

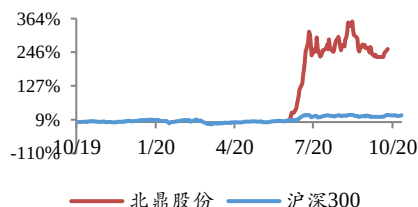
内销品牌力持续验证，高端出海如期高增

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-10-29

收盘价（元）	33.19
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）	72
流通市值（亿元）	18

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

相关报告

1. 高端市场空间？属于北鼎的“产品为王”时代已来 2020-10-14

主要观点：

● 事件：

北鼎股份发布 2020Q3 季报，2020 年前三季度实现营业收入 4.41 亿元，同比+17.85%，实现归母净利润 0.68 亿元，同比+58.33%；对应 20Q3 实现营业收入 1.61 亿元，同比+26.84%，实现归母净利润 0.23 亿元，同比+82.84%。

● 产品矩阵不断丰富，多品类支撑收入增长。

公司 2020 年前三季度实现营业收入 4.41 亿元，同比+17.85%，对应 20Q3 实现营业收入 1.61 亿元，同比+26.84%。受益于公司产品矩阵不断丰富，在养生壶稳定增长的同时，饮水机、烤箱、蒸锅以及非电器类食材及家居用品持续放量，给公司提供新的增长点。

分渠道看，Q3 自主品牌实现收入 1.02 亿元，同增 51%+，其中国内销售 Q3 同增 45%，出口为去年同期 1.63 倍，出口高速增长主要来源于亚马逊平台的增长；Q3 代工业务实现收入 5866.94 万元，与去年同期基本维持稳定。前三季度自主品牌占比由去年同期 50%提升至 70%。线上由于 Q3 淡季，环比增速有所放缓，前三季度同增 69%。线下 Q3 取得亮眼成绩，Q3 同增 44%，前三季度累计同增 20%+。

分产品看，公司产品结构不断优化，养生壶 Q3 增速环比有所上升，同增 18%，占比 20%+；饮水机 Q3 同增 30%+，前三季度累计同增 60%+；烤箱 Q3 增速略有放缓，Q3 预计实现销额 700 万左右，前三季度预计实现销额 4000 万，同增 50%左右；去年十月上市的新品类蒸锅预计 Q3 实现销额 1300 万以上，前三季度实现销额 4000 万，占电器类产品 12%+。

● 收入结构优化，盈利能力持续提升。

2020 年前三季度实现净利率 15.45%，同比+3.95pct，对应 Q3 净利率 14.45%，同比+4.43pct。具体来看，公司 Q3 实现毛利率 52.22%，同比+8.66pct，一方面，毛利率较高的自主品牌占比大幅提升，助力毛利率提升；另一方面，Q3 代工业务毛利率因汇率变动有所提升。根据我们测算，若不考虑汇率变动，Q3 毛利率预计提升 6.4pct 左右，即自主品牌占比提升为毛利率贡献 6.4pct 左右的同比增幅，而约 2.2pct 的毛利率增幅由汇率波动贡献。预计随着自主品牌占比逐渐提升，Q4 及明年毛利率水平有望稳中有升。公司 Q3 销售费用率 25.31%，同比+3.75pct，但考虑代工业务几乎不需投入销售费用，经我们测算，销售费用/自主品牌销售收入预计同比-0.5pct 左右；公司 Q3 管理/研发/财务费用率同比分别-0.57pct/-0.81pct/+2.19pct，管理、研发费用率有所下降，财务费用率提升主要由汇率变动产生的汇兑损失增加所致。

● 积极备货双十一致存货有所增加。

公司 Q3 销售商品收到现金 1.51 亿元，同比+15.45%，与收入情况基本吻合，Q3 经营活动产生净现金流-0.24 亿元，主要由于自主品牌增长，内销费用增加，同时提前为四季度旺季营销备货所致。应收账款+应收票据 2020 前三季度余额合计为 0.45 亿元，占营收比例 10.22%。截至 2020 前三季度公司存货为 1.38 亿元，占营收比例 31.20%，存货增多预计一方面与双十一提前备货有关，另一方面，新品类的扩张也使得存货增加。

● 投资建议

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，自主品牌持续释能，稳占国内高端厨房养生小家电龙头地位，目前已建立起护城河，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。

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 6.70、8.34、10.27 亿元，同比分别+21.6%、+24.4%、+23.2%，归母净利润分别为 0.95、1.23、1.62 亿元，同比分别+44.6%、+29.6%、+31.2%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 75.89x、58.56x、44.65x，维持增持评级。

● 风险提示

品牌定位高端，市场规模有限的风险；宏观经济波动的风险。

● 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	670	834	1027
收入同比 (%)	-9.2%	21.6%	24.4%	23.2%
归属母公司净利润	66	95	123	162
净利润同比 (%)	-3.3%	44.6%	29.6%	31.2%
毛利率 (%)	46.8%	53.5%	55.0%	56.7%
ROE (%)	20.5%	20.2%	20.7%	21.4%
每股收益 (元)	0.30	0.44	0.57	0.74
P/E	0.00	75.89	58.56	44.65
P/B	0.00	15.33	12.15	9.55
EV/EBITDA	-2.94	60.77	50.07	37.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

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	2020	2021	2022	会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	364	532	674	859	营业收入	551	670	834	1027
现金	237	385	501	658	营业成本	293	312	375	445
应收账款	40	57	70	85	营业税金及附加	5	6	8	10
其他应收款	6	7	7	8	销售费用	123	173	229	288
预付账款	17	14	17	21	管理费用	42	59	68	85
存货	63	68	77	85	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	106	138	182
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	579	721	905	利润总额	75	109	141	185
流动负债	86	101	120	143	所得税	9	14	18	23
短期借款	0	0	0	0	净利润	66	95	123	162
应付账款	32	36	43	51	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	55	65	77	92	归属母公司净利润	66	95	123	162
非流动负债	7	7	7	7	EBITDA	81	112	134	174
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.44	0.57	0.74
其他非流动负债	7	7	7	7					
负债合计	93	108	127	150					
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	224	347	508					
归属母公司股东权益	321	471	594	756					
负债和股东权益	414	579	721	905					

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	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2022
经营活动现金流	82	102	122	160	成长能力				
净利润	66	95	123	162	营业收入	-9.2%	21.6%	24.4%	23.2%
折旧摊销	15	18	12	13	营业利润	-3.3%	45.2%	30.0%	31.5%
财务费用	-1	0	0	0	归属于母公司净利	-3.3%	44.6%	29.6%	31.2%
投资损失	-4	-3	-4	-6	获利能力				
营运资金变动	5	-6	-6	-6	毛利率 (%)	46.8%	53.5%	55.0%	56.7%
其他经营现金流	61	98	127	164	净利率 (%)	11.9%	14.2%	14.8%	15.7%
投资活动现金流	-5	-8	-6	-4	ROE (%)	20.5%	20.2%	20.7%	21.4%
资本支出	-9	-11	-10	-10	ROIC (%)	18.1%	17.5%	17.9%	18.6%
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%	18.7%	17.7%	16.5%
筹资活动现金流	-25	54	0	0	净负债比率 (%)	29.0%	23.0%	21.4%	19.8%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.22	5.26	5.59	6.02
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.29	4.45	4.81	5.27
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	1.16	1.16	1.14
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	148	116	157	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	0.44	0.57	0.74	P/E	0.00	75.89	58.56	44.65
每股经营现金流薄)	0.38	0.47	0.56	0.74	P/B	0.00	15.33	12.15	9.55
每股净资产	1.48	2.17	2.73	3.48	EV/EBITDA	-2.94	60.77	50.07	37.66

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。