

北鼎股份（300824.SZ） 高端养生小家电领军者，自主品牌内销表现亮眼

2020 年 09 月 02 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
吕明（分析师）
孟昕（联系人）

lvming@kysec.cn

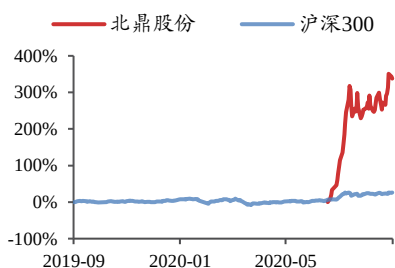
mengxin@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120040004

日期	2020/9/1
当前股价(元)	37.23
一年最高最低(元)	41.00/7.09
总市值(亿元)	80.94
流通市值(亿元)	20.23
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	0.54
近 3 个月换手率(%)	978.62

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 国内厨房小家电行业龙头企业之一，首次覆盖给予“增持”评级

北鼎股份是国内厨房小家电行业的龙头公司之一。我们认为，行业空间较大，市场规模有望继续扩大，尤其养生壶等新兴品类增长迅速。公司作为厨房小家电行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有品牌、渠道和产品优势的基础上，继续加强品牌营销、拓展品类、扩大产能，公司有望实现进一步的业绩增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.77/0.90/1.07 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.41/0.49 元，当前股价对应 PE 为 105.4/89.8/75.3 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 竞争优势：打造高端高质小家电品牌，深耕多元渠道产品建设

公司在品牌、渠道、产品和生产四个方面具备较强的竞争优势。1) 品牌：定位竞争较小的高端市场，推广投入增强品牌效力。2) 渠道：融合线上线下、外销内销渠道，深耕多元渠道建设；其中，公司渠道重心正在由代工外销向自主品牌内销转移，其中内销以线上渠道为主导。3) 产品：以场景思维打造高品质、高颜值、极致使用体验的小家电产品。4) 生产：代工经验、智能化生产和质控体系为公司带来先进生产优势。

● 未来增量：线上渠道新营销、品类横向延伸和扩产能将带来新增量

公司将从加强品牌营销、拓展品类和扩大产能三个方面拉动业绩增长。1) 品牌营销：公司试水 MCN 营销，通过网红直播带货模式进行产品推广；以社交化分享作为新营销方式，达到线上品牌推广目的。2) 拓展品类：挖掘探索厨房新场景，横向延伸小家电品类。公司已推出珐琅铸铁锅、多功能蒸炖锅等新品，满足消费者在厨房的更多场景需求，未来将继续深耕烹饪新场景，衍生出更多中高频产品，实现新烹饪生态圈。3) 扩大产能：公司投入“厨房小电扩建项目”，建设智能化生产车间，扩大产能。

● 风险提示：宏观经济波动、行业竞争加剧、外销受挫、技术产品更迭不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	607	551	571	641	714
YOY(%)	14.5	-9.2	3.6	12.2	11.5
归母净利润(百万元)	68	66	77	90	107
YOY(%)	66.8	-3.3	16.7	17.4	19.2
毛利率(%)	42.3	46.8	47.1	48.3	49.6
净利率(%)	11.2	11.9	13.4	14.1	15.0
ROE(%)	23.7	20.5	19.3	19.6	19.7
EPS(摊薄/元)	0.31	0.30	0.35	0.41	0.49
P/E(倍)	119.0	123.0	105.4	89.8	75.3
P/B(倍)	28.2	25.2	20.3	17.6	14.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 北鼎股份：致力于高品质厨房小家电的创新型企业.....	4
1.1、 发展历程：从小家电代工到发展自主品牌业务转型.....	4
1.2、 财务分析：自主品牌内销业务盈利优势显著.....	5
1.2.1、 公司总体营收稳定，重心逐渐由外销业务向自主品牌内销业务转移.....	5
1.2.2、 公司毛利率增速亮眼，养生壶毛利优势凸显.....	6
1.2.3、 公司销售费用率呈增长趋势，研发费用率处于行业较高水平.....	7
1.2.4、 公司净利率增长明显，盈利能力显著提升.....	7
1.2.5、 公司较高的销售净利率拉动 ROE 水平提升.....	8
1.3、 公司股权结构较为集中，股权激励绑定核心员工与公司间利益.....	8
2、 行业：小家电发展空间较大，新兴品类处于快速成长期.....	9
2.1、 行业规模：小家电市场规模稳步增长，养生壶品类增长迅速.....	9
2.2、 行业空间：小家电及其细分品类养生壶仍具备较大成长空间.....	10
2.3、 竞争格局：“美苏九”三足鼎立，养生壶线上市场相对分散.....	11
2.4、 行业渠道：以线上渠道为主，且未来占比有望继续提升.....	12
3、 公司看点：定位高端，基础优势和未来增量显著.....	12
3.1、 竞争优势：公司打造高端高质小家电品牌，深耕多元渠道产品建设.....	12
3.1.1、 品牌：定位竞争较小的高端市场，推广投入增强品牌效力.....	12
3.1.2、 渠道：融合线上线下、外销内销渠道，深耕多元渠道建设.....	13
3.1.3、 产品：以场景思维打造高品质、高颜值、极致使用体验的小家电产品.....	16
3.1.4、 生产：代工经验、智能化生产和质控体系为公司带来先进生产优势.....	18
3.2、 未来增量：线上渠道新营销、品类横向延伸和扩产能将带来新增量.....	19
3.2.1、 品牌营销：试水 MCN 营销及社交化分享营销，增强线上优势.....	19
3.2.2、 拓展品类：挖掘探索厨房新场景，横向延伸小家电品类.....	20
3.2.3、 扩大产能：“厨房小电扩建项目”扩产能、提效率.....	21
4、 盈利预测与投资建议.....	21
4.1、 关键假设.....	21
4.2、 盈利预测与估值.....	21
5、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 公司进行线下线上多渠道布局.....	4
图 2： 公司围绕厨房养生场景打造多元化产品图谱.....	4
图 3： 公司从小家电代工业务向发展自主品牌业务转型.....	5
图 4： 2013-2018 年公司营收持续增长，2019 年外销负面冲击使营收下降.....	5
图 5： 养生壶、多士炉产品贡献公司主要收入.....	6
图 6： 内销持续增长，逐渐成为主要收入来源.....	6
图 7： 公司整体毛利率逐年快速增长.....	6
图 8： 公司养生壶业务毛利率显著高于多士炉.....	6
图 9： 公司期间费用率水平总体呈增长趋势.....	7
图 10： 公司销售费用率较高且逐年增长.....	7
图 11： 公司研发费用率处于行业较高水平.....	7

图 12: 公司净利率显著增加, 处于行业较高水平	8
图 13: 公司归母净利润增长, 盈利能力较强	8
图 14: 公司股权结构较为集中, 股权激励实现利益绑定	9
图 15: 小家电市场规模预计稳步上升, 发展前景良好	9
图 16: 养生壶市场规模呈上升趋势	10
图 17: 我国城镇居民可支配收入逐年提升	10
图 18: 小家电消费结构由功能性向品质性转移	10
图 19: 2018-2019 年, 线上小家电 CR3 稳定在 67%~68%	11
图 20: 2018-2019 年, 线下小家电 CR3 稳定在 91%~92%	11
图 21: 2019 年养生壶线下市场仍以“美苏九”主导	11
图 22: 2019 年养生壶线上市场相对分散	11
图 23: 小家电线上销额比重逐年提升	12
图 24: 养生壶线上销售渠道占主导地位	12
图 25: 国内小家电主要定位中低端, 高端市场相对空白	12
图 26: 北鼎养生壶均价在千元以上, 定位高端	13
图 27: 公司品牌推广费用基本稳定	13
图 28: 北鼎融合影视打造品牌广告短片《女子信条》	13
图 29: 公司融合线上线下、外销内销多种销售渠道, 具备多元化渠道结构	14
图 30: 公司渠道重心逐渐由外销转移至内销	14
图 31: 公司内销渠道中线上占比不断攀升	14
图 32: 内销渠道占比提升拉动公司盈利水平提升	15
图 33: 公司外销以 OEM 为主, 并拓展自主品牌业务	15
图 34: 公司海外经销、海外直销具有较高毛利率	15
图 35: 公司内销渠道以线上直营为主	16
图 36: 公司直营模式均具有较高毛利率	16
图 37: 公司在线下设立多家“北鼎食研室”体验直营店	16
图 38: 公司以场景思维打造养生、烘焙、饮水等消费生态圈	17
图 39: 北鼎围绕材质、性能等方面打造高端产品	17
图 40: 公司多年从事小家电生产, 具备较强生产制造优势	19
图 41: 李佳琦直播带货北鼎饮水机	19
图 42: 北鼎饮水机收入快速增长	19
图 43: 公司利用微博社交媒体的烹饪教程推广产品	20
图 44: 公司利用小红书社交分享用户消费体验	20
图 45: 公司继续挖掘厨房新场景, 横向延伸厨房小家电品类	20
表 1: 北鼎股份 ROE 水平处于行业中等水平 (2019 年)	8
表 2: 公司不断创新产品设计, 打造极具时尚感的产品	18
表 3: 公司“厨房小电扩建项目”规划提升养生壶、烤箱等产品产能	21
表 4: 可比家电公司估值情况	22

1、北鼎股份：致力于高品质厨房小家电的创新型企业

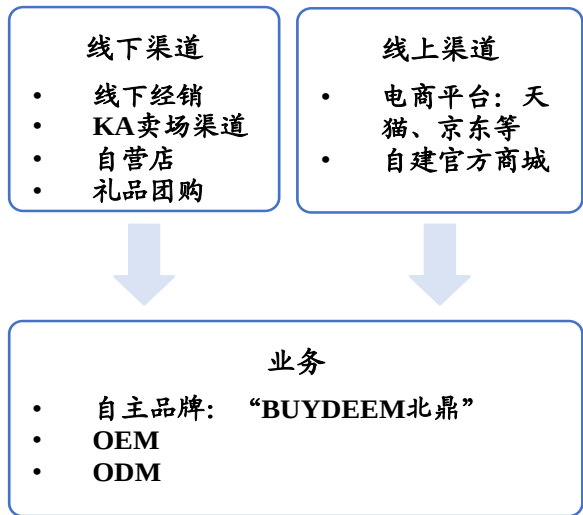
公司创立于 2003 年，并于 2020 年登陆创业板，是一家致力于提供高品质厨房小家电，多年坚持产品研发、工业设计和生产制造的创新型企业。

（1）业务方面：在境内，打造高端厨房生活品牌“BUYDEEM 北鼎”，以该自主品牌业务为核心；在境外，主要通过 OEM/ODM 模式，为惠而浦集团、摩飞电器等国际知名品牌商提供代工业务，同时推进海外自主品牌业务的发展。

（2）产品方面：公司围绕厨房养生场景，根据消费者需求，对小家电产品进行研发设计，并衍生周边食材用品，形成厨房养生生态圈。公司借助消费门槛相对较低的中高频产品扩大目标用户群体规模，以实现“低频消费（厨房小电）+中频消费（周边用品）+高频消费（周边食材）”产品的协同发展。

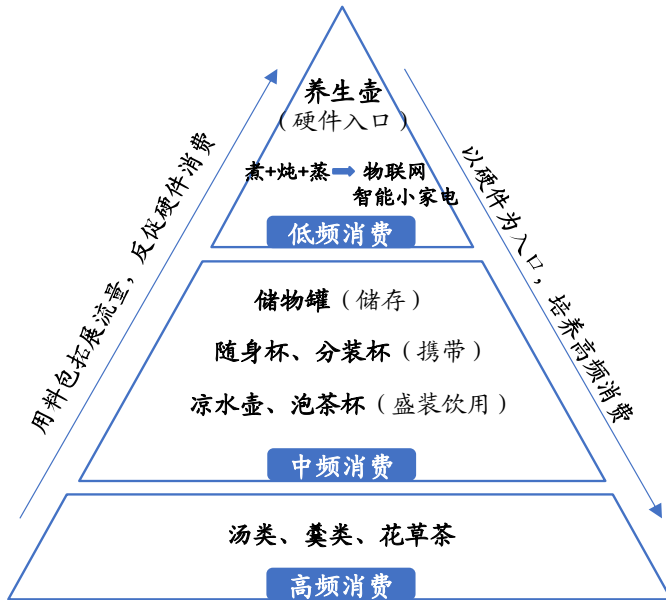
（3）渠道方面：公司在线下线上全面布局。在线下，公司主要布局经销、KA 及自营店渠道；在线上，公司布局天猫、京东等主流电商平台，并自建官方商城。

图1：公司进行线下线上多渠道布局



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图2：公司围绕厨房养生场景打造多元化产品图谱



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.1、发展历程：从小家电代工到发展自主品牌业务转型

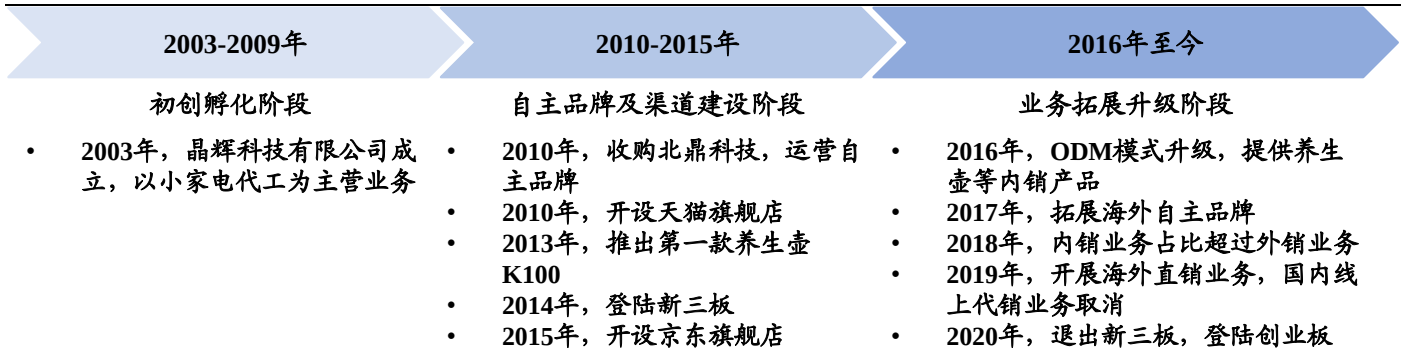
公司的发展历程主要可以分为三个阶段：

（1）初创孵化阶段（2003-2009 年）：公司创始人张默晗等人于 2003 年 5 月 9 日成立深圳市北鼎晶辉科技股份有限公司，将小家电代工作为其主营业务，奠定了公司的小家电业务基础。

（2）自主品牌及渠道建设阶段（2010-2015 年）：2010 年，公司收购北鼎科技，开始运营自主品牌，并于 2013 年，推出第一款养生壶 K100，开启自主品牌新业务。公司在建设新业务同时，致力于拓展线上渠道，2010 年开设天猫旗舰店，2015 年开设京东旗舰店，线上线下协同发力。2014 年，公司登陆新三板。

(3) 业务拓展升级阶段 (2016 年至今): 在国内, 2016 年, 公司升级 ODM 模式, 提供养生壶等内销产品, 并于 2019 年取消国内线上代销业务; 在海外, 2017 年公司拓展海外自主品牌, 2019 年开展海外直销业务。整体来看, 2018 年公司内销业务占比超过外销业务。公司于 2020 年退出新三板并登陆创业板。

图3: 公司从小家电代工业务向发展自主品牌业务转型



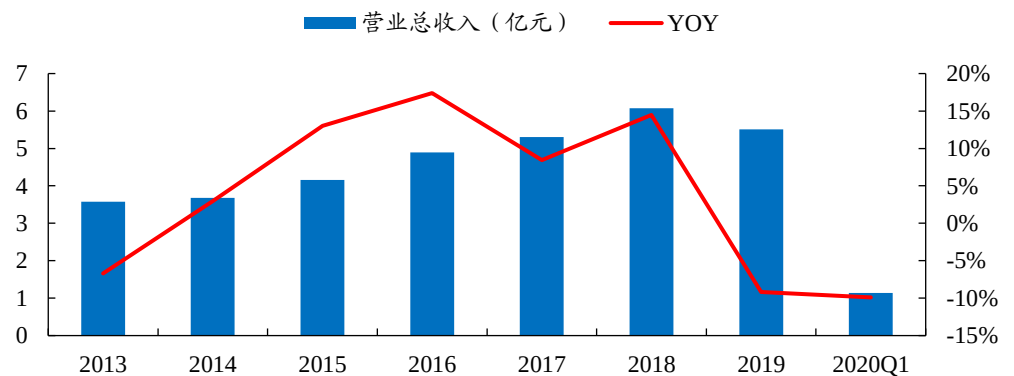
资料来源: 公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、财务分析: 自主品牌内销业务盈利优势显著

1.2.1、公司总体营收稳定, 重心逐渐由外销业务向自主品牌内销业务转移

公司营收状况整体较为稳定。2013-2018 年, 公司营业总收入由 3.58 亿元升至 6.07 亿元, CAGR 为 11.14%, 持续增长; 2019 年, 营业总收入下降至 5.51 亿元 (-9.16%), 主要系 2019 年外销受阻。2020 Q1 受疫情影响, 总营收为 1.14 亿元 (-9.90%)。

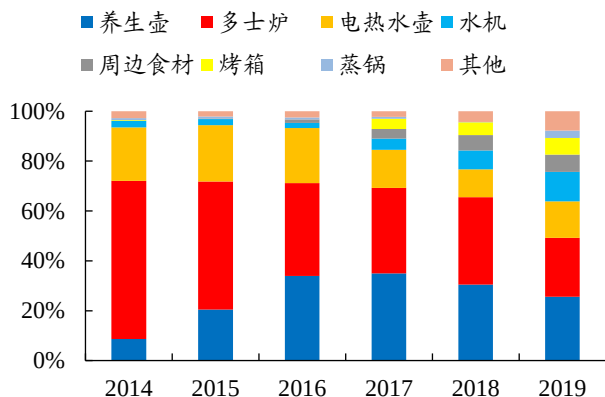
图4: 2013-2018 年公司营收持续增长, 2019 年外销负面冲击使营收下降



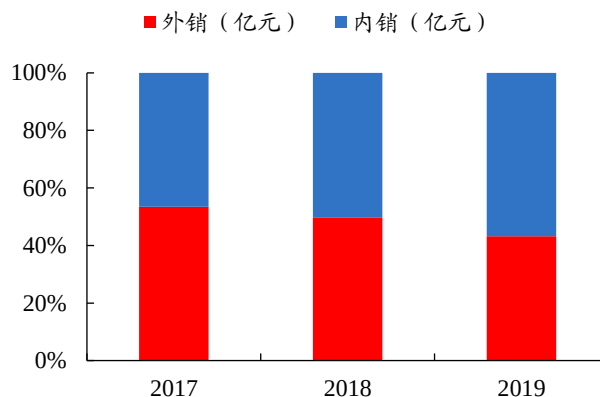
数据来源: Wind、招股说明书、开源证券研究所

从产品来看, 养生壶和多士炉为收入主体。2019 年, 养生壶、多士炉分别实现营收 1.41 亿元、1.30 亿元, 分别占比 25.59%、23.59%, 为主要营收来源。其中, 多士炉比重在 2014-2019 年间呈逐年下降趋势, 而养生壶比重则先增长后逐渐趋于稳定, 主要系养生壶为公司自主品牌核心产品且以内销为主, 而多士炉则多为代工的外销产品。

从地区来看，内销比重持续增长，成为主要收入来源。2017-2019 年，公司内销收入由 2.44 亿元增长至 3.09 亿元，占比由 46.52% 升至 56.75%，成为主要收入来源；而公司外销收入比重逐年下降，由 2017 年的 2.80 亿元减至 2.36 亿元，占比由 53.48% 降至 43.25%。主要原因为 2019 年公司国外代工主要客户惠而浦集团、摩飞电器的采购下降，使公司外销受阻，公司主要依靠内销自主品牌来拉动业绩。

图5：养生壶、多士炉产品贡献公司主要收入


数据来源：Wind、开源证券研究所

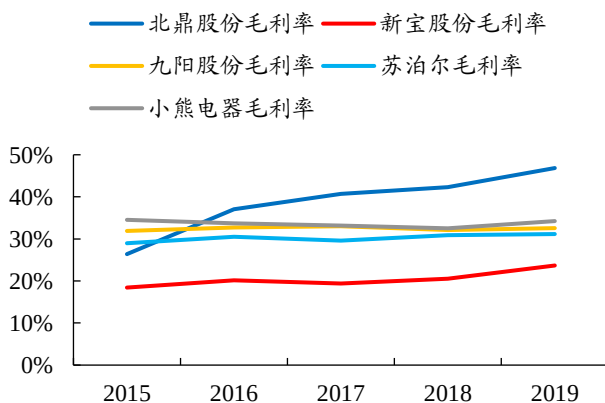
图6：内销持续增长，逐渐成为主要收入来源


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

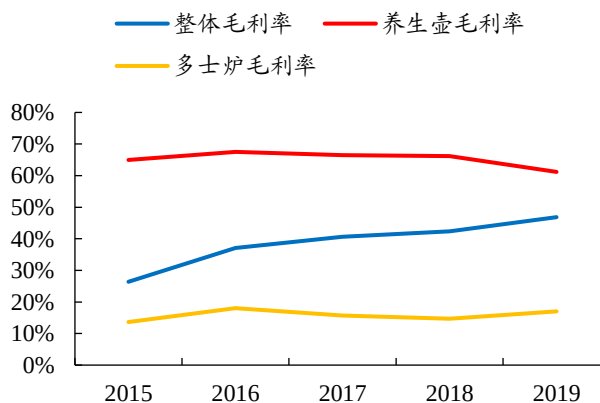
1.2.2、公司毛利率增速亮眼，养生壶毛利优势凸显

公司毛利率逐年快速上升。2015-2019 年，公司的毛利率显著提高，由 26.38% 升至 46.84%，相较于新宝股份、九阳股份等可比公司基本稳定的毛利率水平，北鼎股份不断提升的毛利率体现了其盈利优势，主要系自主品牌内销的增加拉动公司盈利能力的提升。

养生壶业务贡献较高毛利率。2015-2019 年，公司养生壶业务的毛利率基本保持在 60%~70% 之间，并于 2019 年达到 61.17%；而多士炉毛利率则基本稳定在 10%~20%，同养生壶业务相比，存在较大差距。主要原因为养生壶作为公司自主品牌小家电的核心品类，定位高端，拥有更多定价权，而多士炉则主要为外销代工，获利相对较少，因此二者毛利率存在较大差异，公司业务向养生壶的转移拉升了公司总体收益水平。

图7：公司整体毛利率逐年快速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

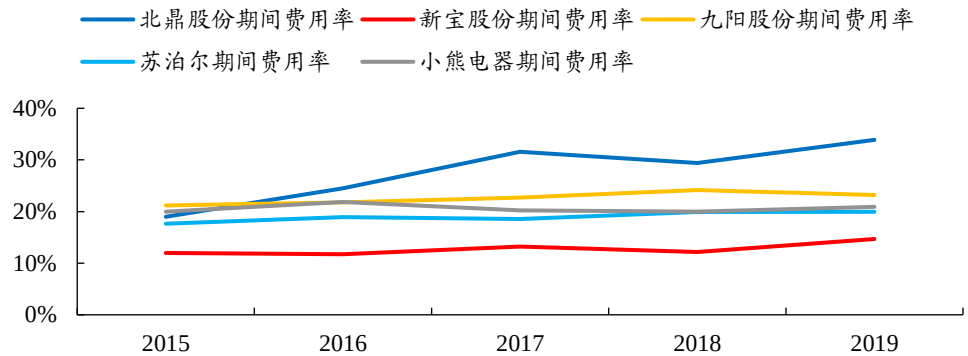
图8：公司养生壶业务毛利率显著高于多士炉


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.3、公司销售费用率呈增长趋势，研发费用率处于行业较高水平

公司期间费用率整体呈增长态势。2015-2019 年，公司期间费用率由 18.99% 上升至 33.88%，整体呈增长趋势，主要系公司自 2010 年起开始发展自主品牌业务，在自主研发、销售推广等方面的费用相较于其他可比公司呈现较快的增长。

图9：公司期间费用率水平总体呈增长趋势

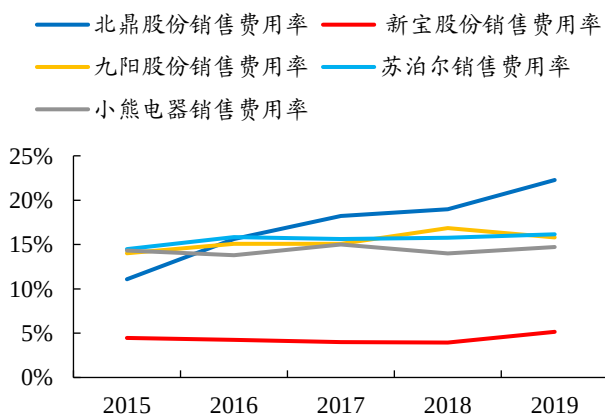


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司销售费用率逐年增加。2015-2019 年，公司销售费用率从 11.08% 升至 22.27%，且 2016 年起，销售费用率持续高于新宝股份、九阳股份等可比公司。其主要原因为公司采取的线上直营模式所需销售费用较高，与此同时，定位高端的产品在品牌推广上所需的投入也相对较多。

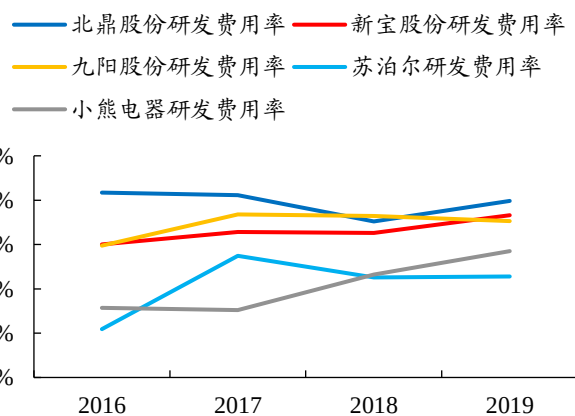
公司研发费用率基本处于较高水平。2016-2019 年，公司的研发费用率基本处于 4% 左右，2019 年为 3.98%，相较于新宝股份、九阳股份等可比公司，处于较高的水平。这主要系公司注重厨房小家电的研发创新投入，以时尚个性化设计、优化自主品牌，促进产品迭代，提升产品的可持续竞争力。

图10：公司销售费用率较高且逐年增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司研发费用率处于行业较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

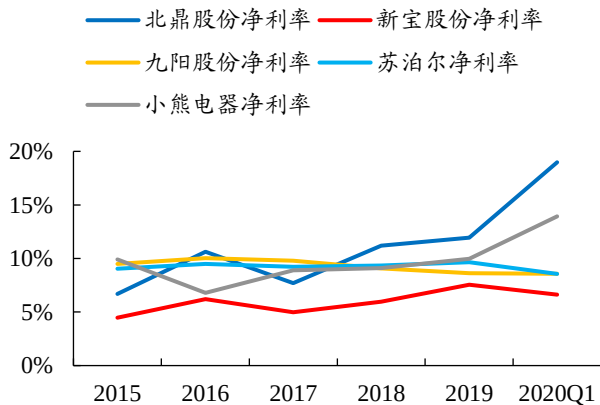
1.2.4、公司净利率增长明显，盈利能力显著提升

公司净利率显著增加，盈利能力增强。由于公司业务向国内自主品牌业务转移，毛利率较为快速的提升带动了公司净利率增加。2015-2019 年，公司净利率由 6.69% 上升至 11.93%，增长 5.24pct，相较于其他可比公司增幅较大，盈利能力较强，处于

行业较高水平。2020Q1，由于内销自主品牌业务的发展，净利率达到 18.98%。

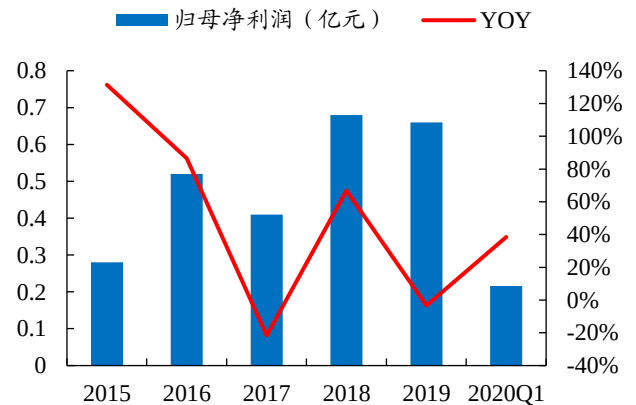
归母净利润整体呈增长态势。2015-2019 年，公司归母净利润由 0.28 亿元增至 0.66 亿元，CAGR 为 23.91%，远高于营收 CAGR（11.14%），体现公司在成本费用上有着较好把控。2020Q1，归母净利润为 0.22 亿元，同比增长 38.54%，归母净利润的上扬主要系内销自主品牌业务收入同比保持较大幅度增长，且自主品牌利润率相对外销代工业务利润率较高，使公司整体净利润水平同比有所上升。

图12：公司净利率显著增加，处于行业较高水平



数据来源：Wind、招股说明书、开源证券研究所

图13：公司归母净利润增长，盈利能力较强



数据来源：Wind、招股说明书、开源证券研究所

1.2.5、公司较高的销售净利率拉动 ROE 水平提升

公司较高的销售净利率拉升了 ROE 水平。2019 年，公司 ROE 为 21.61%，处于行业中等水平。通过将 2019 年北鼎股份及其可比公司的 ROE 水平进行杜邦拆分，可以得出：公司的 ROE 水平主要得益于较高的销售净利率，而这主要由养生壶等自主品牌内销拉动，反映了公司较大的盈利潜力。

表1：北鼎股份 ROE 水平处于行业中等水平（2019 年）

公司	ROE (%)	权益乘数	资产周转率 (次)	销售净利率 (%)
北鼎股份	21.61	1.36	1.33	11.93
新宝股份	16.76	1.86	1.19	7.55
九阳股份	21.79	1.87	1.32	8.62
苏泊尔	30.13	1.76	1.77	9.65
小熊电器	25.25	1.69	1.50	9.98

资料来源：Wind、开源证券研究所

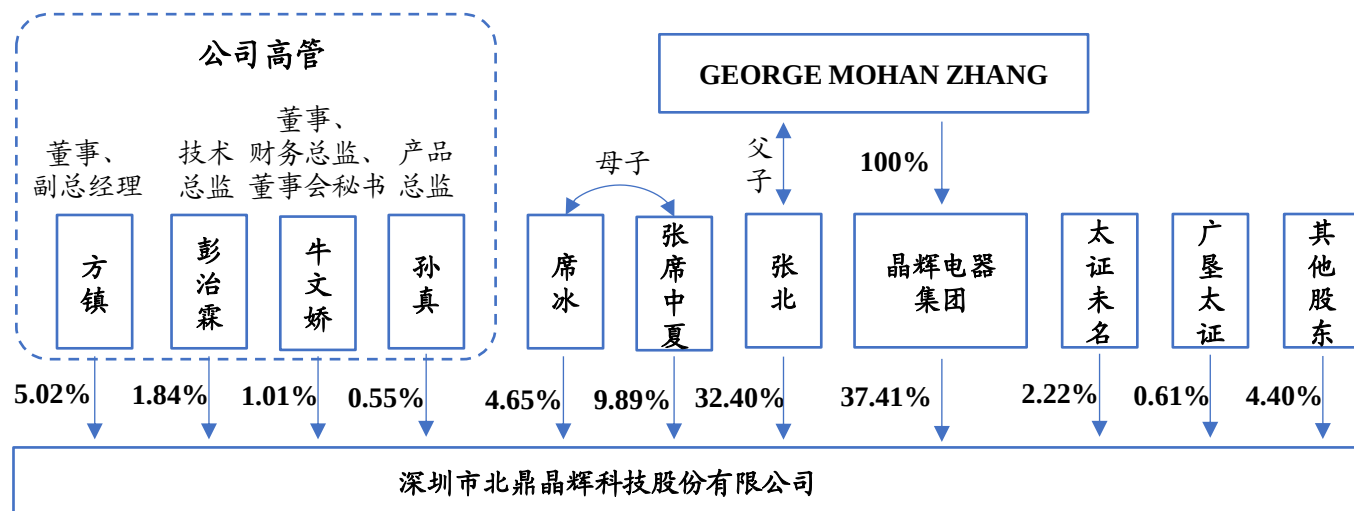
1.3、公司股权结构较为集中，股权激励绑定核心员工与公司间利益

股权结构较为集中，实际控制人为公司创始人及董事长张默晗及其父亲张北。截至 2020 年 6 月，张默晗 GEORGE MOHAN ZHANG 通过持有晶辉电器集团 100% 的股份间接持有北鼎股份 37.41% 的股份。而张北系张默晗之父，直接持有公司 32.40% 的股份，父子二人合计控制公司 69.81% 的股份，为公司实际控制人。

公司股权激励措施实现核心员工同公司的利益绑定。2017 年，公司实行以核心员工为对象的股权激励计划，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 元/股。公司通过股权激励增强了公司管理团队和业务骨干的凝聚力，

建立股东与核心人员及业务骨干团队之间的利益共享约束机制，对防止人才流失和公司的可持续发展起到重要作用。

图14：公司股权结构较为集中，股权激励实现利益绑定



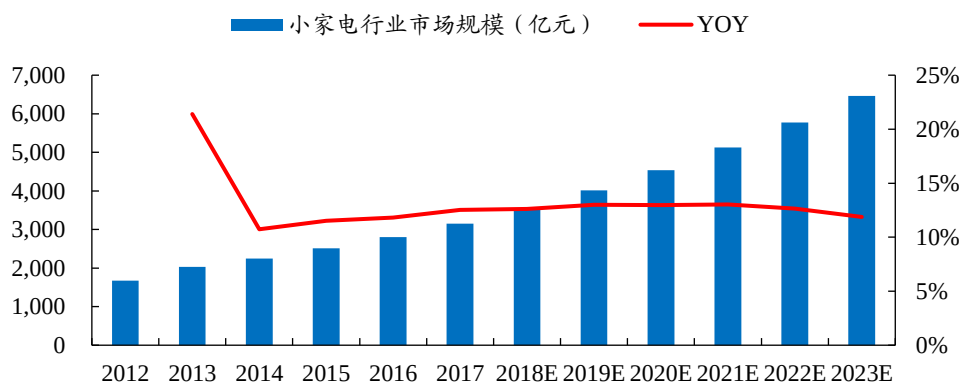
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2、行业：小家电发展空间较大，新兴品类处于快速成长期

2.1、行业规模：小家电市场规模稳步增长，养生壶品类增长迅速

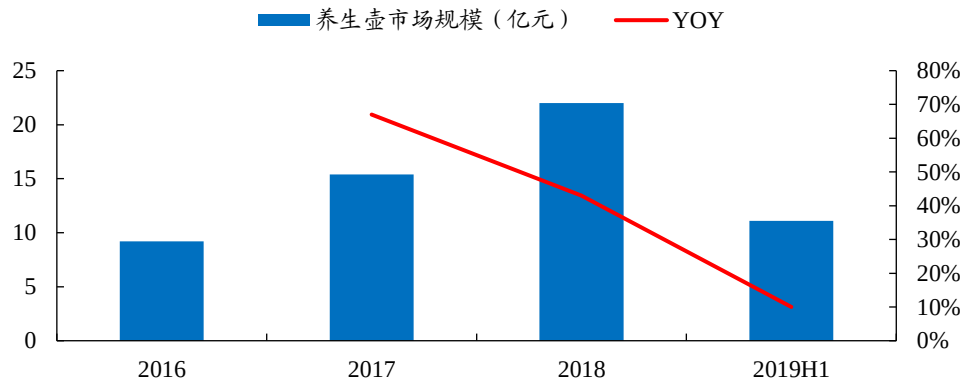
小家电行业规模逐年稳步上升，预计2023年将实现6000亿元以上的市场规模。根据前瞻产业研究院数据，2012-2017年，小家电市场规模将由1673亿元上升至3155亿元（+12.52%），CAGR为13.53%；同时预测2018-2023年复合增速将达12.70%，并于2023年实现6000亿元以上的市场规模。

图15：小家电市场规模预计稳步上升，发展前景良好



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

细分品类养生壶市场规模呈上升趋势。根据奥维云网数据，2016-2018年，养生壶市场规模由9.2亿元上升至22亿元（+42.86%），CAGR为54.64%，相较于小家电行业的整体规模趋势，该细分行业呈较高速增长。2019年上半年市场规模达11.1亿元，同比增长10%，养生壶作为创意小家电在国内仍处于快速成长期。

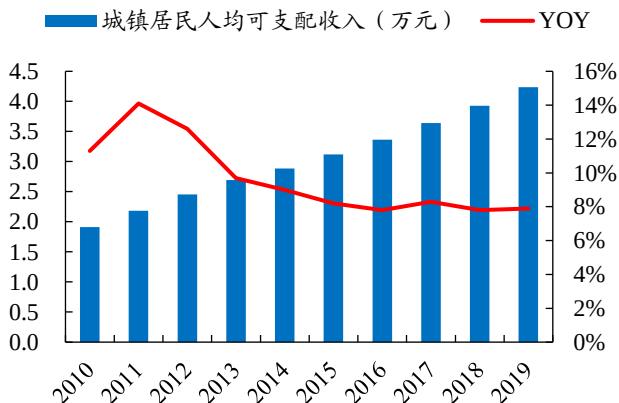
图16: 养生壶市场规模呈上升趋势


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

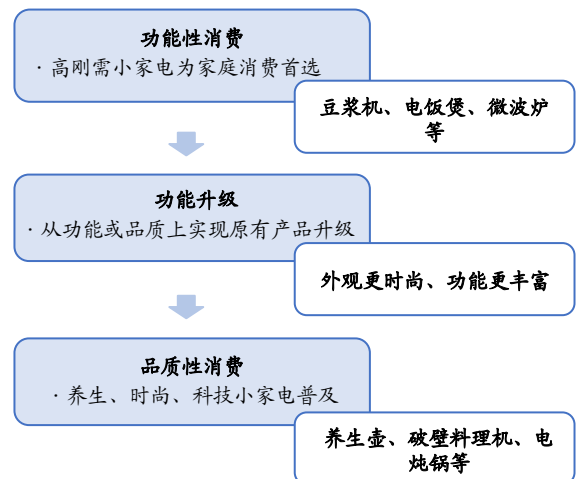
2.2、行业空间：小家电及其细分品类养生壶仍具备较大成长空间

国家政策的大力支持为小家电行业提供了良好的政策环境。2016年，国家先后发布《消费品标准和质量提升规划（2016-2020年）》、《轻工业发展规划 2016-2020》等政策，支持小家电的高端化、品质化、智能化，为小家电的发展创新助力。

居民消费水平的提高和消费结构的改变提供了消费保障。受益中国经济继续稳定的快速发展，居民的可支配收入也逐年稳步上升，提高了生活水平和消费水平，并逐渐由功能性消费向品质性消费转移，因此具有技术创新、时尚外观的高品质小家电正受到越来越多的青睐，由此未来小家电行业仍具有较大发展空间。

图17: 我国城镇居民人均可支配收入逐年提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18: 小家电消费结构由功能性向品质性转移


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

健康养生理念的普及促进养生小家电发展。随着日益加快的生活节奏和与日俱增的压力，亚健康、慢性病等逐渐成为社会焦点，健康养生的理念也因此得到快速普及。由消费者健康养生需求而衍生出来的创意小家电如养生壶，也因此正受到更多关注，未来养生小家电的成长空间较大。

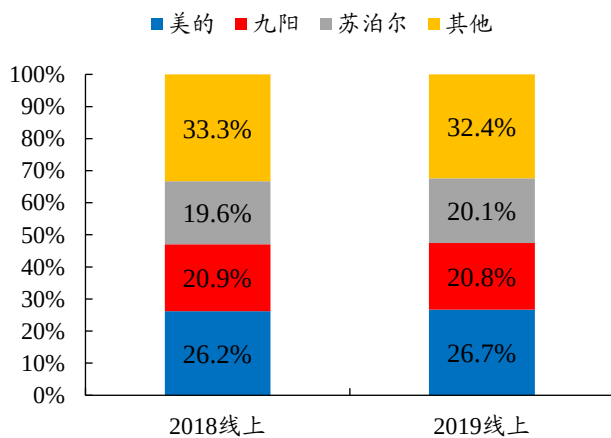
养生壶等小家电普及率仍较低，处于导入期。在发达国家，平均每户拥有20-30件小家电，小家电品种丰富；而在中国，每户小家电的保有量平均水平则不到10件，普及水平较发达国家仍存在较大差距。除此之外，国内市场中，养生壶在厨房小家电

中的渗透率不足 5%，规模较小，依旧处于导入阶段，未来具有较大的发展潜力。

2.3、竞争格局：“美苏九”三足鼎立，养生壶线上市场相对分散

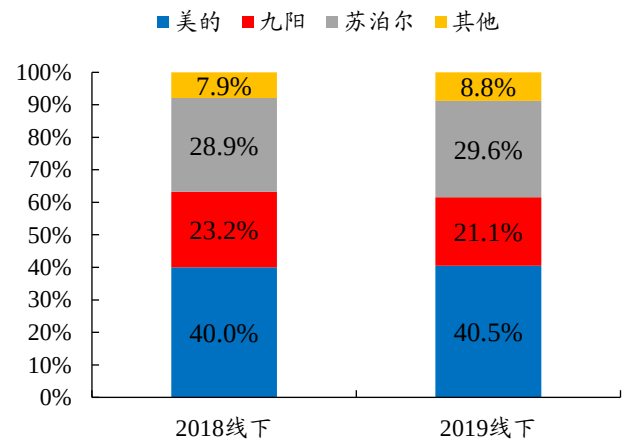
“美苏九”三足鼎立，线上集中度低于线下。根据奥维云网的数据，2018-2019 年，线上小家电市场 CR3（“美苏九”）稳定在 67%~68%，线下小家电市场 CR3（“美苏九”）稳定在 91%~92%。因此，在小家电市场，“美苏九”传统品牌三足鼎立的格局较为稳定，主要因传统的线下渠道较强，以及原有消费群体对品牌认知度较高。但相对而言，线上渠道较线下更为分散，加之代际更迭下，95 后新消费群体的崛起，新兴品牌仍有机会，尤其是能够打造电商渠道爆款产品的品牌。

图19：2018-2019 年，线上小家电 CR3 稳定在 67%~68%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

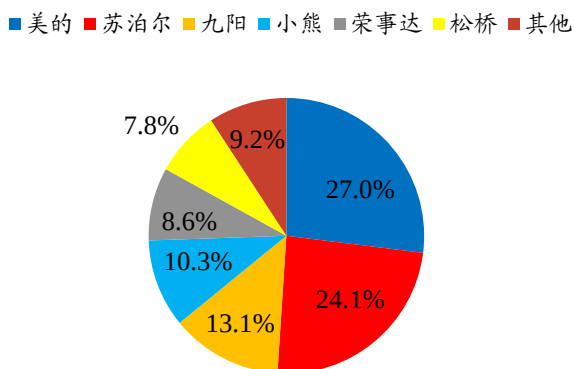
图20：2018-2019 年，线下小家电 CR3 稳定在 91%~92%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

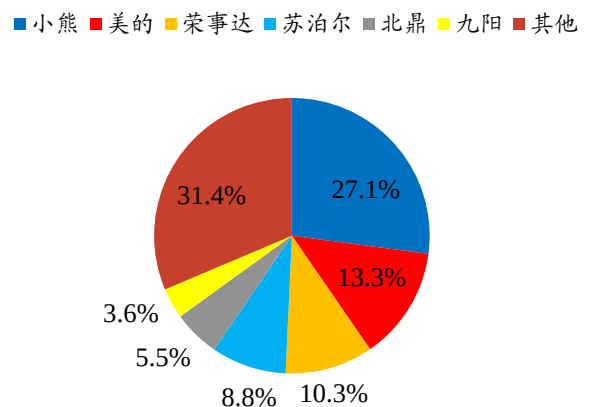
养生壶线下市场仍以美苏九主导，线上竞争格局相对分散。创意小家电如养生壶由于其差异化和细分化的特点，相较于传统小家电市场，集中度相对较低。根据奥维云网数据，2019 年养生壶线下市场“美苏九”依旧占据了主要份额，CR3 为 64.2%；而在养生壶线上市场则相对分散，小熊、北鼎等新兴品牌均可占据一席之地，未来有较大的竞争潜力。

图21：2019 年养生壶线下市场仍以“美苏九”主导



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图22：2019 年养生壶线上市场相对分散



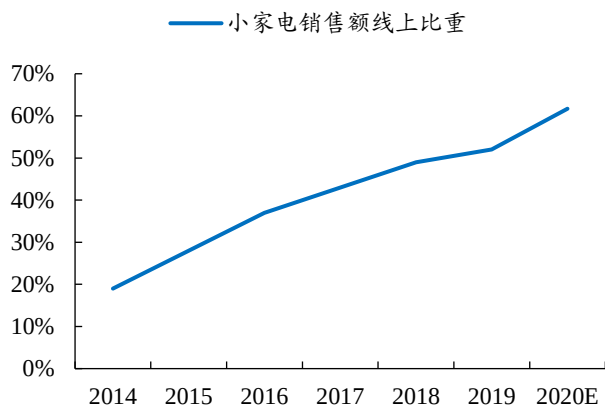
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.4、行业渠道：以线上渠道为主，且未来占比有望继续提升

小家电销售渠道以线上为主，且未来线上渠道占比仍有望提升。根据奥维云网数据，2014-2019年，小家电线上销额占比稳步上升，于2019年达到52%，并预计2020年线上销额比重将达62%。主要系小家电体积较小，易于安装，更适合线上购买，且社交电商、直播等线上新形式的迅速发展，将助推线上渠道占比持续提升。

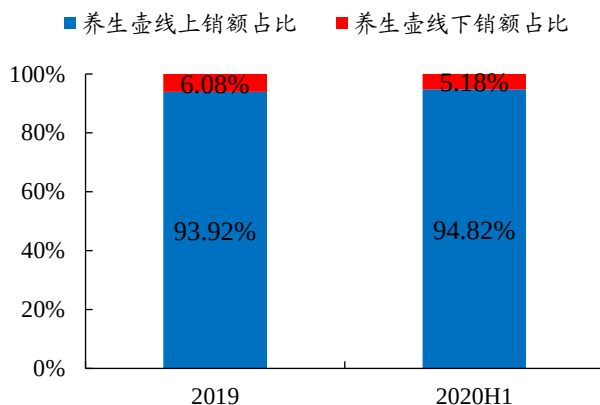
养生壶的线上销售渠道占主导地位。根据奥维云网数据，2019年，养生壶的线上销额占比达93.92%，远超线下；而2020H1，在疫情的助推作用下，养生壶的线上销额占比继续上升，达到94.82%。

图23：小家电线上销额比重逐年提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图24：养生壶线上销售渠道占主导地位



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

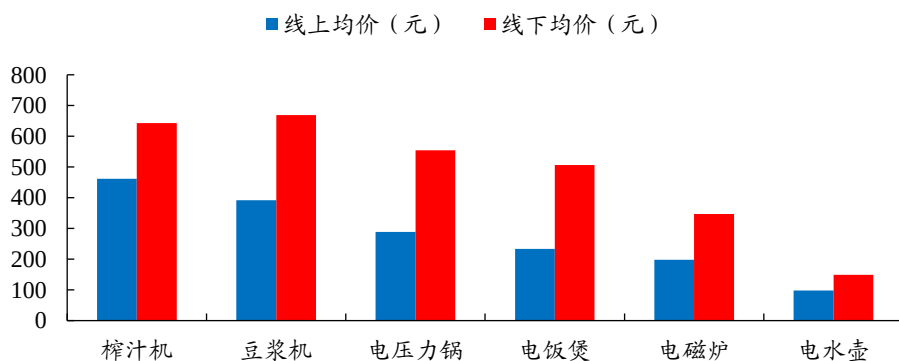
3、公司看点：定位高端，基础优势和未来增量显著

3.1、竞争优势：公司打造高端高质小家电品牌，深耕多元渠道产品建设

3.1.1、品牌：定位竞争较小的高端市场，推广投入增强品牌效力

国内小家电主要集中于中低端市场，高端市场相对空白。根据奥维云网数据，2019年国内小家电市场线上产品均价主要在500元以下，线下则为100-700元之间，价格总体偏低，主要定位于中低消费群体，由此在中低端小家电市场的竞争较为激烈，相比之下，定位高端的小家电产品较少，高端市场相对空白。

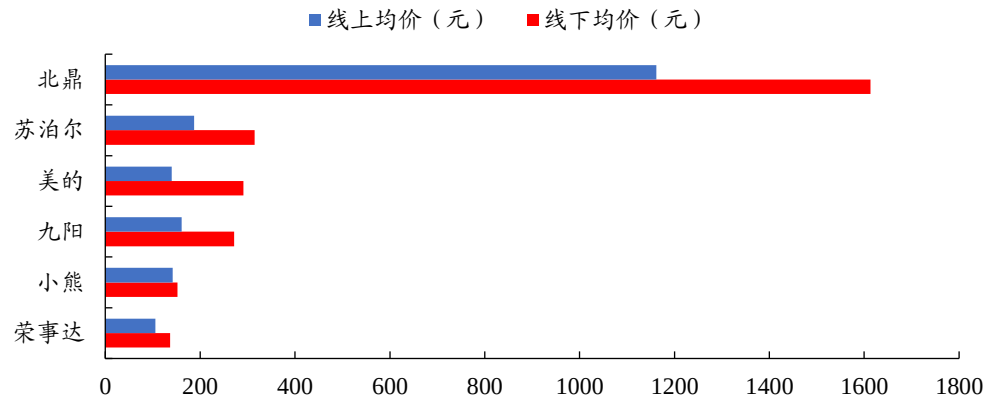
图25：国内小家电主要定位中低端，高端市场相对空白



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

北鼎产品定位高端，较高的价格虽然缩小了受众范围但较大地减小了竞争。以养生壶为例，根据奥维云网数据，2019 年国内养生壶市场线上产品大部分集中于 0-200 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 1000 元以上，远高于小熊、美的等同类竞品，是国内唯一均价在千元以上的知名品牌。公司产品的高端定位“牺牲”了一部分受众群体，但在相对空白的高端市场，公司竞争对手的减少使其获益。

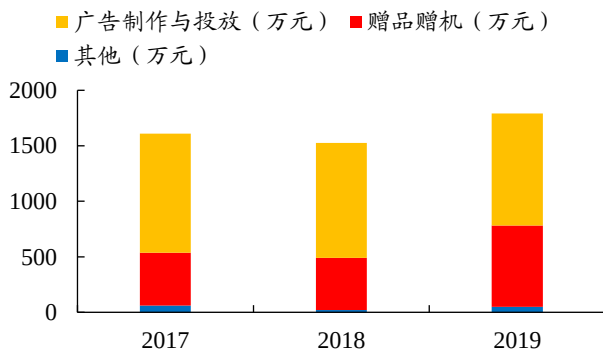
图26：北鼎养生壶均价在千元以上，定位高端



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

公司通过广告进行品牌推广，塑造北鼎高端品牌形象。2017-2019 年，公司品牌推广费用由 1608.74 万元增长至 1791.25 万元，在销售费用中的占比基本稳定在 15%，其中广告制作与投放为品牌推广的主体。2018 年，公司借《北京女子图鉴》影视 IP 的热潮联合打造了广告短片《女子信条》，成功将北鼎塑造为定位于属于独立精致的职业女性的高端品牌，成为中国高端家庭厨房小家电的首选品牌之一。

图27：公司品牌推广费用基本稳定



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图28：北鼎融合影视打造品牌广告短片《女子信条》

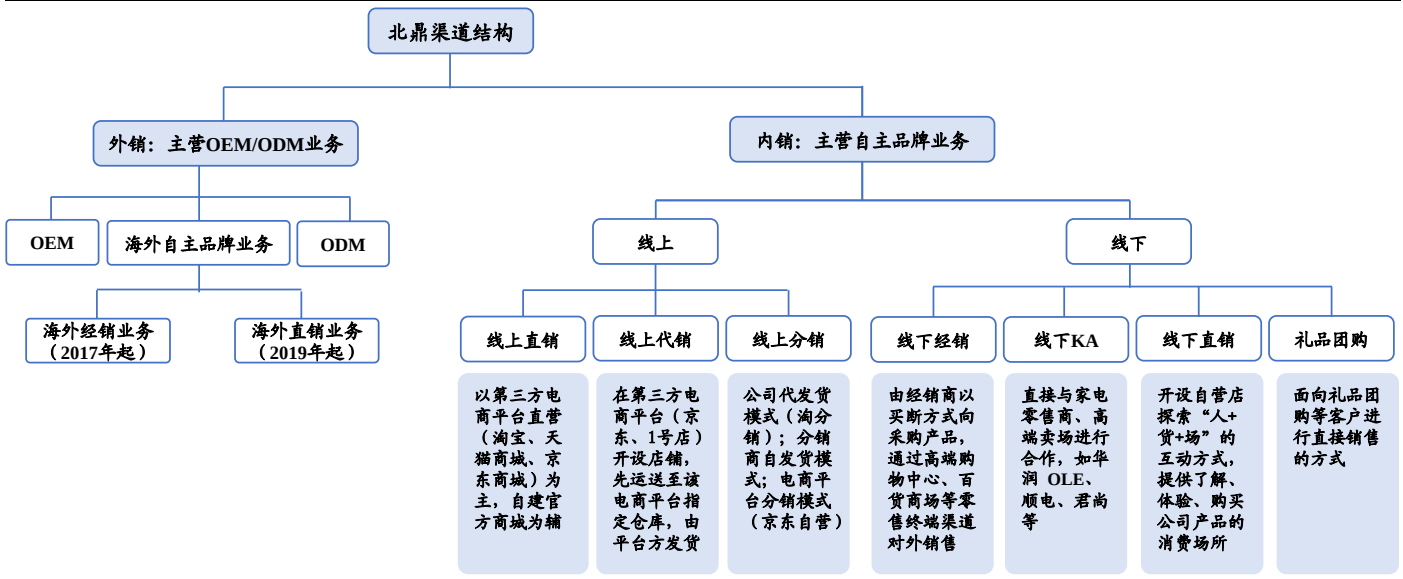


资料来源：公司官网

3.1.2、渠道：融合线上线下、外销内销渠道，深耕多元渠道建设

(1) 整体来看，公司深耕多元渠道建设。a) 在外销渠道上，公司以 OEM/ODM 作为主营业务，并于 2017 年起逐步以海外经销、海外直销模式来拓展其海外自主品牌业务；b) 在内销渠道上，公司的销售渠道主要分为线上、线下两种。其中，线上渠道主要有线上直销、代销、分销三种模式，线下渠道主要有线下经销、KA、直营以及礼品团购等模式。总体来看，公司具备多元化的销售渠道来进行业务拓展及用户触达。

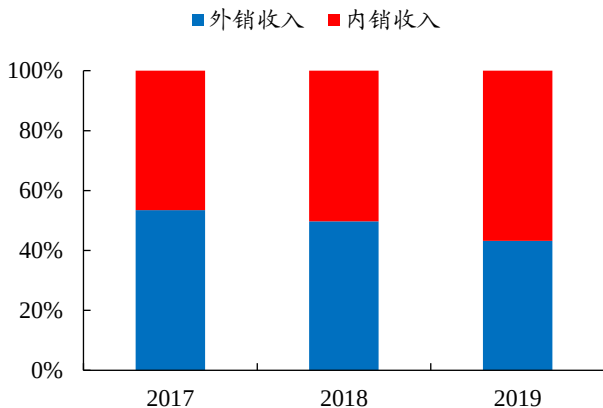
图29：公司融合线上线下、外销内销多种销售渠道，具备多元化渠道结构



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

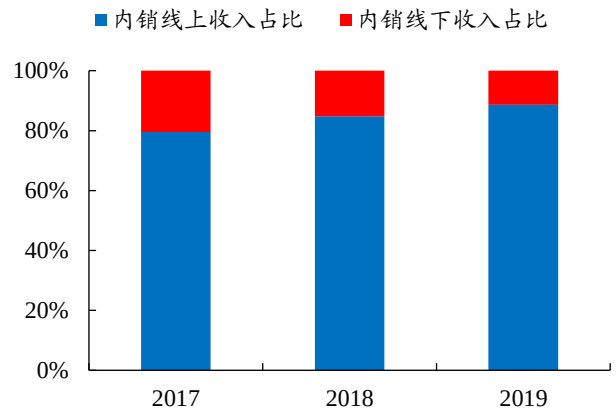
公司销售渠道的重心正逐渐由外销向线上内销转移。2017-2019年，外销收入占比由53.48%逐年下降至43.25%，内销占比由46.52%上升至56.75%，公司销售渠道由外销逐渐转移至内销。而在内销业务中，2017-2019年，线下内销收入占内销的比重由20.48%下降至11.38%，而线上内销收入占比则由79.52%上升至88.62%，实现了较大幅度的攀升，逐渐成为公司的主要收入来源。

图30：公司渠道重心逐渐由外销转移至内销



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

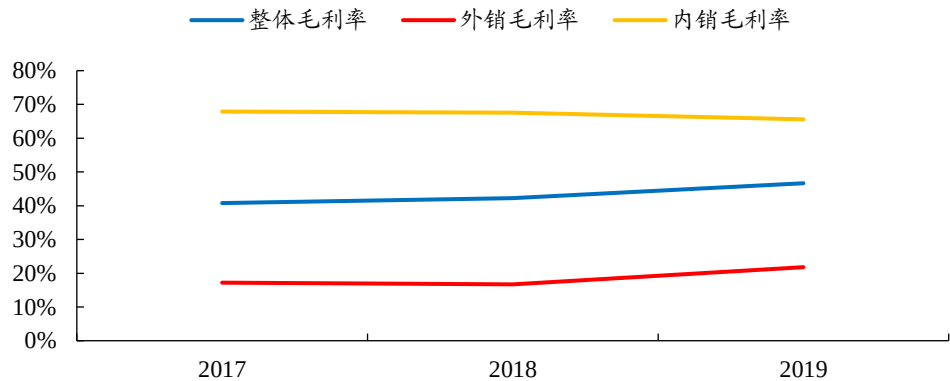
图31：公司内销渠道中线上占比不断攀升



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

内销渠道占比提升增强了公司的盈利能力。由于公司内销是以线上销售为主的自主品牌业务，线上直面终端消费者，较少的中间环节，加之自主品牌业务较长的价值链增加了“设计、制造、销售、品牌溢价”环节的毛利，使公司的盈利能力有较大提升。2017-2019年，公司内销毛利率持续稳定在65%-70%之间，而外销毛利率基本保持在20%左右，二者之间存在较大的差异。较高的内销毛利率以及逐年增加的内销占比拉升了公司的整体毛利率与盈利水平。

图32: 内销渠道占比提升拉动公司盈利水平提升

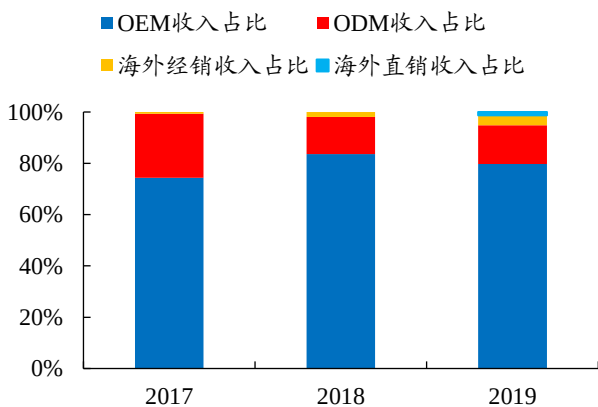


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

(2) 外销渠道方面, 公司正逐渐推进毛利率较高的自主品牌业务。公司外销业务中以 OEM 模式为主, 占比基本稳定在 80% 左右。2017 年起, 公司开始拓展海外自主品牌业务, 通过海外经销的模式来推动该业务的发展; 2019 年起, 公司尝试海外直销模式, 利用亚米网、亚马逊等海外电商平台进一步拓展海外自主品牌业务。

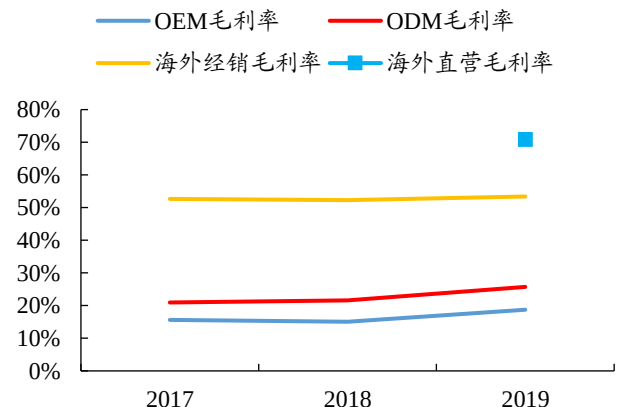
公司海外自主品牌业务的经销和直销模式具有较高毛利率。虽然分别于 2017 年、2019 年开始的海外经销、海外直销模式尚处于起步阶段, 占比较低, 但由于业务的高附加值和相对较少的中间环节, 相对于公司传统外销业务, 其盈利能力具有较大优势。2019 年, 传统的 OEM 和 ODM 业务毛利率分别为 18.73% 和 25.72%, 而海外经销业务毛利率为 53.40%, 海外直销业务的毛利率达到 70.93%, 提高了公司海外业务的盈利能力。

图33: 公司外销以 OEM 为主, 并拓展自主品牌业务



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

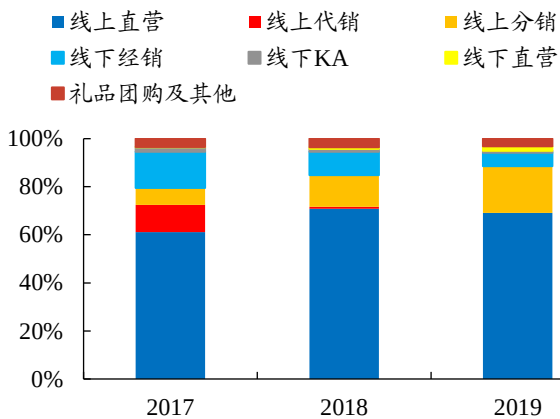
图34: 公司海外经销、海外直销具有较高毛利率



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

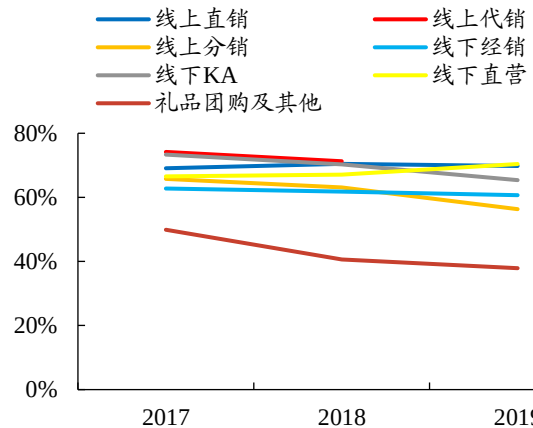
(3) 内销渠道方面, 毛利率较高的线上直营为主要收入来源。a) 在线上内销中, 2017-2019 年, 线上直营收入为国内业务收入的主要来源, 占比在 60%-70% 之间且有所提高, 这主要系线上直营通过淘宝、天猫、京东以及自建官方商城等平台直接向消费者提供产品, 减少了较多中间环节, 具有较高的盈利水平 (2019 年实现 69.75% 的毛利率), 因此公司不断加大对线上直营渠道的资源投入, 提升了线上直营收入水平。在可比公司中, 九阳股份、苏泊尔、小熊电器都以经销模式为主, 因此以毛利率较高的线上直营为主要模式的北鼎股份在盈利方面具有较大优势。

图35: 公司内销渠道以线上直营为主



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图36: 公司直营模式均具有较高毛利率



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

b) 在线下内销中，公司线下直营模式在盈利和用户拓展上发挥了重要作用。公司通过在深圳、青岛、成都、上海等地开设“北鼎食研室”等体验式直营店，为消费者提供了解、体验、购买公司产品的场所，借助“人+货+场”以实现更多消费者的覆盖拓展和高端品牌形象的塑造。与此同时，虽然线下直营的收入占比目前相对较小，但由于直营店减少了经销商等中间环节，毛利率处于较高水平并逐年提升，于2019年达到70.40%，具有较强盈利能力。

图37: 公司在线下设立多家“北鼎食研室”体验直营店



资料来源: 公司官方微博

3.1.3、产品: 以场景思维打造高品质、高颜值、极致使用体验的小家电产品

公司拓展使用场景生产小家电和衍生产品，打造多个场景生态圈。公司在养生、烘焙、饮水饮料等场景生态圈上，分别生产养生壶、电烤箱、饮水机等小家电产品作为硬件入口，并由此衍生出了周边用品（饮具餐具）、周边食品（食材料包）等多种产品，覆盖完整使用场景的各个环节，以提高消费者粘性和用户体验。与此同时，从另一方面来看，借助料包等高频消费产品拓展流量，进而扩大公司目标客户的规模，可以反促小家电硬件产品的推广及销售。

图38：公司以场景思维打造养生、烘焙、饮水等消费生态圈



资料来源：天猫商城官网、开源证券研究所（注：仅展示部分代表产品）

北鼎围绕材质、性能等方面打造高端产品。以养生壶产品为例，北鼎养生壶价格基本接近千元，除了有银耳、花果茶等传统功能的养生壶外，更为高端的养生壶还具有外煮内炖、隔水炖等独特功能；区别于小熊、美的采用的高硼硅玻璃，北鼎所用的材料为德国原装进口肖特玻璃等；除此之外，北鼎的养生壶还具有智能预约、静音烹煮、彩色屏幕等多种性能，为消费者提供了高品质、高颜值、极致使用体验的产品。

图39：北鼎围绕材质、性能等方面打造高端产品

	北鼎		小熊		美的
产品名称	K187	K108	YSH-B18W2	YSH-C06N1	MK-GE1703
产品价格	¥2798	¥898	¥299	¥398	¥219
图示					
功能	茶汤分离；快手蒸食；隔水静炖；外煮内炖；烹煮汤水	温泡；养生汤；花果茶；烧水；银耳	银耳；甜品；花果茶；煲汤；火锅；消毒	银耳；甜品；花果茶；煲汤；咖啡	银耳；甜品；花果茶；煲汤；火锅；药膳；消毒
产品材质	德国原装进口肖特玻璃、SUS316L、SUS304不锈钢、PP材质	德国原装进口肖特玻璃、SUS316L、SUS304不锈钢、PP材质	高硼硅玻璃、钢化玻璃	高硼硅玻璃、SUS304不锈钢	高硼硅玻璃、SUS304不锈钢
智能预约	√	-	-	-	-
静音烹煮	√	√	-	-	-
彩色屏幕	√	-	-	-	-
配件	炖盅收纳架；茶座杯；茶篮	-	蒸蛋架	玻璃杯	-
产品容量	1.5L	1.5L	1.5L	0.6L+0.3L	1.5L

资料来源：天猫商城官网、开源证券研究所（注：仅展示部分代表产品）

公司不断创新产品进行自主研发设计，时尚感和高品质成为旗下产品重要竞争力。公司坚持以品质取胜，创新产品设计，自 2010 年至今，所自主研发的产品曾多次获得“IF 设计奖”、“红点设计奖”、“艾普兰产品奖”、“SG Mark 2015 奖”、“中国设计红星奖”等国内外知名奖项，公司将其自主品牌打造为国内外以设计时尚感为标签之一的高端厨房生活品牌。

表2: 公司不断创新产品设计，打造极具时尚感的产品

获奖时间	获奖名称	获奖产品
2010 年	IF 设计奖	KE0802 电热水壶
2010 年	IF 设计奖、红点设计奖	KE0701 电热水壶
2012 年	艾普兰产品奖	调温数码水煲
2014 年	红点设计奖	K206 电热水壶
2015 年	SG Mark 2015 奖	K131 养生壶
2015 年	中国设计红星奖	K206 电热水壶
2016 年	中国好设计优胜奖	Buydeem S601 饮水机
2017 年	美国工业设计优秀奖	Buydeem S602 饮水机
2017 年	红点设计奖	Buydeem T750 烤箱
2017 年	美国工业设计奖	K185 养生壶
2019 年	红点设计奖	K108 养生壶
2019 年	红点设计奖	K165 养生壶
2019 年	红点设计奖	K187 养生壶
2019 年	IF 设计奖	北鼎泡茶杯、凉水杯
2020 年	IF 设计奖	北鼎焖烧杯
2020 年	IF 设计奖	北鼎保温杯
2020 年	IF 设计奖	北鼎玻璃分装杯
2020 年	IF 设计奖	北鼎 Jing 泡茶系列

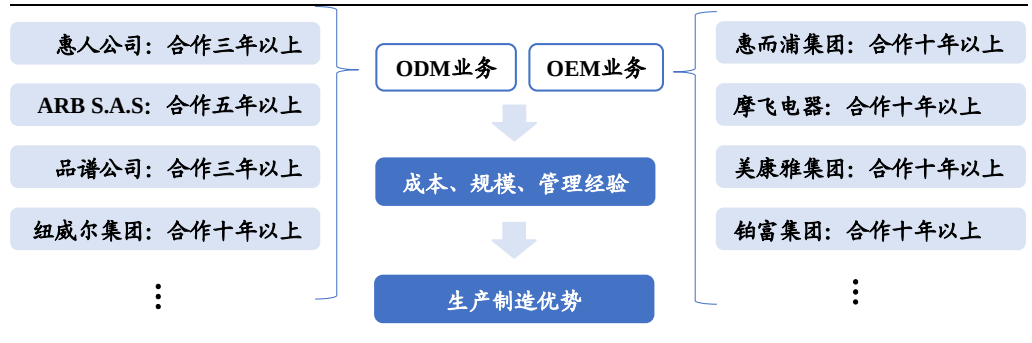
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.1.4、生产：代工经验、智能化生产和质控体系为公司带来先进生产优势

北鼎股份作为专注从事厨房小家电产品的研发、生产、销售的公司，在生产制造方面具有较大的优势。

（1）生产制造经验丰富：公司于 2003 年起，以小家电代工起步，长期从事小家电产品的生产制造超过 15 年，通过 OEM/ODM 业务积累较多生产经验，具备了较为成熟的产品生产线。由于小家电生产具有显著的规模效应，达到一定生产规模才能有效降低生产成本，加之品类繁多的小家电行业常以订单驱动的模式安排小批量、多品种的定制化生产，因此作为生产经验丰富的北鼎股份，在成本、规模、管理方面具有较多经验优势，更能对产能进行柔性调控，以达到规模化生产的目的。

图40: 公司多年从事小家电生产, 具备较强生产制造优势



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

(2) 智能化水平较高: 公司在长期从事小家电生产的过程中, 不断提升生产智能化水平, 依托先进的 ERP 系统 SAP、国际先进的机器人自动化生产设备, 不断加大投入对现有生产线和生产物流系统进行改造, 形成具备较高自动化水平和先进成熟的精益生产制造体系, 提升公司的生产效率。

(3) 质量控制体系较为完善: 公司具备较为完善的质量控制体系, 通过 ISO9001: 2015 质量认证体系, 引入 6Sigma 品质管理多年, 在产品研发、生产制造、成品入库各环节进行严格品质坚持, 从材料、技术安全、制造工艺等方面入手确保产品的高品质和稳定性, 使公司的生产更为高效和高质。

3.2、未来增量: 线上渠道新营销、品类横向延伸和扩产能将带来新增量

3.2.1、品牌营销: 试水 MCN 营销及社交化分享营销, 增强线上优势

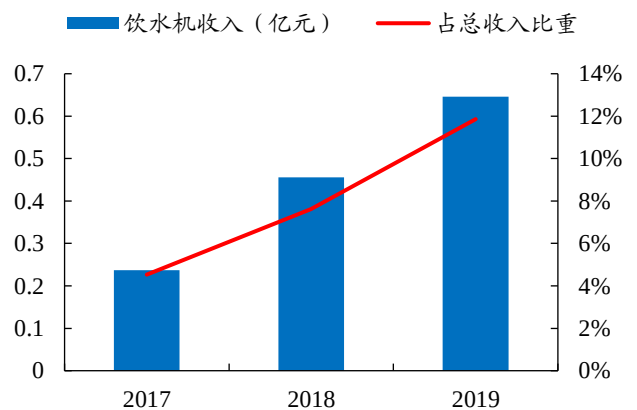
公司试水 MCN 营销, 通过网红直播带货模式进行产品推广。公司于 2019 年起和李佳琦合作, 进行饮水机直播带货并取得一定成效, 2019 年饮水机收入上升至 0.65 亿元 (+41.89%), 占总收入的 11.86%。公司未来也将持续推进网红直播带货模式, 通过 MCN 营销推广更多产品, 公司线上业务收入或将由此带动, 成为新增长点。

图41: 李佳琦直播带货北鼎饮水机



资料来源: 北鼎官方公众号

图42: 北鼎饮水机收入快速增长



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

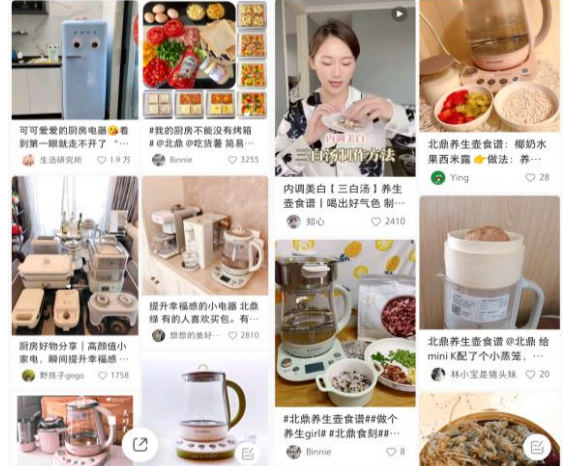
以社交化分享作为新营销方式，达到线上品牌推广目的。公司将社交化分享作为移动电商时代的新营销模式，基于特定品类和特定群体，利用微博、小红书等具有影响力的社交媒介，结合内容化、粉丝化、场景化的理念，达到吸引流量的目的；同时，通过社交用户的消费体验分享，加深消费者对公司产品乃至公司品牌的印象，并将潜在客户引流至电商平台进行消费，有利于公司扩大线上渠道的销售规模。

图43：公司利用微博社交媒体的烹饪教程推广产品



资料来源：北鼎官方微博

图44：公司利用小红书社交分享用户消费体验



资料来源：小红书

3.2.2、拓展品类：挖掘探索厨房新场景，横向延伸小家电品类

公司继续挖掘厨房新场景，横向延伸小家电品类。基于养生壶品类的养生场景延伸策略，公司积极拓展完善饮水机、烘焙等场景生态圈。在“场景思维”的产品逻辑之下，公司将进一步挖掘厨房新场景。公司已推出了珐琅铸铁锅、多功能蒸炖锅等新品，以满足消费者在厨房生活的更多场景需求。未来若继续深耕该烹饪新场景，衍生出更多中高频产品，实现新的烹饪生态圈，并持续挖掘目前尚未覆盖的厨房场景生态，将强化公司在厨房生活领域的品牌影响力和市场地位。

图45：公司继续挖掘厨房新场景，横向延伸厨房小家电品类



资料来源：天猫商城

3.2.3、扩大产能：“厨房小电扩建项目”扩产能、提效率

在生产上，公司投入“厨房小电扩建项目”，建设智能化生产车间，扩大产能。公司在结合自身研发及生产能力、行业自动智能化改造趋势等因素，建立了“厨房小电扩建项目”，引进智能制造软硬件系统，如冲压自动化生产线、抛光自动化机器人等，快速扩充产能规模，规划实现养生壶和烤箱年产能分别增加 20 万件和 5 万件，其他产品年产能增加 35 万件，这将扩大公司的经营规模和效率，增大盈利空间。

表3: 公司“厨房小电扩建项目”规划提升养生壶、烤箱等产品产能

产品名称	新增年产能（万件）
养生壶	20
烤箱	5
其他产品	35

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

（1）随着小家电行业规模继续扩大以及新兴品类渗透率的提升，小家电行业整体市场规模有望继续扩大，龙头公司市占率稳定，地位较为稳固。

（2）公司在品牌上试水 MCN 营销及社交化分享营销，增强线上优势；产品上挖掘探索厨房新场景，横向延伸小家电品类，产能上投入“厨房小电扩建项目”扩产能、提效率。尤其，公司在自主品牌业务的不断发展将拉动整体毛利率提升，预计 2020~2022 年毛利率分别为 47.1%，48.3%，49.6%；预计公司费用率基本保持稳定。

4.2、盈利预测与估值

北鼎股份是国内厨房小家电行业的龙头公司之一。我们认为，行业空间较大，市场规模有望继续扩大，尤其养生壶等新兴品类增长迅速。公司作为厨房小家电行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有品牌、渠道和产品优势的基础上，继续加强品牌营销、拓展品类、扩大产能，公司有望实现进一步的业绩增长。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.77/0.90/1.07 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.41/0.49 元，当前股价对应 PE 为 105.4/89.8/75.3 倍。由于北鼎股份产品及品牌定位高端，我们给予一定的估值溢价。

首次覆盖，给予“增持”评级。

表4: 可比家电公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002032.SZ	苏泊尔	82.53	14.97	3.20	15.80	12.21	35.27	34.24	29.58	26.28
002705.SZ	新宝股份	45.20	36.7	51.0	24.1	22.5	52.56	35.04	28.07	22.94
002959.SZ	小熊电器	142.00	44.6	90.1	22.2	29.6	82.56	43.43	35.50	27.41
002242.SZ	九阳股份	45.09	9.3	15.0	17.3	14.4	42.14	36.36	31.10	27.16
		A 股平均					53.13	37.27	31.06	25.95
300824.SZ	北鼎股份	37.23	-3.3	16.7	17.4	19.2	123.0	105.4	89.8	75.3

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2020/09/01, 除北鼎股份、九阳股份、新宝股份、小熊电器外, 其他公司使用 Wind 一致预期预测数据。)

5、风险提示

1) 宏观经济波动: 若国内宏观经济形势不景气, 居民可支配收入下降, 将有可能抑制厨房小家电的需求, 同时可能对公司原材料采购、投资等产生较大影响。

2) 行业竞争加剧: 小家电行业竞争加剧, 可能出现竞争力较弱的企业通过以次充好、冒用品牌等不当竞争手段销售, 影响公司经营业绩。

3) 外销业务受挫: 公司外销客户较为集中, 若未来某一主要外销客户减少或停止合作, 经营业绩将受到一定影响; 同时主要出口国政治经济形势的不利变化和贸易摩擦或冲击公司外销收入。

4) 技术研发和产品更迭不及预期: 若公司不能及时推出符合消费者需求的新产品, 或产品拓展不及预期, 则将面临被赶超或产品被替代的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	360	364	538	588	713
现金	191	237	362	428	503
应收票据及应收账款	65	40	69	53	83
其他应收款	5	6	5	8	6
预付账款	9	17	10	20	13
存货	87	63	92	78	106
其他流动资产	3	1	1	1	1
非流动资产	54	51	42	37	31
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	37	31	27	22
无形资产	6	6	5	5	4
其他非流动资产	8	8	6	5	5
资产总计	413	414	580	625	744
流动负债	120	86	121	102	137
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	88	54	92	68	106
其他流动负债	32	32	29	34	31
非流动负债	6	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	7	7	7	7
负债合计	126	93	128	109	144
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	163	163	217	217	217
资本公积	29	30	30	30	30
留存收益	95	129	177	239	315
归属母公司股东权益	287	321	452	515	600
负债和股东权益	413	414	580	625	744

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	53	82	64	91	94
净利润	68	66	77	90	107
折旧摊销	17	15	11	11	12
财务费用	-4	-0	-6	-6	-6
投资损失	-2	-4	-3	-3	-3
营运资金变动	-28	5	-15	-2	-16
其他经营现金流	3	1	0	0	0
投资活动现金流	-8	-5	0	-3	-3
资本支出	10	10	-8	-6	-6
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	2	4	-8	-9	-9
筹资活动现金流	-58	-25	61	-21	-17
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	54	0	0
资本公积增加	1	1	0	0	0
其他筹资现金流	-59	-26	6	-21	-17
现金净增加额	-9	52	125	67	74

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	607	551	571	641	714
营业成本	350	293	302	331	360
营业税金及附加	5	5	5	6	7
营业费用	115	123	122	138	154
管理费用	46	42	43	49	55
研发费用	21	22	22	25	27
财务费用	-4	-0	-6	-6	-6
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
其他收益	2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	4	3	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	76	73	86	101	121
营业外收入	2	2	3	2	2
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	78	75	88	103	123
所得税	10	9	11	13	15
净利润	68	66	77	90	107
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	68	66	77	90	107
EBITDA	89	82	90	103	120
EPS(元)	0.31	0.30	0.35	0.41	0.49

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.5	-9.2	3.6	12.2	11.5
营业利润(%)	68.9	-3.3	17.0	18.2	19.2
归属于母公司净利润(%)	66.8	-3.3	16.7	17.4	19.2
获利能力					
毛利率(%)	42.3	46.8	47.1	48.3	49.6
净利率(%)	11.2	11.9	13.4	14.1	15.0
ROE(%)	23.7	20.5	19.3	19.6	19.7
ROIC(%)	21.9	18.5	17.3	17.3	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.5	22.5	22.0	17.5	19.4
净负债比率(%)	-66.3	-73.5	-90.6	-92.8	-92.1
流动比率	3.0	4.2	4.4	5.7	5.2
速动比率	2.2	3.3	3.6	4.8	4.3
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	11.4	10.5	10.5	10.5	10.5
应付账款周转率	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.30	0.35	0.41	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.38	0.29	0.42	0.43
每股净资产(最新摊薄)	1.32	1.48	1.83	2.12	2.51
估值比率					
P/E	119.0	123.0	105.4	89.8	75.3
P/B	28.2	25.2	20.3	17.6	14.8
EV/EBITDA	88.9	95.4	86.3	74.5	63.1

数据来源：贝格数据、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的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，属于机密材料，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16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