

如何看待北鼎股份（300824）的高端品牌定位？

2020 年 10 月 08 日

推荐/首次

北鼎股份

公司报告

公司通过养生壶建立品牌认知，在此基础上推出其他产品。比起“高端定位”本身，其背后的“know-how”才真正有可能构成公司的护城河。

为什么能够树立高端定位？

北鼎高端定位的树立兼具行业β和公司α。小家电能够通过外观和功能的差异化拓宽产品池和价格带，“精神”属性进一步强化了高价的可能性。公司通过选中具有“养生”属性能够建立价格歧视的品类和精益制造把高价可能性变现。

有利的竞争格局和渠道壁垒的削弱则提升了产品兑现为畅销品的可能性。公司通过生态圈的构建和精细化管理把畅销可能性变现。

高端定位之下如何拓品？

小家电公司仅靠单品难以实现持续的成长，品类拓张是关键。公司定价并不大众，我们认为公司拓品的方向应该是具有较高价值贡献从而能够索取溢价的大单品。

场景搭建是重要举措。公司与其他小家电公司最大的不同在于不能以单品的眼光看拓品，而应以场景纵向运营的眼光去看。电器-食材-食谱-周边产品场景圈能够实现向老客户销售新产品、向新客户销售老产品和向新客户销售新产品三个维度的增量。

高端定位能否维持？

品质化和细分化正成为小家电的行业趋势，在行业具备高端品牌成长土壤的背景之下，高端定位能否维持取决于竞争格局和消费者认知。

高端品牌的良好竞争格局可以延续。经营决策的差异构成竞争格局更深层次的原因。龙头的重点始终在于大规模标准化的产品普及，“大众化”的品牌调性和高端形象有区别。对于新进入者而言，精益制造和精细化管理能力构成一定门槛。

让消费者建立“物有所值”认知的根基在于良好的产品力。对于公司而言，场景搭建是把产品力做出差异化的关键手段，也是我们接下来跟踪公司能否持续创造价值的要点。

投资评级：首次覆盖给予“推荐”评级。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.59、0.78、1.03元，当前股价对应2020-2022年PE值分别为47倍、36倍、27倍。

风险提示：经济发展不及预期、场景搭建不及预期、新品开发不及预期、直营店推进不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	606.69	551.15	638.98	766.23	884.00
增长率（%）	14.47%	-9.16%	15.93%	19.91%	15.37%
归母净利润（百万元）	68.02	65.78	96.51	127.88	167.37
增长率（%）	66.85%	-3.29%	46.73%	32.50%	30.88%
每股收益（元）	0.42	0.40	0.59	0.78	1.03
PE	67.09	69.39	47.29	35.69	27.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是一家致力于全面提升生活品质，为满足消费者改善性饮食需求，提供高品质厨房小家电及配套产品和服务的创新型企业。主营业务包括“北鼎 BUYDEEM”自主品牌业务和OEM/ODM业务。

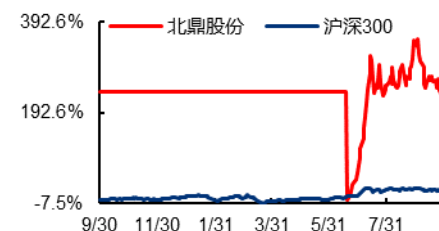
“北鼎 BUYDEEM”已发展成为具有一定知名度及良好口碑的厨房生活品牌，主要产品有养生壶、烤箱、饮水机以及周边产品。

OEM/ODM业务的客户主要为国际知名品牌商，如惠而浦集团（Kitchen Aid）、摩飞电器（Morphy Richards）、铂富集团（Breville）、美康雅集团（Conair）。

交易数据

52周股价区间（元）	38.4-8.46
总市值（亿元）	62.26
流通市值（亿元）	15.57
总股本/流通A股（万股）	21,740/5,435
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	16.7

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：闵繁皓

010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070005

研究助理：徐程颖

01066554018

xuchy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070052

目 录

1. 为什么能够树立高端定位？	5
1.1 有利的竞争格局和渠道壁垒削弱带来异军突起可能性	5
1.2 产业链协同保驾护航，产品品质过硬	7
1.3 线上为主线下引流，场景圈助力新零售	9
1.4 精细化管理能力强，激励到位	11
2. 高端定位之下如何拓品？	14
3. 高端定位能否维持？	15
4. 投资建议	17
5. 风险提示	17
相关报告汇总	19

插图目录

图 1：北鼎内外销主要产品	4
图 2：北鼎内销的主要产品价格远高于行业均价（元）	4
图 3：北鼎养生壶定倍率较高	4
图 4：北鼎高端定位的树立兼具行业 β 和公司自身的 α	5
图 5：“网红”小家电能够诞生的行业机遇	5
图 6：个人生活的展示场景互联网化，不断拓宽	6
图 7：小家电不只具有使用效用，还有一定的展示溢价	6
图 8：传统小家电渠道分散且以第三方为主（九阳 2007 年）	6
图 9：线上 CR3 低于线下 CR3（2018 年）	6
图 10：北鼎在高端养生壶尚未有直接的竞争对手（2019.11）	7
图 11：北鼎在高端养生壶尚未有直接的竞争对手（2020.6）	7
图 12：高端电器品牌的形成离不开精益制造和品控体系	7
图 13：开水煲随着内销养生壶的发展占营收比重上升	8
图 14：生产人员人均创收创利走高（万元）	8
图 15：北鼎境外采购原材料占比 10%左右	8
图 16：北鼎养生壶单位生产成本远高于小熊（单位：元）	8
图 17：北鼎的来料、生产、装配、出货的质控全流程	8
图 18：北鼎场景圈提高黏性，扩大用户规模	9
图 19：北鼎开拓内销业务之初就开始布局线上渠道（直营门店）	9
图 20：北鼎内销的线上占比高达 80%以上	10
图 21：北鼎推广费用占内销营收的比例较高	10
图 22：北鼎食研室打造品牌沉浸式体验场景	10

图 23: 九木杂物社微幅亏损（万元），高速扩张	10
图 24: 公司构建硬件为核心的场景生态圈	11
图 25: 北鼎周边产品规模增长显著（万元）	11
图 26: 北鼎精细化管理能力强，激励到位	12
图 27: 公司的销售结构中直营比例非常高	12
图 28: 北鼎养生壶大促月均价并无明显下降，份额提升显著	12
图 29: 生命周期较长的产品有利于保持定价稳定	13
图 30: 公司从用户基数和刚需程度两个层面培育产品	13
图 31: 北鼎核心管理、技术、财务人员通过股权激励获得公司股份	13
图 32: 北鼎各岗位薪酬激励较同业更好（万元/年/人）	14
图 33: 估测北鼎生产岗位之外的薪酬居于同业前列（万元/年）	14
图 34: 场景搭建是北鼎平衡高端定位和品类拓展矛盾的关键	14
图 35: 北鼎内销养生壶以外品类销售规模增长（万元）	15
图 36: 大单品提价空间相对受限（终端售价/生产成本）	15
图 37: 北鼎通过产品深化来拓展消费人群	15
图 38: 养生壶推出 mini 系列之后销量中枢上移（台）	15
图 39: 北鼎内销毛利率显著领先同业	16
图 40: 公司对应各销售渠道，毛利均比较高	16
图 41: 传统小家电龙头美九苏开始积极投入内容营销	17
图 42: 小家电企业注册数量增多	17

表格目录

表 1: 测算北鼎直营店单店成本和营收	11
表 2: 北鼎落实员工持股计划	13
表 3: 参照日本消费发展史，我国正处于第三消费时代	16

大部分人接触北鼎的第一反应是为什么能卖这么高的价格？高价的背后的确是“北鼎 BUYDEEM”这一品牌的高端定位。但我们在《网红小家电能成为常青树吗？》中也提到，并不是贴上高价标签就意味着高端，根本上仍需要匹配用户需求，带来其他的效用，否则我们也不会看到海尔为卡萨帝、美的为COLMO持续投入的资源。

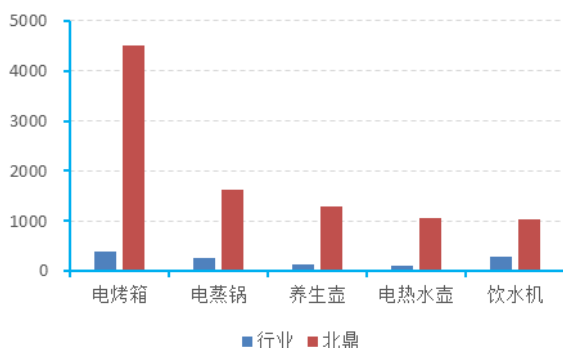
图1：北鼎内外销主要产品



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

比起“高端定位”本身，其背后的“know-how”才真正有可能构成公司的护城河。在本篇报告中我们将探讨北鼎为什么能够树立高端定位？未来如何平衡高端和品类拓展的核心矛盾？高定价是否可以维持？

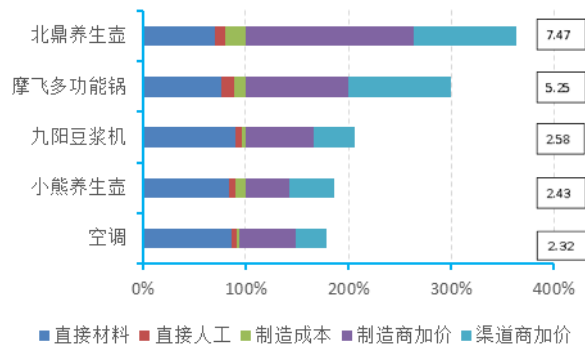
图2：北鼎内销的主要产品价格远高于行业均价（元）



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：均价取自2019.07-2020.08月度均价平均

图3：北鼎养生壶定倍率较高



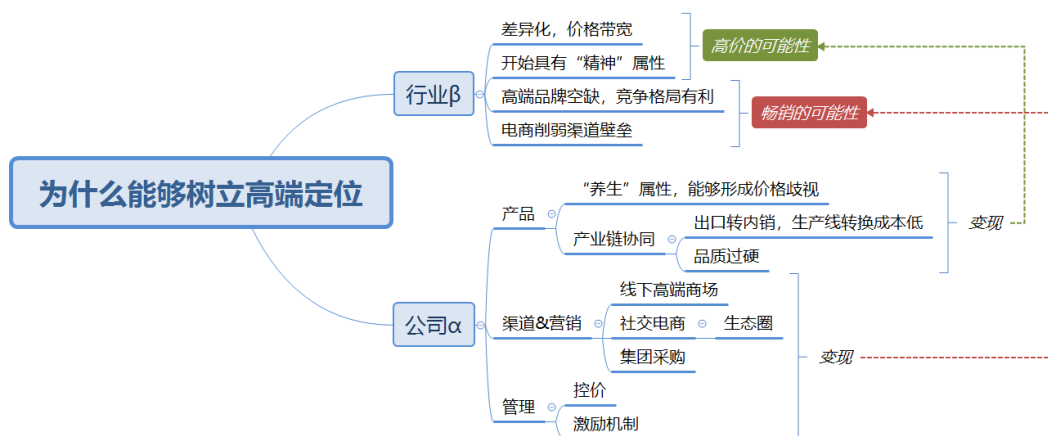
资料来源：渠道调研，专家访谈，公司财报，东兴证券研究所

注：最右侧为定倍率，即不含税终端价格/直接原材料成本

1. 为什么能够树立高端定位？

我们认为，北鼎高端定位的树立兼具行业 β 和公司 α 。2014 年公司把内销产品重心放在了养生壶产品系列，从渠道资源、团队资源、市场资源等方面全面向该系列核心产品倾斜¹，从而通过养生壶这一兼具高价和畅销可能性的产品树立起品牌认知。在此基础上后续推出烤箱、饮水机、蒸锅、珐琅锅等其他高端产品。

图4：北鼎高端定位的树立兼具行业 β 和公司自身的 α

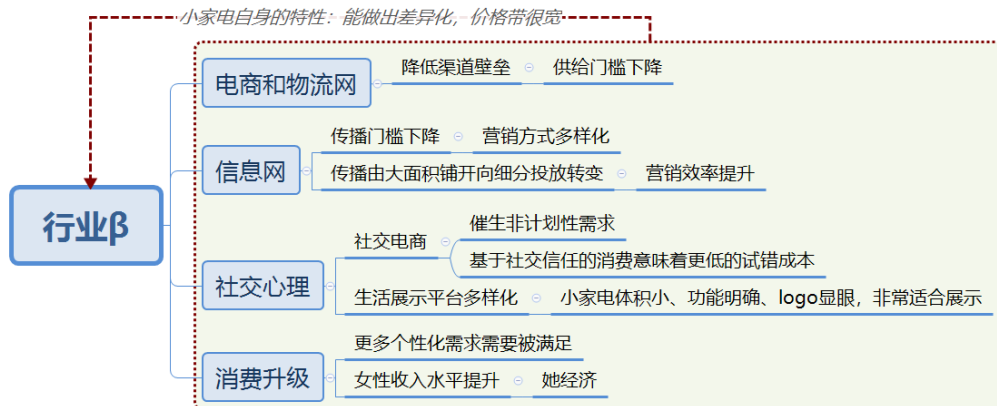


资料来源：东兴证券研究所

1.1 有利的竞争格局和渠道壁垒削弱带来异军突起可能性

我们认为，小家电能够通过外观和功能的差异化拓宽产品池和价格带，“精神”属性进一步强化了高价的可能性，而有利的竞争格局和渠道壁垒的削弱则提升了产品兑现为畅销品的可能性。（我们曾详细阐述了网红小家电诞生的原因，详情请见东兴证券研究所于 2020 年 6 月 22 日发布的《网红小家电能成为常青树吗？》报告。）

图5：“网红”小家电能够诞生的行业机遇



资料来源：东兴证券研究所

¹ 北鼎晶辉（430532.00）2014 年年度财务报告

养生电器具有精神属性。家用电器属于功能性偏强的消费品，会有一个价格锚，又是家用产品属于“里子”消费，性价比是消费决策中非常重要的一环。当然这个性价比不完全是价格，更多地是基于投入和使用周期的综合考量。但养生类、美容类电器关乎健康、颜值，消费者具有价格更高效果更好的预期，存在溢价空间。

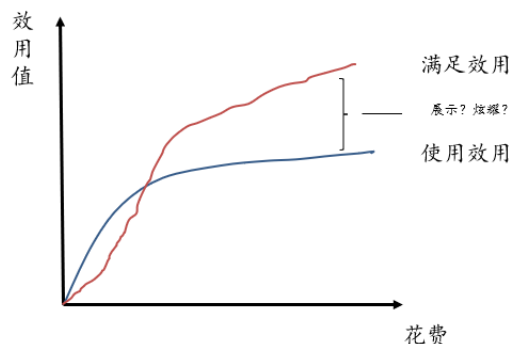
养生壶的适用场景也能带来一定的面子溢价，其场景能够拓宽至家用之外的办公室、会所等，除了使用之外有一定的装饰作用。同时消费者个人生活的展示场景的互联网化打破了实物的限制，小家电体积小、功能明确、logo 显眼，非常适合“展示”。很少消费者会专门在社交平台晒出格力空调，但众多消费者愿意在社交平台晒出戴森吹风机。

图6： 个人生活的展示场景互联网化，不断拓宽



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

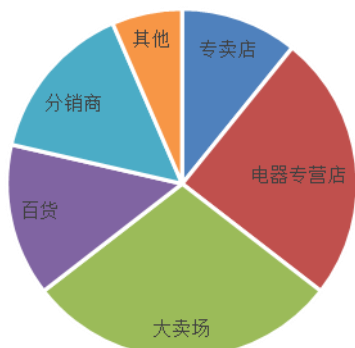
图7： 小家电不只具有使用效用，还有一定的展示溢价



资料来源：《微观经济学》，东兴证券研究所

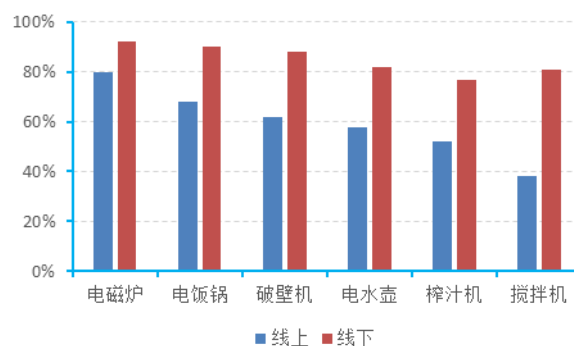
电商和物流的发展提升了好产品兑现为畅销品的可能性。传统的小家电经销商较为分散且以第三方为主，必然基于规模、周转，倾向于选择拥有大单品、具有较高知名度的品牌，提高了进入壁垒。但体积小且无需安装的养生壶非常适合线上销售，通过物流网络的下沉提升产品可触达性。

图8： 传统小家电渠道分散且以第三方为主（九阳 2007 年）



资料来源：九阳股份招股说明书，东兴证券研究所

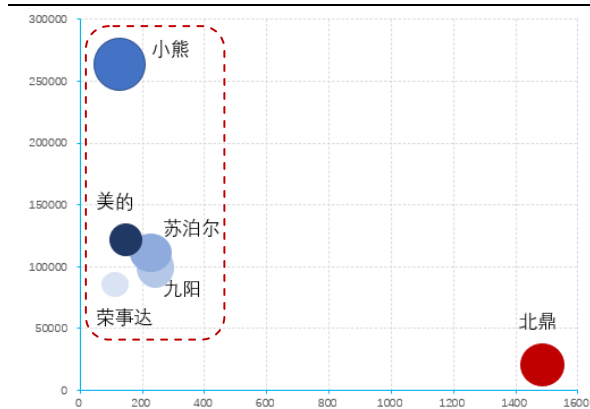
图9： 线上 CR3 低于线下 CR3（2018 年）



资料来源：中怡康，奥维云网，东兴证券研究所

养生壶竞争格局对高端定位有利。因为 11 月和 6 月这两个大促月相当于是对品牌认知和产品口碑的一次集中释放和反馈，我们分别选取了在这两个月销售额靠前的养生壶品牌的销售数据制成散点图。大部分品牌的养生壶布局在 200 元以内的大众价格带，北鼎在高价格带未有直接的竞争对手。我们认为，其通过差异化定价率先卡好赛道，建立品牌认知，同时受益竞争格局实现以价补量。

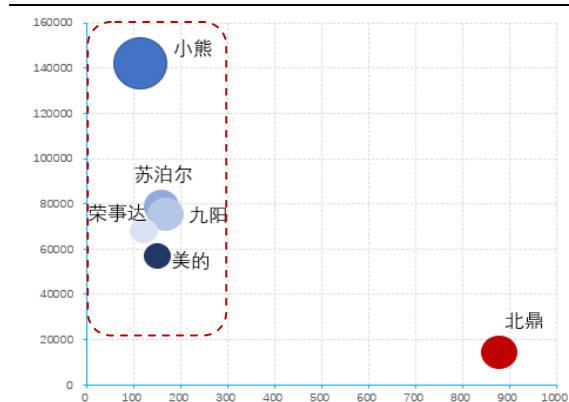
图10：北鼎在高端养生壶尚未有直接的竞争对手（2019.11）



资料来源：淘数据，东兴证券研究所（横轴价格，元；纵轴销量，个）

注：圆圈大小代表销售额

图11：北鼎在高端养生壶尚未有直接的竞争对手（2020.6）



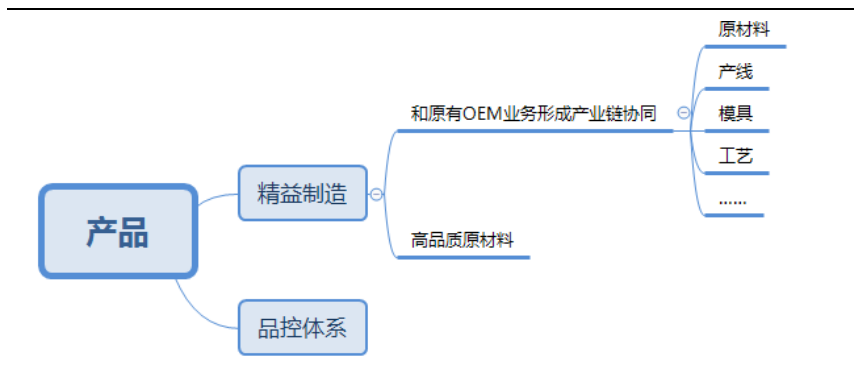
资料来源：淘数据，东兴证券研究所（横轴价格，元；纵轴销量，个）

注：圆圈大小代表销售额，北鼎均价出现大幅下滑主要是推出了 mini 养生壶

1.2 产业链协同保价护航，产品品质过硬

我们认为，高端电器品牌的形成离不开精益制造和品控体系。家电本质上是个消费频次较低的耐用消费品，口碑是品牌形成的基础，安全、稳定是口碑积累的重要因素。如果没有品质，“高端”也会失去生命力。

图12：高端电器品牌的形成离不开精益制造和品控体系



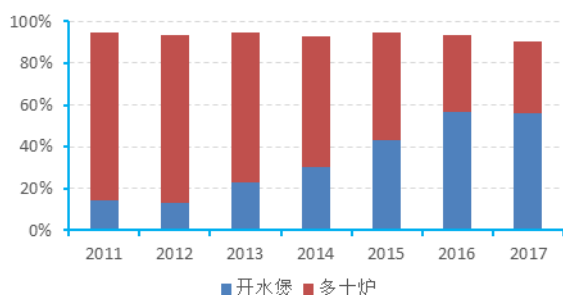
资料来源：东兴证券研究所

公司内销最初聚焦的养生壶品类具有产业链协同，生产线转换成本低。我们曾在《苏泊尔为什么可以持续成长？（一）》提到成功的品类拓张最好具有内部的产业链协同和外部有利的竞争格局这两个条件。北鼎内销最初开拓的养生壶能够和海外 OEM 的电热水壶在原材料、模具、生产工艺和产线等形成协同，投入成本和试错成本更低。

国内养生壶的放量又反向促进了开水煲业务的规模经济。海外 OEM 客户、SKU 众多，订单制的生产模式对柔性供应链、生产的要求更高，从而使得产线自动化的投入产出比较低。但内销养生壶 SKU 确定，“少品类，大批量”适合自动化生产，带来生产效率的提升。

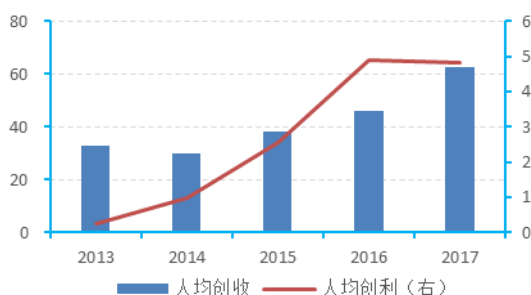
产能释放和产业链协同带来规模经济，成产成本下降，生产人员人均创收和创利持续走高。2013 年公司顺利建立水煲煲身五金加工车间并成功试产运行，实现水煲总装线与多士炉总装线剥离，完成水煲生产系统独立管理雏形，月产能从 1 万多台提升到 3 万多台。

图13： 开水煲随着内销养生壶的发展占营收比重上升



资料来源：北鼎晶辉公开转让说明书，北鼎晶辉财报，东兴证券研究所

图14： 生产人员人均创收创利走高（万元）

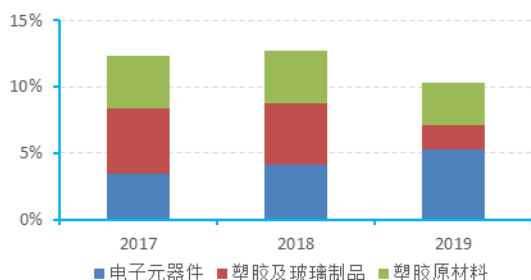


资料来源：北鼎晶辉公开转让说明书，北鼎晶辉财报，东兴证券研究所

公司对原材料的品质要求高。养生壶对发热盘、线路板、温控芯片等部件的使用寿命和稳定性均有一定要求，同时与食物接触不仅需要耐高温，长时间烹煮后也不能产生有害物质。

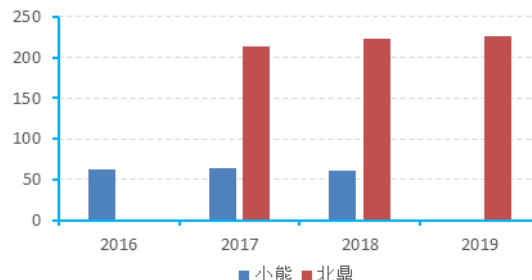
公司养生壶选用能承受极大的冷热温差的进口玻璃，高精度的 Strix 温控器，316L 医用级不锈钢发热底盘以及 PP 材质，给消费者带来较好的使用体验和心理满足感。产品品质和美感给用户带来附加值。

图15： 北鼎境外采购原材料占比 10%左右



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

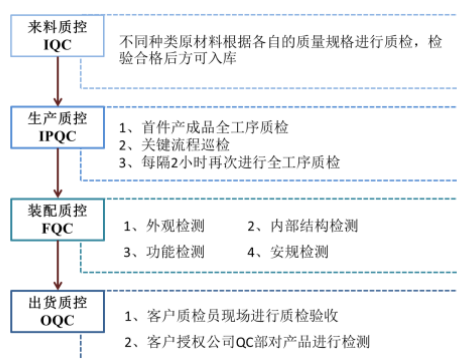
图16： 北鼎养生壶单位生产成本远高于小熊（单位：元）



资料来源：小熊电器招股说明书，北鼎股份招股说明书，东兴证券研究所

较好的品质离不开完善的品控体系。公司从供应商的品质、交期、成本、诚信度、服务等各个方面对供应商进行评比并导入优质新供应商，同时从产品研发、生产制造和成品入库各个环节设置了严格的品质检测，对产品材料、技术安全、制造工艺等均有严格检验，确保产品高品质和稳定性。

图17： 北鼎的来料、生产、装配、出货的质控全流程

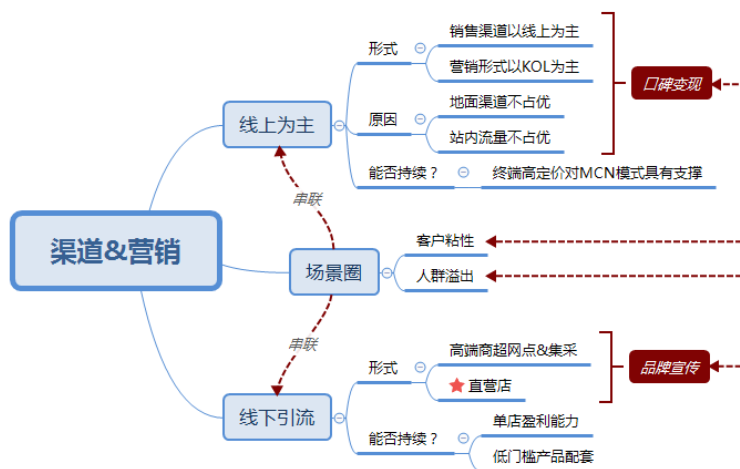


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.3 线上为主线下引流，场景圈助力新零售

我们认为，公司的产品和定位适合通过 KOL、KOC 进行软性的产品口碑传播，线下直营店提供了品牌体验平台。扩展硬件周边等低门槛产品的场景生态圈增强了引流转化能力，扩大了客户群体同时提升了客户粘性。

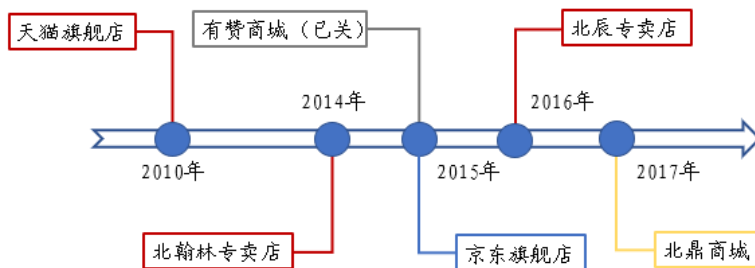
图18：北鼎场景圈提高黏性，扩大用户规模



资料来源：东兴证券研究所

公司以线上为主的销售结构和以社交电商为主的营销结构实际上也是“时势造英雄”。公司开拓内销业务之时，优质的线下小家电经销商资源已经基本被瓜分完毕，彼时电商快速发展且进入门槛较低，公司开设直营门店享受了电商渠道快速发展的红利。同样的，公司15起探索口碑传播，当时主流媒体的使用门槛较高，KOL是性价比之选，一方面通过KOL和粉丝的交互全方面地展示产品，另一方面能够精准营销获得较好的购买转化。

图19：北鼎开拓内销业务之初就开始布局线上渠道（直营门店）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

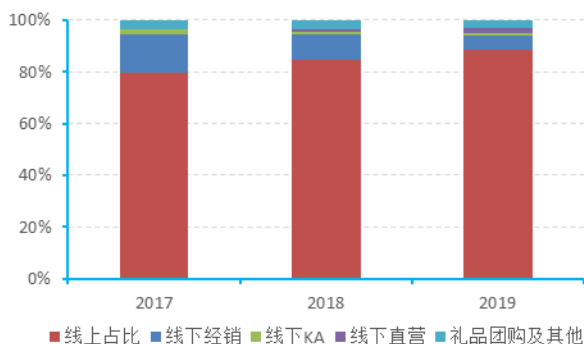
注：红框为天猫店铺

我们认为，口碑是家电购买决策的重要基础，社交电商模式相当于把口碑进行“信息化”，把公司产品的高品质通过口碑的形式变现。因为家电具有一定的使用周期，也即存在转换成本；又具有一定的同质性，消费者在即期很难精准判别。大量的测评、口碑分享意味着更低的试错成本，能够帮助公司快速拓展潜在客户群体。

公司的产品和定位适合通过 KOL、KOC 进行软性的产品口碑传播以扩大知名度。显著较高的定价先天决定了其销量不及主流价格带产品，也即站内流量不占优，很难通过产品关键字搜索获得靠前的排名来扩大品牌知名度。但站外内容化、粉丝化以及场景化能够通过消费体验分享，放大品牌推广。

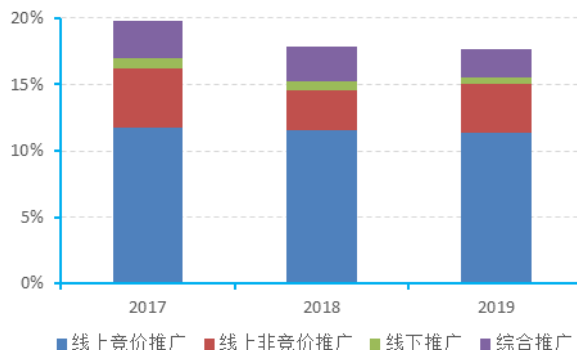
较高的定价保障了 MCN 模式的持续推进。我们在《网红小家电能成为常青树吗？》提到，MCN 模式的费用率不低，头部 KOL 成为强势渠道之后还会反向挤压品牌方利润。对于公司来说，品牌推广费用占营收的比例 15% 以上，而高定价带来的高毛利保障了费用投放的可持续性。

图20：北鼎内销的线上占比高达 80% 以上



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图21：北鼎推广费用占内销营收的比例较高



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

我们认为，应对未来头部 KOL 越来越贵的趋势，一方面公司规模的增长本身就会带来知名度提升，可以减少一些频率；另一方面，可以发展和公司调性一致的细分平台中腰部 KOL。

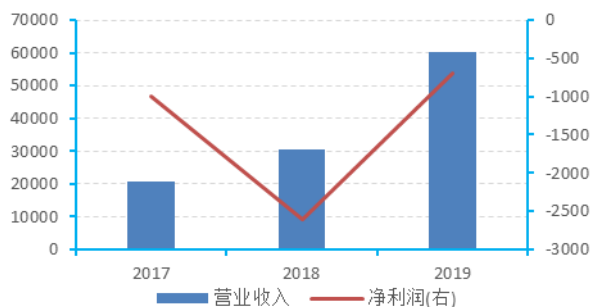
公司通过开设线下直营店的方式打造品牌体验平台。直营店为消费者提供了一个低成本了解、体验公司产品的场所，对于公司而言相当于以比较低的边际成本进行品牌宣传和推广。我们认为对于直营店的发展需要关注两个问题：1) 单店盈利情况决定了能否持续开店，甚至决定了未来能否借助分销商的力量拓展。2) 直营门店能否成为流量入口。

图22：北鼎食研室打造品牌沉浸式体验场景



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图23：九木杂物社微幅亏损（万元），高速扩张



资料来源：晨光文具财报，东兴证券研究所

注：18 年开放加盟，收取加盟费及销售提成

我们估测公司直营门店能够实现盈亏平衡。直营店的本质是零售，网络效应并不显著，未来能够持续开店的基础至少是单店不能亏损太多。根据 19 年线下直营营收测算平均单店营收为 73.96 万元，能够覆盖 72.89 万元的年运营成本。参照晨光文具旗下的九木杂物社，两者对于选址在人流密集的大型商场有一定类似，虽

然北鼎产品门槛更高，理论上单个城市的门店密度容量更小，但能够预期未来门店会有进一步的落地，同时不排除类似于九木出售非自产产品的可能。

直营店内增加低客单价产品非常重要。目前店内通过低客单价的周边用品及食材包产品，吸引多类型的消费者。我们认为直营店除了品牌展示和销售外，更重要的是将线下流量向线上导流，实现线下线上融合发展，这是表现在线下销售数据之外的“隐形”效用。如果店内只陈列高单价、低频次的电器，购买成本较高，人群溢出效应自然就不明显。

表1：测算北鼎直营店单店成本和营收

明细		假设
单店营收		以 19 年 8 家线下直营店收入 591.65 万估测， 单店营收 73.96 万元
前期投入（固定成本）	装修、设备费用	15 万元
货物成本		以线下直营毛利率 70.4% 估测，货物成本 21.89 万元
经营成本	租金	单店面积 25 平米，单位成本 30 元/平米/天
	员工	单店 2 名员工，单位成本 8000 元/月/人
	水电费等杂费	4000 元/月
年运营总成本（可变成本） 货物成本+经营成本		72.89 万元/年

资料来源：草根调研，北鼎股份招股说明书，东兴证券研究所

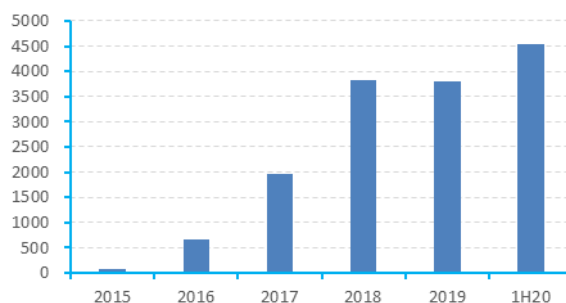
公司已经构建了低客单价的配套用品及食材料包等中高频消费的场景生态圈。以养生壶为例，目前公司推出了各类食材料包等高频消费产品，泡茶杯、分装杯、随身杯、储物罐等周边用品。周边产品单价更低，有利于扩大用户群体和规模；消费频次更高，有利于持续强化品牌认知，反向促进硬件产品销售。

图24：公司构建硬件为核心的场景生态圈



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图25：北鼎周边产品规模增长显著（万元）



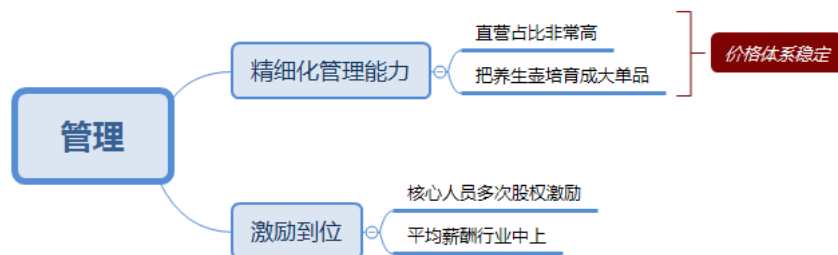
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

注：1H20 为周边用品及食材，其余年份主要为食材

1.4 精细化管理能力强，激励到位

我们认为，对于高端产品而言价格体系的稳定非常重要。公司具有较强的精细化管理能力实现强有力的控价，较好的激励机制保障经营团队的稳定。

图26：北鼎精细化管理能力强，激励到位

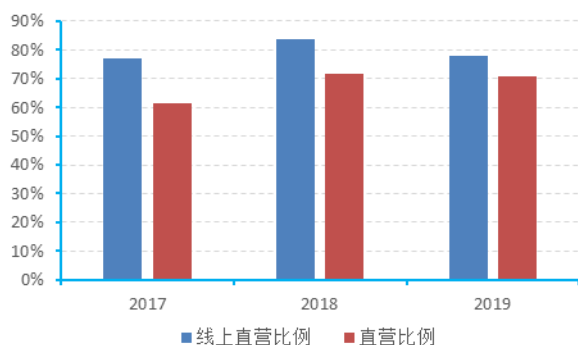


资料来源：东兴证券研究所

极高的直营占比体现了公司精细化管理能力较强。直营相当于打通了生产、产品展示、在线交易、仓储物流等各个环节，通过直接和消费者交互保障了较好的购物体验，又能通过一手的销售数据指导公司经营决策。公司内置了 50-60 人的电商运营团队，绩效导向上聚焦为利润分成模式，从而避免了赔本买卖赚吆喝。

我们认为，直营更重要的意义在于强有力的控价和控货。11 月和 6 月这两个大促月也未见公司单品价格大幅下行，6 月均价下行也更多来自于销售结构中低客单价的 miniK 系列占比上升。价格未显著走低但销量份额提升显著，显示了较好的品牌力。

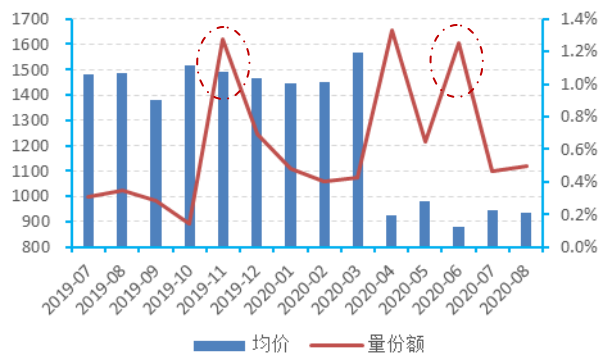
图27：公司的销售结构中直营比例非常高



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

注：线上直营比例=线上直销/线上销售额，直营比例=（线上直销+线下直营）/内销

图28：北鼎养生壶大促月均价并无明显下降，份额提升显著



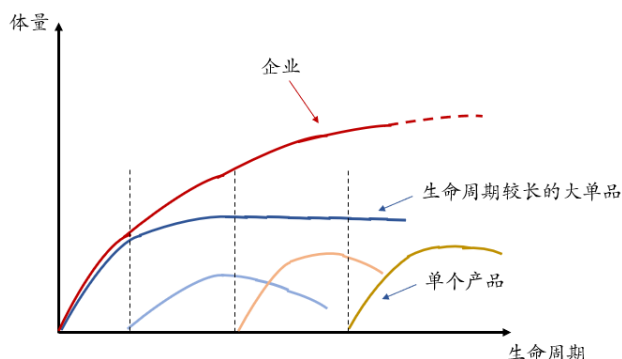
资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：202004 之后均价大幅下行主要是推出 mini 系列

价格体系稳定的另一个核心原因是公司逐步把养生壶逐步培育成了生命周期较长的大单品。我们认为，生命周期较长的产品定价更容易保持稳定。如果一个产品潜在需求基数较小，刚需程度也不高，那大概率是一个生命周期较短的长尾产品。当长尾产品的渗透率提升至一定水平后，新增需求为主向迭代需求转变，而家电的消费频次又比较低，会面临需求断档，定价容易出现波动。

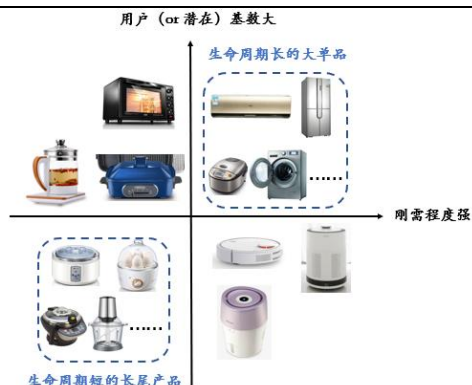
公司从刚需程度和用户基数两个角度培育产品。公司养生壶跟踪消费者需求，从最初仅有煮的功能，逐步集成炖、蒸等多功能，提高产品使用价值；官方公众号不定期更新养生食谱，带领消费者探索产品的多种用法，提高产品使用频次，通过使用价值和使用频次的提升提高了刚需程度。同时又持续通过 KOL 向消费者展示通过养生壶做出的各类美白养颜汤，安利“养生”需求来扩大潜在用户基数。

图29：生命周期较长的产品有利于保持定价稳定



资料来源：《产业经济学》，东兴证券研究所

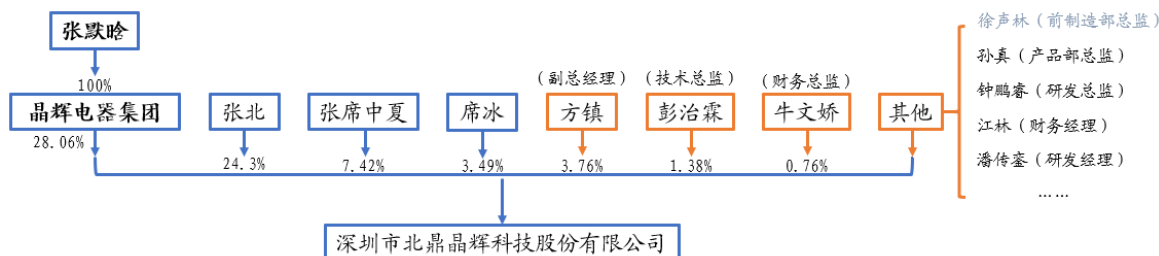
图30：公司从用户基数和刚需程度两个层面培育产品



资料来源：东兴证券研究所

公司对核心管理人员、技术骨干激励到位。目前公司管理、产品和研发的核心骨干均持有公司股份，职业经理人和股东利益深度绑定，有利于维护公司管理团队的稳定，以确保公司经营战略、技术研发、市场推广等能够有效执行。

图31：北鼎核心管理、技术、财务人员通过股权激励获得公司股份



资料来源：招股说明书，北鼎晶辉财报，东兴证券研究所

公司早在 2013 年和 2015 年，对副总经理方镇、财务总监牛文娇、技术总监彭志霖定向发行股票；在 2017 年激励范围进一步扩大至 23 名核心员工，他们能够以激励方案获股东大会通过日前 90 个有成交的交易日股票均价的 60% 的价格认购。

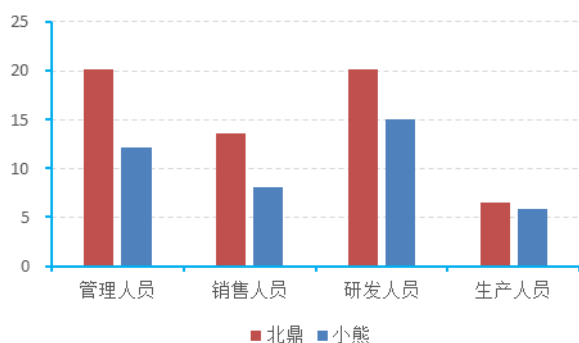
表2：北鼎落实员工持股计划

时间	对象	内容
2013 年	方镇、牛文娇、彭志霖	通过成立金诺汇富作为持股平台公司对北鼎晶辉进行增资，从而间接持有股权。公司三板上市后，金诺汇富将所持股份全部转让给方镇、牛文娇和彭志霖。
2015 年	方镇、牛文娇、彭志霖	签订股份认购合同。
2017 年	徐声林、孙真等 23 名核心员工	定向发行 305 万股，发行价格为每股人民币 3.1 元。

资料来源：北鼎股份招股说明书、北鼎晶辉财报，东兴证券研究所

公司薪酬也居行业前列。公司招股书中披露的管理、销售、研发人员薪资高于同期的小熊电器。我们加总管理、研发和销售费用中的职工薪酬，再除以生产人员之外的员工数量，对生产岗位之外的员工平均薪酬进行估测，北鼎约为 16 万元/年/人，居于可比同业较好的水平。

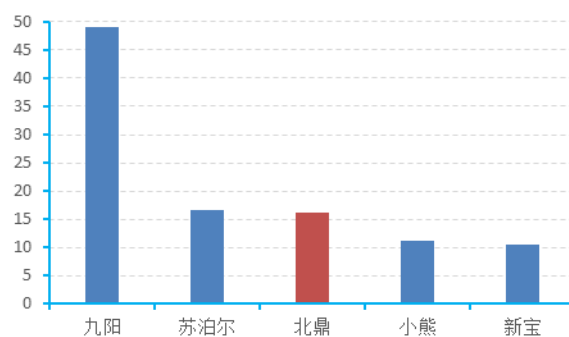
图32：北鼎各岗位薪酬激励较同业更好（万元/年/人）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

注：上市前三年各岗位薪资均值，北鼎为17-19年，小熊为16-18年，略有年份影响

图33：估测北鼎生产岗位之外的薪酬居于同业前列（万元/年）



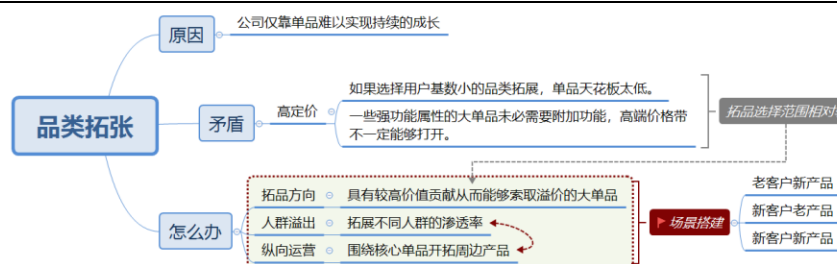
资料来源：招股说明书，公司财报，北鼎晶辉财报，东兴证券研究所

注：估测薪酬=管理、研发、销售费用的职工薪酬/技术、管理销售人员数量

2. 高端定位之下如何拓品？

小家电公司仅靠单品难以实现持续的成长，品类拓张是关键。对于北鼎来说，定价并不大众，如果选择用户基数小的品类拓张，会面临单品天花板太低的问题。但是一些大单品又是强功能属性的，未必需要过多附加功能，高端价格带不一定能够打开。未来公司拓品的选择范围可能相对少一些，需要平衡高端定位和品类拓张之间的关系。

图34：场景搭建是北鼎平衡高端定位和品类拓展矛盾的关键

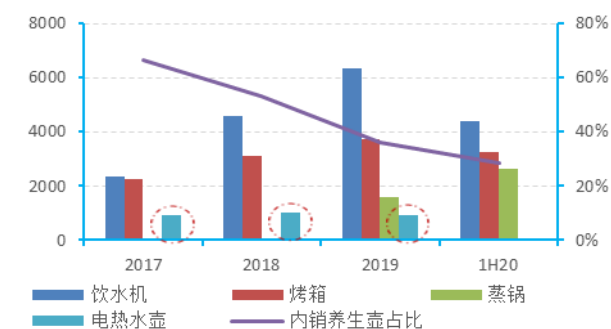


资料来源：东兴证券研究所

我们认为，北鼎未来拓品的方向是具有较高价值贡献从而能够索取溢价的大单品。目前来看，公司已经拓展的饮水机、烤箱、蒸锅、珐琅锅均是用户基数较大、有一定溢价空间的单品，且和过去的海外 OEM 业务能够形成产业链协同，销售规模增长较快。

但同时我们也看到，大单品提价空间相对受限。我们以 19 年淘系终端平均售价除以单位生产成本得出成本加价倍率，蒸锅和烤箱略微逊色。我们认为，这些品类已经被龙头提前卡好赛道，公司在培育这些品类上消费者“贵有原因”的认知需要付出更大的努力。

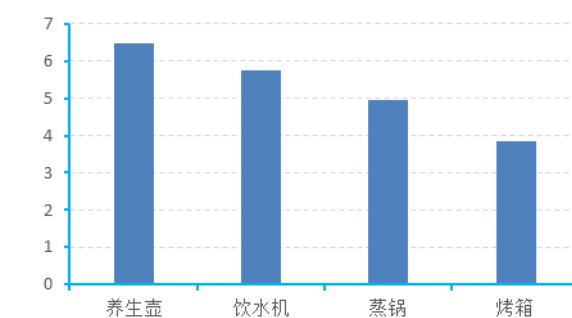
图35：北鼎内销养生壶以外品类销售规模增长（万元）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

注：1H20 统计口径为自主品牌，故包含部分自主品牌外销

图36：大单品提价空间相对受限（终端售价/生产成本）



资料来源：淘数据，招股说明书，东兴证券研究所

注：因权限问题，取淘数据中19年7-12月销售均价估测

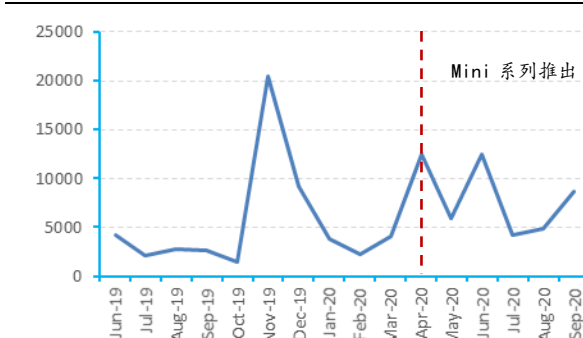
公司通过产品深化实现人群溢出。推出同一品类小容量或者减配版的 SKU 下探价格带来拓展更多的消费人群，虽然不同的人群会有不同的渗透率，但是新人群需求的被满足总是能带来新的增量，公司养生壶 mini 系列推出后销量中枢明显上移。产品深化并不影响主流产品的定价和品牌定位，我们预计未来公司有更多的品类推出 mini 系列。

图37：北鼎通过产品深化来拓展消费人群



资料来源：天猫，东兴证券研究所

图38：养生壶推出 mini 系列之后销量中枢上移（台）



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：因权限问题，取2019-06开始的数据

场景搭建是公司未来经营中的重要举措。公司与其他小家电公司最大的不同在于不能以单品的眼光看拓品，而应以场景纵向运营的眼光去看。成功的场景搭建将会成为公司的私域流量，从而实现向老客户销售新产品、向新客户销售老产品和向新客户销售新产品三个维度的增量。

以电器为核心的使用场景中的周边产品都可以拓展，这部分消费门槛更低的产品也能带来人群溢出。场景运营更重要的作用是提高目标客户群体的粘性。类似于有人愿意为星巴克的咖啡支付场景溢价，公司构建的理想厨房生活场景包含电器、食材、食谱、周边产品，也能够带来溢价。其目标客户群体消费能力很强，场景圈能够强化品牌认知，培养其消费习惯，从而持续挖掘其购买力。

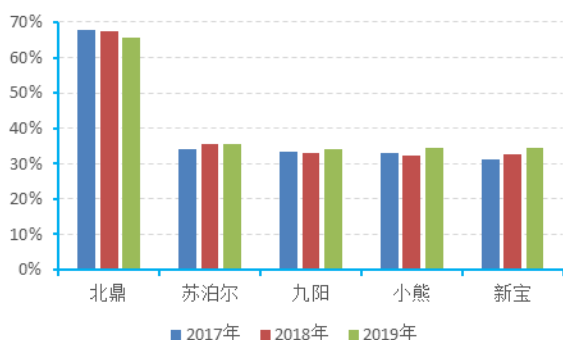
3. 高端定位能否维持？

除了少数享有品牌溢价及具有稀缺性的消费品，大部分消费品的定价模式仍然遵从成本加成定价模式，降本

和渠道提效成为非常重要的竞争力。因此我们看到了大家电行业一轮一轮的价格战带来低效产能出清，也看到了双寡头格局之下美的格力依然践行渠道提效以抢占份额。

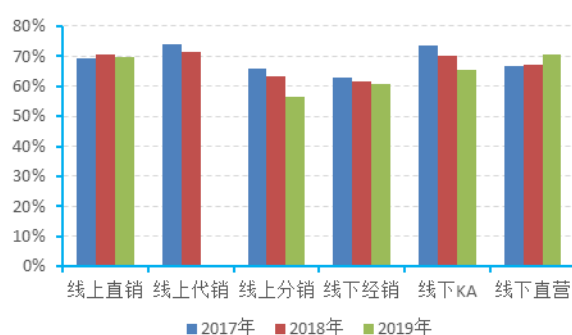
但是，产品制造方面并没有太多壁垒的北鼎正享受高定价带来的超额收益，其内销毛利率显著领先同业。同时我们看到公司产品通过各销售渠道销售的毛利率都比较高，绝不仅仅是因为直营占比高带来的留在公司体内的加价环节多。那么，这样显著较高的定位是否可以持续呢？

图39：北鼎内销毛利率显著领先同业



资料来源：招股说明书，公司财报，东兴证券研究所

图40：公司对应各销售渠道，毛利均比较高



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

品质化和细分化正成为小家电的行业趋势。随着人均可支配收入的提升，我国小家电产品结构不断升级，正由功能性消费到品质消费转变。越来越多的消费者更注重产品品质和美感带来的附加值，高端化态势渐现。参照日本的四个消费时代，我国2019年人均GDP为10262美元，老龄化率11.47%，正处于第三消费时代的起步阶段。

表3：参照日本消费发展史，我国正处于第三消费时代

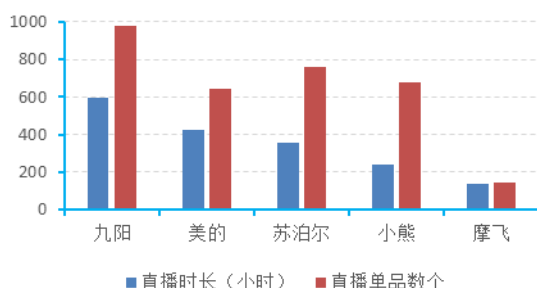
	第一消费时代	第二消费时代	第三消费时代	第四消费时代
时间	1912-1941	1945-1974	1975-2004	2005年至今
人均GDP (美元)		479 (1960年) - 4354	4659-37689	37218-40247 (2019年)
老龄化率		5.62% (1960年) - 7.52%	7.7%-19.10%	19.65%-28% (2019年)
消费表现	少数精英的享受型消费	大众化、标准化产品的普及	个性化、品牌化、高端化消费快速增长	消费回归理性

资料来源：《第四消费时代》，Wind，东兴证券研究所

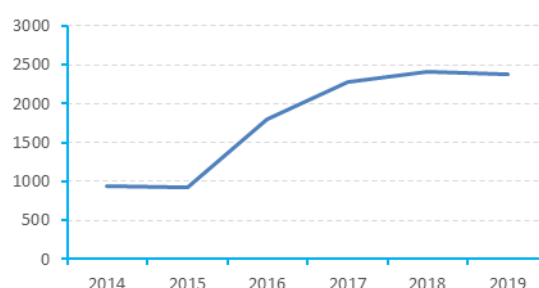
在行业具备高端品牌成长土壤的背景之下，高端定位能否维持取决于竞争格局和消费者认知。

目前小家电高端品牌的竞争格局良好，我们认为未来也能够延续。虽然厨房小电制造层面确实壁垒不高，越来越多的玩家涌入这个赛道，龙头也更加积极地投入内容内销把握新零售之下的消费趋势。但竞争不只是看制造或者说营销层面，经营决策的差异才是更深层次的差异。

对于龙头来说，经营重点始终在于大规模标准化的产品普及，由此带来了“大众化”的品牌调性，和高端形象有明显差别；如果单设高端子品牌，对自身的规模拉动也较为有限。对于新进入者来说，“高端”天然地意味着“小众”，前期需要投入大量的精力培育市场，并不能快速地把“高端”变现。同时维护高端定位的精益制造和精细化管理能力都构成一定壁垒，并不能一蹴而就。

图41：传统小家电龙头美九苏开始积极投入内容营销


资料来源：淘数据，东兴证券研究所

图42：小家电企业注册数量增多


资料来源：企查查，东兴证券研究所

所以公司维持高端定位的落脚点还是在于让消费者建立“物有所值”的认知。我们在《摩飞“种草”与“长草”背后的商业逻辑》中提到，“种草”这种形式并没有壁垒，真正的壁垒在于消费者自发形成的口碑扩散。社交电商的本质在于依托社交链条的裂变式效应扩大用户规模和转化机会，口碑扩散的根基在于良好的产品力。

对于公司而言，场景搭建是把产品力做出差异化的关键手段。消费者和品牌之间的纽带，是越用越有感情，这其中既包含了产品的运用价值，也包含了转换成本。公司能否加大信息化投入建立会员数据分析系统，直营店推进和导流情况，周边产品配套和销售情况等都是我们接下来跟踪公司能否持续创造价值的要点。

4. 投资建议

公司已经形成了精益制造和精细化管理构筑的高端品牌护城河。目前小家电高端品牌的竞争格局良好，未来也能够延续。

小家电公司仅靠单品难以实现持续的成长，品类拓张是关键。公司与其他小家电公司最大的不同在于不能从单品的角度看拓品，而应以场景纵向运营的角度去看。其构建的电器-食材-食谱-周边产品生态圈能够提高目标客户群体的粘性，培养其消费习惯，从而持续挖掘其购买力。场景圈中低门槛高频次的产品还能拓宽消费群体。

公司未来的看点在人群溢出和场景溢出。目前公司已经通过推出同一品类小容量或者减配版的SKU下探价格带来拓展更多的消费人群，开设线下直营门店作为品牌体验平台。我们看好公司未来通过场景圈的搭建，建立消费者和品牌之间的感情纽带，实现向老客户销售新产品、新客户销售老产品和新客户销售新产品三个维度的增长。

我们预计公司2020-2022年净利润分别为0.97、1.28、1.67亿元，对应EPS分别为0.59、0.78、1.03元。当前股价对应2020-2022年PE值分别为47倍、36倍、27倍，首次覆盖给以“推荐”评级。

5. 风险提示

经济发展不及预期、场景搭建不及预期、新品开发不及预期、直营店推进不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表		单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	360	364	396	482	543	营业收入	607	551	639	766	884
货币资金	191	237	238	307	342	营业成本	350	293	295	314	331
应收账款	65	40	57	62	76	营业税金及附加	5	5	6	7	9
其他应收款	5	6	7	9	10	营业费用	115	123	198	253	292
预付款项	9	17	19	24	28	管理费用	46	42	49	59	67
存货	87	63	68	70	75	财务费用	-4	0	-43	-43	-43
其他流动资产	3	1	2	5	7	研发费用	21	22	26	32	38
非流动资产合计	54	51	78	108	141	资产减值损失	1.83	-0.80	-0.80	-0.80	-0.80
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	40	37	43	53	63	投资净收益	2.27	3.98	3.98	3.98	3.98
无形资产	6	6	6	5	5	加：其他收益	1.96	3.49	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	76	73	112	149	196
资产总计	413	414	474	590	684	营业外收入	2.05	1.92	1.92	1.92	1.92
流动负债合计	120	86	97	150	160	营业外支出	0.23	0.67	0.67	0.67	0.67
短期借款	0	0	2	54	58	利润总额	78	75	114	150	197
应付账款	44	32	34	35	37	所得税	10	9	17	23	30
预收款项	3	5	4	5	5	净利润	68	66	97	128	167
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	6	7	7	7	7	归属母公司净利润	68	66	97	128	167
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	126	93	104	157	167	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	14.47%	-9.16%	15.93%	19.91%	15.37%
实收资本（或股本）	163	163	163	163	163	营业利润增长	68.90%	-3.27%	53.24%	32.86%	31.14%
资本公积	29	30	30	30	30	归属于母公司净利润增长	46.73%	32.50%	46.73%	32.50%	30.88%
未分配利润	76	104	146	201	273	获利能力					
归属母公司股东权益合计	287	321	370	433	517	毛利率(%)	42.33%	46.84%	53.83%	58.98%	62.54%
负债和所有者权益	413	414	474	590	684	净利率(%)	11.21%	11.93%	15.10%	16.69%	18.93%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	16.45%	15.87%	20.38%	21.67%	24.47%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	23.67%	20.48%	26.12%	29.50%	32.36%
经营活动现金流	53	82	32	69	108	偿债能力					
净利润	68	66	97	128	167	资产负债率(%)	30%	22%	22%	27%	`
折旧摊销	16.92	18.56	0.00	5.18	6.70	流动比率	3.00	4.22	4.07	3.22	3.39
财务费用	-4	0	-43	-43	-43	速动比率	2.28	3.48	3.37	2.75	2.92
应收帐款减少	0	0	-17	-5	-13	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	1	0	总资产周转率	1.51	1.33	1.44	1.44	1.39
投资活动现金流	-8	-5	-27	-32	-37	应收账款周转率	11	10	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.82	14.58	19.47	22.26	24.46
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	2	4	4	4	4	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.40	0.59	0.78	1.03
筹资活动现金流	-58	-25	-3	32	-36	每股净现金流(最新摊薄)	-0.07	0.32	0.01	0.43	0.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.76	1.97	2.27	2.66	3.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	67.09	69.39	47.29	35.69	27.27
资本公积增加	1	1	0	0	0	P/B	15.88	14.21	12.35	10.53	8.83
现金净增加额	-12	52	1	69	35	EV/EBITDA	49.25	47.31	59.01	38.70	26.86

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	为什么苏泊尔可以持续成长？（一）	2020-08-27
行业深度报告	七月金股汇：景气度向上和业绩韧性仍是配置主线	2020-06-30
行业深度报告	家电行业报告：网红小家电能成为常青树吗？	2020-06-22
行业深度报告	东兴证券大消费组周观点 6 月第 3 期：端午临近催化旅游相关消费，餐饮继续关注白酒复苏趋势	2020-06-21
公司深度报告	新宝股份：摩飞种草和长草背后的商业逻辑	2020-05-27
行业普通报告	渠道专题研究之一：美的渠道的开源与节流	2020-04-23
行业深度报告	“后疫情”专题之家电行业：世界家电工厂的“湿雪”和“长坡”。	2020-04-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

闵繁皓

金融硕士研究生，2017 年 5 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

徐程颖

北京大学硕士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，主要从事小家电、白电研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526