

鸿智科技 (870726.BJ) 智慧生活小家电领军者，厨师机新品及自主品牌为看点

2024年02月08日

——北交所首次覆盖报告
投资评级：增持（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/2/7
当前股价(元)	18.84
一年最高最低(元)	30.51/9.11
总市值(亿元)	7.86
流通市值(亿元)	1.82
总股本(亿股)	0.42
流通股本(亿股)	0.10
近3个月换手率(%)	1,247.89

北交所研究团队
● 公司发展：2020年中国十大出口电饭煲企业，三年净利润 CAGR 14%

鸿智科技专注电饭煲、慢炖锅、压力锅及烘烤产品等小家电，不断拓展延伸产品线，为2020年中国十大出口电饭煲企业，公司营收五年 CAGR 9.54%，出口至亚洲占比最高接近四成；2022年归母净利润+54.11%，净利率提高 3.06pcts；2023年 Q1-Q3 营收-6.39%，归母净利润+2.14%，有逐季度改善趋势。考虑到公司客户渠道有一定优势，同时有望通过2023年募投项目产品突破产能瓶颈，加强新客户开发，有望提高核心竞争力、市占率和盈利能力，我们预计2023年-2025年的归母净利润为0.40/0.43/0.50亿元，EPS为0.95/1.03/1.20元/股，对应当前股价 PE 为18.1/16.7/14.4倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 行业：懒人经济+趣味生活，2021年全球厨房小家电市场规模1264亿美元

近年全球小家电普及率不断提升，“懒人经济”、“趣味生活”等理念、刚需品类和新兴产品共同推动全球小家电市场规模保持良好增长。根据 Statista 数据，2026年全球小家电市场规模或增至2,905亿美元，其中厨房小家电市场规模2021年为1,264亿美元，五年 CAGR 7%，2026年或增至1,487亿美元，前景广阔；2021年我国小家电市场规模523.30亿美元，2026年有望达599亿美元，其中厨房小家电市场2021年规模285.10亿美元，2026年有望扩增至335.50亿美元。

● 亮点探寻：国际小家电品牌、ICOOK 自主品牌、智能厨师机为看点

鸿智科技具有客户渠道优势，已进入 Panasonic（松下）、Hamilton Beach（汉美驰）等国际一线小家电品牌商，Kmart（凯马特）、Lidl（历德）等大型连锁零售商供应链体系。运营 ODM 模式为主，自主品牌“ICOOK”OBM 为辅，积极开拓国内及国际市场。五大 ODM 客户多与公司保持多年稳定合作，范围持续深化。2023年募投项目产能增加303万台厨房小家电，扩产比例48.9%，达产后可实现年收入4.31亿元，扩产电饭煲、慢炖锅等主产品，同时发展压力锅、烤盘等新品，新建空炸烤箱、智能厨师机等新研制产品产线，发挥自身工厂品牌与供应链优势。

● 风险提示：产品研发创新风险、行业竞争加剧的风险、宏观经济条件变化风险。
财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	426	442	444	514	617
YOY(%)	12.0	4.0	0.4	15.7	20.0
归母净利润(百万元)	22	34	40	43	50
YOY(%)	0.2	54.1	15.0	8.7	15.9
毛利率(%)	15.0	18.1	19.3	18.4	18.2
净利率(%)	5.3	7.8	8.9	8.4	8.1
ROE(%)	22.4	28.7	24.4	22.2	21.4
EPS(摊薄/元)	0.54	0.83	0.95	1.03	1.20
P/E(倍)	32.1	20.8	18.1	16.7	14.4
P/B(倍)	7.2	6.0	4.5	3.7	3.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司：力推 ICOOK 自主品牌，三年归母净利润 CAGR 14%.....	4
1.1、 产品梳理：主产品电饭煲近五年 CAGR 13.65%，新品毛利率较高.....	4
1.2、 发展历程：已进入国际一线小家电品牌商、大型连锁零售商供应链.....	8
1.3、 经营模式：ODM 模式为主，展会、客户推荐等方式获取客户资源.....	9
1.4、 财务分析：2023 年营收逐季度改善，2022 年净现比 205%.....	11
1.5、 募投项目：产能增加 303 万台厨房小家电，扩产比例 48.9%.....	16
2、 行业：懒人经济+趣味生活，2021 年全球规模 1,264 亿美元.....	17
2.1、 概念解析：小家电改善型家电提升生活质量，品类多元化.....	17
2.2、 全球市场：2026 年厨房小家电市场规模有望增长至 1,487 亿美元.....	18
2.3、 中国市场：2026 年厨房小家电市场有望进一步增长至 335.50 亿美元.....	19
2.4、 竞争格局：鸿智科技 2022 年 ROE 31%，存货周转率高于可比公司.....	23
3、 估值对比：鸿智科技可比公司 PE TTM 26.2X.....	26
4、 风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 电饭煲近五年 CAGR 为 13.65%.....	4
图 2： 电饭煲占比最高，2023H1 营收占比为 76.40%.....	4
图 3： 2022 年-2023 年 H1 压力锅产品的毛利率最高.....	4
图 4： 鸿智科技的电饭煲产品种类、规格、功能、按键样式等都有多种选择.....	5
图 5： 电饭煲产品收入 2022 年达到 3.42 亿元.....	5
图 6： 鸿智科技的慢炖锅容量大小、功能功率、按键样式等都有多种选择.....	6
图 7： 2023H1 慢炖锅营收对比 2022H1 同比增加 56.35%.....	6
图 8： 鸿智科技的压力锅容量大小、功能功率、按键样式等都有多种选择.....	7
图 9： 鸿智科技的烘烤产品主要包括烤盘、三明治机等.....	7
图 10： 鸿智科技还生产、销售电热水壶、电磁炉等.....	7
图 11： 鸿智科技不断丰富产品线，拓展至生活类小家电产品.....	8
图 12： 一致行动人游进、陈建波、唐伟为鸿智科技实际控制人.....	8
图 13： 公司拥有“ICOOK”、“EAMOMENT”、“isushi”等注册商标 78 项.....	9
图 14： 营收规模五年年复合增长率为 9.54%.....	11
图 15： 公司自 2023Q2 开始单季度营收同比增速回升.....	11
图 16： 欧洲三年 CAGR 最高，11.31%（万元）.....	12
图 17： 出口亚洲营收占比最高，2022 年为 38.77%.....	12
图 18： 2022 年境内线上销售占比 3.05%.....	12
图 19： 境外 2022 线上销售占比 0.39%.....	12
图 20： 2021 年毛利率略下滑，此后有所回升.....	13
图 21： 2022 年归母净利润规模 3445.53 万元.....	13
图 22： 2021 年美元兑人民币持续走低，2022-2023 年升高.....	13
图 23： 电饭煲 2022 年平均单价提升 5.21%.....	14
图 24： 慢炖锅 2022 年单价回升超越 2020 年水平.....	14
图 25： 五金制品和电子元器件受到原材料价格影响较大.....	14

图 26: 原材料价格影响公司毛利率	14
图 27: 2022 年鸿智科技的净现比为 205% (万元)	15
图 28: 2023 年 Q1-Q3 销售费用率提升至 2.64%	15
图 29: 2023 年 Q1-Q3 管理费用率为 4.10%	15
图 30: 2023 年 Q1-Q3 研发费用率为 2.74%	16
图 31: 2023 年 Q1-Q3 财务费用率为 -0.80%	16
图 32: 达产后每年将新增 303 万台厨房小家电的产能	16
图 33: 电饭煲从加热形式来分可以分成间接加热式电饭煲和直接加热式电饭煲	18
图 34: 全球小家电市场规模 2022 年至 2026 年有望以 6.48% 年复合增长率增长	19
图 35: 2026 年全球厨房小家电市场规模有望增长至 1487 亿美元	19
图 36: 我国小家电市场规模 2026 年有望达 599 亿美元	20
图 37: 2026 年我国厨房小家电市场或达 335.5 亿美元	20
图 38: 2021 年我国电饭煲销售额 140.47 亿元	21
图 39: 2021 年我国慢炖锅的销售额为 24.36 亿元	21
图 40: 2022 上半年中国电饭煲出口数量 2597.41 万个, 出口金额 43476.03 万美元	21
图 41: 2022 年 H1 广东电饭煲出口数量达到 2028.43 万个	22
图 42: 2021 年我国电烤盘销售额为 15.06 亿元	22
图 43: 2021 年我国面包机销售额 11.81 亿元	22
图 44: 鸿智科技与模式类似的三家可比公司毛利率接近	24
图 45: 鸿智科技净利率与可比公司均值差异变小	24
图 46: 鸿智科技期间费用率低于可比公司均值	25
图 47: 鸿智科技销售费用率与新宝股份、比依股份类似	25
图 48: 2022 年鸿智科技 ROE 提高较大, 高于可比公司均值 (%)	25
图 49: 鸿智科技的存货周转率整体高于同行业可比公司	26
表 1: 鸿智科技以 ODM 形式为主, 营收中占比保持在 96% 以上	9
表 2: 2022 年鸿智科技五大客户营收合计占比 41%	10
表 3: 五大客户营收合计占比 40% 左右	10
表 4: 鸿智科技以自主生产为主, 有少量委托生产	10
表 5: 鸿智科技募资围绕主营业务投入三个项目 (金额: 万元)	16
表 6: 研发中心建设项目中 1500 万元投入五项研发项目	17
表 7: 家用电器具体可以划分为四大类别	17
表 8: 小家电可以分为厨房小家电与生活小家电两大类	18
表 9: 选取苏泊尔、小熊电器、北鼎股份、利仁科技、比依股份、新宝股份等作为同行业可比公司	23
表 10: 可比公司 PE TTM 均值为 26.2X	26

1、公司:力推 ICOOK 自主品牌,三年归母净利润 CAGR 14%

1.1、产品梳理:主产品电饭煲近五年 CAGR 13.65%,新品毛利率较高

鸿智科技的产品按应用方向可以分为厨房小家电和生活小家电,其中,厨房小家电主要为电饭煲、慢炖锅、压力锅及烘烤产品等,为目前收入的主要来源;生活小家电主要为电热器及加湿器等,是近年来基于自身研发生产优势和下游客户需求横向拓展的产品品类。

压力锅与慢炖锅近五年营收规模有小幅收缩,电饭煲规模有所增加,近五年年复合增长率为 13.65%。2023H1 各个产品的营收占比来看,电饭煲营收占比维持较高比例,76.40%;其次为慢炖锅占比 19.55%、压力锅占比 2.75%,烘烤产品和电热水壶、零配件等其他主营业务的整体销售规模较小,营收占比不足 1%。

图1: 电饭煲近五年 CAGR 为 13.65%

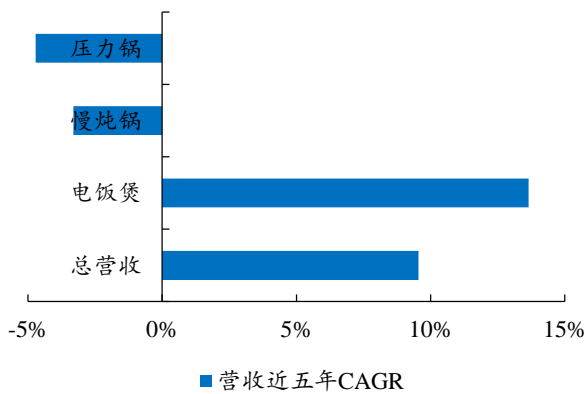
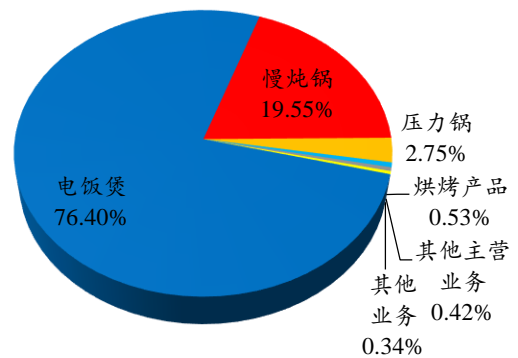


图2: 电饭煲占比最高, 2023H1 营收占比为 76.40%

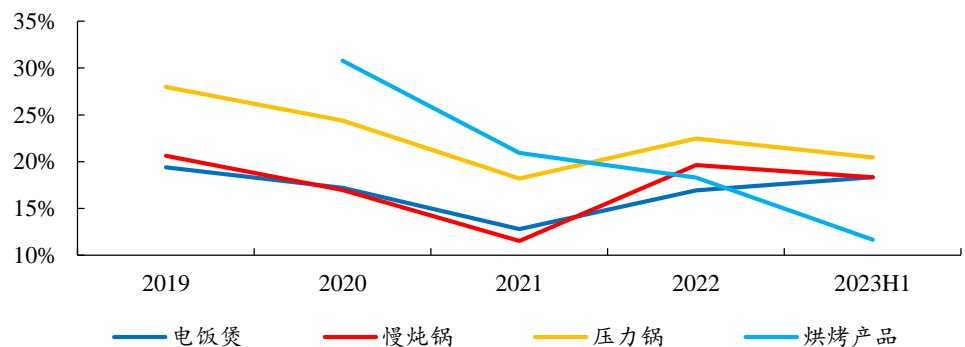


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

按照细分产品的盈利能力来看,近年新品压力锅的毛利率相对比较高;占比较高的电饭煲和慢炖锅的毛利率趋势较稳定,电饭煲毛利率自 2022 年有所上升,2023 年 H1 达到 18.34%,相对 2022 年同期增加 5.44 个百分点;慢炖锅毛利率 2022-2023 年 H1 相对 2020-2021 年也有所提升,2023H1 毛利率为 18.35%,同比增加 1.97 个百分点。

图3: 2022 年-2023 年 H1 压力锅产品的毛利率最高



数据来源: Wind、开源证券研究所

电饭煲又称电饭锅，具有对食品进行蒸、煮、炖、煲、煨等多种烹调功能，可以满足多方面的烹饪需求，成为现代家庭厨房必备的家电之一。

鸿智科技的电饭煲产品种类规格丰富，可以实现从煮饭、保温到煮粥、煲汤、蒸菜等多功能灵活配置，容量从 0.3L 迷你型电饭煲、0.8-2L 便携电饭煲、3-5L 家用电饭煲到 10L 商用电饭煲不等，操作方式包含触摸屏、电子按键或机械按键等多种选择。

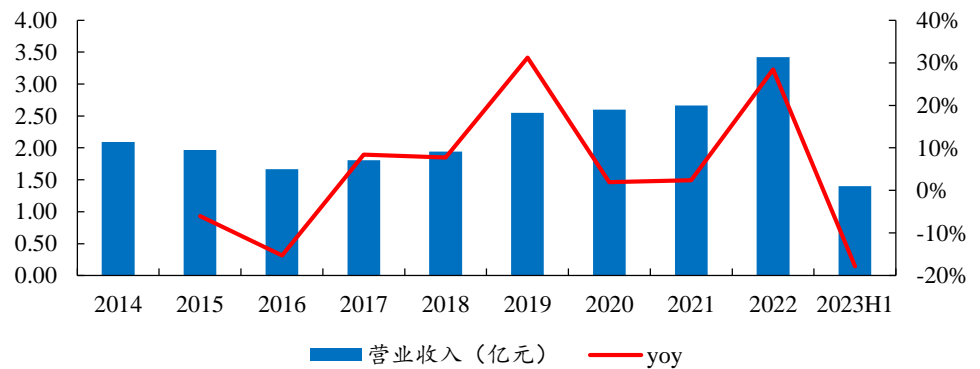
图4：鸿智科技的电饭煲产品种类、规格、功能、按键样式等都有多种选择



资料来源：公司招股说明书

电饭煲业务收入为鸿智科技的主要收入来源产品，产品 2022 年营收规模达到 3.42 亿元，对比 2021 年收入同比增加 28.42%。

图5：电饭煲产品收入 2022 年达到 3.42 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

慢炖锅是一种能够对食物进行低温（低于沸点或仅缓慢沸腾）、长时间炖煮（2-8 小时甚至长达 24 小时）操作的烹饪电器。慢炖锅一般设置低、中、高及保温或连续精准控温等多温度调节，慢炖功能下运转功率较低、水分蒸发少，能够有效避免干

烧、安全性高，开始烹饪后可以实现在无人照看情况下对食物的小火慢炖。慢炖锅在欧美国家广泛使用，常用于煮汤、煮粥、炖菜、炖肉、制作蘸料和甜品等。

鸿智科技的慢炖锅产品种类规格丰富，容量从 1.5L-6.5L 不等，功能上从 170W-320W 左右低功率慢炖锅产品，延伸至 1,350W 高功率亦可满足煎、炒、炸等高温烹饪的多功能电炖锅产品。

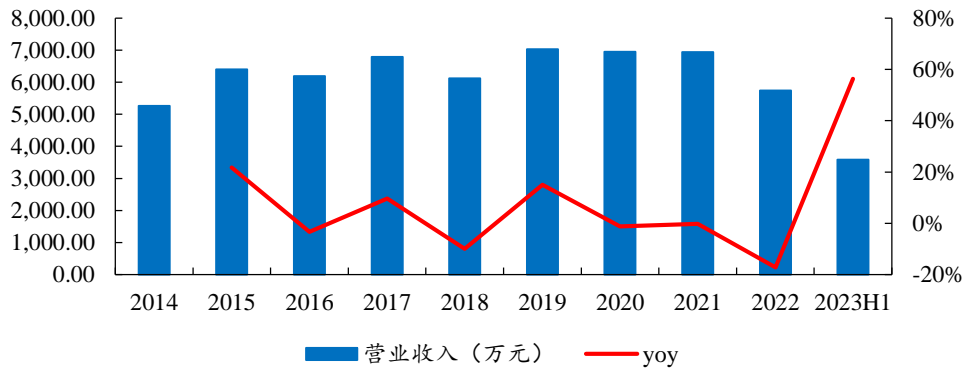
图6：鸿智科技的慢炖锅容量大小、功能功率、按键样式等都有多种选择



资料来源：公司招股说明书

慢炖锅业务收入为鸿智科技第二大类产品，产品营收在 2014-2022 年营收规模基本保持在 5000-7000 万元上下，2022 年营收规模达到 5740.29 万元，2023H1 产品营收 3,584.48 万元，对比 2022H1 同比增加 56.35%。

图7：2023H1 慢炖锅营收对比 2022H1 同比增加 56.35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

压力锅的原理主要是利用高压下水沸点提升，能够实现对食物的快速烹饪，其中，电压力锅结合了传统高压锅和电饭锅的特点，更加安全、便捷的实现食物烹饪。

鸿智科技的压力锅产品种类规格丰富，容量从 2L-6L 不等，功率从 600W-1,000W 左右，操作方式包含触摸屏幕、电子旋钮或按键等多种选择。

图8：鸿智科技的压力锅容量大小、功能功率、按键样式等都有多种选择



资料来源：公司招股说明书

鸿智科技的烘烤产品主要包括烤盘、三明治机及早餐机等，主要用于烤肉、烤蔬菜、烤鱼、烤虾、煎蛋、三明治制作等。

图9：鸿智科技的烘烤产品主要包括烤盘、三明治机等



资料来源：公司招股说明书

此外，鸿智科技还基于客户需求及消费者偏好，开发、生产并销售电热水壶、电磁炉等厨房小家电产品。

图10：鸿智科技还生产、销售电热水壶、电磁炉等



资料来源：公司官网

近年来，基于自身成熟的家用电器研发设计能力、供应链管理能力和多年的行业口碑，鸿智科技积极开发下游客户需求，不断丰富产品线，将产品品类逐步拓展至电热器、加湿器等生活类小家电产品。

图11: 鸿智科技不断丰富产品线, 拓展至生活类小家电产品



加湿器



电热器

资料来源: 公司招股说明书

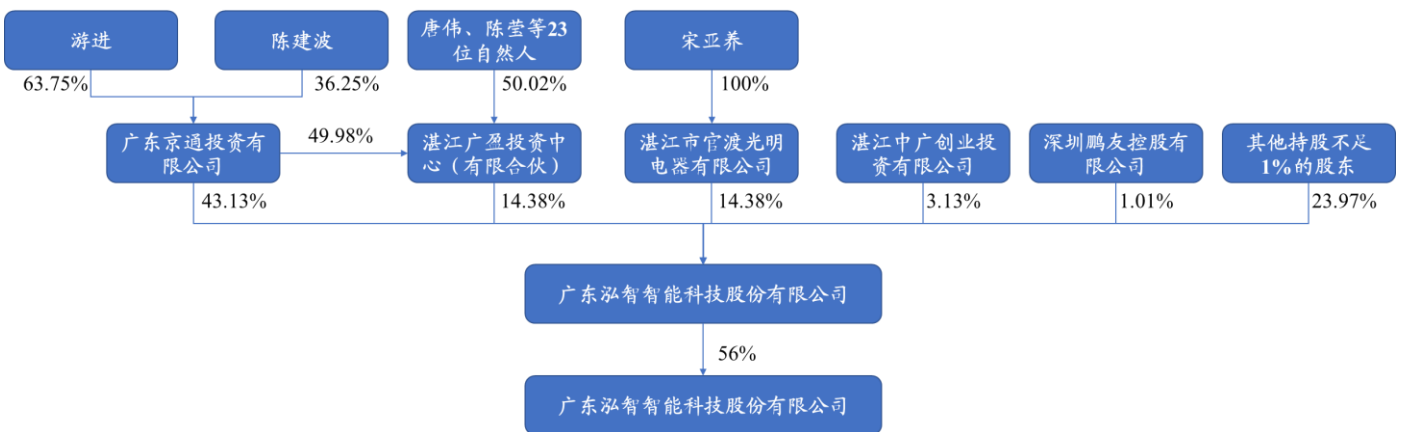
1.2、发展历程: 已进入国际一线小家电品牌商、大型连锁零售商供应链

鸿智科技自 1999 年成立以来, 公司始终立足于厨房小家电领域, 不断拓展延伸产品线, 可实现从产品工业设计、结构设计到测试评价等全过程的自主产品开发, 是国家高新技术企业、广东省专精特新中小企业。

京通投资直接持有公司 43.13% 的股份, 并通过广盈投资间接持有公司股份, 为鸿智科技的控股股东。

董事长游进、总经理陈建波通过京通投资、广盈投资间接持有公司股份; 唐伟通过广盈投资间接持有公司股份。京通投资为广盈投资的执行事务合伙人, 持有广盈投资 49.98% 的股份, 能够实际控制广盈投资。游进、陈建波、唐伟为一致行动人, 为鸿智科技的实际控制人。

图12: 一致行动人游进、陈建波、唐伟为鸿智科技实际控制人



资料来源: Wind、开源证券研究所

经过二十多年的行业积累, 凭借优异的产品品质、强大的研发设计能力以及快速响应能力, 公司已为众多国内外品牌客户提供研发、设计和生产制造服务, 在业内享有较高的认可度。鸿智科技在电饭煲出口市场中尤其占有重要的市场份额, 荣获 2020 年中国十大出口电饭煲企业、广东省出口名牌企业等荣誉称号。

目前, 鸿智科技已进入 Panasonic(松下)、Hamilton Beach(汉美驰)、RussellHobbs

(领豪)、Morphy Richards (摩飞)、SEB (法国赛博集团)、Breville (铂富)、De'Longhi (德龙)、Koizumi (小泉成器)、Sharp (夏普) 等国际一线知名小家电品牌商和 Kmart (凯马特)、Lidl (历德)、Sainsbury's (森宝利) 等大型连锁零售商的供应链体系。

同时,近年来鸿智科技创设“ICOOK (自煮食代)”自主品牌,通过天猫、京东、亚马逊等自营电商渠道及线下礼品等渠道,积极开拓国内及国际市场。根据公司招股说明书,截至 2022 年,公司拥有“ICOOK”、“HALSMART”、“EAMOMENT”、“isushi”等注册商标 78 项。

图13: 公司拥有“ICOOK”、“EAMOMENT”、“isushi”等注册商标 78 项



资料来源: 公司招股说明书

1.3、经营模式: ODM 模式为主, 展会、客户推荐等方式获取客户资源

鸿智科技主要通过展会、客户推荐等方式获取客户资源。公司以 ODM 业务为主, 自主品牌 OBM 为辅。目前公司 ODM 业务领域的客户主要为全球知名品牌商以及大型连锁零售商, OBM 业务则主要通过多渠道线上电商平台及线下礼品渠道销售。

表1: 鸿智科技以 ODM 形式为主, 营收中占比保持在 96%以上

ODM 模式下指标	2020	2021	2022
客户数量	120	118	130
销售金额	36,576.37	41,247.41	43,685.99
在总营收中占比	96.30%	96.93%	98.75%

数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

鸿智科技前五大 ODM 客户中, 除 Targa GmbH 外, 均与鸿智科技合作多年, 双方合作稳定且合作范围持续深化。根据公司招股说明书, Targa GmbH 是公司的 2021 年新增客户, 为全球知名大型连锁零售商 Lidl (历德) 的授权品牌采购商, 基于前期良好合作, 2022 年已成为公司当年第二大客户。

公司品牌商客户主要分为两类，一是全球知名小家电品牌商，如 Panasonic（松下）、Hamilton Beach（汉美驰）、Russell Hobbs（领豪）、Morphy Richards（摩飞）等，品牌定位主要为中高端，销售单价相对较高；二是大型连锁零售商及其授权品牌采购商，如 Kmart（凯马特）、Targa GmbH（塔尔加）等，其因自身渠道原因，定位主要为平价促销款，销售单价相对较低。

表2：2022年鸿智科技五大客户营收合计占比41%

年份	大客户	营收(万元)	比例	销售数量(万台)	单价(元/台)
2022年	Spectrum Brands Limited	5,018	11.41%	63.36	79.20
	Targa GmbH	4,060	9.23%	73.32	55.37
	Panasonic Consumer Electronics Company	3,674	8.35%	30.25	121.44
	Hamilton Beach Brands, Inc.	2,871	6.53%	39.49	72.68
	Kmart Australia Limited	2,388	5.43%	36.70	65.07
	合计	18,011	40.95%	243.13	74.08

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

大客户与公司合作日益加深，购买的产品品类不断丰富。总体来说，鸿智科技产品持续获得下游客户认可，竞争力较强。

表3：五大客户营收合计占比40%左右

大客户	2020	2021	2022
Spectrum Brands Limited	电饭煲、慢炖锅、压力锅	电饭煲、慢炖锅、压力锅	电饭煲、慢炖锅、压力锅
Targa GmbH			电饭煲
Panasonic Consumer Electronics Company	电饭煲	电饭煲	电饭煲
Hamilton Beach Brands, Inc.	电饭煲、慢炖锅	电饭煲、慢炖锅	电饭煲、慢炖锅
Kmart Australia Limited		电饭煲、慢炖锅	电饭煲、慢炖锅
Morphy Richards Limited	慢炖锅	慢炖锅	
Koizumi Seiki Corp.	压力锅、电饭煲、慢炖锅		
五大客户营收占比	41.65%	39.55%	40.95%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

生产上，鸿智科技以自主生产为主，有少量委托生产，2022年公司标准产能同比有所下降，主要由于当年受疫情影响出现停工。

表4：鸿智科技以自主生产为主，有少量委托生产

产品类别	自产数量(万台)			委托生产数量(万台)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
电饭煲	328.87	320.31	329.85	7.42	47.89	83.37
慢炖锅	84.83	83.09	54.47	-	-	-
压力锅	20.98	21.46	9.55	0.1	2.92	0.29
烘烤类	0.42	4.54	5.5	-	-	0.58
其他	-	-	0.01	3.29	2.55	6.96
厨房小家电合计	435.1	429.4	399.38	10.81	53.36	91.20

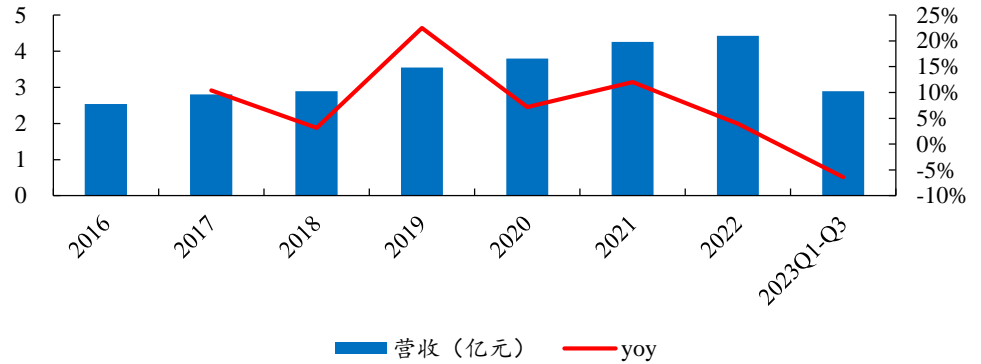
产品类别	自产数量 (万台)			委托生产数量 (万台)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
加湿器	-	0.77	1.45	-	-	-
电热器	-	4.93	0.55	-	1.93	-
生活小家电合计	-	5.7	2	-	1.93	-

数据来源：公司问询的回复、开源证券研究所

1.4、财务分析：2023 年营收逐季度改善，2022 年净现比 205%

经营情况：公司的营收规模 2016-2022 年保持逐年增长，2017-2022 年五年年复合增长率为 9.54%，2022 年营收达到 4.42 亿元。2023 年 Q1-Q3 营收 2.89 亿元。

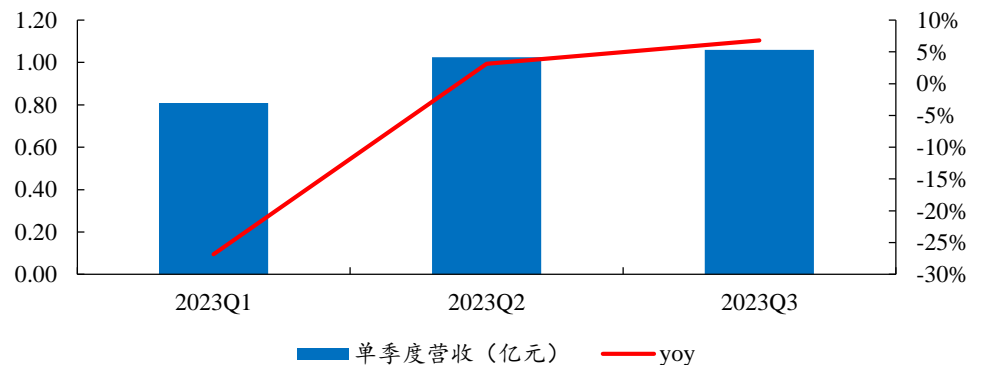
图14：营收规模五年年复合增长率为 9.54%



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据公司 2023 半年度报告，受到周期性产品订单结构等因素影响，2023H1 营收同比下滑 12.62%。从单季度情况上来看，公司自 2023Q2 开始单季度营收同比情况回升，2023Q3 单季度营收同比增长 6.80%。

图15：公司自 2023Q2 开始单季度营收同比增速回升



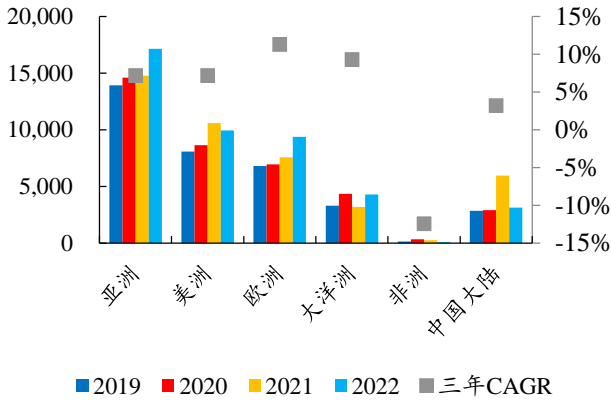
数据来源：Wind、开源证券研究所

按照地域分类，公司出口至亚洲的收入占比最高，2022 年为 38.77%；其次为占比 22.46%的美洲与 21.19%的欧洲；中国大陆收入占比为 7.08%。

成长性上，2019-2022 年年复合增长率最高的地区为欧洲，11.31%；海外合计营

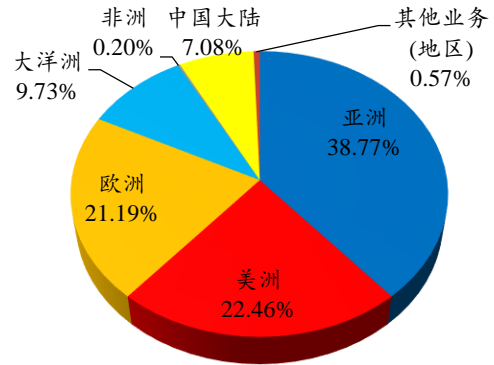
收的三年 CAGR 为 8.25%，高于中国大陆收入的三年 CAGR 3.22%。

图16: 欧洲三年 CAGR 最高, 11.31% (万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 出口亚洲营收占比最高, 2022 年为 38.77%

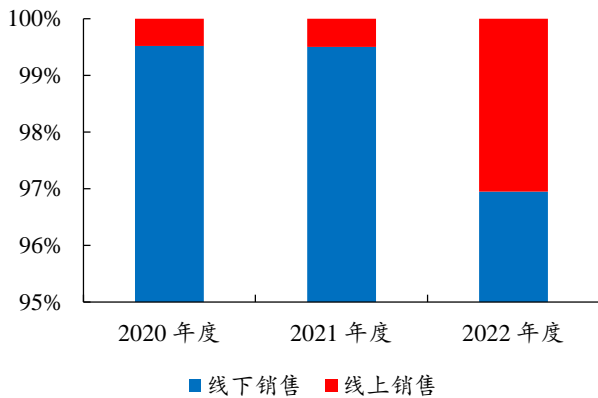


数据来源: Wind、开源证券研究所

按照销售渠道分类, 境内销售和境外销售都以线下销售为主, 2020-2022 年线上销售额绝对值较小, 但 2022 年增长较多, 境内销售的线上销售额占比自 2020 年占比 0.48% 提升至 2022 年的 3.05%。

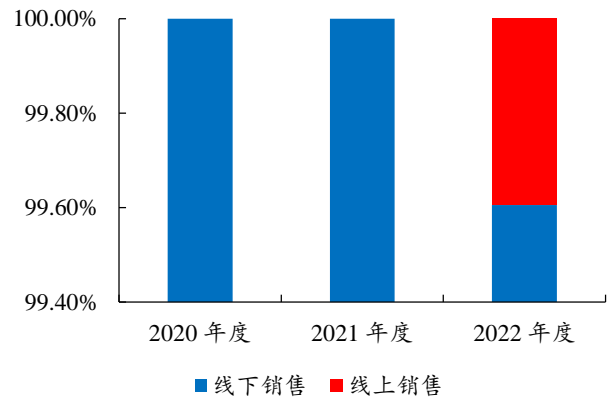
2020-2022 年, 公司主要在天猫、京东等第三方电商平台布局自主品牌 ICOOK 境内线上销售业务, 2020 年-2021 年, 公司线上销售均为境内销售; 2022 年, 公司新增亚马逊电商渠道, 开始将自主品牌 ICOOK 线上销售业务拓展至境外, 但整体而言, 目前线上业务均处于起步阶段。

图18: 2022 年境内线上销售占比 3.05%



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图19: 境外 2022 线上销售占比 0.39%



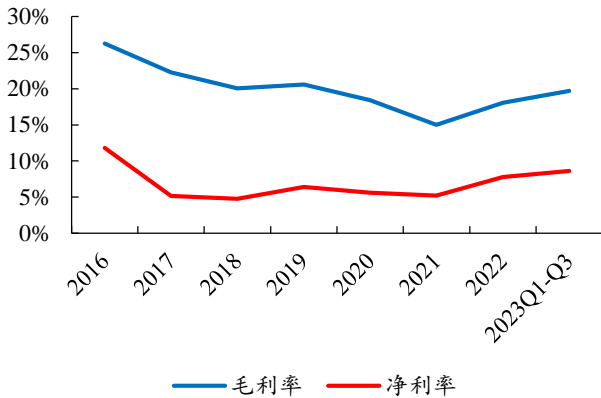
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

盈利能力: 鸿智科技 2020 年毛利率有小幅下滑主要因为, 公司从 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则, 将与履行合同直接相关的销售费用计入主营业务成本, 因此 2020 年净利率变动较小; 2021 年毛利率一定程度的下滑, 主要为受到原材料价格浮动和汇率影响; 2022 年-2023 年前三季度毛利率和净利率都有上扬趋势, 2023 年 Q1-Q3 的毛利率增长至 19.71%, 净利率 8.62%。

利润规模上, 2022 年归母净利润规模达到 3445.53 万元, 对比 2021 年同比增长 54.11%, 2023 年 Q1-Q3 归母净利润为 2,494.91 万元, 对比 2022 年同期小幅度增长

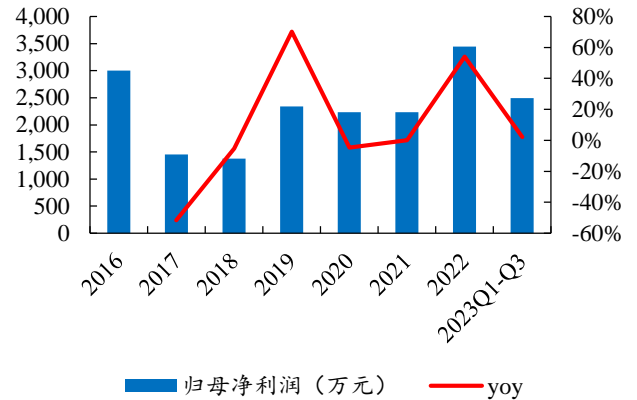
2.14%。

图20：2021年毛利率略下滑，此后有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

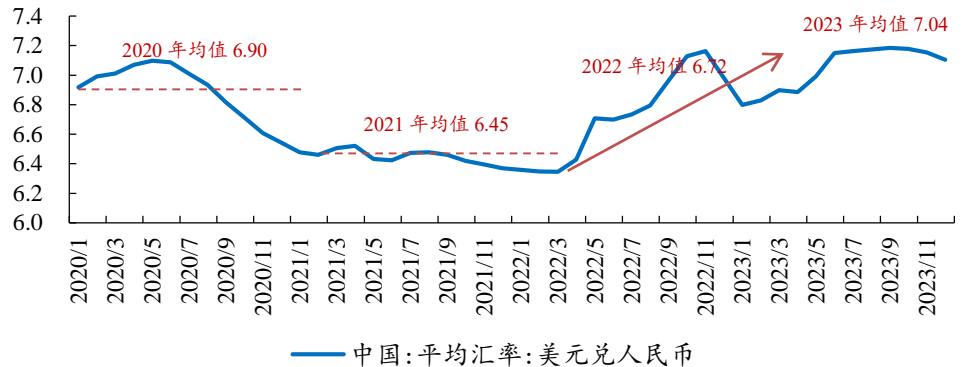
图21：2022年归母净利润规模3445.53万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

由于公司出口比例较大，汇率会对公司的营收产生一定影响。2021年，美元兑人民币汇率走低，2022年开始有所回升，2023年5月以后维持在1美元兑7.1元人民币以上的高位，平均1美元兑人民币达到7.04元。

图22：2021年美元兑人民币持续走低，2022-2023年升高

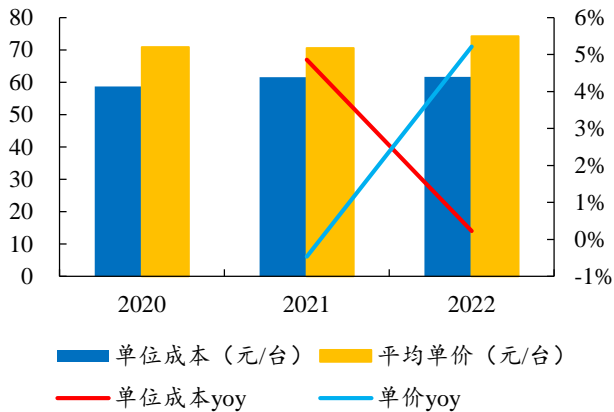


数据来源：Wind、开源证券研究所

为了应对汇率上升与原材料价格上涨对公司盈利能力的影响，经与部分客户友好协商，适当调高了部分产品的售价，但调价具有一定滞后性，因此主要对2022年部分型号产品平均单价有所拉升。

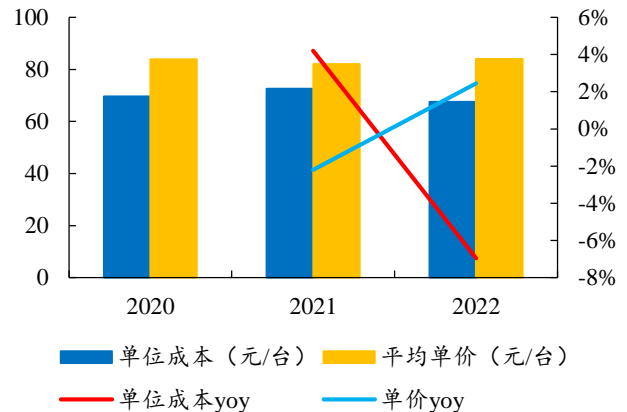
主要产品电饭煲每台平均单价2022年为74.25元，同比提高5.21%，而2022年单位成本仅提升0.23%，因此毛利率有所拉升。鸿智科技另一个主要产品慢炖锅2022年每台单价为83.99元，回升超越2020年水平，单位成本降低了6.95%，毛利率也有所回升。

图23: 电饭煲 2022 年平均单价提升 5.21%



数据来源: 公司一轮问询的回复、开源证券研究所

图24: 慢炖锅 2022 年单价回升超越 2020 年水平

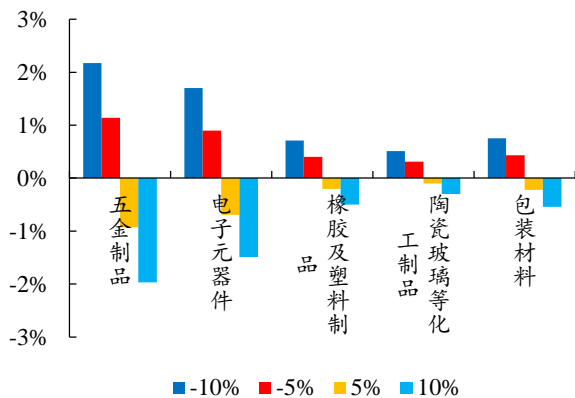


数据来源: 公司一轮问询的回复、开源证券研究所

公司主营业务成本中 85%为直接材料, 按类别划分主要包括五金制品、电子元器件、橡胶及塑料制品、陶瓷玻璃等化工制品及包装材料等。

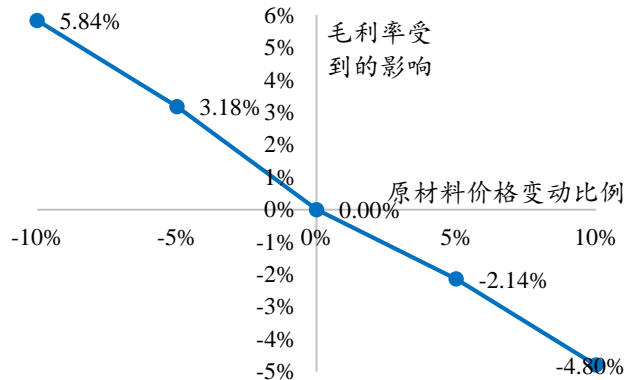
根据公司招股说明书数据, 假设其他条件不变, 原材料价格变动对毛利率的影响程度测算来看, 五金制品与电子元器件受到原材料价格变动影响较大; 原材料价格下降 10%, 毛利率上升 5.84%。

图25: 五金制品和电子元器件受到原材料价格影响较大



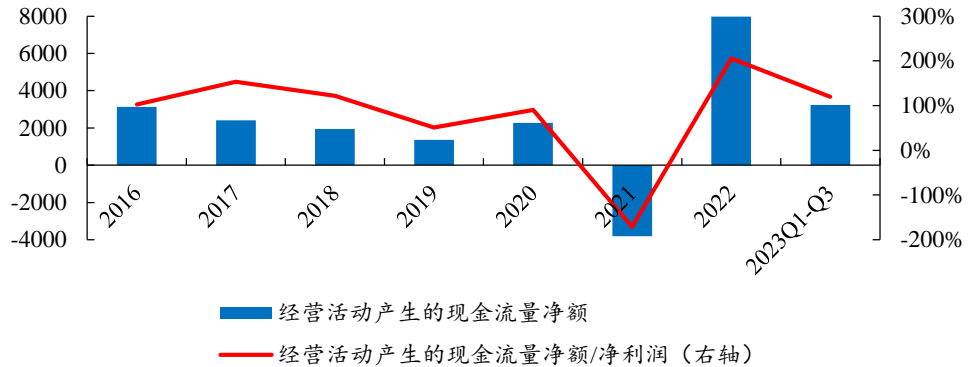
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图26: 原材料价格影响公司毛利率



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

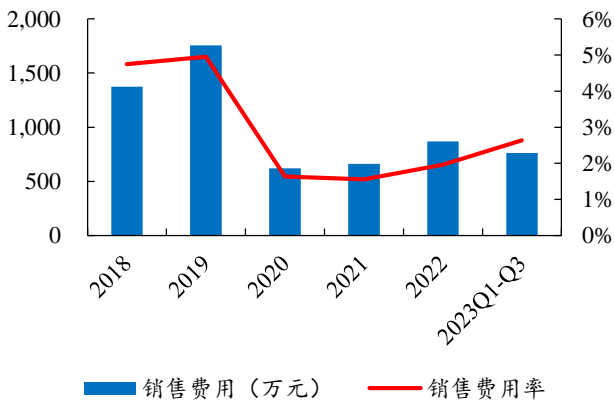
鸿智科技净现比的表现大多数年份保持在 1 以上, 盈利质量相对较高。2021 年主要由于销售订单增加原材料采购量增大导致购买产品、接受劳务支付的现金同比增加, 销售订单增加销售产品、提供劳务收到的现金也相应增加等原因, 公司 2021 年的经营活动产生的现金流量净额降低至-3,812.19 万元。2023 年 Q1-Q3 净现比已经回升至 119.67%。

图27：2022年鸿智科技的净现比为205%（万元）


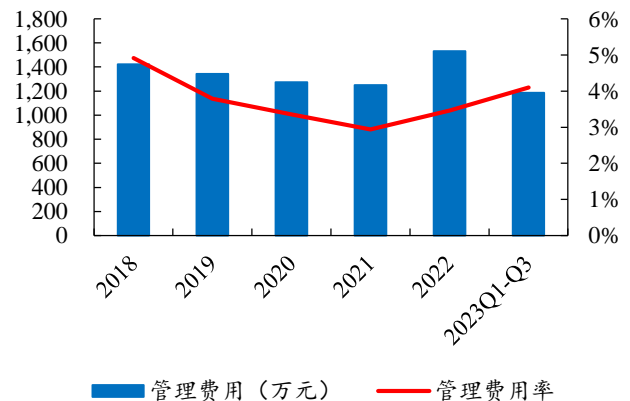
数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率：自2020年公司执行新收入准则，将与履行合同直接相关的销售费用计入主营业务成本，销售费用率降低至1-3%。2020-2022年区间内，销售费用持续提升，2023Q1-Q3年销售费用同比提升43.36%，销售费用率达到2.64%。

2018-2021年公司管理费用有所下降，2022年管理费用有所增长，增长至1,531.32万元，主要由于2022年公司经营业绩较好，员工薪酬福利费有所上升，同时，公司上市相关中介费用增长较多。2023年Q1-Q3管理费用为1,184.79万元，同比增长38.78%，管理费用率为4.10%。

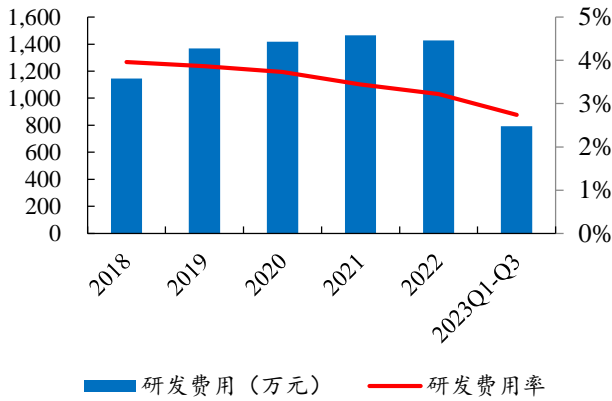
图28：2023年Q1-Q3销售费用率提升至2.64%


数据来源：Wind、开源证券研究所

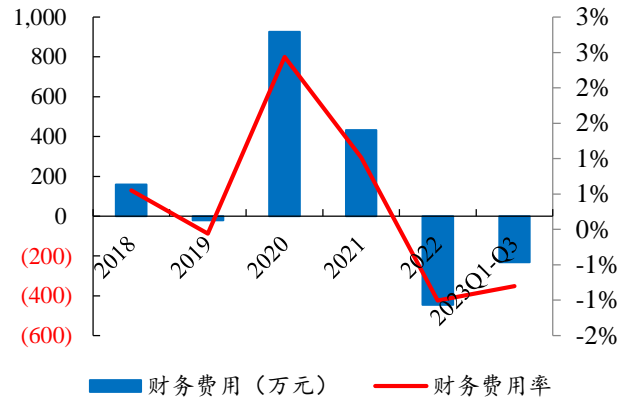
图29：2023年Q1-Q3管理费用率为4.10%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2019-2022年，公司研发投入基本保持在1400万元上下，随着营收规模的扩大，研发费用率稍有下降。2023年Q1-Q3研发费用为793.81万元，对比2022年Q1-Q3同比减少13.09%，研发费用率为2.74%。

图30：2023年Q1-Q3研发费用率为2.74%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2023年Q1-Q3财务费用率为-0.80%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、募投项目：产能增加303万台厨房小家电，扩产比例48.9%

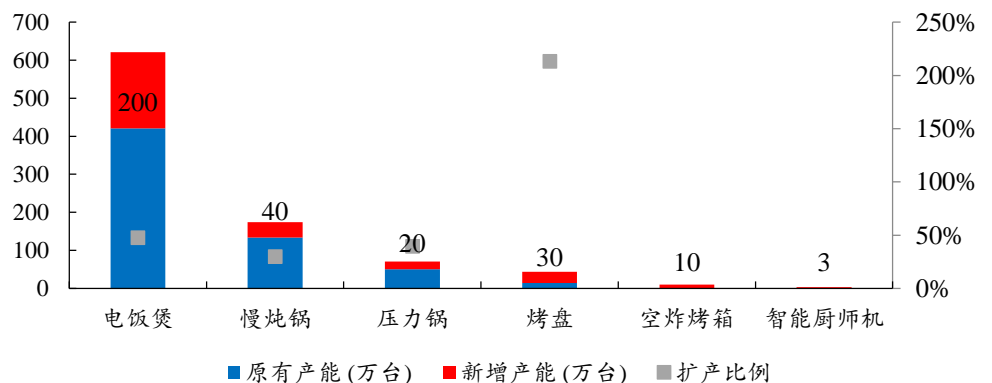
鸿智科技 2023 年北交所上市，向不特定合格投资者公开发行股票募集净额为 1.16 亿元，围绕公司主营业务投入三个项目。

表5：鸿智科技募资围绕主营业务投入三个项目（金额：万元）

实施项目	投资总额	募集资金投入总额	环评
智能厨房电器制造基地建设项目	10,937.47	6,670.55	湛环坡建〔2023〕2号
研发中心建设项目	4,500.81	2,744.96	不涉及环评
补充流动资金	3,500.00	2,134.58	不涉及环评
合计	18,938.28	11,550.09	

资料来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

智能厨房电器制造基地建设项目，通过在鸿智科技厂区内现有土地新建生产厂房、购置相关配套及生产设施，建设智能厨房电器制造基地。总体项目建设期 24 个月，达产后每年将新增 303 万台厨房小家电的产能。

图32：达产后每年将新增303万台厨房小家电的产能


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

项目投资的盈利性指标较好。根据公司招股说明书分析，项目达产后可能可实现年收入 4.31 亿元（不含税）；项目内部收益率（税前）26.60%、（税后）23.21%，静态投资回收期（税前）5.45 年、（税后）5.86 年。

研发中心建设项目通过引进一系列国内外先进研发设备和高级技术管理人才，加大研发投入力度，进一步提升公司的自主研发能力和科技成果转化能力，切实增强公司小家电领域的技术水平和产品品质保障能力，在满足市场对公司产品更新和技术进步需求的同时保持公司技术上的领先优势，有效提升公司的核心竞争力，巩固和增强公司在行业中的地位。总体项目建设期为 36 个月。

表6：研发中心建设项目中 1500 万元投入五项研发项目

项目名称	拟投入金额（万元）
基于 5G 物联网的智能控温型 IH 电饭煲的研发	300
带精确测温功能的双防护高安全慢炖锅的研发	150
带空气炸锅功能的智能调压开合盖式电压力锅的研发	200
基于外循环风道的上下双腔式空气炸烤箱的研发	450
带用户偏好预测功能的智能调节式加湿器的研发	400
合计	1,500

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、行业：懒人经济+趣味生活，2021 年全球规模 1,264 亿美元

2.1、概念解析：小家电改善型家电提升生活质量，品类多元化

鸿智科技所处行业为家电行业，细分行业为小家电行业。

家用电器具体可以划分为四大类别：白色家电、黑色家电、厨电与小家电。

表7：家用电器具体可以划分为四大类别

分类	释义	主要产品
白色家电	可以减轻人们劳动强度、改善生活环境的家电，这些家电一般体积较大，不需要外部信号接入。出于收缩视角、减少能量散失、工艺成本较低的考虑，多采用白色涂装。	冰箱、空调、洗衣机
黑色家电	可以为人们提供视听娱乐，丰富人们精神需求的家电，需要外部信号接入。黑色边框设计与面板颜色相协调，有利于散热，同时，音响、影碟机等配套设备为了与电视搭配也采用了黑色外观设计。	彩电、音响
厨电	装修时需要安装的体积较大的厨房电器	燃气灶、油烟机、消毒柜、集成灶等
小家电	体积、功率较小，适应更多细分生活场景而衍生出众多品类，并作为改善型家电提升生活质量。	电饭煲、加湿器、电吹风

资料来源：锐观咨询、开源证券研究所

小家电一般指功率和体积都较小的家电产品，其功能定位差异较大，品类多元且富延展性，根据产品功能可大致将其分为厨房小家电、生活小家电等。

表8: 小家电可以分为厨房小家电与生活小家电两个大类

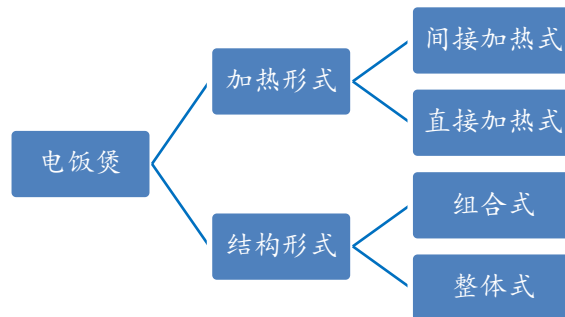
分类	释义	主要产品
厨房小家电	应用于厨房场景当中，作为辅助性工具，方便人们烹饪处理，满足蒸煮炸煎炒烹等多道工序需要	电饭煲、料理机、压力锅、电磁炉、电水壶、豆浆机、面包机、咖啡机、厨师机、电烤箱、榨汁机等
生活小家电	用以营造健康舒适的家居环境	电风扇、智能音箱、吸尘器、电暖器、加湿器、空气清新器、智能马桶、饮水机、电动晾衣机、扫地机器人、吸尘器等

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

鸿智科技的主营产品电饭煲是利用电能转变为热能的炊具，具有对食品进行蒸、煮、炖、煲、煨等多种操作功能，使用方便、安全可靠。它不但能够把食物做熟，而且能够保温，使用起来清洁卫生，没有污染，省时省力，是家务劳动现代化不可缺少的用具之一。

电饭煲从加热形式来分可以分成间接加热式电饭煲和直接加热式电饭煲，按结构形势分可分成组合式电饭煲和整体式电饭煲。直接加热式电饭煲是电热元件直接对放食物的内锅加热，其效率高，省时省电，缺点是做出的饭容易上下软硬不一致。间接加热式电饭煲结构分为内锅、外锅和锅体三层。内锅用来装食物，外锅用来安装电热元件、调温器和定时器。最外层是锅体，起到安全防护和装饰的双重作用。食物加热均匀，做出的饭上下软硬一致，内锅可取下，清洗方便；缺点是结构较复杂，费事耗电。

图33: 电饭煲从加热形式来分可以分成间接加热式电饭煲和直接加热式电饭煲



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

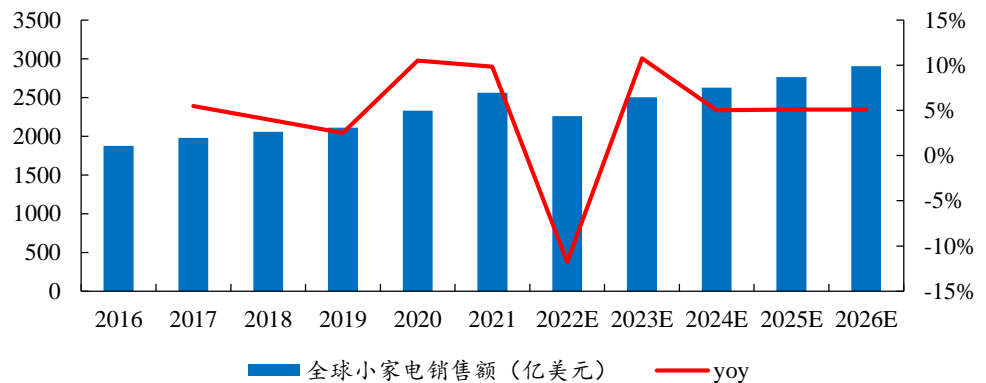
2.2、全球市场：2026 年厨房小家电市场规模有望增长至 1,487 亿美元

根据招股书披露的 Statista 数据显示，经过多年的消费者培育及消费升级的推动，近年来全球小家电产品普及率不断提升，全球小家电销售量自 2016 年的 34.26 亿件攀升至 2021 年的 40.60 亿件；市场销售额自 2016 年的 1,876 亿美元增长至 2020 年的 2,332 亿美元，2021 年随着疫情以来人们居家时长增长，居民对厨房烹饪、家庭清洁、室内健身等需求提升，推动全球小家电市场进一步增长，行业规模突破 2,562 亿美元。

“懒人经济”、“趣味生活”等理念的倡导、刚需品类的支撑和更多新兴产品的涌现共同推动了全球小家电产品市场规模保持良好增长。根据 Statista 测算，2026 年全球小家电市场规模将进一步增长至 2,905 亿美元，2022 年至 2026 年实现年复合增

长率 6.48%。

图34：全球小家电市场规模 2022 年至 2026 年有望以 6.48% 年复合增长率增长

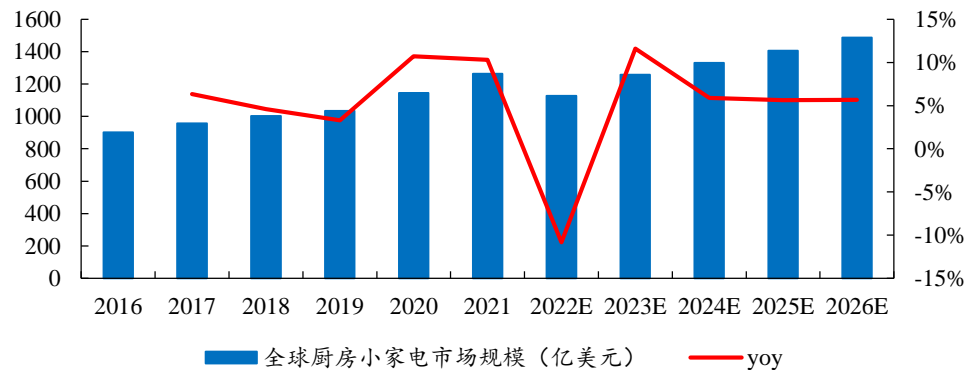


数据来源：公司招股说明书、Statista、开源证券研究所

厨房小家电作为小家电产品的重要品类之一，围绕家庭烹饪场景，承担着厨艺小帮手的重要角色。随着生活水平的改善，居民健康饮食需求逐步释放，厨房小家电产品可高效、快速的满足人们追求健康安全、高品质的生活需求。

根据 Statista 公布的数据显示，2016 年至 2021 年，全球厨房小家电市场规模由 901 亿美元增长至 1,264 亿美元，复合增长率为 7.01%，市场逐步发展壮大，未来几年厨房小家电市场有望依旧保持良好的运行状态，预计到 2026 年市场规模将增长至 1,487 亿美元，市场前景广阔。

图35：2026 年全球厨房小家电市场规模有望增长至 1487 亿美元



数据来源：公司招股说明书、Statista、开源证券研究所

2.3、中国市场：2026 年厨房小家电市场有望进一步增长至 335.50 亿美元

随着我国居民消费水平随经济发展而持续提升，购买力不断增长，配以本土消费者人群共同推动着我国小家电产品市场的发展。同时，人们生活习惯及家庭人口数量等变化，消费场景不断重构，更多细分领域市场需求涌现，促进我国小家电产品市场需求持续增长。

小家电产品具备小容量、高颜值、易操作、易收纳等特点，较为契合当下消费

趋势，同时随着技术的升级，其智能化水平显著提升，能够满足消费者多功能使用、多场景应用等的需要。

根据公司招股说明书披露的 Statista 数据显示，2016 年至 2021 年，我国小家电市场规模由 423.50 亿美元增长至 523.30 亿美元，2026 年我国小家电市场规模或将进一步达到 599 亿美元。

同时，我国厨房小家电市场也实现了良好增长，在应用场景重构、家电升级及智能化等趋势下，满足消费者多样的烹饪需求、提升消费者体验。厨房小家电市场需求旺盛，2021 年我国厨房小家电市场规模已达到 285.10 亿美元，2026 年我国厨房小家电市场有望进一步增长至 335.50 亿美元。

图36：我国小家电市场规模 2026 年有望达 599 亿美元

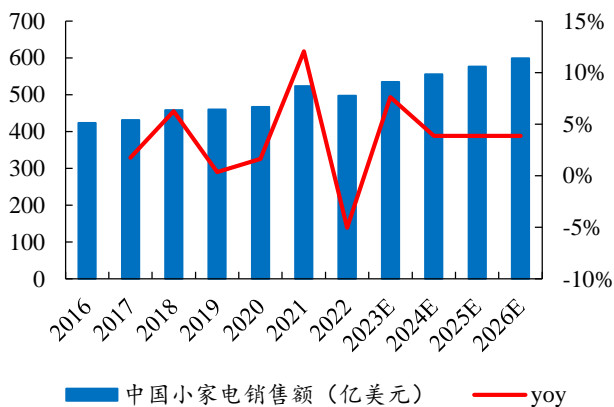
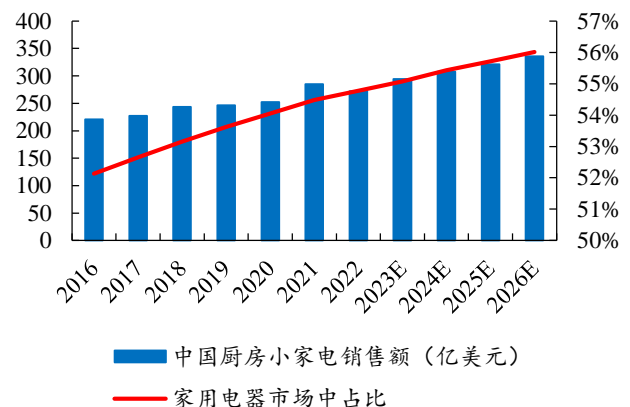


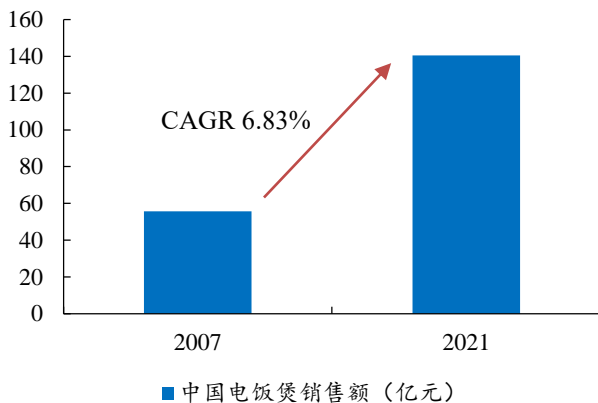
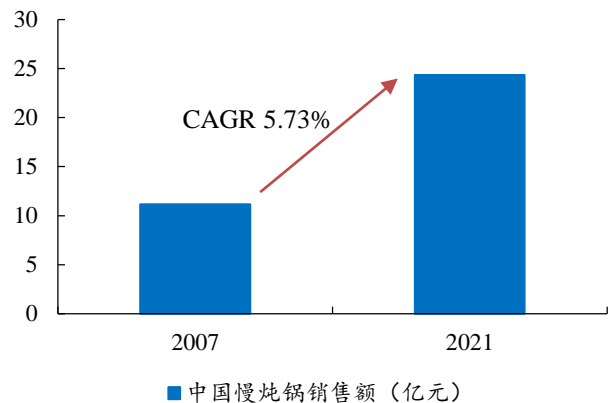
图37：2026 年我国厨房小家电市场或达 335.5 亿美元



数据来源：公司招股说明书、Statista、开源证券研究所

数据来源：公司招股说明书、Statista、开源证券研究所

根据公司招股说明书披露的 Euromonitor International 数据显示，近年来我国厨房小家电市场中以电饭煲、慢炖锅等为代表的传统品类加速渗透，2021 年电饭煲销售额 140.47 亿元，2007-2021 年复合增长率为 6.83%；2021 年慢炖锅的销售额为 24.36 亿元，2007-2021 年复合增长率为 5.73%。传统厨房小家电产品的迅速普及成为推动厨房小家电市场发展的重要动力。

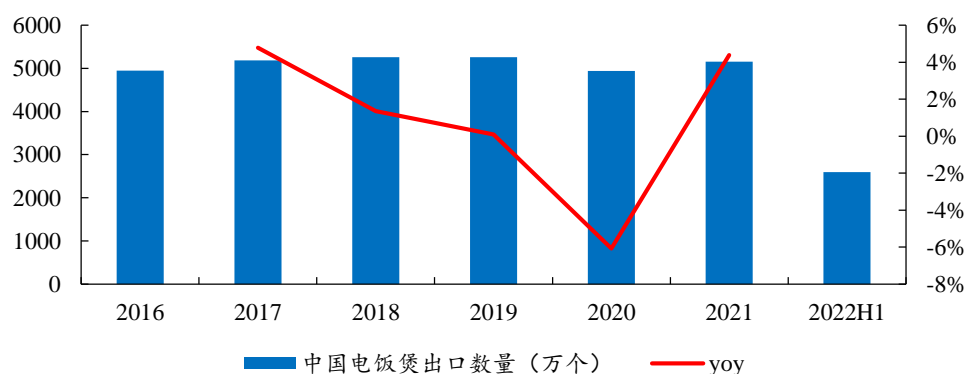
图38：2021年我国电饭煲销售额140.47亿元

图39：2021年我国慢炖锅的销售额为24.36亿元


数据来源：公司招股说明书、Euromonitor International、开源证券研究所

数据来源：公司招股说明书、Euromonitor International、开源证券研究所

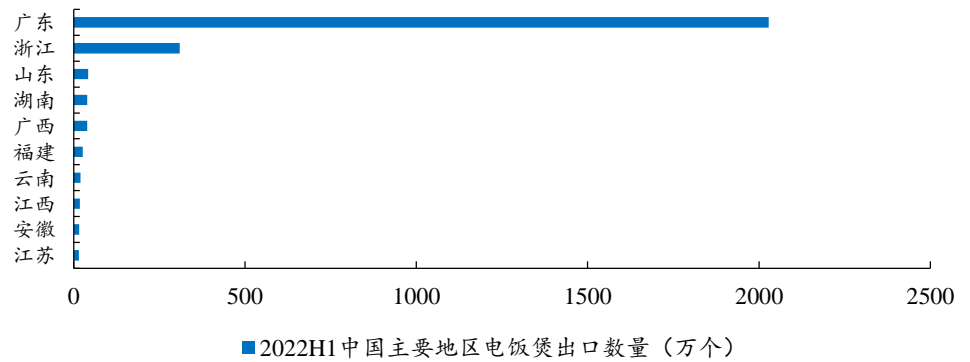
随着技术的进步，在更健康、更安全等要求下，电饭煲、慢炖锅为代表的传统品类将加速迭代，更好满足消费者对产品更新换代的升级需求。同时，更多细分领域市场需求的涌现，推动新型厨房小家电产品的出现，以电烤盘、面包机等为代表的新兴品类专注于某一应用场景，不断满足终端消费者在不同阶段、不同场景下的细分需求。

电饭煲是我国小家电市场中规模最大的品类之一。我国电饭锅（电饭煲）出口数量大于进口数量，其中2022上半年中国电饭煲出口数量为2597.41万个，出口金额为43476.03万美元；中国电饭煲进口数量为21.59万个，进口金额为3053.43万美元。

图40：2022上半年中国电饭煲出口数量2597.41万个，出口金额43476.03万美元


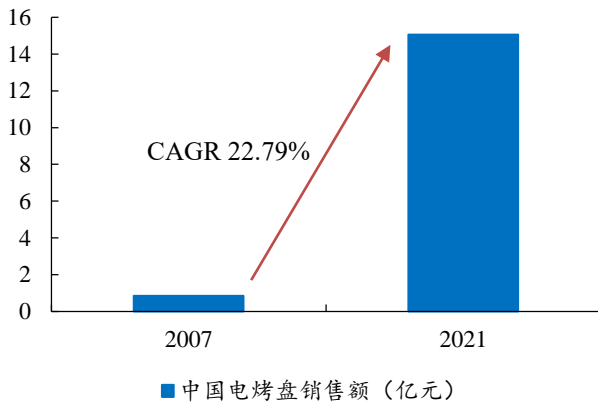
数据来源：智研咨询、中国海关、开源证券研究所

从地区上来看，广东地区是国内电饭煲出口数量最多的地区，2022年H1出口数量达到2028.43万个，在全国电饭煲出口数量中占比78.09%。

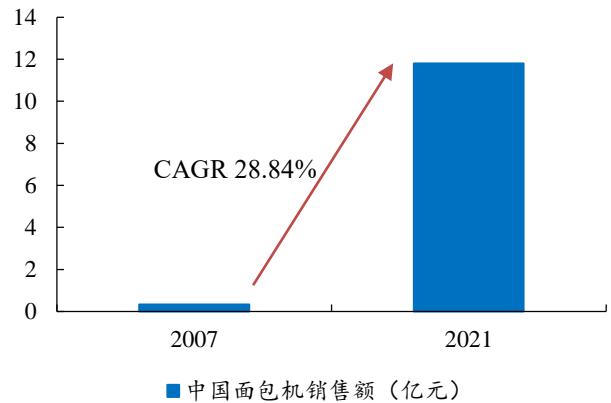
图41：2022年H1广东电饭煲出口数量达到2028.43万个


数据来源：智研咨询、中国海关、开源证券研究所

根据公司招股说明书披露的 Euromonitor International 数据，2021 年我国电烤盘销售额 15.06 亿元，2007-2021 年复合增长率 22.79%；面包机销售额 11.81 亿元，2007-2021 年复合增长率为 28.84%。随着新式产品的宣传及其自身的不断完善，新兴厨房小家电产品有望进一步推广普及，保持良好增长状态，推动厨房小家电市场规模不断扩大。

图42：2021年我国电烤盘销售额为15.06亿元


数据来源：公司招股说明书、Euromonitor International、开源证券研究所

图43：2021年我国面包机销售额11.81亿元


数据来源：公司招股说明书、Euromonitor International、开源证券研究所

2.4、竞争格局：鸿智科技 2022 年 ROE 31%，存货周转率高于可比公司

鸿智科技目前销售的核心产品主要为厨房小家电，选取行业内主营产品以厨房小家电为主的上市公司主要包括苏泊尔、小熊电器、北鼎股份、利仁科技、比依股份、新宝股份等作为同行业可比公司。

表9：选取苏泊尔、小熊电器、北鼎股份、利仁科技、比依股份、新宝股份等作为同行业可比公司

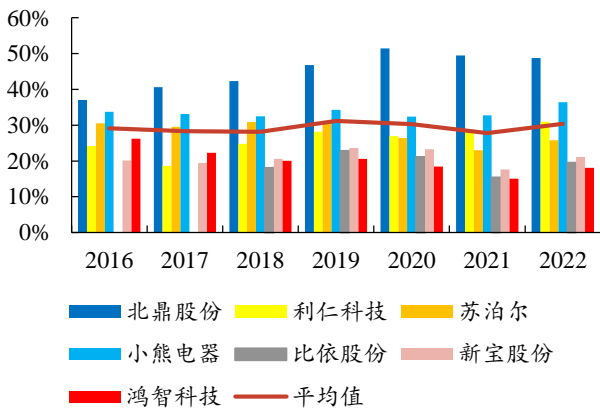
公司名称	鸿智科技	苏泊尔	小熊电器	北鼎股份	利仁科技	比依股份	新宝股份
地位	2020 年中国十大出口电饭煲企业、广东省出口名牌企业	国内著名的炊具研发制造商，中国厨房小家电的领先品牌	销售渠道与互联网深度融合的“创意小家电+互联网”企业，	全球最专业的厨房小家电研发基地及生产厂家之一	国内消费者群体中享有较高美誉度	加热类厨房小家电行业中已具备一定规模优势，已与全球厨房小家电的龙头企业建立长期稳定的合作关系	中国小家电行业的出口龙头企业；国内最大的小家电产品 ODM/OBM 制造商之一
业务	电饭煲为主要产品，加湿器、烘烤盘等小家电正在逐步拓展	四大领域：明火炊具、厨房小家电、厨卫电器、生活家居电器	创意小家电：厨房小家电（电饭煲类、电热类、壶类、西式类和电动类）、生活小家电及其他小家电（个护小家电和母婴小家电等）。	自主品牌 +OEM/ODM 高品质的厨房小家电产品，如养生壶、电热水壶、多士炉、烤箱、饮水机、蒸锅等，以及围绕养生壶、烤箱等配套推出的养生食材、周边产品等	厨房小家电（核心产品，电饼铛类、空气炸锅类、多功能锅类、电烧烤类等）、家居小家电和非电类产品	自主品牌 OBM+ODM/OEM 加热类厨房小家电产品（空气炸锅、空气烤箱、油炸锅、煎烤器等）	2013-2015 年为中国最大的电热水壶、液滴式咖啡壶、搅拌器、多士炉四类产品的出口商，其他小家电产品如面包机、电熨斗、电烤箱等出口量也位居前列
品牌	已进入 Panasonic（松下）、HamiltonBeach（汉美驰）、RussellHobbs（领豪）、MorphyRichards（摩飞）、SEB（法国赛博集团）、Breville（铂富）、De'Longhi（德龙）、Koizumi（小泉成器）、Sharp（夏普）等国际一线知名小家电品牌商和	SUPOR 品牌，引入了 SEB 集团旗下 LAGOSTINA、KRUPS、WMF 等高端品牌，完成了在厨房领域对中高端品牌的全覆盖	以自主品牌“小熊”为核心	“北鼎 BUYDEEM”自主品牌	以自主品牌“利仁 Liven”系列产品为核心	自主品牌仍为发展初期。已获得了来自 Philips/飞利浦、NEWELL/纽威品牌、SharkNinja/尚科宁家、De'LonghiGroup/德龙公司、SEB/法国赛博集团、小熊电器、苏泊尔等国内外知名企业的业务订单与合作项目	Donlim(东菱)、Morphy Richards（摩飞）、GEVILAN(歌岚)等。其中自主品牌 Donlim（东菱）主要提供差异化的生活电器产品；独家代理海外品牌 Morphy Richards(摩飞)在国内的销售，提供是中高端生活电器等产品；个护美容电器品牌

公司名称	鸿智科技	苏泊尔	小熊电器	北鼎股份	利仁科技	比依股份	新宝股份
	Kmart (凯马特)、Lidl (利德)、Sainsbury's (森宝利) 等大型连锁零售商的供应链体系						GEVILAN(歌岚)等尚处于初创阶段。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

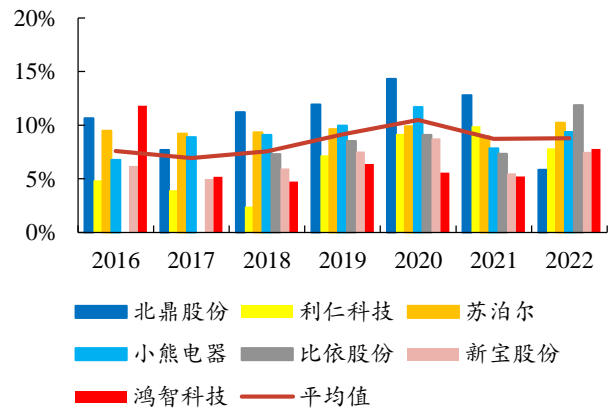
盈利能力：鸿智科技的毛利率与可比公司毛利率均值相比较低，主要由于经营模式、销售区域、产品结构、销售规模等方面存在差异。其中，北鼎股份、利仁科技、苏泊尔、小熊电器均以自有品牌销售为主，其毛利率水平相对较高；比依股份、新宝股份与鸿智科技较为类似，以 ODM/OEM 模式为主，因此鸿智科技毛利率与比依股份、新宝股份毛利率较为接近，变动趋势也基本一致。

图44：鸿智科技与模式类似的三家可比公司毛利率接近



数据来源：Wind、开源证券研究所

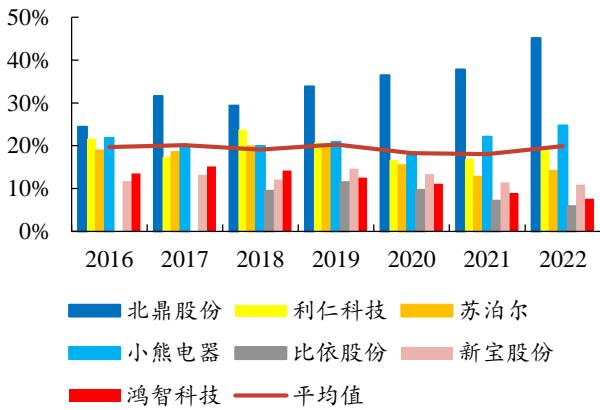
图45：鸿智科技净利率与可以比公司均值差异变小



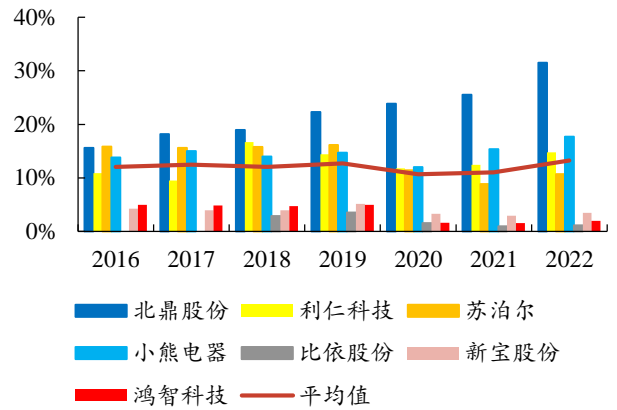
数据来源：Wind、开源证券研究所

鸿智科技期间费用率相对比较稳定，管理效果相对较好，期间费用率低于可比公司平均值。

同行业可比公司中，北鼎股份、利仁科技、苏泊尔、小熊电器主要以自主品牌开展经营，销售费用率较高；比依股份、新宝股份主要以 ODM/OEM 业务模式为主，2022 年销售费用率均值为 2.32%，与采用 ODM 为主的鸿智科技相似。

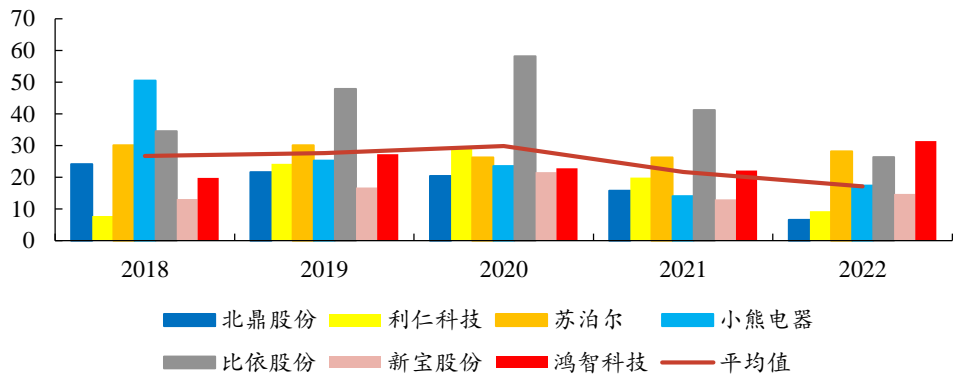
图46：鸿智科技期间费用率低于可比公司均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：鸿智科技销售费用率与新宝股份、比依股份类似


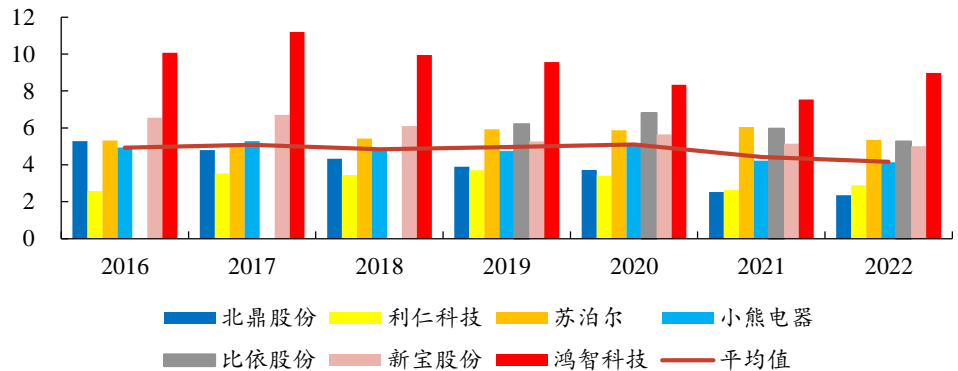
数据来源：Wind、开源证券研究所

净资产收益率的表现上，鸿智科技与可比公司均值相近。2022年鸿智科技ROE提升至31.41%，高于可比公司均值17.11%。

图48：2022年鸿智科技ROE提高较大，高于可比公司均值（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

鸿智科技的存货周转率整体高于同行业可比公司，主要原因为公司以ODM业务为主，采取“以销定产”模式进行生产，相对自主品牌销售为主要的可比公司而言，期末存货备货相对较少。此外，鸿智科技存货管理良好，存货资产变现能力较强，对比ODM/OEM业务为主的比依股份、新宝股份存货周转率较高。

图49：鸿智科技的存货周转率整体高于同行业可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、估值对比：鸿智科技可比公司 PE TTM 26.2X

鸿智科技始终立足于厨房小家电领域，不断拓展延伸产品线，已经进入 Panasonic（松下）等国际一线知名小家电品牌商和 Kmart（凯马特）等大型连锁零售商的供应链体系，具有一定渠道与客户优势。同时鸿智科技创设“ICOOK（自煮食代）”自主品牌，积极开拓国内及国际市场。

此外，考虑到鸿智科技有望通过募投项目产品突破产能瓶颈，扩产电饭煲、慢炖锅等主要产品，同时发展扩张压力锅、烤盘等新产品，新建空炸烤箱、智能厨师机等新研制产品产线，发挥自身工厂品牌与供应链优势，持续加强新客户开发，有望整体上提高公司的核心竞争力，提升市场占有率和盈利能力。

我们预计 2023 年-2025 年的归母净利润为 0.40/0.43/0.50 亿元，EPS 为 0.95/1.03/1.20 元/股，对应当前股价 PE 为 18.1/16.7/14.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表10：可比公司 PE TTM 均值为 26.2X

公司名称	股票代码	收盘价	市值(亿元)	PE(TTM)	EPS				PE		
					2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
北鼎股份	300824.SZ	6.25	20.40	27.3	0.14	0.24	0.34	0.39	39.5	18.6	16.1
利仁科技	001259.SZ	25.00	18.40	68.2	0.70	0.54	0.68	0.82	46.0	36.8	30.7
苏泊尔	002032.SZ	54.31	438.12	20.7	2.56	2.70	3.00	3.33	20.1	18.1	16.3
小熊电器	002959.SZ	50.38	79.02	17.1	2.48	3.02	3.62	4.23	16.7	14.0	11.9
比依股份	603215.SH	14.40	27.17	12.2	0.95	1.22	1.38	1.69	11.8	10.4	8.5
新宝股份	002705.SZ	12.34	101.42	11.9	1.16	1.15	1.40	1.59	10.6	8.8	7.7
均值				26.2	1.33	1.48	1.74	2.01	24.1	17.8	15.2
中值				18.9	1.06	1.19	1.39	1.64	18.4	16.0	14.0
鸿智科技	870726.BJ	17.21	7.18	20.5	0.83	0.95	1.03	1.20	18.1	16.7	14.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：市值、收盘价截至 2023 年 2 月 6 日，苏泊尔、小熊电器、新宝股份估值来自开源证券，北鼎股份、利仁科技、比依股份估值来自 Wind 一致预测）

4、风险提示

产品研发创新风险、行业竞争加剧的风险、宏观经济条件变化风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	186	174	225	269	331
现金	16	44	82	93	117
应收票据及应收账款	100	92	74	123	122
其他应收款	5	4	5	5	7
预付账款	7	1	7	2	9
存货	53	28	52	41	71
其他流动资产	4	5	5	5	5
非流动资产	40	40	33	31	30
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	29	29	24	23	24
无形资产	4	4	3	2	0
其他非流动资产	6	7	7	6	6
资产总计	226	214	259	300	361
流动负债	125	93	99	109	130
短期借款	45	20	20	20	20
应付票据及应付账款	60	63	71	80	101
其他流动负债	20	11	8	9	9
非流动负债	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	126	94	100	110	131
少数股东权益	0	0	-1	-2	-2
股本	31	31	31	31	31
资本公积	29	29	29	29	29
留存收益	40	60	81	106	137
归属母公司股东权益	99	120	159	192	233
负债和股东权益	226	214	259	300	361

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-38	80	39	27	42
净利润	22	34	39	42	49
折旧摊销	9	9	6	6	8
财务费用	4	-4	1	0	1
投资损失	-1	5	1	1	1
营运资金变动	-74	31	-9	-25	-19
其他经营现金流	1	6	1	1	2
投资活动现金流	1	-12	-0	-5	-8
资本支出	9	10	-1	5	7
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	9	-2	-1	-1	-1
筹资活动现金流	8	-42	-1	-10	-10
短期借款	8	-25	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-0	-17	-1	-10	-10
现金净增加额	-31	28	38	11	24

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	426	442	444	514	617
营业成本	362	362	358	419	504
营业税金及附加	2	3	3	3	4
营业费用	7	9	8	9	11
管理费用	13	15	15	17	20
研发费用	15	14	16	18	21
财务费用	4	-4	1	0	1
资产减值损失	-2	-0	0	0	0
其他收益	1	2	2	1	1
公允价值变动收益	0	-0	0	-0	-0
投资净收益	1	-5	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	22	39	43	47	54
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	22	39	43	47	53
所得税	-0	4	5	4	4
净利润	22	34	39	42	49
少数股东损益	-0	0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	22	34	40	43	50
EBITDA	33	46	48	50	57
EPS(元)	0.54	0.83	0.95	1.03	1.20

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	12.0	4.0	0.4	15.7	20.0
营业利润(%)	-11.1	73.9	11.6	7.6	14.8
归属于母公司净利润(%)	0.2	54.1	15.0	8.7	15.9
获利能力					
毛利率(%)	15.0	18.1	19.3	18.4	18.2
净利率(%)	5.3	7.8	8.9	8.4	8.1
ROE(%)	22.4	28.7	24.4	22.2	21.4
ROIC(%)	16.1	23.8	20.5	18.5	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	55.9	44.0	38.7	36.5	36.1
净负债比率(%)	30.1	-19.8	-38.9	-37.9	-41.7
流动比率	1.5	1.9	2.3	2.5	2.5
速动比率	1.0	1.5	1.6	2.0	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.9	2.0	1.9	1.8	1.9
应收账款周转率	4.8	4.6	5.4	5.2	5.0
应付账款周转率	5.8	5.9	5.4	5.6	5.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.83	0.95	1.03	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.91	1.91	0.93	0.64	1.01
每股净资产(最新摊薄)	2.38	2.87	3.82	4.61	5.58
估值比率					
P/E	32.1	20.8	18.1	16.7	14.4
P/B	7.2	6.0	4.5	3.7	3.1
EV/EBITDA	17.2	11.2	10.0	9.3	7.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn