

北鼎股份：高端市场空间？属于北鼎的“产品为王”时代已来

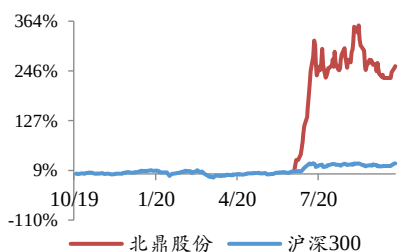
投资评级：增持（首次）

报告日期：2020-10-13

主要观点：

收盘价（元） **30.38**
近 12 个月最高/最低（元） **38.65/8.51**
总股本（百万股） **217**
流通股本（百万股） **54**
流通股比例（%） **25.00**
总市值（亿元） **66**
流通市值（亿元） **17**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

● 多维度优势支撑北鼎高位定价

与其他国产品牌相比，北鼎一枝独秀，以 1200 元以上的销售均价远远领先。这得益于自身的管理层、产品力、供应链能力、品牌力和渠道力多方面的优势。管理层理念先进，产品力雄厚，供应链资源丰富，品牌力强大，渠道力坚实是其高端定价的重要支撑。

● 产品为王时代来临，广阔市场未来可期

互联网降低了渠道壁垒，“渠道为王”的时代已成为过去，“产品为王”的时代正在到来，消费者随着可选产品大幅增加，开始更加注重产品本身、注重使用体验。以用户体验为核心、旨在打造极致产品力的北鼎将迎来广阔市场空间。

● 公司基本情况良好，多方面快速发展

公司盈利模式合理。财务指标方面，盈利指标、内部经营指标等指标均处于行业领先水平。此外，公司合理进行募投，利用募投项目不断扩大产品产能，提升公司产品竞争力。

● 投资建议

我们认为消费品“产品为王”的时代已来，更多的消费者将愿意为用户体验买单，极具前瞻性的北鼎早已建立以用户需求为核心的品牌形象，有望在新的时代获得更大的发展空间。我们预测公司未来业绩将维持较高的增速，2020-2022 年公司营收分别为 6.4、8.0、9.8 亿元，同比分别增长 16.5%、25.2%、22.1%，归母净利润分别为 0.9、1.2、1.5 亿元，同比分别增长 39.8%、28.4%、26.9%，EPS 分别为 0.42、0.54、0.69 元/股，当前股价分别对应 2020-2022 年 69.0x、53.7x、42.3xPE，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

渠道以自建为主，扩张困难带来的风险；品牌定位高端、市场规模有限风险；产品集中度较高风险；宏观经济波动风险；外销客户集中风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	551	642	804	982
收入同比（%）	-9.2%	16.5%	25.2%	22.1%
归属母公司净利润	66	92	118	150
净利润同比（%）	-3.3%	39.8%	28.4%	26.9%
毛利率（%）	46.8%	54.2%	55.1%	56.4%
ROE（%）	20.5%	19.7%	20.2%	20.4%
每股收益（元）	0.30	0.42	0.54	0.69
P/E	0.00	68.95	53.69	42.32
P/B	0.00	13.56	10.83	8.62
EV/EBITDA	-2.94	54.59	45.46	35.34

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 北鼎作为一个国产品牌，为什么可以卖这么贵？	5
1.1 北鼎有多贵？	5
1.2 管理层：从优质代工到先进品牌理念	7
1.3 产品力：高端定位的核心内功	8
1.4 供应链能力：高端代工经验带来的护城河	12
1.5 品牌力：高端定位的重要外壳	14
1.6 渠道力：乘电商的风	18
2 “产品为王”时代来临，更广阔的市场空间可期	20
2.1 目标用户画像：爱生活懂生活，目前女性为主	20
2.2 北鼎的目标用户群体有多大？	22
2.3 中国高端小家电现状如何？	29
3 公司的基本情况	32
3.1 盈利模式	32
3.2 财务分析	33
3.3 募投项目规划	37
4 投资建议	40
5 风险提示	43
财务报表与盈利预测	45

图表目录

图表 1 2019M6-2020M7 年各公司在淘宝的养生壶均价及销售份额	6
图表 2 2019M6-2020M7 年各公司在淘宝的电烤箱均价及销售份额	7
图表 3 公司股权结构	7
图表 4 公司发展历程	8
图表 5 可比公司的研发费用率	9
图表 6 公司设计奖项	10
图表 7 公司核心技术	11
图表 8 养生壶产品比较	12
图表 9 北鼎原材料价格	13
图表 10 小熊原材料价格（元）	13
图表 11 养生壶产品用材比较	14
图表 12 公司销售费用率	15
图表 13 公司销售费用拆分	16
图表 14 公司品牌推广费拆分	17
图表 15 公司推广费用拆分	18
图表 16 公司不同销售模式的销售收入占比	19
图表 17 公司不同销售模式的毛利率及毛利率贡献率	19
图表 18 公司不同销售模式的毛利情况	20
图表 19 北鼎 2019 年内销收入比例构成、及各品类的均价	21
图表 20 北鼎用户画像	22
图表 21 中国燕窝整体市场规模	23
图表 22 中国燕窝整体消费量	23
图表 23 26-30 岁育龄期人群对即时燕窝最有消费魄力	24
图表 24 根据淘系平台燕窝销售数据测算用户数量（2019/07-2020/06）	24
图表 25 根据燕窝行业整体统计数据交叉验证用户数量	25
图表 26 2018 天猫即时燕窝消费者购买美容护肤品牌 TOP10	26
图表 27 淘系平台高端美妆/护肤品牌用户规模占比测算（2019/07-2020/06）	26
图表 28 中国高端美妆/护肤品牌的女性消费者数量测算	26
图表 29 中国资产 600 万元以上的富裕家庭数量约为 400 万户	27
图表 30 我国个人奢侈品市场规模	28
图表 31 奢侈品消费者年龄分布	28
图表 32 92% 的 90 后近两年才开始购买奢侈品	29
图表 33 中国小家电高端品牌整理	30
图表 34 中国高端厨房小家电品牌销售额占比	31
图表 35 化妆品高端市场增速远超大众市场	31
图表 36 中国料理机销量增速	32
图表 37 中国其他厨房小家电销量增速	32
图表 38 公司的盈利模式	33
图表 39 公司营业收入结构	34

图表 40 公司营业收入及 YoY	34
图表 41 公司归母净利润及 YoY	35
图表 42 内销业务毛利率高于外销业务	35
图表 43 可比公司毛利率	36
图表 44 公司生产人员不断减少	36
图表 45 公司人均创收和人均创利	37
图表 46 公司募投项目基本情况	38
图表 47 风电装机南移	39
图表 48 开水煲产能、产量、销量	39
图表 49 公司的产品发展逻辑	40
图表 50 公司收入成本拆分预测（按渠道）	41
图表 51 销售费用拆分预测	42
图表 52 管理费用拆分预测	42
图表 53 研发费用拆分预测	43

引言

北鼎作为一个新兴国产品牌，定位高端，并已取得了一定规模消费者的认可。市场关注点主要在于两方面：（1）北鼎作为一个并没有多年自主品牌沉淀的新兴品牌，为什么可以卖这么贵？受众是谁？护城河在哪里？（2）定位高端市场是否意味着增长空间非常有限？天花板到底有多高？

我们将在本篇报告中对于北鼎当前的目标用户群体规模进行测算，并且我们认为，随着互联网时代的来临，渠道壁垒逐渐弱化，以及消费者经济水平和受教育程度提升，对产品产生更高要求，“产品为王”的时代逐步来临，我们认为，极具前瞻性的北鼎正迎来属于他们的时代，其受众也正逐步扩大。

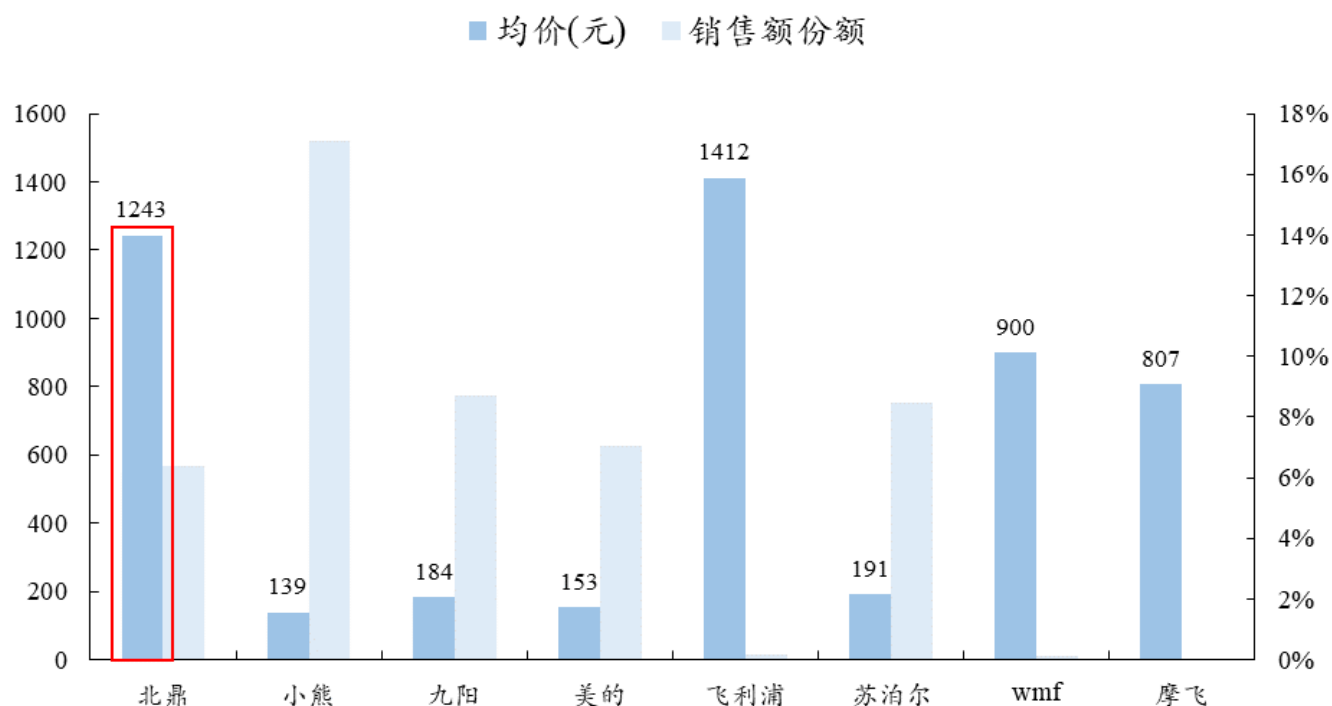
以用户需求为核心的极致的工业设计是北鼎的核心竞争力之一。一方面，北鼎多年为海外高端品牌代工的经验奠定了其精湛的工艺和优质的研发创新能力。另一方面，董事长张默晗先生的留学经验为公司注入了极具前瞻性的企业文化，公司力图像戴森、苹果等企业一样，以用户需求为核心，挖掘未被满足的用户需求，以极致的工业设计最大化满足用户体验。

1 北鼎作为一个国产品牌，为什么可以卖这么贵？

1.1 北鼎有多贵？

在均价 100-300 元的养生壶市场，北鼎一枝独秀，将养生壶卖到了上千元。2019M6-2020M7，与其他国产品牌相比，北鼎以 1200 元以上的销售均价远远领先。奥维云网数据亦显示，2019 年国内养生壶市场线上产品大部分集中于 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，充分显示了公司的品牌溢价能力。与飞利浦、WMF 等外资品牌相比，北鼎在与其均价大致相当的前提下，占据了 6.4% 的市场份额，远超飞利浦（0.2%）和 WMF（0.1%）。

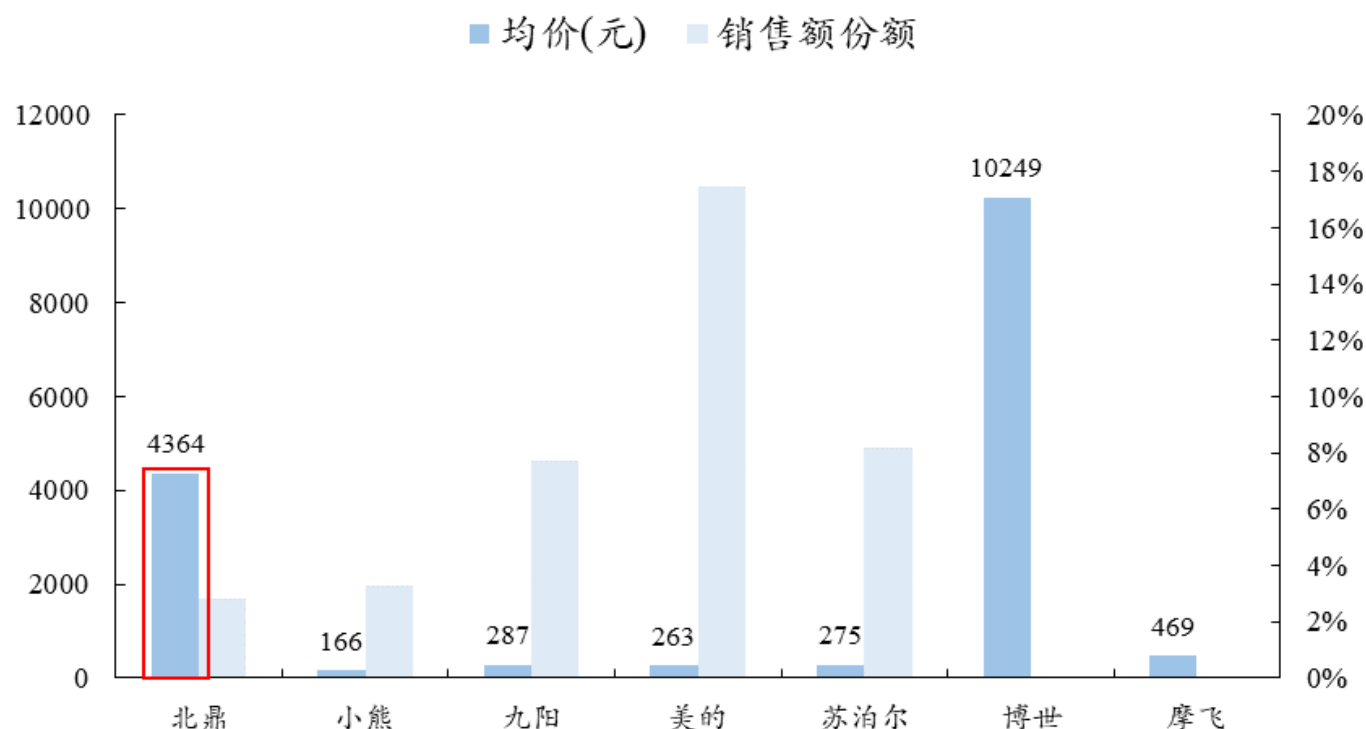
图表 1 2019M6-2020M7 年各公司在淘宝的养生壶均价及销售额份额



资料来源：淘数据，华安证券研究所（注：2020M7 数据截止到 7 月 25 日；摩飞电器为 2020M5-2020M7 销售数据。）

公司近年来开始拓展的电烤箱品类均价同样远超行业平均水平。2019 年，公司烤箱营收 3741.8 万元，同比增长 21.4%；毛利 2291.7 万元，同比增长 12.5%。在国内品牌均价 100-500 元的情况下，北鼎以 4300 元的均价水平占据了市场 2.8% 的销售额份额，稳固占据高端市场。与淘宝销量不足 50 件的高端外资品牌的博世相比，公司能够以 15000+件的销量占据更大的市场份额。

图表 2 2019M6-2020M7 年各公司在淘宝的电烤箱均价及销售额份额

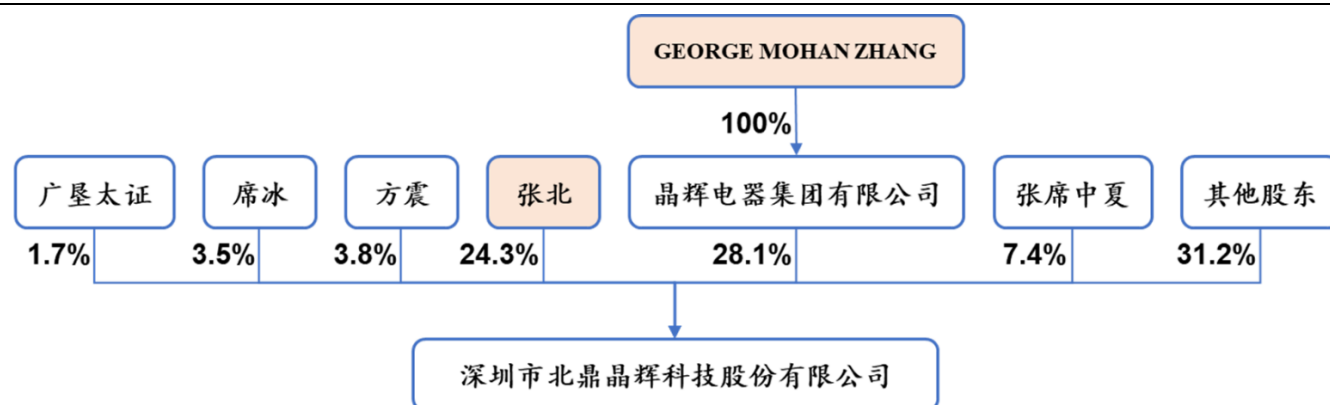


资料来源：淘数据，华安证券研究所（注：2020M7 数据截止到 7 月 25 日；博世 2019M8 和 M10 数据缺失；摩飞 2019M7-8/2019M10/2020M4-7 销售数据。）

1.2 管理层：从优质代工到先进品牌理念

公司实际控制人为 **GEORGE MOHAN ZHANG (张默晗)** 和其父张北，父子合计控制公司 **52.4%** 的股份。张默晗为加拿大国籍，加州大学伯克利分校工业工程硕士，担任公司董事长、总经理。张北为中国国籍，西安交通大学硕士，1992 年至今任晶辉电器董事长、总经理。

图表 3 公司股权结构

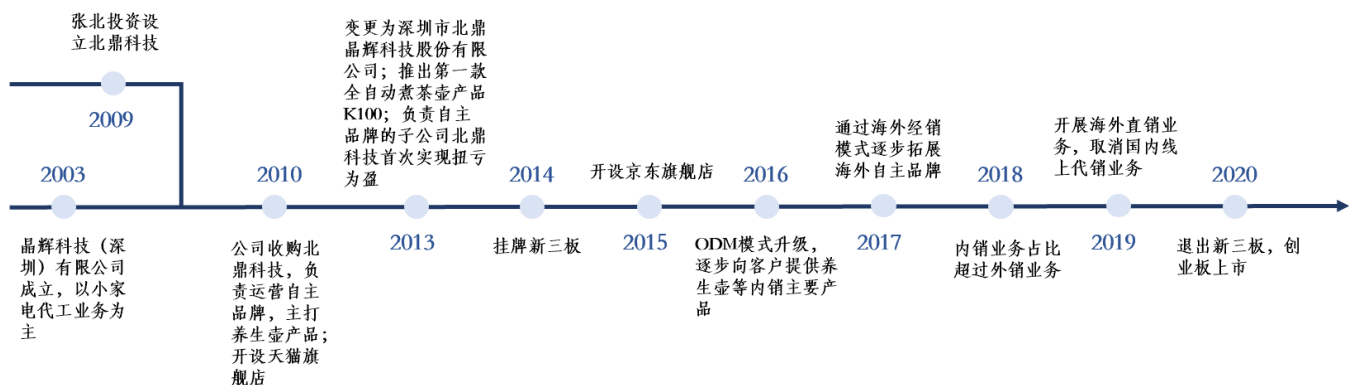


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

父亲张北时代，小家电代工为公司积累了足够的产品力、供应链能力。1988年，张默晗的父亲张北创办了小家电代工贸易企业晶辉电器，在为外资企业代工的过程中完成了公司产品力、供应链能力等基础能力的搭建。

张默晗回国，不甘于代工，2009年创立自主品牌。2003年，张默晗从加州大学毕业回国，从事研发工作，在为外国品牌 KitchenAid、Morphy 等代工的过程中，不满于代工利润洼地的张默晗萌生了创立自主品牌的想法。2009年，北鼎科技成立。

图表 4 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

从加州大学回国，张默晗带回了先进的经营理念，有足够的前瞻性和敏锐的商业嗅觉。一方面，张默晗先进的观念决定了公司品牌在国内高端的定位，对国内消费升级的趋势具有前瞻性，完成了公司品牌力、渠道力的建设。另一方面，张默晗嗅到了近年来健康养生领域的发展机会，从养生领域入手顺利切入内销市场。如此，公司才能够在近两年新消费时代来临的时候，做好充足的准备，快速成长。2013年，负责自主品牌的子公司北鼎科技首次实现扭亏为盈；2018年，内销业务占比超过外销业务。至2019年，公司内销、外销收入占比分别为56.8%、43.2%。

1.3 产品力：高端定位的核心内功

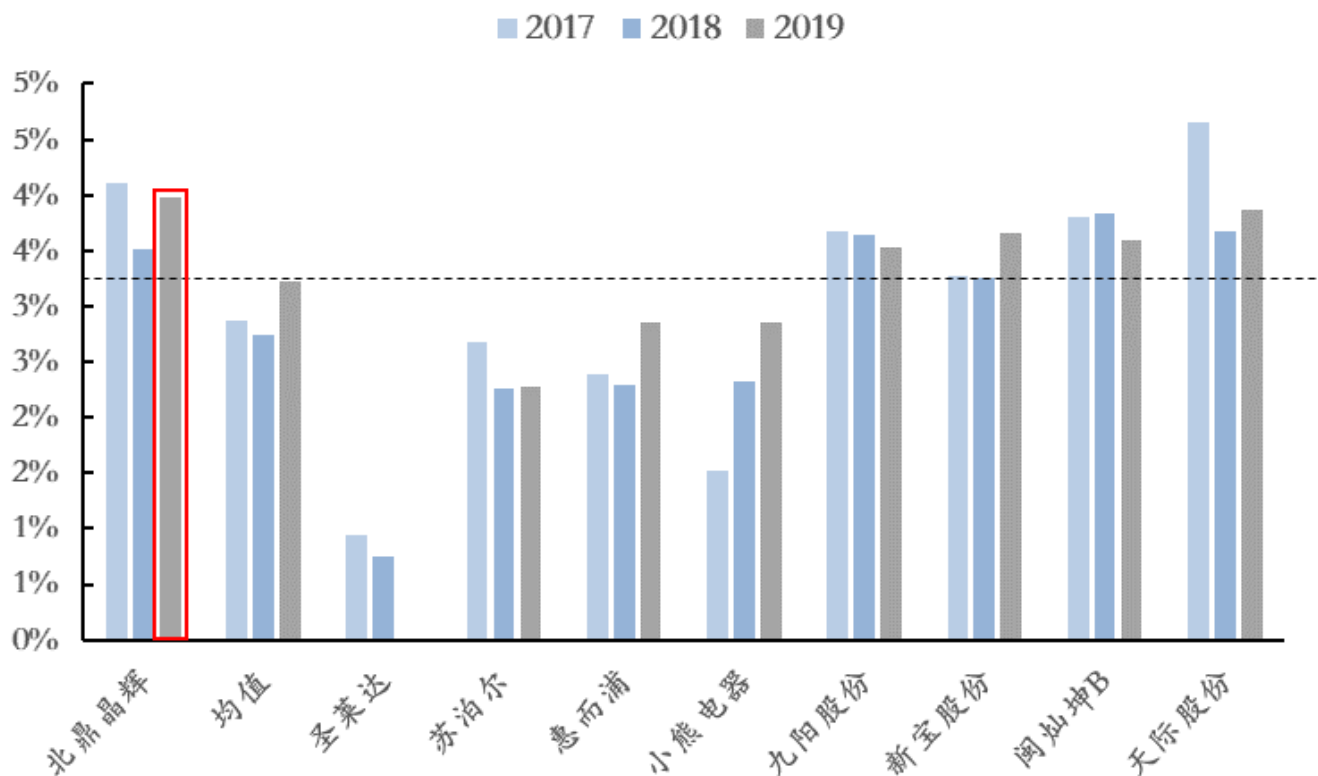
以用户需求为核心的极致的工业设计是北鼎的核心竞争力之一。一方面，北鼎多年为海外高端品牌代工的经验奠定了其精湛的工艺和优质的研发创新能力。另一方面，董事长张默晗先生的留学经验为公司注入了极具前瞻性的企业文化，公司力图像戴森、苹果等企业一样，以用户需求为核心，挖掘未被满足的用户需求，以极致的工业设计最大化满足用户体验，而价格则不是公司考虑的主要因素。

随着互联网时代的来临，渠道壁垒逐渐弱化，以及消费者经济水平和受教育程度提升，对产品产生更高要求，“产品为王”的时代逐步来临，我们认为，极具前瞻性的北鼎正迎来属于他们的时代，其受众也正逐步扩大。

公司注重研发，研发费用率高于行业平均水平。2017、2018、2019年，公司/行业平均研发费用率分别为4.11%/2.87%、3.52%/2.75%、3.98%/3.23%，主要系公

司高度重视研发创新工作，不断加大新产品、新工艺的研发力度。截至 2019 年，公司研发人员有 60 人，占公司总人数比重 6.12%，超过 2018 年的 4.84%。

图表 5 可比公司的研发费用率



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司专利数量多，产品屡屡获奖。截至 2019 年，公司拥有专利 195 项，其中境内发明专利 81 项，境外专利 30 项，实用新型 46 项，外观设计专利 38 项。多款产品荣获“IF 设计奖”、“红点设计奖”、“美国工业设计优秀奖”、“艾普兰产品奖”、“中国设计红星奖”、“中国好设计优胜奖”等国内外知名奖项。

图表 6 公司设计奖项

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养生壶	新加坡设计协会
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

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

对于公司当前的主要品类养生壶、多士炉、饮水机、电热水壶、烤箱等品类，公司均大力开展了自主研发，致力于解决各类消费者需求痛点。例如，养生壶具有防溢、食材添加设计、自动定时落料等核心技术。

图表 7 公司核心技术

产品类别	核心技术	简要描述	技术来源	创新类型
养生壶	养生壶防溢技术	令消费者不用担心水和食材沸腾时会溢壶	自主研发	自主创新
	食材添加设计	盖中盖和水壶滤网结构设计以方便用户在煮沸的过程中加进食材	自主研发	自主创新
	自动定时落料技术	养生壶定时落料	自主研发	自主创新
烤箱	电烤箱自动门控制技术	为了令消费者使用时更方便而发明了自动开关门结构及带有该结构的家用电烤箱	自主研发	自主创新
	家用电烤箱的摄像系统结构	家用电烤箱的摄像系统结构和厨房电器工作参数传输装置	自主研发	自主创新
饮水机	出水技术优化	令消费者可利用水机冲泡不同饮品	自主研发	自主创新
	即热式饮水机	令消费者可以随时饮用不同温度的水和饮料	自主研发	自主创新
多士炉	自动多士炉的启动技术	一种使消费者使用更加方便，在放入面包后，其他所有的步骤由机器自动完成的技术	自主研发	自主创新
	多士炉快速烘烤技术	一种主要通过减少热散失令面包烘烤时间更短，更节能的技术	自主研发	自主创新
	多士炉安全技术	公司开发了不同的技术去保证产品的安全性，主要包括：具有防火功能的烤面包炉盖技术，烤面包炉电子防卡保护装置，多士炉断电保护结构	自主研发	自主创新
电热水壶	电热水壶的温度探测和控制技术	通过创新的电热水壶的温度探测机构、电热水壶水沸腾的判断方法、电热水器的加热控制方法、电子液体位置检测和显示装置，去增加温度控制的准确性	自主研发	自主创新

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司的养生壶在加工工艺及操作性能等方面领先行业。上海市消保委于 2019 年 12 月对市面上主要养生壶的加工工艺及操作性能、容量及温控精确度、倒水、加热速度、制作银耳羹情况等项目进行比对和星级评价，发布《养生壶比较试验结果通报》，北鼎的养生壶在各方面表现俱佳，综合评价为五星。

图表 8 养生壶产品比较

序号	品牌	型号	加工工艺及 操作性能	容量及温控精确度	倒水测试	加热速度测试		制作银耳羹测评			综合评价
			星级评价	星级评价	星级评价	测评情况	星级评价	制作时长 测评情况 (分钟)	耗电量测评 情况 (度/ 月)	星级评价	
1	拓璞	DK395	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	5.42min/L	★★★★★	70	10.98	★★★★☆	★★★★★
2	北鼎	K185	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	5.75min/L	★★★★☆	65	8.46	★★★★☆	★★★★★
3	苏泊尔	SW-15	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	5.90min/L	★★★★☆	121	12.3	★★★☆☆	★★★★☆
4	SKG	8074S	★★★★☆	★★★★	★★★★★	5.92min/L	★★★★☆	131	14.52	★★★★	★★★★☆
5	荣事达	YSH1751	★★★★	★★★★	★★★★★	5.42min/L	★★★★★	67	10.57	★★★★☆	★★★★☆
6	德尔玛	DEM-YS201S	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	5.75min/L	★★★★☆	63	7.23	★★★★	★★★★☆
7	九阳	K17-D07	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	7.45min/L	★★★☆☆	53	8.4	★★★★	★★★★☆
8	西屋	WEK-521A	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★	5.90min/L	★★★★☆	71	9.42	★★★☆☆	★★★★
9	龙的	LD-ys1515	★★★★	★★★★	★★★★★	9.32min/L	★★☆☆	80	7.55	★★★☆☆	★★★★
10	小熊	YSH-C18K5	★★★★☆	★★★★	★★★★	7.29min/L	★★★☆☆	75	8.97	★★★☆☆	★★★★
11	松桥	MK-YSH181G	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★★	8.92min/L	★★★☆☆	72	8.28	★★★☆☆	★★★★
12	天际	BJH-W180P	★★★★	★★★☆☆	★★★★★	7.46min/L	★★★★☆	96	9.99	★★★☆☆	★★★★
13	生活元素	D19	★★★★	★★★☆☆	★★★★★	6.10min/L	★★★★	133	14.22	★★★☆☆	★★★★
14	美的	MK-GE1703	★★★★	★★★☆☆	★★★★	8.82min/L	★★★☆☆	134	11.01	★★★★	★★★★
15	利仁	LR-D1805	★★★★	★★★☆☆	★★★★★	5.75min/L	★★★★☆	97	9.3	★★☆☆	★★★★
16	金正	N1	★★★★	★★★★	★★★☆☆	9.42min/L	★★☆☆	168	18.42	★★★☆☆	★★★☆☆
17	现代	QC-YS1580	★★★★	★★★☆☆	★★	9.32min/L	★★☆☆	70	9.49	★★★☆☆	★★★☆☆
18	志高	ZG-S1836	★★★☆☆	★★★☆☆	★★	8.68min/L	★★★☆☆	103	10.5	★★★☆☆	★★★☆☆
19	岳恒	HX006	★★★★	★★	★★	10.90min/L	★★	75	12.3	★★★★	★★★☆☆
20	容威	YSH2003	★★★☆☆	★★	★★	10.36min/L	★★	130	12.01	★★☆☆	★★☆☆

资料来源：上海消保委，华安证券研究所

1.4 供应链能力：高端代工经验带来的护城河

公司海内外高端供应商资源丰富，在高端市场建立起护城河。北鼎从中国香港、德国、韩国等地采购电子元器件、塑料及玻璃制品、塑料原材料等。而供应商资源成为中低端品牌向高端市场扩张的壁垒。2018 年，北鼎的五金原材料价格从 5-140 元/千克不等，作为对比，定位中低端的小熊电器 2018 年五金原材料均价 0.5 元/件；2018 年北鼎塑料原材料价格从 8-43 元/千克不等，小熊电器塑料原材料均价为 11.8 元/千克。

图表 9 北鼎原材料价格

五金原材料价格(元/千克)				
类别	2017	2018	2019	
SUS430 不锈钢/光面 0.4T×614×215MM 单面贴膜	15.0	15.5	15.9	
无铅锡条/SN99.3CU0.7	137.9	139.9	140.3	
镀锌片/0.3T×172MM	6.0	6.3	6.0	
深冲单光片/0.5T×460mm	5.2	5.5	5.1	
SUS316L 不锈钢/光面 0.5T×178MM 双面贴膜	22.0	24.0	24.3	
SUS430 不锈钢/毛面 0.4T×475mm 双面贴膜	11.6	12.0	11.5	
塑料原材料价格(元/千克)				
类别	2017	2018	2019	
PP料/PPHJ730L	8.4	8.9	9.4	
尼龙料/VYDYNE909NAT.	39.6	42.6	41.1	
PP料(防火料)/FB51KA7(黑色)	16.6	15.9	15.4	
PC料/PC1201-15	20.5	25.0	16.0	
ABS料/ABS-PA757	13.4	14.2	12.0	

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 10 小熊原材料价格（元）

类别	单位	2016	2017	2018
塑料原料	千克	10.2	12.1	11.8
五金制品	个/件	0.4	0.5	0.5

资料来源：小熊电器公司招股书，华安证券研究所

以养生壶为例，公司最主要的产品养生壶材质比其他品牌品质更佳。我们选取各品牌 7 月 13 日在京东平台综合排名前 2 位的商品进行比较，发现其他品牌的玻璃材质多采用高硼硅玻璃、发热盘不锈钢材质多为 304 不锈钢，而北鼎的产品则所有壶身玻璃均采用德国肖特玻璃、316L 医用级不锈钢发热盘。相比其他产品，北鼎的养生壶不易炸裂、不串味、更耐用。

图表 11 养生壶产品用材比较

品牌	型号	容积	玻璃材质	发热盘不锈钢材质
小熊	YSH-C18K5	1.8L	高硼硅玻璃	-
小熊	YSH-A15W6	1.5L	高硼硅玻璃	-
苏泊尔	SW-15YJ08b	1.5L	高硼硅玻璃	304不锈钢发热盘
苏泊尔	WSW-15Y12	1.5L	高硼硅玻璃	304不锈钢发热盘
美的	WGE1703b	1.5L	高硼硅玻璃	304不锈钢发热盘
美的	YS15Colour211	1.5L	高硼硅玻璃	-
九阳	DGD1506BQ	1.5L	高硼硅玻璃	304不锈钢发热盘
九阳	K15-D71	1.5L	高硼硅玻璃	-
北鼎	K102	1.5L	德国肖特玻璃 (不易炸裂、不串味)	304不锈钢发热盘
北鼎	Mini K	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)

资料来源：京东，华安证券研究所（注：选取7月13日京东平台综合排名前2位的商品）

1.5 品牌力：高端定位的重要外壳

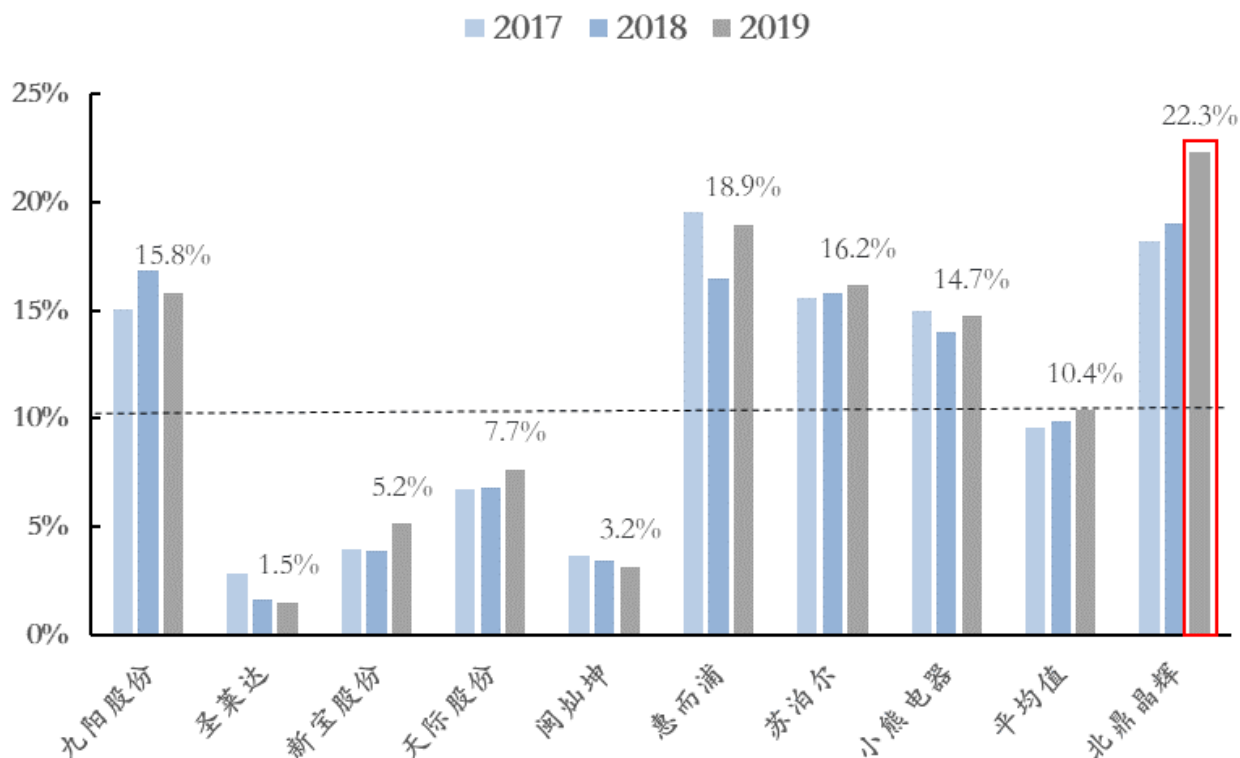
对于一个定位高端的品牌，如果说产品力是核心内功，供应链是后端基本功，那么品牌力则是第一步抓住消费者眼球的重要外壳。在中国消费品行业发展的历程中，高端市场至今依然主要被国外品牌所占据，不仅在于其优异的质量与品控，更在于其长期积淀的品牌力为消费者带来的心理优越感。**作为一个国产品牌，即使产品力非常优秀，要作为一个高端品牌走进消费者的内心，也是非常困难的事情，但北鼎某种程度似乎已经取得了阶段性的成功。**

（1）大力投入销售费用

在均价 100-300 元的养生壶市场，北鼎创造了营销奇迹，通过营造“高级感”的意境，将原本普通的养生壶卖到了千元以上的高价，如今公司已在消费者心目中形成“高端”的品牌认知，这与公司在销售上的投入密切相关。

从销售费用率上看，公司在营销环节的投入较高。2019 年，公司销售费用率 22.3%，远高于 10.4% 的行业平均水平，并且其收入 43% 来自外销，以代工模式为主，意味着其自主品牌的销售费用率或高达 30% 以上。

图表 12 公司销售费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司销售费用主要为网上商城费用、销售人员薪酬、品牌推广费及物流运输费等。网上商城费用主要是指公司与第三方电商平台约定的电商费用，主要包括佣金、服务费和钻石展位、直通车等电商推广费用。品牌推广费主要包括赠品费、产品视频图片制作、广告投放等费用。物流运输费主要指物流运费及快递费。

图表 13 公司销售费用拆分

项目	2017	2018	2019
网上商城费用	3810.5	4828.1	5102.1
营收占比	7.2%	8.0%	9.3%
职工薪酬	1948.6	2318.2	2382.0
营收占比	3.7%	3.8%	4.3%
品牌推广费	1608.7	1524.9	1791.3
营收占比	3.0%	2.5%	3.3%
物流运输费	1044.7	1249.1	1299.5
营收占比	2.0%	2.1%	2.4%
售后服务与配件	80.6	215.5	395.0
营收占比	0.2%	0.4%	0.7%
船务费	207.3	207.0	154.9
营收占比	0.4%	0.3%	0.3%
顾问咨询费	120.8	198.9	157.9
营收占比	0.2%	0.3%	0.3%
差旅费	225.0	175.5	186.6
营收占比	0.4%	0.3%	0.3%
品质补偿款	147.4	146.8	195.2
营收占比	0.3%	0.2%	0.4%
业务招待费	63.4	127.1	37.1
营收占比	0.1%	0.2%	0.1%
包装费	58.0	126.0	98.5
营收占比	0.1%	0.2%	0.2%
其他	330.3	392.9	476.8
营收占比	0.6%	0.6%	0.9%

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

其中，网上商城费用最高，2019 年占营收比重 9.3%。近年来，公司不断扩展线上销售规模，电商推广费用大幅增加，电商平台收取的佣金服务费也随着线上业务规模的不断扩大而增加。虽然其占整体营收比例持续提升，但主要是由于自主品牌占比增加所致，2017-2019 年，网上商城费用占线上渠道销售收入比例分别为 19.6%、19.0%、18.6%，随着规模扩张而持续下降，我们预计未来将进一步降至 18.3%

左右。

2019 年, 公司的品牌推广费用占营收比重为 3.3%, 主要包括广告制作与投放、赠品赠机。2017-2019 年, 品牌推广费占自主品牌营收比例分别为 6.5%、5.0%、5.6%。其中, 广告制作与投放为主要购成, 占自主品牌营收比例分别为 4.4%、3.4%、3.1%, 随着规模扩张持续下降, 而赠品费占比则从 1.9% 小幅提升至 2.3%。因此我们预计品牌推广费占自主品牌营收比例未来将进一步降至 5.1% 左右。

图表 14 公司品牌推广费拆分

项目	2017	2018	2019
广告制作与投放	1070.7	1034.1	1010.1
营收占比	2.0%	1.7%	1.8%
赠品赠机	478.4	470.4	732.1
营收占比	0.9%	0.8%	1.3%
其他	59.6	20.3	49.1
营收占比	0.1%	0.0%	0.1%

资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

(2) 主推线上, 把握内容营销红利

传统电商、垂直电商、垂直社交电商营销并行。公司目前通过天猫商城、京东商城等大型综合电商平台站内推广工具进行品牌推广, 包括天猫直通车、钻展、京东京准通等站内工具, 运用大数据分析消费者浏览、购买的数据, 分析消费者购物偏好, 通过绘制目标用户画像达到精准投放的目的, 进而将潜在用户引流至电子商城中形成消费。此外, 公司还与 ONE、黄小厨、悦食等垂直电商平台进行合作, 进行品牌推广, 通过站外的垂直渠道将用户引流至天猫商城平台中。抓住移动社交电商快速发展的契机, 公司也在下厨房、蜜芽宝贝等垂直类移动社交应用平台进行市场布局。

在直播带货日益火爆的当今, 北鼎也在推广 MCN 营销。2019 年, 公司与李佳琦合作, 在其带动下, 公司 2019 年饮水机内销收入 YoY+38.7%, 业绩较好。

近年来, 公司线上推广费用逐年增大。天猫钻展、直通车及京准通 (即京东快车、京东直投及京选展位) 为竞价类推广随着内销线上营收的增加而逐年增长; 2019 年, 公司非竞价类线上推广费用增加至 1137.9 万元, 占自主品牌营收比例由 2018 年的 3.0% 增加至 3.5%, 或受公司对新型营销模式的扩展影响。

图表 15 公司推广费用拆分

项目	2017	2018	2019
线上推广	3962.4	4368.5	4648.2
竞价类	2874.6	3460.8	3510.3
占内销线上营收比例	14.8%	13.6%	12.8%
占网上商城费用比例	75.4%	71.7%	68.8%
非竞价类	1087.8	907.7	1137.9
占自主品牌营收比例	4.4%	3.0%	3.5%
占网上商城费用比例	28.5%	18.8%	22.3%
线下推广	191.6	209.6	144.4
占自主品牌营收比例	0.8%	0.7%	0.4%
综合推广	675.7	787.6	679.9
占自主品牌营收比例	2.8%	2.6%	2.1%

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

1.6 渠道力：乘电商的风

公司销售渠道丰富，直销占比大，内销渠道占比不断增大。2019 年，公司线上直销收入占销售收入的 39.21%，首次超过外销 OEM。内销方面，线上直销主要通过第三方平台（淘宝、天猫、京东）和自建官方商城进行；2019 年公司与京东合作的线上代销模式转变为线上分销（京东自营）；线上分销占比近年来也不断提升，主要有公司代发货模式、分销商自发货模式、电商平台分销模式（主要为京东自营）三种。直销为主意味着公司有较强的线上运营能力，为线上各类形式的营销、以及未来渠道扩张奠定了坚实基础。

图表 16 公司不同销售模式的销售收入占比

销售模式		2017	2018	2019
外销	OEM	39.75%	41.57%	34.47%
	ODM	13.38%	7.25%	6.55%
	海外经销	0.35%	0.93%	1.68%
	海外直销	-	-	0.55%
内销	线上直销	28.45%	35.57%	39.21%
	线上代销	5.26%	0.41%	-
	线上分销	3.28%	6.62%	11.09%
	线下经销	7%	4.89%	3.17%
	线下KA	0.88%	0.60%	0.39%
	线下直营	0.05%	0.38%	1.09%
	礼品团购及其他	1.60%	1.78%	1.81%

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

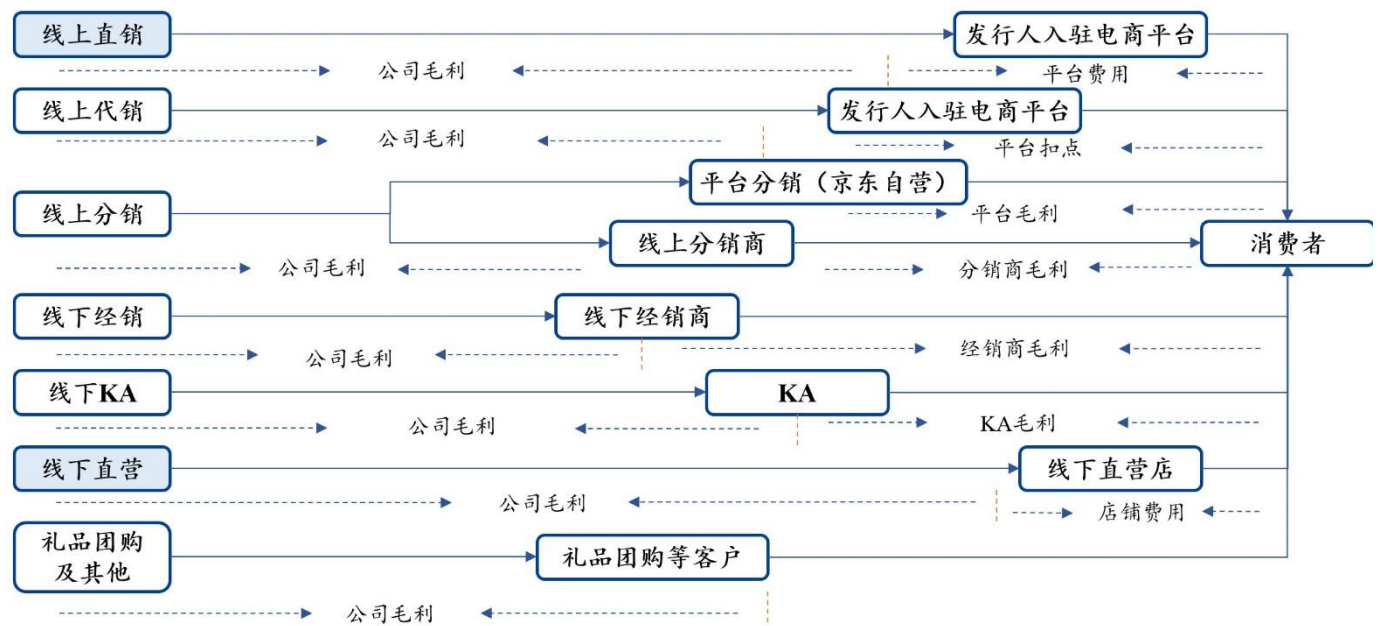
线上直销渠道的毛利率远高于外销 OEM 模式，线上直销毛利率贡献率逐年提升。2019 年，公司线上直销毛利率为 69.75%，远超外销 OEM 的 18.73%，毛利率贡献率为 27.35%。纵向看，随着公司线上直销占比的不断提升，线上直销的毛利率贡献率从 2017 年的 19.65% 迅速增长到 2019 年的 27.35%。

图表 17 公司不同销售模式的毛利率及毛利率贡献率

销售模式		2017		2018		2019	
		毛利率	毛利率贡献率	毛利率	毛利率贡献率	毛利率	毛利率贡献率
外销	OEM	15.62%	6.21%	15.05%	6.26%	18.73%	6.46%
	ODM	20.95%	2.80%	21.61%	1.57%	25.72%	1.68%
	海外经销	52.62%	0.28%	52.28%	0.49%	53.40%	0.90%
	海外直销	-	-	-	-	70.93%	0.39%
内销	线上直销	69.08%	19.65%	70.45%	25.06%	69.75%	27.35%
	线上代销	74.17%	3.90%	71.27%	0.29%	-	-
	线上分销	65.76%	2.16%	63.09%	4.18%	56.31%	6.25%
	线下经销	62.76%	4.39%	61.79%	3.02%	60.68%	1.92%
	线下KA	73.34%	0.65%	70.27%	0.42%	65.37%	0.26%
	线下直营	66.55%	0.03%	67.08%	0.25%	70.40%	0.76%
	礼品团购及其他	49.89%	0.80%	40.61%	0.72%	37.89%	0.68%

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 18 公司不同销售模式的毛利情况



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

通过募投项目“品质生活厨房小电综合用品线下营销网络建设项目”，公司将进一步加大线下渠道建设。线下经销、线下KA、线下直营渠道的毛利率均高于60%，有较大的盈利空间。公司此次在原有经销商及KA渠道覆盖的500余家门店的基础上，经过筛选分类，新建或升级20家体验店、80家核心店、200家A级门店，将线下门店发展成集产品体验、销售、售后服务于一身的综合型实体店，为客户提供更加专业化的服务，形成线上线下销售服务生态闭环，是进一步提升品牌感知度，拓宽销售渠道的必要手段。

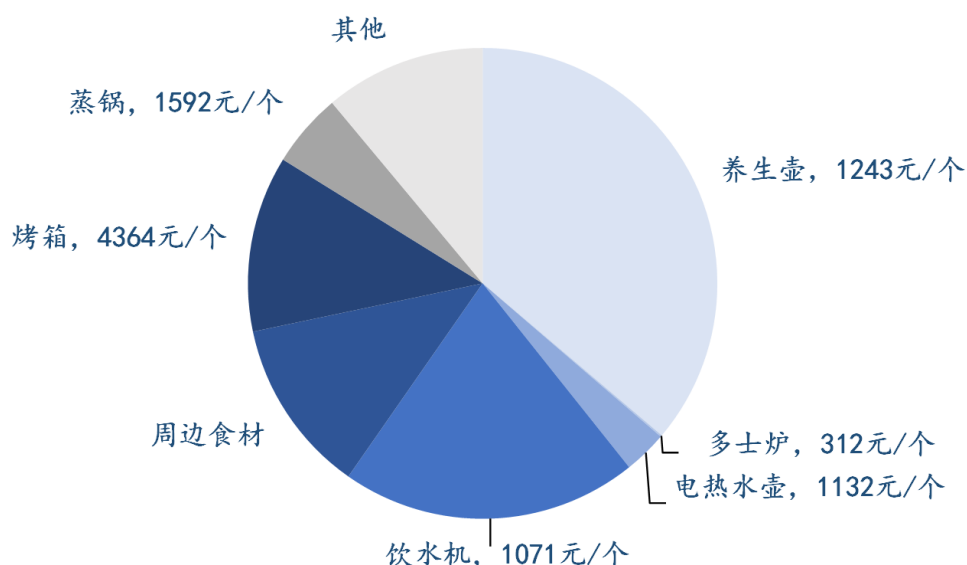
2 “产品为王”时代来临，更广阔的市场空间可期

公司产品定价较高，从当前市场来看，主要面向收入水平较高、对生活品质要求较高的消费人群。但我们认为，如前文所述，互联网降低了渠道壁垒，“渠道为王”的时代已逐步成为过去式，消费者的可选产品大幅增加，开始更加注重产品本身、注重使用体验，“产品为王”的时代正在到来，更多的消费者将愿意为产品买单，而非仅仅高端用户人群。因此，我们认为，以用户体验为核心、旨在将产品力打造到极致的北鼎将迎来更加广阔的市场空间。

2.1 目标用户画像：爱生活懂生活，目前女性为主

北鼎的自主品牌产品主要为养生壶、烤箱等小家电品类，以及养生食材等养生生态产品。北鼎的产品定位高端，均价显著高于其他品牌，与外资高端品牌相媲美。

图表 19 北鼎 2019 年内销收入比例构成、及各品类的均价



资料来源：公司公告，淘数据，华安证券研究所（注：均价采用淘数据 2019M6-2020M7 的销量与销售额求得，其中多士炉为 2019M6-9 数据、蒸锅为 2019M9-2020M7 数据。）

因此我们认为，北鼎的目标用户画像基本可概况为：

（1）目前女性为主：一方面女性是小家电消费的主要决策者，另一方面女性在养生、烹饪料理方面有更强的兴趣与消费意愿，但随着越来越多的男性（尤其是 90 后、00 后）更加注重精致生活，他们也逐步成为关键目标用户；

（2）在其他消费领域同样满足爱生活、懂生活、愿意为此消费的特性：比如使用高端化妆品、食用养生食品（例如燕窝、补品、养生茶等），具备该项特征的群体基本也具备购买北鼎所在价位段产品的消费力；

（3）经济水平较高：在中国当前经济环境下，收入水平依然是决定消费观念的重要因素，但随着从小衣食无忧、对生活品质要求较高、购房压力较小的 90 后、00 后成为消费主力，目标人群或将扩至更广大的消费者；

（4）年龄范围可宽至 20-50 岁：满足上述条件的各年龄段人群都是北鼎的目标用户。

图表 20 北鼎用户画像



资料来源：华安证券研究所整理

因此，我们将通过测算上述产品目标用户群体的规模，估算当前中国经济水平下，北鼎的潜在用户规模空间。

2.2 北鼎的目标用户群体有多大？

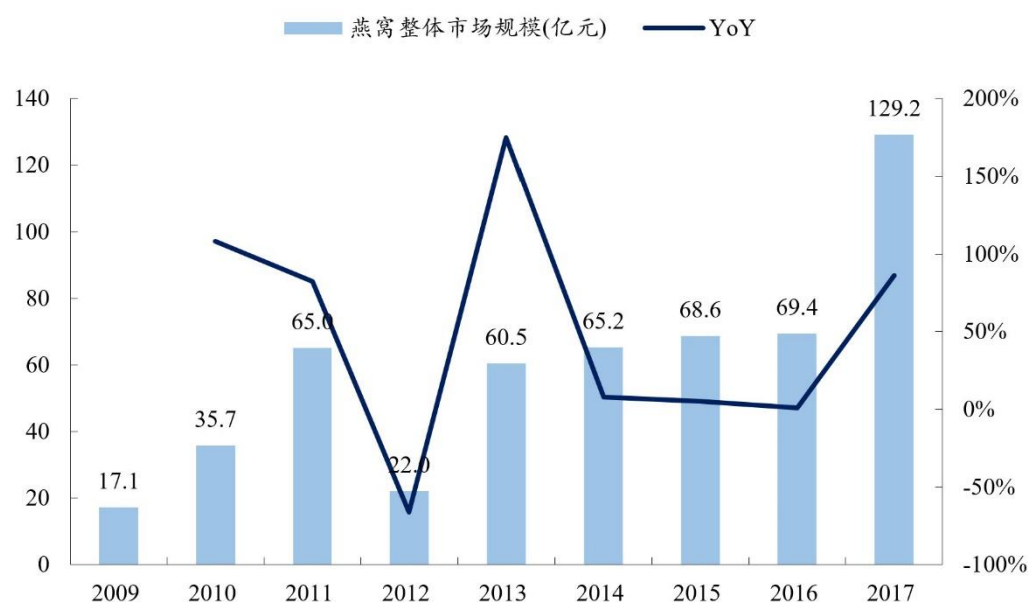
我们选取了燕窝市场、高端化妆品/护肤品市场、高收入家庭规模作为参照，计算北鼎的潜在用户空间。但养生壶的用途多种多样，除了燕窝，煮红枣枸杞、银耳、茶等食材才是更大的用途，购买养生壶的用户规模或许远高于购买燕窝的用户规模，我们在此仅作参考。**根据我们的测算，北鼎的精准目标用户群体在 2019 年约为 400-500 万人，且仍在持续增长中。**

（1）燕窝行业：300~500 万人受众

养生壶的用途多种多样，除了燕窝，煮红枣枸杞、银耳、茶等食材才是更大的用途，购买养生壶的用户规模或许远高于购买燕窝的用户规模，我们在此仅作参考。

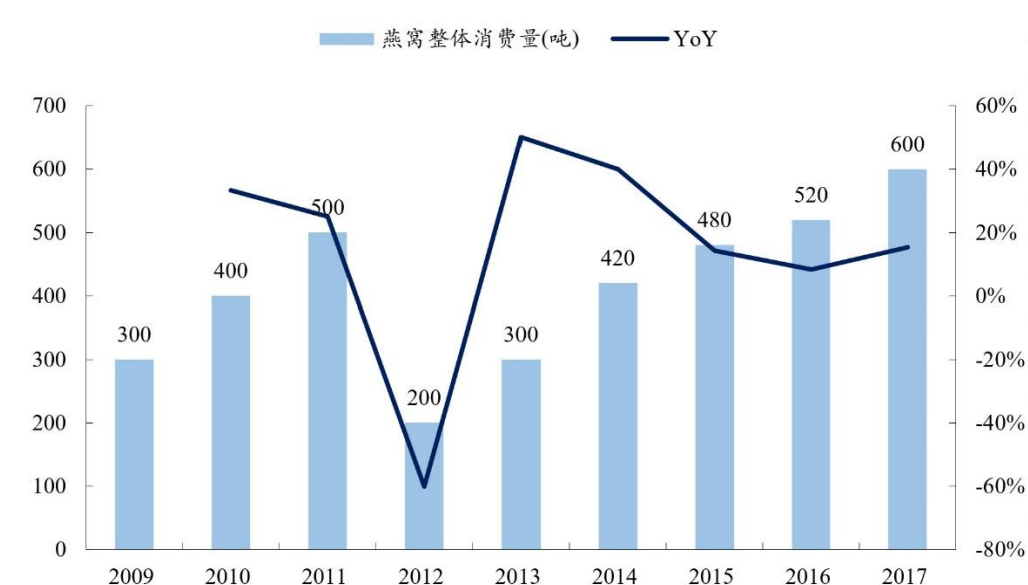
随着中国消费者收入水平的提升以及中国女性需求层次的提升，中国燕窝市场规模快速增长。根据智研咨询、钛媒体等机构披露的数据，2017 年燕窝行业市场规模高达 129.2 亿元，同比增长 86.3%，四年的年复合增速 21%，预计 2020 年市场规模可达 200 亿元，对应 2017 年燕窝消费量约 600 吨。

图表 21 中国燕窝整体市场规模



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 22 中国燕窝整体消费量



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

阿里健康数据显示，20-50 岁女性消费者为即食燕窝主要受众。其中 26-30 岁育龄期人群最有消费魄力，偏好单笔花费 5000 元以上。

图表 23 26-30 岁育龄期人群对即时燕窝最有消费魄力

笔单价	20-25 岁	26-30 岁	31-35 岁	36-40 岁	41-50 岁
100-300 元	124	76	97	100	116
300-500 元	103	98	99	98	105
500-1000 元	106	94	98	97	99
1000-2000 元	87	118	101	99	94
2000-5000 元	93	108	101	103	96
5000 元以上	57	175	117	115	91

资料来源：阿里健康，华安证券研究所（消费金额 TGI: (不同年龄段孕妇一次购买燕窝消费金额人数占比/孕妇一次购买燕窝消费金额人数占比)*100）

我们根据淘系平台数据和燕窝整体规模数据测算用户数量规模。

①根据成品形态不同，燕窝大致可分为**即食燕窝**和**干燕窝**。根据天猫商城的商品信息取样，即食燕窝通常一件商品约 6-8 瓶，一瓶约 40-45g，燕窝含量约 3%（根据产品宣传页面），对应燕窝单价约 50 元/克；干燕窝一件约 50-100g，对应均价约 30 元/克（干燕窝加工、包装及其他原料成本低，因此均价低于即食燕窝）。

②根据淘系平台数据，淘系平台过去一年**燕窝销售额约 44 亿元**，其中即食燕窝 30 亿元，传统燕窝 14 亿元。

③根据**阿里健康统计数据**，2018 年淘系平台的即食燕窝用户中，一年购买 1 件、2-3 件、3-5 件、5 件以上的用户占比分别约为 25%、33%、15%、27%，因此我们估计即食燕窝的人均年消费量约为 **3.4 件**。

④根据**成交均价和人均年消费量**，推测即食燕窝的人均年消费金额约 1294 元，我们假设干燕窝和即食燕窝的人均年消费金额相同。

⑤根据**年销售额和人均年消费金额**，计算可得，淘系平台即食燕窝和干燕窝的用户数量分别为 235 万和 108 万人，**合计 342 万人**。

图表 24 根据淘系平台燕窝销售数据测算用户数量（2019/07-2020/06）

	年销售额 (亿元)	年销量 (万件)	成交均价 (元/件)	人均年消费量 (件)	人均年消费金额 (元)	用户数量 (万人)
传统补品	203	32463	63	6.4	400	5073
燕窝	44	1034	429	3.0	1294	342
即食燕窝	30	798	380	3.4	1294	235
干燕窝	14	232	599	2.2	1294	108

资料来源：淘数据，阿里健康，华安证券研究所

为了交叉验证测算出的数据，我们根据燕窝行业整体统计数据进行再次测算。

①假设淘系平台即食燕窝和干燕窝均价分别 50 元/克和 30 元/克，则二者年销量分别合约 61 吨和 46 吨，合计 107 吨；根据智研咨询，2017 年中国燕窝消费量 129 吨。

②根据年消费量和消费人数计算，淘系平台燕窝用户人均年消费量约 31 克，假设整体市场的人均年消费量同样为 31 克。

③综上计算，中国燕窝整体市场年消费人数 413 万人。

图表 25 根据燕窝行业整体统计数据交叉验证用户数量

	中国年消费量 (吨)	人均年消费量 (克)	消费人数 (万人)
燕窝整体市场	129	31	413
淘系平台	107	31	342

资料来源：淘数据，智研咨询，华安证券研究所

关于上述两个方法计算出的数据，我们认为：

- ① 燕窝整体市场的数据为 2017 年的数据，按照 21% 的年复合增速，预计 2019 年消费量已达到约 186 吨，对应消费人数 594 万人。
- ② 预计燕窝在线下仍有较大市场，淘系平台仅可代表线上市场规模
- ③ 上述测算包括了 B 端市场（例如餐厅）的消费量。

综上，我们估计中国 C 端燕窝消费用户数量约为 300-500 万人，且仍在持续增长中。

此外，需要说明的是，我们认为，即食燕窝占比的提升并不会影响养生壶的销量，高端消费群体通常不会将单一品类作为养生的选择，而会购买不同产品作为不同场景的补充（类似破壁机和便携式榨汁机）。

（2）高端美妆/护肤行业：约 470 万受众

根据阿里健康数据，燕窝产品用户和高端美妆/护肤产品用户重合度较高，这也验证了我们开篇对于用户画像的假设，因此我们根据高端美妆/护肤产品用户对目标群体进行测算。

图表 26 2018 天猫即时燕窝消费者购买美容护肤品牌 TOP10

排名	品牌	排名	品牌
1	SK-II	6	Thanmelin 梵蜜琳
2	LA MER	7	POLA 宝丽
3	SHISEIDO 资生堂	8	The history of whoo/后
4	ESTÉE LAUDER 雅诗兰黛	9	CLARINS 娇韵诗
5	LANCÔME 兰蔻	10	la prairie 莱珀妮

资料来源：阿里健康，华安证券研究所

我们以面部精华、彩妆、面膜、身体护理作为代表品类，根据高端品牌均价/行业均价、上述燕窝用户偏好的美妆/护肤品牌以及主观常识划分高端品牌均价门槛。其中：面部精华规格不同，高端品牌多为 30-50ml 的小容量，低端品牌则多为 50-100ml 的大容量，因此高端均价/行业均价系数相对较低；彩妆包括了口红在内，受到口红经济的影响，高端品牌口红的用户并非完全对应本文所述的高端用户群体，因此我们适当调高了彩妆品类的高端品牌均价门槛。根据我们的测算，四个品类的高端品牌年销量占比均为 1%~2%，平均值为 1.4%。

图表 27 淘系平台高端美妆/护肤品牌用户规模占比测算（2019/07-2020/06）

品类	行业均价 (元)	行业销量 (万件)	高端品牌均价 门槛 (元)	高端均价 /行业均价	高端品牌代表	高端品牌年销量 (万件)	占比
面部精华	133	16,311	300	2.3	guerlain/娇兰 sk-ii la mer/海蓝之谜	223	1.4%
彩妆	97	20,630	350	3.6	giorgio armani/阿玛尼 cpb/肌肤之钥 givenchy/纪梵希 ysl/圣罗兰	300	1.5%
面膜	88	30,682	250	2.9	sk-ii fresh/馥蕾诗 filorga/菲洛嘉	518	1.7%
身体护理	69	13,397	200	2.9	clarins/娇韵诗 chanel/香奈儿 l'occitane/欧舒丹 revision skincare	150	1.1%

资料来源：淘数据，华安证券研究所

虽然上述比例仅代表淘系平台的情况，其他影响因素主要包括：①高端品牌在海淘/代购、线下专柜渠道占比较高，②农村及低线城市部分女性完全不购买美妆/护肤产品。但上述两个因素的数据难以获得，我们假设这两个因素可以相互抵消，采用上述测算的 1.4%作为高端产品占比。

中国购买美妆/护肤产品的群体主要为 20-54 岁女性，该群体人口约为 3.31 亿人，按照上述测算的 1.4%作为高端产品占比，则中国高端美妆/护肤品牌的女性消费者数量约为 466 万人。

图表 28 中国高端美妆/护肤品牌的女性消费者数量测算

中国 20-54 岁女性人口数量 (亿人)	3.31
高端化妆品购买人群占比	1.4%
高端美妆/护肤品牌女性消费者数量 (万人)	466

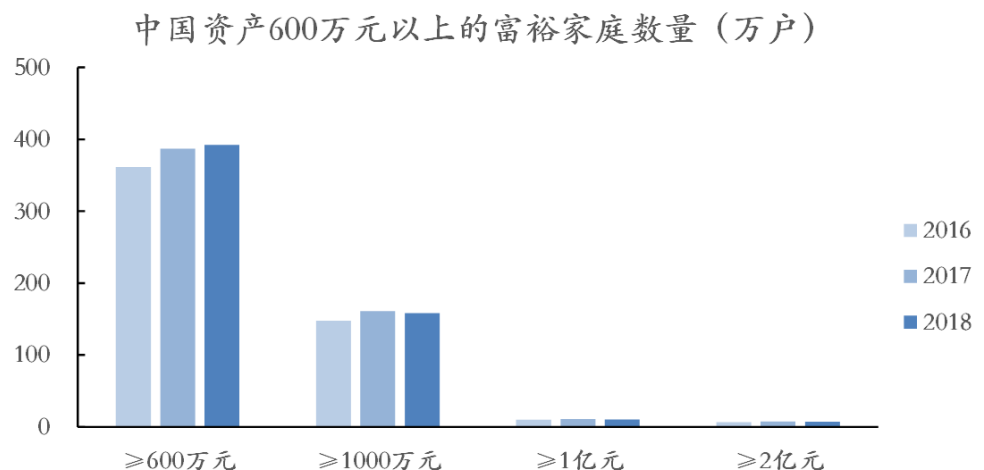
资料来源：华安证券研究所整理

（3）高收入家庭：约 400 万受众

在中国当前经济环境下，收入水平依然是决定消费观念的重要因素，北鼎产品定价较高，因此高收入家庭是当前北鼎的主要目标受众，但随着从小衣食无忧、对生活品质要求较高、购房压力较小的 90 后、00 后成为消费主力，目标人群或将扩至更广大的消费者。

根据《2018 胡润财富报告》，2018 年，中国大陆拥有 600 万元资产的富裕家庭数量已达到 392 万户，年复合增速 4.1%，该部分家庭可理解为北鼎当前的精准目标用户。此外，中国大陆中产家庭数量已达约 3500 万户，北上广合计占比 50%；其中新中产 1000 万户以上。中产家庭，尤其是新中产家庭，是北鼎未来的潜在用户群体，规模较大。（胡润研究院将中产阶层定义为：在除去家庭衣食住行等方面基本生活消费支出后，仍具备更高消费能力及投资能力的社会群体，中产家庭基本消费支出占家庭年均可支配收入低于 50%。具体来说，设定北上广深一线城市家庭年收入至少在 30 万，其他城市在 20 万以上。“新中产”除了不错的家庭收入和财富条件，同时还具备良好的教育背景、稳定的生活环境（有房、有收入可观的工作）等条件。）

图表 29 中国资产 600 万元以上的富裕家庭数量约为 400 万户

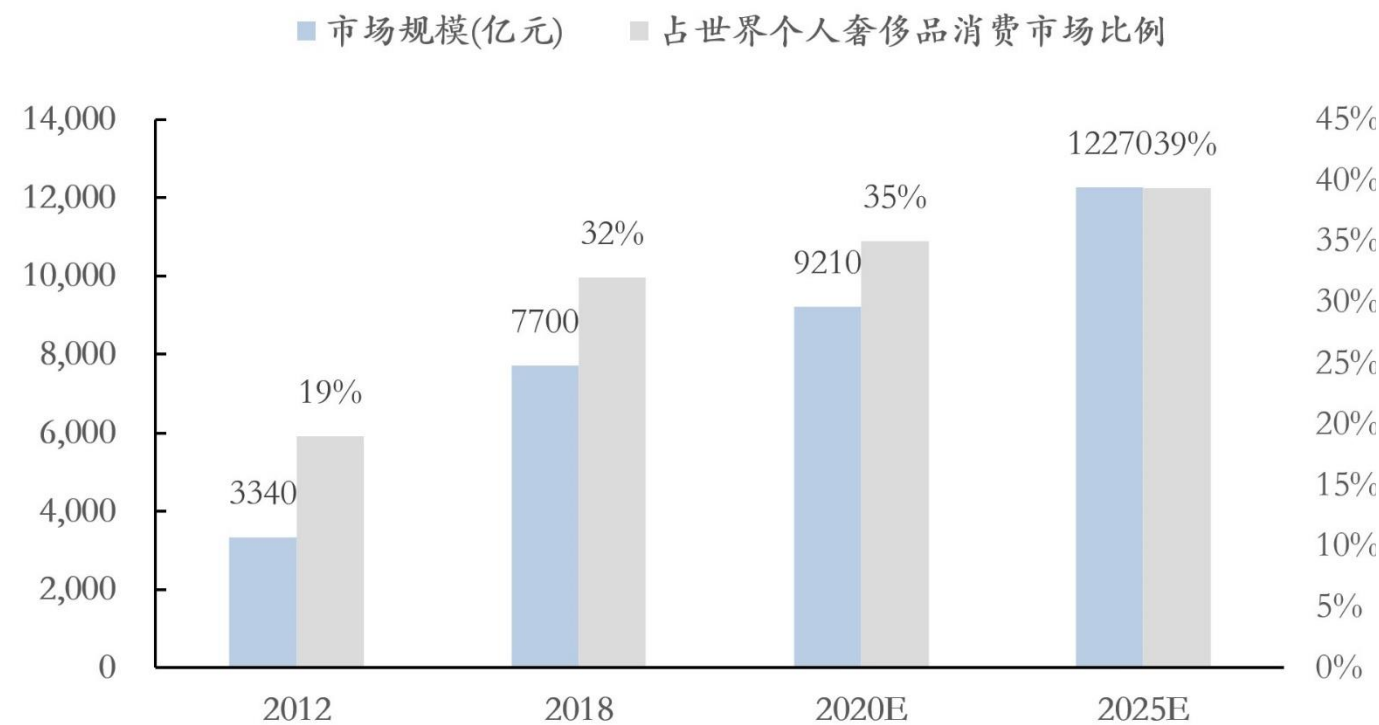


资料来源：胡润百富，华安证券研究所

此外，根据胡润百富，资产超千万的高净值家庭，2017 年日常消费支出中，日用奢侈品占比达到 25%，占据主要比例，且比 2016 年的 23% 进一步提升。

在富裕家庭的支撑下，中国奢侈品行业市场规模巨大，且维持较高增速。麦肯锡报告显示，2018 年我国个人奢侈品市场规模达 7700 亿元，占世界市场的 35%，2012 年以来年复合增速高达 15%。预计到 2025 年可达 1.2 万亿元的市场规模，占世界市场的 39%。

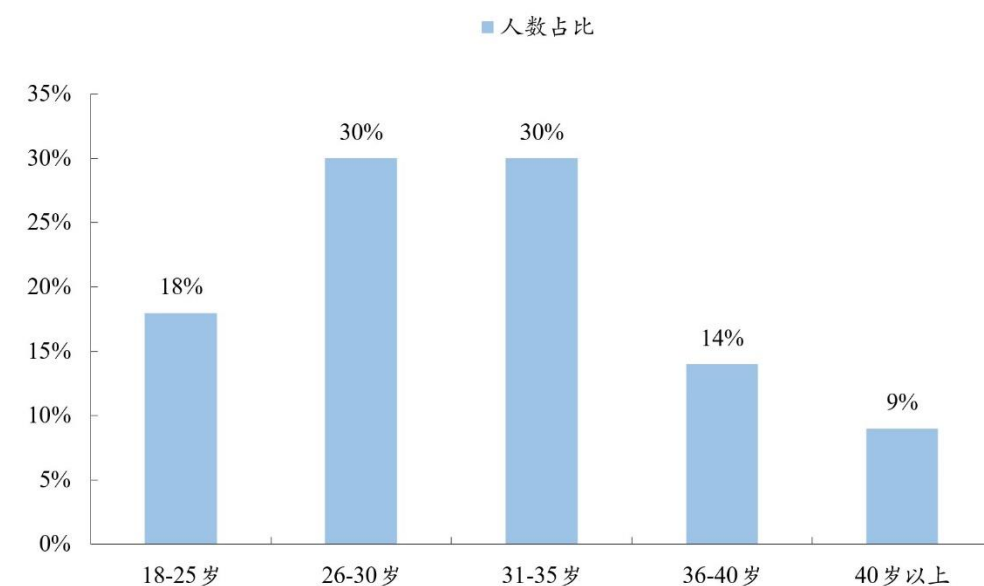
图表 30 我国个人奢侈品市场规模



资料来源：麦肯锡，华安证券研究所

从用户画像来看，18-40岁消费者为奢侈品消费的主力，占据约91%，其中26-35岁人群占比最高，这部分人群也是北鼎的精准目标用户，新潮、追求品质生活、追求颜值。

图表 31 奢侈品消费者年龄分布

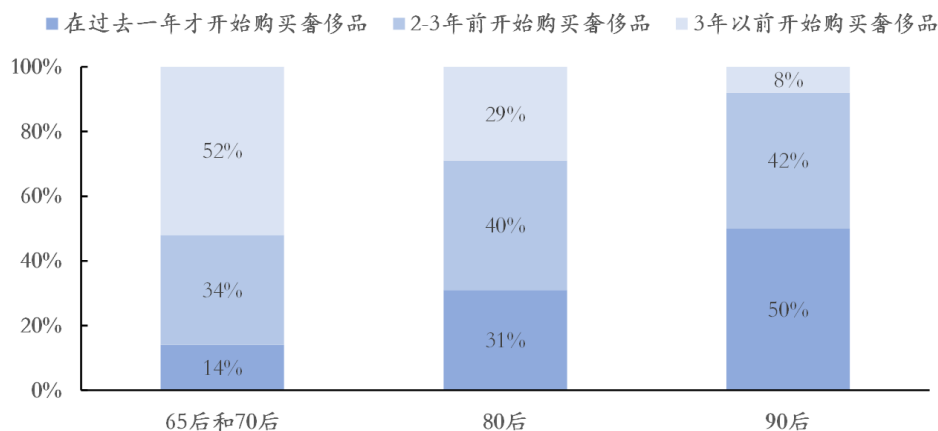


资料来源：BCG，华安证券研究所

此外，92%的90后近3年才开始购买奢侈品，71%的80后近3年才消费奢侈

品，渗透率的不断提升将驱动行业的增长。奢侈品未来市场规模增长的潜力巨大。

图表 32 92%的 90 后近两年才开始购买奢侈品



资料来源：麦肯锡，华安证券研究所

2.3 中国高端小家电现状如何？

（1）基本情况：外资品牌为主，北鼎等本土品牌后来居上

中国小家电高端品牌多为来自德国、美国、日本、法国等国家的外资品牌，中国本土品牌仅有北鼎、SKG、三角、尚朋堂（台湾）。我们根据主流产品在 Amazon 的均价情况以及各网站消费者对品牌的评论情况，整理了西欧市场知名品牌基本情况及其在中国发展情况，发现大多数外资小家电高端品牌是在 20 世纪 90 年代进入中国，在中国珠三角或长三角区域设厂。然而总体看来除了较早进入中国的飞利浦（1920 年）和松下（1978 年）外，外资品牌销售额十分有限，北鼎、SKG、三角、尚朋堂（台湾）等本土品牌销量及销售额表现更佳。

受益渠道优势、产品贴近中国家庭，北鼎品牌后来居上。虽在 2009 年才设立自主品牌，北鼎的表现优于大多数 20 世纪 90 年代进入中国的外资品牌，2019M7-2020M7，北鼎在淘系平台年销售额达 3 亿元，仅次于 1920 年进入中国的飞利浦（7.8 亿元）和 1978 年进入中国的松下（4.3 亿元）；其在天猫旗舰店的关注人数有 82 万人，受消费者青睐。这主要得益于北鼎品牌抓住电商红利走网红路线，在渠道扩张上具有显著优势；直销渠道使其更近距离接触消费者，了解消费者需求，开发的产品更适用于中国家庭。

图表 33 中国小家电高端品牌整理

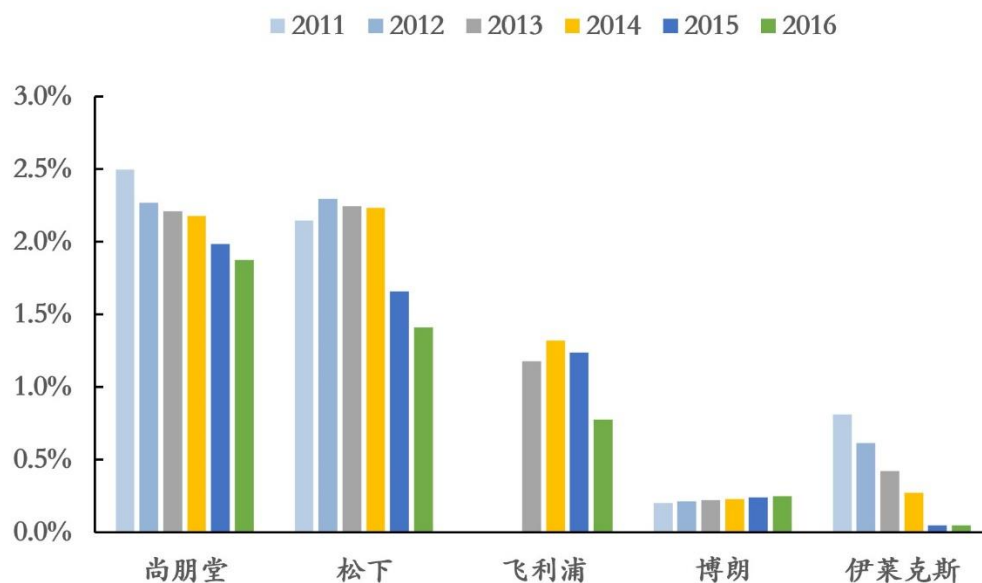
品牌	进入中国时间	2016年全渠道零售数据		线上旗舰店关注人数（万人）		淘系年销售额（万元）	创立国家	中国设厂	创立时间
		销量(千台)	额(百万元)	天猫	京东				
北鼎	2009 (自主品牌)	169	309	82.4	34.2	30994.8	中国	深圳	1988
飞利浦	1920	2008		325.3	15.0	78386.7	荷兰	深圳、南京	1891
松下	1978	1301		160.9	0.4	43305.9	日本		1918
博世	1994			34.6	6.6	3083.3	德国	北京、深圳、珠海	1886
博朗	1994	1297		108.5	4.0	无	德国	上海	1921
特百惠	1995		1198	8.2	6.0	247.3	美国	广州，浙江等	1938
双立人	1995		2381	57.9	3.0	26.7	德国	上海	1731
膳魔师	1995			77.9	5.8	1363.6	德国	中国昆山	1904
象印	1995			35.8	4.7	8174.1	日本	深圳	1918
虎牌	1997			29.9	2.0	7853.0	日本	上海	1923
尚朋堂	1998	2764		2.4	0.5	2314.6	台湾	无锡	1985
Lagostina	1999			6.4	3.0	无	意大利	无	1901
WMF	2005		135	44.2	0.2	3296.7	德国	生产基地基本都在中国	1853
康宁	2006		531	20.0	2.3	165.0	美国	无	1998
Calphalon	2009				无	无	美国	无	1963
Wüsthof						无	德国		1814
EMSA				2.0	3.8	无	德国	上海	1945
菲仕乐	2004		287	53.7	9.6	43.4	德国	广东代工厂	1845
Silit					无	无	德国		1920
Woll				23.5	0.8	无	德国		1975
ALL-CLAD					无	无	美国		1971
Tefal					无	149.6	法国		1954
Moulinex						无	法国	无	1937
ROWENTA						无	德国	无	1984
SKG		753		45.0	5.9	551.7	广东	广东	2007
Krups				2.5	无	2732.3	德国		1846
SEB					无	无	法国		1857
三角		976		1.3	0.5	633.3	广州	广东	1976
OBH Nordica				1.7	无	无	瑞典	无	2002

资料来源：Euromonitor，淘数据，公司公告，华安证券研究所（注：淘系年销售额为 2019M7-2020M7 数据。）

（2）高端市场空间大、增速快

中国高端厨房小家电市场方兴未艾。2016 年，尚朋堂、松下、飞利浦、博朗、伊莱克斯等品牌销量占比分别为 1.88%、1.41%、0.78%、0.25%、0.05%。整体而言，高端市场占行业整体份额较低，随着人均收入的提升，未来发展空间仍大。

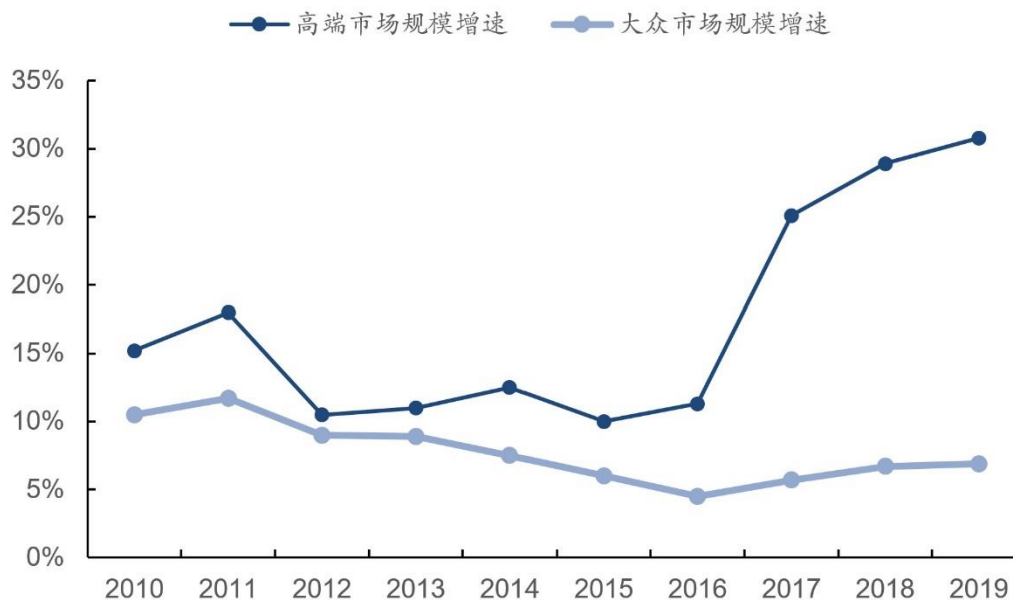
图表 34 中国高端厨房小家电品牌销售额占比



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

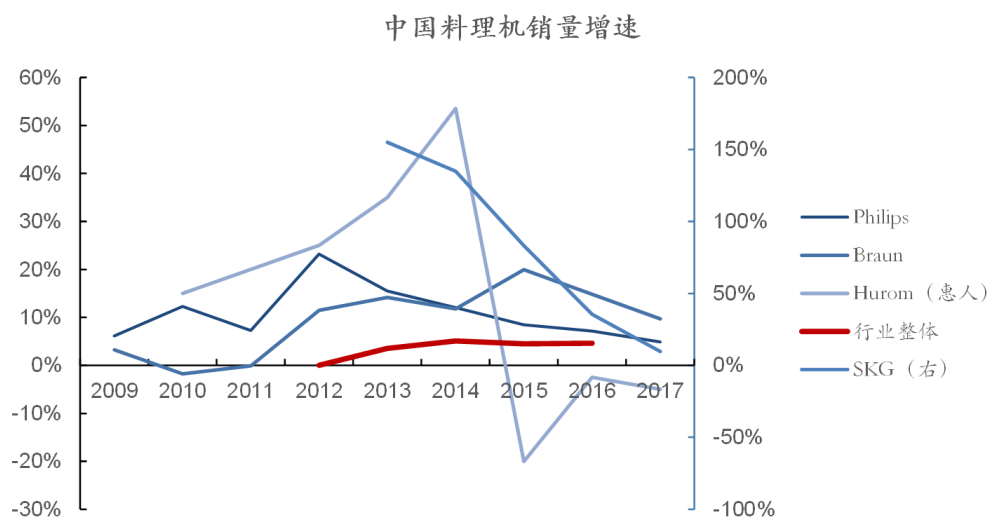
受益于品类扩张、消费升级与棘轮效应，与化妆品等行业的高端市场类似，我国高端小家电市场销量增速高于行业整体，未来将继续保持高速增长。我国厨房小家电市场整体在 10% 左右的增速水平上，而飞利浦、博朗、松下等主要的高端小家电品牌始终高于行业整体平均增速。

图表 35 化妆品高端市场增速远超大众市场



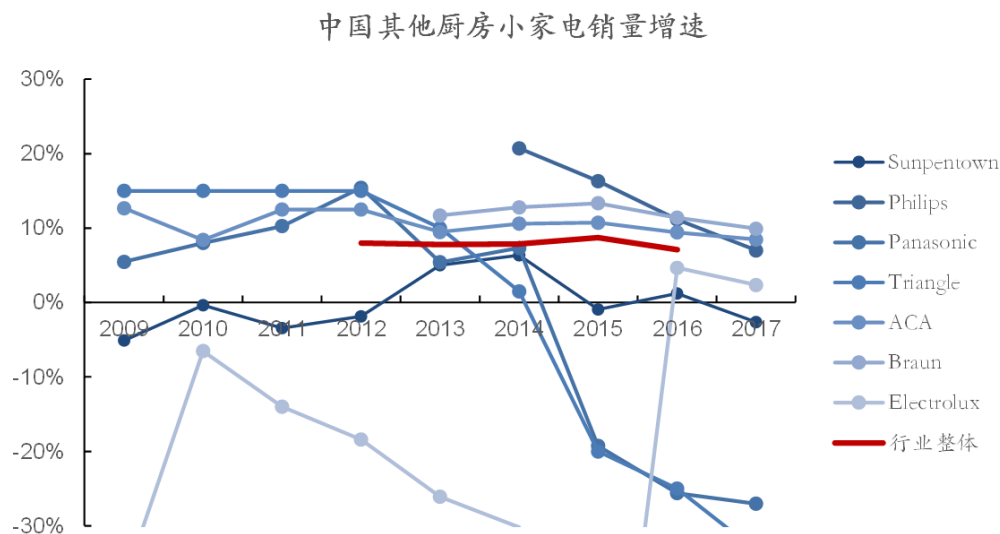
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 36 中国料理机销量增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 37 中国其他厨房小家电销量增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

3 公司的基本情况

3.1 盈利模式

公司向上游的器材、线材供应商和设备供应商采购商品，主要分为原材料采购、成品采购两种类型。对于原材料，公司主要采取“以产定采、战略采购”相结合的采购模式；对于食材和部分周边用品等产品，公司直接向供应商采购相应的成品，采取“以销定采”的采购模式。

在生产环节，公司以自主生产为主，以外包贴牌生产为辅，并采用库存式与订单式相结合的生产安排方式。对于自主品牌产品，公司以销售计划安排生产；对于外销 OEM/ODM 产品，公司以订单安排生产。

在销售环节，公司采用内销与外销两条腿走路，2019 年内销、外销收入占比分别为 56.8%、43.2%。外销业务主要包含了 OEM、ODM、海外经销、海外直销等销售模式。对于内销业务，公司采用线上直销、线上代销、线上分销、线下经销、线下 KA、线下直营、礼品团购等线上与线下销售模式。

图表 38 公司的盈利模式

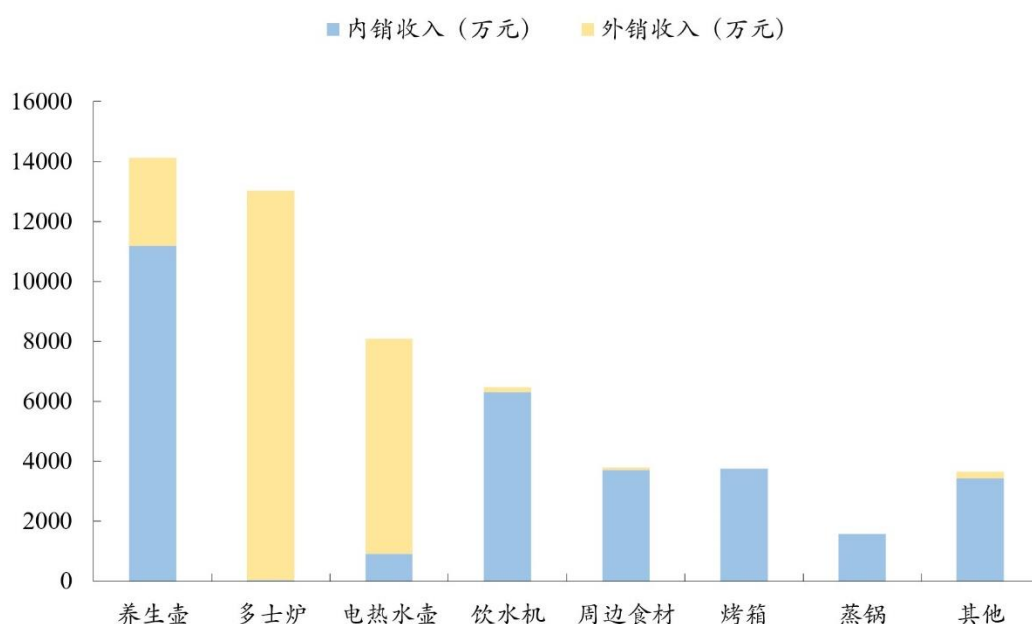


资料来源：华安证券研究所整理

3.2 财务分析

公司主营业务主要包括以内销为主的“北鼎 BUYDEEM”自主品牌业务和以外销为主的 OEM/ODM 业务。其中，内销主要产品为养生壶、饮水机等；外销主要产品为多士炉、电热水壶等。2019 年，养生壶、多士炉、电热水壶、饮水机营收占比分别为 25.9%、23.9%、14.9%、11.9%，合计占营收的 76.6%。

图表 39 公司营业收入结构



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

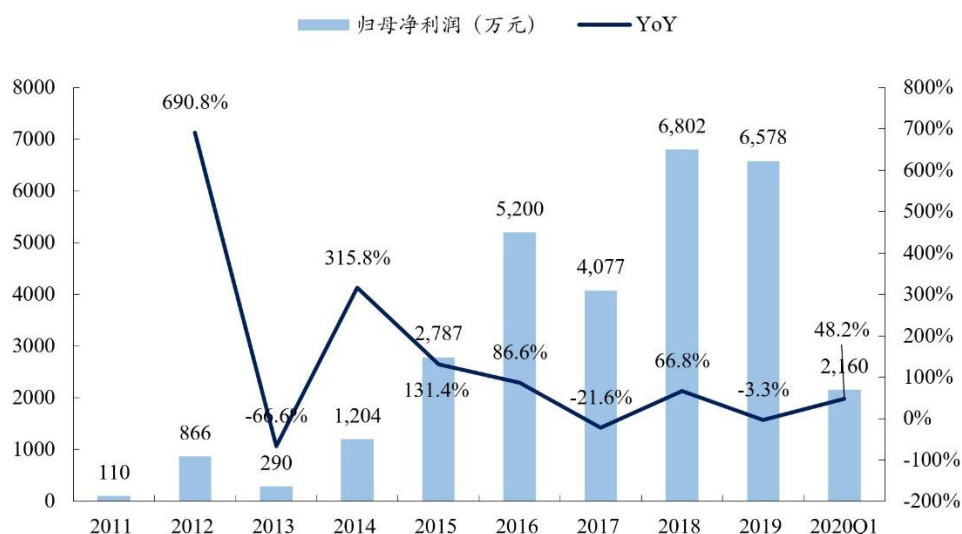
业绩上看，2019 年业绩下滑主要系外销收入下滑影响；2020Q1 归母净利润上升，系利润率较高的自主品牌业务收入大幅增长。2018、2019、2020Q1 公司营收分别为 6.07、5.51、1.14 亿元，YoY 为 14.5%、-9.2%、-9.9%。2019 年、2020Q1 同比出现小幅下降，主要系外销业务收入下降幅度超过内销自主品牌业务收入的增长幅度所致。2018、2019、2020Q1 归母净利润分别为 6802、6578、2160 万元，YoY 66.8%、-3.3%、38.5%。2020Q1 归母净利润增速较高，主要系内销自主品牌业务收入大幅增长（尤其是烤箱、蒸锅），且自主品牌利润率相对外销 OEM/ODM 业务较高，从而拉高整体净利润水平。

图表 40 公司营业收入及 YoY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 公司归母净利润及 YoY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

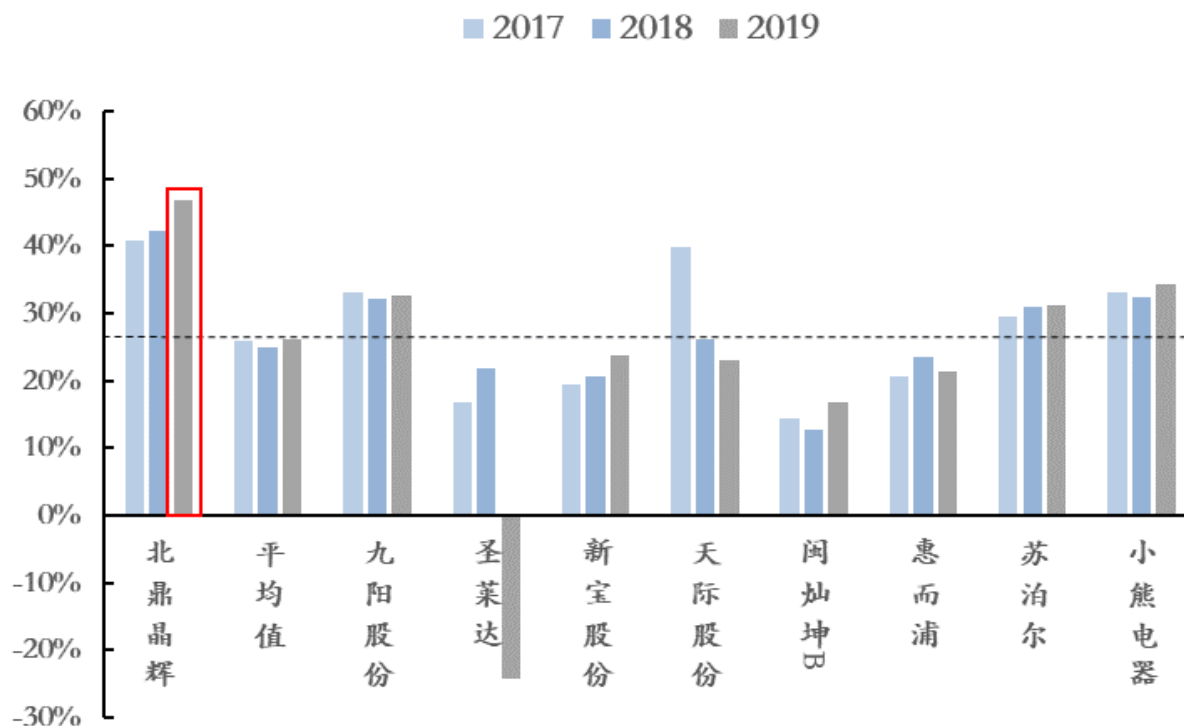
图表 42 内销业务毛利率高于外销业务



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司的毛利率显著高于行业整体水平，一方面受销售渠道的影响，另一方面也在于其内销业务生产制造的成本远远低于其销售价格。2017-2019 年，公司毛利率保持在 40%以上，且逐年递增；而行业毛利率均值在 30%以下。2019 年，公司毛利率高达 46.84%，远超 26.13% 的行业均值。

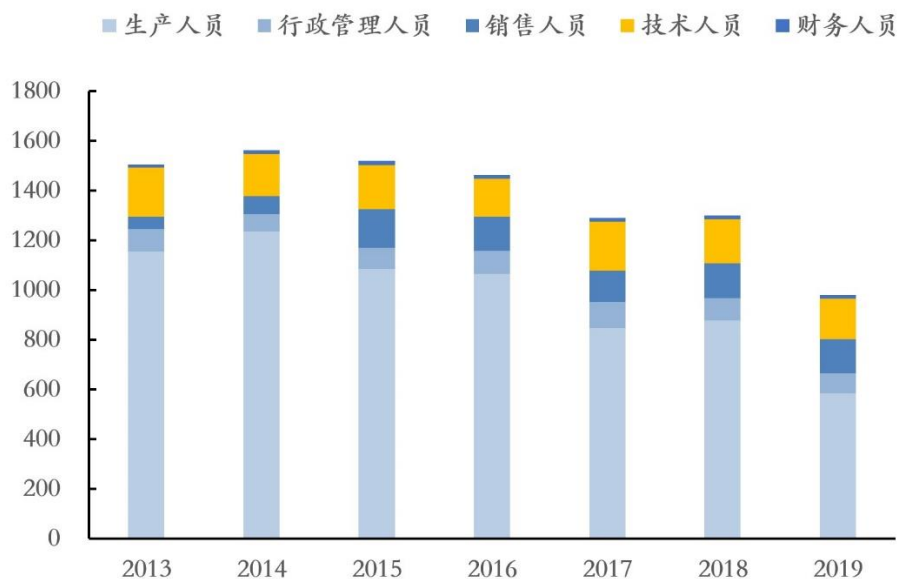
图表 43 可比公司毛利率



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

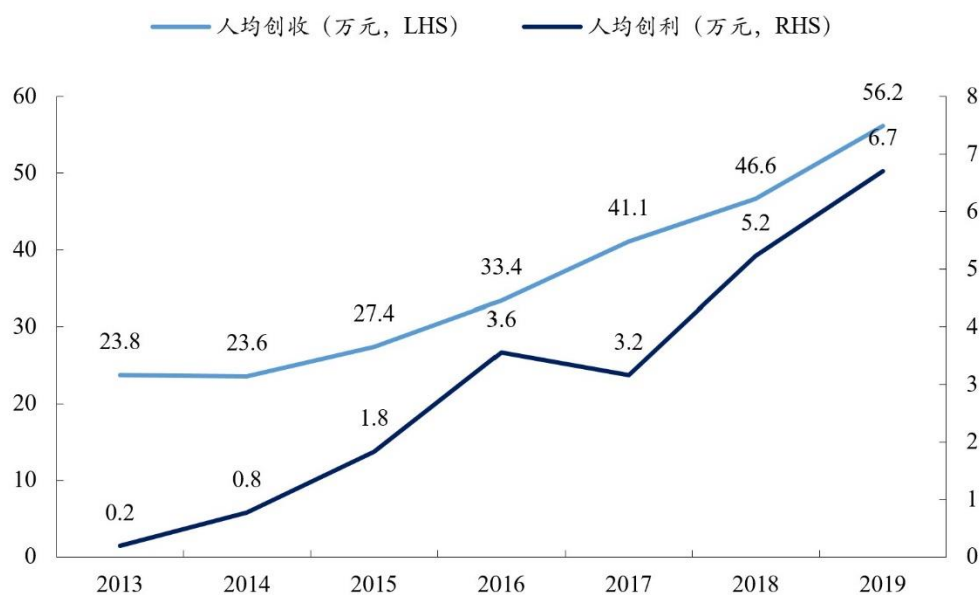
近年来，公司生产人员不断缩减，人均创收与人均创利不断攀升。2019 年，生产人员缩减到 586 人，占员工总数的 59.73%，远超 2013 年的 1156 人（占员工总数的 76.76%）。在生产人员不断缩减的前提下，公司的人均创收和人均创利一路攀升，2019 年分别为 56.2 万元、6.7 万元，远超 2013 年的 23.8 万元、0.2 万元。

图表 44 公司生产人员不断减少



资料来源：公司公告，公司招股书，华安证券研究所

图表 45 公司人均创收和人均创利



资料来源：公司公告，公司招股书，华安证券研究所

3.3 募投项目规划

在生产环节，公司未来将开展厨房小电扩建项目，在原部分产线基础上，通过引进新装备建设智能化生产车间，加大产品产能，提升公司产品市场竞争力。此外，公司将在销售环节、研发环节通过品质生活厨房小电综合用品线下营销网络建设项目、综合线上营销网络及品牌建设项目、综合用品研发设计中心建设项目。

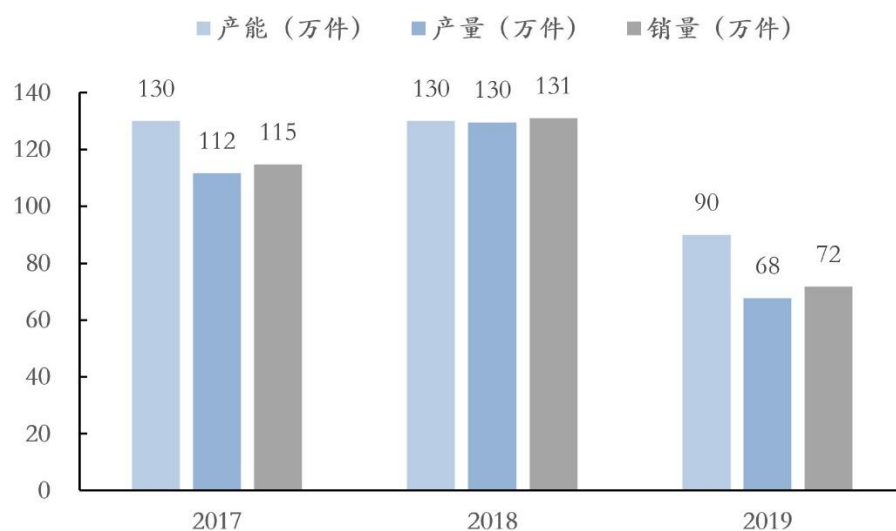
图表 46 公司募投项目基本情况

项目名称	改进环节	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	建设期 (月)	项目概况
厨房小电扩建项目	生产环节	12322.1	10909.0	16	在原部分产线基础上，通过引进新装备，建设智能化生产车间，加大产品产能，确保产品质量稳定，提升公司产品市场竞争力
品质生活厨房小电综合用品 线下营销网络建设项目	销售环节	8291.5	2252.7	36	在现有经销商及KA渠道覆盖的500余家门店的基础上，经过筛选分类，新建或升级20家体验店、80家核心店、200家A级门店，强化渠道精细化管理，尽快覆盖空白区域和提升已进驻区域的整体规模及业绩，拓宽销售渠道，提高产品供应及售后技术支持能力，促进公司市场份额稳步提升。
品质生活厨房小电综合用品 研发设计中心建设项目	研发环节	5076.3	5076.3	24	公司将整合现有科技研发力量，更新科研设备，添置先进的检测、试验仪器等，从选题立项、实验研究等方面为技术研究工作奠定基础。
品质生活厨房小电线上营销 网络及品牌建设项目	销售环节 品牌推广环节	9940.0	9940.0	36	在现有完善的线下营销网络的基础上，强化线上营销网络，在国内各大电商平台开立网店、建设电商自营渠道、与海外核心地区电商网点以商品入库的方式进行合作。同时，加强公司产品的品牌推广力度，加大公司健康美食理念宣传，提升品牌知名度；加强平台推广力度，拓宽销售渠道，促进公司市场份额稳步提升，保障公司长期处于行业领先地位。

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

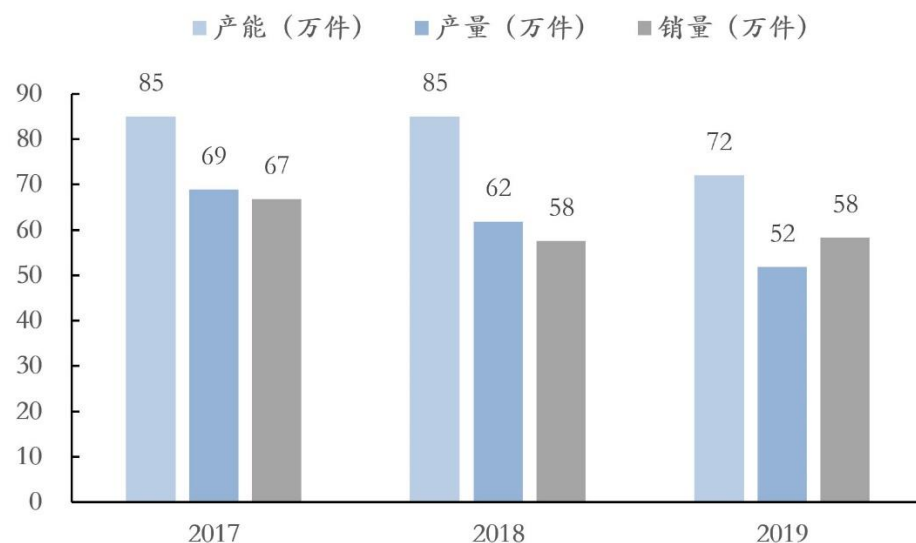
公司近年来产能利用情况较好。2019年，多士炉产能90万件，销量72万件；开水煲产能72万件，销量58万件。2019年多士炉产能有所下降，主要系发行人2019年裁撤部分产线，2019年开水煲产能有所下降，主要系发行人根据订单、销量情况动态调整产线。

图表 47 多士炉产能、产量、销量



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 48 开水煲产能、产量、销量



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司未来将通过募投项目的实施进一步扩充产能。通过引进智能制造软硬件系统，公司将快速扩充产能规模，实现养生壶和烤箱产品年产能分别增加 20 万件和 5 万件，其他产品年产能增加 35 万件，扩大公司经营规模和盈利空间。

在产品发展上，公司将不断丰富产品线，搭建养生厨房场景。公司将围绕厨房养生场景进行产品延伸，不断扩展周边配套用品及周边食材料包等中高频消费产品。由于中高频产品消费门槛相对较低，该类产品推出有利于扩大公司目标用户群体和规模，进一步促进小家电硬件产品的销售，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）等产品相互促进、协同发展。

图表 49 公司的产品发展逻辑



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

4 投资建议

我们分别按渠道和产品对公司收入成本进行了拆分预测计算，并通过交叉验证使得两种方法结果相近，在此仅展示按渠道拆分的结果。**外销方面**，由于2020年疫情影响基数较低，2021年增速或有提升，长期来看，我们预计公司订单未来将维持稳定增长，其中ODM和自主品牌的占比提升将拉动外销毛利率快速增长。**内销方面**，我们预计公司收入将维持25%以上的高速增长，主要依然由线上渠道增长拉动，线下收入的增长将取决于公司线下渠道布局进度以及对于线下运营与营销模式的掌握情况，因此保守估计为两位数增长。综上，我们预计公司2020-2023年整体收入增速分别为16%、25%、22%、21%，从6.4亿元增长至11.9亿元，基本实现翻倍增长，毛利率将从54%提升至57%，盈利能力持续提升。

图表 50 公司收入成本拆分预测 (按渠道)

万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
外销						
收入	29,725	23,553	15,554	17,727	18,689	19,739
同比	6%	-21%	-34%	14%	5%	6%
占比	50%	43%	24%	22%	19%	17%
营业成本	24,760	18,420	11,835	13,329	13,806	14,327
毛利率	16.7%	21.8%	23.9%	24.8%	26.1%	27.4%
按模式:						
代工:						
收入	29,168	22,341	13,641	15,168	15,409	15,690
同比	5%	-23%	-39%	11%	2%	2%
营业成本	24,495	17,907	11,011	12,207	12,378	12,578
毛利率	16.0%	19.8%	19.3%	19.5%	19.7%	19.8%
OEM						
收入	24,839	18,776	8,449	9,716	9,522	9,332
同比	19%	-24%	-55%	15%	-2%	-2%
营业成本	21,101	15,259	7,013	8,065	7,903	7,745
毛利率	15.1%	18.7%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
ODM						
收入	4,329	3,565	5,192	5,451	5,887	6,358
同比	-38%	-18%	46%	5%	8%	8%
营业成本	3,394	2,648	3,999	4,143	4,474	4,832
毛利率	21.6%	25.7%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%
自主品牌:						
收入	557	1,212	1,913	2,559	3,280	4,049
同比	206%	118%	58%	34%	28%	23%
营业成本	266	513	824	1,122	1,428	1,750
毛利率	52.3%	57.7%	56.9%	56.2%	56.5%	56.8%
海外经销						
收入	557	914	1,553	2,019	2,524	3,028
同比	206%	64%	70%	30%	25%	20%
营业成本	266	426	714	949	1,186	1,423
毛利率	52.3%	53.4%	54.0%	53.0%	53.0%	53.0%
海外直销						
收入		299	360	540	756	1,021
同比			20%	50%	40%	35%
营业成本		87	109	173	242	327
毛利率		70.9%	69.6%	68.0%	68.0%	68.0%
内销						
收入	30,031	30,911	47,958	61,919	78,687	98,503
同比	23%	3%	55%	29%	27%	25%
占比	50%	56%	76%	78%	81%	83%
营业成本	9,743	10,638	17,091	22,199	28,376	35,746
毛利率	67.6%	65.6%	64.4%	64.1%	63.9%	63.7%
按渠道:						
线上:						
收入	25,460	27,394	44,955	58,441	74,805	94,254
同比	31%	8%	64%	30%	28%	26%
占比	85%	89%	94%	94%	95%	96%
营业成本	7,813	9,099	15,734	20,630	26,630	33,837
毛利率	69.3%	66.8%	65.0%	64.7%	64.4%	64.1%
线下:						
收入	4,571	3,517	3,004	3,478	3,882	4,249
同比	-8%	-23%	-15%	16%	12%	9%
占比	15.2%	11.4%	6.3%	5.6%	4.9%	4.3%
营业成本	1,930	1,540	1,357	1,570	1,745	1,909
毛利率	57.8%	56.2%	54.8%	54.9%	55.0%	55.1%
合计						
营业总收入	60,669	55,374	64,228	80,433	98,242	119,195
同比	14.5%	-8.7%	16.0%	25.2%	22.1%	21.3%
营业成本	34,985	29,297	29,428	36,080	42,788	50,741
毛利	25,684	26,077	34,800	44,353	55,454	68,454
毛利率	42.3%	47.1%	54.2%	55.1%	56.4%	57.4%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所预测

此外,我们重点对销售费用、管理费用、研发费用进行了拆分预测。由于自主品牌收入占比持续提升,在网上商城费用率逐步下降的假设下,预计销售费用率未来将进一步提升。管理费用率和研发费用率则预计基本维持在稳定水平。

图表 51 销售费用拆分预测

万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
销售费用合计	11,510	12,277	16,884	22,326	27,884	34,595
营收占比	19.0%	22.2%	26.3%	27.8%	28.4%	29.0%
网上商城及推广费	6,353	6,893	10,556	13,370	16,939	21,126
占线上营收比例	25.0%	25.2%	23.5%	22.9%	22.6%	22.4%
网上商城费用	4,828	5,102	8,541	10,987	13,914	17,343
占线上营收比例	19.0%	18.6%	19.0%	18.8%	18.6%	18.4%
品牌推广费	1,525	1,791	2,015	2,383	3,026	3,783
占自主品牌营收比例	5.0%	5.6%	4.0%	3.7%	3.7%	3.7%
职工薪酬	2,318	2,382	2,516	4,191	5,246	6,461
占自主品牌营收比例	7.6%	7.4%	5.0%	6.5%	6.4%	6.3%
物流运输费	1,249	1,299	1,980	2,422	2,836	3,535
营收占比	2.1%	2.3%	3.1%	3.0%	2.9%	3.0%

资料来源:公司公告,华安证券研究所预测

图表 52 管理费用拆分预测

万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
管理费用合计	4,558	4,244	5,748	6,537	8,134	9,873
营收占比	7.5%	7.7%	8.9%	8.1%	8.3%	8.3%
职工薪酬	2,433	2,592	2,886	3,861	4,716	5,721
营收占比	4.0%	4.7%	4.5%	4.8%	4.8%	4.8%
上市费用	532	-	-	-	-	-
差旅费	308	315	735	643	786	954
营收占比	0.5%	0.6%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
租赁费	210	269	317	290	491	596
营收占比	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
顾问咨询费	189	270	665	563	688	834
营收占比	0.3%	0.5%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%
办公费	182	174	392	287	350	425
营收占比	0.3%	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
折旧与摊销	185	167	233	246	313	384
营收占比	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
业务招待费	136	97	147	179	219	266
营收占比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
物流运输费	-	-	28	35	42	51
营收占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	382	359	346	433	528	641
营收占比	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

资料来源:公司公告,华安证券研究所预测

图表 53 研发费用拆分预测

万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
研发费用合计	2,139	2,191	2,463	3,102	3,727	4,601
营收占比	3.5%	4.0%	3.8%	3.9%	3.8%	3.9%
职工薪酬	1,396	1,374	1,454	1,898	2,310	2,818
营收占比	2.3%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
差旅费	94	123	128	140	184	233
营收占比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
租赁费	114	156	228	197	262	342
营收占比	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%
材料费	190	115	165	248	267	311
营收占比	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
折旧与摊销	97	93	102	139	162	198
营收占比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
专利及认证费	130	169	176	244	269	345
营收占比	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
认证费	71	94	-	95	99	116
营收占比	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
专利费	58	76	176	149	170	229
营收占比	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
其他	119	160	210	236	272	354
营收占比	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

北鼎作为一个国产品牌，凭借自身以解决用户需求为核心的产品力、高端定位并已取得部分用户信赖的品牌力、多年海外高端品牌代工的供应链能力、主攻线上的渠道与营销能力，稳占国内高端厨房养生小家电龙头地位，虽然目前规模较小，但已建立起护城河，未来发展潜力可期。相比较外资高端品牌，公司的产品更适用于中国家庭、更熟悉国内销售渠道，未来有望占据更大的市场份额。而在市场空间方面，根据我们测算，目前北鼎的主要目标用户人群约为 400-500 万人（户），我们认为消费品“产品为王”的时代已来，更多的消费者将愿意为用户体验买单，极具前瞻性的北鼎早已建立以用户需求为核心的品牌形象，有望在新的时代获得更大的发展空间。我们预测公司未来业绩将维持较高的增速，2020-2022 年公司营收分别为 6.4、8.0、9.8 亿元，同比分别增长 16.5%、25.2%、22.1%，归母净利润分别为 0.9、1.2、1.5 亿元，同比分别增长 39.8%、28.4%、26.9%，EPS 分别为 0.42、0.54、0.69 元/股，当前股价分别对应 2020-2022 年 69.0x、53.7x、42.3xPE，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

（1）渠道以自建为主，扩张困难带来的风险。2019 年线上直销收入占销售收入的 39.21%，主要通过第三方平台（淘宝、天猫、京东）和自建官方商城进行。若

公司未能及时拓展其他新兴销售渠道，或将在快速增长的过程中遇到一定阻力。

（2）品牌定位高端、市场规模有限的风险。由于供应商资源、品牌定位等原因，公司的产品难以提价也难以降价，这可能会给公司业绩增长带来风险。

（3）产品集中度较高的风险。多士炉、养生壶、电热水壶是公司目前收入和利润的主要来源，2019年分别占主营收入的85.4%、77.9%、64.7%，公司存在产品集中度较高的风险。

（4）宏观经济波动的风险。厨房小家电的需求与宏观经济波动、人均可支配收入密切相关。如果国内宏观经济不景气，可能抑制厨房小家电的需求，给公司带来业绩下滑的风险。

（5）外销客户集中的风险。公司的外销主要客户是惠而浦集团、铂富集团等厂商，存在一定外销客户集中度较高的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	364	524	661	833	营业收入	551	642	804	982
现金	237	384	495	640	营业成本	293	294	361	428
应收账款	40	55	68	81	营业税金及附加	5	6	8	9
其他应收款	6	7	7	8	销售费用	123	169	223	279
预付账款	17	13	16	20	管理费用	42	57	65	81
存货	63	64	74	82	财务费用	0	-6	-8	-10
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	51	46	47	46	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	3	4	6
固定资产	37	30	30	28	营业利润	73	103	132	168
无形资产	6	7	8	9	营业外收入	2	2	3	3
其他非流动资产	8	9	10	10	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	414	570	708	880	利润总额	75	105	135	171
流动负债	86	96	116	137	所得税	9	13	17	22
短期借款	0	0	0	0	净利润	66	92	118	150
应付账款	32	34	41	49	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	55	62	74	88	归属母公司净利润	66	92	118	150
非流动负债	7	7	7	7	EBITDA	81	109	129	161
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.42	0.54	0.69
其他非流动负债	7	7	7	7					
负债合计	93	103	123	144					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	163	217	217	217					
资本公积	30	30	30	30					
留存收益	129	220	339	488					
归属母公司股东权	321	468	586	735					
负债和股东权益	414	570	708	880					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	82	101	117	150	成长能力				
净利润	66	92	118	150	营业收入	-9.2%	16.5%	25.2%	22.1%
折旧摊销	15	18	12	13	营业利润	-3.3%	40.4%	28.8%	27.2%
财务费用	-1	0	0	0	归属于母公司净利	-3.3%	39.8%	28.4%	26.9%
投资损失	-4	-3	-4	-6	获利能力				
营运资金变动	5	-4	-6	-5	毛利率 (%)	46.8%	54.2%	55.1%	56.4%
其他经营现金流	61	94	122	152	净利率 (%)	11.9%	14.3%	14.7%	15.2%
投资活动现金流	-5	-8	-6	-4	ROE (%)	20.5%	19.7%	20.2%	20.4%
资本支出	-9	-11	-10	-10	ROIC (%)	18.1%	17.0%	17.4%	17.6%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	4	3	4	6	资产负债率 (%)	22.5%	18.0%	17.3%	16.4%
筹资活动现金流	-25	54	0	0	净负债比率 (%)	29.0%	22.0%	21.0%	19.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.22	5.47	5.70	6.07
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.29	4.66	4.92	5.33
普通股增加	0	54	0	0	营运能力				
资本公积增加	1	0	0	0	总资产周转率	1.33	1.13	1.14	1.12
其他筹资现金流	-26	0	0	0	应收账款周转率	13.81	11.78	11.84	12.11
现金净增加额	52	147	111	146	应付账款周转率	9.26	8.62	8.70	8.76

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.30	0.42	0.54	0.69	P/E	0.00	68.95	53.69	42.32
每股经营现金流	0.38	0.46	0.54	0.69	P/B	0.00	13.56	10.83	8.62
每股净资产	1.48	2.15	2.69	3.38	EV/EBITDA	-2.94	54.59	45.46	35.34

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 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%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。