

2023年02月16日  
利仁科技(001259.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

小家电 III

## 品牌历史悠久，新品类打开新空间

■ **电饼铛品牌知名度高，空气炸锅带动收入快速增长**：利仁科技27年来专注电饼铛产品的品牌打造，电饼铛品牌知名度名列品类前三（见表3）。公司前瞻性的布局高景气的空气炸锅领域，借助优质代工厂快速提升空气炸锅产能，空气炸锅放量带动公司收入快速增长。公司2018-2021年收入CAGR为10.3%，归母净利润CAGR为77.4%。

■ **厨房小家电行业增速有所放缓，煎炸类厨房小家电增速较快**：2016年-2019年中国厨房小家电全渠道销售额CAGR+7.1%，2019年销售额同比增长1.9%，市场整体增速有所放缓。根据奥维云网及魔镜数据显示，煎烤机2019-2021年线上零售额增加43.0%（见图9），天猫淘宝和京东2022H1空气炸锅销售额较2020H1增长179.6%（见图10）。煎烤机和空气炸锅等煎炸类厨房小家电增长较快，主要因为煎炸类产品功能多样，能提高消费者生活品质，疫情提振消费者对此类产品需求。

■ **公司电饼铛外观和功能持续迭代，和其它品牌实现错位竞争**：公司重视产品设计，推出了绿洲等厨房小家电系列产品，外观较之前更加年轻时尚。利仁电饼铛高端产品可达1000元以上，电饼铛功能也从简单烙饼不断延展，和其它品牌形成差异化。公司加大对空气炸锅等新兴品类的研发，已掌握空气炸锅微压等技术，未来自产比例提高有望进一步增强公司空气炸锅领域产品竞争力。

■ **自营渠道占比稳定提升，公司积极布局内容电商渠道**。公司2019年-2021年线上渠道中B2C形式占比从34.3%提升至43.9%，直营比例提升较快。公司也积极布局抖音等内容电商渠道，加大抖音旗舰店直播力度，通过趣味视频等形式在抖音号进行产品营销。利仁2021年线上直营/经销渠道毛利率分别为39.8%/29.3%，未来直营渠道占比提升有望进一步提高公司毛利率。2020公司开始执行新经销商返利政策，返利政策进一步完善，经销商积极性有望提升。

### 投资建议：

利仁为厨房小家电细分品类龙头企业，电饼铛品牌历史悠久，同时前瞻性的切入了高增长的空气炸锅赛道。随着公司空气炸锅等新品类的放量，公司成长性有望进一步提升。我们预计公司2022~2024年EPS为0.88/1.13/1.35元。结合绝对估值结果，参考可比公司估值，我们给予公司2023年30x的PE估值，目标价为34.05元/股，给予买入-A的投资评级。

投资评级

**买入-A**  
首次评级

6个月目标价

34.05元

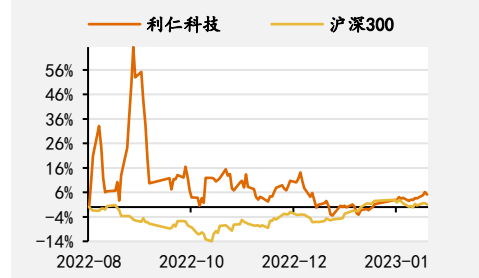
股价(2023-02-15)

29.91元

### 交易数据

总市值(百万元)	2,201.04
流通市值(百万元)	0.00
总股本(百万股)	73.59
流通股本(百万股)	0.00
12个月价格区间	27.45/47.03元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.3	-11.7	
绝对收益	6.5	-5.0	

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

### 相关报告

目 风险提示：风疫情短期扰动，市场竞争加剧，空气炸锅需求不及预期，成品和原材料价格波动，假设不及预期的风险。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	721.7	655.1	672.5	754.6	866.3
净利润	67.6	65.9	64.6	83.5	99.6
每股收益(元)	0.92	0.90	0.88	1.13	1.35
每股净资产(元)	4.04	4.94	10.23	11.36	12.72

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	32.6	33.4	34.1	26.4	22.1
市净率(倍)	7.4	6.1	2.9	2.6	2.4
净利润率	9.4%	10.1%	9.6%	11.1%	11.5%
净资产收益率	22.7%	18.1%	8.6%	10.0%	10.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	50.7%	36.3%	50.5%	39.2%	68.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 目 录

1. 投资摘要	6
1.1. 核心观点	6
1.2. 有别于市场的观点	6
2. 公司介绍	7
3. 厨房小家电市场结构性增长，产品迭代提升使用体验	9
3.1. 煎炸类厨房小家电增速较快，新兴渠道打开新增空间	9
3.2. 电饼铛功能与外观进化，新功能驱动新增长	12
3.3. 空气炸锅渗透率提升，高景气下市场规模有望维持高速增长	15
4. 专注重点品类品牌打造，新颜值、新功能和新渠道带来新气象	17
4.1. 27年自主品牌积淀，品牌优势有望延申至新兴品类	17
4.2. 代工与自产产能相结合，利仁专注品牌打造	18
4.3. 多功能加高颜值，产品高端化实现差异化竞争	20
4.4. 线上直营渠道占比提升，海外市场大有可为	22
5. 财务分析：盈利能力与运营能力逐渐改善	26
6. 盈利预测和公司估值	30
6.1. 盈利预测	30
6.2. 估值	31
7. 风险提示	33

## 目 录

图 1. 利仁科技收入增速	7
图 2. 利仁科技规模净利润增速	7
图 3. 利仁科技产品收入占比变化	8
图 4. 利仁科技线下线上渠道占比变化	8
图 5. 利仁科技股权结构图	8
图 6. 公司组织架构图	8
图 7. 中国厨房小家电市场全渠道零售量	9
图 8. 中国厨房小家电市场全渠道零售均价	9
图 9. 厨房小家电 2019-2021 年线上零售额相对变化	9
图 10. 空气炸锅 2019-2022 线上渠道月度销售额 (亿元)	9
图 11. 小家电行业产业链示意图	10
图 12. 中国小家电市场线上渠道占比持续提升	10
图 13. 中国厨房小家电分渠道均价变化	10
图 14. 2022H1 小家电线上各渠道零售额占比	11
图 15. 2021 年抖音各家电内容播放量同比变化	11
图 16. 家电品牌典型 KOL 合作方式	12
图 17. 利仁已停产的一款电饼铛利仁 2008C	12
图 18. 利仁最新款莫兰迪配色的电饼铛 LD-D3017S	12
图 19. 利仁推出的一款加深锅底的多功能电饼铛	12
图 20. 煎烤机各细分品类线上销量占比	13
图 21. 煎烤机各细分品类线上均价	13
图 22. 中国煎烤机市场 2019-2021 年销量份额	13
图 23. 中国煎烤机市场 2021 年销量份额	13

图 24. 中国电饼铛 2019-2021 年线上销量 (万台)	14
图 25. 中国煎烤机 2019-2021 年线上销量 (万台)	14
图 26. 全球各地区煎烤机类产品销售量同比变化	14
图 27. 2021 年全球各地区煎烤机类产品销量占比	14
图 28. 美国厨房电器品类搜索热度	14
图 29. 美国亚马逊热销的煎烤机产品	15
图 30. 美国亚马逊煎烤机销量份额	15
图 31. 主要产品线上渠道均价 (元)	16
图 32. 2021 年及 2022 年 1-5 月空气炸锅销量市占率	16
图 33. 2021 年在售空气炸锅品牌数量变化 (个)	16
图 34. 美国亚马逊空气炸锅销量市场份额	16
图 35. 美国及英国的空气炸锅搜索热度	16
图 36. 2018 年利仁在央视的广告	17
图 37. 利仁为《温暖的抱抱》电影联合推广合作伙伴	17
图 38. 利仁对空气炸锅代工厂商的采购量 (万台)	18
图 39. 公司各主要品类自产比例	18
图 40. 利仁电饼铛自产和采购单位成本	19
图 41. 利仁空气炸锅自产和采购单位成本	19
图 42. 利仁和九阳及小熊同类产品毛利率对比	20
图 43. 2018 年利仁和小熊的电饼铛价格对比	20
图 44. 利仁电饼铛天猫淘宝均价在主要品牌中逆市提升	20
图 45. 绿洲系列具有煎烤和火锅功能的电饼铛 (1099 元)	20
图 46. 绿洲系列采用的莫兰迪绿配色显得年轻高端化	21
图 47. 可比小家电公司外观设计和实用新型专利占比	21
图 48. 公司主要线上渠道占线上收入比例	22
图 49. 公司线上渠道和线上出口占收入比例	22
图 50. 主要渠道占收入整体比例	22
图 51. 公司各渠道毛利率变化	22
图 52. 利仁电饼铛经销模式下单价拆分	23
图 53. 利仁空气炸锅经销模式下单价拆分	23
图 54. 利仁经销商平均提货额 (万元) 和数目 (个)	23
图 55. 小熊经销商平均提货额 (万元) 和数目 (个)	23
图 56. 利仁科技线上线下经销商返利占经销出货收入比例	24
图 57. 小熊各类经销商返利占经销收入比例	24
图 58. 公司出口金额和客户数	25
图 59. NuWave 官网产品展示	25
图 60. 利仁科技 ROE 处于行业中较高水平 (%)	26
图 61. 利仁科技和可比公司毛利率	27
图 62. 利仁科技和可比公司销售费用率	27
图 63. 利仁科技和可比公司毛销差	28
图 64. 利仁科技和可比公司研发费用率	28
图 65. 利仁科技和可比公司管理费用率	28
图 66. 利仁科技和可比公司净利率	28
图 67. 利仁科技和可比公司存货周转率	29

图 68. 利仁科技和可比公司应收账款周转率 .....	29
图 69. 利仁科技和可比公司经营性现金净额/营收 .....	29
图 70. 利仁科技和可比公司速动比率 .....	29
<b>表 1: 公司产品展示 .....</b>	<b>7</b>
<b>表 2: 部分小家电品牌内容平台官方号布局情况 .....</b>	<b>11</b>
<b>表 3: 利仁在多个电饼铛品牌排行榜上位居前二 .....</b>	<b>17</b>
<b>表 4: 公司主要采购产品信息 .....</b>	<b>19</b>
<b>表 5: 主要品牌天猫旗舰店在售价格最高的电饼铛 .....</b>	<b>21</b>
<b>表 6: 部分小家电品牌的抖音账号分析比较 .....</b>	<b>24</b>
<b>表 7: 公司主要出口客户介绍 .....</b>	<b>25</b>
<b>表 8: 利仁科技和可比公司杜邦分析 .....</b>	<b>26</b>
<b>表 9: 利仁科技采购量、采购单价、产品毛利率、库存及原材料采购金额 .....</b>	<b>27</b>
<b>表 10: 利仁科技 FCFE DCF 绝对估值情况 .....</b>	<b>31</b>
<b>表 11: 利仁科技 FCFE DCF 绝对估值情况 (亿元) .....</b>	<b>31</b>
<b>表 12: 利仁科技权益价值敏感性分析 (单位: 亿元) .....</b>	<b>31</b>
<b>表 13: 利仁科技相对估值表 .....</b>	<b>32</b>

## 1. 投资摘要

### 1.1. 核心观点

利仁科技厨房小家电领域品牌历史悠久，在煎烤领域具有较强的品牌优势，我们认为现阶段公司的主要看点有：

- 煎烤机和空气炸锅细分品类增速较快。虽然厨房小家电市场增速有所放缓，但煎烤类产品特别是空气炸锅仍处于快速增长期，天猫空气炸锅 2017-2021 年销量 CAGR 191.5%。目前空气炸锅在我国的普及率在 10% 以下，我们预计 2025 年我国空气炸锅有望突破 2500 万台。
- 利仁科技空气炸锅业务快速放量，未来有望持续受益。公司多年来专注于厨房小家电领域的品牌打造，在电饼铛领域的品牌影响力堪比美九苏小家电龙头企业。由于空气炸锅行业产品多以代工为主，品牌是相对重要的核心竞争力。利仁为最早切入空气炸锅赛道的企业之一，电饼铛的品牌优势有望横向延展至空气炸锅，持续受益于高景气空气炸锅赛道。
- 公司渠道结构优化可驱动公司量价双增。公司 2019 年-2021 年线上渠道中 B2C 形式占比从 34.3% 提升至 43.9%，线上渠道直营化趋势明显。线上直营化占比提升有望进一步提高公司产品均价，盈利能力将进一步改善。线下渠道虽然短期经历了一些调整，但公司改善了经销商激励机制，未来线下经销渠道收入有望实现较为稳健的增长。

### 1.2. 有别于市场的观点

部分投资者认为公司所处的厨房小家电市场，在 2020 高速增长后期后整体增速放缓，因此公司收入增长潜力较弱。我们认为行业虽短期受需求透支、宏观经济波动等因素影响，但厨房小家电市场仍存在增速可观的结构性机会。公司重点布局的空气炸锅、煎烤机等领域市场规模不减反增。我们认为这是因为随着我国人均收入增加、人口结构变化，消费者对能提升生活品质的煎烤类产品，以及方便单人使用的多功能产品需求持续增长。公司收入结构中此类产品占比较大，因此公司收入弹性或高于同类公司。

部分投资者认为公司研发费用率较低，产品竞争优势相对较弱。我们认为厨房小家电行业同价位的产品功能差异化不明显，而公司在外观设计上独具美感。“绿洲”系列新品配色年轻时尚，2022 年新款“星球宝宝”全透明空气炸锅造型独特，对于消费者具有较强的吸引力。我们认为厨房小家电行业品牌为核心竞争力。利仁虽然研发费用率较低，但公司以轻资产模式运营，专注于加强公司自有品牌影响力。公司早期通过央视广告打造了范围较广的品牌基础，近期也通过布局官方抖音号，抢占了小家电品牌宣传的新“制高点”。

## 2. 公司介绍

电饼铛产品打造全国知名品牌。利仁科技于 1998 年在北京成立，为具有较高品牌知名度的厨房小家电企业。自有品牌“利仁”旗下电饼铛产品享誉全国，在多个电饼铛线上品牌榜位居前二。公司产品品类持续延伸，电饼铛以外的产品收入占比已从 2018 年的 35.7% 提升至 2021 年的 53.4%。其中空气炸锅类产品在 2017 年推出，目前已成为公司收入占比第二的品类。公司 2021 年境外销售收入占比 1.1%，出口业务仍有较大发展空间。

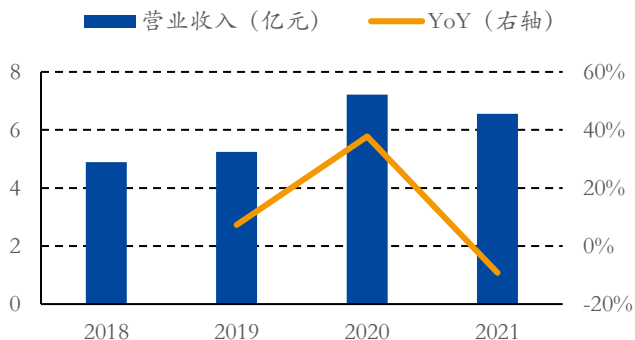
表1：公司产品展示

品类	收入占比	说明	产品展示
电饼铛	46.6%	用于制作烙饼、煎肉、烤鸡翅等，使用时双面加热效率好于普通煎锅	
空气炸锅	25.0%	用于烤鸡翅、炸薯条等烤制菜品，较传统烤箱使用更为便利，无油烹制相对健康。	
多功能锅	11.7%	集成了烤肉、煮火锅等功能，功能性更为丰富	
电烧烤	5.4%	使用过程无烟轻油，较普通烧烤更为健康	
其他厨房小家电	7.0%	绞肉机、三明治机、电水壶等	
其他	4.3%	加湿器、蒸汽拖把、锅具等	

资料来源：利仁科技招股说明书，安信证券研究中心

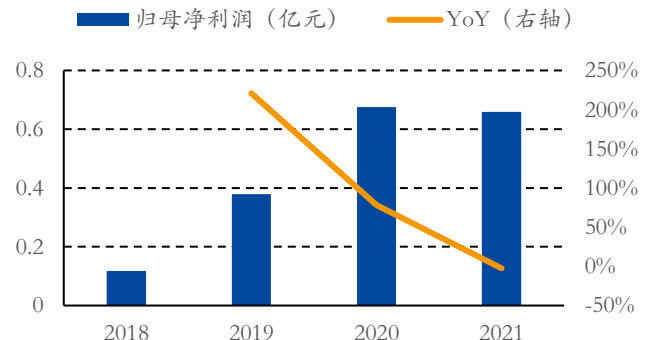
空气炸锅带动公司收入快速增长。公司 2018-2021 年收入 CAGR 为 10.3%，由 4.9 亿元增至 6.6 亿元。其中空气炸锅期间收入由 0.3 亿元增长至 1.6 亿元，收入增长主要由空气炸锅贡献。公司 2018-2021 年归母净利润 CAGR 为 77.4%，由 0.12 亿元增至 0.66 亿元。公司线上渠道收入占比稳定在 30% 左右，2020 年因疫情原因有所上升。

图1. 利仁科技收入增速



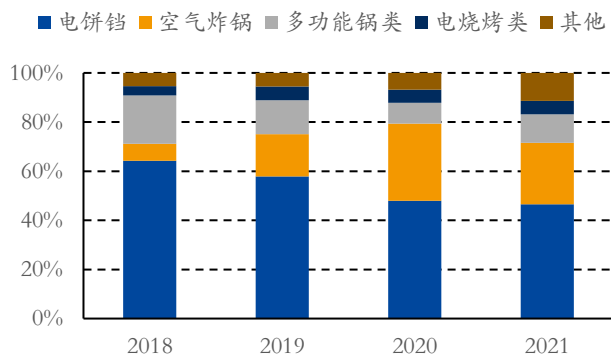
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图2. 利仁科技规模净利润增速



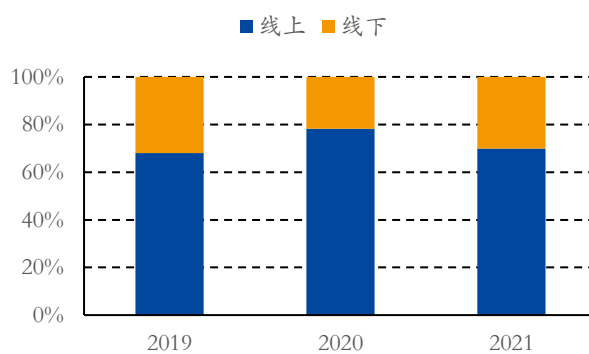
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图3. 利仁科技产品收入占比变化



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

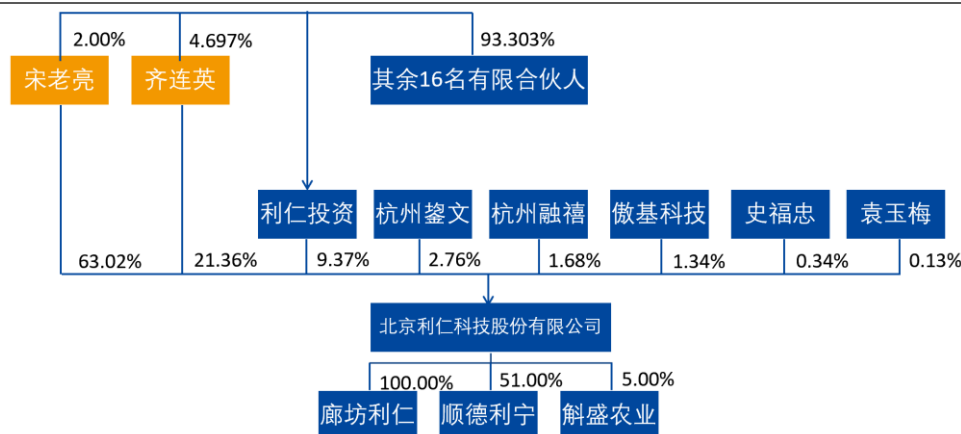
图4. 利仁科技线下线上渠道占比变化



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

利仁科技股权结构稳定。董事长宋老亮和齐连英分别持有公司 63.0%和 21.4%的股份，夫妻二人为公司实际控制人。利仁投资为公司员工持股平台，共有 18 名合伙人参股，其中包括副总经理、产品研发中心总经理等公司核心管理层，员工激励充分。

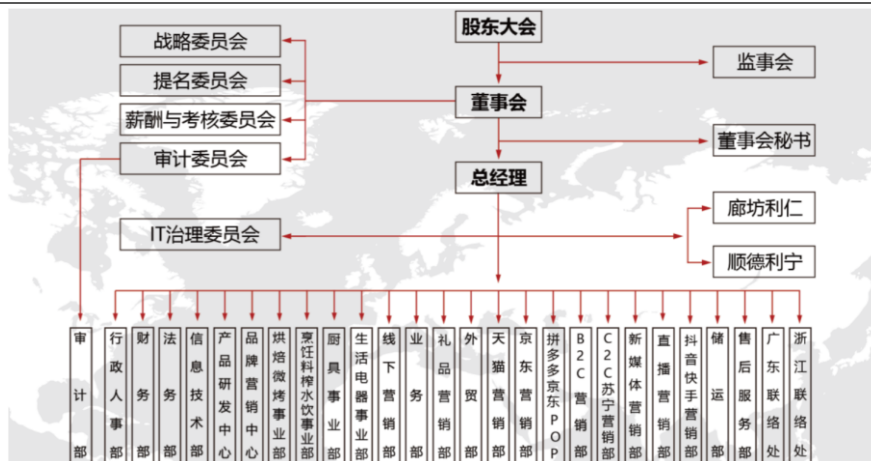
图5. 利仁科技股权结构图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司于 2022 年 9 月上市后首次调整组织架构，将 C2C 营销部、苏宁营销部合并为 C2C 苏宁营销部，将礼品事业部调整为礼品营销部，将煎烤事业部、空炸事业部合并为烘焙微烤事业部，将多功能锅事业部、料理棒事业部合并为烹饪料理水饮事业部。组织架构调整后，公司各类产品事业部之间协同效应进一步增强，运营效率有望进一步提高。

图6. 公司组织架构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

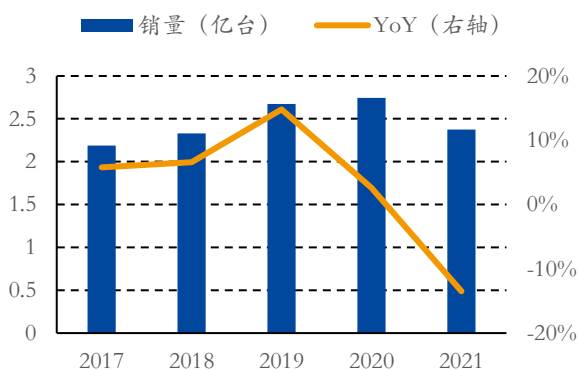


### 3. 厨房小家电市场结构性增长，产品迭代提升使用体验

#### 3.1. 煎炸类厨房小家电增速较快，新兴渠道打开新增空间

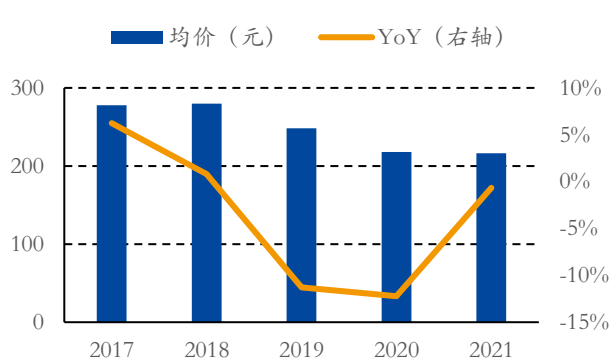
厨房小家电市场增速有所放缓。根据奥维云网数据，2016年-2019年中国厨房小家电全渠道销售额 CAGR +7.1%，2019年销售额同比增长 1.9%，市场增速开始放缓。疫情期间消费者居家时间延长，国内小家电线上市场因此受益。2020年线上销售额同比增长 9.4%，全渠道销售额同比降低 10.0%。2021年由于 2020年线上需求有所透支，全渠道销售额同比降幅扩大至 14.1%。

图7. 中国厨房小家电市场全渠道零售量



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

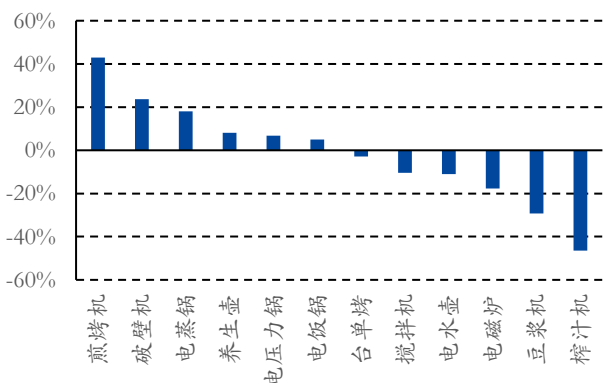
图8. 中国厨房小家电市场全渠道零售均价



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

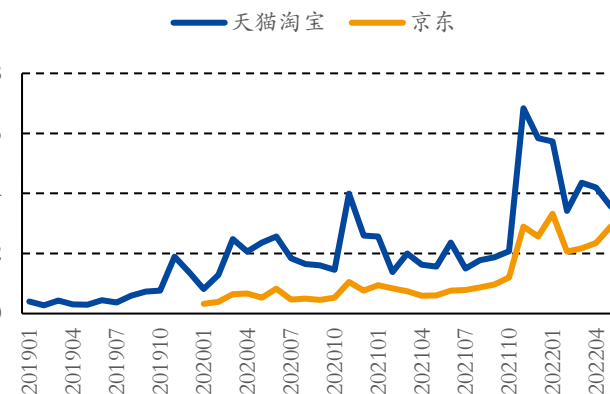
煎烤机和空气炸锅等煎炸类厨房小家电增速较快。市场整体增速有所放缓，细分品类增速明显分化，其中空气炸锅和煎烤机等品类表现亮眼。根据奥维云网数据显示，煎烤机 2019-2021 年线上零售额增加 43.0%，在空气炸锅以外的品类中增速第一。根据魔镜数据，天猫淘宝和京东 2022H1 空气炸锅销售额为 41.9 亿元，较 2020H1 增长 179.6%。我们认为这代表消费者对厨房小家电产品的期望，由满足基本要求逐渐转为提高生活品质，空气炸锅和煎烤机这类多功能的产品满足了消费升级的需求。

图9. 厨房小家电 2019-2021 年线上零售额相对变化



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图10. 空气炸锅 2019-2022 线上渠道月度销售额（亿元）



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

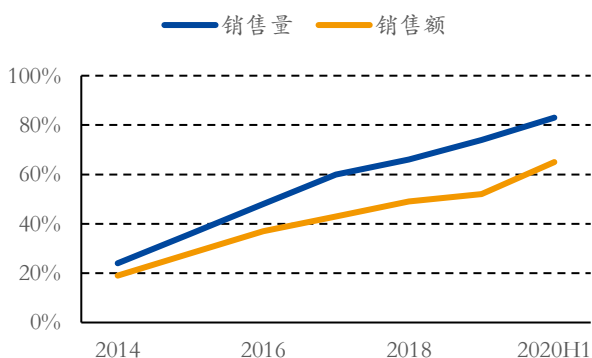
小家电企业的上游企业包括电子零部件及原材料供应商等，中游厨房小家电企业包括利仁科技、美的、苏泊尔及九阳等以自主品牌业务为主的 OBM 厂商，也包括了为 OBM 企业提供代工服务、产品设计的 OEM/ODM 企业。上游供应商由于竞争较为充分，其产业链议价能力相对较弱。小家电下游线上渠道包括京东/天猫淘宝等线上电商，以及抖音/快手等新兴内容电商等。线下渠道则以线下经销商、KA 渠道为主。

图11. 小家电行业产业链示意图



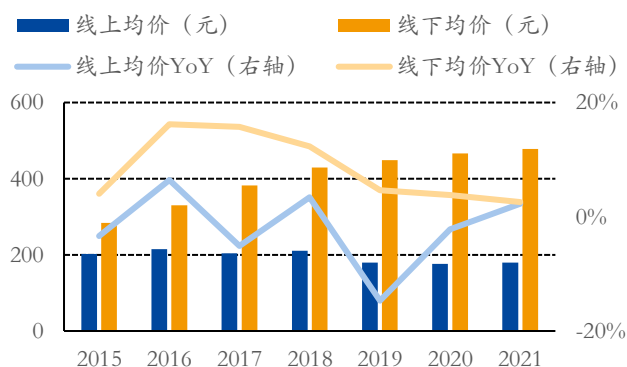
小家电市场线上销量占比持续提升，线下均价提升幅度高于线上。根据奥维云网数据，中国小家电市场线上销售量占比，由2014年的24.0%提升至疫情前2019年的74.0%，线上渠道已经成为小家电销售的主要渠道。2015年-2020年线上均价波动下行，而线下均价增速虽有所放缓，但基本保持了上涨趋势。我们认为这主要是因为部分小家电品类产品同质化明显，线上品牌进入门槛较低，因此线上渠道竞争较线下更为激烈。根据奥维云网数据，从2019年初至2020年末，线上厨房小家电品牌数量由700个升至1100个左右，线下渠道的品牌数在此期间一直保持在200个以下。

图12. 中国小家电市场线上渠道占比持续提升



资料来源：奥维云网，公司招股说明书，安信证券研究中心

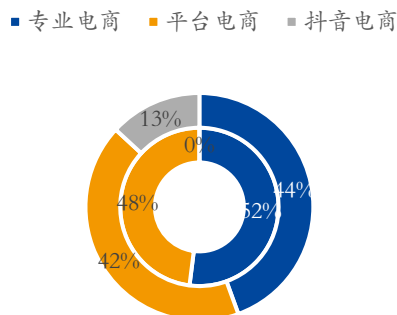
图13. 中国厨房小家电分渠道均价变化



资料来源：奥维云网，公司招股说明书，安信证券研究中心

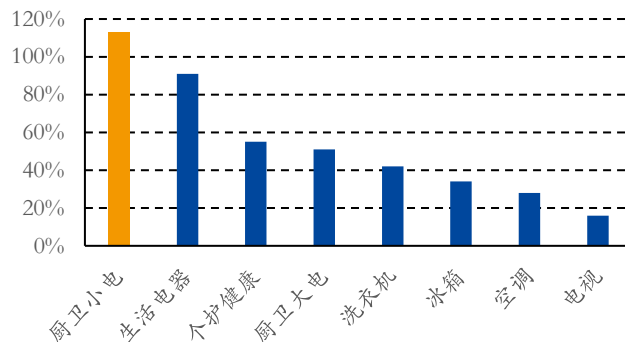
内容电商渠道占比迅速扩大。根据奥维云网数据，2022H1年抖音电商已占据厨房小家电线上渠道13%的份额，较去年大幅提升。主要原因是小家电产品单价低，适合抖音电商的直播带货及内容种草的营销模式。家电企业2020年/2021年新增抖音号分别为6.4万/11.4万个，随着小家电品牌已逐渐入驻抖音电商，抖音电商渠道已成为小家电企业的新增长点。抖音厨卫小电的内容播放量2021年较去年翻倍，除了产品销售带来的GMV增长外，抖音也能提升品牌整体曝光度。

图14. 2022H1 小家电线上各渠道零售额占比



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心 注：内圈为 2021H1

图15. 2021 年抖音各家电内容播放量同比变化



资料来源：巨量算数，安信证券研究中心

家电品牌已入驻多个内容平台，开展品牌运营和流量竞争。除了抖音以外，品牌在其它内容平台也已建立了官方账号，用以对不同类别的潜在客户进行品牌推广及售后服务等。为了进一步提升品牌平台流量，家电品牌也往往会和各类 KOL（关键意见领袖）进行合作，一般以直播带货（销售分成）及明星代言（代言费）居多。

表2: 部分小家电品牌内容平台官方号布局情况

内容平台	抖音	快手	微博	哔哩哔哩	小红书	微信公众号
平台定位	短视频种草 直播割草	打入下沉市场 电商直播	吸引明星 粉丝流量	扩展年轻圈层	品牌种草	会员管理 售后服务
利仁	利仁 LIVEN 官方旗舰店 LIVEN 利仁官方旗舰店	利仁官方旗舰店 利仁电器官方旗舰店	利仁 liven	-	利仁	利仁电器 利仁服务
美的	美的官方直播间 美的生活旗舰店 美的冰箱 美的的洗地机旗舰店 美的厨热电器	美的官方旗舰店 美的生活小家电旗舰店	美的生活小家电 美的微蒸烤 美的冰箱 美的空调官方微博 美的厨热电器	美的 美的生活小家电 美的系洗衣机 美的料理爆料局	美的生活小家电 美的冰箱 美的料理电器 美的清洁机器人 美的洗衣机	美的会员 美的服务 美的微蒸烤 美的空调 美的冰箱
九阳	九阳厨具旗舰店 Joyoung 九阳 九阳旗舰店 Joyoung 九阳小家电	九阳官方旗舰店	九阳 九阳阳光服务 九阳知食 九阳智慧厨房 九阳厨房电器旗舰店	Joyoung 九阳	九阳 九阳阳光服务	Joyoung 九阳 九阳厨房电器 官方服务 Joyoung 九阳 官方旗舰店
苏泊尔	SUPOR 苏泊尔官方旗舰店 苏泊尔厨房电器旗舰店 苏泊尔炊具旗舰店 苏泊尔空气炸锅旗舰店	苏泊尔官方旗舰店 苏泊尔家用电器旗舰店 苏泊尔厨房电器旗舰店 苏泊尔生活电器旗舰店	苏泊尔 苏泊尔官方旗舰店 苏泊尔生活电器 苏泊尔炊具苏泊尔卫浴	苏泊尔生活电器 苏泊尔 SUPOR	苏泊尔 SUPOR 苏泊尔 SUPOR 苏泊尔	SUPOR 苏泊尔 苏泊尔厨卫电 器 苏泊尔厨卫直 营店

资料来源：抖音、快手、微博、哔哩哔哩、小红书、微信公众号、QuestMobile，安信证券研究中心

图16. 家电品牌典型 KOL 合作方式



资料来源: QuestMobile, 安信证券研究中心

### 3.2. 电饼铛功能与外观进化，新功能驱动新增长

电饼铛功能不断丰富，外形设计更加年轻时尚。电饼铛早期主要定位于做饼的工具，由于南北饮食习惯的差异，产品在北方更为流行。在2010年之后，上下饼盘的深度被加深，也多被设计为可拆卸的模式，以适应煎煮等多种烹饪形式。产品开始朝多功能的方向发展，制作的食物种类也开始多样化。除了功能上的改进，电饼铛的外观设计上也逐渐趋向年轻化，部分产品颜色为更年轻时尚的莫兰迪配色，和吸引年轻女性的萌系配色。

图17. 利仁已停产的一款电饼铛利仁 2008C



资料来源: 中关村科技, 安信证券研究中心

图18. 利仁最新款莫兰迪配色的电饼铛 LD-D3017S



资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

图19. 利仁推出的一款加深锅底的多功能电饼铛

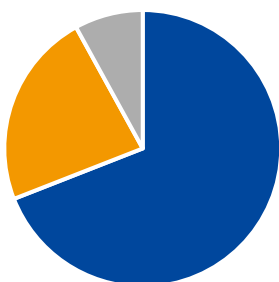


资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

电饼铛为煎烤机的主要子品类。煎烤机包括电饼铛、电热烧烤炉、多功能锅等。2021年奥维云网煎烤机的细分品类下，电饼铛销量占比为69%，其余为多功能锅及电热烧烤炉产品。2021年电饼铛产品单价为164元，在三个细分品类里最低。

图20. 煎烤机各细分品线上销量占比

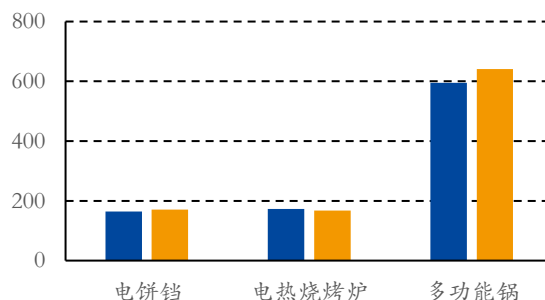
■ 电饼铛 ■ 电热烧烤炉 ■ 多功能锅



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图21. 煎烤机各细分品类线上均价

■ 2021年 ■ 2022年1-9月

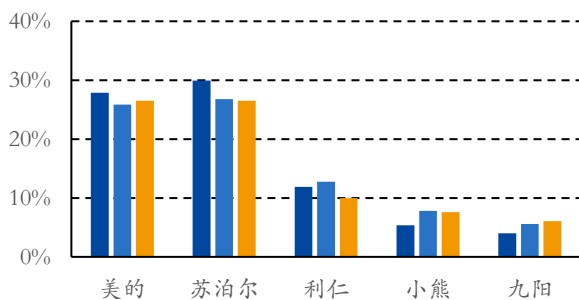


资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

中国煎烤机市场集中度较高，集中度呈下降趋势。根据奥维云网数据，中国煎烤机2021年线上销量份额前三的品牌是美的、苏泊尔和利仁，份额合计已达63.0%，集中度处于较高水平。2019/2020/2021年市场CR3分别为69.7%/65.4%/63.0%，市场集中度逐年下降。主要原因是二线品牌小熊、摩飞等横向扩展至电饼铛领域，凭借更低的价格或更高端时尚的品牌形象抢占了部分市场份额。

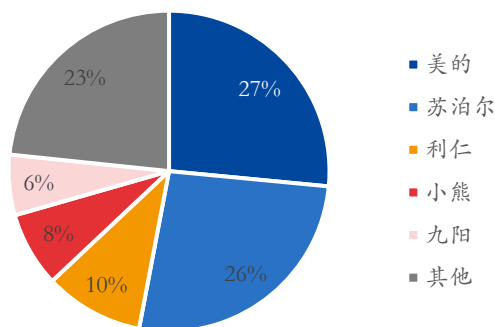
图22. 中国煎烤机市场 2019-2021 年销量份额

■ 2019 ■ 2020 ■ 2021



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

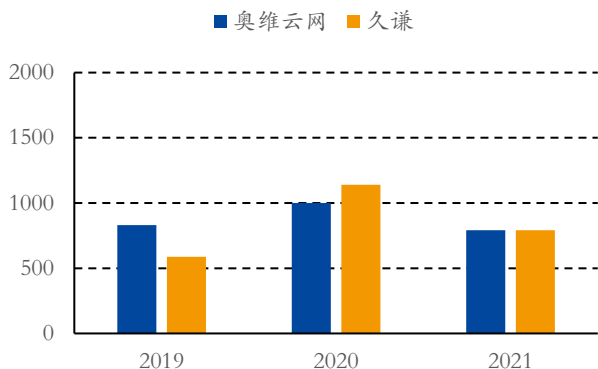
图23. 中国煎烤机市场 2021 年销量份额



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

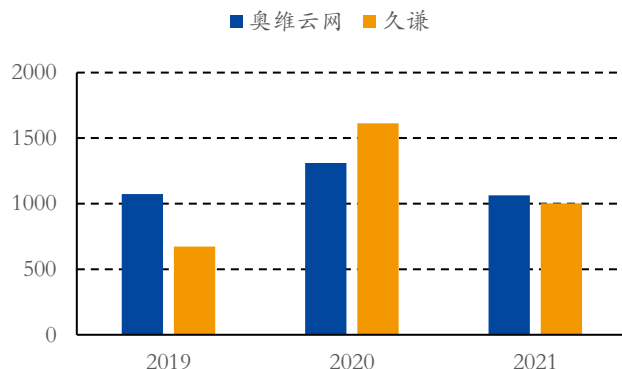
根据奥维云网数据，中国煎烤机2021年线上销量1064万台，线上市场规模达19.6亿元。2018-2021年煎烤机线上市场规模CAGR为14.7%，电饭煲线上市场同期CAGR为8.3%。煎烤机和空气炸锅一样，在疫情期间受到消费者的青睐，因此在2020年市场增速较快。2020年销量增速为22.1%，2021年线上销量再次回归至2019年的水平。根据久谦天猫及京东渠道销量加总数据，电饼铛及三明治机两个主要品类2021年合计销量约为1002万台。根据公司招股说明书，参考利仁电饼铛类产品2021年线下销量占比34%，我们假设市场线下销量占比为30%。根据上述奥维云网及久谦的数据，我们假设中国煎烤机线上销量为1050万台，则中国煎烤机市场全渠道规模约在1500万台左右。

图24. 中国电饼铛 2019-2021 年线上销量 (万台)



资料来源: 奥维云网、久谦, 安信证券研究中心

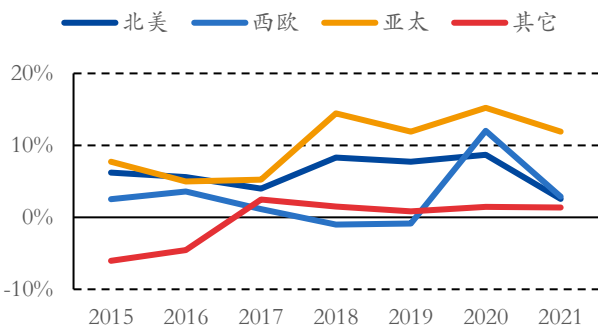
图25. 中国煎烤机 2019-2021 年线上销量 (万台)



资料来源: 奥维云网、久谦, 安信证券研究中心

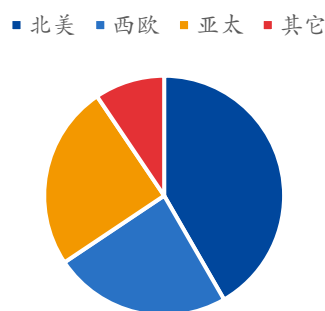
北美为全球最大的煎烤机市场。根据欧睿数据,2021 年北美煎烤机销量占全球比例为 41.7%, 北美地区为全球最大的市场,年销量增速稳定在 5%左右。亚太地区则是市场增速最快的地区,2015-2021 年销量 CAGR 10.1%。煎烤机在美国的热度较为稳定,Google 搜索热度趋势与微波炉等传统品类相似,热度上升速度不及空气炸锅。

图26. 全球各地区煎烤机类产品销售量同比变化



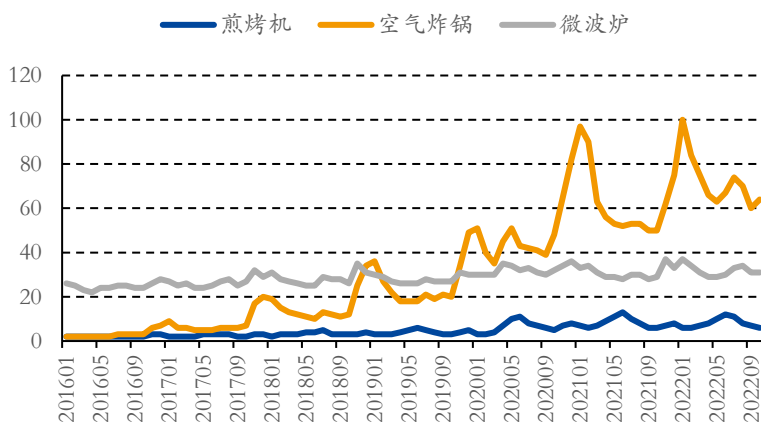
资料来源: 欧睿, 安信证券研究中心

图27. 2021 年全球各地区煎烤机类产品销量占比



资料来源: 欧睿, 安信证券研究中心

图28. 美国厨房电器品类搜索热度



资料来源: Google Trends, 安信证券研究中心

线上市场集中度相对较低。久谦数据显示,2021 年 3 月-2022 年 2 月期间,美国亚马逊销量前三的品牌是 Dash、George Foreman、Presto 等美国本土品牌,销量合计占比为 42.7%。销量前三的品牌均价大部分都在 100 美元以下,而 JS 环球下的品牌 Ninjia 均价在 200 美元左

右，美亚销售额排名第一。由于饮食习惯的不同，美国消费者购买煎烤机产品用于制作三明治及烤肉居多，三明治机和煎肉烧烤炉亚马逊线上销量各占一半左右。

图29. 美国亚马逊热销的煎烤机产品

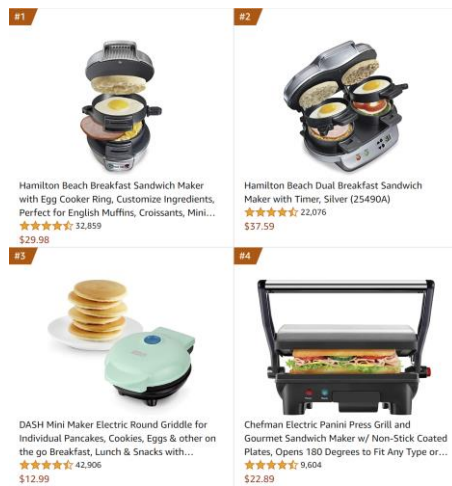
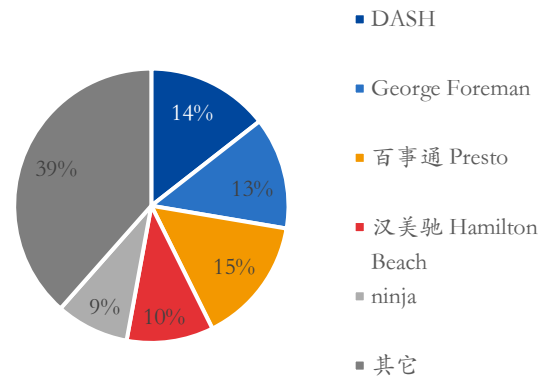


图30. 美国亚马逊煎烤机销量份额



资料来源：亚马逊，安信证券研究中心

资料来源：久谦，安信证券研究中心 注：市场份额仅统计 Indoor Grills & Griddles 品类

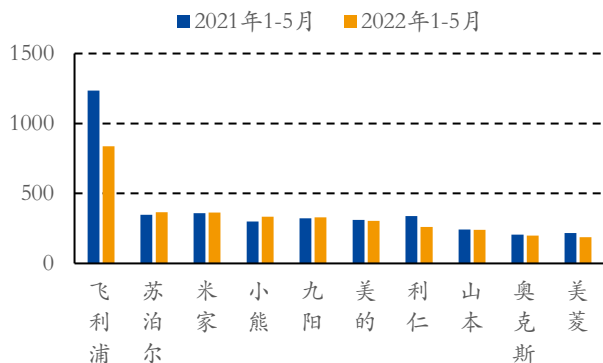
### 3.3. 空气炸锅渗透率提升，高景气下市场规模有望维持高速增长

空气炸锅在中国家庭的普及率目前在 10% 以下，在美国和西欧家庭的普及率在 30% 左右。我们在此前报告中基于多个数据源进行测算，估计 2021 年国内空气炸锅销量在 1000~1500 万台左右，预计 2025 年我国空气炸锅有望突破 2500 万台。美国销量约为 1500 万台，预计 2025 年欧美空气炸锅销量逾 4500 万台。（参见深度报告《空气炸锅出口龙头，享受行业增长红利》）

自 2019 年底需求爆发以后，我国空气炸锅销量持续增长，已成为厨房小家电中的网红产品。久谦数据显示，天猫空气炸锅销量从 2017 年的 50 万件增至 2021 年的 673 万件，2017-2021 年销量 CAGR 191.5%。空气炸锅能在疫情缓和后仍保持如此高的增速，除了因为我国空气炸锅普及率较低外，我们认为主要有以下几点原因：1) 飞利浦等高端品牌 2020 年以前占据较大份额，更多国产品牌进入后均价降低，价格对消费者更为亲民；2) 空气炸锅在疫情期间热度提升后，品牌营销和消费者教育使得产品接受度提高；3) 产品形态不断迭代优化，更适应中国本土的饮食习惯和菜谱。

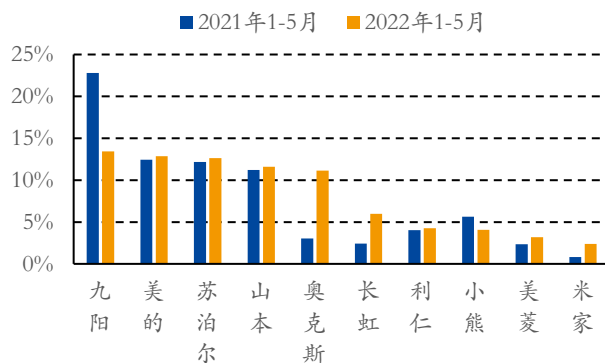
中国空气炸锅市场集中度较高，但行业格局仍未能言稳定。奥维数据显示，中国 2021 年空气炸锅线上市场销量 CR3/CR5 为 47.6%/65.8%。行业集中度低于煎烤机市场，但也处于较高水平。美的、九阳和苏泊尔作为小家电龙头企业，凭借积累的品牌优势稳居市占率前 3，国外品牌飞利浦和较早进入空炸领域的国产品牌山本，在早期市占率占优的情况下，市占率 2019 年后也因此下降。2021 年 2 月-2022 年 2 月，空气炸锅线上品牌数量由 168 个增至 194 个，线下品牌数量由 28 个增至 52 个。由于行业仍处于成长期，线下及线上市场的品牌数量都在持续增加。空炸头部品牌九阳 2022H1 的市占率同比下降，奥克斯市占率同比大幅提升，行业竞争格局仍充满变数。

图31. 主要产品线上渠道均价（元）



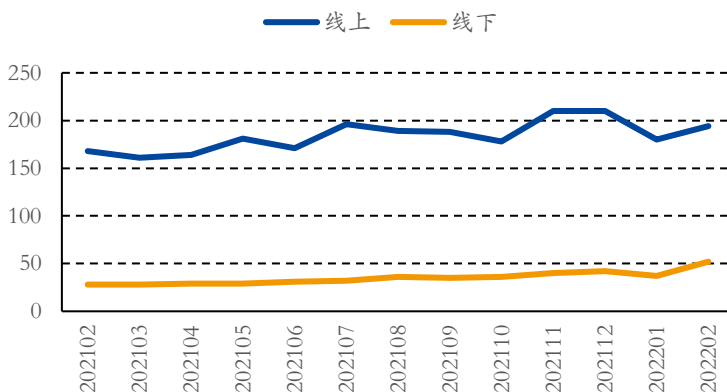
资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图32. 2021年及2022年1-5月空气炸锅销量市占率



资料来源：奥维云网、久谦，安信证券研究中心

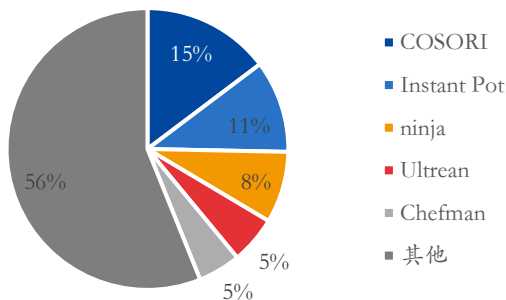
图33. 2021年在售空气炸锅品牌数量变化（个）



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

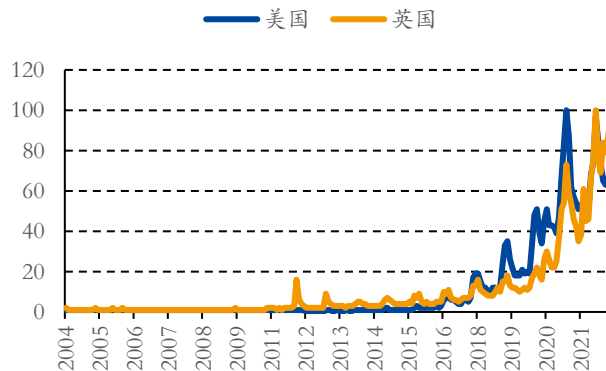
美国空气炸锅线上市场集中度较中国市场更低，美国亚马逊前五品牌市占率合计低于50%。美国亚马逊销量较高的有COSORI、Instant Pot及Ninja等品牌，市场主要由新兴厨电品牌主导，主要是因为新兴品牌有更强的线上运营能力，以及更快的产品迭代速度。飞利浦和Ninja的价格相对更贵，Ninja的均价高于COSORI及Instant Pot 30%以上。英美消费者对空气炸锅的热度变化较为相似，疫情开始之前空气炸锅热度已经有所升高，疫情开始流行后消费者对空气炸锅的热度迅速提升。

图34. 美国亚马逊空气炸锅销量市场份额



资料来源：久谦，安信证券研究中心

图35. 美国及英国的空气炸锅搜索热度



资料来源：Google Trends，安信证券研究中心



## 4. 专注重点品类品牌打造，新颜值、新功能和新渠道带来新气象

### 4.1. 27年自主品牌积淀，品牌优势有望延申至新兴品类

公司重视品牌打造，电饼铛细分品类品牌优势显著。早在1996年开始，公司便注册了品牌商标，并在品牌形象打造上持续投入。公司曾在央视播出广告，并赞助播出了当时全国热播的《舌尖上的中国3》，提升了公司电饼铛产品在全国的知名度。通过长时间品牌形象和消费者口碑的积累，公司在多个电饼铛的品牌排行榜排名前二，体现了公司品牌在电饼铛品类上的领先优势。

图36. 2018年利仁在央视的广告



资料来源：央视广告、中视同赢，安信证券研究中心

图37. 利仁为《温暖的抱抱》电影联合推广合作伙伴



资料来源：利仁科技，安信证券研究中心

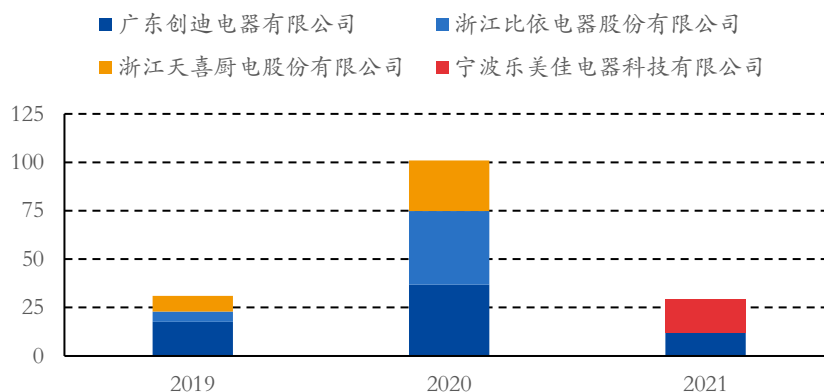
表3：利仁在多个电饼铛品牌排行榜上位居前二

排名	什么值得买	百强网	牌子网	中关村在线
1	苏泊尔	美的	利仁	利仁
2	利仁	利仁	苏泊尔	美的
3	摩飞	苏泊尔	美的	苏泊尔
4	美的	小熊	九阳	九阳
5	九阳	九阳	小熊电器	小熊
6	小熊	荣事达	荣事达	摩飞
7	海尔	膳魔师	志高	荣事达
8	山本	爱仕达	山本	奥克斯

资料来源：什么值得买、百强网、牌子网、中关村在线，安信证券研究中心

空气炸锅品牌多为代工生产，品牌营销是利仁核心竞争力。大部分空气炸锅品牌自产比例较低，以ODM企业代工生产为主，主要的代工企业包括比依电器、嘉乐智能及天喜厨电等。因此市售产品较为同质化，不同品牌的产品差异主要是品牌及外形差异。品牌打造和市场营销需要投入较多资金，利仁在空气炸锅新兴品类具有优势。在市场现有品牌不断增加的趋势下，没有品牌积累的企业竞争力较弱。利仁的空气炸锅产品以外采为主，能在短时间内凭借ODM企业快速扩大产品供应。我们认为，利仁借助了电饼铛品类积累的品牌口碑，提升自身空气炸锅品类的竞争优势。

图38. 利仁对空气炸锅代工厂商的采购量（万台）



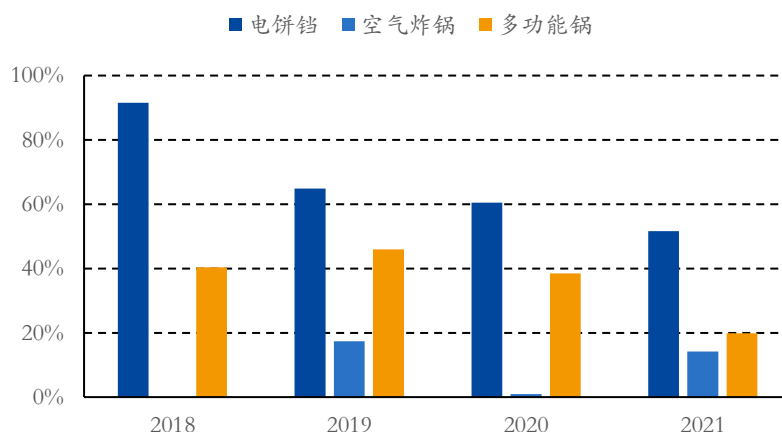
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

#### 4.2. 代工与自产产能相结合，利仁专注品牌打造

利仁的电饼铛自产比例逐渐下降。公司核心产品是电饼铛，该产品自产比例由 2018 年的 91.6% 降低至 2021 年的 51.6%，主要原因是自产成本长期高于外采成本。利仁于 2019 年底推出了“绿洲”系列中高端产品，其中大部分为代工产品。因此 2020 年电饼铛单位采购成本有所提升，但仍低于自产单位成本。2021 年公司电饼铛自产成本仍较外采成本高 29.6%，我们预计公司电饼铛产品自产比例将进一步降低。

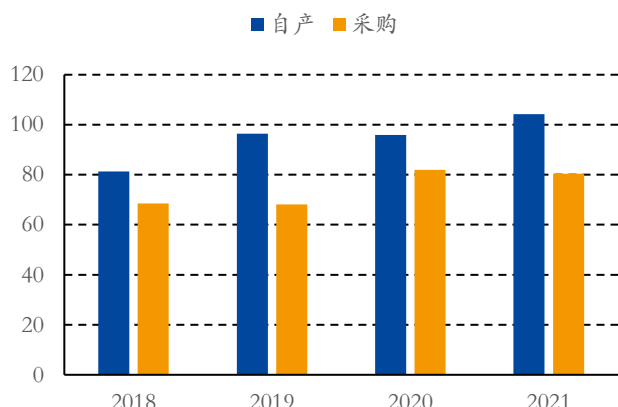
空气炸锅自产比例有望提升。公司 2019 年开始自产空气炸锅，但早期自产产能较低。公司精准把握市场需求，于 2020 年通过大量外采空气炸锅产品，及时赶上空气炸锅需求的爆发期，抢占了一定市场份额。目前公司已掌握空气炸锅微压技术，也已逐步自产部分型号的空气炸锅产品。公司 2021 年空气炸锅自产平均成本 203 元，较 2019 年下降 38.3%，自产成本已逐渐接近外采成本，公司空气炸锅自产比例有望持续提升。

图39. 公司各主要品类自产比例



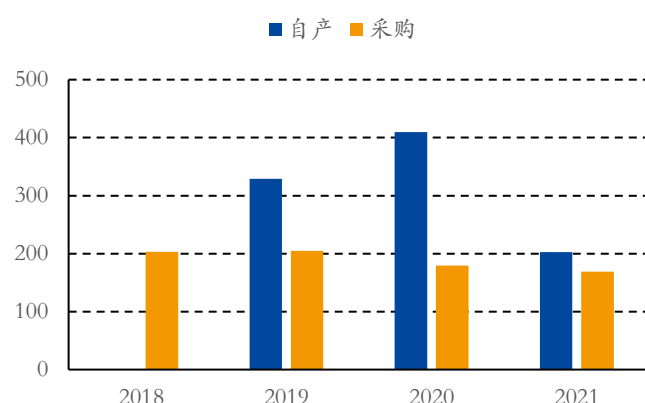
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图40. 利仁电饼铛自产和采购单位成本



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图41. 利仁空气炸锅自产和采购单位成本



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司外采产品毛利率较高，品牌价值显著。根据公司的外采产品的线上售价，在仅考虑采购成本的情况下，我们估算主要外采型号都存在 45%以上的毛利率空间。我们认为这正是因为公司长期专注品牌运营，赋予了产品较高的品牌溢价。公司以轻资产模式运营，因此能够将资源集中在品牌营销及渠道开拓上。

表4：公司主要采购产品信息

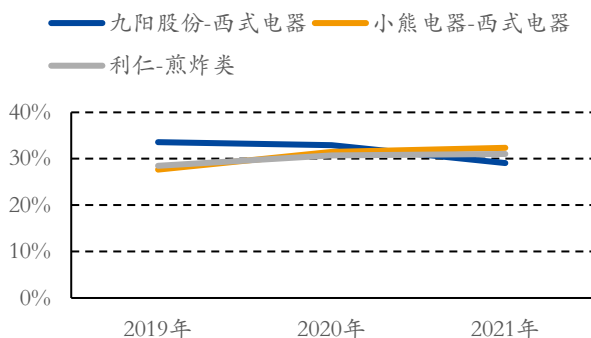
采购厂商	采购产品	产品类型	采购数量 (万台)	采购单价 (元)	线上售价 (元)	估算毛利率
创迪电器	KZ-D8000B	空气炸锅	3.85	212	389	46%
创迪电器	KZ-J5000B	空气炸锅	2.16	146	259	44%
创迪电器	KZ-D1001	空气炸锅	0.17	286	519	45%
宁波欧宝	C-2	电饼铛	3.44	54	118	54%
宁波欧宝	LPBC-6	电饼铛	2.6	41	152	73%
宁波欧宝	LR-J2301	电饼铛	2.39	38	99	62%
宁波欧宝	LR-J2301A	电饼铛	1.35	41	99	59%
永康迈博	SK-J6860	多功能锅	2.78	111	199	44%
永康迈博	DHG-558	电火锅	3.19	60	119	50%
永康迈博	KL-J4900	电烤炉	1.16	74	139	47%
浙江比依	G-5	空气炸锅	1.86	167	219	24%
浙江比依	G-6	空气炸锅	1.16	165	239	31%

资料来源：天猫、京东、公司招股说明书，安信证券研究中心 注：线上售价为 2022 年 7 月左右折扣后售价

利仁主要产品毛利率与小熊接近。利仁主要产品为煎烤类产品，包括电饼铛、空气炸锅、多功能锅和电烧烤等，九阳及小熊的西式电器系列中也以此类产品为主。利仁此类产品的毛利率与小熊较为接近，呈稳定上升趋势。九阳此类产品毛利率呈逐渐下降趋势，主要是在原材料成本上升时，均价提升幅度相对较小。

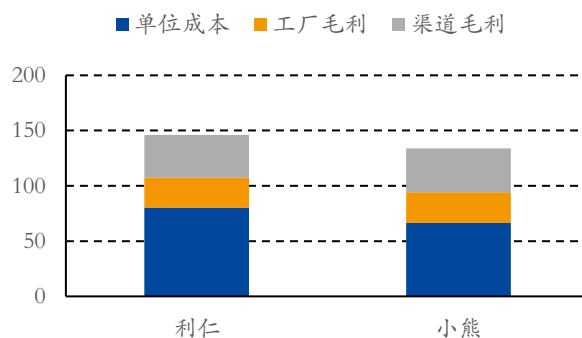
线下经销毛利率持续改善。根据利仁及小熊招股说明书披露，2018 年利仁及小熊电饼铛单位成本分别 80.4/66.3 元，出厂价分别加价 33.8%/42.2%。线下经销模式下，利仁和小熊的毛利率分别为 23.4%/27.42%。虽然利仁电饼铛相对小熊出厂均价较高，但经销模式毛利率略低于小熊。利仁线上经销毛利率和小熊接近，线下经销毛利率 2021 年已提升至 27.8%。

图42. 利仁和九阳及小熊同类产品毛利率对比



资料来源：公司年报，招股说明书，安信证券研究中心

图43. 2018 年利仁和小熊的电饼铛价格对比

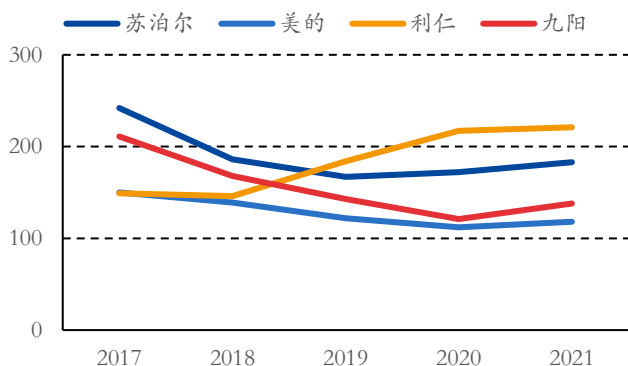


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 4.3. 多功能加高颜值，产品高端化实现差异化竞争

产品功能集成化，一机多用提升产品均价。公司电饼铛产品不断推陈出新，通过增加锅类配件和改变产品形态，产品实现了煎烤涮煮等多种烹饪方式。多功能电饼铛的菜谱不再仅限于煎饼，扩展了产品潜在用户群，对独居空间较小的年轻群体具有较大吸引力。产品功能的增加也提高了产品附加价值。根据久谦数据，利仁电饼铛产品 2021 天猫均价较 2017 年提升 48.3%，为主要品牌中均价唯一提升的品牌。

图44. 利仁电饼铛天猫淘宝均价在主要品牌中逆市提升



资料来源：久谦，安信证券研究中心

图45. 绿洲系列具有煎烤和火锅功能的电饼铛（1099 元）



资料来源：天猫，安信证券研究中心

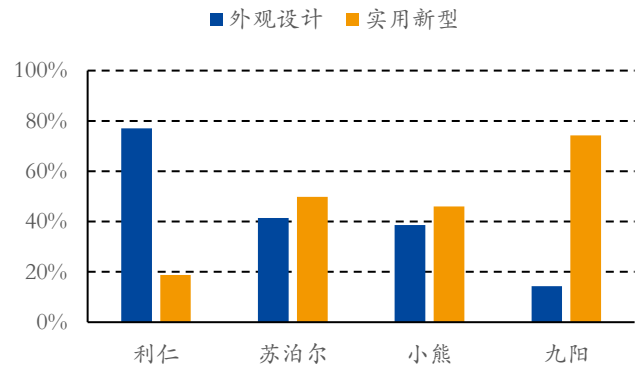
公司绿洲系列的配色和设计偏向年轻化，在外观设计上具有优势。公司于 2019 年末推出了绿洲系列产品，产品包含电饼铛、空气炸锅等多个厨电产品。系列产品不仅叫好也叫座，2019 年该系列产品获得“海峡杯工业设计（晋江）大赛”银奖，系列中 G-3 型号的电饼铛单品销量已超 15 万台。绿洲系产品的成功，主要来源于公司在外观设计上的厚积薄发。公司的专利类别中 77% 约为外观设计专利，在主要小家电公司中占比最高。

图46. 绿洲系列采用的莫兰迪绿配色显得年轻高端化



资料来源：京东，安信证券研究中心

图47. 可比小家电公司外观设计和实用新型类专利占比



资料来源：企查查，安信证券研究中心

公司产品在高端市场具有领先地位，和其他品牌的电饼铛形成差异化竞争。根据奥维数据，公司 2021 年煎烤机品类线上均价为 206 元，美的/九阳/苏泊尔均价分别为 129 元/141 元/174 元，公司煎烤机均价高于主要竞争品牌。除了公司电饼铛的品牌优势外，公司高端产品占比较高也是主要原因。K-5 为公司线上在售煎烤机最贵的型号，除了产品功能及智能化程度较高外，该产品的价格远高于其它主要品牌的最贵型号。利仁通过差异化的高端产品，打开了行业煎烤机的价格天花板，和其它品牌展开错位竞争。

表5: 主要品牌天猫旗舰店在售价格最高的电饼铛

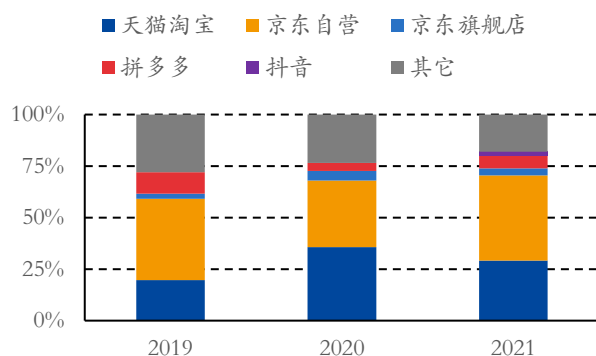
品牌	利仁	九阳	苏泊尔	美的	小熊
型号	K-5	GS580	JC30RQ801	JK2727W6-006	DBC-D15L5
售价	1299	399	659	439	369
功率	2000W	900W	1500W	1600W	1500W
是否可拆	上下盘可拆	上下盘可拆	仅下盘可拆	仅下盘可拆	上下盘可拆
特色功能	智能感温、自动检测牛扒厚度、可调烤盘、一件拆卸	一件拆卸	可调烤盘、蒸汽煎烤	黄金抗菌烤盘、环绕式集油槽	30 分钟定时、回流导油槽
产品展示					

资料来源：天猫，安信证券研究中心

#### 4.4. 线上直营渠道占比提升，海外市场大有可为

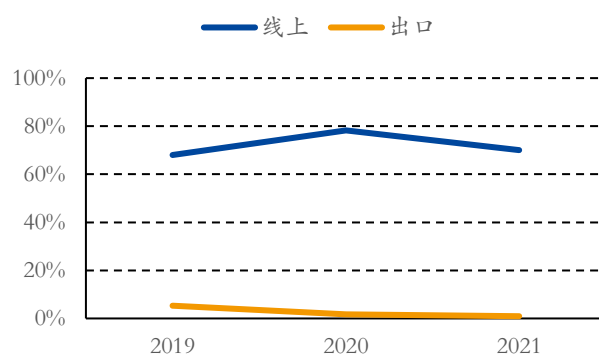
公司直营渠道占比稳定提升。利仁 2021 年线上渠道收入占比 70.0%，除了 2020 年因疫情原因有所上升外，2018 年-2021 年都保持了较为稳定的比例。公司出口占比仍然较小，2021 年出口收入占比约为 0.9%。公司 2019 年-2021 年线上渠道中 B2C 形式占比从 34.3% 提升至 43.9%，直营比例提升较快。主要原因是公司和网红主播进行合作，加大了天猫和抖音旗舰店直播力度，公司天猫和抖音渠道收入占比提升带动。利仁 2021 年线上直营/经销渠道毛利率分别为 39.8%/29.3%，未来直营渠道占比提升有望进一步提高公司毛利率。

图48. 公司主要线上渠道占线上收入比例



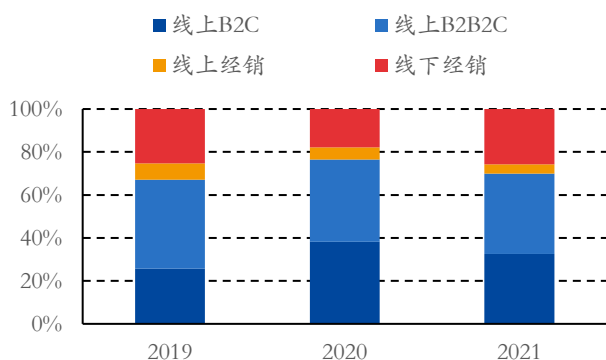
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心 注：天猫淘宝、拼多多、抖音仅考虑公司旗舰店收入

图49. 公司线上渠道和线上出口占收入比例



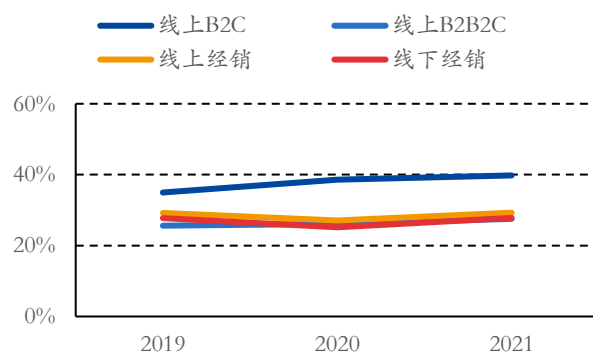
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图50. 主要渠道占收入整体比例



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

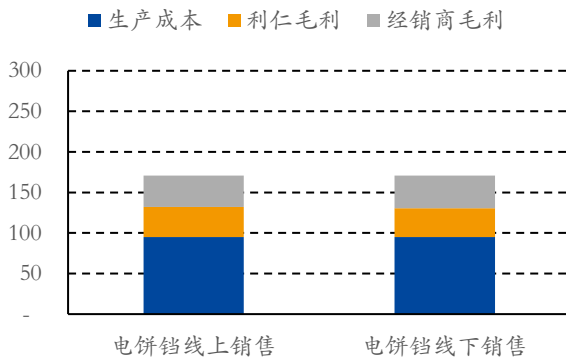
图51. 公司各渠道毛利率变化



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

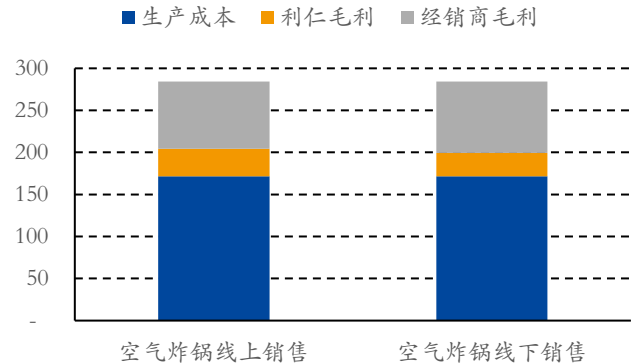
空气炸锅产品对经销商毛利率较高。我们以公司直营渠道下的产品单价作为终端售价，分别对电饼铛和空气炸锅的价值链进行了测算拆分。2021 年电饼铛的线上/线下经销商毛利率约为 22.7%/23.5%，空气炸锅的线上/线下经销商毛利率约为 28.1%/29.8%。在空气炸锅生产成本占比高于电饼铛的情况下，空气炸锅的经销商毛利率仍较高于电饼铛。我们认为是因为公司电饼铛较空气炸锅而言，品牌及产品优势更为明显，经销商拿货意愿相对较高。

图52. 利仁电饼铛经销模式下单价拆分



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

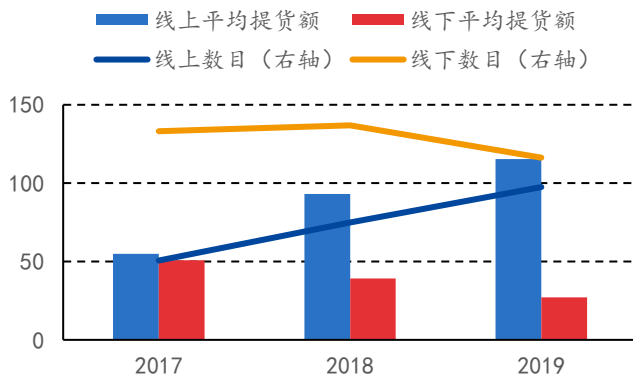
图53. 利仁空气炸锅经销模式下单价拆分



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

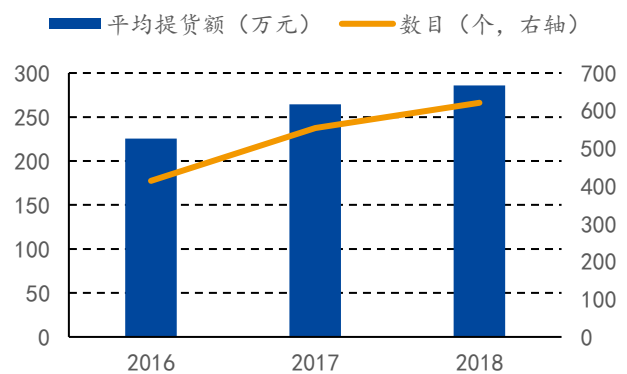
**线上经销渠道收缩, 线下经销渠道稳定增长。**公司线上经销渠道收入有所下降, 主要是由于2020年公司和重要经销商地中海科技及宽瓶盖科技停止合作所致。根据公司招股说明书, 当年撤裁经销商的提货额占线上经销渠道的21.9%, 裁撤后经销商平均提货额降为原先一半以下。公司此前撤裁的经销商占比较高, 而且毛利率高于公司经销渠道平均水平, 因此我们认为公司线上经销渠道面临一定调整压力。但考虑到公司线上直营渠道投入加大, 未来公司线上渠道整体将维持较快增速。2021年公司线下经销商数目同比增长21.8%, 经销商数量增长带动线下经销渠道收入增长较快。公司经销商平均提货金额和数目低于小熊, 我们认为公司经销商平均规模和数目都有望持续成长, 带动公司线下经销渠道稳定发展。

图54. 利仁经销商平均提货额(万元)和数目(个)



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

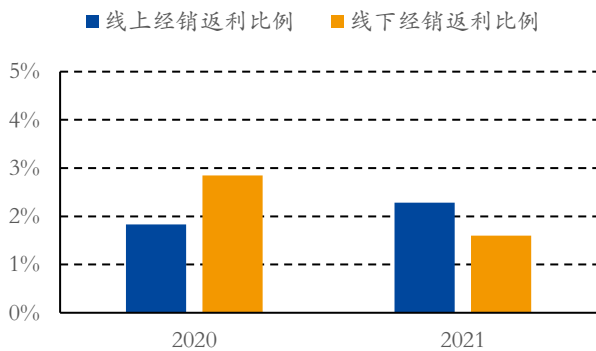
图55. 小熊经销商平均提货额(万元)和数目(个)



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

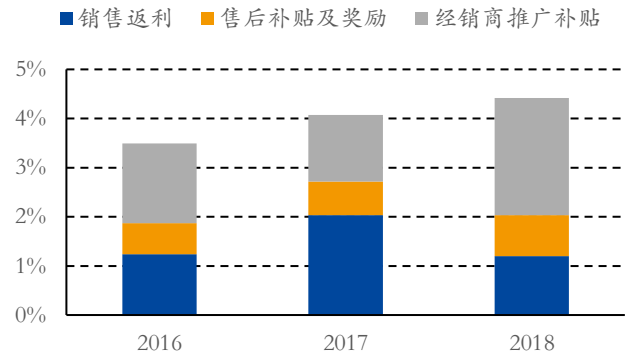
**返利政策进一步完善, 经销商积极性有望提升。**公司2020年开始执行经销商返利政策, 将汇款金额作为返利金额的重要考核项。利仁此前仅以日常价格折扣的形式给予优惠, 相比之下小熊的返利政策较为多样化, 包括了销售返利、售后补贴和推广补贴等。根据2018年披露的相关数据和线上均价测算, 利仁及小熊电饼铛产品中的经销商毛利率分别是36%/42%左右, 叠加利仁和小熊在返利政策上的差异, 小熊电饼铛的经销商毛利率高于利仁6~8pct左右。我们认为公司已开始执行的返利政策将提高经销商的积极性, 提升经销商对公司产品的推广意愿。

图56. 利仁科技线上线下经销商返利占经销出货收入比例



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图57. 小熊各类经销商返利占经销收入比例



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

利仁积极布局抖音小红书等内容电商。公司 2020 年底开始布局抖音电商渠道，公司抖音主要以电饼铛和空气炸锅营销视频为主。部分视频以夫妻间的日常生活作为剧情背景，在剧情发展中推出公司产品进行营销，其它品牌的视频号则以菜谱介绍或纯产品介绍视频为主。根据奥维云网数据，2022 年小家电抖音渠道销售额占线上比例 17.6%。根据公司招股说明书，公司 2021 年抖音渠道占线上渠道 2.0%，低于行业整体水平。我们预计公司将继续加大抖音渠道的投入，抖音渠道或将成为公司短期类成长最快的线上渠道，带动公司直营渠道占比进一步提升。

表6: 部分小家电品牌的抖音账号分析比较

品牌	粉丝数 (万)	主要内容	抖音号展示
利仁	7	介绍产品：各类厨房小电，以电饼铛和空气炸锅为主。 视频形式：部分视频有编排剧情且有演员出境，剧情多以日常夫妻生活为背景，穿插了产品介绍。	
九阳	224	介绍产品：各类厨房小电，介绍种类较多，电饼铛较少出现。 视频形式：大部分以对产品的介绍以直接描述为主，没有演员出境	
苏泊尔	80	介绍产品：介绍的产品以空气炸锅为主。 视频形式：以产品的直接介绍和菜谱类视频为主，拍摄画面较为精美	



小熊 138

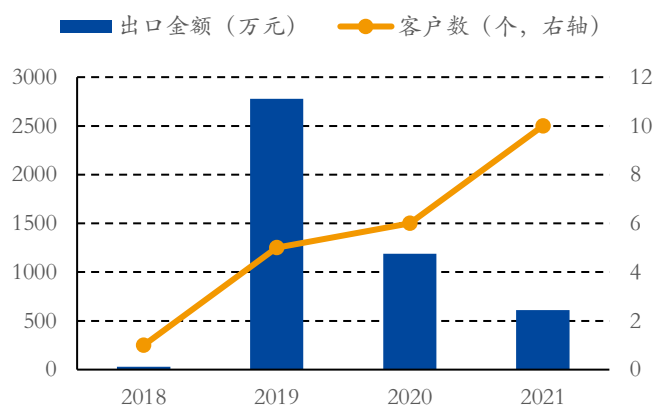
介绍产品：各类厨房小家电产品  
视频形式：拍摄较为精美，有代言人檀健次出境讲解，以菜谱视频为主。



资料来源：抖音，安信证券研究中心

公司海外出口收入规模较小，出口业务仍以代工为主。公司2019年及2020年出口收入90%以上来自于美国，主要客户为NuWave, LLC及Pandabrand Inc.，其中NuWave占出口收入比例较大。NuWave是总部位于伊利诺州的厨电公司，成立于1993。公司主要销售空气炸锅、煎烤机等厨房小家电，2021年美国亚马逊年销售额约0.2亿美元。2021年由于海运费上涨和新品开发进度较缓，公司对主要客户出口收入大幅下降。公司客户数量自2018年的1个持续上升至2021年的10个，未来有望出口客户集中度有望降低，实现出口收入的稳定增长。

图58. 公司出口金额和客户数



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图59. NuWave 官网产品展示



资料来源：NuWave，安信证券研究中心

表7: 公司主要出口客户介绍

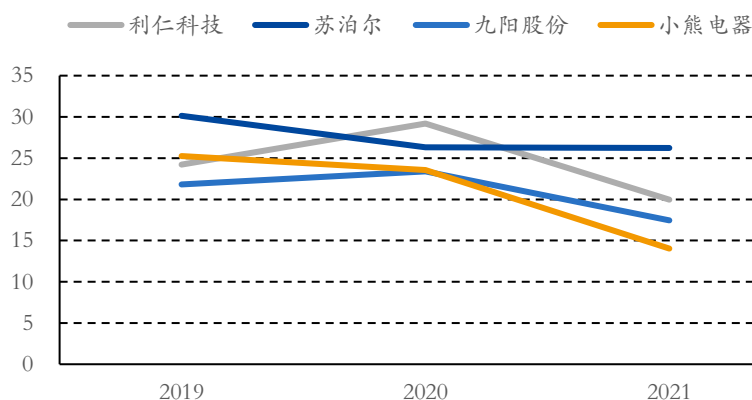
主要出口客户	合作模式	合作产品	合作时间	2021年美国亚马逊年销售额
NuWave, LLC	OEM	空气炸锅、其他厨房小电	2019年至今	约0.2亿美元
Pandabrand	自主品牌产品销售	电饼铛、电烧烤产品	2019年至今	-

资料来源：公司招股说明书、久谦，安信证券研究中心

## 5. 财务分析：盈利能力与运营能力逐渐改善

公司 ROE 处于小家电行业中较高水平。利仁科技 2020-2021 年 ROE 相对较高，主要来自于公司 2020 年较高的资产周转率和 2021 年较高的净利率。公司通过代工模式迅速扩大空气炸锅产能，2020 年空气炸锅销售额同比增长 152.7%，空气炸锅热在疫情“宅经济”期间热销带动了营收的快速增长。同时公司以轻资产形式运行，2020 年空气炸锅 99.1% 都是代工产品，因此 2020 年总资产周转率高于同业。在 2021 年厨房小家电公司毛利率普遍下降的情况下，利仁科技推出高毛利的新产品提升毛利率。公司 2021 年毛利率同比+1.8%，因此当年净利率高于可比公司。

图60. 利仁科技 ROE 处于行业中较高水平 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表8：利仁科技和可比公司杜邦分析

	净利率(%)			总资产周转率			权益乘数		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
苏泊尔	9.7	9.9	9.0	1.8	1.5	1.7	1.8	1.7	1.8
九阳股份	8.6	8.2	6.7	1.3	1.4	1.2	1.9	2.1	2.1
小熊电器	10.0	11.7	7.9	1.5	1.2	1.0	1.7	1.7	1.8
算术平均值	9.4	9.9	7.8	1.5	1.4	1.3	1.8	1.8	1.9
利仁科技	7.2	9.2	9.9	1.4	1.7	1.2	2.4	1.9	1.6

资料来源：Wind，安信证券研究中心

**公司盈利能力改善，毛销差逐年提升。**公司在 2020 年度开始执行新收入准则，部分原本计入销售费用的运输成本转而计入主营业务成本，导致公司 2020 年毛利率同比小幅下降 0.5pct。以毛销差观察公司产品的盈利能力，公司盈利能力在逐年改善，2020 年/2021 年毛销差分别提升 1.3pct/1.2pct，主要原因是因为公司直营渠道占比提升。公司重点投入线上直营店铺，B2C 线上渠道的占比在 2019-2021 年提升 7.4pct，对整体毛利率约有 4.1pct 的正贡献。

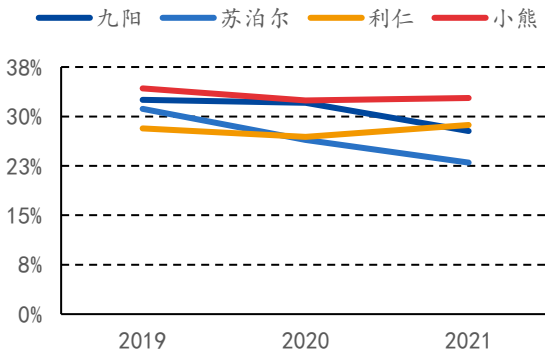
**采购成本大幅下降，2021 年毛利率仍稳定提升。**因采购规模增和低价产品占比提升，公司 2019-2021 年空气炸锅单位采购成本由 197.1 元下降至 135.5 元，带动了空气炸锅的毛利率提升 7.1pct。2021 年公司净利率不降反升，除了公司期间费用率保持稳定外，空气炸锅和多功能锅毛利率提升是主要原因。公司 2020 年空气炸锅采购量为 2019 年的 3.5 倍，在所有产品中采购量同比提升最多。由于公司空气炸锅以外采为主，因此即使在 2021 年均价小幅下降的情况下，2021 年空气炸锅毛利率也提升了 2.1pct。此外，公司在 2021 年原材料价格大幅上升且有充足备货的情况下，主动降低自产量及采购量，因此产销率大幅升高。在行业制造成本普遍上升时，保证了相对稳定的毛利率。

表9：利仁科技采购量、采购单价、产品毛利率、库存及原材料采购金额

	2019	2020	2021
<b>采购量 (万台)</b>			
电饼铛	78.2	116.6	93.6
空气炸锅	32.6	115.4	55.0
多功能锅	41.3	41.0	48.5
所有产品	192.1	419.8	334.7
<b>采购单价 (元)</b>			
电饼铛	69.1	80.8	74.1
空气炸锅	197.1	176.5	135.5
多功能锅	74.9	77.0	86.2
所有产品	94.6	96.0	70.8
<b>产品毛利率</b>			
电饼铛	29.9%	33.1%	32.6%
空气炸锅	23.5%	28.4%	30.5%
多功能锅	27.1%	24.4%	27.2%
所有产品	28.2%	30.6%	31.7%
<b>库存 (万元)</b>			
库存商品	4289.2	12014.5	8291.9
发出商品	4544.9	7500.0	4324.5
原材料	1916.6	1569.4	2526.2
半成品	206.8	209.3	341.6
<b>五金及原材料采购</b>			
五金原材料及五金制品 (件、公斤/元)	0.5	0.6	0.7
五金原材料及五金制品采购额 (万元)	7404.7	7286.3	5778.1

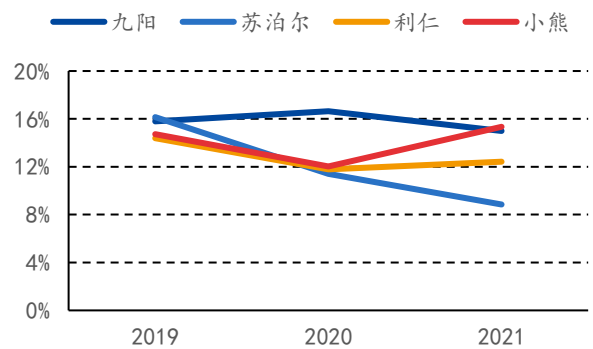
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图61. 利仁科技和可比公司毛利率



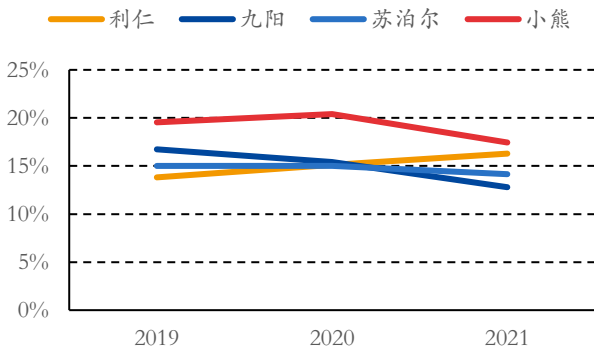
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图62. 利仁科技和可比公司销售费用率



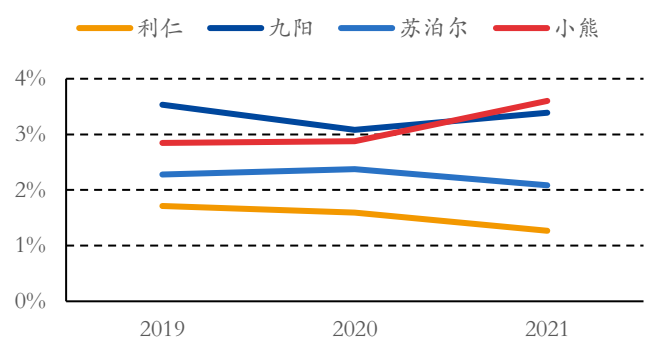
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图63. 利仁科技和可比公司毛销差



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

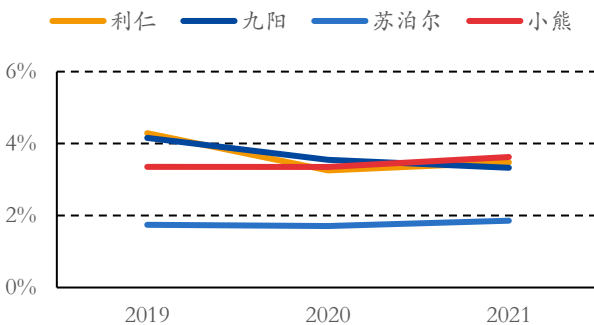
图64. 利仁科技和可比公司研发费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

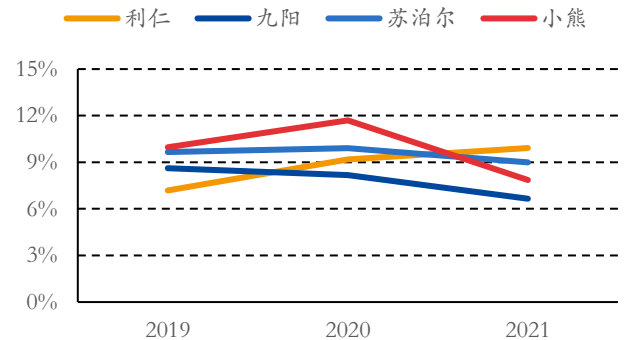
公司研发和管理费用率下降, 进一步带动公司净利率上升。公司 2021 年研发费用率较 2019 年下降 0.4%, 主要是因为公司空气炸锅业务收入增长较快, 而公司销售的空气炸锅产品主要以外采成品为主, 产品研发费用已在采购成本中体现。公司管理费用也呈下降趋势, 主要是因为公司经营稳健, 收入增长的同时员工人数保持稳定。

图65. 利仁科技和可比公司管理费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图66. 利仁科技和可比公司净利率

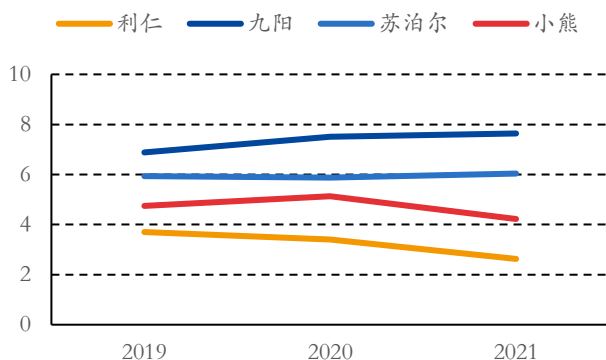


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

存货周转率有所下降。公司 2020 年存货周转率有所下降, 是因为公司应疫情期需求大幅增加备货所致, 期间存货中的库存商品同比增加 180.1%。而 2021 年由于厨房小家电市场需求减退, 公司收入同比下降, 进而导致存货周转率继续下降。

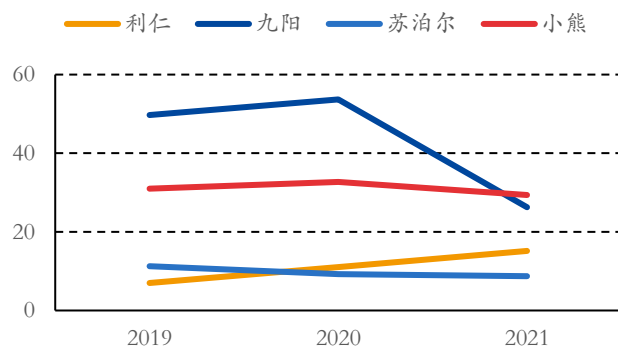
应收账款周转率改善明显。公司应收账款周转率由 2019 年 7.0 次升至 2021 年 15.1 次, 主要有以下原因: 1) 公司 2020 年 B2C 直营渠道占比提升 13.0pct, 直营渠道应收账款比例较小; 2) 公司同时加强了应收账款管理, 2020 年/2021 年通过应收账款保理回款 0.5 亿/1.3 亿元。

图67. 利仁科技和可比公司存货周转率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

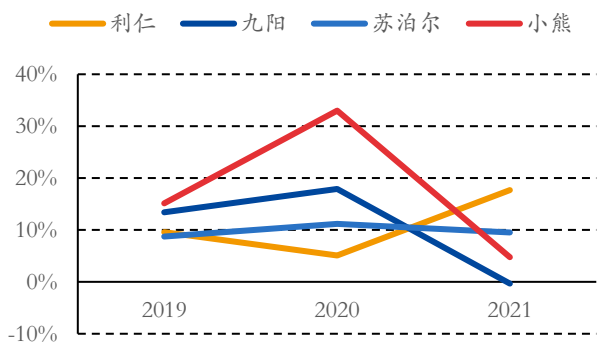
图68. 利仁科技和可比公司应收账款周转率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

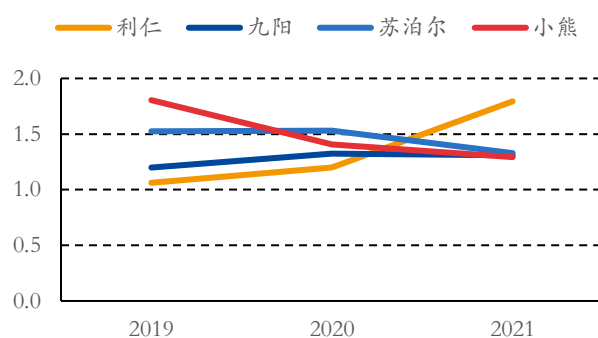
利仁科技现金流有所改善。公司 2018-2019 年销售现金比率(经营性现金净额/营收)相对较低, 主要是因为公司产品销售收现比例较低。公司在 2021 年用于采购的现金支出同比下降 37.1%, 同时加快了应收账款的回款速度, 经营性现金流同比大幅改善。同时现金流的恢复也使得公司速动比率逐年提升, 短期偿债能力明显增强。

图69. 利仁科技和可比公司经营现金净额/营收



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图70. 利仁科技和可比公司速动比率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 6. 盈利预测和公司估值

### 6.1. 盈利预测

**电饼铛：**根据奥维云网数据，煎烤机 2018-2021 年线上销量 CAGR 为 11.2%，均价 CAGR 为 3.1%，行业仍处于发展较快的阶段。进入 2022 年以来，由于疫情带来的红利消退及宏观经济等因素，煎烤机 2022 年线上销量同比下降 14.9%。利仁煎烤机类产品 2022 年线上销量同比增加 9.1%，品类表现好于市场整体。考虑到煎烤机下电饼铛为公司核心产品，品类下的品牌排行常年位居前 3，细分品类下竞争优势最为明显。此外公司新品迭代速度加快，今年以来推出了多款 250 元以上的电饼铛产品，以及 599 元的煎烤机+空气炸锅一体机。我们认为公司电饼铛销量增速将继续高于市场整体增速，且均价提升速度较快。我们预计 2022-2024 年电饼铛收入增速分别为 7.4%、10.3%、8.2%。

**空气炸锅：**空气炸锅市场规模增速快于煎烤机，奥维云网数据显示空气炸锅 2022 年线上销量同比增长 55.1%，利仁空气炸锅销量增速与行业接近。空气炸锅为公司收入增长的主要来源，2020 年公司空气炸锅销量约为 2018 年的七倍，主要是公司在 2019 年及 2020 年分别推出了 8 款和 17 款新品，新品放量带动销量快速增长，且公司产品均价高于市场均价。2021 年公司空气炸锅收入销量下降 17.4%，销量增速低于行业整体增速，主要是由于公司新品开发进度不及预期及市场竞争加剧所致。2022 年以来，公司陆续推出 KZ-J5010、KZ-J4509、KZ-D8002 等多款空气炸锅新品，其中全透明“星球宝宝”造型的空气炸锅造型独特，和行业竞品形成了一定差异化。我们认为，公司在空气炸锅自有技术已有积累，自产比例逐渐提高，公司空气炸锅收入将维持较高增速。我们预计 2022-2024 年空气炸锅收入增速分别为 27.5%、18.8%、26.0%。

#### 费用假设如下：

- 1) 销售费用：公司近三年销售费用率总体呈下降趋势，主要是公司营销推广费用较为稳定，2020 年收入快速增长降低了销售费用率水平。我们预计公司将进一步降低传统营销方式的投入，加大抖音及天猫直播等新式内容营销的费用投入。考虑到公司 2022 年新品投放较多，销售费用率今年或小幅提升。公司空气炸锅业务仍处于成长期，预计公司会继续加大空气炸锅产品的营销投入，未来几年销售费用率将维持上升趋势。
- 2) 管理费用：公司上市前缴纳社保人数有下降趋势，预计资本在上市得到补充后将丰富人员配置。管理费用将随业务规模增长而相应增加，因此管理费用率将维持相对稳定。
- 3) 研发费用：公司研发费用率此前一直处于行业中较低水平，且费用率呈稳定下降趋势。我们认为主要是公司自产比例下降，新品研发费用降低所致。但公司接下来空气炸锅或加大新品研发力度，预计公司研发费用率将小幅上升。

## 6.2. 估值

绝对估值：我们根据下列假设，采用 FCFE 方法测算利仁科技的权益价值。

主要假设如下：

- 1) 选择十年期国债到期收益率作为无风险利率，参数设置为 2.7%。
- 2) 选择 2012~2022 年沪深指数年化平均收益率作为市场投资组合预期收益率  $R_m$ ，参数设置为 7.6%，风险溢价为 4.9%。
- 3) 参考苏泊尔、九阳股份、新宝股份、小熊电器过去 52 周的  $\beta$  均值，参数设置为 0.83。
- 4) 将公司预测期分为三阶段：2022-2025 年为第一阶段，逐年预测；2026-2033 年为第二阶段，预计空气炸锅将为公司收入主要增长力，电饼铛及多功能锅销量将维持较快增长，均价将稳定提升；2032 年以后为第三阶段，空气炸锅行业进入平稳增长阶段，公司业务进入成熟期。我们给予公司永续增长率 1.5%。

表10：利仁科技 FCFE DCF 绝对估值情况

估值假设	FCFE 估值
无风险利率	2.7% 显性预测 (亿元) 2.5
风险溢价	4.9% 半显性预测 (亿元) 9.7
$\beta$ 系数	0.71 永续价值 (亿元) 23.2
$R_m$	7.6% 权益价值 (亿元) 35.3
$K_e$	6.2% 每股权益价值 (元) 48.0
永续增长率	1.5% 当前股价 (元) 29.2

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算 注：日期截止 2023 年 1 月 31 日

表11：利仁科技 FCFE DCF 绝对估值情况 (亿元)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2033E
FCFE	-0.0	1.4	-0.2	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	44.9
贴现	-0.0	1.3	-0.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	23.2
权益价值													35.3

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算 注：日期截止 2023 年 1 月 31 日

敏感性分析结果表明，当永续增长率取值在 0.5%~2.0% 区间范围内， $K_e$  取值区间在 5.2%~7.2% 区间范围内时，公司合理的每股权益价值在 35.5~69.6 元之间。

表12：利仁科技权益价值敏感性分析 (单位：亿元)

Ke \ 永续增长率	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
4.2%	61.8	67.9	75.9	86.8	102.7	128.0
5.2%	48.9	52.5	56.8	62.4	69.6	79.6
5.7%	44.2	47.0	50.4	54.5	59.8	66.7
6.2%	40.3	42.5	45.1	48.3	52.3	57.4
6.7%	36.9	38.7	40.9	43.4	46.4	50.2
7.2%	34.1	35.5	37.3	39.3	41.7	44.6
7.7%	31.6	32.8	34.2	35.9	37.8	40.1

资料来源：安信证券研究中心测算

相对估值：我们选择上市公司九阳股份、苏泊尔、小熊电器作为利仁科技的可比公司。利仁为厨房小家电细分品类龙头企业，电饼铛品牌历史悠久，同时前瞻性的切入了高增长空气炸锅赛道。考虑到公司未来增长潜力，结合可比公司估值，我们给予公司 2023 年 30x 的 PE 估值，预计每股价值为 34.05 元。

表13：利仁科技相对估值表

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021A	22E	23E	24E	2021A	22E	23E	24E
002242.SZ	九阳股份	19.5	149.2	1.0	0.8	1.1	1.4	20.1	24.0	17.4	14.3
002032.SZ	苏泊尔	53.0	428.6	2.4	2.5	3.0	3.4	22.1	20.9	18.0	15.8
002959.SZ	小熊电器	70.6	110.1	1.8	2.5	2.9	3.4	39.0	28.8	24.6	20.7
	均值							27.0	24.6	20.0	16.9
001259.SZ	利仁科技	30.2	22.2	0.9	0.9	1.1	1.4	33.7	34.4	26.6	22.3

资料来源：Wind，安信证券研究中心（上述标的安信证券均已覆盖，盈利预测采用安信证券预测数据）注：日期截止 2023 年 2 月 14 日



## 7. 风险提示

**管控政策优化后疫情对经营短期造成影响。**疫情管控优化后，短期内物流可能受阻，因而对公司线上渠道发货造成影响，线下渠道也可能因人流减少而收入下降。

**市场竞争加剧的风险。**公司在电饼铛等煎炸品类具有品牌优势，且公司产品定位高端化，与市场形成错位竞争。但随着厨房小家电市场竞争加剧，部分竞争对手或推出高端电饼铛竞品。公司如果不能在产品外形和功能上持续创新，将面临较大的市场风险。

**空气炸锅品类需求不及预期。**空气炸锅由于普及率较低，使用体验较好，过去几年整体需求增速都处于较高水平。根据奥维云网数据，2022年下半年以来，空气炸锅行业整体线上销量同比增速有所下降。我们认为部分因为是空气炸锅刚需属性较弱，部分居民对耐用消费品消费意愿有所下降所拖累。

**代工厂商供应价格和原材料价格波动的风险。**公司的空气炸锅目前仍以代工生产为主，电饼铛也有相当比例以代工生产，如果公司对代工厂商的采购价格大幅上涨，公司毛利率将面临下降的风险。公司以厨房小家电产品为主，采购的主要原材料包括电子元器件、塑料原料、包材、五金件等，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。如果原材料价格大幅上涨，公司亦将面临毛利率下降的风险。

**假设不及预期的风险。**为更充分阐明厨房小家电市场空间、销量增长速度等，上文部分测算过程基于第三方数据或披露数据做出了合理假设。如假设数据有误或偏差过大，基于假设的测算结论可能不成立，基于测算得出的未来经营情况可能不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	721.7	655.1	672.5	754.6	866.3	成长性					
减:营业成本	527.5	467.1	467.1	510.6	579.3	营业收入增长率	37.8%	-9.2%	2.6%	12.2%	14.8%
营业税费	2.8	4.0	3.5	3.8	4.7	营业利润增长率	79.9%	-1.7%	0.6%	29.0%	19.2%
销售费用	85.0	81.3	94.1	107.5	123.4	净利润增长率	78.3%	-2.5%	-2.0%	29.3%	19.3%
管理费用	23.5	22.8	23.4	26.2	31.0	EBITDA 增长率	93.4%	-3.5%	10.7%	28.3%	22.0%
研发费用	11.5	8.3	10.1	12.1	14.7	EBIT 增长率	105.1%	-8.8%	5.7%	27.1%	19.9%
财务费用	0.4	-1.4	-4.6	-7.3	-8.0	NOPLAT 增长率	70.7%	-7.9%	-3.5%	27.1%	19.9%
资产减值损失	-5.7	1.4	-	-	-	投资资本增长率	28.4%	-30.7%	63.9%	-31.6%	89.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	77.3%	21.7%	106.7%	10.9%	11.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	79.7	78.3	78.8	101.7	121.2	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	3.0	1.0	1.3	1.8	毛利率	26.9%	28.7%	30.5%	32.3%	33.1%
利润总额	79.6	81.3	79.8	103.0	122.9	营业利润率	11.0%	12.0%	11.7%	13.5%	14.0%
减:所得税	13.2	16.4	16.1	20.7	24.7	净利润率	9.4%	10.1%	9.6%	11.1%	11.5%
净利润	67.6	65.9	64.6	83.5	99.6	EBITDA/营业收入	11.4%	12.1%	13.1%	15.0%	15.9%
						EBIT/营业收入	10.7%	10.7%	11.0%	12.5%	13.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	20	22	20	19	17
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动资本周转天数	53	57	64	58	62
货币资金	119.5	230.4	548.8	690.6	670.9	流动资产周转天数	190	262	374	449	440
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	35	26	46	36	36
应收账款	37.1	59.2	111.0	39.2	133.9	存货周转天数	77	98	79	80	82
应收票据	61.2	49.7	62.2	59.6	84.0	总资产周转天数	218	295	406	478	466
预付账款	4.5	5.2	7.7	3.0	10.4	投资资本周转天数	75	79	83	77	79
存货	203.7	151.7	142.3	194.2	201.5						
其他流动资产	11.5	19.2	11.6	14.1	15.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	22.7%	18.1%	8.6%	10.0%	10.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.3%	11.3%	6.8%	7.7%	8.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	50.7%	36.3%	50.5%	39.2%	68.7%
投资性房地产	-	2.4	2.4	2.4	2.4	费用率					
固定资产	43.2	35.3	37.8	40.6	42.8	销售费用率	11.8%	12.4%	14.0%	14.3%	14.3%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%
无形资产	6.7	6.3	6.6	6.9	7.2	研发费用率	1.6%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%
其他非流动资产	10.5	17.6	10.5	12.0	13.0	财务费用率	0.1%	-0.2%	-0.7%	-1.0%	-0.9%
资产总额	497.9	577.0	941.0	1,062.6	1,180.9	四费/营业收入	16.7%	17.0%	18.3%	18.4%	18.6%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	118.3	127.3	110.4	142.3	153.0	资产负债率	39.9%	36.9%	20.0%	21.4%	21.0%
应付票据	38.0	38.4	39.2	42.5	52.0	负债权益比	66.4%	58.4%	25.0%	27.2%	26.5%
其他流动负债	38.8	37.1	33.3	36.3	35.4	流动比率	2.24	2.54	4.83	4.52	4.64
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.20	1.79	4.05	3.65	3.80
其他非流动负债	3.6	10.1	5.3	6.3	7.2	利息保障倍数	194.92	-51.04	-16.12	-12.88	-14.06
负债总额	198.7	212.8	188.2	227.5	247.6	分红指标					
少数股东权益	1.9	1.0	0.2	-1.1	-2.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	55.1	55.1	73.6	73.6	73.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	242.2	308.1	679.1	762.6	862.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	299.2	364.2	752.8	835.1	933.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
净利润	66.3	65.0	64.6	83.5	99.6	EPS(元)	0.92	0.90	0.88	1.13	1.35
加:折旧和摊销	6.3	10.3	13.9	18.7	24.8	BVPS(元)	4.04	4.94	10.23	11.36	12.72
资产减值准备	5.7	-1.4	-	-	-	PE(X)	32.6	33.4	34.1	26.4	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.4	6.1	2.9	2.6	2.4
财务费用	0.4	0.6	-4.6	-7.3	-8.0	P/FCF	42,796.8	18.1	-172.3	15.2	-126.6
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.0	3.4	3.3	2.9	2.5
少数股东损益	-1.2	-0.9	-0.8	-1.3	-1.4	EV/EBITDA	-	-	18.6	13.2	11.0
营运资金的变动	-19.2	22.6	-65.1	62.3	-116.0	CAGR(%)	7.4%	14.8%	19.2%	7.4%	14.8%
经营活动产生现金流量	36.7	115.8	7.9	155.9	-1.1	PEG	4.4	2.3	1.8	3.6	1.5
投资活动产生现金流量	-11.2	-0.1	-16.7	-21.8	-27.2	ROIC/WACC	8.1	5.8	8.1	6.3	11.0
融资活动产生现金流量	37.4	-15.1	327.2	7.7	8.6	REP	-	-	1.1	1.8	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034