

# 北鼎股份 (300824.SZ)

## 国产高端小家电的崛起

**国内稀缺的高端小家电公司。**公司是国内首家自主品牌定位高端且拥有自产供应链的稀缺小家电公司。公司以高端海外代工业务起家，后战略转型自主高端品牌，推出爆款产品养生壶。公司以场景思维发展产品，围绕核心大单品纵向延伸，推出消费频次相对较高的周边用品和食材，目前已形成以养生壶、饮水机、烤箱、蒸锅、周边用品及食材为主的多爆品矩阵。2020年，公司预计实现营收6.84~7.20亿元，yoy +24.18~+30.55%；预计实现归母净利润0.98~1.03亿元，yoy +48.50%~+56.10%。

**消费升级催生品质化需求，高端小家电行业格局较为分散。**消费升级催生品质化需求，2018年1-9月高端家电市场销售额约20%，未来高端市场成长空间可观。**高收入女性市场：**1) **用户规模：**北鼎目标用户画像为收入较高、追求品质生活的女性，预计国内受众人群规模为3000万人；2) **竞争格局：**高端小家电市场竞争格局分散，目前北鼎暂无直接竞争对手，公司所处细分赛道短期内仍有窗口红利。对标海尔高端品牌卡萨帝的高端市场份额40%，北鼎未来仍有约10倍成长空间。

**品牌优势+用户黏性，构筑公司核心竞争力。****品牌优势：**1) **创始人战略清晰，产品打造与品牌构建同步进行，目前品牌建设已初具成效。**2020年公司全年净利润增长率中枢高于行业均值，且20Q4单季度维持高景气。2) **坚守国产品牌定位，定义新中式饮食生活品牌，有望受益于国货崛起的热潮；**3) **情感共鸣悄然打出品牌理念，增强用户粘性。****用户黏性：**品牌用户粘性较强背后是极致产品力+以消费者为中心的全链条服务体验。1) **产品端：**专注“美学细节”，匠心打造极致体验；2) **研发端：**以产品为中心的研发生态架构叠加顶级供应链，奠定高质量产品力；3) **服务端：**产品上市前后全链条服务增强用户互动体验，提升用户粘性。

**发展规划：拓展品牌建设，产品矩阵扩张。****品牌建设：**开拓线下品牌体验店建设，打造沉浸式体验增强与用户交互，同时进一步提升品牌知名度，实现全渠道业态融合。**矩阵扩张：**1) 不改品牌调性基础上持续发力周边用品和“一人用”场景单品，配合产能扩充实现销售进一步放量；2) 进一步强化公司研发实力和储备，加速产品迭代、推新节奏。

**盈利预测&投资建议：**北鼎拥有国产高端小家电领域的稀缺性，叠加公司利用已上市的优势，在窗口红利期进行全面布局，发展综合性实力，有助于巩固其先发优势。我们预计公司2020-2022年实现归母净利润1.00/1.46/1.93亿元，同比增长52.6%/45.2%/32.6%，对应EPS 0.46/0.67/0.89元，对应2021年50倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧风险、新品拓展不达预期、汇率波动幅度大等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	607	551	704	885	1,099
增长率 yoy (%)	14.5	-9.2	27.8	25.6	24.2
归母净利润(百万元)	68	66	100	146	193
增长率 yoy (%)	66.8	-3.3	52.6	45.2	32.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.31	0.30	0.46	0.67	0.89
净资产收益率(%)	23.7	20.5	23.8	27.0	27.2
P/E(倍)	71.8	74.3	48.7	33.5	25.3
P/B(倍)	17.0	15.2	11.6	9.0	6.9

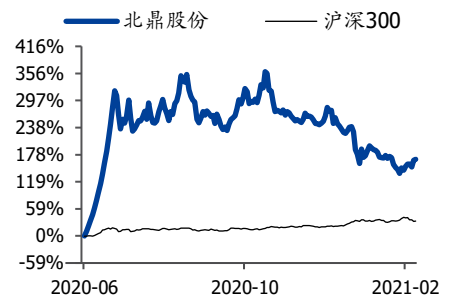
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	白色家电
最新收盘价	22.66
总市值(百万元)	4,926.28
总股本(百万股)	217.40
其中自由流通股(%)	25.00
30日日均成交量(百万股)	1.01

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 杨凡仪

邮箱：yangfanyi@gszq.com

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	360	364	562	668	891
现金	191	237	342	466	580
应收票据及应收账款	65	40	94	74	135
其他应收款	5	6	8	10	12
预付账款	9	17	16	25	26
存货	87	63	101	92	137
其他流动资产	3	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	54	51	52	52	51
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	37	40	42	42
无形资产	6	6	5	5	4
其他非流动资产	8	8	7	5	5
<b>资产总计</b>	413	414	614	719	942
<b>流动负债</b>	120	86	131	118	170
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	88	54	101	82	135
其他流动负债	32	32	31	36	36
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	126	93	138	125	177
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	184	264	370
归属母公司股东权益	287	321	476	595	765
<b>负债和股东权益</b>	413	414	614	719	942

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	53	82	60	159	148
净利润	68	66	100	146	193
折旧摊销	17	15	12	15	17
财务费用	-4	-0	-0	-1	-2
投资损失	-2	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	-28	5	-48	4	-56
其他经营现金流	3	1	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-8	-5	-9	-10	-12
资本支出	10	10	1	-0	-0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	2	4	-8	-11	-13
<b>筹资活动现金流</b>	-58	-25	54	-26	-21
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	0	-26	-21
<b>现金净增加额</b>	-9	52	105	123	115

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	607	551	704	885	1099
营业成本	350	293	320	376	447
营业税金及附加	5	5	5	5	5
营业费用	115	123	188	244	312
管理费用	46	42	59	70	83
研发费用	21	22	28	35	45
财务费用	-4	-0	-0	-1	-2
资产减值损失	-2	-1	-1	-1	-2
其他收益	2	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	4	4	4	4
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	76	73	112	163	217
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	78	75	114	165	219
所得税	10	9	13	19	26
<b>净利润</b>	68	66	100	146	193
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	68	66	100	146	193
EBITDA	89	82	117	168	220
EPS (元/股)	0.31	0.30	0.46	0.67	0.89

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.5	-9.2	27.8	25.6	24.2
营业利润 (%)	68.9	-3.3	52.5	46.1	33.0
归属母公司净利润 (%)	66.8	-3.3	52.6	45.2	32.6
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	42.3	46.8	54.6	57.5	59.3
净利率 (%)	11.2	11.9	14.3	16.5	17.6
ROE (%)	23.7	20.5	23.8	27.0	27.2
ROIC (%)	21.9	18.5	21.9	25.0	25.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	30.5	22.5	22.5	17.3	18.8
净负债比率 (%)	-66.3	-73.5	-81.0	-86.0	-81.5
流动比率	3.0	4.2	4.3	5.7	5.2
速动比率	2.2	3.3	3.4	4.7	4.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.3	1.4	1.3	1.3
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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.30	0.46	0.67	0.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.25	0.38	0.28	0.73	0.68
每股净资产 (最新摊薄)	1.32	1.48	1.94	2.49	3.27
<b>估值比率</b>					
P/E	71.8	74.3	48.7	33.5	25.3
P/B	17.0	15.2	11.6	9.0	6.9
EV/EBITDA	52.8	56.4	38.9	26.4	19.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1、北鼎股份：国内高端小家电龙头.....	6
1.1 公司历史：海外代工起步，战略转型推出自主高端品牌 .....	6
1.2 业务模式：以自主品牌为核心业务，以场景思维发展产品 .....	7
1.2.1 自主品牌业务：以场景思维进行产品研发迭代，目前已形成产品矩阵 .....	7
1.2.2 OEM/ODM 业务：为国际一线家电品牌商提供代工服务 .....	10
1.3 股权结构：实控人合计持股 52.4%，核心管理团队激励到位 .....	10
1.4 财务情况：自有品牌增长持续加速，推动盈利能力同步上升 .....	12
2、高端行业：消费升级催生品质化需求 .....	14
2.1 消费升级催生品质化需求，时尚、养生、个性化产品成必然趋势 .....	14
2.2 细分赛道：高端女性消费赛道目标消费者约 3000 万人 .....	16
2.2.1 北鼎目标消费者画像：高收入、追求品质生活的女性 .....	16
2.2.2 规模空间：目标用户群体规模约 3000 万人 .....	16
2.2.3 竞争格局：目前公司暂无直接竞争对手，短期内竞争格局稳定 .....	17
3. 竞争优势：品牌+用户黏性，构筑核心竞争力 .....	19
3.1 品牌优势：创始人战略清晰，品牌建设初具成效 .....	19
3.1.1 品牌优势一：创始人战略清晰，产品打造与品牌构建同步进行 .....	20
3.1.2 品牌优势二：坚守国产品牌定位，定义新中式饮食生活品牌 .....	21
3.1.3 品牌优势三：情感共鸣传达品牌理念，从而提高用户黏性 .....	22
3.2 用户黏性：与用户深度共创，产品力+全链条服务打造极致体验 .....	23
3.2.1 产品端：专注产品细节，匠心打造极致体验 .....	24
3.2.2 研发端：以产品为中心，研发投入不断加大 .....	25
3.3.3 供应链端：自有供应链保证产能稳定和深度配套能力 .....	26
3.3.4 服务端：品牌和用户深度交互与共创，综合性服务构建生活方式品牌 .....	26
4、发展规划：拓展品牌建设，产品矩阵扩张 .....	28
4.1 募集资金投向：拓展品牌建设，产品矩阵扩张 .....	28
5、盈利预测与投资建议 .....	29
5.1 盈利预测 .....	29
5.2 公司估值与投资建议 .....	32
风险提示 .....	33

## 图表目录

图表 1：公司发展历程（2003-至今） .....	6
图表 2：公司产品一览 .....	7
图表 3：2020 年 1-12 月分品牌产品均价（元/件） .....	7
图表 4：公司以场景思维进行产品研发（以养生壶为例） .....	8
图表 5：2020 年上半年公司国内营业收入分渠道情况（百万元） .....	8
图表 6：公司国内分渠道营收情况（百万元；%） .....	9
图表 7：线上直销平台人均消费金额情况（元） .....	9
图表 8：公司线下直营门店一览 .....	9
图表 9：公司代工品牌（部分） .....	10
图表 10：公司股权结构图（截至 2020 年 9 月 30 日） .....	10
图表 11：公司在任核心高管背景 .....	11
图表 12：股权激励计划核心内容 .....	12
图表 13：公司营收情况（百万元，%） .....	12

图表 14: 公司归母净利润情况 (百万元, %)	12
图表 15: 公司分品类收入占比 (%)	13
图表 16: 公司自主品牌与 ODM/OEM 收入情况 (百万元)	13
图表 17: 2020H1 公司自主品牌与 ODM/OEM 收入占比情况 (%)	13
图表 18: 公司期间费率 (%)	14
图表 19: 公司毛利率及净利率 (%)	14
图表 20: 公司营运能力 (天)	14
图表 21: 公司经营性现金流情况 (左轴: 亿元, 右轴: %)	14
图表 22: 中国人均 GDP 情况 (美元/人)	15
图表 23: 中国社会消费品零售额情况 (亿元; %)	15
图表 24: 近年来高颜值、可选属性强的产品不断涌现	15
图表 25: 中国中产阶级人数在增加 (2010-2018 年)	15
图表 26: 2016 年 1-9 月至 2018 年 1-9 月高端家电零售额市场份额 (%)	16
图表 27: 2019 年按年龄分布人口数及比例 (抽样比例约 0.078%)	17
图表 28: 2020 年 1-12 月养生壶线上销额份额前 10 品牌概览 (元)	18
图表 29: 2020 年 1-12 月养生壶领域部分高端品牌市场份额 (%)	18
图表 30: 摩飞、北鼎品牌对比	18
图表 31: 部分国内外高端小家电品牌	19
图表 32: 2020 年全年各公司净利润增速中枢 (%)	19
图表 33: 业绩预告中 2020Q4 单季度各公司净利润增速情况 (%)	19
图表 34: 早期市场中曾较多出现的陶制外观养生壶产品	20
图表 35: 北鼎养生壶 K100	20
图表 36: 2020 年 4 月-2020 年 12 月公司线上养生壶销额、销量份额实现提升	20
图表 37: 北鼎养生壶全系列全型号产品	21
图表 38: 2009-2019 年国货品牌受关注度数据	21
图表 39: 北鼎部分产品及颜色命名	21
图表 40: 北鼎产品包装均秉承北鼎 DNA	22
图表 41: 北鼎珐琅锅和北鼎烤箱可套系化搭配使用	22
图表 42: 新时代与北鼎携手打造《女子信条》	22
图表 43: 关注绿色商品消费的人群比例 (%)	23
图表 44: 2020 年 4 月, 公司推出“旧壶换新壶”活动	23
图表 45: 北鼎保温杯垫联名活动	23
图表 46: 公司联合创始人 DiDi (系公司董事长张默晗妻子)	24
图表 47: 北鼎微信文章阅读数据一览 (包含较热门文章)	24
图表 48: 即热式桌面饮水机产品对比	25
图表 49: 公司研发费用情况	26
图表 50: 可比公司研发费率情况 (%)	26
图表 51: 鲸字号与北鼎的插画共创图	26
图表 52: 下厨房 APP 中北鼎蒸锅的“蒸蒸日上”活动	26
图表 53: 公司部分产品试用活动一览	27
图表 54: 北鼎打卡活动一览	27
图表 55: 募集资金分析 (亿元)	28
图表 56: 北鼎泡茶随手杯产品	28
图表 57: 线下体验店部分场景	29
图表 58: 公司各产品收入及增速预测 (亿元, %)	30
图表 59: 公司各品类毛利率情况及预测 (%)	31
图表 60: 公司费率情况及预测 (%)	32

---

图表 61: 公司绝对估值敏感性分析 .....	32
图表 62: 各公司预计 PE 值 (截至 2021 年 2 月 25 日) .....	32

## 1、北鼎股份：国内高端小家电龙头

北鼎晶辉科技股份有限公司于2003年成立，是国内首家定位自主高端品牌，并具备全产业链顶级制造能力的小家电公司。北鼎致力于满足消费者在饮、食领域的改善型需求，目前公司产品包括养生壶、饮水机、烤箱、蒸炖锅、电热水壶等，以及围绕养生壶、烤箱等配套推出的周边产品、养生食材等。公司于2020年6月上市深交所。

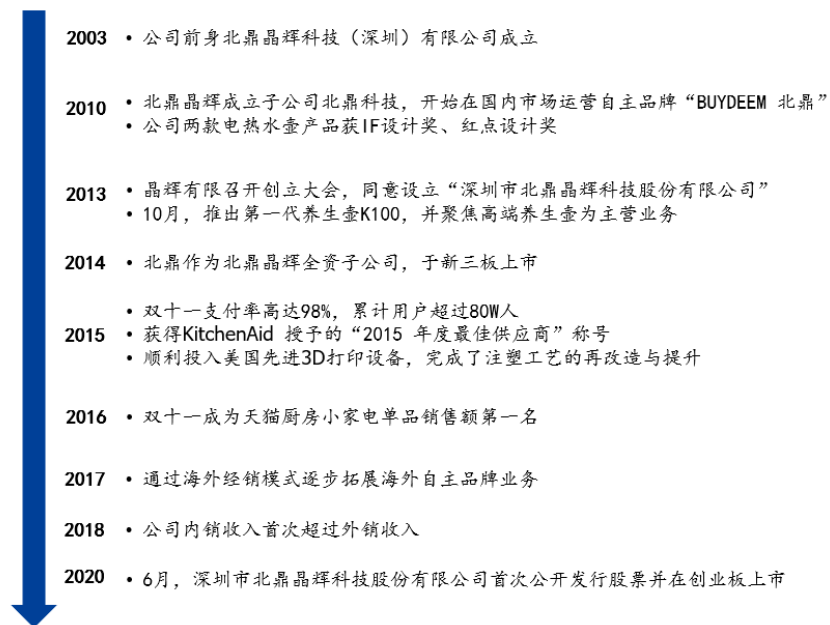
### 1.1 公司历史：海外代工起步，战略转型推出自主高端品牌

回顾公司17年的发展历程，以创立“北鼎 BUYDEEM”自主品牌为时间点可划分为两个发展阶段：

**（一）高端代工完成技术积累，奠定公司自主品牌高起点。**母公司晶辉电器集团自1988年起从事国际一线小家电品牌外贸代工业务。依托于母公司在高端小家电代工领域的深厚积淀，北鼎在工业设计、供应链、品控标准等方面能力均较强。

**（二）海外订单需求低迷，战略转型推出高端自主品牌。**2008年全球金融危机导致海外需求订单减少，同时人民币升值以及原材料价格持续上涨使得代工业务愈发艰难，自主品牌迎来时代的拐点。北鼎股份、新宝股份、莱克电气等代工业务起家的公司纷纷在2008年-2009年间成立自主品牌。公司于2009年成立自主品牌“BUYDEEM 北鼎”转战国内高端小家电领域，并以受年轻女性欢迎的养生壶打开国内市场，目前公司产品线已扩展至养生壶、烤箱、饮水机、蒸锅等。2017年，公司通过经销商模式拓展海外自主品牌，并不断增加直营比例。2020年6月，公司登陆创业板成功上市。

图表1：公司发展历程（2003-至今）



资料来源：公司招股书，公司公告，百度资料，天猫旗舰店，国盛证券研究所

## 1.2 业务模式：以自主品牌为核心业务，以场景思维发展产品

公司主营业务包括“北鼎 BUYDEEM”自主品牌业务和 OEM/ODM 代工业务，其中自主品牌公司的核心业务，主要产品包括养生壶、烤箱、饮水机、蒸锅以及周边用品和食材。截至 2020 年 12 月 31 日，自主品牌收入占比提升至约 70%。OEM/ODM 业务主要为惠而浦集团（Kitchen Aid）、摩飞电器（Morphy Richards）、铂富集团（Breville）、美康雅集团（Conair）等国际一线品牌提供专业化代工服务。

图表 2：公司产品一览



资料来源：公司半年报，百度图片，国盛证券研究所

### 1.2.1 自主品牌业务：以场景思维进行产品研发迭代，目前已形成产品矩阵

#### 1. 定位高端女性市场，产品价格高于行业均价。

公司于 2009 年推出自主高端品牌业务，主销国内市场。自主品牌业务“BUYDEEM 北鼎”主要面向高收入、对生活有一定追求的女性消费者群体。公司产品定价远高于同行价格，养生壶、饮水机和电热水壶约高出行业均价 3 倍，烤箱、蒸锅约高出同行价格 8-20 倍。

图表 3：2020 年 1-12 月分品牌产品均价（元/件）

	北鼎股份	小熊电器	美的	九阳股份	苏泊尔
养生壶	915	137	115	130	150
饮水机	1171	-	488	455	799
电热水壶	237	121	118	134	117
烤箱	4541	166	246	286	254
蒸锅	1659	202	241	260	246

资料来源：奥维云，淘宝网，国盛证券研究所

公司从场景化思维进行拓品，基于核心大单品进行场景搭建，以场景纵向运营。一方面，产品套系化组合后弱化产品单一性，打造美好生活方式，并提高低频消费单品的使用率，另一方面提升消费者粘性和用户体验，形成生态闭环。中高频消费频次的周边用品和食材消费门槛相对较低，在不降低品牌调性的情况下拓宽价格带，有利于扩大公司目标用户群体和产品销售规模，实现低频消费（核心大单品）+ 中频消费（周边用品）+ 高频

消费（周边食材）的消费场景。

图表4：公司以场景思维进行产品研发（以养生壶为例）



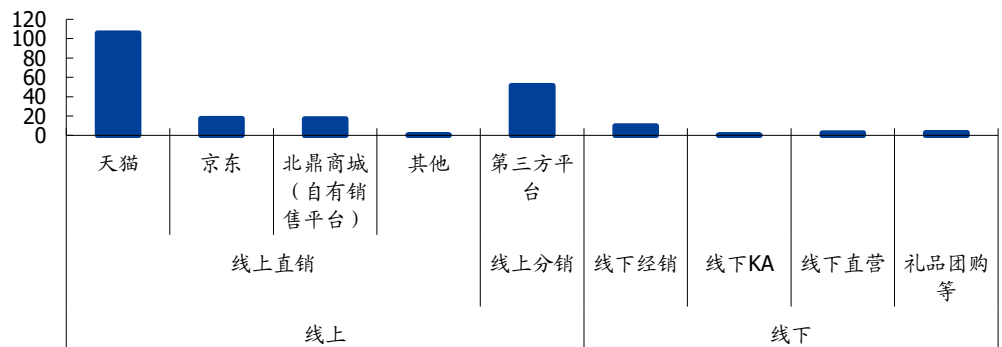
资料来源：天猫，百度图片，公司招股书，国盛证券研究所

开拓海外自主品牌业务，不断加大直营占比。2017年，公司通过海外经销商模式开展海外自主品牌业务，并不断加大直营比例。其中，美国为重点拓展市场。2019年起，公司开设海外直销业务，与亚米网（美国最大的亚洲购物网站）和亚马逊合作，推广自主品牌，拓宽品牌知名度。公司海外自主品牌产品主要包括符合美国消费者特点的多士炉、饮水机、食材和用品等，与国内产品形成一定差异化。

2. 以直销为主、线下发力实现全渠道融合

线上直销为主，开拓线下渠道实现全渠道融合。公司自主品牌运营以线上为主，截至2020年上半年，北鼎线上销售收入占比达68.52%，同比增长81.45%。线上渠道中又以直营为主，线上直销占比自主品牌收入达65%+。注重精细化运营，目前正大力开拓线下直营门店，由单一线上向全渠道模式转变。

图表5：2020年上半年公司国内营业收入分渠道情况（百万元）

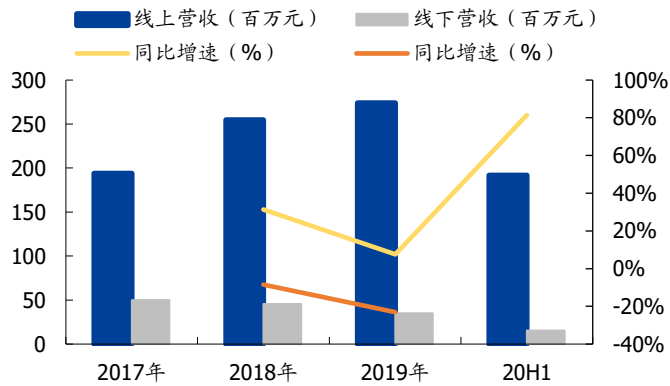


资料来源：公司半年报，国盛证券研究所



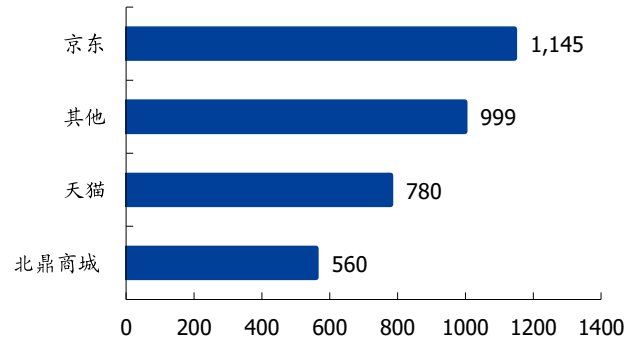
**线上：自主品牌运营的主要渠道。**分平台看，天猫旗舰店收入占比最高，为29.49%。京东人均消费金额最高，达1144.98元/人。其官方平台北鼎商城收入占比升至第三位，占自主品牌营收8%。截至2020年6月30日，北鼎商城注册会员用户达35.96万人。

图表6：公司国内分渠道营收情况（百万元；%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：线上直销平台人均消费金额情况（元）



资料来源：公司半年报，国盛证券研究所

**线下：进驻高端零售渠道，打造高端品牌形象。**截至目前，公司产品已成功进驻全国多个省会级城市的500余家高端终端，包括山姆、顺电、华润OLE、北京新光天地、上海久光、深圳万象城等。除此之外，北鼎加速线下直营门店的开设，截至2020年6月30日，公司已开设线下8家直营门店，选址均在人流密集的大型商场，门店设计以场景化体验为主，分为厨房区，出差区，办公区，同时单列一个区域陈列出售非自产产品，展现生活方式，享受人群溢出效应。同时，线下体验店中设有定制化礼盒专区、定期举办烘焙课程的烘焙专区，与线上渠道实现差异化运营，同时赋予线下社交化体验。

图表8：公司线下直营门店一览



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

### 1.2.2 OEM/ODM 业务：为国际一线家电品牌商提供代工服务

公司 OEM/ODM 业务的主要客户为惠而浦集团 (Kitchen Aid)、摩飞电器 (Morphy Richards)、铂富集团 (Breville)、美康雅集团 (Conair) 等国际一线品牌, 合作时间均为 10 年以上。主要产品为多士炉、电热水壶等, 产品主要销往韩国、法国等地。2019/2020H1, 公司 OEM/ODM 业务实现营业收入 2.23/0.66 亿元, 营收占比为 41.02%/23.64%。

图表 9: 公司代工品牌 (部分)

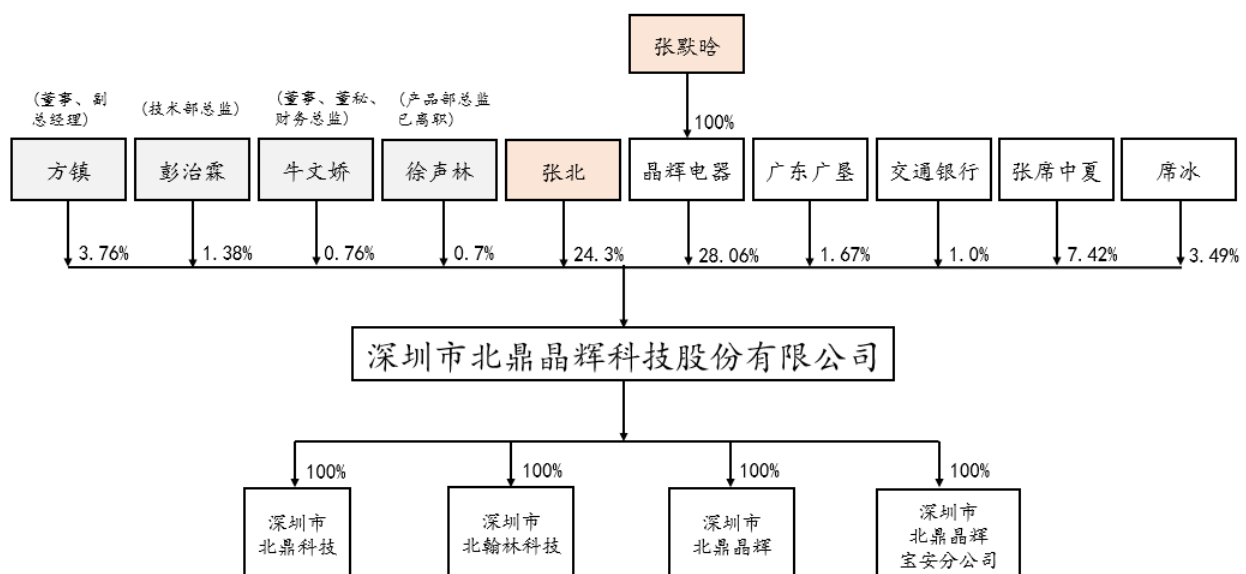


资料来源: 淘宝网, 百度图片, 国盛证券研究所

### 1.3 股权结构：实控人合计持股 52.4%，核心管理团队激励到位

实控人张默晗及张北合计持股 52.36%，股权结构较为集中。截至 2020 年 9 月 30 日, 公司实际控制人为 GEORGE MOHAN ZHANG (张默晗) 和其父张北, 两人为一致行动人, 合计持有公司 52.36% 的股权, 处于绝对控股地位。公司高管合计持有公司股份比例约 7.60%。大股东席冰与张席中夏持股比例分别为 3.49% 和 7.42%，二者为母子关系。

图表 10: 公司股权结构图 (截至 2020 年 9 月 30 日)



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 国盛证券研究所

聚合国内外专业人才，打造优秀团队资源。公司核心管理团队稳定，成员均为国内外行业专业人才，在公司任职均达10年以上。董事长兼总经理张默晗从2003年起于公司任职，21岁即硕士毕业于加州大学伯克利分校，精英出身，多年海外生活赋予其前瞻性的商业眼光；副总经理方镇为董事长研究生同窗，在公司任职15年。

图表 11: 公司在职核心高管背景

姓名	职位	学历	年龄	简介
GEORGE MOHAN ZHANG	董事长、总经理	硕士	39岁	<ul style="list-style-type: none"> <li>男，加州大学伯克利分校工业工程硕士，西蒙弗雷泽大学数学计算机科学学士；</li> <li>2003年至今，担任公司董事长、总经理。</li> </ul>
方镇	董事、副总经理	硕士	42岁	<ul style="list-style-type: none"> <li>男，加州大学伯克利分校工业工程硕士，清华大学工业工程学士；</li> <li>2004年5月至2005年5月，担任美国瓦格纳公司制造工程师；</li> <li>2005年5月至今在公司任职，先后担任公司研发部经理、市场部总监，现任公司董事、副总经理。</li> </ul>
牛文娇	董事、财务总监、董事会秘书	本科	51岁	<ul style="list-style-type: none"> <li>女，东北财经大学财政学学士，注册会计师；</li> <li>1993年至2010年曾历任营口会计师事务所审计师、深圳鹏城会计师事务所高级项目经理、信永中和深圳分所审计部高级经理；</li> <li>2010年9月至今，担任公司董事、财务总监、董事会秘书。</li> </ul>
钟鑫	董事	硕士	43岁	<ul style="list-style-type: none"> <li>伦斯勒理工学院工业工程硕士、博士、清华大学工业工程学士；</li> <li>2005年至2012年，曾历任 Sempra Commodity 分析师、苏格兰皇家银行分析师、法国兴业银行分析师；</li> <li>2012年3月至2015年7月，担任招商证券股份有限公司投资经理；</li> <li>2015年7月至今，担任晶辉电器（深圳）投资总监；</li> <li>2013年6月至今，兼任公司董事。</li> </ul>
彭治霖	技术总监	硕士	40岁	<ul style="list-style-type: none"> <li>英国华威大学工程商业管理硕士，英国兰开夏中央大学设计与制造学士；</li> <li>2002年12月至2010年9月，先后担任法国迪卡侬公司电子产品采购工程师、电子产品采购经理、中国区电子产品采购总监；</li> <li>2010年10月至今任职于公司，目前任公司技术总监。</li> </ul>

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

**重视核心人才，3次股权激励绑定核心团队。**2013年6月，公司向董事&副总经理方镇、董事&财务总监&董秘牛文娇、技术总监彭治霖定向发行股票；2017年4月，激励范围扩展至23名公司核心骨干，认购价格为激励方案获股东大会通过日前90个有效交易日股票均价的60%；2021年1月，公司实行进一步补充性股权激励，激励范围扩展至除IPO发行前外的26名各岗位核心员工，行权价格及业绩考核目标较低，给予公司团队较大幅度让利。公司3次股权激励累计覆盖生产端、销售端、研发端、产品端、供应链管理端等全部门核心人员，有利于公司形成有效的经营机制和稳定的经营管理团队。

图表 12: 股权激励计划核心内容

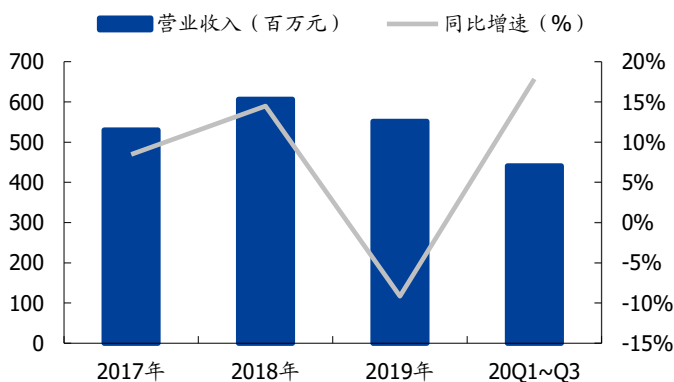
推出时间	激励对象	激励计划核心内容
2013年6月	董事、高级管理人员及核心技术人员（方镇、牛文娇、彭治霖）	授予方式：激励对象通过成立金诺汇富作为持股平台对公司进行增资，从而间接持有公司股权。2014年1月，公司上市新三板后，金诺汇富将所持股份通过股转系统交易后全部转让给方镇、牛文娇和彭治霖。
2017年4月	激励对象共计23人，覆盖生产端、销售端、研发端、产品端、供应链管理等部门核心人员。	方案内容：非公开发行不超过305万股股票，由公司核心员工以本次股票发行方案获股东大会通过日前90个有成交的交易日股票交易均价的60%的价格认购。 股票发行价格：3.1元/股。
2021年1月	激励对象共计26人，其中核心管理人员24名，核心技术（业务）骨干2名	授予股数：拟授予激励对象的限制性股票数量为74.25万股，占公司股本总额的0.34%。其中首次授予59.4万股，占公司股本总额的0.27%，占该激励计划拟授予限制性股票总数的80%。 授予价格：12元/股。 业绩考核目标：2021-2024年公司自有品牌营收同比2020年增长不低于15%/30%/45%/60%，净利润同比2020年增长不低于10%/20%/30%/40%。

资料来源：公司招股书，公司公告，国盛证券研究所

#### 1.4 财务情况：自有品牌增长持续加速，推动盈利能力同步上升

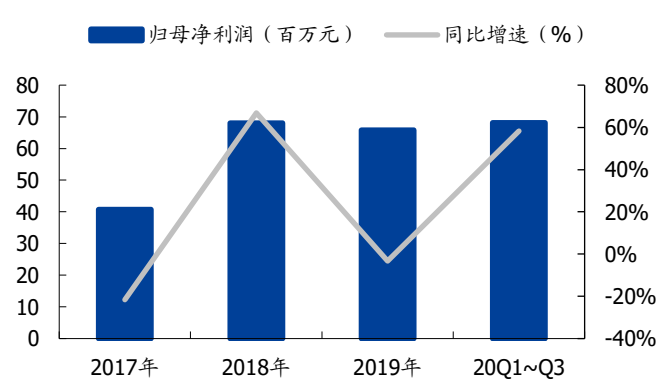
受益于疫情，20Q1~Q3 自主品牌业绩实现大幅增长。2019 年公司营收、业绩端小幅下滑，主要系外销中多士炉产品代工业务减少，导致外销收入下滑。20Q1~Q3，公司收入端和业绩端均大幅回正，实现收入 4.41 亿元，同比增长 17.85%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 58.33%。其中，2020Q3 单季度营业收入为 1.61 亿元，同比增长 26.84%；归母净利润为 2323.99 万元，同比增长 82.84%，主要系自主品牌业务大幅增长，销售占比进一步上升，抵减外销业务下滑影响。截至 2020 年 6 月 30 日，公司自有品牌实现收入 2.14 亿元，占比较 2019 年提升 17.4pct 至 76.38%。

图表 13: 公司营收情况 (百万元, %)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 14: 公司归母净利润情况 (百万元, %)

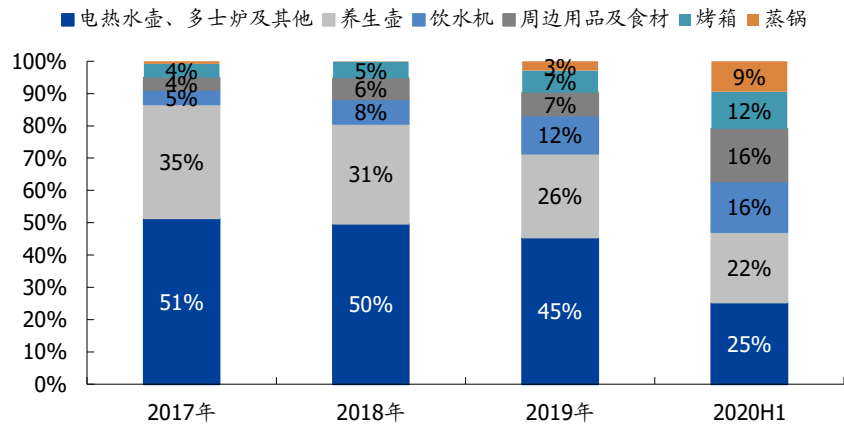


资料来源：Wind，国盛证券研究所

养生壶收入占比逐渐下降，新品构筑公司第二增长曲线。1) 分业务看，截至 2020H1，公司实现代工/自主品牌收入 6611.69 万元/2.14 亿元，同比增长-45.70%/70.43%，占公司整体营收比例为 76.38%/23.62%。2) 分品类看，截至 2020H1，养生壶品类收入占比下滑至 21.80%，蒸锅+饮水机+烤箱+周边用品及食材收入占总营收比例上升至 50.41%，构筑公司第二增长曲线。其中，周边用品及食材收入上升较快，主要系公司于

2020年上半年推出 MiniK 便携养生壶、珐琅锅、500ml 泡茶壶等新品。2019年/2020H1 周边用品及食材实现收入 3790.36/4543.31 万元，占总营业收入比例为 6.96%/16.23%，占自主品牌收入比例为 10.01%/21.25%。

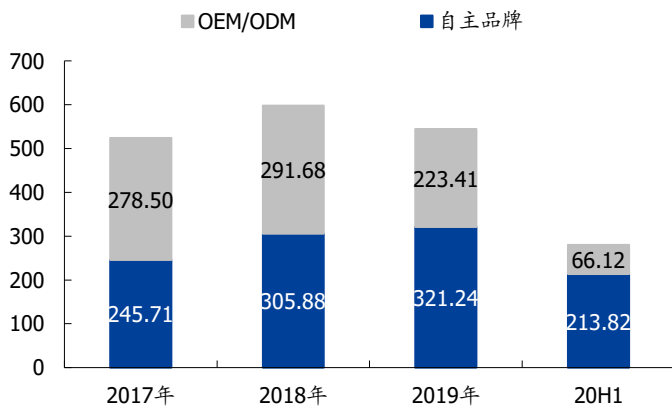
图表 15: 公司分品类收入占比 (%)



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 国盛证券研究所

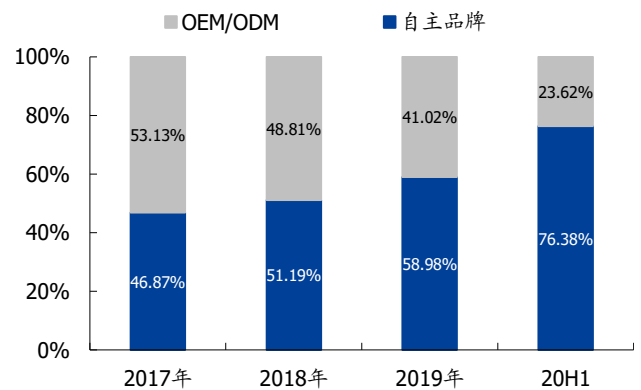
注: 2020年半年报中, 公司仅披露自主品牌分品类收入和内外销收入情况, 考虑到公司自主品牌外销品类主要为多士炉和电热水壶, 因此将公司 2020H1 外销收入统一算入“电热水壶、多士炉及其他”项目

图表 16: 公司自主品牌与 ODM/OEM 收入情况 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

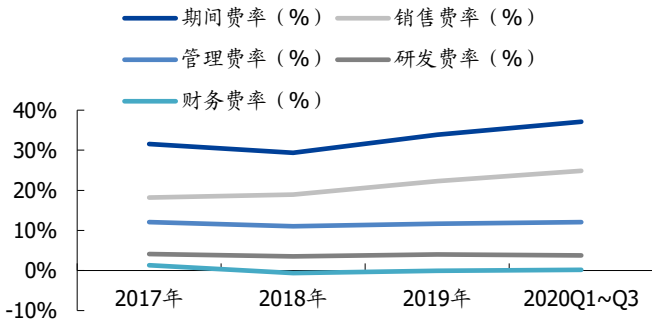
图表 17: 2020H1 公司自主品牌与 ODM/OEM 收入占比情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

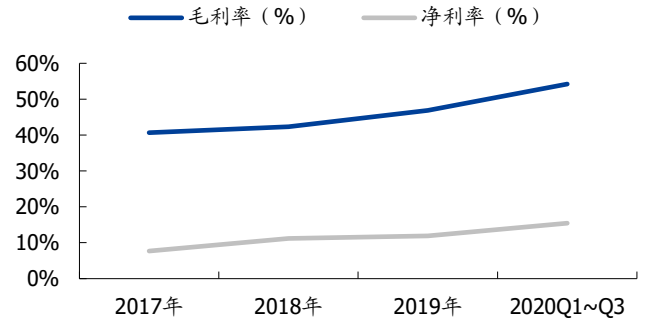
自主品牌增长推高销售费率, 公司盈利能力持续提升。公司 20Q1~Q3 销售费用率增长至 24.87%, 主要系公司加大营销力度所致; 公司同期管理/研发/财务费用率分别为 12.07%/3.75%/0.17%。盈利能力方面, 毛利较高的自主品牌业务收入占比持续提升, 进一步推高公司毛利和净利水平。截至 2020H1, 公司自主品牌“BUYDEEM 北鼎”占营业总收入比例为 76.38%, 同比提升 25.63pct, 同期自主品牌/代工业务毛利率为 65.05%/26.44%。综上, 公司 2019年/2020Q1~Q3 综合毛利率分别为 46.84%/54.22%, 净利率分别为 12.93%/15.45%。

图表 18: 公司期间费率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

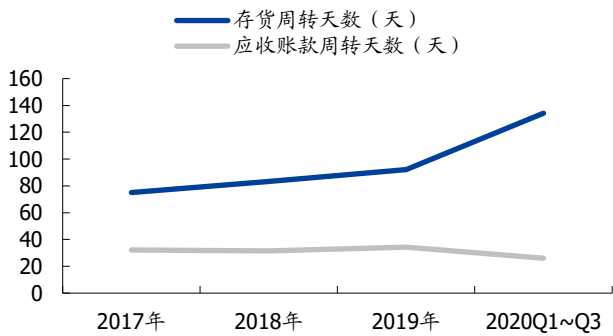
图表 19: 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

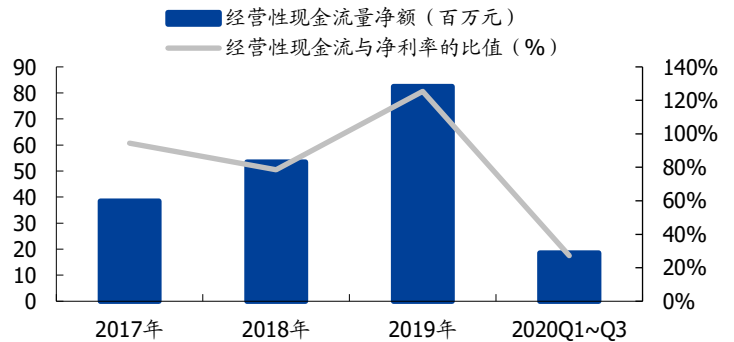
存货周转天数上升, 经营性现金流状况良好。由于公司自主品牌收入占比较高, 且销售对象多为个人消费者, 因此应收账款周转率保持在较快水平。截至 2020Q1~Q3, 公司应收账款周转天数约 35 天。存货方面, 公司业务扩张主动增加库存, 导致存货周转天数有所增加, 2019 年为 92 天。经营性现金流方面, 2017-2019 年公司现金流稳步上升, 且现金流与净利润的比值接近 1。20Q1~Q3 经营性现金流有所下滑, 且存货周转天数增长至 134 天, 主要系公司为 20Q4 等节日促销加大备货力度所致。

图表 20: 公司营运能力 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 公司经营现金流情况 (左轴: 亿元, 右轴: %)



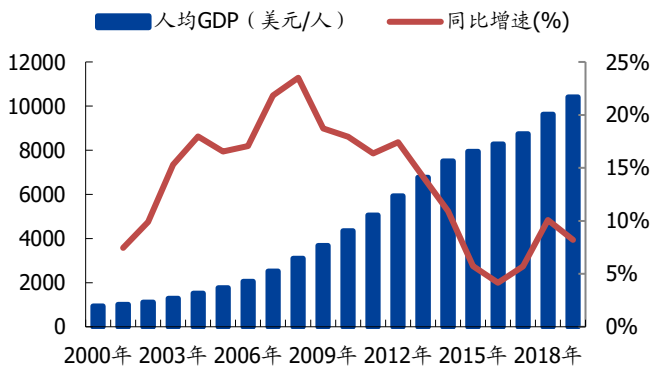
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2、高端行业: 消费升级催生品质化需求

### 2.1 消费升级催生品质化需求, 时尚、养生、个性化产品成必然趋势

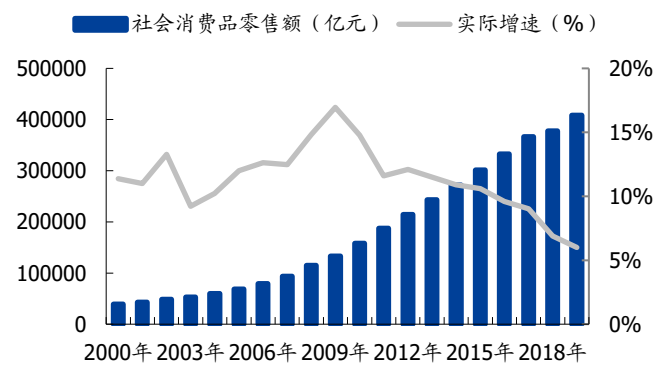
居民收入不断提升, 催生品质消费需求。国家统计局数据显示, 2019 年, 中国人均 GDP 突破 1 万美元, 同比增长 8%; 社会消费品零售额突破 40 万亿, 同比增长 6%, 居民生活水平大幅提升。消费升级背景下, 人们的消费倾向由可选转为必选, 购物目的由功能性转向改善型。如吴晓波在 2020 跨年夜演讲中所提到的, 当前消费品市场呈现体验大于必须, 颜值大于功能, 口碑大于品宣的特点。同时, 消费主力逐渐转向 90、00 后群体。这代人在国力不断进步的环境下长大, 更加注重生活品质和强调健康养生, 倾向于选择时尚、智能、养生和个性化的产品。因此, 符合以上理念的产品成消费必然趋势。

图表 22: 中国人均 GDP 情况 (美元/人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 中国社会消费品零售额情况 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

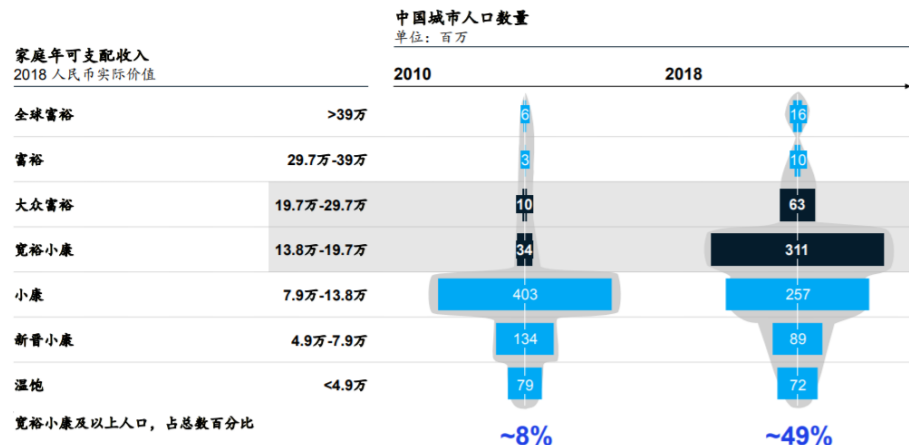
图表 24: 近年来高颜值、可选属性强的产品不断涌现



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

中产阶级城市人口数量持续提升, 扩大高端产品受众人群规模。《麦肯锡 2020 消费者调查报告》显示, 2010 年中国生活水平在宽裕小康及以上 (即家庭年可支配收入  $\geq 13.8$  万以上) 的城市人口数量为 5300 万人, 占总城市人口比例约 8%。2018 年, 该阶层人数大幅增长至 4 亿人, 占总城市人口比例约 49%, 占比持续上升, CAGR 达 28.47%。

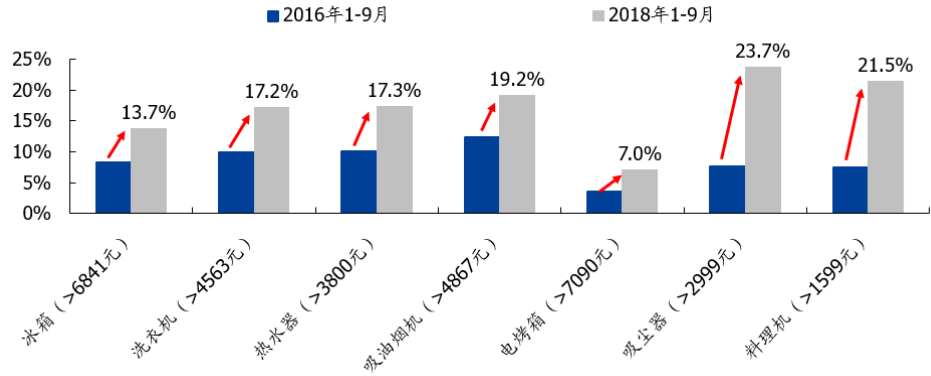
图表 25: 中国中产阶级人数在增加 (2010-2018 年)



资料来源: 麦肯锡 2020 消费者调查报告, 国盛证券研究所

高端家电市场份额稳步提升，未来消费空间可期。中怡康数据显示，2016年1-9月至2018年1-9月，高端冰洗、热水器、厨电、吸尘器品类销售额份额均提升至20%左右水平。2019年前三季度家电市场全品类零售额同比下跌6.82%。但高端家电市场却逆势增长，高端冰空洗市场份额同比提升2-5pct不等。预计随着国民物质生活水平的不断提高，性价比消费转向品质消费的趋势将加速升级，高端家电市场成长空间未来可期。

图表 26: 2016 年 1-9 月至 2018 年 1-9 月高端家电零售额市场份额 (%)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

## 2.2 细分赛道: 高端女性消费赛道目标消费者约 3000 万人

### 2.2.1 北鼎目标消费者画像: 高收入、追求品质生活的女性

北鼎的目标用户画像可概括如下:

- 女性消费者为主，尤以新手妈妈和白领女性为多。一方面女性体质偏寒，在养生、烹饪烘焙方面有更强的兴趣与消费意愿，另一方面女性是现代一家三口结构中的消费主要决策者，消费频率更高。随着代际切换，在物质生活丰富的年代中成长的 90 后、00 后成为消费主力，北鼎目标人群或将扩至更年轻、规模更大的消费者;
- 收入水平较高，追求品质生活。北鼎秉承“Good Taste for Life 美食有爱，生活有光”的品牌精神，力求构建生活美学。同时，北鼎品牌产品价格较高，目标消费者多具有热爱生活，并且有意愿为能够体现个人精神追求和品质生活的产品支付溢价的特性，如北鼎养生壶用户大多使用养生壶烹煮燕窝、养生料包等高端食材。

### 2.2.2 规模空间: 目标用户群体规模约 3000 万人

北鼎的目标用户群体与腾讯城市发布的“新社会阶层女性”特征较为吻合。报告指出，新社会阶层女性整体呈现高学历、高素质、高收入，年龄介于 21-50 之间，追求品质生活的特点，且主要分布于一线城市。2017 年统计数据 displays，我国新社会阶层人士的总体规模约 7200 万人，占总人口的 5%。其中，北京 8.4%，上海 14.8%，广州 13.6%。

《北京蓝皮书: 北京社会发展报告 (2018-2019)》指出，就北京而言，新社会阶层女性规模约为 145.2 万，月收入高达 1.7 万元。以北京市为例，新社会阶层女性的特征如下:

- 教育水平: 超八成北京市新社会阶层女性学历在本科以上。



- **年龄结构:** 新社会阶层女性年龄集中在 21 岁-50 岁之间, 特别是 31 岁-40 岁之间占一半, 以中青年群体为主。
- **收入情况,** 新社会阶层女性属于高收入群体, 北京市新社会阶层女性个人年均总收入是北京市女性整体收入情况的 2.5 倍, 月均收入 1.7 万元。在消费方面, 65% 的人认同可以多花一些钱享受更好生活。

图表 27: 2019 年按年龄分布人口数及比例 (抽样比例约 0.078%)

年龄	人口数量 (人)			人口比例 (%)		
	人口数量	男	女	占总人口比重	男	女
总计	1091876	557834	534042	100	51.09	48.91
0-9	123423	66070	57353	11.3	6.06	5.25
10-19	115666	62791	52874	10.59	5.75	4.84
20-29	143260	75040	58220	13.12	6.87	6.25
30-39	171674	86541	85133	15.73	7.93	7.8
40-49	172665	78886	84779	15.82	8.05	7.76
50-59	167193	84228	82965	15.31	7.72	7.6
60-69	115798	57435	58363	10.61	5.26	5.35
70-79	58275	27859	30416	5.34	2.55	2.78
80-89	21358	9148	12211	1.95	0.84	1.12
90+	2563	836	2268	0.23	0.08	0.16

资料来源: 2019 中国统计年鉴, 国盛证券研究所

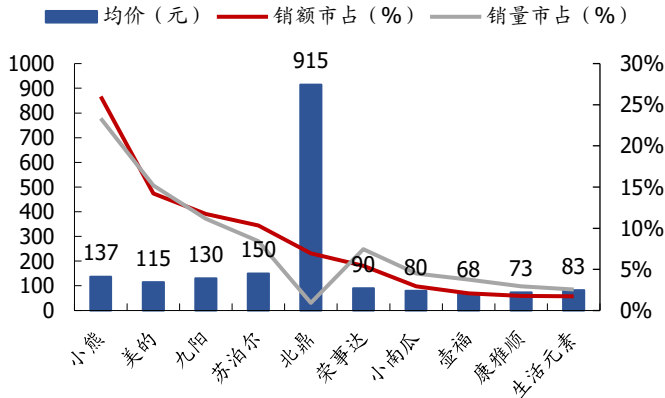
初步测算, 北鼎目标用户群体约为 **3000 万人**。

- 方法一:  
 目标用户规模=7200 万人 (新社会阶层人数) \*49% (女性人口占比) = 3000 万人
- 方法二:  
 目标用户规模= (5.82+8.51+8.68) /0.078% (人口抽样比例) \*10% (假设 20 岁-50 岁女性中仅 10% 为北鼎目标用户) = 2925 万人

### 2.2.3 竞争格局: 目前公司暂无直接竞争对手, 短期内竞争格局稳定

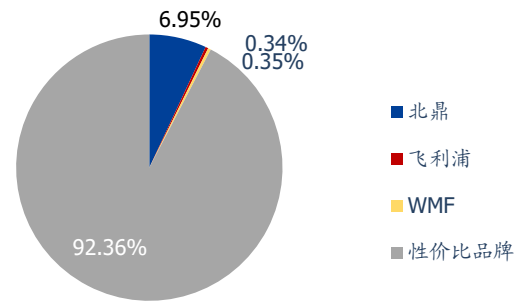
奥维云数据显示, 2020 年 1 月-2020 年 12 月, 养生壶线上市场销售额份额前十的品牌中, 仅北鼎均价超过 900 元, 远高于同行其他品牌养生壶产品价格。在于北鼎养生壶均价大体相当的情况下, 北鼎 (均价 915 元) 的线上销额市场份额为 6.95%, 远高于飞利浦 (均价 766 元)、WMF (均价 1326 元) 等外资高端品牌约 0.3% 左右的市场份额表现。

图表 28: 2020 年 1-12 月养生壶线上销售额前 10 品牌概览 (元)



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 29: 2020 年 1-12 月养生壶领域部分高端品牌市场份额 (%)



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

目前高端小家电市场仍以海外高端品牌为主。与北鼎同样定位高收入女性群体, 且产品线相似的小家电公司较少, 公司暂无直接竞争对手。从潜在市场竞争者角度看, 公司的竞争对手为有能力做高端品牌厨房小家电产品的公司, 综合来看有三类公司:

- **国外高端品牌:** 德龙、雀巢等, 短期来看不会影响竞争格局, 主要系北鼎定位于新中式饮食生活品牌, 外资品牌在中国文化和本土化方面无太大优势。
- **高端制造代工出身的公司:** 新宝等。短期来看, 摩飞和北鼎定位不同细分人群, 两者暂无直接交集, 因此摩飞品牌的扩张暂不影响竞争格局。

图表 30: 摩飞、北鼎品牌对比

项目	摩飞	北鼎
品牌	代理品牌 (新宝为摩飞的全球独家代理)	自主品牌
2020H1 营收规模 (亿元)	7.2	2.1
主要产品	便携榨汁杯、多功能锅等	养生壶、蒸锅等
产品类型	厨电、个护、车载清洁电器	厨房小电及其他场景化生态产品
面向人群	白领精英	新手妈妈、白领女性
设计风格	复古工业设计	时尚美学细节
定位	英国高端小家电	新中式饮食生活高端品牌
品牌特点	强调品牌历史积淀 (百年品牌) 和品牌起源地 (英国)	强调品牌情感属性

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **综合类家电巨头:** 美的、海尔等。截至目前, 北鼎所涉足的单品, 行业规模为 50 亿以下, 成立高端子品牌对综合类家电巨头的业绩拉动有限。因此考虑到投入回报比例, 我们判断该类传统家电巨头不会轻易打造北鼎核心品类小家电的高端品牌。

图表 31: 部分国内外高端小家电品牌

品牌	品牌信息	品牌主营产品
摩飞	英国品牌, 成立于1959年	多功能锅、轻食机、榨汁杯、绞肉机、电水壶、干果机、料理棒、多士炉、挂烫机、便携吸尘器、咖啡机
Cuisinart	美国品牌, 成立于1959年	搅拌棒、破壁机、厨师机、家用食物处理器、多功能锅、烤箱、不粘锅、刀具、配件
北鼎	中国品牌, 成立于2010年	养生壶、饮水机、烤箱、蒸炖锅、电热水壶、珐琅锅、食材、厨房用品
WMF	德国品牌, 成立于1853年	榨汁机、养生壶、煮蛋器、面包机、多士炉、早餐机、香薰机、温奶器、智能植物盆、家用干果机、咖啡机、电烤炉
飞利浦	荷兰品牌, 成立于1891年	男士理容、电风吹风、口腔护理、美体护肤、厨房电器(空气炸锅、电水壶、电饭煲、面条机、多士炉、搅拌机、电蒸锅、牛排机)、衣物护理、家居清洁、空气净化、咖啡机、电动口罩、影音通讯、睡眠仪器
西屋	美国品牌, 成立于1886年	饮水净水、个人护理、破壁机、燃气灶、抽油烟机、洗碗柜、水槽、垃圾处理、空气净化器、电风扇、取暖器、家装建材

资料来源: 天猫旗舰店, 百度资料, 国盛证券研究所

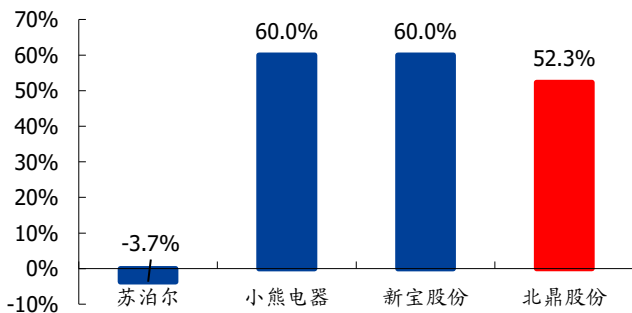
综合来看, 北鼎股份公司所处的竞争格局较为稳定, 公司窗口红利期仍存, 其增长远未到达瓶颈期。但长期来看, 仍需关注国内外竞争形势, 并保持核心竞争力。据新浪财经数据, 对标 2019 年海尔高端品牌卡萨帝在万元以上冰空洗市场的市场份额水平(40%, 同时 2019 年其净利润端维持 30% 的增速), 预计公司未来收入规模有望达到 70 亿元以上 (3000 万用户规模\*600 元/人的消费均价\*40%), 较目前尚有 10 倍成长空间。

### 3. 竞争优势: 品牌+用户黏性, 构筑核心竞争力

#### 3.1 品牌优势: 创始人战略清晰, 品牌建设初具成效

公司创始人战略清晰, 产品发展与品牌建设同步推进。品牌创建之初, 创始人张默晗即战略定位高端小家电市场, 跳脱出竞争激烈的性价比品牌领域, 升维竞争铸造高端品牌。目前, 品牌建设已初具成效。2020 年, 公司预计实现营业收入 6.84~7.20 亿元, 同比增长 24.2%~+30.6%, 预计实现归母净利润 0.98~1.03 亿元, 同比增长 48.5%~56.1%。其全年收入和净利润增长率中枢与小熊电器、新宝股份净利润增速中枢基本持平, 且 20Q4 单季度净利润增速中枢维持高景气, 显著高于行业均值。

图表 32: 2020 年全年各公司净利润增速中枢 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 业绩预告中 2020Q4 单季度各公司净利润增速情况 (%)

	20Q4 增速下限	20Q4 增速上限	20Q4 增速中枢
苏泊尔	4.7%	24.1%	14.4%
小熊电器	-20.0%	33.0%	6.5%
新宝股份	-28.0%	53.0%	12.5%
北鼎股份	30.0%	52.0%	41.0%
均值	-3.3%	40.5%	18.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.1.1 品牌优势一：创始人战略清晰，产品打造与品牌构建同步进行

**创始人战略清晰，精准定位用户客群和产品方向。**  
**1) 精准定位客群：**北鼎选择追求品质生活、有较强支付能力的女性为目标群体，一方面女性是现代一家三口结构中的消费主要决策者，消费频率相对更高；另一方面，女性在职场中压力普遍大于男性，部分女性倾向于通过追求品质生活来调剂压力，该类群体对好产品的品牌溢价接受意愿较强。  
**2) 精准定位产品：**彼时，国内市场缺乏满足这类用户需求的高品质产品。2013年，养生热兴起带动养生壶关注度上升，但市面上多为以炖煮药膳为主要功能的陶制外观养生壶以及其他中低端养生壶产品，无法满足北鼎目标客群的需求。公司战略聚焦该养生壶产品，于2013年末，推出以炖煮燕窝为主要功能的养生壶K100，辅以时尚简约的设计，符合年轻女性审美。2015年双十一，公司养生壶产品登顶养生壶销售冠军。

图表 34: 早期市场中曾较多出现的陶制外观养生壶产品



资料来源: DT 财经, 国盛证券研究所

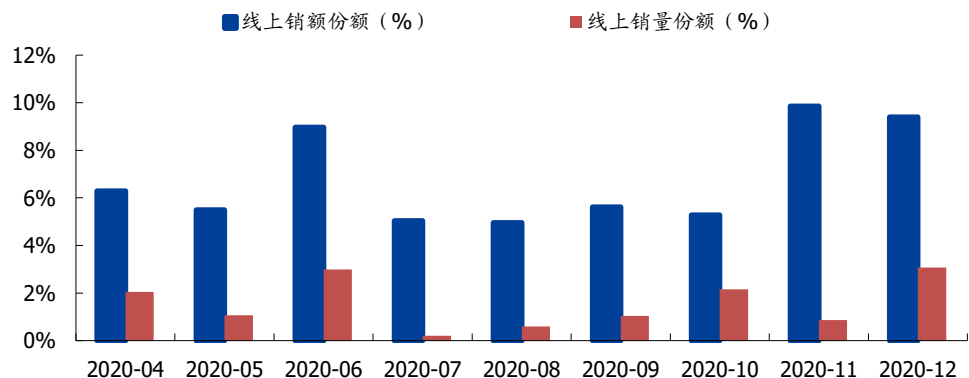
图表 35: 北鼎养生壶 K100



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

**产品打造与品牌构建同步进行，品牌建设初具成效。**  
**1) 价格体系稳定，销量份额提升，彰显较好品牌力。**公司成立至今，单品价格较为稳定，即使在“618”、“双 11”等大促期间也未大幅降价。2020 年初至今，北鼎在保持价格体系稳定的情况下销量份额实现提升，显示出较好的品牌力。  
**2) 以推新品的方式拓宽价格带，不改高端品牌调性。**2020 年，公司推出多款核心大单品的单人款和 mini 款系列，以及保温杯垫、泡茶随手杯等周边用品，客单价相对降低，但仍为同类中最高价格。北鼎通过推出新品的方式，在不改变品牌调性的情况下拓宽价格带，实现新消费者的引流。  
**3) 培育较长生命周期单品，**截至目前，北鼎养生壶已上市 8 年，公司通过产品迭代，成功将养生壶培育成了生命周期较长的大单品。

图表 36: 2020 年 4 月-2020 年 12 月公司线上养生壶销额、销量份额实现提升



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 37: 北鼎养生壶全系列全型号产品

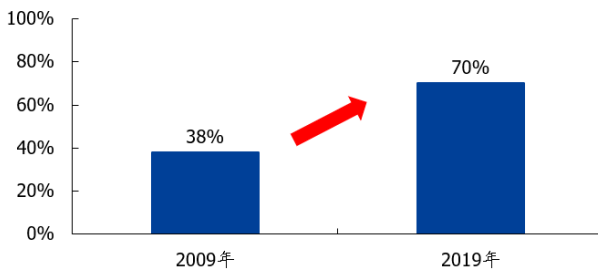


资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

### 3.1.2 品牌优势二: 坚守国产品牌定位, 定义新中式饮食生活品牌

坚守国产品牌定位, 或将受益于国货崛起热潮。1) 国内消费市场对国产品牌认可度持续上升。人民日报海外版文章指出, 2009-2019年, 国货品牌的受关注度从 38% 上升至 70%, 超过境外品牌。尼尔森报告显示, 随着民族情怀的上升, 68% 的中国消费者偏好国产品牌。2) 北鼎定义自己为新中式饮食生活品牌, 其中文品牌名称“北鼎”, 中式风格的“茱萸粉”、“浅杉绿”等颜色命名, 以及养生壶、蒸锅等品类选择上均反映其浓厚的中式特点, 同时北鼎以其高标准的产品和细腻的服务体验, 全方位塑造消费者信任的国货品牌。随着消费者消费理念的转变叠加国产品牌产品力的提升, 国货意识有望进一步提升。北鼎作为高端小家电领域稀缺的“国货新贵”, 有望受益于本轮国货崛起热潮。

图表 38: 2009-2019 年国货品牌受关注度数据



资料来源: 人民日报海外版, 国盛证券研究所

图表 39: 北鼎部分产品及颜色命名



资料来源: 微信公众号, 国盛证券研究所

创始人夫妇经历叠加母公司高端代工背景, 奠定公司的高端小家电品牌基因。公司拥有高端小家电的品牌基因。一方面, 其母公司拥有多年代工基础, 与一线著名品牌合作, 品质天然对标高端; 另一方面, 创始人夫妇张默晗和妻子 DiDi 均为精英身份, 多年海外留学经验赋予其前瞻性眼光。公司产品也均秉承北鼎 DNA, 配色时尚简约, 并具有系列感, 产品可自由组合、套系化搭配使用, 组合成令人向往的生活场景, 传达出一种有品位且温暖的生活方式。

图表 40: 北鼎产品包装均秉承北鼎 DNA



资料来源: 淘宝网, 国盛证券研究所

图表 41: 北鼎珐琅锅和北鼎烤箱可体系化搭配使用



资料来源: 微信公众号, 国盛证券研究所

### 3.1.3 品牌优势三: 情感共鸣传达品牌理念, 从而提高用户黏性

**内容营销: 情感共鸣, 传达应援女性的品牌理念。**由于女性在职场上平衡工作和生活, 面对的压力普遍大于男性, 北鼎希望通过打造品质小厨电, 辅以令人感到温暖的产品配色和文案, 应援到更多女性, 以情感诉求的方式输出品牌理念。据互联网消费观察文章, 2019年, 北鼎借势热门职场剧集《北京女子图鉴》影视 IP, 拍摄短片《女子信条》讲述戚薇的“北奔故事”, 情绪共鸣将北鼎塑造成独立职场女性、乐于享受生活新方式的精致女性的品牌, 并形成较良好的品牌效应。

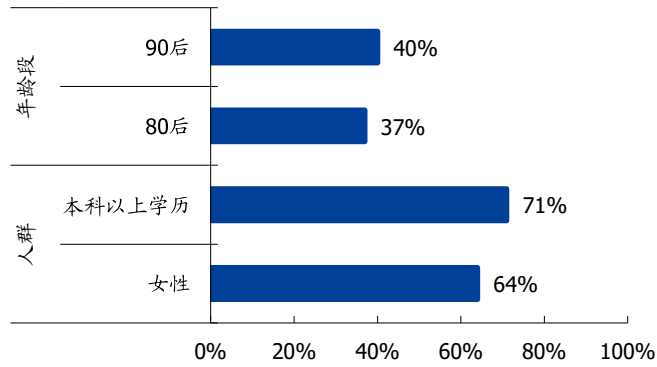
图表 42: 新时代与北鼎携手打造《女子信条》



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

**绑定“环保”、“健康”概念, 倡导高品质生活方式为品牌赋值。**据阿里发布的《2016年度中国绿色消费者报告》, 女性和高学历者更关注绿色商品消费。抽样数据显示, 在有绿色商品购买行为的用户中, 女性占 64%, 本科以上学历程度的 71%。而在年龄段方面, 年轻人是绿色消费的主流人群。数据显示, 37%的绿色消费人群是 80 后, 40%的绿色消费人群则是 90 后。公司将品牌与“养生”、“保护环境”等概念绑定, 有利于拉近品牌与目标消费者群体的距离, 同时通过定义美好生活方式为品牌赋值。2020年4月, 公司推出养生壶以旧换新计划, 鼓励用户将旧款养生壶统一送由公司进行专业报废处理, 较用户单独处理更环保和科学, 活动宣扬语为“喜新厌旧, 但也爱护地球”。北鼎不断强化其“环保、品质生活”的品牌印象, 宣扬产品本身之外的环保附加值, 提高其品牌溢价。

图表 43: 关注绿色商品消费的人群比例 (%)



资料来源: 2016年度中国绿色消费者报告, 国盛证券研究所

图表 44: 2020年4月, 公司推出“旧壶换新壶”活动



资料来源: 微信公众号, 国盛证券研究所

**跨界合作, 拓宽品牌认知边界。**北鼎通过与目标消费者群体重合度较高以及业务范围协同的品牌跨界合作, 拓宽用户对品牌的认知边界, 提升北鼎品牌的综合影响力。**1) 目标消费者群体重合度较高的品牌:**北鼎联合国产高端内衣品牌“内外”以泳衣和泡茶随身杯的碰撞为切入点, 传达年轻女性的美好生活方式;**2) 业务范围协同的品牌:**北鼎保温杯垫与各食饮类品牌合作礼盒产品, 如永璞咖啡、日东红茶、认养一头牛等, “以万物皆可温”的主题解锁保温杯的不同使用方式, 围绕用户打造更加美好的生活理念。

图表 45: 北鼎保温杯垫联名活动



资料来源: 微信公众号, 国盛证券研究所

### 3.2 用户黏性: 与用户深度共创, 产品力+全链条服务打造极致体验

**联合创始人系微博大V博主, 北鼎种子用户为部分粉丝转化。**北鼎品牌联合创始人 DiDi (董事长张默晗之妻) 在微博拥有 14 万粉丝, 著有《像世界一样宽广的活》一书, 秉持通透独立、随性恣意的人生态度。Didi 在品牌成立初期担任公司总监参与公司运营, 部分种子用户是由欣赏、认同 DiDi 的粉丝转化而来, 由此推断北鼎品牌用户粘性较强。

图表 46: 公司联合创始人 DiDi (系公司董事长张默晗妻子)



资料来源: 微博, 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

官方微信公众号每日更新, 用户评论意愿较高。北鼎官方微信公众号每日更新食谱等, 培养用户粘性, 其阅读量通常在 6000~10000+。文章留言评论区内, 用户通常较为活跃, 在北鼎产品设计故事分享、预告开设新门店等微信文章中, 其评论数可达数十条。品牌与用户交互较多, 由此推断, 北鼎品牌用户粘性较强。

图表 47: 北鼎微信文章阅读数据一览 (包含较热门文章)

文章标题	阅读量	点赞数	评论数
看到这些北鼎大户晒的全家福, 我酸了!	1.3万	119	110
美食有爱 生活有光	1.2万	15	23
好物二三 相处之道	1.4万	17	13
天哪! 他们的饮水机长这样?!	1.4万	63	100

资料来源: 微信公众号, 国盛证券研究所

公司用户黏性高的背后, 是北鼎品牌极致产品力和以消费者为中心的全链条服务体验。

### 3.2.1 产品端: 专注产品细节, 匠心打造极致体验

北鼎专注产品细节, 高颜值与实用性兼具。以公司爆款产品之一饮水机为例, 北鼎即热式饮水机延续其养生的趋势, 主要解决传统饮水机反复加热饮用水, 可能导致有害物质产生从而有损健康的特点。相较于天猫其他品牌同价位饮水机产品, 北鼎饮水机主打智能化、人性化, 可实现 8 段控温、自动监测沸点, 同时, 针对机身较小可能需要反复添水的痛点, 北鼎配套推出上水器和水瓶座, 使得饮水机可接入 2.6L/5L/18L 容量的水源。此外, 公司产品可搭配其他核心单品及周边用品使用, 具有高度套系化特点, 有效增强用户黏性。其他高端领域中, 套系化趋势亦持续体现。



图表 48: 即热式桌面饮水机产品对比

品牌	北鼎	云米智能	西屋	Sure石崎秀儿
外观				
价格(元)	1198	1399	1399	1499
颜色	浅杉绿、钢琴白、茱萸粉	白色	简白	胡椒白
温控档位及杯量	8档调温、2档杯量	4档调温、3档杯量	8档调温、5档杯量	9段控温、6档杯量
水箱容量(L)	2.6	6	3	3
可外接水源	是	否	是	否
产品尺寸(mm)	310*177*280 (A4纸大小)	419*400*202	300*288*158	315*109*145
净重(kg)	3.1	8.6	2.1	2.4
操作方式	按键	触屏	触屏	触屏
配件及周边用品	水瓶座、上水器	无	水瓶座	无
周边产品	泡茶/保温杯、保温杯垫等	煮茶器	净水器、净水杯	无
沸点检测	是	否	否	否
特点	自清洁、根据地区自动检测沸点、可外接水源,将水箱容量扩展至2.6/5/18L	主打科技感和智能化,可手机APP远程控制	主打健康食品级安全材质婴儿泡奶更放心	夜灯触屏面板

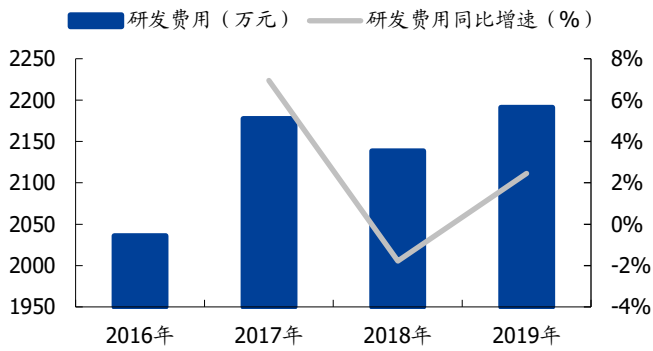
资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

### 3.2.2 研发端: 以产品为中心, 研发投入不断加大

以产品为中心, 研发扁平化管理。极致产品力的背后, 是公司强大的研发组织力保障, 即公司的组织团队架构。公司实行扁平化管理的产品经理制, 以产品为中心进行产品研发。同时产品立项后, 公司以“热爱为产品经理的第一考量标准”, 据北鼎官方公众号资料, 公司的烤箱产品经理是烘焙的重度爱好者, 拥有 10 年以上的烘焙行业经验, 因此较普通人对产品的痛点和生活改善的体验感更强, 同时设计研发人员保持高审美, 平衡产品颜值和功能。公司具备持续的爆品能力, 目前已搭建起以养生壶、饮水机、烤箱、蒸锅为核心的爆品矩阵, 印证了其组织能力的可持续性。

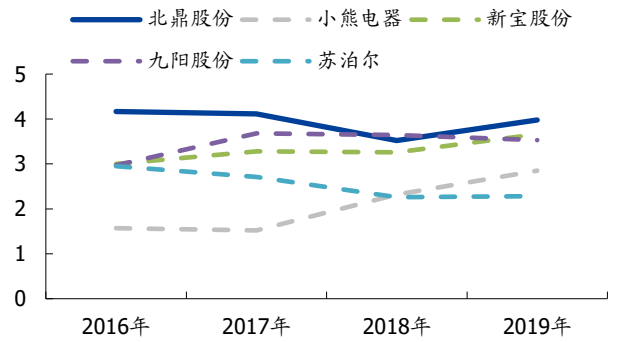
持续加码研发投入, 产品屡获国际设计大奖。2017-2019 年, 公司研发费用率为 4.11%/3.52%/3.98%, 在可比公司中处于较高水平。2020 年上半年, 公司研发投入 1,127.12 万元, 同比增长 8.65%, 研发费用占当期自主品牌营业收入比重为 5.27%。截至 2020 年 6 月 30 日, 公司拥有专利 206 项, 包括境内发明专利 82 项, 境外专利 31 项, 实用新型 48 项, 外观设计专利 45 项。其中, 公司境内发明专利数量与新宝股份发明专利数量 86 项接近。多款产品先后荣获红点工业设计奖、iF 工业设计奖、IDEA 工业设计奖等累计 13 项国际工业设计知名奖项。

图表 49: 公司研发费用情况



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

图表 50: 可比公司研发费率情况 (%)



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

### 3.3.3 供应链端: 自有供应链保证产能稳定和深度配套能力

家族高端代工背景完成基础积淀。母公司晶辉电器集团在高端小家电代工领域拥有 22 年的深厚积累, 奠定公司在工业设计、供应链和品控标准的顶级制造能力。供应链方面, 公司关键零件的自主生产, 向上延伸的产业链保证了公司掌握了小家电的核心技术和关键生产环节, 保证了质量和交货期。同时, 公司具备完整的生产链, 加工环节完整, 在爆款时可有序调节, 保证产品的正常投放节奏。

### 3.3.4 服务端: 品牌和用户深度交互与共创, 综合性服务构建生活方式品牌

公司与消费者充分互动, 以消费者为中心的底层逻辑贯穿全链条服务中。

精准营销, 为品牌预热。产品上市前, 北鼎通过洞察目标群体喜欢的方式进行精准营销, 为品牌 IP 赋能, 同时对产品进行推广。2020 年下半年, 公司推出便携版养生壶 Mini K, 定位更年轻人群。考虑到年轻群体特点, 北鼎采用了和插画师共创的形式进行品牌预热。另一方面, 针对另一波目标消费群美食热爱者, 北鼎则以在下厨房平台 (女性用户比例达 80%) 分享当红下午茶食谱的方式来互动, 以“好看好喝的饮品由北鼎 Mini K 共创”为主题, 通过社交分享种草式体验, 使得消费者在购买前便充分感受到美好生活方式。

图表 51: 鲸字号与北鼎的插画共创图



资料来源: 微信公众号, 国盛证券研究所

图表 52: 下厨房 APP 中北鼎蒸锅的“蒸蒸日上”活动



资料来源: 下厨房 APP, 国盛证券研究所

深度交互与互创，消费者亦是开发者。每款产品上市前，公司都会开展上百人的内测活动，包括公司内部员工和提过意见的用户，引导用户参与到产品研发中来，一方面，该举措有利于品牌了解用户的真实需求和市场最前沿的声音，另一方面，用户的参与感增强有助于积累品牌的忠实粉丝。对于用户在购买养生壶后提出的烹煮需求，北鼎也推出相应周边食材料包，简化用户操作，加深用户对品牌的依赖度和好感度。

图表 53: 公司部分产品试用活动一览



资料来源: 微信公众号, 国盛证券研究所

售后仍持续提供服务，增强消费者黏性。北鼎在官方公众号每日提供不同食谱，同时为烘焙爱好者搭建起用户交流群，聚拢一群认可品牌所倡导生活方式的人群，将消费者体验做到极致，让用户因持续优质的体验服务和对品牌的信任持续复购。同时，北鼎设置“产品使用打卡”的活动，奖品设置为部分北鼎的非卖品，从而提高用户参与的积极性。一方面有利于提高公司产品使用频率，另一方面，用户晒单/晒图分享自己的手工艺成品和产品使用体验，有助于增加公司的品牌曝光度。

图表 54: 北鼎打卡活动一览



资料来源: 微信公众号, 国盛证券研究所

## 4、发展规划：拓展品牌建设，产品矩阵扩张

### 4.1 募集资金投向：拓展品牌建设，产品矩阵扩张

募集资金 2.81 亿元，用途为厨房小电扩建、全渠道营销网络建设和研发设计中心建设。公司 IPO 募集资金 2.92 亿元，募集资金用途包括厨房小电扩建项目、线上&线下营销网络建设项目以及研发设计中心建设项目，使用资金分别为 1.09/1.22/0.51 亿元。

图表 55：募集资金分析（亿元）

项目名称	总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	建设期 (月)
厨房小电扩建项目	1.23	1.09	16
品质生活厨房小电综合用品线下营销网络建设项目	0.83	0.23	36
品质生活厨房小电综合用品研发设计中心建设项目	0.51	0.51	24
品质生活厨房小电线上营销网络及品牌建设项目	0.99	0.99	36
合计	3.56	2.82	-

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

**厨房小电扩建项目：丰富产品矩阵，拓展用户群体。**产品矩阵的齐全性、领先性在竞争中至关重要，截至目前，北鼎已拥有养生壶、饮水机、烤箱、蒸锅为核心的多爆款矩阵，在同业竞争中有一定优势，公司上市后拟进一步完善产品矩阵，包括：**1) 扩充产品矩阵：**预计公司将在养生壶、饮水机、烤箱等核心产品的基础上，继续推出如泡茶随手杯、保温杯垫等客单价相对较低的高端小单品，发掘潜在的客户群体。公司 2020 年下半年推出的“泡茶随身杯”将茶杯滤芯与杯盖相连，解决喝水过程中茶叶可能上浮的消费者痛点。该类周边单品，一方面进一步纵向拓展用户需求，另一方面玻璃杯等小单品因使用频次较高，且具有社交属性，因此一定程度上增加了北鼎品牌的曝光度。**2) 智能化生产线&产能扩充：**建设智能化生产车间提速增效；加大产品产能以应对后续规模扩张可能导致产能不足的问题；确保产品品质稳定，提升公司产品市场竞争力。

图表 56：北鼎泡茶随身杯产品



倒立泡茶，正立杯身后茶水分离，即便没有及时喝掉，茶水也不会越泡越苦



随身杯部件可较轻易的拆卸清洗



随身杯可与北鼎饮水机搭配使用

资料来源：微信公众号，国盛证券研究所

**全渠道营销网络建设项目：加速品牌体验店扩张，线上线数字化互通改造。**公司预计 3 年内设立 20 家体验店，升级 80 家核心店和 200 家 A 级门店。一方面，线下门店可以弥补线上渠道中消费者大多只关注单个产品，对全品牌认知不足。另一方面，线下体

验店中通过真实场景的营造，将北鼎的电器、用品、食材在特定生活场景下进行关联呈现，让消费者更能切实体会到北鼎所传递的“美好生活方式”（Good Taste for Life）的品牌理念。目前，公司已在深圳壹方城新增1家体验店，其店内设有定制化礼盒专区、试饮区域，以及烘焙体验专区，与线上形成一定差异化。

图表 57: 线下体验店部分场景



场景化布局，营造沉浸式体验

烘焙专区，会不定期举行一些烘焙课程

礼盒专区，能看到线上没有的、独家定制的产品礼盒

资料来源：微信公众号，国盛证券研究所

**研发设计中心建设项目：进一步强化研发能力，提速产品推新节奏。**公司计划对现有研发部门进行升级，加大对厨房小家电产品及周边食材的研究开发，进一步完善和提升公司的技术研发实力，为公司产品优化、迭代、推新方面创造条件。结合 2020 年公司推新情况来看，下半年起公司在产品微创新和周边用品方面加速推新节奏，推出全新品类泡茶随身杯、保温杯垫，新配色烤箱、珐琅锅以及周边食材和单品配件，推新频率约每月 1-2 件新品（包括全新小单品和微创新大单品），拉动公司业绩持续向好。

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

#### ➤ 收入端

##### 外销品类中：

**多士炉：**多士炉为海外代工业务，自 2019 年开始，公司逐步减少海外代工业务，增加海外自主品牌销售，预计 2020-2022 年增速分别为-40%/-20%/-10%。

**电热水壶：**电热水壶主要系海外代工产品，2017-2019 年，该产品外销收入占比约 85% 左右，2019 年因惠而浦集团采购策略调整加大了电热水壶采购，其外销占比达到 88%，同比提升 4pct。受疫情影响，海外业务增速放缓，国内自主品牌业务则大幅增长，预计 2020 年电热水壶外销/内销增速分比为-16.79%/30%，2020 年收入整体增速为-11%。随着公司逐步拓展海外自主品牌市场，预计其外销收入有一定回升，考虑到电热水壶功能简单，产品迭代空间有限，2021-2022 年收入增速为 13%/5%。

##### 内销品类中：

**养生壶：**作为公司的内销主打产品，推出时间较长，累计销售规模最大，覆盖用户广，

但由于其使用寿命长，属于低频消费，原有客户再购买后短期内无需更换，但由于公司预计加大营销推广力度，同时开始拓展海外自主品牌业务，预计将为公司新增客户群体，结合两类情况，预计2020年-2022年收入增速分别为20%/7%/5%。

**饮水机：**产品主要通过线上销售渠道进行，且公司在家庭版饮水机基础上，不断推出S601、S602和S603等新款即热式小型桌面饮水机，实现销售放量，预计2020年-2022年收入增速为54%/25%/20%。

**周边用品及食材：**公司不断推出新周边食材和周边用品，满足消费者需求。2020年推出的珐琅锅、保温杯垫、泡茶随手杯等产品推出后均成为火爆一时的产品，随着客单价相对较低的小单品的持续推出，预计周边用品收入将不断上升，预计2020年-2022年收入增速分别为58%/35%/35%。

**烤箱：**公司2020年在专业版及家庭版烤箱基础上推出单人版小体积烤箱，并增加罗兰紫色奶油色款烤箱型号，销量大幅提升，且消费者反响较好，预计2020年-2022年收入增速为60%/23%/20%。

**蒸锅：**2019年10月公司正式推出蒸锅产品，并于2020年上新迭代款双层蒸锅，实现销售放量，考虑到2019年低基数效应，预计2020年-2022年收入增速为489%/90%/55%。

综上，公司2019-2021年营业收入分别为**7.04/8.85/10.99**亿元，同比增速**27.8%/25.6%/24.2%**。

图表 58: 公司各产品收入及增速预测 (亿元, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
多士炉	213.15	130.29	78.21	62.59	56.29
yoy	17.42%	-38.88%	-39.97%	-19.97%	-10.07%
养生壶	184.78	141.32	169.06	180.14	189.66
yoy	-0.16%	-23.52%	19.62%	6.55%	5.29%
电热水壶	67.62	80.89	71.62	80.93	84.60
yoy	-16.76%	19.62%	-11.46%	12.99%	4.54%
饮水机	45.54	64.62	99.44	124.19	148.90
yoy	91.96%	41.89%	53.88%	24.89%	19.90%
周边用品及食材	38.17	37.90	59.98	80.96	109.25
yoy	93.87%	-0.69%	58.25%	34.98%	34.94%
烤箱	30.83	37.42	59.86	73.63	88.35
yoy	37.74%	21.36%	59.97%	23.00%	20.00%
蒸锅	0.83	15.76	92.85	176.41	273.43
yoy	-79.56%	1788.96%	489.00%	90.00%	55.00%
其他	25.76	42.94	73.16	105.95	148.20
yoy	109.46%	66.69%	70.39%	44.82%	39.89%

资料来源：招股书，国盛证券研究所

### ➤ 利润端

外销品类中：

多士炉、电热水壶毛利率相对较低。预计2020年-2022年，多士炉毛利率分别为

16%/15%/15%；考虑到电热水壶将作为海外自主品牌产品在美国等市场推广，预计2020年-2022年电热水壶毛利率为62%。

**内销品类中：**

**养生壶：**考虑到2020年公司推出以旧壶换新壶活动，预计一定程度抵减新品养生壶推出后带来的毛利率提升，综合影响下，2020年养生壶毛利预计小幅下滑。随着后续海外自主品牌业务的扩张以及国内新品迭代不断提速，预计2020年-2022年养生壶毛利率为60.71%/61.75%/61.75%。

**饮水机：**公司2020年推出体积较小的新款饮水机，预计2020年-2022年饮水机毛利率为67.73%/68.00%/68.00%。

**周边用品及食材：**随着核心品类的配套产品及小单品研发力度加大、推新速度加快，预计2020年-2022年毛利率为61.79%/63.82%/64.00%。

**烤箱：**公司2020年推出新款烤箱型号（颜色、款式），预计其毛利率将保持在62%的较高水平，2020年-2022年烤箱产品毛利率为61.89%/60.00%/60.00%，

**蒸锅：**公司2020年推出的双层蒸锅带动产品毛利率进一步提升，2020年-2022年蒸锅产品毛利率保持在68%的水平。

**其他：**随着核心单品的配套产品不断推出（eg. 养生壶保护套、饮水机上水器等），预计其毛利率进一步提升至65%左右。

图表 59：公司各品类毛利率情况及预测（%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
多士炉	14.67%	17.01%	16.00%	15.00%	15.00%
养生壶	66.17%	61.17%	60.71%	61.75%	61.75%
电热水壶	20.55%	24.48%	22.96%	23.00%	23.00%
饮水机	67.87%	67.32%	67.73%	68.00%	68.00%
周边用品及食材	57.67%	58.23%	61.79%	63.82%	64.00%
烤箱	66.05%	61.24%	61.89%	60.00%	60.00%
蒸锅	13.41%	68.29%	68.58%	68.00%	68.00%
其他	45.38%	61.45%	65.00%	65.00%	65.00%
综合	41.62%	46.10%	54.57%	57.45%	59.29%

资料来源：招股书，国盛证券研究所

综上，公司2020-2022年综合毛利率为**54.9%/57.8.3%/59.6%**。

➤ **费率端**

**销售费率：**随着公司自主品牌收入增长，品宣、营销力度将相应增大，预计2020年-2022年销售费率为26.64%/27.56%/28.41%。

**管理费率：**自主品牌扩张预计将同步推高公司管理费率，预计2020年-2022年公司管理费率为8.44%/7.92%/7.53%。

**研发费率：**公司重视研发投入，其IPO募资资金项目建设中，0.51亿（占投资总额的14.3%，占拟投入IPO募集资金的18.1%）将用于建设品质厨房小家电及综合用品研发中心建设项目。预计2020年-2022年研发费率分别为3.92%/3.96%/4.08%。

综上，公司2020年-2022年归母净利润为**1.00/1.46/1.93**亿元，同比增速分别为

52.6%/45.2%/32.6%。

图表 60: 公司费率情况及预测 (%)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费率	18.97%	22.27%	26.64%	27.56%	28.41%
管理费率	7.51%	7.70%	8.44%	7.92%	7.53%
研发费率	3.52%	3.98%	3.92%	3.96%	4.08%

资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

## 5.2 公司估值与投资建议

**绝对估值:** 按照 DCF 模型 FCFF 估值法, 假设永续增长率为 1.3%、市场预期收益率为 10%、 $\beta$  值为 1.1, WACC 为 10.68%, 再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析, 得出估值区间 26.90~37.23 元, 对应 2021 年 PE 为 40~65 倍。

图表 61: 公司绝对估值敏感性分析

永续增长率g	0.93%	1.02%	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
WACC											
6.63%	61.76	62.63	63.61	64.74	66.03	67.52	69.26	71.30	73.71	76.59	80.07
7.29%	53.59	54.24	54.98	55.83	56.80	57.91	59.19	60.69	62.44	64.51	66.99
8.02%	46.47	46.97	47.53	48.16	48.89	49.71	50.66	51.76	53.04	54.54	56.31
8.83%	40.28	40.66	41.08	41.55	42.09	42.71	43.41	44.22	45.16	46.24	47.52
9.71%	34.90	35.18	35.50	35.85	36.25	36.71	37.23	37.82	38.51	39.30	40.22
10.68%	30.22	30.43	30.66	30.93	31.23	31.57	31.95	32.39	32.88	33.46	34.12
11.75%	26.15	26.31	26.49	26.68	26.90	27.15	27.43	27.75	28.12	28.53	29.01
12.92%	22.63	22.75	22.88	23.02	23.18	23.37	23.57	23.81	24.07	24.37	24.72
14.21%	19.59	19.67	19.77	19.87	19.99	20.12	20.27	20.44	20.63	20.85	21.10
15.64%	16.96	17.02	17.09	17.17	17.25	17.35	17.46	17.58	17.72	17.87	18.05
17.20%	14.70	14.75	14.80	14.85	14.91	14.98	15.06	15.15	15.25	15.36	15.48

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

**相对估值:** 参考小家电行业均值 PE, 并结合公司内销增速较快、产品定位高端的特点, 我们认为北鼎股份 2021 年合理估值范围在 50 倍 PE, 首次覆盖予以“买入”评级。

图表 62: 各公司预计 PE 值 (截至 2021 年 2 月 25 日)

	2019A	2020E	2021E	2022E
小熊电器	31.05	29.16	23.68	18.93
九阳股份	23.43	25.75	22.21	19.59
新宝股份	19.23	33.76	27.33	23.04
苏泊尔	32.84	34.63	30.96	27.54
行业均值	26.64	34.34	28.18	23.48
北鼎股份	71.80	74.30	48.70	33.50

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 除北鼎外, 公司预期 PE 数据来源于 Wind 一致预期



## 风险提示

**汇率波动幅度大:** 公司外销收入占比在 20%以上, 若人民币汇率波动幅度较大, 将在一定程度影响公司业绩。

**市场竞争风险加剧:** 公司目前在高收入女性的细分高端市场内暂无直接竞争对手, 若短期内迎来新进入者, 可能将一定程度影响公司到公司的扩张增速。

**新品拓展不及预期:** 公司未来进行新品开拓阶段中, 存在一定的技术等风险, 若此风险发生, 将一定程度影响公司盈利能力和业绩。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com