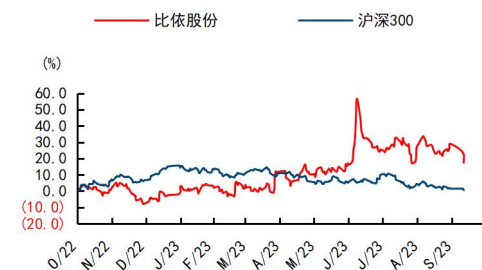
zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	22.18 - 26.10 元
收盘价	18.13 元
总市值/流通市值	3420/1278 百万元
52周最高价/最低价	24.53/14.49 元
近3个月日均成交额	80.88 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

比依股份：空气炸锅出口代工龙头	6
ODM 代工龙头，远销欧美的专业炸锅世家	6
股权结构集中，激励机制长效充足	7
收入增长强劲，产品结构优化提振盈利	8
基本盘：空气炸锅全球成长，比依股份技术扎实拓客户	10
空气炸锅：全球保有率处于低位，下游头部品牌格局稳固	10
比依股份：较早布局空气炸锅技术，新老客户同步扩展	16
拓品类：咖啡机有望带来二次增长	23
咖啡机：市场持续扩容，自主品牌与代工均大有可为	23
比依股份：切入咖啡机赛道，品类延展打开增长空间	28
财务分析	30
成长性分析	30
盈利能力分析	30
现金流量分析	32
盈利预测	33
假设前提	33
未来 3 年业绩预测	35
盈利预测的敏感性分析	35
估值与投资建议	36
绝对估值：以 FCFF 方法得到合理股价估值为 23.41-28.15 元/股	36
绝对估值的敏感性分析	37
相对估值：采用 PE 和 PEG 综合考虑目标估值为 20.48-25.60 元/股	37
投资建议	38
风险提示	39
附表：财务预测与估值	42

图表目录

图 1: 公司发展历程: 产品远销欧美的专业炸锅代工龙头	6
图 2: 空气炸锅及空气烤箱为公司主要产品	6
图 3: 公司外销为主, 产品销往全球 70 多个国家和地区	7
图 4: 2023H1 公司海外收入占比达到 93%	7
图 5: 2021H1 海外分国家收入占比: 欧美发达国家是主要销售地	7
图 6: 公司股权结构集中, 闻继望先生为实际控制人	8
图 7: 2018-2023H1 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)	9
图 8: 2022 年公司外销承压, 内销实现高增长 (单位: 亿元)	9
图 9: 公司净利润实现快速增长	9
图 10: 公司毛利率和净利率稳步回升	9
图 11: 期间费率整体稳中有降, 财务费用率波动较大	10
图 12: 我国对空气炸锅的关注度在 2020 年后快速提升	11
图 13: 2022 年我国空气炸锅销售规模达到 82.3 亿	12
图 14: 空气炸锅是厨房小家电中规模靠前的单品	12
图 15: 美国空气炸锅销售规模在 2020-2021 年实现快速增长	12
图 16: 美国空气炸锅销量在 2020-2021 年合计增长 76%	12
图 17: 2022 年英法德意四国亚马逊空气炸锅销额 2.9 亿美元	13
图 18: 预计西欧地区空气炸锅规模与中美处于统一规模	13
图 19: 全球空气炸锅市场主要集中在中美欧地区	14
图 20: 全球空气炸锅销额规模有望保持 9% 左右的复合增长	14
图 21: 全球空气炸锅销量规模有望保持稳健增长	14
图 22: 我国空气炸锅线上市场以美九苏等传统龙头为主	15
图 23: 美九苏在空气炸锅线下市场占据绝对优势	15
图 24: 头部品牌及外资品牌线上空气炸锅销售均价高于行业	15
图 25: 头部品牌及外资品牌线下空气炸锅销售均价高于行业	15
图 26: 美国亚马逊空气炸锅行业格局较为集中	16
图 27: 美国亚马逊头部品牌的空气炸锅销售均价高于行业	16
图 28: 公司空气炸锅销量及收入快速成长	17
图 29: 公司的产品成本中原材料占比 75%	17
图 30: 公司产品的售价基本保持上涨趋势	17
图 31: 比依股份关于空气炸锅的专利储备较为丰富	18
图 32: 比依股份申请的关于空气炸锅的专利数量高于新宝股份	18
图 33: 公司的研发费用率处于行业领先水平	19
图 34: 公司申请的专利中与空气炸锅相关的占比超过 50%	19
图 35: 公司人均创收持续提升且相对较高	20
图 36: 公司人均创利持续提升且相对较高	20
图 37: 比依股份的存货周转天数处于行业靠前水平 (单位: 天)	20

图 38: 公司已积累全球多家知名品牌客户	21
图 39: 公司前五大客户集中度不断提升	21
图 40: 公司向飞利浦的销售规模快速增长	22
图 41: 飞利浦在全球均有厨房小家电布局	22
图 42: 飞利浦在线上出售的厨房小家电品类有数十种 (单位: 万元)	22
图 43: 公司积极参与线下展会, 接洽拓展新客户	23
图 44: 2022 年全球咖啡机市场规模约 120 亿美元, 近 4 年复合增速 2.5%	24
图 45: 海外美国和欧洲是咖啡机主要消费市场 (单位: 亿美元)	24
图 46: 2014-2022 我国咖啡机市场规模实现快速增长, CAGR 达 14.6%	25
图 47: 参照破壁机成长轨迹, 国内咖啡机市场仍在培育阶段	25
图 48: 国内外咖啡机渗透率对比: 我国渗透率仅 1.5%	25
图 49: 我国咖啡机出口规模近 10000 万台	26
图 50: 我国咖啡机出口额近 160 亿元	26
图 51: 海外全自动产品销额占比超 50%, 滴滤咖啡机销量占比超 50%	26
图 52: 2023Q1 线上咖啡机分产品类型销额/销量占比	27
图 53: 2023Q1 线上咖啡机分产品类型价格及同比增速	27
图 54: 线上咖啡机格局: 外资占据主导地位, 内资品牌加速布局	27
图 55: 2022 年全球市场咖啡机品牌份额	28
图 56: 2022 年欧洲及北美咖啡机分品牌份额	28
图 57: 2022 年开始咖啡机成为公司专利申请的第二大品类	29
图 58: 公司收入体量在可比公司中偏小 (单位: 亿元)	30
图 59: 公司收入增速较为领先	30
图 60: 公司毛利率处于行业较低水平	31
图 61: 净利率较可比公司表现突出	31
图 62: 公司销售及管理费用率低于行业, 研发费用率处于行业较高水平	31
图 63: 募集资金到位后公司 ROE 下滑, 但依然处于行业领先水平	32
图 64: 由于客户优质信用期偏长, 现金流略有压力	32
图 65: 应收账款周转天数增加, 存货周转天数稳中有降	32

表1：公司 2023 年股权激励计划内容	8
表2：与普通烤箱相比，空气炸锅具有易清洁、功能多等优势	11
表3：我国空气炸锅主要头部代工企业	16
表4：比依股份近期申请的专利针对空气炸锅的结构等诸多细节进行升级改造	19
表5：海外主要国家咖啡机保有率测算	24
表6：公司已申请数十个咖啡机相关的专利	29
表7：比依股份收入拆分及预测	34
表8：未来 3 年盈利预测表	35
表9：情景分析（乐观、中性、谨慎）	35
表10：公司盈利预测假设条件（%）	36
表11：资本成本假设	36
表12：比依股份 FCFF 估值表	36
表13：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	37
表14：比依股份及可比公司经营情况对比（单位：亿元）	37
表15：可比公司利润增速比较及 PEG 估值	38
表16：可比公司 PE 估值	38

比依股份：空气炸锅出口代工龙头

公司是我国空气炸锅出口代工龙头，由油炸锅代工逐步拓展至多品类。公司主营加热类小家电的研发、制造和销售，成立于2001年，2003年开始出口油炸锅，2015年自行研发生产并销售空气炸锅，2018年成功研发空气烤箱，2022年以来持续拓展咖啡机、制冰机等新品类。公司以ODM/OEM业务模式为主，主要客户覆盖飞利浦 Philips、纽威 Newell、尚科宁家 SharkNinja、德龙 De'Longhi、赛博集团 SEB 以及苏泊尔等国内外知名家电企业；自主品牌仍处发展初期，2023 年对 BIYI 比依品牌进行全面优化升级，同时加快了咖啡机等新品牌的战略布局。

图1：公司发展历程：产品远销欧美的专业炸锅代工龙头

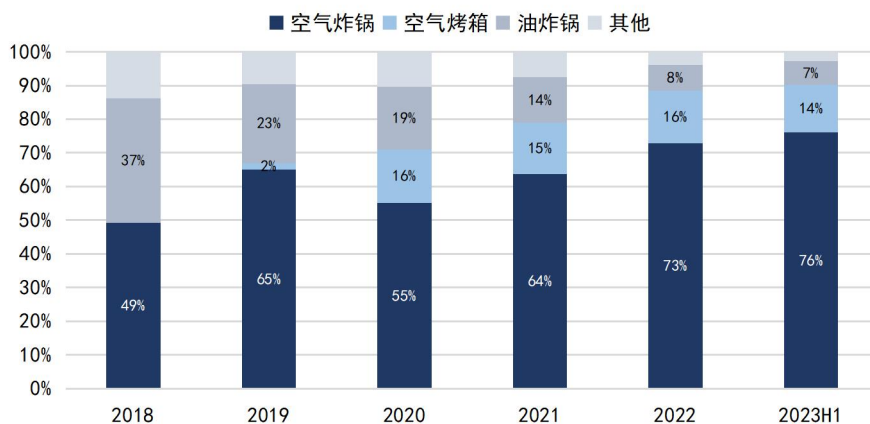


资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

ODM 代工龙头，远销欧美的专业炸锅世家

从油炸锅到加热类厨房小家电，公司产品结构持续调整优化。公司以油炸锅起家，随后产品逐步拓展至空气炸锅、空气烤箱、烤煎盘、华夫饼机等其他加热类小家电。近年健康烹饪需求驱动高价值的空气加热类产品快速成长，同时公司积极主动调整优化产品线，空气炸锅销售占比从2018年的49%提升至2023H1的76%，升级型产品空气烤箱占比保持在15%左右，而传统油炸锅收入占比从37%缩减至7%。

图2：空气炸锅及空气烤箱为公司主要产品



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

外销为主，主销欧美市场。通过进入全球多家知名加热类厨房小家电客户供应链体系，公司产品得以广销全球 70 余个国家和地区，2023H1 外销收入占比 93%。海外以欧美市场为主，主要大客户飞利浦主销欧洲、亚洲地区，Newell、SharkNinja 等客户主要覆盖北美地区，2021H1 公司海外收入中美国、主要欧洲国家（英/德/法/荷兰）的占比分别为 27.3%、27.6%。

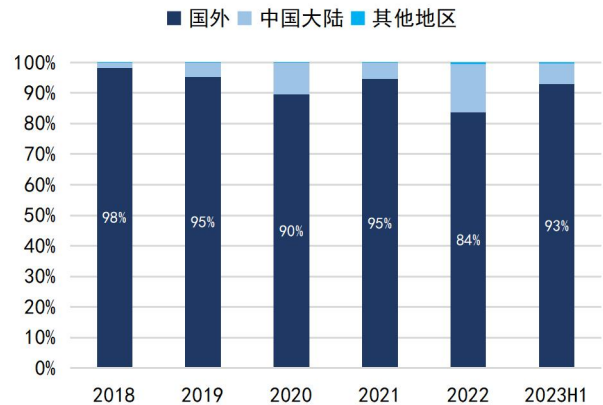
图3：公司外销为主，产品销往全球 70 多个国家和地区



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

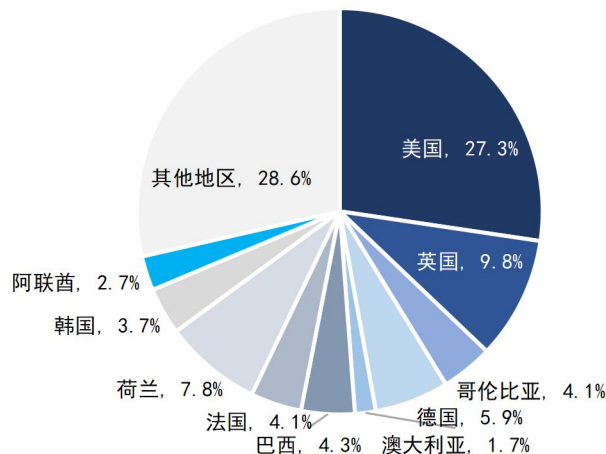
注：地图红色区域为截止 2022 年 2 月公司产品已销往的国家/地区

图4：2023H1 公司海外收入占比达到 93%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：2021H1 海外分国家收入占比：欧美发达国家是主要销售地

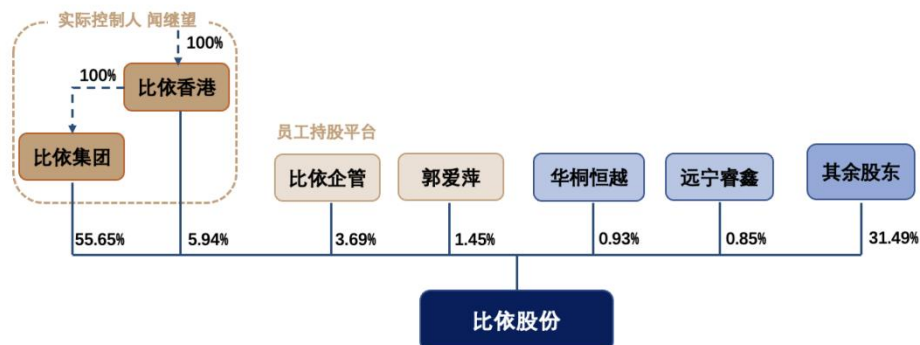


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构集中，激励机制长效充足

股权结构集中且较为稳定，激励充足。董事长闻继望先生为公司实际控制人，通过持有比依香港及比依集团 100%股权间接持有公司 61.6%股权；比依企管设立于 2019 年，为公司董监高及核心技术人员持股平台，持股比例 3.7%。2023 年公司发布上市后的首次股权激励计划，激励对象覆盖董事、高级/中层管理人员以及核心技术人员等 232 人，股票数量 280 万股，占公司股本总额 1.5%，以绑定核心团队利益、赋能公司长远发展。

图6：公司股权结构集中，闻继望先生为实际控制人



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

注：上述持股比例为 2023H1 披露数据

表1：公司 2023 年股权激励计划内容

激励对象	授予数量及价格	2023 年限制性股票激励计划	
			年度业绩考核目标
董事、高级/中层管理人员、股票数量为 280 万股， 核心技术人员以及其他人员等 232 人 占公司股本总额 1.5%； 授予价格 7.45 元/股		2023 年	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 25%； 或以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 15%。
		2024 年	以 2022 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 65%； 或以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 35%。
		2025 年	以 2022 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 100%； 或以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 45%。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

收入增长强劲，产品结构优化提振盈利

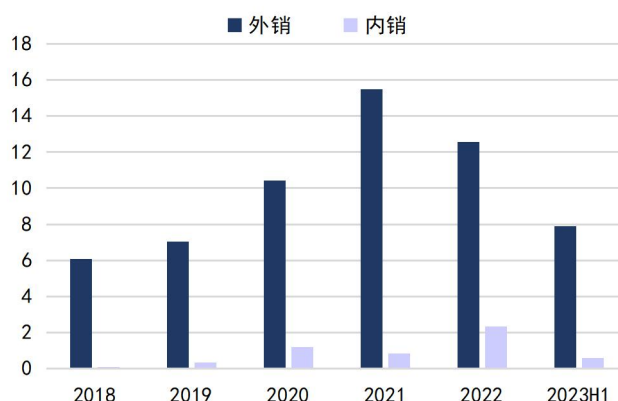
公司以外销为主，客户拓展+品类扩张驱动收入快速增长。公司收入从 2018 年的 6.2 亿增长至 2022 年 15.0 亿，年复合增速 24.8%，其中 2020-2021 年受益于疫情催化空气炸锅产品放量以及海外新（飞利浦、SharkNinja 等）老（纽威、Select Brands 等）客户订单拓展顺利，收入增速分别达 57.2%、40.4%。2022 年公司收入同比-8.2%至 15.0 亿，主要系外销受高基数与海外需求疲软压制同比下滑 18.8%，内销依靠苏泊尔、飞利浦等客户订单量增加实现同比增长 176.2%。2023H1 公司外销逐步回暖，整体收入同比+18.2%至 8.5 亿。随着海外客户库存消化订单恢复正常，叠加新品类咖啡机顺利出货，公司收入增长有望再次进入快车道。

图7：2018-2023H1 公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：2022 年公司外销承压，内销实现高增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

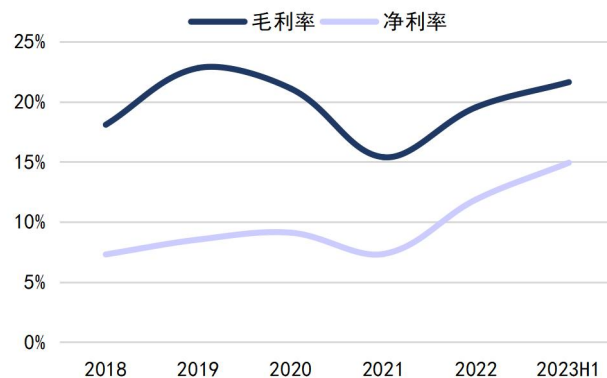
利润受原材料价格及汇兑影响较大，产品结构优化提振盈利能力。公司净利润从2018年的0.5亿增长至2022年的1.8亿，年复合增速40.9%，利润增速高于收入，主要系与空气炸锅与空气烤箱产品占比提升带来的产品结构优化有关。公司外销基本以美元结算，产生汇兑损益，2021年净利润受原材料价格上涨以及人民币升值影响承压，2022年以来随着原材料价格逐步回落，叠加汇率贬值提振业绩弹性，公司盈利能力企稳回升，2023H1毛利率同比+6.1pct至21.6%，已恢复至2019-2020年水平，净利率同比+4.4pct至14.9%，实现持续突破，若剔除汇兑影响，2023H1公司净利率依然达到12.6%。

图9：公司净利润实现快速增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司毛利率和净利率稳步回升

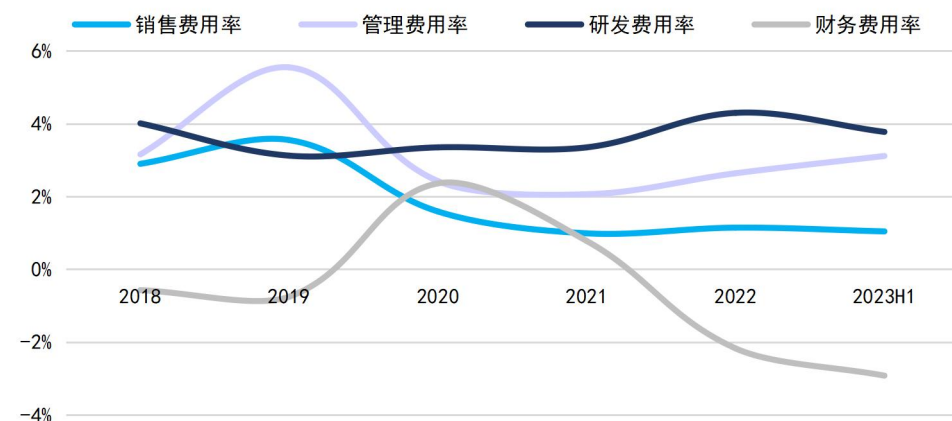


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：2020年开始执行新收入准则，销售产品发生的运输及报关出口费用作为合同履约成本计入营业成本

费用率控制优异。由于公司业务模式以ODM/OEM为主，期间费用率基本保持在10%以内，2023H1公司销售费用率、管理费用率分别为1.0%、3.1%，研发费用率稳定在4%左右，而财务费用受汇兑影响波动较大。

图11：期间费率整体稳中有降，财务费用率波动较大



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

基本盘：空气炸锅全球成长，比依股份技术扎实拓客户

空气炸锅是近几年在全球范围内兴起的健康烹饪厨电，根据 Statista 数据，全球销售规模从 2018 年的 15 亿美元快速成长至 2022 年 50 亿美元，年复合增长高达 36%。但目前空气炸锅在全球的保有率仍处于低位，在中国的保有率仅有 13%，在欧美的保有率也不足 40%，对比传统刚需厨电 60% 以上的保有率水平，空气炸锅在全球仍有广阔的成长空间。比依股份是国内空气炸锅代工头部企业，拥有扎实的技术储备，生产上自动化及规模化程度高，产品力优异。通过加强与现有客户的合作、同时不断拓展新客户，公司空气炸锅业务有望实现持续成长。

空气炸锅：全球保有率处于低位，下游头部品牌格局稳固

◆ 空气炸锅：新兴的健康烹饪电器

空气炸锅面世较晚，与传统炸烤电器相比，空气炸锅少油健康、使用便捷，逐渐在全球实现普及。空气炸锅是借助对流机制，通过机械风扇使热气在食物周围高速循环来烹饪食物，其概念最早可见于 1990 年代推出的商用空气炸锅。2007 年法国 Tefal 推出了全球第一台家用空气炸锅，2010 年飞利浦在国际消费电子展推出改进版空气炸锅，并正式以“Airfryer”作为该产品的品类名称。此后，空气炸锅进入全球各国市场。我国对空气炸锅的关注度直到 2019 年才有较快的提升，2020 年达到第一个搜索指数高峰，2022 年空气炸锅的关注度迎来爆发，2023 年之后关注度逐渐回落。

图12: 我国对空气炸锅的关注度在 2020 年后快速提升

地域范围 全国 设备来源 PC+移动 时间范围 2012-11-19 ~ 2023-08-21



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

与传统的油炸等方式相比，**空气炸锅具备明显的优势**：空气炸锅只需少量油或者不需要油就可实现炸烤，相对更为健康；空气炸锅使用更为便捷、操作简单，省去倒油、处理剩油等麻烦，清洁起来也更为方便；与普通烤箱等其他加热类厨房小家电而言，空气炸锅和空气烤箱能够利用锅内空气 360° 热交换迅速加热食物，在烹饪食物时相较普通烤箱可以节省大约一半的时间。

表2: 与普通烤箱相比，空气炸锅具有易清洁、功能多等优势

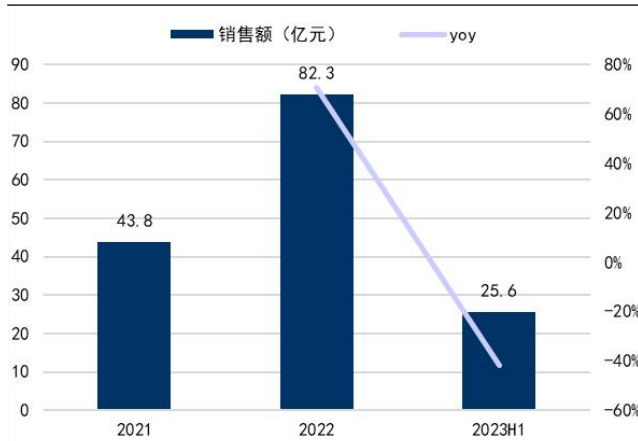
	空气炸锅	空气烤箱	普通烤箱
功能	炸烤功能兼备	炸烤功能兼备	仅烘烤功能
功率	900-2,000W	2,000W	500-3,500W
加热模式	立体式 3D 热风循环	立体式 3D 热风循环	上下加热管加热
操控面板	智能触控屏/旋钮操控盘	智能触控屏/旋钮操控盘	多为旋钮操控盘
内胆材质	五层升级版陶瓷涂层	不锈钢材质	搪瓷、镀锌钢板等
清洁	抽屉一体式，易清洁	下开门方式，内胆一体化，易清洁	凹槽位置多，不易清洁
容量	1.5L-6.4L	10L 以上	20L-34L
配件	烤串架、蛋糕桶、披萨盘等	烤鸡架、转笼、BBQ 烤架等	烤盘、烤架等

资料来源：比依股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

◆ 空气炸锅规模：全球市场发展方兴未艾，保有率处于低位

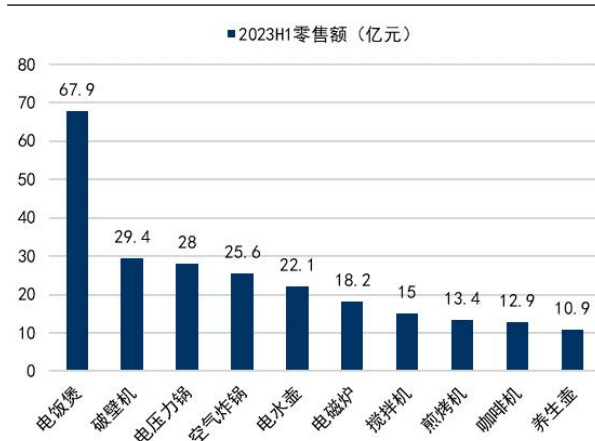
我国空气炸锅市场规模高速成长，2022 年零售额达到 82 亿，2023 年以来有所承压。奥维云网数据显示，2022 年我国空气炸锅全渠道销售规模达到 82.3 亿，同比增长 70.7%；零售量达到 3260 万台，同比增长 116.7%。空气炸锅从 2019 年的年销量百万台快速成长至 2022 年年销量破 3000 万台，行业规模快速扩容。但 2023 年以来，随着线下餐饮消费恢复，居家烹饪需求有所减少，新兴的厨房小家电普遍有所承压，空气炸锅在高基数下销售规模下滑明显，2023H1 空气炸锅销售额同比下滑 41.6%至 25.6 亿。但从绝对规模的角度，2023H1 空气炸锅的零售额依然与破壁机、电压力锅、电水壶等传统的刚需大单品处于同一量级，是厨房小家电规模靠前的品类。

图13: 2022 年我国空气炸锅销售规模达到 82.3 亿



资料来源：奥维云网推总数据，国信证券经济研究所整理

图14: 空气炸锅是厨房小家电中规模靠前的的大单品

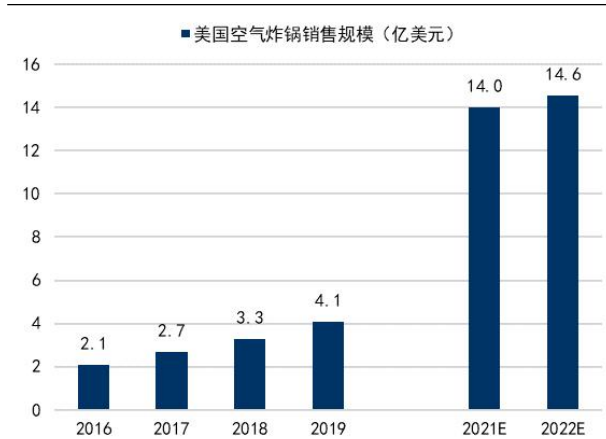


资料来源：奥维云网推总数据，国信证券经济研究所整理

2022 年我国空气炸锅保有率预计在 13% 左右。考虑到国内空气炸锅使用寿命在 4 年左右，根据奥维云网的数据，2021-2022 年我国空气炸锅合计销量 4764 万台，假设 2019 年-2020 年合计销量为 1700 万台，则 2022 年空气炸锅存量规模为 6464 万台。以我国家庭户数 4.94 亿户为基数，2022 年我国空气炸锅的累计保有率为 13.1%。对比与空气炸锅处于同一销售规模的其他品类来看，空气炸锅的保有率依然处于低位。

从海外市场来看，空气炸锅也处于发展阶段。根据 NPD 数据，2020-2021 年空气炸锅在美国合计销售 2560 万台，同比 2018-2019 年合计销量增长 76.0%。而根据亚马逊爬虫数据，2022 年亚马逊空气炸锅销售额达到 4.9 亿美元，同比增长 3.9%；销量达到 451.5 万台，同比增长 3.5%。预计 2022 年美国空气炸锅规模依然有小幅增长，以亚马逊空气炸锅销售占全渠道的 1/3 计算，预计美国 2022 年空气炸锅销售额达到 14.6 亿美元，销量达到 1354 万台，销量体量与 NPD 数据接近。Statista 数据显示，2019 年美国空气炸锅销售额为 4.1 亿美元。因而预计 2019-2022 年美国空气炸锅销售规模复合增速达到 52.6%，行业在 2020-2021 年实现爆发性增长。

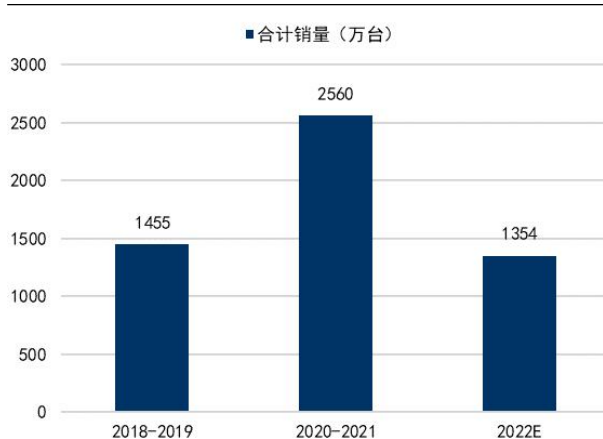
图15: 美国空气炸锅销售规模在 2020-2021 年实现快速增长



资料来源：Statista, Cobalt, 国信证券经济研究所整理

注：2016-2019 年数据来源于 Statista，2021-2022 年销售规模为假设全渠道销售规模为亚马逊空气炸锅销售额*3，数据来源于 Cobalt 亚马逊爬虫

图16: 美国空气炸锅销量在 2020-2021 年合计增长 76%



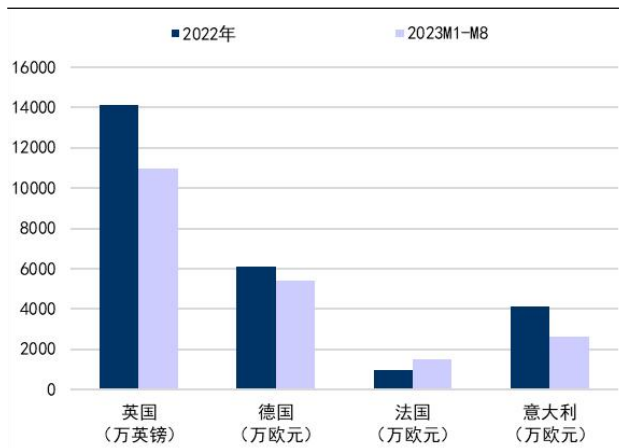
资料来源：NPD, Cobalt, 国信证券经济研究所整理

注：2018-2021 年数据来源于 NPD，2022 年销量为亚马逊空气炸锅销量*3 推测得来，数据来源于 Cobalt 亚马逊爬虫

2022 年美国空气炸锅家庭保有率预计在 30%左右。作为烤箱的替代升级品之一，假设美国空气炸锅使用频率更高，若以 3 年为一个更新周期，则 2022 年空气炸锅累计保有量预计为 3914 万台，以美国家庭户数 1.29 亿户计算，空气炸锅的保有率为 30.3%。对比美国烤箱接近 100%的保有率来看，空气炸锅保有率仍有较大的发展空间。

除中美外，预计欧洲空气炸锅的规模同样超 10 亿美元。根据亚马逊的销售跟踪数据，2022 年英国、法国、德国、意大利在亚马逊上的空气炸锅销售规模分别为 1.4 亿英镑、0.6 亿欧元、0.1 亿欧元、0.4 亿欧元。同样假设亚马逊空气炸锅销售占全渠道的 1/3，以 2022 年平均汇率计算，英法德意四国 2022 年空气炸锅合计销售规模为 8.7 亿美元。考虑到 2022 年英法德意四国占欧盟地区（不含英国）GDP 的比重达到 71.7%，预计欧盟及英国空气炸锅 2022 年销售额超 10 亿美元，与美国空气炸锅规模处于同一量级。由于欧盟及英国人口数及家庭户数高于美国，预计欧洲地区空气炸锅保有率低于美国。

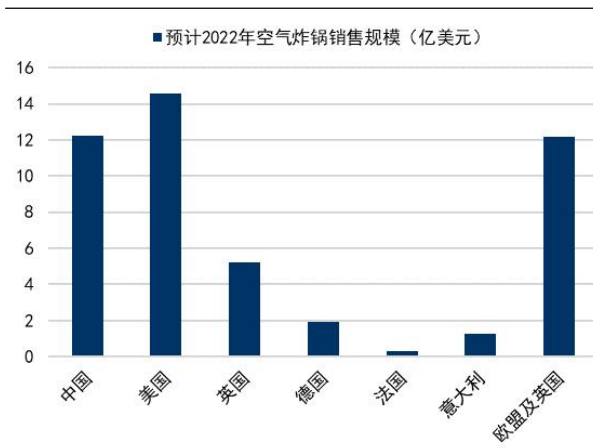
图17：2022 年英法德意四国亚马逊空气炸锅销额 2.9 亿美元



资料来源：卖家精灵，国信证券经济研究所整理

注：英镑兑美元以 1:1.23 计算，欧元兑美元以 1:1.05 计算

图18：预计西欧地区空气炸锅规模与中美处于统一规模



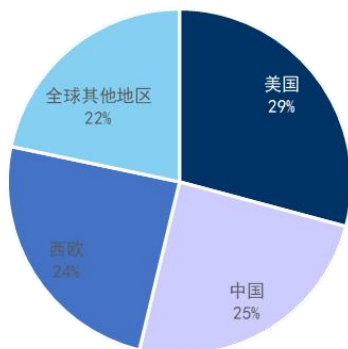
资料来源：奥维云网，卖家精灵，国信证券经济研究所整理及测算

注：中国空气炸锅销售规模数据来自奥维云网，人民币兑美元以 6.73:1 计算；其余国家及地区的空气炸锅销售规模为估算值，具体测算过程详见正文

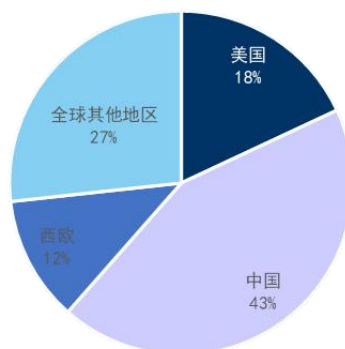
全球空气炸锅规模接近 50 亿美元，未来 5 年有望保持 9%的复合增长。根据 Statista 数据，预计全球除中国、美国及西欧外，2022 年空气炸锅销售规模为 10.8 亿美元，占全球市场的 22%；销量规模约为 2005 万台，占全球销量的 27%。合计来看，2022 年全球空气炸锅规模为 49.7 亿美元，2018-2022 年复合增速达到 36.8%。未来空气炸锅在全球市场有望保持稳健的增长，根据 Statista 的预测，2028 年空气炸锅行业规模有望达到 82.6 亿美元，2022-2028 年复合增速为 8.8%。分量价看，预计量是行业增长的主要动力，全球空气炸锅销量有望从 2022 年的 0.75 亿台增长至 2028 年 1.03 亿台，年复合增速为 5.3%。

图19: 全球空气炸锅市场主要集中在中美欧地区

2022年全球空气炸锅销售额分布



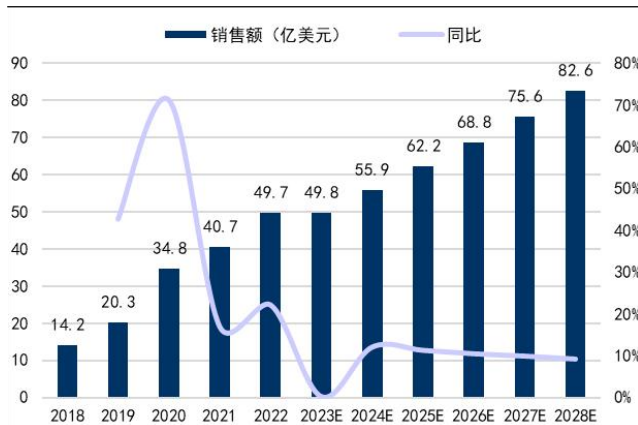
2022年全球空气炸锅销量分布



资料来源: Statista, 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

注: 海外规模及预测数据采用 Statista 数据, 国内空气炸锅规模采用奥维云网数据

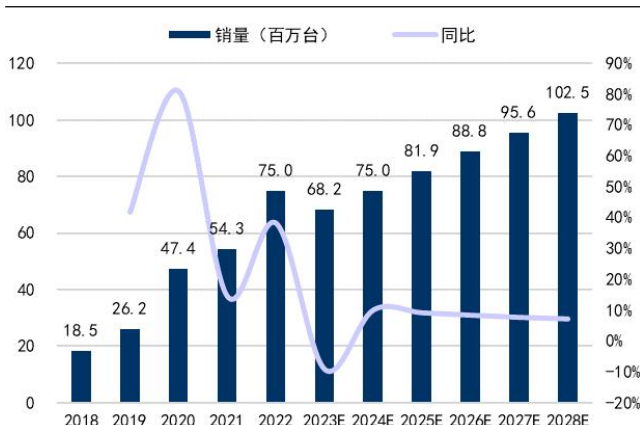
图20: 全球空气炸锅销售额规模有望保持 9%左右的复合增长



资料来源: Statista, 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

注: 海外规模及预测数据采用 Statista 数据, 国内空气炸锅规模采用奥维云网数据, 2023 年国内空气炸锅预测数据参考 2023H1 数据

图21: 全球空气炸锅销量规模有望保持稳健增长



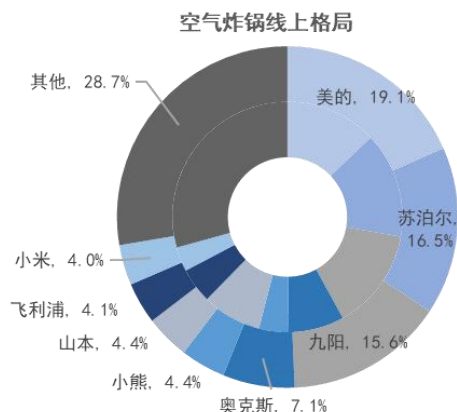
资料来源: Statista, 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

注: 海外规模及预测数据采用 Statista 数据, 国内空气炸锅规模采用奥维云网数据, 2023 年国内空气炸锅预测数据参考 2023H1 数据

◆ 空气炸锅格局: 行业集中度较高, 头部品牌占领高价位段

我国空气炸锅行业格局较为集中, 传统厨电龙头美九苏合计市占率超过 50%。奥维云网数据显示, 我国传统厨电三大龙头美九苏依然占据空气炸锅前三的份额, 2023 年前 7 月线上合计市占率达到 51.3%, 线下合计市占率达到 82.9%, 且环比 2022 年来看, 线上线下 CR3 有所提升。其他品牌线上线下的份额均只有个位数, 与头部品牌有明显的差距。

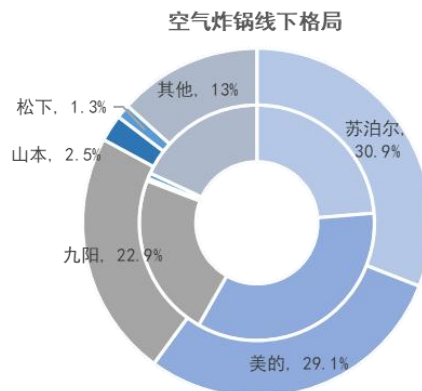
图22: 我国空气炸锅线上市场以美九苏等传统龙头为主



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

注：内圈为2022年数据，外圈为2023年前7月数据

图23: 美九苏在空气炸锅线下市场占据绝对优势

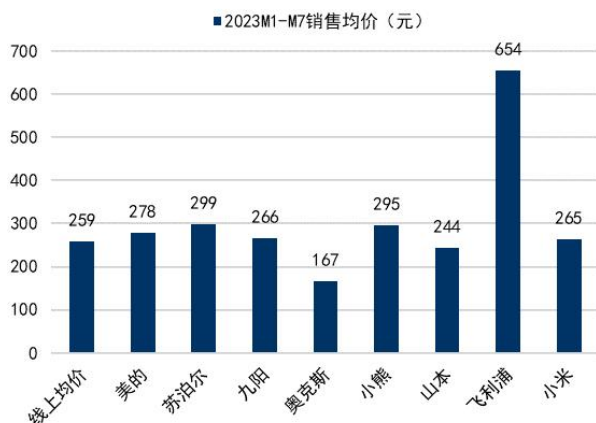


资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

注：内圈为2022年数据，外圈为2023年前7月数据

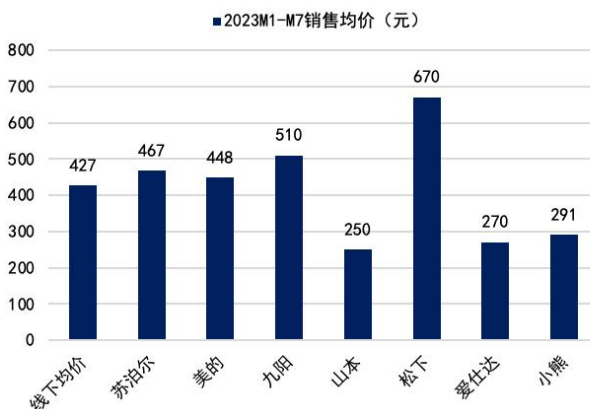
从不同品牌的均价来看，头部品牌的均价普遍高于行业均价。奥维云网数据显示，2023年前7月空气炸锅线上线下销售均价为259/427元，而头部品牌美九苏的销售均价普遍高于行业均价，部分老牌外资品牌销售均价更是超过600元。这或许说明作为一款新兴的厨电产品，又事关自身的饮食安全和健康，消费者对品牌、品质较为看重，因而传统龙头品牌及外资品牌能获得一定的品牌溢价。展望后续来看，预计行业格局仍会向头部品牌集中，小品牌的生存环境将受到限制。

图24: 头部品牌及外资品牌线上空气炸锅销售均价高于行业



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图25: 头部品牌及外资品牌线下空气炸锅销售均价高于行业

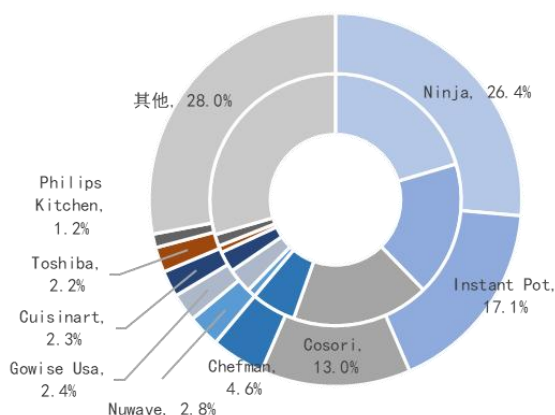


资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

从美国亚马逊的数据来看，线上空气炸锅的格局与我国相似，显现出三强争霸的格局，集中度相对也较高。根据美国亚马逊的爬虫数据（Cobalt），2023年前7月美国亚马逊空气炸锅销额前三分别为 Ninja、Instant Pot 和 Cosori，市占率分别达到 26.4%、17.1%、13.0%，CR3 为 56.5%，环比 2022 全年有所提升；其余品牌市占率不足 5%，与头部品牌存在较大差距。

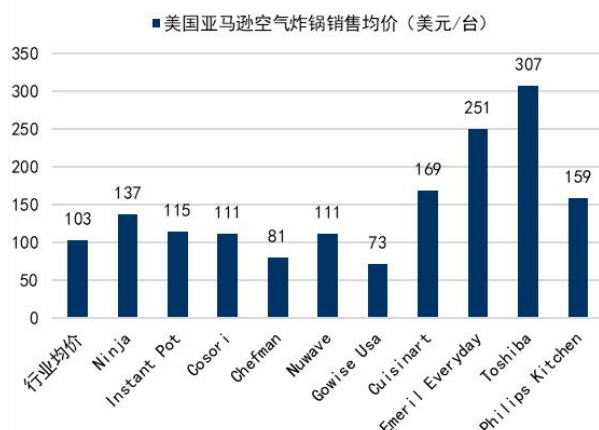
在价格方面，美国亚马逊头部品牌的价格也高于行业均价。2023年前7月，美国亚马逊空气炸锅销售均价为 103 美元/台，而头部三个品牌的均价均在 110 美元/台以上。

图26: 美国亚马逊空气炸锅行业格局较为集中



资料来源: Cobalt, 国信证券经济研究所整理

图27: 美国亚马逊头部品牌的空气炸锅销售均价高于行业



资料来源: Cobalt, 国信证券经济研究所整理

空气炸锅代工格局也较为集中，CR3 接近 30%。根据相关公司官网的资料，国内空气炸锅代工龙头集中在浙江，宁波嘉乐智能、天喜厨电和兆丰电器均为空气炸锅代工的头部企业，其中嘉乐智能和天喜厨电规模相对较高，同样服务全球客户以 2022 年全球空气炸锅销量 7503 万台计算，假设头部三家企业（比依、嘉乐、天喜）生产能力相当，则以比依的销量来计算代工领域的 CR3 预计达 24%，格局同样相对集中。

表3: 我国空气炸锅主要头部代工企业

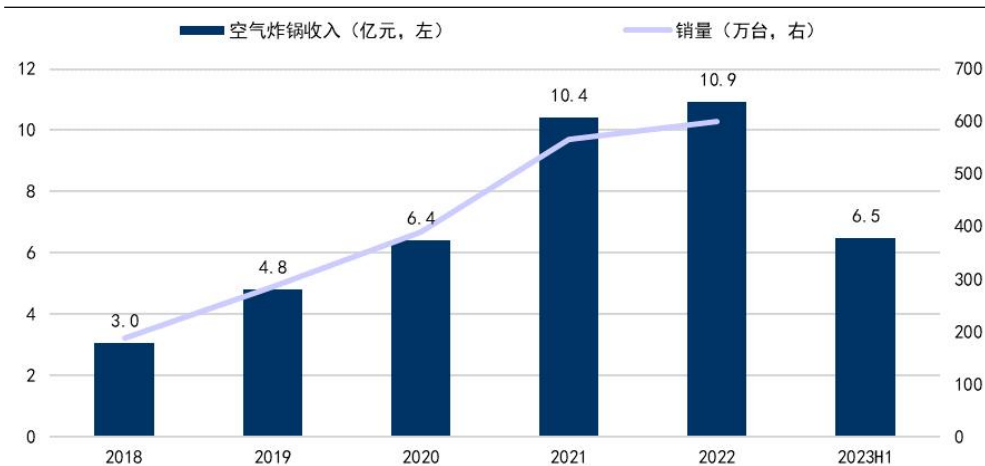
公司名称	公司简介
宁波嘉乐智能科技股份有限公司	主营空气炸锅等厨房小家电，截止 2022 年，拥有员工 3000 余人，近 300 款空气炸锅，年产值突破 15 亿元人民币。空气炸锅销往全球 5 大洲 100 多个国家和地区，连续 10 年行业销量领先。
浙江天喜厨电股份有限公司	主营厨房小家电、明火炊具产品，2021 年销售收入 26 亿元，出口总额 3 亿美元，生产的空气炸锅产品远销海内外 80 多个国家和地区，排名全球行业前列。
慈溪市兆丰电器有限公司	主营空气炸锅、蒸汽烤箱及其他健康厨房产品，根据公司 2020 年的报道，年产量超 300 万台，2023 年开始扩建 250 万台空气炸锅产能。

资料来源: 各公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

比依股份：较早布局空气炸锅技术，新老客户同步扩展

公司是全球空气炸锅代工领域的头部企业，销量市占率超过 8%。公司从 2015 年开始销售空气炸锅，2022 年空气炸锅收入体量已达到 10.9 亿元，销量 599 万台，快速成长为公司的第一大业务。从全球的空气炸锅代工市场来看，公司位居行业前列。以 2022 年全球空气炸锅销量 7503 万台为基数，比依股份 2022 年空气炸锅销量市占率达到 8.0%。

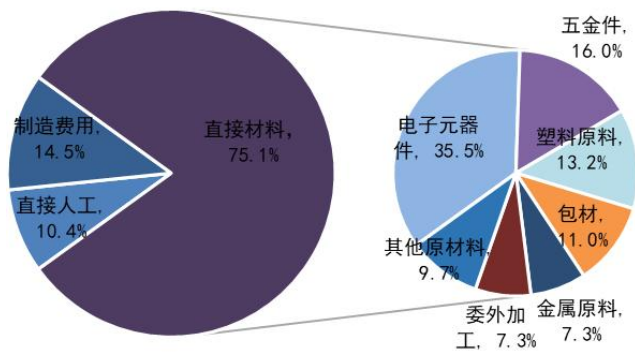
图28: 公司空气炸锅销量及收入快速成长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从价格的角度看, 公司空气炸锅的销售均有所提升, 主要受到原材料成本和产品升级影响。公司空气炸锅的销售均价从2018年的162元提升至2021年以来的超180元, 均价维持小幅上涨趋势。预计价格的上升一方面来自于空气炸锅产品的升级, 如功能的增加及外观等方面; 另一方面, 2021-2022年原材料价格较高, 公司的产品均价虽然较高, 但毛利率却较低。

图29: 公司的产品成本中原材料占比75%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司产品的售价基本保持上涨趋势

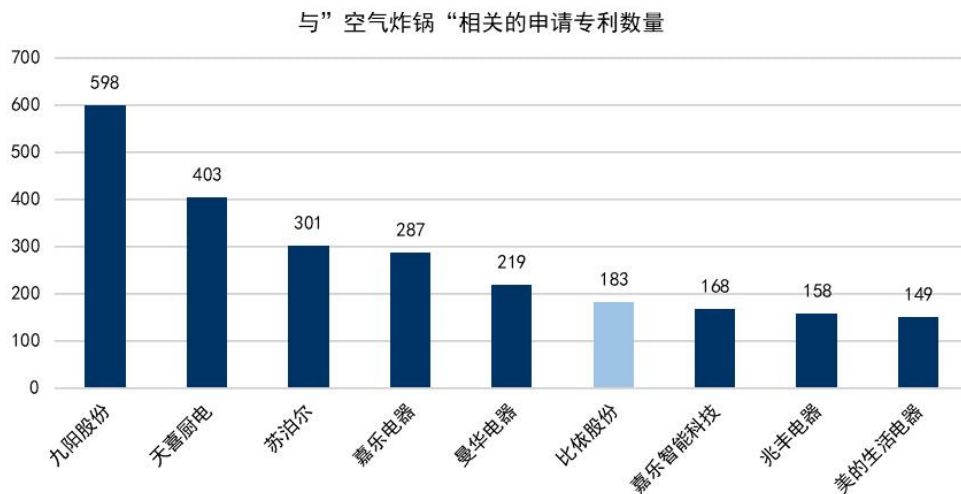


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 深耕空气炸锅技术, 专利数量领先

公司在2015年之前就已开始进行空气炸锅的研发, 此后一直深耕该品类, 积累了丰富的技术储备和专利。根据国家知识产权局的数据, 公司自2015年4月起开始申请与空气炸锅相关的专利, 截至8月25日, 公司已申请并公告了183个与空气炸锅有关的专利(该数量系在国家知识产权局官网上查询到的申请人为“比依电器”、发明名称含“空气炸锅”的专利, 可能存在遗漏)。从数量上看, 公司关于空气炸锅的专利数量排在我国申请企业中的第6位, 公司的专利储备相对较为丰富。

图31: 比依股份关于空气炸锅的专利储备较为丰富

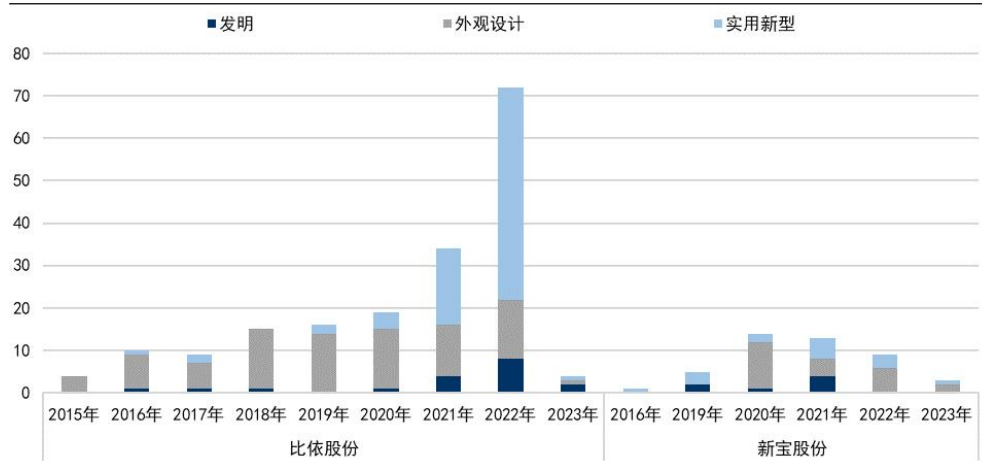


资料来源: 国家知识产权局, 国信证券经济研究所整理

注: 该数量为国家知识产权局官网上查询到该公司申请的专利名称含“空气炸锅”的专利数量, 比依股份的数量含公司前身“比依电器有限公司”, 时间为截至 2023 年 8 月 25 日

从专利类型来看, 随着公司对空气炸锅研发的深入, 发明专利及实用新型专利数量快速增加, 说明公司对产品的改造迭代愈发醇熟。公司在 2020 年之前申请的专利以外观设计专利为主, 2021 年以来公司发明及实用新型专利的申请数量显著增加。对比另一家小家电全品类代工龙头新宝股份来看, 比依股份在空气炸锅的布局要明显领先, 无论是开始申请的时间及申请专利的数量, 还是专利布局的深入程度, 比依股份均优于新宝股份。具体从内容上看, 近期比依股份申请的专利已牵涉到空气炸锅的烤架升降结构、增香组件、双锅空气炸锅、止位板可收纳的空气炸锅等, 对空气炸锅的细节及使用体验等进行升级改造。

图32: 比依股份申请的关于空气炸锅的专利数量高于新宝股份



资料来源: 国家知识产权局, 国信证券经济研究所整理

注: 该数量为国家知识产权局官网上查询到该公司申请的专利名称含“空气炸锅”的专利数量, 比依股份的数量含公司前身“比依电器有限公司”

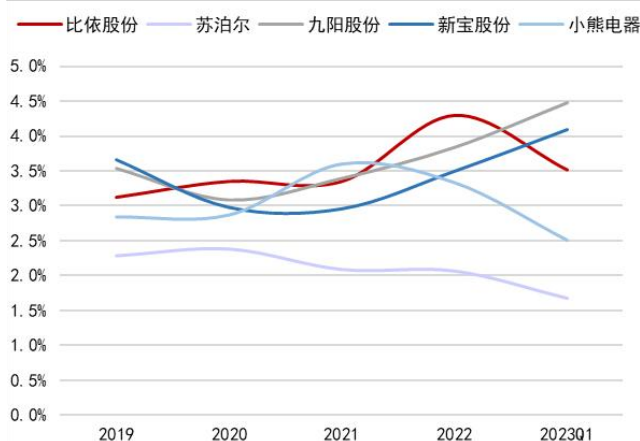
表4: 比依股份近期申请的专利针对空气炸锅的结构等诸多细节进行升级改造

申请日	专利名称	专利类型	摘要
2023年6月6日	空气炸锅的烤架升降结构	发明	本发明涉及一种空气炸锅的烤架升降结构,是针对解决现有同类产品的烤盘底部升降结构设计较为复杂,生产装配较为不便,生产成本较高的技术问题而设计。
2023年5月23日	一种增香组件以及空气炸锅	发明	本发明公开了一种增香组件以及空气炸锅,包括香料盒、送风机构、入料管以及出料管,香料盒上设有第一加热机构,第一加热机构用于加热香料盒;入料管的一端与香料盒连通,入料管的另一端与送风机构连通,出料管的一端与送风机构连通,出料管的另一端形成出料端。
2023年3月6日	一种带可拆卸隔板的双锅空气炸锅	实用新型	本实用新型涉及一种带可拆卸隔板的双锅空气炸锅,是针对解决现有双锅空气炸锅产品的隔板结构设计欠佳导致锅体放置时稳定性较差,金属内衬生产装配较为不便的技术问题而设计。
2023年2月2日	双锅空气炸锅(AFD-6300A)	外观设计	1.本外观设计产品的名称:双锅空气炸锅(AFD-6300A)。2.本外观设计产品的用途:主要作为双锅空气炸锅使用。
2022年12月30日	一种止位板可收纳的空气炸锅	实用新型	本实用新型公开一种止位板可收纳的空气炸锅,包括机体,机体上分别设置有操控按钮、出风口以及止位板,止位板转接在机体上;当止位板翻转打开,以使止位板的自由端远离机体的表面时,操控按钮通电;当止位板翻转收纳,以使止位板的自由端收回时,操控按钮不通电。
2022年12月27日	一种具有锅体连接密封结构的空气炸锅	实用新型	本实用新型公开一种具有锅体连接密封结构的空气炸锅,包括机体以及与机体可拆卸式连接的锅体,机体的内部设置有至少一个用于放置锅体的空腔,锅体设置有至少一个,且锅体包括锅具以及与锅具相连接的门体,门体与空腔之间设置有全环绕密封结构。
2022年12月27日	一种具有锅体推拉导向结构的空气炸锅	实用新型	本实用新型公开一种具有锅体推拉导向结构的空气炸锅,包括机体以及与机体可拆卸式连接的锅体,机体的内部设置有用于放置锅体的空腔以及用于分隔空腔的分隔支架,空腔的两相对侧上分别设置有用于为锅体提供推拉导向的第一单侧导向结构;分隔支架与空腔可拆卸式连接,且分隔支架的两侧壁上分别设置有第二单侧导向结构,第二单侧导向结构用于与第一单侧导向结构配合从而为锅体提供推拉导向。
2022年12月27日	一种食物免翻面空气炸锅内腔及其循环系统	发明	本发明涉及一种食物免翻面空气炸锅内腔及其循环系统,是针对解决现有同类产品的内外锅结构设计欠佳导致加热效果和加热效率欠佳,只对食物上层的表面进行烘烤,无法穿透食物的技术问题而设计。
2022年12月13日	一种具有冷凝水回收结构的空气炸锅	实用新型	本实用新型公开一种具有冷凝水回收结构的空气炸锅,包括机体,机体的内部设置有炸锅,机体的底部设置有冷凝水回收箱,机体的侧部设置有排气座,炸锅的内部设置有烹饪腔;冷凝水回收箱的内部设置有回收腔;排气座的内部设置有有冷凝腔,排气座上分别设置有与冷凝腔相连通的进风口、出风口以及第一漏水孔,烹饪腔与进风口相连接以形成有排风通道,出风口与外部相连接,第一漏水孔与回收腔相连接以形成有冷凝水回收通道。
2022年12月13日	一种装配定位结构及空气炸锅	实用新型	本实用新型公开一种装配定位结构及空气炸锅,其特征在于,包括水箱、用于安装水箱的外壳体以及用于安装外壳体的机座,水箱的底部设置有第一插接管;外壳体上设置有用于供第一插接管穿过的通孔以及环绕通孔设置的第二插接管;机座的顶部设置有水阀座,水阀座包括第一环形壁以及第二环形壁,第一环形壁的内部设置有水阀腔,第二环形壁包括导向段以及卡接段。
2022年12月8日	一种烤盘及其空气炸锅	实用新型	本实用新型公开了一种烤盘,包括烤盘本体以及分设在烤盘本体两侧的两提手。

资料来源:国家知识产权局,国信证券经济研究所整理

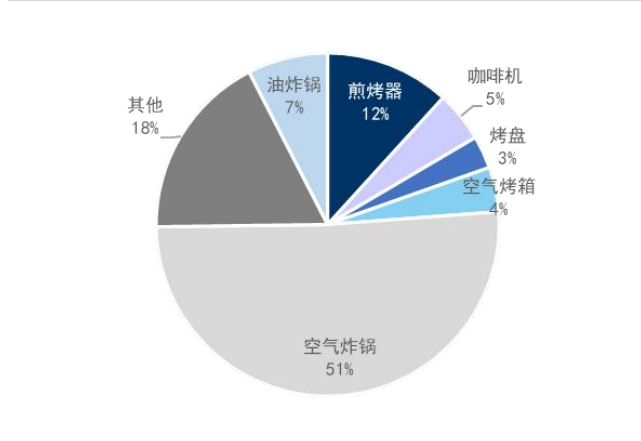
在研发的投入上,公司虽然以代工为主,但研发费用率在小家电公司中较为领先。2019年以来,公司研发费用率保持提升趋势,2022年研发费用率提升0.9pct至4.3%。与头部的小家电公司相比,公司研发费用率保持在行业领先的水平。虽然公司营收规模不及其他头部公司,但公司的产品线更为集中,在空气炸锅等主力产品的研发投入力度或不弱于行业头部品牌,能有效保障公司的产品实力。

图33: 公司的研发费用率处于行业领先水平



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图34: 公司申请的专利中与空气炸锅相关的占比超过50%

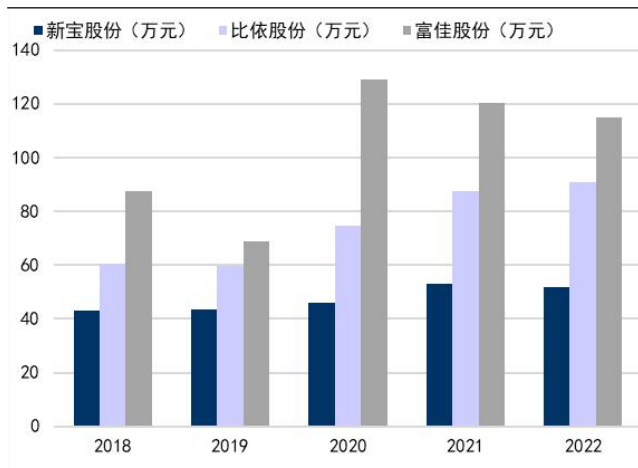


资料来源:国家知识产权局,国信证券经济研究所整理

◆ 生产自动化及规模化，实现高效生产、快速响应

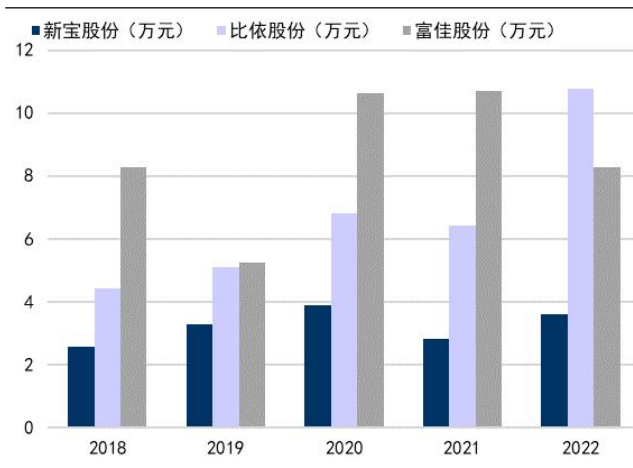
公司采取高度自动化及规模化的生产战略，不断提升产线的智能化水平，提高生产效率。由于公司的产品线较为集中，且部分客户的规模相对较高，因而公司得以大规模应用自动化生产。截至 2023H1，公司在前道车间拥有 167 台海天注塑机，配套自动供料供水系统；14 条全自动冲压流水线，由 97 台机器人操作；6 条全自动喷涂生产线，由 8 台 ABB 全自动机器人操作；在装配环节拥有 29 条半自动总装线，配有 AI 视觉温度检测，由机器人完成自动码垛。目前，公司已在注塑、冲压、喷涂和装配等核心生产环节基本实现智能化生产。从结果来看，公司的人均创收及人均创利持续提升，且高于同类型代工公司。

图35：公司人均创收持续提升且相对较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

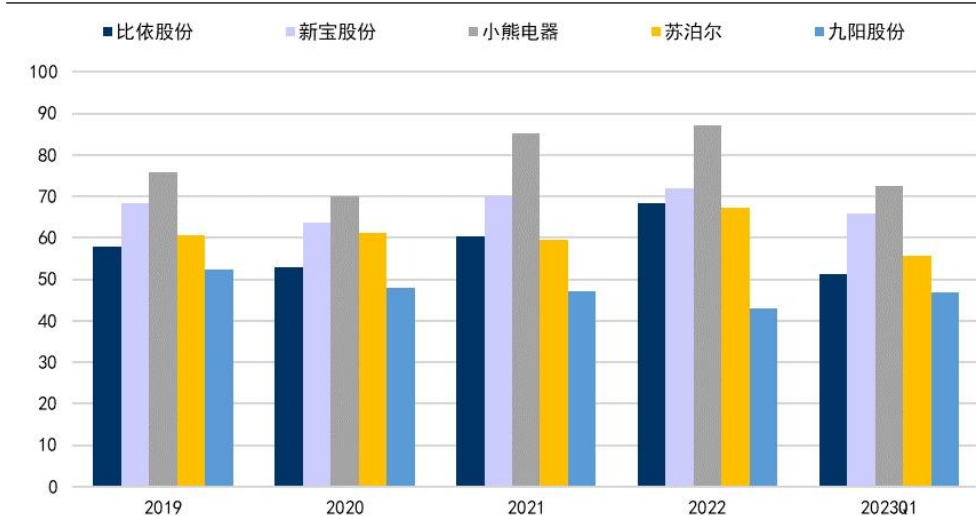
图36：公司人均创利持续提升且相对较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在生产高效的同时，公司的存货周转效率相对也处于行业靠前的水平。公司的存货周转天数维持在 60 天左右，2021-2022 年受到海运的影响，存货周转天数相对有所增加。但相较于其他小家电公司，公司的存货周转效率相对较高。

图37：比依股份的存货周转天数处于行业靠前水平（单位：天）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 全球客户优质稳定，新老客户持续开拓

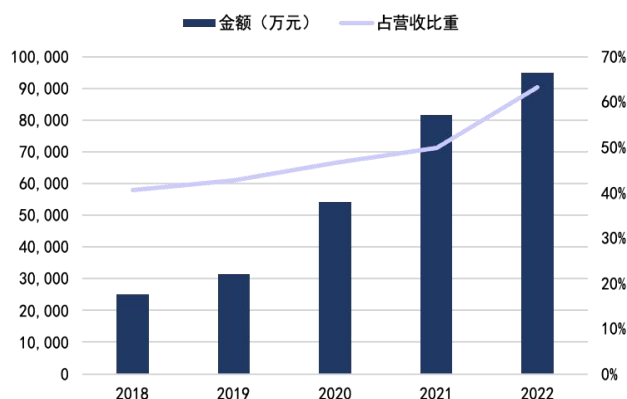
二十余年耕耘开拓，公司已进入众多全球知名品牌的供应链体系。公司与纽威品牌合作超 10 年且建立了稳定双赢的合作关系，2019 年获得 Pampered Chef 认可，2020 年成功进入飞利浦供应链体系；同时 2020 年以来公司加大了国内市场开拓，并成功拓展小熊电器、苏泊尔等国内客户。目前公司客户已覆盖飞利浦、阿斯达、RKW 中国、纽威、Select Brands、德龙、赛博 SEB、Pampered Chef、Cosori、SharkNinja、苏泊尔等国内外优质企业。公司前五大客户销额合计占营收比重从 2018 年的 40.5% 提升至 2022 年的 63.3%，大客户集中度不断提升。

图38：公司已积累全球多家知名品牌客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图39：公司前五大客户集中度不断提升

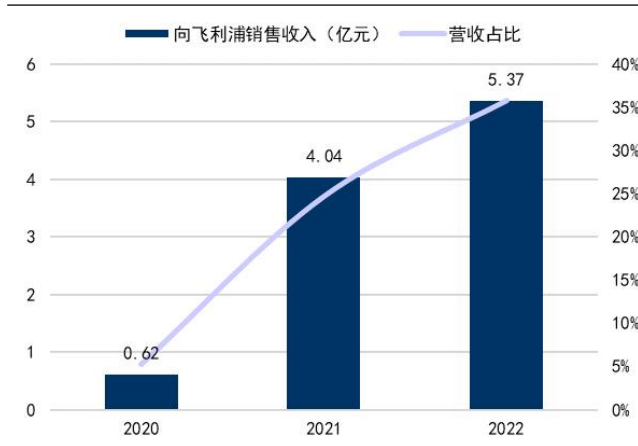


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

凭借公司在技术研发及生产上的优势，公司与主要客户合作紧密，合作深度及范围不断加强。以公司目前的第一大客户飞利浦为例，公司与飞利浦合作始于 2020 年，当年合作规模只有 0.6 亿，而 2022 年公司向飞利浦的销售规模已达到 5.4 亿，占公司总营收的 35.8%。在合作中，公司也获得了飞利浦颁发的“2020 年项目快速交付供应商”等奖项。2023H1 公司与飞利浦的新一轮合作周期确定，并成为其后续全球战略拓展的主要供应商，将从概念设计、产品改良及新品开发等各方面进行深度合作。从飞利浦与公司高速发展的合作中，可以看出，一方面公司的快速交付及响应得到客户好评，另一方面，在与客户的合作中，公司需要参与产品设计开发等前期环节，说明客户对于公司的产品研发实力较为看重和依赖。反过来看，公司优异的研发技术实力及快速响应的生产，既加深了公司与飞利浦等大客户的合作，有助于公司开拓新的品类，也能帮助公司吸引更多的新客户。

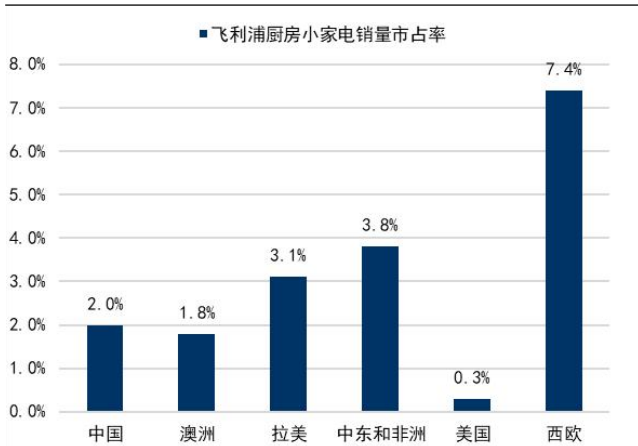
从可拓展的范围来看，飞利浦在全球主要市场均有厨房小家电出售，且所涉及的厨电品类较多。根据 Euromonitor 数据，飞利浦在北美、澳洲、中国、西欧等全球主要市场均有出售厨房小家电产品，且均有个位数左右的市占率，厨房小电实现全球布局。从品类上看，根据线上销售跟踪数据，飞利浦厨房小电产品有咖啡机、空气炸锅、电热水壶、电饭煲等数十种品类，品类布局相对也较为广泛。

图40: 公司向飞利浦的销售规模快速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

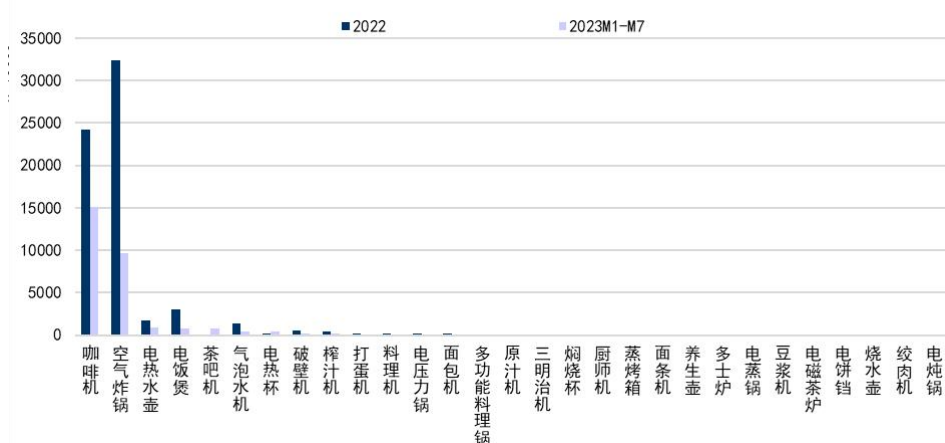
图41: 飞利浦在全球均有厨房小家电布局



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

注：上述市占率包含飞利浦家用电器所拥有的非飞利浦品牌，如中国区的POVOS奔腾、欧洲的senseo等；欧睿分类下的厨房小家电品类包含：咖啡机、面包机、电炉、油炸锅（空气炸锅）、电动蒸锅、水壶、慢速炊具和其他小型炊具等

图42: 飞利浦在线上出售的厨房小家电品类有数十种（单位：万元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

注：为天猫、京东、抖音全平台加总数据

在加深与老客户合作的同时，公司也在通过多种渠道开拓新客户。为了加大力度开拓新客户与新市场区域，公司以展会为契机深挖国内外潜在客户并做积极转化，通过参与柏林展、芝加哥展、广交会等线下展会，以及线上展会、电话营销等方式连续接洽百余家品牌客户，拓宽海外市场和客户梯队。根据公司公告，在2023年上半年的广交会中，公司接待客户约800多位，目前部分已经进入订单转化的过程中。

图43: 公司积极参与线下展会，接洽拓展新客户



资料来源：比依股份官方公众号，国信证券经济研究所整理

◆ 自有品牌再布局，将有望迈入提速通道

基于多年代工沉淀的产品研发与制造能力，公司顺势拓展自主品牌业务。主要以线上电商平台销售，辅以少量经销商对自主品牌进行推广。公司自主品牌业务仍处于孵化阶段，2020 年占比不足 5%，2021 年以来由于将业务重点放在大客户开拓上而减少线上渠道布局推广，自主品牌发展放缓。

全新定位、重新布局，自主品牌发展有望迈入提速通道。2022-2023 年公司重新布局品牌市场部和产品战略部，组建新媒体势能小组，品宣方面着重探索抖音、小红书等新媒体渠道，2022 年抖音发布作品近 500 条、直播场次 400 场，小红书发布笔记超 100 余篇，并成功联动头部 KOL 推广产品。后续公司将继续以抖音和小红书作为主力宣传，配合京东、天猫、拼多多等多平台销售。依托于代工积累的产品设计及量产能力，若后续公司能成功构建品-效-销生态基础、打开品牌知名度，自主品牌依然有弯道超车的机遇。

拓品类：咖啡机有望带来二次增长

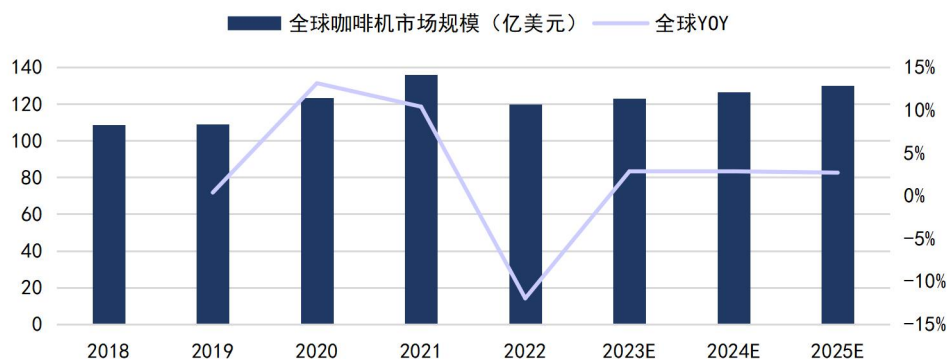
全球咖啡机市场持续扩容，2022 年规模已接近 120 亿美元，海外市场发展相对成熟，而国内市场仍处于培育阶段。2022 年公司切入咖啡机赛道，2023H1 已完成数款半自动产品研发生产并形成订单，全自动咖啡机已进入立项阶段。基于客户端+研发端+生产端的多重协同，公司有望迁移优势实现品类成功经历的复刻。

咖啡机：市场持续扩容，自主品牌与代工均大有可为

◆ 市场规模：海外市场发展成熟，国内仍处培育阶段

咖啡机全球市场规模接近 120 亿美元。根据 Statista 数据，2022 年全球咖啡机市场规模约 119.7 亿美元，2018-2022 年复合增速达 2.5%，Statista 预测 2023-2025 年全球咖啡机市场将维持 3% 的年增长率，行业步入稳健增长期。

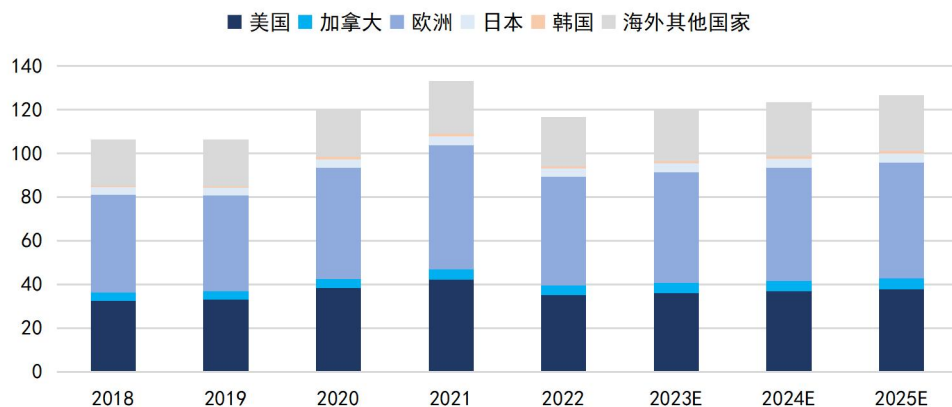
图44: 2022 年全球咖啡机市场规模约 120 亿美元, 近 4 年复合增速 2.5%



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

得益于饮食习惯以及西方文化对咖啡的偏好, 海外咖啡机市场发展较为成熟。根据 Statista 数据, 美国与欧洲是海外最大的咖啡机消费市场, 2022 年市场规模分别达 35.2 亿/49.8 亿美元, 占全球比重 29.4%/41.6%。根据 Euromonitor 数据, 以销量计, 若假设海外咖啡机以 4 年为更新周期, 则当前美国、加拿大、德国、法国、英国、意大利、日本、韩国的咖啡机保有率分别为 99.3%、96.9%、77.2%、100.9%、39.3%、27.2%、13.7%、20.9%, 更新需求量巨大, 同时考虑到部分市场保有率仍有提升空间, 对应市场仍有新增需求。整体看未来海外咖啡机市场规模大且需求较为稳健。

图45: 海外美国和欧洲是咖啡机主要消费市场 (单位: 亿美元)



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

表5: 海外主要国家咖啡机保有率测算

	美国	加拿大	德国	法国	英国	意大利	日本	韩国
2019-2022 年 (万台)	12848	1463	3232	2937	1113	736	750	444
2019-2022 年 CAGR	3.6%	4.5%	5.1%	0.9%	-1.1%	0.8%	-0.8%	11.2%
户数 (万)	12942	1509	4188	2912	2832	2707	5468	2124
累计保有率	99.3%	96.9%	77.2%	100.9%	39.3%	27.2%	13.7%	20.9%
更新周期	4	4	4	4	4	4	4	4
2023-2026E 年销量	3212	366	890	734	354	271	273	159
其中更新需求	3212	366	808	734	278	184	187	111
新增需求	0	0	81.9	0	75.6	86.5	85.9	48.3
	(保有率不变)	(保有率不变)	(保有率提升至 85%)	(保有率不变)	(保有率提升至 50%)	(保有率提升至 40%)	(保有率提升至 20%)	(保有率提升至 30%)

资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

将视角聚焦至国内，近年国内咖啡机市场规模快速增长，整体仍在培育阶段。根据中怡康数据，我国咖啡机规模从2014年的9.5亿元增长至2022年28.3亿元，年复合增速达14.6%。品类横向对比破壁料理机，国内咖啡机市场规模仍较小，尚未迎来爆发增长阶段；渗透率对比欧美日韩等发达国家，我国咖啡机渗透率仅1.5%，市场仍有较大发展潜力。

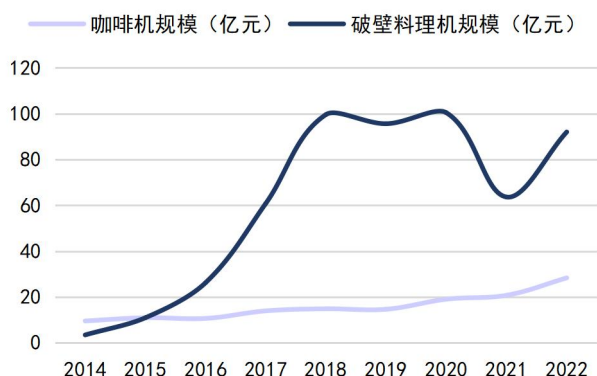
图46：2014-2022 我国咖啡机市场规模实现快速增长，CAGR 达 14.6%



资料来源：中怡康，奥维云网，国信证券经济研究所整理

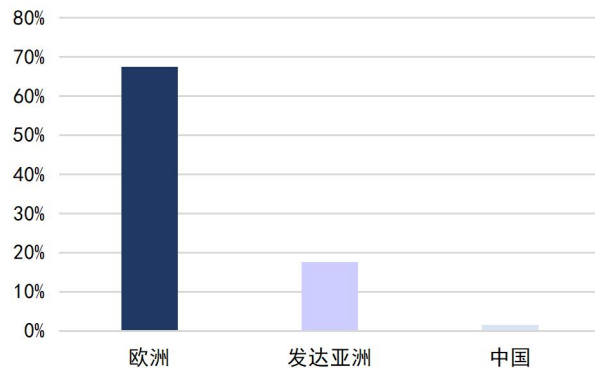
注：2014-2022 年数据来自中怡康，2023H1 数据来自奥维云网全渠道推总

图47：参照破壁机成长轨迹，国内咖啡机市场仍在培育阶段



资料来源：中怡康，国信证券经济研究所整理

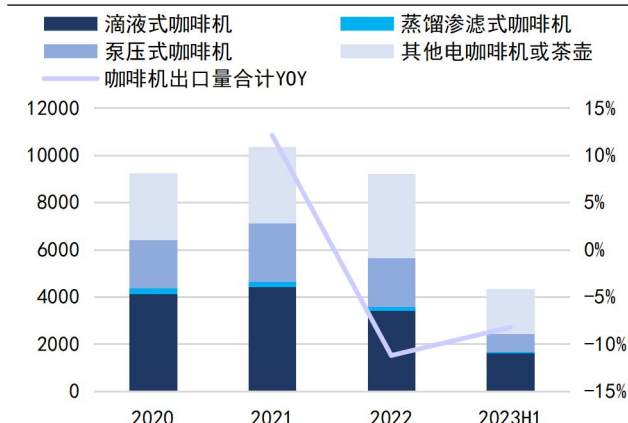
图48：国内外咖啡机渗透率对比：我国渗透率仅 1.5%



资料来源：中怡康，国信证券经济研究所整理

我国作为全球咖啡机制造中心，代工与品牌出海均大有可为。得益于供应链与制造优势，我国已成为全球咖啡机主要生产地，国内制造商大多通过代工贴牌方式将产品出口至全球各地。根据海关总署数据，2021 年我国咖啡机出口量突破 10000 万台，出口额达 163 亿元；2022 年在高基数下实现 9200 万台出口量与 160 亿出口额。分产品结构看，2023H1 滴液式与泵压式（即意式咖啡机）出口量占比分别为 37.1%/17.5%，出口额占比 20.5%/50.0%，二者为我国咖啡机出口的主要产品类型。当前海外咖啡机市场已较为成熟，国内小家电厂商通过代工或品牌出海依然大有可为，进一步打开增长空间。

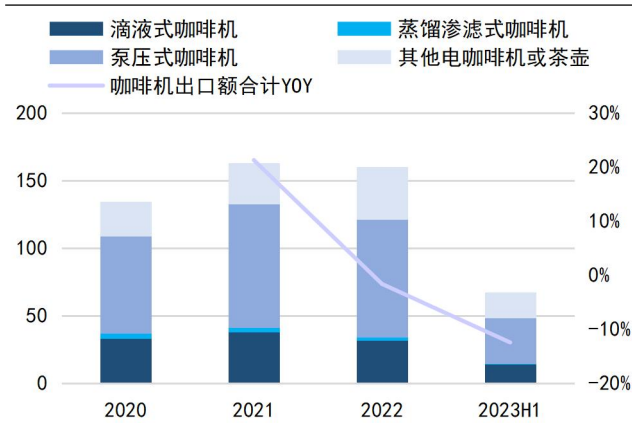
图49：我国咖啡机出口规模近 10000 万台



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

注：泵压式咖啡机即意式咖啡机最主要的一种，主要通过泵产生高压进行咖啡萃取

图50：我国咖啡机出口额近 160 亿元

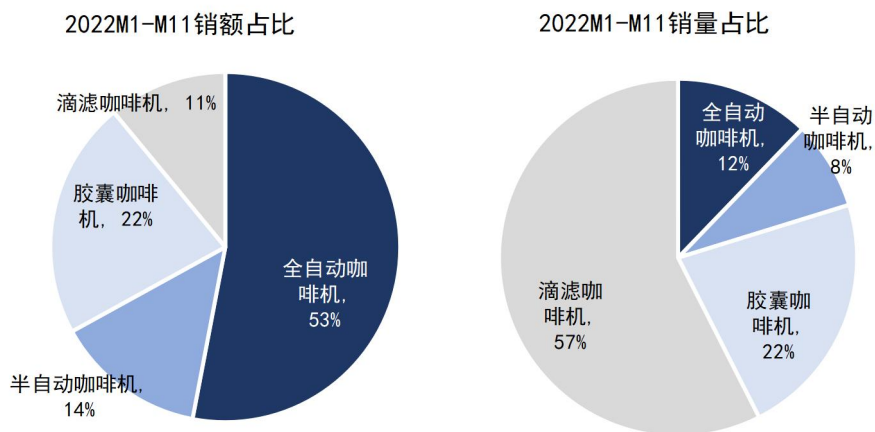


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

◆ 产品结构：海外以全自动与滴滤式为主，国内意式半自动为主流

海外以全自动与滴滤式产品为主，欧美市场需求特点有所不同。据中怡康数据，2022M1-M11 海外全自动、胶囊式、半自动与滴滤式咖啡机的销额占比分别为 53%/22%/14%/11%。若假设海外各类型咖啡机的价格比与国内一致，根据奥维云网数据，2023Q1 国内全自动、半自动与胶囊式零售价分别是滴滤式价格的 22.7 倍/9.1 倍/5.2 倍，以此推算 2022M1-M11 海外滴滤式、胶囊式、全自动、半自动咖啡机的销量占比分别为 57%/22%/12%/8%。细分市场看，美国滴漏咖啡机需求相对更多，而欧洲则更青睐全自动与半自动意式咖啡机。

图51：海外全自动产品销额占比超 50%，滴滤咖啡机销量占比超 50%

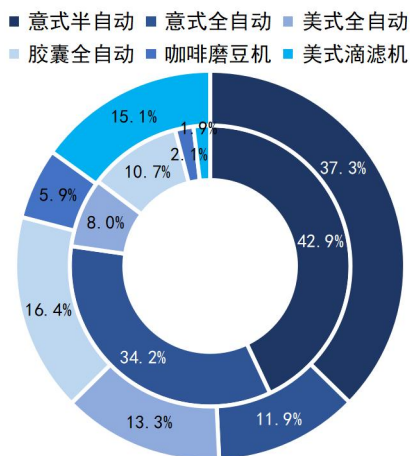


资料来源：中怡康，奥维云网，国信证券经济研究所整理

注：此处假设国内外各类咖啡机的价格比一致，销量占比为以国内各类咖啡机 2023Q1 的价格比倒推数据

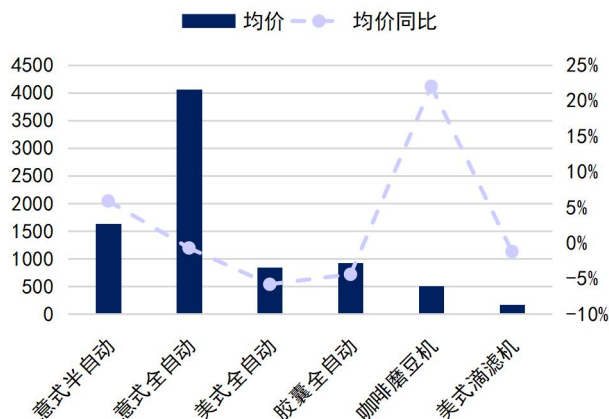
价格带分布宽泛，意式半自动为国内市场主流。根据奥维云网数据，中高端已成为国内咖啡机市场最大的结构中枢，2023Q1 我国意式半自动咖啡机销额/销量占比分别达 42.9%/37.3%，量额角度看均为占比最高类型，意式全自动销额/销量占比为 34.2%/11.9%，胶囊式销额/销量占比为 10.7%/16.4%，滴滤式销额/销量占比分别为 1.9%/15.1%。均价方面，2023Q1 意式全自动均价 4063 元，意式半自动产品均价 1631 元，其他类型产品均价均在千元以内。

图52: 2023Q1 线上咖啡机分产品类型销额/销量占比



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理
注: 外圈为销量占比, 内圈为销额占比

图53: 2023Q1 线上咖啡机分产品类型价格及同比增速

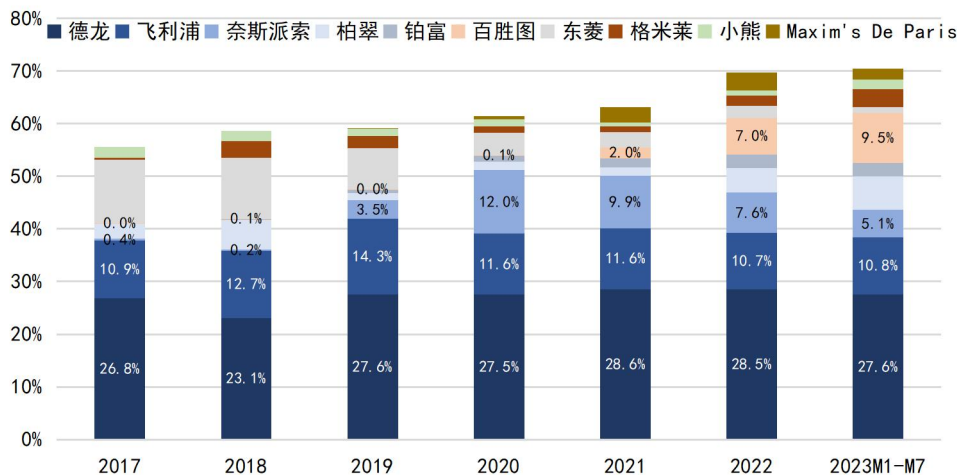


资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

◆ 格局: 国内市场外资占主导地位, 内资品牌有望弯道超车

国内市场格局方面, 外资占据主导地位, 部分国内品牌线上已实现突围。咖啡机作为优质成长赛道吸引了众多新进入者, 内资品牌加速布局。根据久谦数据, 线上渠道德龙占据绝对领先地位, 销额市占率在 27% 以上; 其次为飞利浦, 占比保持在 10% 左右; 奈斯派索为雀巢旗下品牌, 主打胶囊咖啡机, 市占率从 2020 年的 12% 缩小至 2023M1-M7 的 5%。与此同时, 内资品牌正逐步实现份额的突破, 百胜图市占率从 2020 年的不足 1% 提升至 2023M1-M7 的 9.5%, 小熊市占率也接近 2%。

图54: 线上咖啡机格局: 外资占据主导地位, 内资品牌加速布局



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理
注: 为天猫、京东、抖音全平台加总数据

行业格局仍未定, 市场存在较大的品牌轮转空间, 后来者依然可能凭借高颜值与创新产品实现弯道超车。国内咖啡机市场处于初步发展阶段, 国内品牌商起步较晚, 在品牌、渠道以及营销上仍有发力空间; 另一方面, 由于消费者需求差异大以及品类长线发展的特点, 产品便携化、集成化等功能与技术的改进仍是关键, 同时外观精致与色系新颖迎合国内消费者颜值需求, 亦有概率能实现突围。

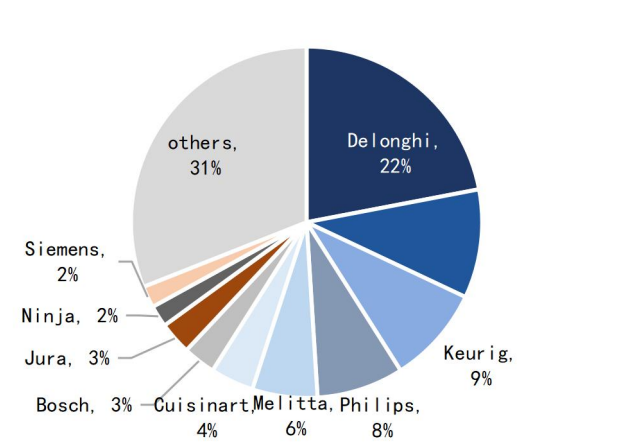
比依股份：切入咖啡机赛道，品类延展打开增长空间

公司把握消费趋势及自身优势，2022 年切入咖啡机品类，国内外市场同步发力，积极打造多元化产品矩阵。2022 年末完成数款咖啡机产品试模，2023H1 研发、生产数款半自动产品并与国内外品牌客户签订订单，全自动咖啡机已进入立项阶段。后续公司将以咖啡精致生活为核心，针对一二线城市白领精致女性布局中高端自主品牌，也将考虑通过适时收购海外品牌国内落地或与跨境电商合资合作推动品牌出海等多种方式加快品牌布局。

从业务协同角度看，公司依然大概率可迁移优势、实现空气炸锅品类的成功复刻。

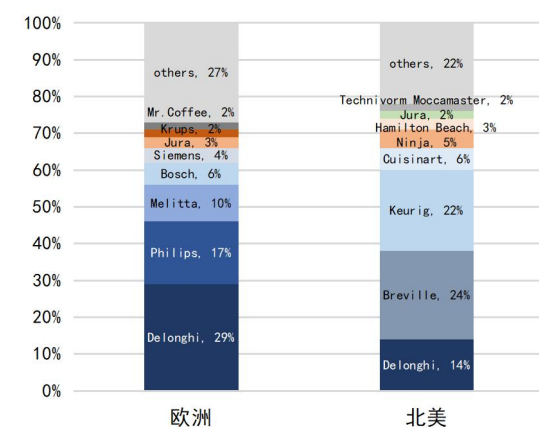
- **客户优势协同。**当前公司已积累了大量空气炸锅头部客户，且客户大部分也是咖啡机的头部品牌，根据 Statista 数据，2022 年德龙、飞利浦、尚科宁家在全球咖啡机市场份额分别达到 22%、8%与 2%。基于过往的密切合作，公司已经充分展示了研发制造与快速相应优势，若咖啡机产品能得到客户认可，则有望开启与品牌客户的全新合作，抓住其他品类的代工份额。

图55: 2022 年全球市场咖啡机品牌份额



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

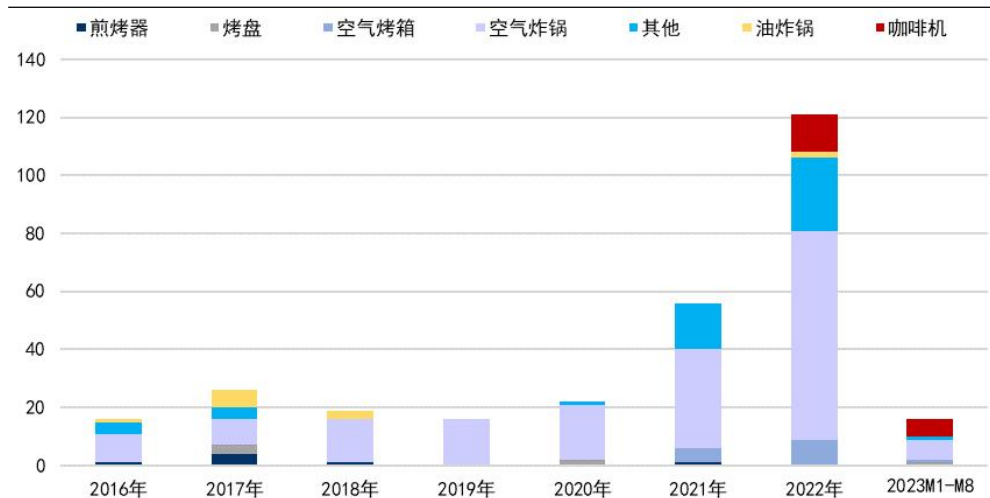
图56: 2022 年欧洲及北美咖啡机分品牌份额



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

- **研发协同。**尽管咖啡机的技术难点相对空气炸锅更多，如磨豆系统、内部水循环、温控系统、萃取效率等，但公司深耕小家电领域 20 多年，能更快更精准地剖析和掌握技术难点。自公司 2022 年布局咖啡机行业以来，已申请数十个咖啡机相关的专利，涉及意式压力咖啡机、磨豆滴漏咖啡机、多合一胶囊咖啡机等，在咖啡机领域实现较快的技术积累。

图57: 2022 年开始咖啡机成为公司专利申请的第二大品类



资料来源: 国家知识产权局, 国信证券经济研究所整理

注: 专利申请情况为截至 2023 年 9 月 4 日前公开的申请专利, 年份分类按申请日划分

表6: 公司已申请数十个咖啡机相关的专利

申请日	专利名称	专利类型	摘要
2023 年 2 月 3 日	多合一胶囊咖啡机的冲泡酿造装置	实用新型	本实用新型涉及一种多合一胶囊咖啡机的冲泡酿造装置, 是针对解决现有同类胶囊咖啡机产品的连杆摇杆组件结构设计欠佳, 导致稳定性和使用寿命较短, 以及胶囊座结构和弹簧调节结构设计欠佳的技术问题而设计。
2023 年 2 月 3 日	胶囊咖啡机的胶囊支架组件	实用新型	本实用新型涉及一种胶囊咖啡机的胶囊支架组件, 是针对解决现有同类胶囊咖啡机产品的胶囊座和抽屉座结构适用范围有限, 较难多合一使用, 通用性较差的技术问题而设计。
2023 年 2 月 3 日	多合一胶囊咖啡机的冲泡酿造系统	发明	本发明涉及一种多合一胶囊咖啡机的冲泡酿造系统, 是针对解决现有同类胶囊咖啡机产品的胶囊座结构适用范围有限, 较难多合一使用, 通用性较差, 弹簧压力恒定并导致调节不便的技术问题而设计。
2023 年 1 月 6 日	磨豆滴漏咖啡机磨豆装置	实用新型	本实用新型涉及一种磨豆滴漏咖啡机磨豆装置, 是针对解决现有同类产品的磨豆装置整体结构比较复杂, 成本较高, 装配难度较大的技术问题而设计。
2023 年 1 月 6 日	磨豆咖啡机及其磨豆装置	发明	本发明涉及一种磨豆咖啡机及其磨豆装置, 是针对解决现有同同类产品的豆箱装卸结构和磨粉粗细调节结构设计欠佳, 导致整体结构比较复杂, 成本较高, 装配难度较大的技术问题而设计。
2023 年 1 月 6 日	磨豆咖啡机落粉洒水结构	实用新型	本实用新型涉及一种磨豆咖啡机落粉洒水结构, 是针对解决现有同类产品的刮粉和萃取结构设计欠佳, 较少采用落粉洒水一体结构设计的技术问题而设计。
2022 年 12 月 30 日	咖啡机磨豆自动压粉装置	实用新型	本实用新型涉及一种咖啡机磨豆自动压粉装置, 是针对解决现有同类产品的压粉组合结构中液压驱动结构设计欠佳的技术问题而设计。
2022 年 12 月 30 日	咖啡机磨豆自动压粉机构	发明	本发明涉及一种咖啡机磨豆自动压粉机构, 是针对解决现有同类产品的磨豆压粉组合结构设计欠佳, 特别是压粉组合结构设计欠佳的技术问题而设计。
2022 年 11 月 24 日	咖啡机 (CMA200-D)	外观设计	1/本外观设计产品的名称: 咖啡机 (CMA200- D)。2/本外观设计产品的用途: 主要作为咖啡机使用。
2022 年 11 月 24 日	咖啡机 (CMA201-S)	外观设计	1/本外观设计产品的名称: 咖啡机 (CMA201- S)。2/本外观设计产品的用途: 主要作为咖啡机使用。
2022 年 10 月 17 日	一种防堵粉的自动磨粉输送结构及其咖啡机	实用新型	本实用新型公开一种防堵粉的自动磨粉输送结构, 包括磨粉装置、推粉装置以及落粉通道, 磨粉装置包括磨粉腔以及设置在磨粉腔内的旋转磨轮, 磨粉腔的内周壁与旋转磨轮的外周壁之间形成有磨粉通道, 磨粉通道具有出粉口。
2022 年 10 月 12 日	咖啡机水路机构的二位三通电磁阀	实用新型	本实用新型涉及一种咖啡机水路机构的二位三通电磁阀, 是针对解决现有同类产品在家电产品内小空间接线接管较为不便的技术问题而设计。
2022 年 10 月 12 日	意式压力咖啡机 (CME003)	外观设计	1/本外观设计产品的名称: 意式压力咖啡机 (CME003)。
2022 年 10 月 12 日	意式压力咖啡机 (CME001)	外观设计	1/本外观设计产品的名称: 意式压力咖啡机 (CME001)。
2022 年 10 月 12 日	磨豆滴漏咖啡机 (CMA003)	外观设计	1/本外观设计产品的名称: 磨豆滴漏咖啡机 (CMA003)。
2022 年 10 月 12 日	意式压力咖啡机 (CME005)	外观设计	1/本外观设计产品的名称: 意式压力咖啡机 (CME005)。
2022 年 10 月 12 日	意式压力咖啡机 (CME002)	外观设计	1/本外观设计产品的名称: 意式压力咖啡机 (CME002)。
2022 年 9 月 27 日	咖啡机一体化水路集成装置	实用新型	本实用新型涉及一种咖啡机一体化水路集成装置, 是针对解决现有同类产品的水路机构较难作为一体化整体机构设置安装, 酿造组件入水口、进液压系统入水口结构位置设计欠佳的技术问题而设计。
2022 年 9 月 27 日	咖啡机一体化水路集成机构	发明	本发明涉及一种咖啡机一体化水路集成机构, 是针对解决现有同类产品的水路机构较难作为一

成机构

体化整体机构设置安装，导致生产装配过程中水路和电路连接安装较为不便的技术问题而设计。

资料来源：国家知识产权局，国信证券经济研究所整理

注：专利申请情况为截至 2023 年 9 月 4 日前公开的申请专利

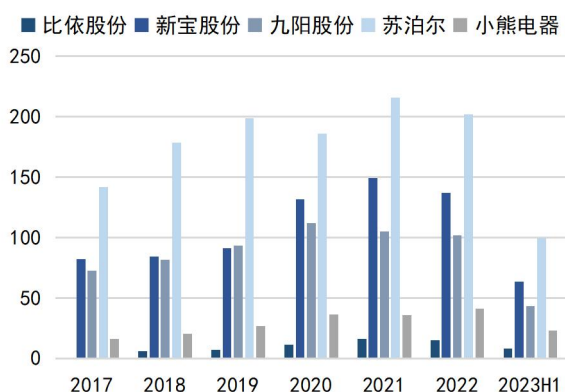
- **生产协同。**生产制造方面，公司已经在前道车间实现了全自动化的生产，咖啡机涉及到的注塑件、冲压件和五金件等均能实现快速自产。后期组装阶段由于小家电组装过程都存在共通性，公司的半自动总装流水线也具备一定优势。

财务分析

成长性分析

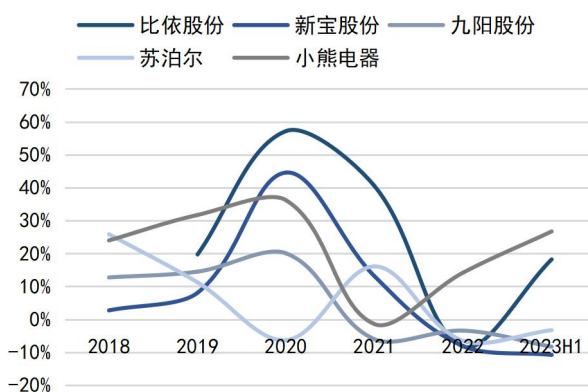
公司收入呈快速增长态势。2022 年公司收入体量 15 亿，我们选取同样处于厨房小家电行业的新宝股份、九阳股份、苏泊尔以及小熊电器作为可比公司进行对比，相较于可比公司超 50 亿的收入规模，公司整体体量仍偏小；从收入增速看，得益于主打健康、便捷等特点的空气炸锅及空气烤箱的爆发增长，公司在较低基数上收入增速表现优于行业，其中 2022 年受海外需求疲软以及去库存影响外销承压下滑 18.8%，2023H1 公司海外订单明显回升，整体收入同比+18.2%至 8.5 亿。

图58：公司收入体量在可比公司中偏小（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图59：公司收入增速较为领先



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

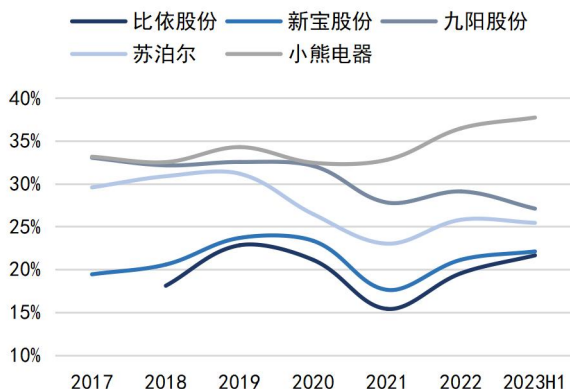
盈利能力分析

由于以代工为主的业务结构特点，公司毛利率处于较低水平。公司毛利率保持在20%左右，由于业务模式的差异远不及小熊、九阳等30%及以上水平，与同样以OEM/ODM为主的新宝股份较为接近。公司毛利率波动主要与产品结构变动、汇率及原材料价格变动有关，2021年以来高毛利率的空气炸锅类产品占比提升以及汇兑形成正向贡献，毛利率由15.4%持续攀升至2023H1的21.6%。

期间费率控制优异，剔除汇兑影响净利率在可比公司中仍较为领先。公司整体期间费用率从2019年的11.5%下滑至2023H1的5.0%，费用控制优异。其中销售费率保持低位且逐年下行，主要系以代工业务为主同时2021年以来放缓自主品牌发展，后续随着公司加快自主品牌建设以及客户拓展，预计销售费率将会有所提升；

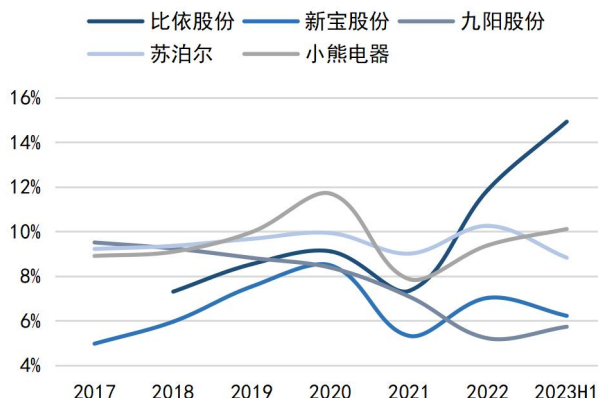
公司业务规模较小因此管理费率较可比公司更低，管理费率整体呈小幅上升态势，主要与股份支付以及薪酬、折旧摊销等增加有关。公司重视技术研发与产品创新，研发费用率保持在 4% 左右，处于行业较高水平。净利率方面，公司净利率由 2021 年的 7.3% 攀升至 2023H1 的 14.9%，若剔除汇兑影响净利率为 12.6%，依然保持行业领先水平。

图60：公司毛利率处于行业较低水平



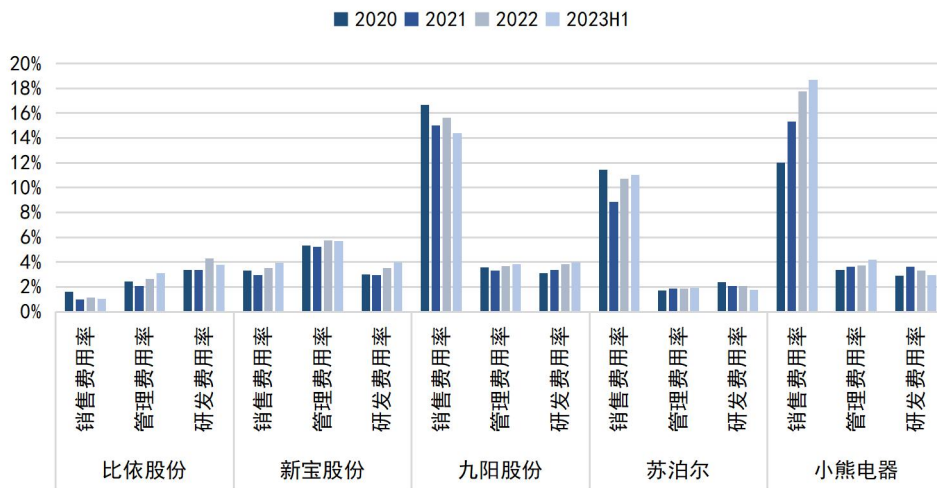
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图61：净利率较可比公司表现突出



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

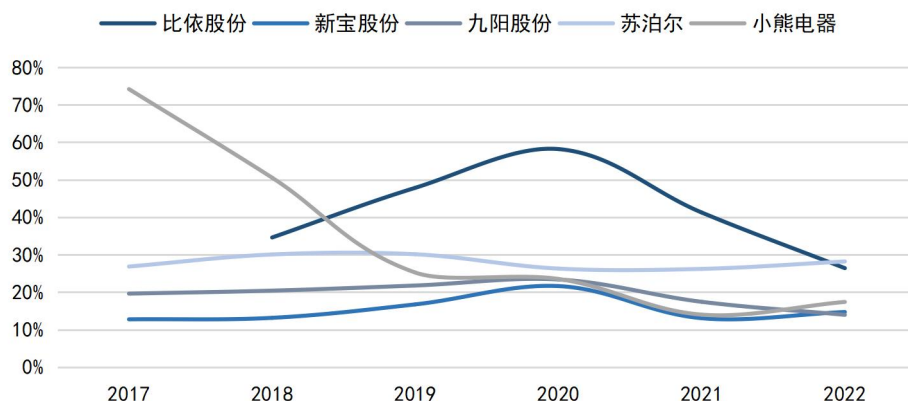
图62：公司销售及管理费用率低于行业，研发费用率处于行业较高水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

募集资金到位后 ROE 有所下滑，但依然处于行业较高水平。2020-2022 年公司 ROE 分别为 58%、41%、26%，ROE 下滑主要系上市融资后大额 IPO 募集资金到位短期增高公司总资产规模，但公司净利率水平优异，ROE 仍然处于行业领先。

图63: 募集资金到位后公司 ROE 下滑, 但依然处于行业领先水平



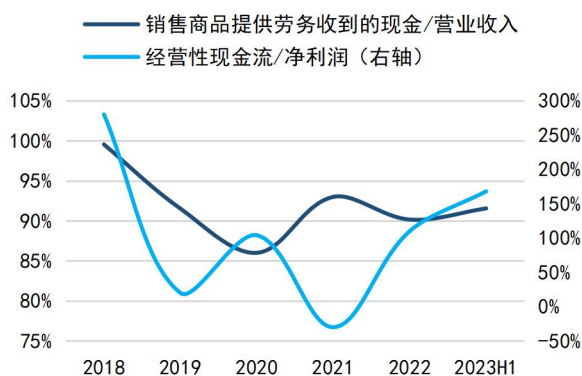
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

现金流量分析

客户优质信用期偏长。2020-2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比例分别为 86%、93%和 90%。公司以代工业务为主, 应收账款占比较高, 但公司客户较为优质且保持了良好合作关系, 现金收入比整体保持在合理范围内; 2020-2022 年公司经营活动现金流量净额占净利润的比例分别为 104%、-30%、110%, 其中 2021 年公司新增扩产场地存货周转相对缓慢, 导致经营性现金流量净额下降 132.5%。

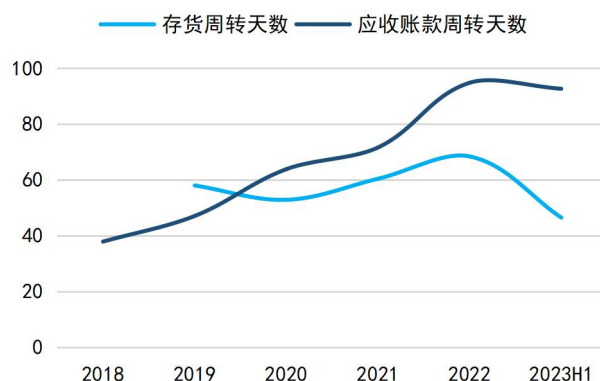
应收账款周转天数呈增加趋势, 存货周转天数稳中有降。2019-2022 年公司应收账款周转天数从 47 天增加至 94 天, 2019 年主要客户普遍 2 个月账期, 随着客户结构以及部分合作深入的大客户信用政策调整等, 账期相对有所延长。公司存货周转天数从 2019 年的 58 天下降至 2023H1 的 46 天, 存货效率及运营能力有所增强。

图64: 由于客户优质信用期偏长, 现金流略有压力



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图65: 应收账款周转天数增加, 存货周转天数稳中有降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

空气炸锅：以外销为主，从区域角度来看，公司下游客户的区域覆盖相对完善，主要分为欧洲、美洲、亚太和中东非等，其中**欧洲、亚太、中东非**等市场预计在当前低渗透率基础上仍有望保持较高增速。而从客户角度来看，主要客户**飞利浦**等目前处于区域扩张和提份额的过程中，因此在行业增速整体稳中有升的背景下，有望顺客户的提份额趋势扩大销售规模。

具体来看，公司空气炸锅**外销量**在 2022 年地缘政治等因素导致的低基数基础上，叠加下游客户的区域扩张，2023-2025 年预计实现外销量增速 52%/29%/20%；**内销**则受 2022 年内销高基数的影响，预计内销量 2023 年面临下滑后，2024 年起逐步迎来更新替代需求的落地，进而实现稳健增长。整体 2023-2025 年销量增长 26%/27%/19%。**价格端**考虑到智能化数字化和大容量升级趋势的带动，历史均价整体稳中有升，因此预计未来仍有望保持温和的结构性提升，预计 2023-2025 年均价增长 2.7%/1.9%/2.3%。综合量价增速预计 2023-2025 年空气炸锅收入增长 29%/30%/22%至 14.1/18.3/22.4 亿元。

考虑到 2023 年原材料价格相对维稳背景下，毛利率的变动一方面受到人民币贬值带来的正面提升，另一方面则受益于产品结构升级，因此预计毛利率先增后降至 20.3%/19.1%/18.6%。

空气烤箱：空气烤箱作为空气炸锅的容量升级产品，同样具备低渗透的属性，同时空气烤箱具备蒸烤、可视化等差异化升级空间，预计受到客户拓展对价格端的影响，假设 2023-2025 年价格-5%/-5%/0%。销量方面与空气炸锅保持同向增长但斜率预计更平缓，假设 2023-2025 年量增长 15%/7%/5%。综合来看空气烤箱 2023-2025 年收入增长 10%/2%/5%至 2.6/2.6/2.7 亿元。毛利率方面同样受益于原材料维稳、人民币贬值和产品结构升级，2023 年预计提升 2.2pct 至 31.9%，2024-2025 年或受汇率影响降低到约 30%的水平。

咖啡机：预计公司咖啡机从 2023H2 开始出货。其中外销方面，考虑到我国是全球咖啡机出口的第一大产地，其中相对高壁垒的泵压式咖啡机历史出口量超过 2000 万台，天花板较高，同时回顾前文比依已具备产品研发和客户的协同优势，因此有望在低基数基础上实现高增长，预计比依 2023-2025 年咖啡机销量占国内泵压式咖啡机出口量逐步提升至 1%；内销方面考虑到国内咖啡机龙头与海外具有一定重合度，因此预计客户协同效应依然能够发挥，而国内咖啡机基数更低且龙头集中度更高，因此预计比依内销的出货量份额爬坡高于外销，预计 2023-2025 年销量份额由 3%爬升至约 9%。

综合来看预计咖啡机在客户协同下，依靠内外销共同增长，拉动 2023-2025 年收入为 0.4/1.9/3.6 亿元。盈利能力方面咖啡机在爬坡初期预计毛利率相对较低，预计 2023-2025 年毛利率随着规模的扩大，由 5%提升至 25%。

油炸锅：考虑到油炸锅在海外属于成熟品类，以更新替代需求为主，因此需求端整体稳定，但同时考虑到空气炸锅等对部分小型油炸锅存在一定替代作用，因此预计 2023-2025 年油炸锅收入稳中略降至 1.2/1.0/1.0 亿元，毛利率则主要在汇率影响下先升后降至 16.9%/15.2%/15.2%。

表7: 比依股份收入拆分及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
空气炸锅收入（亿元）	10.4	10.9	14.1	18.3	22.4
增速	62%	5%	29%	30%	22%
空气炸锅量（万件）	566	599	752	958	1144
量增速	45%	6%	26%	27%	19%
空气炸锅价	184	182	187	191	195
价增速	11%	-1%	3%	2%	2%
毛利率	15.1%	17.9%	20.3%	19.1%	18.6%
空气烤箱收入（亿元）	2.5	2.3	2.6	2.6	2.7
增速	35%	-6%	10%	2%	5%
空气烤箱量	85	75	87	93	98
量增速	49%	-12%	15%	7%	5%
空气烤箱价	291	310	294	279	279
价增速	-10%	6%	-5%	-5%	0%
毛利率	22.5%	29.7%	31.9%	30.6%	30.1%
油炸锅收入（亿元）	2.2	1.2	1.2	1.0	1.0
增速	4%	-48%	0%	-10%	-5%
油炸锅量	227	116	116	104	99
量增速	10%	-49%	0%	-10%	-5%
油炸锅价	99	100	100	100	100
价增速	-6%	2%	0%	0%	0%
毛利率	10.9%	14.7%	16.9%	15.2%	15.2%
咖啡机收入（亿元）	-	-	0.4	1.9	3.6
增速	-	-	-	366%	88%
咖啡机量增速	-	-	-	418%	71%
咖啡机价增速	-	-	-	-10%	10%
毛利率	-	-	5%	15%	25%
其他收入（亿元）	1.2	0.6	0.6	0.6	0.6
增速	0%	-53%	0%	0%	0%
毛利率	11.3%	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%
合计总营收（亿元）	16.3	15.0	18.8	24.4	30.2
收入增速	40%	-8%	25%	30%	24%
毛利（亿元）	2.5	2.9	4.0	4.8	6.1
毛利率	15.3%	19.3%	21.3%	19.9%	20.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年公司营收为18.8/24.4/30.2亿元, 同比+25%/+30%/+24%, 毛利率为21.3%/19.9%/20.3%。

费用及其他收益假设:

销售费用: 考虑到公司新品类拓展和老品类提份额带来一定增量支出, 但当前已经具备老客户的协同效应, 因此预计短期销售费用率略升后回落, 预计2023-2025年分别为1.25%/1.15%/1.15%。

管理费用: 公司的管理费用近年保持相对稳定水平, 随着规模的扩张, 后续管理费用率预计随规模效应优化, 预计2023-2025年管理费用率2.50%/2.30%/2.30%。

研发费用: 咖啡机等新品拓展带来的研发人员等投入使短期研发费用有所提升, 后续随着产品规模爬坡, 费用投放效率有望提升, 预计2023-2025年研发费用率分别为4.45%/4.20%/4.20%。

财务费用: 主要受汇兑损益影响, 考虑到2023年人民币汇率区间波幅相对较大, 年初至9月贬值幅度约为4.75%, 预计对2023年汇兑收益约为0.3亿元; 假设

2024-2025 年汇率波动较 2023 年相对平稳，财务费用主要由利息费用主导，考虑到公司利息支出近年保持稳定低位，整体预计 2023-2025 年财务费用率分别为 -1.62%、-0.03%和 0.01%。

未来 3 年业绩预测

表8：未来 3 年盈利预测表

(单位：百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1499	1879	2441	3025
营业成本	(1206)	(1478)	(1956)	(2410)
销售费用	(17)	(23)	(28)	(35)
管理费用（含研发）	(99)	(131)	(159)	(197)
财务费用	33	32	1	(4)
营业利润	190	264	285	364
利润总额	196	269	290	369
归属于母公司净利润	178	240	261	332
EPS	0.95	1.28	1.40	1.78
ROE	17.9%	20.5%	19.3%	20.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 18.8/24.4/30.2 亿元，同比+25%/+30%/+24%；归属母公司净利润 2.4/2.6/3.3 亿元，利润年增速分别为 34.7%/9.0%/27.1%；每股收益 2023-2025 年分别为 1.28/1.40/1.78 元。

盈利预测的敏感性分析

由于公司品类较多，此处我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下，公司业绩的敏感性主要体现在 2023 年的利润增速上，若收入、毛利率整体处于乐观/谨慎情况下（收入增速提升/下降 5%、毛利率提升/下降 0.5pct、各项费用提升/下降 5%），2022-2025 年净利润复合增速分别为 31%和 15%（中性情况下复合增速 23%），利润增速波动幅度约为 16pct。

表9：情景分析（乐观、中性、谨慎）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,634	1,499	1,954	2,636	3,398
(+/-%)	40%	-8%	30%	35%	29%
净利润(百万元)	120	178	266	305	403
(+/-%)	13%	49%	49%	15%	32%
摊薄 EPS	0.86	0.95	1.43	1.63	2.16
中性预测					
营业收入(百万元)	1,634	1,499	1,879	2,441	3,025
(+/-%)	40%	-8%	25%	30%	24%
净利润(百万元)	120	178	240	261	332
(+/-%)	13%	49%	35%	9%	27%
摊薄 EPS(元)	0.86	0.95	1.28	1.40	1.78
谨慎预测					
营业收入(百万元)	1,634	1,499	1,804	2,253	2,680
(+/-%)	40%	-8%	20%	25%	19%
净利润(百万元)	120	178	215	222	271
(+/-%)	13%	49%	21%	3%	22%
摊薄 EPS	0.86	0.95	1.15	1.19	1.45

总股本（百万股）	140	187	187	187	187
----------	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：以 FCFF 方法得到合理股价估值为 23.41–28.15 元/股

未来 5 年估值假设条件见下表：

表10：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	40.4%	-8.2%	25.3%	29.9%	15.5%	10.0%	8.0%	5.0%
毛利率	15.4%	19.5%	21.3%	19.9%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
管理费用/营业收入	5.2%	6.6%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
销售费用/销售收入	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
所得税税率	8.9%	9.2%	11.0%	10.0%	10.0%	12.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	3.4%	28.8%	28.8%	28.8%	28.8%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表11：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	15.00%
无风险利率	2.75%	Ka	9.73%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	0.95
公司股价（元）	19.92	Ke	9.86%
发行在外股数（百万）	187	E/(D+E)	97.78%
股票市值(E, 百万元)	3718	D/(D+E)	2.22%
债务总额(D, 百万元)	84	WACC	9.77%
Kd	7.00%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

表12：比依股份 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	229.8	277.0	357.9	414.0	455.8
所得税税率	11.00%	10.00%	10.00%	12.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	204.5	249.3	322.1	364.4	387.5
折旧与摊销	31.0	35.6	40.0	43.7	46.6
营运资金的净变动	(16.3)	(60.7)	(48.0)	(50.0)	(31.1)
资本性投资	(78.5)	(82.9)	(58.0)	(40.6)	(36.5)
FCFF	140.7	141.4	256.1	317.4	366.4
PV(FCFF)	128.2	117.3	193.6	218.6	229.8
核心企业价值	4,311.9				
减：净债务	(452.3)				
股票价值	4,764.2				
每股价值	25.52				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.8%	9.3%	9.77%	10.3%	10.8%
永续 增长 率变 化	2.0%	31.52	29.24	27.26	25.53	24.00
	1.5%	30.21	28.15	26.34	24.74	23.33
	1.0%	29.06	27.18	25.52	24.04	22.72
	0.5%	28.06	26.33	24.79	23.41	22.18
	0.0%	27.17	25.57	24.13	22.84	21.68

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：采用 PE 和 PEG 综合考虑目标估值为 20.48-25.60 元/股

选取小家电企业作为可比公司，由于国内小家电公司多兼具内销和外销业务，因此我们选取与公司业务模式更为相近的新宝股份、苏泊尔、九阳股份、富佳股份作为可比公司，具体公司的业务情况对比如下：

表14: 比依股份及可比公司经营情况对比（单位：亿元）

公司名称	主要对比指标			主要可比业务情况
	2022 年外销收入	外销收入占比	2022 年归母净利润	
比依股份	12.6	84%	1.8	主营空气炸锅、空气烤箱和咖啡机的代工，主要客户以海外龙头飞利浦、德龙等为主，并逐步拓展国内客户和国内自有品牌
新宝股份	97.3	71%	9.6	主营小家电代工出口，主要客户为欧美为主的小家电品牌商，品类基本囊括清洁、厨房、生活等主流小家电品类。同时在国内具有“摩飞”、“东菱”、“百胜图”等自有品牌运营。
富佳股份	18.4	67%	3.5	主营清洁电器的生产制造，主要客户以欧美清洁龙头 Shark、伊莱克斯、戴森、Bissell 等为主，同时开拓国内家电龙头的清洁业务。
苏泊尔	52.0	26%	20.7	主营小家电的内外销自有品牌和生产制造，品类涵盖明火炊具、厨房小家电、厨卫电器、生活家居电器。其中外销的主要客户为欧洲的小家电龙头 SEB 集团，内销则以国内“苏泊尔”的品牌运营为主。
九阳股份	13.0	13%	5.3	主营厨房小家电的内外销业务，其中内销以“九阳”品牌为主，外销主要客户为实控人旗下的北美小家电龙头 SharkNinja。

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

考虑到可比公司整体的收入利润及市值规模均高于比依股份，而比依股份的预期复合增速则高于可比公司，因此我们综合采用 PEG 和可比公司的 PE 均值的方法进行相对估值。

从 PEG 角度来看，采用 2023-2025 年的归母净利润增速对应的当前 PE 值计算 PEG，当前股价下公司 PEG（2023-2025）水平为 0.9，相较于行业可比公司均值 1.4 处于相对较低水平，考虑到可比公司中苏泊尔、九阳股份等收入利润体量更大，且拥有更高比例的内销品牌业务，相比公司会存在一定的品牌和龙头溢价。因此综合可比公司增速和溢价因素考虑，我们认为给予公司 1.0-1.4 倍 PEG（对应 2023 年 PE 为 16-22 倍）能够反映出公司成长性的同时，也兼顾考虑到当前规模方面与龙头公司的差距。

表15: 可比公司利润增速比较及 PEG 估值

公司 代码	公司 名称	2023E	净利润 2024E	2025E	复合增速	PE 2023E	PEG (2023-2025)
002705. SZ	新宝股份	10.1	11.6	13.0	14%	14	1.1
002032. SZ	苏泊尔	22.0	24.4	27.1	11%	18	1.7
002242. SZ	九阳股份	6.3	7.3	8.2	14%	17	1.3
603219. SH	富佳股份	3.2	3.5	4.2	15%	23	1.5
603215. SH	比依股份	2.4	2.6	3.3	16%	15	0.9
可比公司平均						18	1.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 新宝股份、苏泊尔、九阳股份、富佳股份采用 Wind 一致预期

从 PE 角度来看, 外销代工业务占比更高的新宝股份估值水平与公司估值水平处于同一水位, 而苏泊尔、九阳股份则由于规模和品牌溢价导致估值相对更高, 富佳股份则由于具备相对较快的利润增速预期因此估值水平相对较高。因此综合考虑业务属性和潜在成长空间, 我们给予公司 2023 年 PE 估值 16-18 倍。

表16: 可比公司 PE 估值

公司 代码	公司 名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	净利润 2023E	2024E	2025E	PE 2023E	2024E	2025E
002705. SZ	新宝股份	17.2	145	10.1	11.6	13.0	14	13	11
002032. SZ	苏泊尔	48.6	403	22.0	24.4	27.1	18	17	15
002242. SZ	九阳股份	14.3	110	6.3	7.3	8.2	17	15	13
603219. SH	富佳股份	12.5	72	3.2	3.5	4.2	23	20	17
603215. SH	比依股份	19.4	35	2.4	2.6	3.3	15	14	11
可比公司平均							18	16	14

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 新宝股份、苏泊尔、九阳股份、富佳股份采用 Wind 一致预期

总结来看, 从相对估值角度, PE 估值目标为 16-18 倍, 而 PEG 由于更多考虑了增速权重因此对应 PE 水平更高为 16-22 倍。综合 PE 和 PEG 估值, 我们给予公司 2023 年的 PE 估值 16-20 倍, 对应市值为 39.04-48.80 亿元。

因此综合绝对估值和相对估值, 我们给予公司 2023 年 PE 估值 17-20 倍, 对应市值为 41.5-48.8 亿元, 对应股价区间为 22.18-26.10 元/股。

投资建议

预计公司 2023-2025 年收入为 18.8/24.4/30.3 亿元, 同比+25%/+30%/+24%; 归属母公司净利润 2.4/2.6/3.3 亿元, 利润年增速分别为 34.7%/9.0%/27.1%; EPS 为 1.28/1.40/1.78 元/股。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司股票合理估值区间为 22.18-26.10 元/股, 市值区间为 41.5-48.8 亿元, 对应 2023 年 PE 为 17-20 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 22.18-26.10 元/股之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的小家电上市公司如新宝股份、九阳股份和苏泊尔的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，但比依股份目前自有品牌占比相对不高，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长+25%/+30%/+24%，可能存在对公司客户扩展、产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 公司的毛利率受原材料价格等影响较大，我们预计公司未来 3 年毛利分别为 21%/20%/20%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受空气炸锅等产品的均价影响较大，若由于行业竞争及下游需求变化，空气炸锅等产品的实际价格低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

核心产品替代风险：公司核心产品空气炸锅、空气烤箱逐渐被全球消费者接受并成为家庭常用的加热类厨房小家电。2022 年公司核心产品空气炸锅、空气烤箱的销售占比 88%左右，核心技术及核心产品均与加热类厨房小家电相关。由于加热类厨房小家电行业产品工艺复杂度不高，行业内竞争对手与潜在市场进入者较多。随着消费者偏好的多元化发展，行业内竞争对手针对消费者的新兴需求开始生产各式新兴加热类厨房小家电产品。公司核心产品空气炸锅、空气烤箱可能存在因加热类厨房小家电行业产品的迭代与更新被新技术或新产品替代的风险。

咖啡机等新品类开拓不及预期的风险：为培育新的发展支线，增强公司盈利能力，公司不断尝试新品类和自主品牌业务模式的拓展，即使前期经过大量

市场调研和内部严格论证，仍会受到需求端、市场接受度、行业竞争等多方面因素的影响。并且随着新品类的拓展，人力成本、研发投入等管理费用支出将持续增加。若新品类开拓不及预期，可能会拖累公司的业绩表现。

宏观经济波动风险：加热类厨房小家电的需求与宏观经济波动、居民可支配收入息息相关。若宏观经济形势下行，将导致居民可支配收入下降，可能抑制加热类厨房小家电的需求，导致消费者的购买偏好转向低档产品，因此可能给发行人收入和利润的持续增长带来负面影响。

国际贸易形势风险：公司以出口为主，外销收入占公司收入的 80%以上。若公司的主要出口国对公司的主要产品如空气炸锅等实施加征关税或其他措施，可能会影响公司的出口价格或降低产品的需求，进而对公司的业绩产生不利影响。目前公司出口美国并受到加征关税条款影响的产品为空气炸锅、空气烤箱，受到加征关税影响的产品占公司总收入的比重不超过 20%。

出口汇率变动风险：公司产品销往美国、哥伦比亚、英国等海外地区，结算币种以美元为主。汇率波动的影响主要表现在两方面：一方面，汇率波动影响折算后人民币收入，进而影响毛利率水平，长远看来将影响产品出口的价格竞争力；另一方面，汇兑损益会造成公司业绩的波动。如果人民币持续升值且公司不能采取有效措施转移影响，则将对公司盈利能力产生不利影响。

原材料价格波动的风险：公司采购的主要原材料包括电子元器件、塑料原料、包材、五金件及金属原料等，直接材料占主营业务成本比例 75%左右。各类原材料的采购价格会随宏观经济、市场供求等因素影响而波动，未来原材料的采购价格较难预测。如果未来原材料价格波动较大，将对公司的盈利能力造成影响。同时，若公司的产品生产工艺、业务结构发生调整，将改变各类原材料的具体种类及相对比例，也会导致某一类型的原材料整体价格变动。上述原因所致的原材料价格波动可能影响公司经营业绩。

食品安全风险：公司致力于满足消费者多样化饮食需求，产品为加热类厨房小家电产品，与食品安全息息相关。公司产品由金属、塑料等原材料经注塑、喷涂、组装等加工工序制造而成。如果出现产品在生产过程中制造工艺不恰当、员工操作疏忽或消费者未正确使用公司产品的情况，可能导致产品在食品烹饪过程中释放出重金属等有毒有害物质从而污染食品，引发潜在的食品安全问题。

市场竞争风险：小家电行业内生产制造商及品牌商数量较多，行业竞争较为充分。智能化、个性化等下游新需求对小家电制造的质量和效率提出了新的要求，行业门槛不断提高，行业加速洗牌。同时，新增竞争者不断加入竞争。若公司未来不能保持技术的先进性或者未能准确预测市场动态，或客户引入新的供应商，公司可能存在被其他同类供应商替代导致市场份额下降的风险。

财务风险

应收账款风险：公司 2023H1 末应收账款及应收票据的账面价值为 4.75 亿元，占总资产的比例为 29%，占比较高。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险：公司存货账面价值为 1.68 亿元，占当期总资产的比例为 10%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

技术风险

产品研发创新风险：加热类厨房小家电领域对产品的技术创新与研发设计要求较高。在小家电直播电商等销售渠道的兴起背景下，公司需要时刻把握行业动态，解决消费者在厨房小家电使用过程中的痛点，持续加大核心产品及其他新品类的研发投入。由于消费者行为及行业潮流的不确定性，公司取得的创新成果可能与未来的消费者需求存在差异，从而导致新产品在加热类厨房小家电领域缺乏整体竞争力。除此之外，若公司资金投入不及时，也可能导致新品开发受到拖延，产品无法及时投入市场，对公司未来的市场竞争产生不利影响。

技术人才流失风险：公司技术创新需要经验丰富、结构稳定的研发团队。未来随着公司规模的扩大，公司对研发项目的投入以及研发人员的培养也需要逐步增大。公司需要通过贯彻良好的企业文化和建立科学的员工激励制度等方式来保证较高的员工工作积极性和归属感。如果未来由于不可预计的因素导致公司研发人员流失，公司的研发能力将有所减弱，从而导致公司在加热类厨房小家电市场上缺乏竞争力。

内控风险

实际控制人不当控制的风险。公司实际控制人持有公司 62%的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	159	204	311	531	789	营业收入	1634	1499	1879	2441	3025
应收款项	385	463	512	709	851	营业成本	1382	1206	1478	1956	2410
存货净额	282	176	259	315	406	营业税金及附加	5	11	13	17	21
其他流动资产	17	17	20	27	33	销售费用	16	17	23	28	35
流动资产合计	843	1163	1483	1829	2203	管理费用	64	84	99	131	159
固定资产	210	245	301	354	378	研发费用	55	64	84	103	127
无形资产及其他	102	101	97	92	88	财务费用	13	(33)	(32)	(1)	(4)
投资性房地产	18	10	10	10	10	投资收益	1	(4)	(3)	5	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	8	10	5	2	2
资产总计	1173	1519	1890	2286	2679	其他收入	(33)	(30)	(36)	(32)	(42)
短期借款及交易性金融负债	198	3	84	95	61	营业利润	129	190	264	285	364
应付款项	561	436	548	724	894	营业外净收支	3	6	5	5	5
其他流动负债	46	71	80	107	132	利润总额	132	196	269	290	369
流动负债合计	805	509	713	926	1087	所得税费用	12	18	30	29	37
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	18	13	9	6	2	归属于母公司净利润	120	178	240	261	332
长期负债合计	18	13	9	6	2	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	823	522	723	932	1089	净利润	120	178	240	261	332
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	0	0	0	0
股东权益	350	997	1168	1354	1590	折旧摊销	21	30	31	36	40
负债和股东权益总计	1173	1519	1890	2286	2679	公允价值变动损失	(8)	(10)	(5)	(2)	(2)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	13	(33)	(32)	(1)	(4)
每股收益	0.86	0.95	1.28	1.40	1.78	营运资本变动	(129)	(69)	(16)	(61)	(48)
每股红利	0.03	0.27	0.37	0.40	0.51	其它	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
每股净资产	2.50	5.34	6.26	7.25	8.52	经营活动现金流	4	129	249	234	322
ROIC	32%	24%	29%	32%	37%	资本开支	(105)	(71)	(79)	(83)	(58)
ROE	34%	18%	21%	19%	21%	其它投资现金流	(1)	(303)	(77)	133	124
毛利率	15%	20%	21%	20%	20%	投资活动现金流	(106)	(374)	(155)	50	66
EBIT Margin	9%	11%	12%	11%	12%	权益性融资	(16)	519	0	0	0
EBITDA Margin	10%	13%	14%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	40%	-8%	25%	30%	24%	支付股利、利息	(4)	(51)	(69)	(75)	(96)
净利润增长率	13%	49%	35%	9%	27%	其它融资现金流	183	(125)	82	11	(34)
资产负债率	70%	34%	38%	41%	41%	融资活动现金流	159	291	13	(65)	(130)
股息率	0.1%	1.4%	1.9%	2.0%	2.6%	现金净变动	57	46	107	220	258
P/E	23.3	20.9	15.5	14.2	11.2	货币资金的期初余额	102	159	204	311	531
P/B	8.0	3.7	3.2	2.7	2.3	货币资金的期末余额	159	204	311	531	789
EV/EBITDA	22.3	22.1	17.0	14.9	12.1	企业自由现金流	(84)	37	141	141	256
						权益自由现金流	98	(89)	224	153	225

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032