

2020年06月21日

证券研究报告·公司研究报告

北鼎股份(300824) 家用电器

买入(首次)

当前价: 8.51 元

目标价: 12.60 元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

养生家电高端品牌，聚焦线上精准引流

投资要点

- 公司代工起家，自主品牌定位高端。**公司代工起家，与全球知名小家电品牌商合作均在10年以上。2010年公司开始发展自主品牌。由于自主生产价值链长并且相关产品推出较早，公司对自主品牌产品有较强的定价权。据奥维云网数据显示，2019年国内养生壶市场线上产品集中于0-199元价格带，线下产品多数集中于0-300元价格带，而2019年公司内销养生壶产品均价在600元以上。自主品牌高定价给公司带来了更多的毛利空间，2019年公司内销业务毛利率为65.6%，外销代工业务毛利率为21.8%。随着公司产品结构逐渐向自主品牌转移，预期公司主营毛利将会进一步提升。
- 养生小家电逐渐成气候，高端市场竞争相对缓和。**养生壶、破壁机、原汁机等主打健康功能的小家电层出不穷。以养生壶为例，根据国家家用电器工业信息中心的数据，2019年上半年养生壶市场规模达到16.8亿元，零售额较去年同期增长35.5%。此外，拥有更高购买力的中产阶层和80、90后逐渐成为小家电的消费主体。他们更注重产品品质和美感，消费需求由功能型消费向品质消费转变。此外，小家电市场中低端竞争激烈，而高端市场相对贫乏。据奥维云网数据显示，2019年国内养生壶市场线上产品集中于0-199元价格带，线下产品多数集中于0-300元价格带，而均价在600元以上的国产品牌屈指可数。
- 聚焦细分市场打造品质小家电，精准投放实现流量有效转化。**公司聚焦细分市场，目标人群定义为年轻时尚、高级白领、女性为主的消费群体。从用户需求出发，产品设计“小清新”，深挖小家电装饰属性；产品用材高端，打造品质小家电。渠道方面，公司线上直销贡献了一半的营收。直销为主的模式，不仅盈利能力更强，还能近距离了解消费者诉求。此外，公司多采用天猫钻展、直通车以及京准通等竞价类推广方式，精准狙击目标客群，实现流量的有效转化。2019年线上竞价推广费在推广费用中占比达到了64.1%。
- 盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.36元、0.45元、0.55元，未来三年归母净利润将保持22.3%的复合增长率。考虑到公司品牌定位高端，盈利能力较强；线上销售为主，精准营销获客能力较强，我们给予35倍估值，目标价12.6元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧、汇率大幅波动、原材料价格大幅波动。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	551.15	574.08	626.24	692.53
增长率	-9.16%	4.16%	9.09%	10.59%
归属母公司净利润(百万元)	65.78	78.78	98.00	120.32
增长率	-3.29%	19.77%	24.40%	22.78%
每股收益EPS(元)	0.30	0.36	0.45	0.55
净资产收益率ROE	20.48%	21.38%	21.61%	22.84%
PE	28	23	19	15
PB	5.76	5.02	4.08	3.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

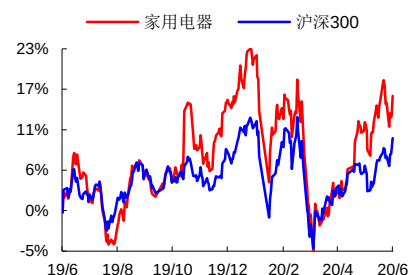
分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

邮箱: gmh@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.17
流通A股(亿股)	0.54
总市值(亿元)	18.50
总资产(亿元)	4.24
每股净资产(元)	2.11

相关研究

目 录

1 公司概况：厨房小家电高端品牌	1
1.1 代工起家，转型高端自主品牌	1
1.2 股权集中，股权激励员工利益深度绑定	4
2 养生小家电逐渐成气候，高端市场竞争相对缓和	5
2.1 消费需求变化带来行业发展新机会	5
2.2 小家电单品价值量低，高端市场竞争相对缓和	6
3 品质小家电，高效获客盈利强	7
3.1 优质用材+高颜值，定位高端小家电	7
3.2 直营+定向推广，高效获客盈利强	9
3.3 品类拓展，募投扩产	13
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测	14
4.2 相对估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2019 年主营产品分地区营业收入.....	1
图 3: 公司 2019 年主营业务结构情况.....	2
图 4: 公司 2019 年主营业务毛利情况.....	2
图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速.....	2
图 7: 公司 2014 年以来内外销业务营收及增速.....	3
图 8: 2019 年多士炉、养生壶、电热热水炉平均单价.....	4
图 9: 公司业务毛利率情况.....	4
图 10: 公司股权结构 (截至 2020 年 6 月).....	4
图 11: 小家电消费结构不断升级.....	5
图 12: 小家电单品价值量低.....	6
图 13: 国内高端小家电市场相对空白.....	6
图 14: 养生壶的年龄分布.....	7
图 15: 养生壶的性别分布.....	7
图 16: 产品设计“小仙绿”.....	7
图 17: 北鼎研发费用率高于竞争对手.....	9
图 18: 北鼎境内专利分布.....	9
图 19: 北鼎线上销售占总营收过半.....	9
图 20: 北鼎内销以线上为主.....	9
图 21: 北鼎线上以直销为主.....	10
图 22: 线上直销代销盈利能力强.....	10
图 23: 线下渠道以经销为主.....	10
图 24: 线下直营盈利能力较强.....	10
图 25: 北鼎线下体验店.....	11
图 26: 北鼎毛利率明显高于同行.....	11
图 27: 北鼎净利率略高于同行.....	11
图 28: 北鼎销售费用率高于同行.....	12
图 29: 北鼎线上渠道、品牌推广及售后费率高于同行.....	12
图 30: 北鼎推广以竞价类推广为主.....	12
图 31: 北鼎竞价类推广以淘宝钻展为主.....	12
图 32: 钻展定向引流.....	13
图 33: 北鼎产品拓展.....	13

表 目 录

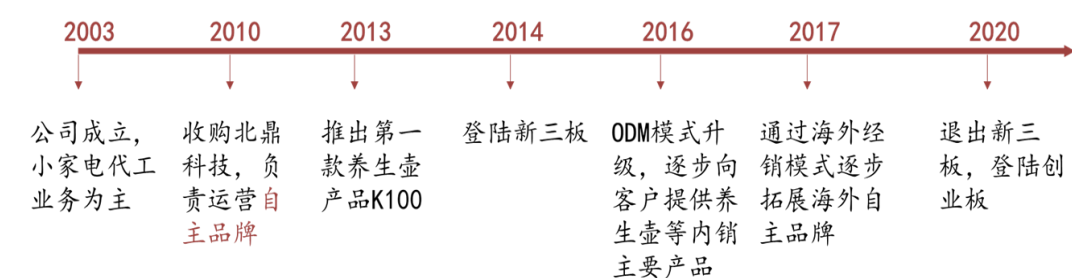
表 1: 2019 年前五大客户/店铺收入情况	3
表 2: 非公开发行前十名认购者认购数量	4
表 3: 代表性养生类电器及其功能特点	5
表 4: 北鼎所获设计奖项	8
表 5: 北鼎养生壶用材优质	8
表 6: 公司募集资金用途	13
表 7: 分业务收入及毛利率	14
表 8: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	16

1 公司概况：厨房小家电高端品牌

1.1 代工起家，转型高端自主品牌

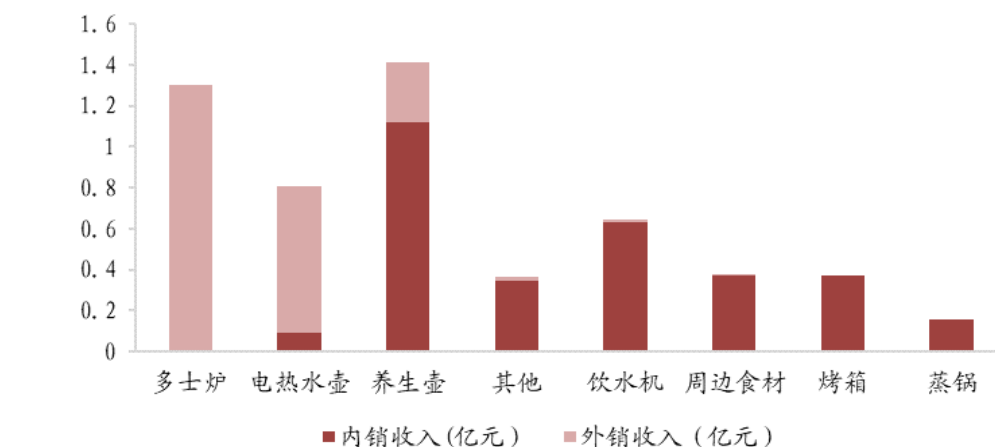
公司成立于 2003 年，专注于从事厨房小家电及配套产品相关业务，是国内高端厨电龙头企业。成立之初公司主要经营代工业务，2010 年公司开始发展自主品牌“北鼎 BUYDEEM”。目前公司主营业务包括自主品牌业务和 OEM/ODM 业务，其中 OEM/ODM 业务以外销为主，主要产品为多士炉和电热水壶；自主品牌以内销为主，主要产品为养生壶。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

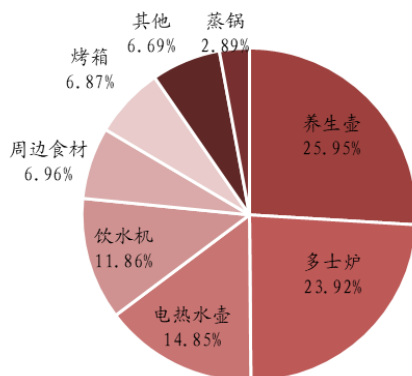
图 2：2019 年主营产品分地区营业收入



数据来源：招股说明书，西南证券整理

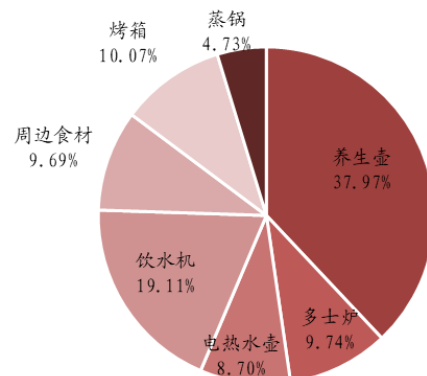
公司主营业务结构：公司收入主要来自养生壶/多士炉/电热水壶，分别占比 25.95%/23.92%/14.85%，三者合计占比达 64.72%；由于养生壶是自主品牌产品，主打内销；多士炉和电热水壶是代工的外销产品，生产模式的差异导致养生壶毛利率显著高于多士炉与电热水壶。具体来看，**养生壶毛利率达 61.17%，贡献 37.97% 毛利**；多士炉/电热水壶毛利率分别为 17.01%/24.48%，分别贡献 9.47%/8.70% 毛利。

图 3：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

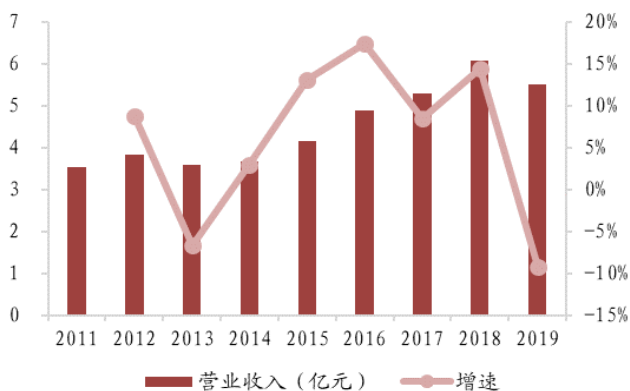
图 4：公司 2019 年主营业务毛利情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

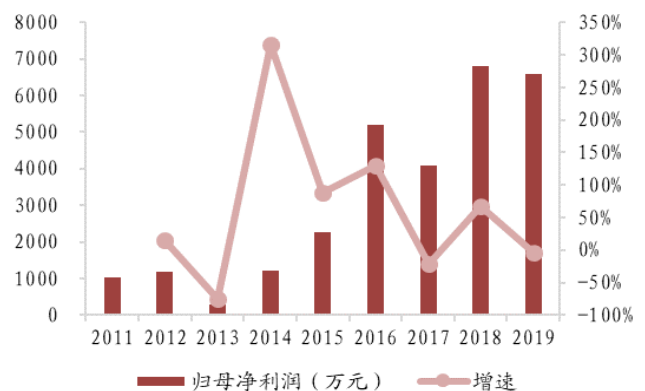
公司业绩状况：外销增长受阻，内销驱动业绩提升。公司业务以外销为主，业绩与国内宏观经济关系密切。2013 年，受欧美经济疲软影响，多士炉需求下降、外销营业收入下降，导致公司业绩同比下降 6.71%。在外销低迷情况下内销业务驱动业绩实现连续增长。随着养生壶产品的推出，2013 年负责自主品牌的子公司北鼎科技首次实现扭亏为盈，此后公司内销营业收入连续 5 年实现 20% 以上的高增长，2013 年至 2018 年公司内销营业收入 CAGR 达 38.73%。虽然 2019 年内销业务仍实现正增长，但 2019 年公司大客户摩飞电器、惠而浦集团、美康雅集公司采购额减少导致外销业务同比下降 20.76%，2019 年公司整体营业收入同比下降 9.16%，归母净利润同比下降 3.29%。

图 5：公司 2011 年以来营业收入及增速



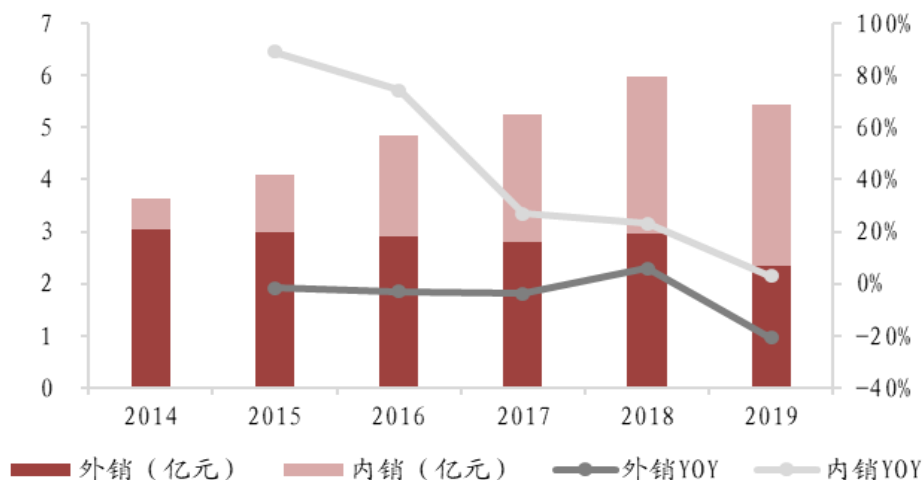
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2011 年以来归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2014 年以来内外销业务营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

代工业务具备高端基因：以品质获知名品牌青睐，为转型自主品牌打下基础。公司作为供应商，产品品质成功经受了惠而浦集团、铂富集团、摩飞电器等世界著名小家电品牌商的检验，与上述企业合作时间均在 10 年以上。公司在长期为海外知名品牌代工的过程中积累了高端产品生产经验，为转型高端自主品牌打下了坚实基础。

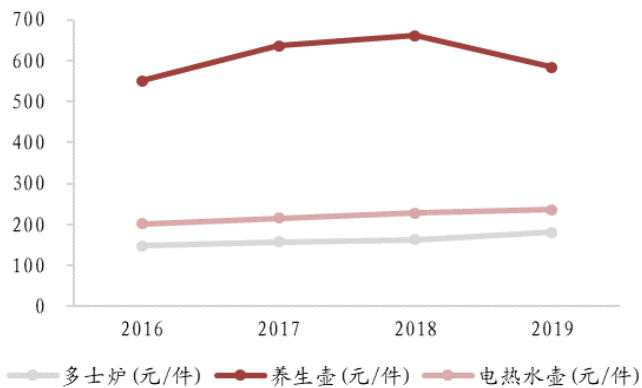
表 1：2019 年前五大客户/店铺收入情况

序号	名称	营业收入 (亿元)	占比	客户概况
1	惠而浦集团	1.2	22.5%	成立于 1911 年，全球知名的大型家用电器制造商
2	天猫旗舰店	1.1	19.3%	-
3	铂富集团	0.4	6.6%	成立于 1932 年，澳大利亚上市公司，全球知名厨房小家电企业，主要从事厨房小家电设计、开发、生产及销售业务
4	京东旗舰店	0.2	4.5%	-
5	摩飞电器	0.2	3.7%	成立于 1959 年，英国知名的中小型家用电器企业
合计		3.1	57%	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

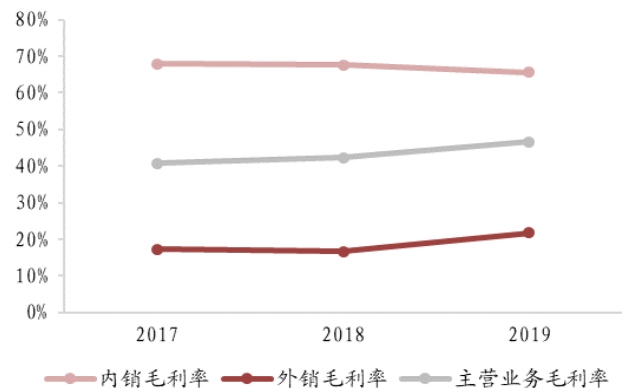
产品结构调整，自主品牌定位高端提升公司盈利能力。2010 年公司开始发展自主品牌“北鼎”，由于自主生产价值链长并且相关产品推出较早，公司对自主品牌产品有较强的定价权。2019 年自主品牌产品养生壶平均每件单价 584 元，而外销为主的多士炉/电热水壶单价仅 182/237 元。横向对比来看，公司自主品牌产品均价远超同行。据奥维云网数据显示，2019 年国内养生壶市场线上产品集中于 0-199 元价格带，线下产品多数集中于 0-300 元价格带，而 2019 年公司内销养生壶产品均价在 600 元以上。自主品牌高定价给公司带来了更多的毛利空间，2019 年公司内销业务毛利率为 65.6%，外销业务毛利率为 21.8%。随着公司产品结构逐渐向自主品牌转移，近年来公司主营业务整体毛利率呈上升趋势。

图 8：2019 年多士炉、养生壶、电热热水炉平均单价



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 9：公司业务毛利率情况

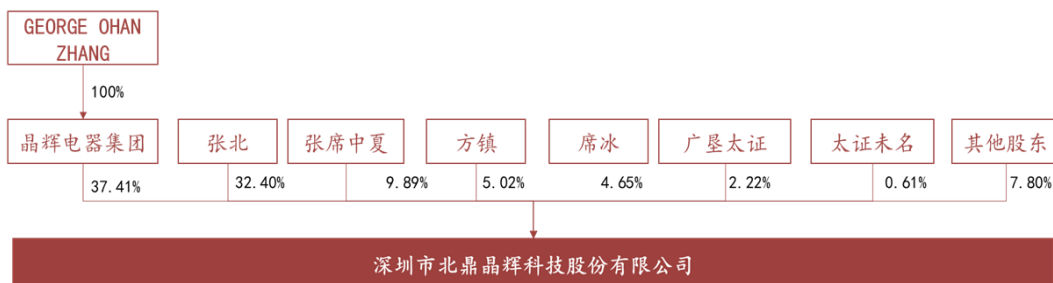


数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.2 股权集中，股权激励员工利益深度绑定

实控人持股近 70%，公司治理稳定。公司实际控制人为张北和 GEORGE MOHAN ZHANG 父子，两者为一致行动人。GEORGE MOHAN ZHANG 通过晶辉电器集团间接持有公司 37.41% 股权，张北直接持有公司 32.40% 股权，两者合计持有公司 69.81% 股权，处于绝对控股地位。

图 10：公司股权结构（截至 2020 年 6 月）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

股权激励利益深度绑定。2017 年公司实施了股权激励计划，向 23 名核心员工非公开发行了不超过 305 万股股票，发行价格为 3.10/股，实现核心员工利益与公司深度绑定。

表 2：非公开发行前十名认购者认购数量

序号	姓名	职务	认购份额 (万股)	认购金额 (万股)
1	钟鹏睿	研发总监	30	93
2	江林	财务经理	20	62
3	潘传奎	研发经理	20	62
4	陈鹏	研发经理	10	31
5	邹淑斌	研发经理	10	31
6	赵天辉	生产经理	10	31
7	张志武	生产经理	10	31

序号	姓名	职务	认购份额 (万股)	认购金额 (万股)
8	李欣	人力资源部经理	20	62
9	谢黄群	产品经理	10	31
10	李玲	产品经理	10	31
合计			150	465

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 养生小家电逐渐成气候，高端市场竞争相对缓和

2.1 消费需求变化带来行业发展新机会

健康养生理念成熟，养生小家电渐成气候。随着生活水平的提高，消费者越来越注重养生保健，小家电行业逐渐衍生出养生电器新品类。在小型厨电领域，养生壶、破壁机、电炖锅、原汁机、料理机等主打健康功能的小家电层出不穷，销量持续增长。以养生壶为例，根据国家家用电器工业信息中心的数据，2019 年上半年养生壶市场规模达到 16.8 亿元、677 万台，零售额、零售量较去年同期分别增长 35.5%、20.0%。未来随着产品技术升级、消费水平提升和养生意识的不断增强，养生类小家电行业成长空间巨大。

表 3：代表性养生类电器及其功能特点

养生电器品类	功能特征
养生壶	可以煮养生茶、养生药膳、烹煮中药、煲汤、温酒等，不容易使食物的营养流失
原汁机	榨汁机的衍生版，它与榨汁机的区别主要在与低速挤压，不会因为刀片高速运转时所产生的温度破坏蔬菜水果中的营养成分
电炖锅	采用文火慢烧法炖粥、汤，可以使食材和调料的味道、营养很好地散发到粥、汤里
破壁料理机	能瞬间击破食材中细胞的细胞壁，将细胞中的维生素、矿物质、植化素、蛋白质和水分等充分释放
净水器	去除水中的细菌、病毒、有害化合物及有机物、重金属，异色异味等有害身心健康的物质，保留有益矿物离子

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

从功能消费到品质消费，需求升级助益行业发展。在消费者消费能力提升的背景下，小家电行业消费结构在逐步变化，拥有更高购买力的中产阶层和 80、90 后逐渐成为小家电的消费主体。相比产品的功能和价格因素，他们更注重产品品质和美感。因此，我国小家电产品结构在不断升级，由功能型消费到品质消费转变，这样的升级进一步扩大了行业发展空间。

图 11：小家电消费结构不断升级

功能消费：高刚需小家电成为家庭消费的首选（豆浆机、电饭煲、微波炉等）

功能升级：从功能或品质上实现原有产品升级（外观更时尚、功能更丰富）

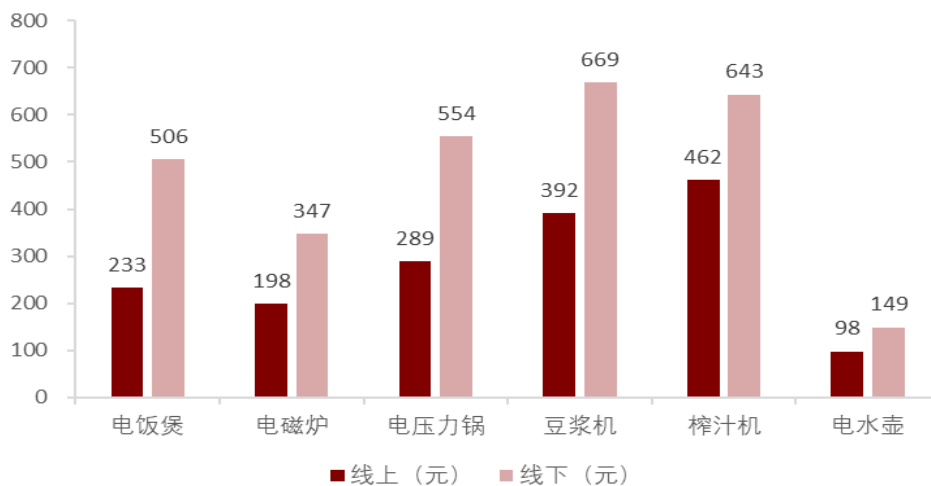
品质消费：养生、时尚、科技小家电普及（破壁料理机、养生壶、电炖锅等）

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 小家电单品价值量低，高端市场竞争相对缓和

根据奥维云网数据显示，2019 年小家电产品线下市场均价普遍在 300-600 元，线上市场均价普遍在 100-300 元，小家电单品价值量不高。此外，和空调等大家电相比，小家电的技术门槛相对更低，行业内企业不少，竞争相对激烈，中低端产品众多，产品价格带普遍集中在偏低区域。据奥维云网数据显示，2019 年国内养生壶市场线上产品集中于 0-199 元价格带，线下产品多数集中于 0-300 元价格带。

图 12：小家电单品价值量低



数据来源：奥维云网，西南证券整理

相比之下，国内小家电高端市场较为缺乏。以养生壶产品为例，均价在 600 元以上的国内品牌屈指可数，主要是北鼎养生壶和摩飞煮茶器，618 促销价格是 898 元和 749 元。海外品牌中，主要代表是飞利浦养生壶，618 促销价格是 799 元。相较于中低端市场，高端小家电市场相对空白，无论是品牌还是产品型号都相对较少。北鼎主攻高端养生小家电，一定程度上填补了市场空白，满足了消费对于品质小家电，颜值小家电的需求。

图 13：国内高端小家电市场相对空白



数据来源：淘宝网，西南证券整理

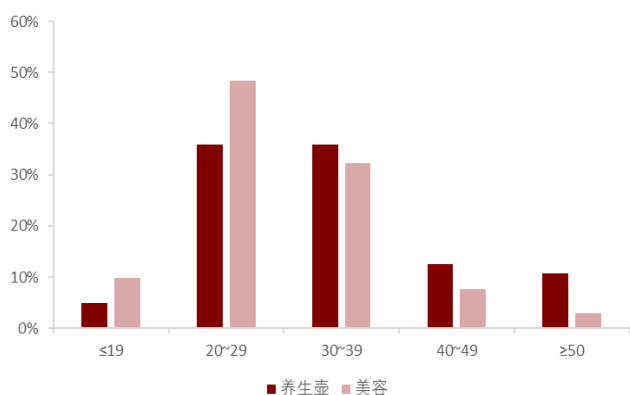
3 品质小家电，高效获客盈利强

3.1 优质用材+高颜值，定位高端小家电

3.1.1 明晰目标客群，深挖小家电装饰属性

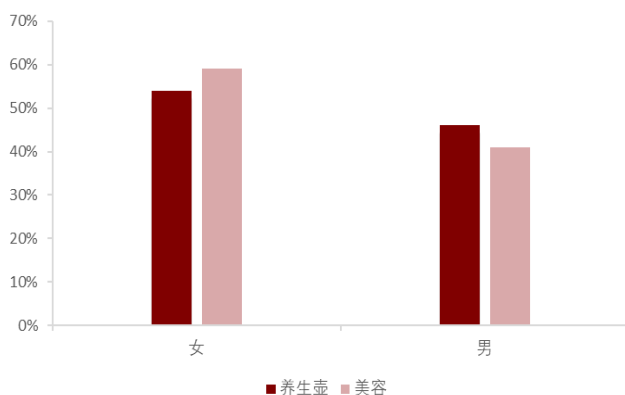
公司深耕细分市场，目标人群定义为年轻时尚、注重颜值、高级白领、女性为主的消费群体。公司的明星产品养生壶也从侧面反映了公司的目标群体。根据百度指数显示，关键词“养生壶”和“美容”的年龄分布和性别分布都存在类似的趋势。关键词“养生壶”中，20~39岁的年龄占比达到了72%，女性占比达到了53.9%。

图 14：养生壶的年龄分布



数据来源：百度指数，西南证券整理

图 15：养生壶的性别分布



数据来源：百度指数，西南证券整理

明晰目标受众之后，公司深挖目标客户的潜在需求。年轻时尚的女性群体，对于“颜值”有一定的追求。公司产品设计“小清新”，产品颜色多为浅绿、浅粉、浅蓝色。产品不仅仅是满足了目标用户群体“用”的需求，还带有家居装饰属性。北鼎产品设计不断获得国内外设计大奖，消费者愿意为了产品颜值买单。

图 16：产品设计“小仙绿”



数据来源：天猫商城，西南证券整理

表 4：北鼎所获设计奖项

获奖时间	获奖名称	获奖产品	颁奖单位
2010 年	IF 设计奖	KE0802 电热水壶	IF 工业论坛设计协会
2010 年	IF 设计奖、红点设计奖	KE0701 电热水壶	IF 工业论坛设计协会、德国设计协会
2012 年	艾普兰产品奖	调温数码水煲	中国家用电器协会
2014 年	红点设计奖	K206 电热水壶	德国设计协会
2015 年	SG Mark 2015 奖	K131 电热水壶	新加坡设计商会
2015 年	中国设计红星奖	K206 电热水壶	中国设计红星奖委员会
2016 年	中国好设计优胜奖	Buydeem S601 饮水机	中国好设计工作委员会
2017 年	美国工业设计优秀奖	Buydeem S601 饮水机	美国商业周刊、美国工业设计师协会
2017 年	红点设计奖	Buydeem T750 烤箱	德国设计协会
2017 年	美国工业设计优秀奖	K185 养生壶	美国商业周刊、美国工业设计师协会
2019 年	红点设计奖	K108 养生壶	德国设计协会
2019 年	红点设计奖	K165 养生壶	德国设计协会
2019 年	红点设计奖	K187 养生壶	德国设计协会
2019 年	IF 设计奖	北鼎泡茶杯、凉水杯	IF 工业论坛设计协会
2020 年	IF 设计奖	北鼎焖烧杯	IF 工业论坛设计协会
2020 年	IF 设计奖	北鼎保温杯	IF 工业论坛设计协会
2020 年	IF 设计奖	北鼎玻璃分装杯	IF 工业论坛设计协会
2020 年	IF 设计奖	北鼎 Jing 泡茶系列	IF 工业论坛设计协会

数据来源：招股说明书，西南证券

3.1.2 产品用材高端，研发业内领先

公司目标客户定位了高级白领，他们不仅仅是对于产品的颜值有要求，同时也注重产品的品质细节。北鼎品牌定位高端，产品用料优质，细节把控严格。以养生壶为例，北鼎的养生壶采用了德国进口肖特玻璃，发热盘采用了 316 医用级不锈钢，温控器采用了英国 Strix，产品材质优于竞品。

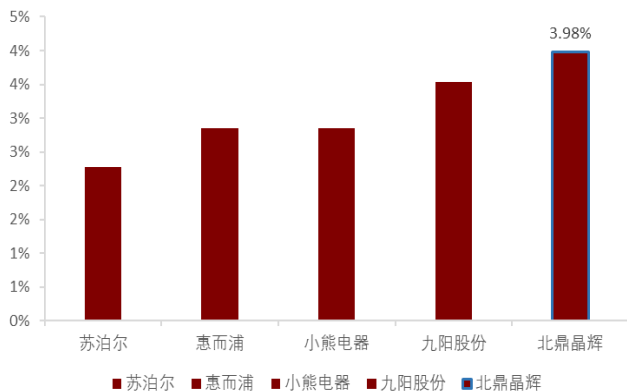
表 5：北鼎养生壶用材优质

品牌	型号	容积	玻璃材质	不锈钢材质	其他
九阳	DGD1506BQ	1.5L	高硼硅玻璃	304 发热盘	--
小熊	YSH-B18W2	1.5L	高硼硅玻璃	--	--
美的	MK-GE1703	1.6L	高硼硅玻璃	304 发热盘	--
苏泊尔	SW-15YT08a	1.7L	高硼硅玻璃	304 发热盘	--
北鼎	Mini K31	0.6L	德国肖特玻璃 (不易炸裂、不串味)	316L 医用级不锈钢发热盘 (更耐用)	英国 Strix 温控器 (高原地区可以使用)

数据来源：天猫商城，西南证券

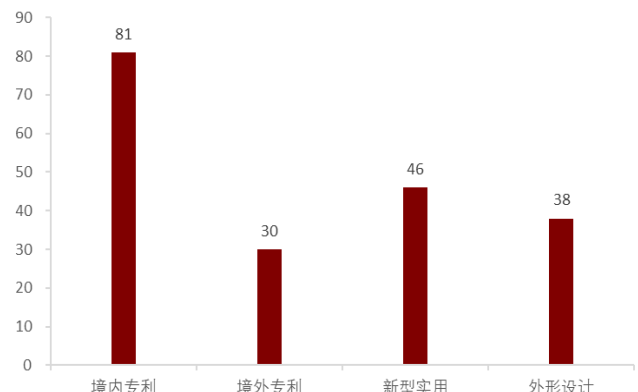
公司拥有强大的技术研发团队，研发费用率在行业内领先。2019 年公司研发费用率为 3.98%，高于同行竞争对手。较高的研发支出，为公司带来了不少研发成果。截止 2019 年 12 月 31 日，公司拥有专利 195 项，其中实用新型 46 项，外观设计专利 38 项。此外，公司在产品的核心技术上都有申请专利，例如养生壶的防溢结构以及定时落料结构等。

图 17: 北鼎研发费用率高于竞争对手



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 18: 北鼎境内专利分布



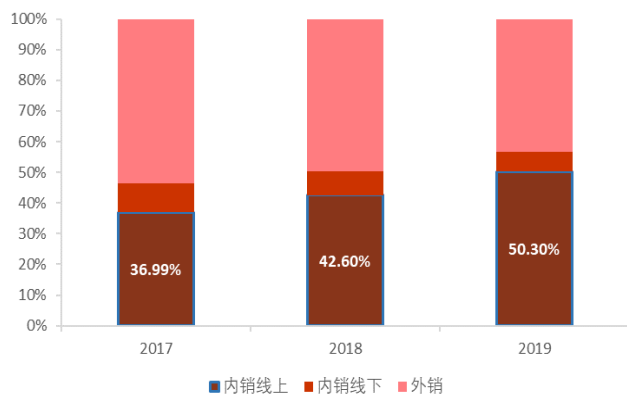
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2 直营+定向推广, 高效获客盈利强

3.2.1 线上直销为主, 盈利能力较强

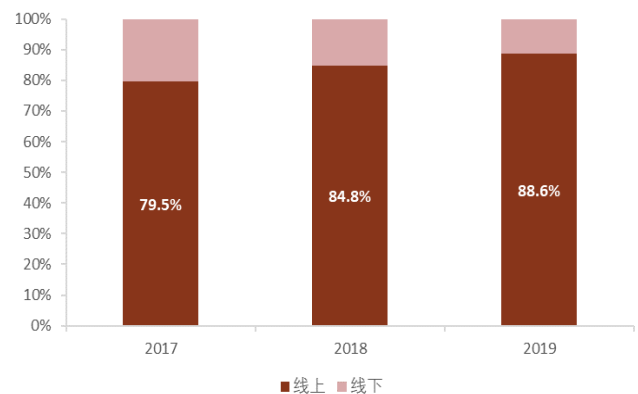
从渠道来看, 北鼎以线上渠道为主。2019 年公司线上销售收入占总营收的比例为 50.3%, 线上销售收入在内销中占比 88.6%。

图 19: 北鼎线上销售占总营收过半



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 20: 北鼎内销以线上为主

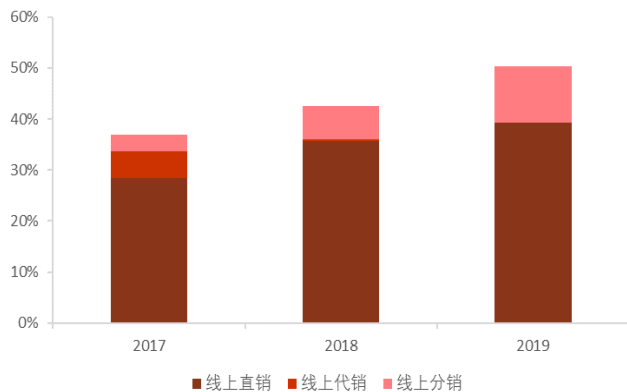


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

线上直销盈利高。公司线上销售在内销中占比近 90%。进一步来看, 线上销售中线上直销占比过半, 2019 年公司线上直销收入在线上渠道中占比为 77.9%。公司自主品牌业务以直销模式为主, 通过淘宝、天猫、京东和自建商城等平台直接向终端消费者销售。其中, 天猫是公司主要的合作平台, 销售收入在公司内销收入中占比达到了 35.1%。相较于线上分销等销售模式, 直销模式没有中间环节, 不需要向分销商和经销商让渡利润。而在同行可比公司中, 九阳以经销模式为主; 苏泊尔线下经销市场份额占比较高; 小熊电器以线上经销和电商平台入仓为主。因此以直销模式为主的北鼎, 内销毛利率高于同行可比公司。

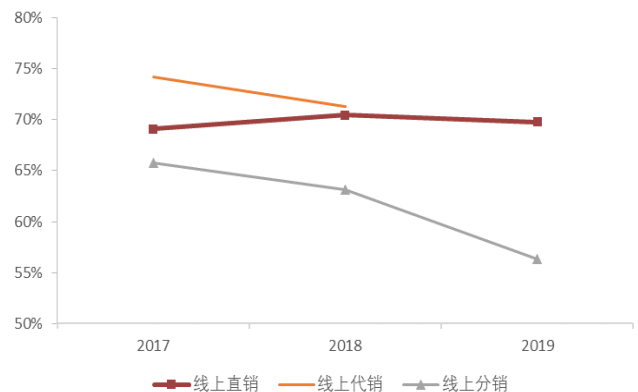
此外, 公司通过直销模式, **搭建了与消费者对话的平台**。省去了分销商和经销商的中间过程, 直销模式下公司和消费者的距离更近, 一方面能够更加直观的了解消费者需求, 另一方面可以为消费者提供更好的售前售中售后服务, 维系公司高端品牌形象。

图 21：北鼎线上以直销为主



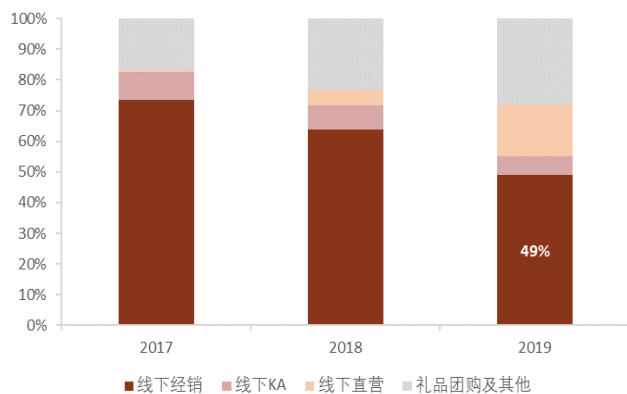
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 22：线上直销代销盈利能力强



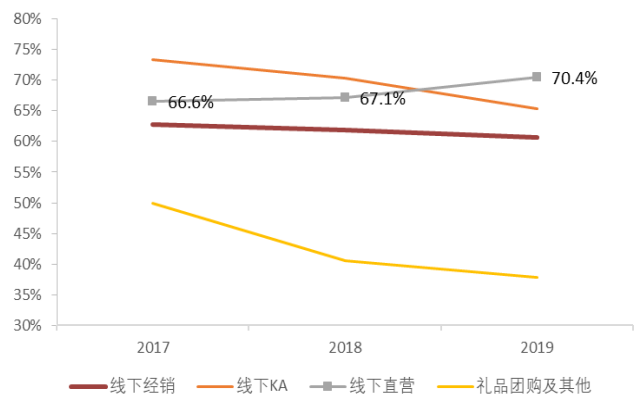
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 23：线下渠道以经销为主



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 24：线下直营盈利能力较强



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司的线下渠道以线下经销为主。2019 年公司线下经销和线下直营收入在线下收入中占比分别为 49.1%。公司对经销商进行授权代理销售，由各经销商通过高端购物中心、百货商场等零售终端渠道对外销售。经过长期的架设与开拓，公司已经建立覆盖全国主要城市高端渠道的经销网络。公司通过经销的销售模式，快速布局线下渠道。

盈利能力来看，线下直营的盈利能力较强，2019 年毛利率为 70.4%。公司积极参与到新零售的发展浪潮，通过开设自营店的方式探索“人+货+场”的互动方式，为消费者提供一个了解、体验、购买公司产品的消费场所。目前公司分别设立了福田中心城店、宝安壹方城店、南山海岸城店、塘朗城店、青岛凯德广场店、成都悠方购物广场店、上海美罗城店等多家线下直营店。线下直营的销售模式，一方面给消费者提供了一个场景式的体验环境，强化公司的高端品牌形象，另一方面直营店的形式减少经销商等中间环节，盈利能力更强。

图 25: 北鼎线下体验店

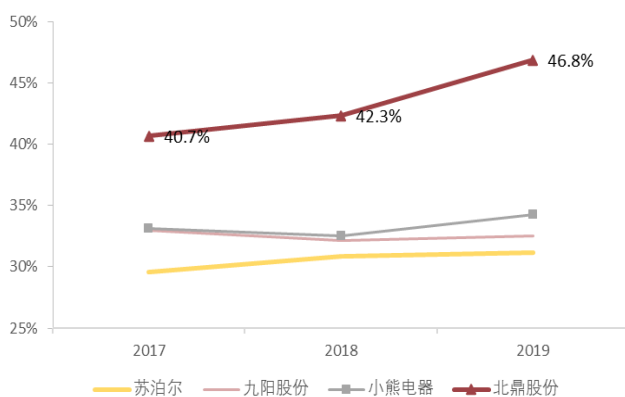


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2.2 品牌建设加码, 竞价推广高效获客

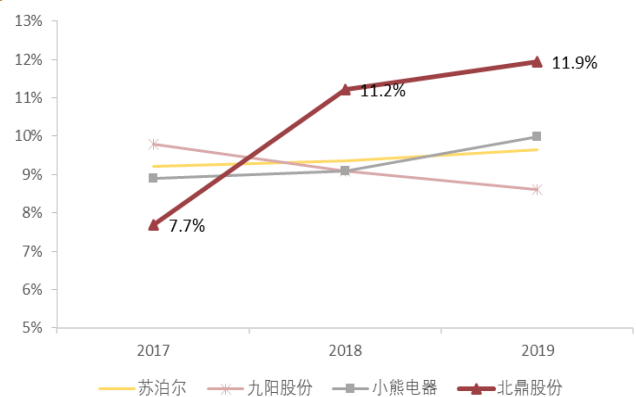
从盈利能力来看, 公司整体毛利率明显高于可比公司。2019 年公司毛利率为 46.8%, 其中内销毛利率为 65.6%。我们推测公司内销毛利率较高的原因主要有三点: **1) 渠道。**前文提及公司的内销业务以线上为主, 线上毛利率较高。此外, 公司的销售模式更是以直销为主, 2019 线上直销占总营收的比为 50.3%。直销模式下, 不用让利给经销商等等, 盈利能力较强。**2) 生产。**公司厨房小家电采用自主生产的生产模式, 且参与生产环节较为前端。相较于外包生产, 自主生产的价值链条相对较长, 产品成本较低, 毛利率相对较高。**3) 品牌。**公司内销产品定位高端, 产品选材和设计都有严格的要求, 产品具备一定的品牌溢价, 毛利率整体处于较高水平。

图 26: 北鼎毛利率明显高于同行



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 27: 北鼎净利率略高于同行

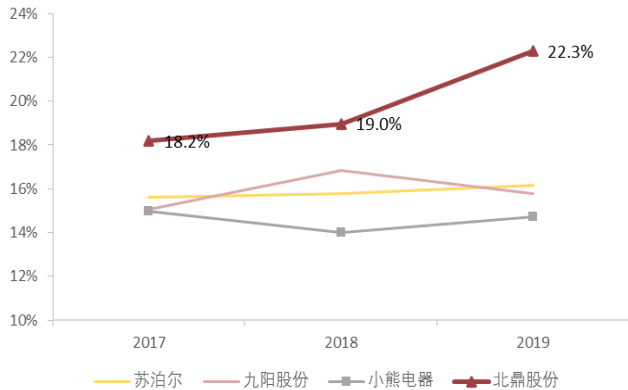


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司整体毛利率显著高于可比公司, 而净利率上仅是略高于可比公司, 2019 年公司净利率为 11.9%。究其原因, 主要是公司在**销售费用上投入较多**。2019 年公司销售费用率为 22.3%。细分来看, 2019 年北鼎销售费用中占比前三的是网上商城费用、职工薪酬和品牌推广费, 在销售费用中占比分别为 41.56%/19.4%/14.59%。同行来看, 北鼎的渠道、推广以

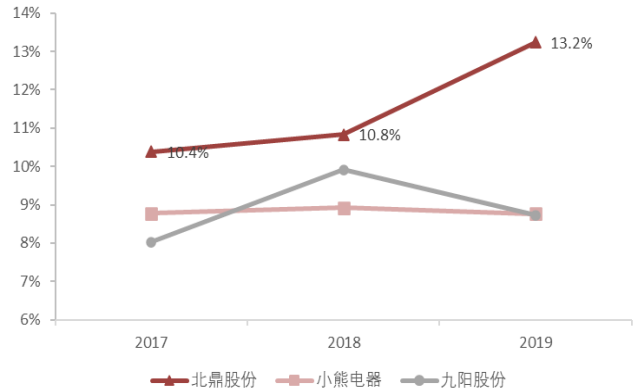
及售后费用率为 13.2%，高于小熊电器和九阳股份。¹北鼎品牌定位高端，在品牌宣传上投入明显高于同行。

图 28：北鼎销售费用率高于同行



数据来源：招股说明书，西南证券整理

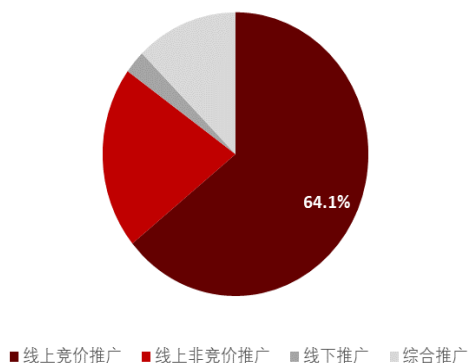
图 29：北鼎线上渠道、品牌推广及售后费率高于同行



数据来源：招股说明书，西南证券整理

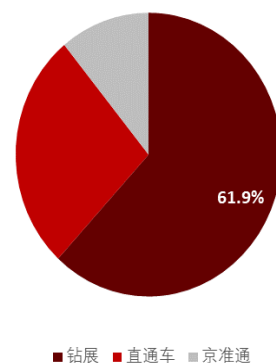
从推广方式来看，北鼎多采用天猫钻展、直通车以及京准通（即京东快车、京东直投及京选展位）等竞价类推广方式，2019 年线上竞价推广费在推广费用中占比达到了 64.1%。而线上竞价推广方式中，淘宝钻展占比达到了 61.9%。

图 30：北鼎推广以竞价类推广为主



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 31：北鼎竞价类推广以淘宝钻展为主



数据来源：招股说明书，西南证券整理

相较于普通非竞价类推广方式，竞价类推广更能做到精准投放，实现流量的转化。以淘宝钻展为例，每个访问淘宝的访客，都会形成搜索、浏览、收藏、购买等各种行为，系统会根据这些行为给这些访客打上各种标签。如一个人在淘宝上经常搜索“养生壶”，那么用户身上就会带上“美容”、“养生壶”等标签。通过合理的定向，北鼎可以利用钻展系统来圈定公司的目标用户，从而将公司广告创意仅推送给目标客户，获得精准流量和好的广告效果。北鼎通过钻展、直通车以及京准通等竞价方式，实现了流量的精准投放。一方面定向投放，精准狙击目标客群，实现流量的有效转化；另一方面，竞价类推广方式支持按照展示付费（CPM）和按照点击付费（CPC），相较于非竞价类方式，引流成本可控。

¹由于各公司销售费用细分类别存在差异，我们加总进行分析。九阳渠道、售后及广告费为 8.7%；小熊电器品牌宣传费、市场促销费、售后服务费合计 8.8%；北鼎股份网上商城费用、品牌推广费用以及售后服务与配件合计占比 13.2%。

图 32: 钻展定向引流



数据来源: 西南证券整理

3.3 品类拓展, 募投扩产

公司将基于养生壶品类的**养生场景延伸策略**, 积极开发并完善饮水机、烤箱等品类产品线, 构造对应品类的消费场景。以饮水机为例, 追求健康生活品质, 饮水安全是人们的基本诉求, 随着“健康饮水”养生理念的深入, 饮水机销售增长较快。2019 年饮水机销售收入 6315.4 万元, 同比增长 38.7%。

图 33: 北鼎产品拓展



数据来源: 天猫商城, 西南证券整理

公司拟投入募集资金 2.8 亿元用于厨房小电的产能、营销以及研发中心的扩建。公司拟新增养生壶 20 万件, 烤箱 5 万件, 其他产品 (电热水壶、饮水机、多士炉、蒸锅等厨房小电) 35 万件。随着募集资金的逐步到位, 公司**有望进一步扩大产能**。

表 6: 公司募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	厨房小电扩建项目	12322.08	10908.98
2	品质生活厨房小电综合用品线下营销网络建设项目	8291.50	2252.73
3	品质生活厨房小电综合用品研发设计中心建设项目	5076.33	5076.33
4	品质生活厨房小电线上营销网络及品牌建设项目	9940.00	9940.00
合计		35629.91	28178.04

数据来源: 招股说明书, 西南证券

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司加大自主品牌发展，内销毛利率呈现上升趋势，预期 2020-2022 年公司毛利率为 66.98%/67.17%/67.37%；

假设 2：公司外销战略性收缩，毛利率小幅变动，预期 2020-2022 年公司毛利率为 14.93%/14.91%/14.9%；

假设 3：公司加大品牌建设，预期公司费用投入加大，2020-2022 年公司销售费用率为 22.5%/23.5%/23.5%，管理费用率为 12%/12%/12%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
内销	收入	320.05	387.90	461.65	536.64
	增速	2.9%	21.2%	19.0%	16.2%
	毛利率	68.98%	66.98%	67.17%	67.31%
外销	收入	231.10	186.19	164.60	155.89
	增速	-21.8%	-19.44%	-11.59%	-5.29%
	毛利率	16.2%	14.93%	14.91%	14.90%
合计	收入	551.15	574.08	626.24	692.53
	增速	-9.16%	4.16%	9.09%	10.59%
	毛利率	46.84%	50.09%	53.43%	55.52%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取行业中的四家主流公司，2019 年四家公司平均 PE 为 27 倍，2020 年平均 PE 为 36 倍。参考行业平均估值，考虑到公司品牌定位高端，盈利能力较强；线上销售为主，精准营销获客能力较强，我们给予 35 倍估值，目标价 12.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002242	九阳股份	35.39	1.07	1.21	1.40	1.60	23.43	29.37	25.23	22.09
002032	苏泊尔	68.38	2.34	2.42	2.79	3.1	32.84	28.29	24.54	22.06
002959	小熊电器	119.25	2.23	2.26	2.83	3.59	31.05	52.83	42.21	33.18
002705	新宝股份	35.58	0.86	1.07	1.30	1.57	19.23	33.24	27.36	22.63
平均值							26.63	35.93	29.84	24.99

数据来源：数据截止 2020.6.19，西南证券整理

5 风险提示

- (1) 行业竞争加剧;
- (2) 汇率大幅波动;
- (3) 原材料价格大幅波动。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	551.15	574.08	626.24	692.53	净利润	65.78	78.78	98.00	120.32
营业成本	292.97	286.50	291.61	308.06	折旧与摊销	14.97	16.10	23.90	33.98
营业税金及附加	5.35	5.40	5.90	6.55	财务费用	-0.38	-1.59	-1.12	-0.78
销售费用	122.77	129.17	147.17	162.75	资产减值损失	-0.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	42.44	68.89	75.15	83.10	经营营运资本变动	8.27	5.23	-6.87	-4.19
财务费用	-0.38	-1.59	-1.12	-0.78	其他	-5.38	-1.17	-2.17	-1.78
资产减值损失	-0.80	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	82.46	97.34	111.74	147.56
投资收益	3.98	2.00	2.00	2.00	资本支出	2.28	-145.00	-145.00	-145.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-7.75	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5.48	-143.00	-143.00	-143.00
营业利润	73.28	87.72	109.53	134.84	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.25	1.55	1.51	1.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	74.53	89.27	111.05	136.34	股权融资	0.69	0.00	24.69	0.00
所得税	8.76	10.49	13.04	16.02	支付股利	-32.61	-31.54	-37.77	-46.99
净利润	65.78	78.78	98.00	120.32	其他	6.47	1.59	1.12	0.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-25.45	-29.94	-11.97	-46.21
归属母公司股东净利润	65.78	78.78	98.00	120.32	现金流量净额	52.28	-75.60	-43.22	-41.65
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	236.89	161.28	118.06	76.41	成长能力				
应收和预付款项	62.84	66.01	72.74	78.00	销售收入增长率	-9.16%	4.16%	9.09%	10.59%
存货	63.10	61.76	62.87	66.57	营业利润增长率	-3.27%	19.69%	24.87%	23.11%
其他流动资产	0.88	0.91	1.00	1.10	净利润增长率	-3.29%	19.77%	24.40%	22.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.19%	16.32%	29.44%	27.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	39.43	154.76	262.29	359.74	毛利率	46.84%	50.09%	53.43%	55.52%
无形资产和开发支出	6.14	19.94	33.74	47.54	三费率	29.91%	34.22%	35.32%	35.39%
其他非流动资产	5.16	4.93	4.69	4.46	净利率	11.93%	13.72%	15.65%	17.37%
资产总计	414.42	469.60	555.39	633.84	ROE	20.48%	21.38%	21.61%	22.84%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.87%	16.78%	17.65%	18.98%
应付和预收款项	78.58	86.69	87.42	92.10	ROIC	44.32%	38.13%	29.10%	25.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.94%	17.81%	21.13%	24.27%
其他负债	14.59	14.42	14.55	14.99	营运能力				
负债合计	93.17	101.11	101.98	107.09	总资产周转率	1.33	1.30	1.22	1.16
股本	163.05	217.40	217.40	217.40	固定资产周转率	14.40	9.14	4.96	3.38
资本公积	29.66	-24.69	0.00	0.00	应收账款周转率	10.29	12.69	12.08	12.33
留存收益	128.54	175.78	236.01	309.35	存货周转率	3.76	4.39	4.48	4.56
归属母公司股东权益	321.25	368.49	453.41	526.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	321.25	368.49	453.41	526.75	资产负债率	22.48%	21.53%	18.36%	16.90%
负债和股东权益合计	414.42	469.60	555.39	633.84	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.22	3.08	2.68	2.22
					速动比率	3.48	2.42	2.02	1.55
					股利支付率	49.58%	40.03%	38.54%	39.05%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.36	0.45	0.55
					每股净资产	1.48	1.69	2.09	2.42
					每股经营现金	0.38	0.45	0.51	0.68
					每股股利	0.15	0.15	0.17	0.22
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	87.88	102.22	132.32	168.05					
PE	28.13	23.48	18.88	15.38					
PB	5.76	5.02	4.08	3.51					
PS	3.36	3.22	2.95	2.67					
EV/EBITDA	13.06	16.49	13.07	10.54					
股息率	1.76%	1.70%	2.04%	2.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn