



增持

所属行业: 家用电器  
当前价格(元): 23.44

# 北鼎股份：国产高端小家电领军者

证券分析师

谢丽媛

资格编号: S0120521030001

邮箱: xiely@tebon.com.cn

投资要点

● 专注产品，契合第三消费时代理念

根据我们的报告《中国的第三消费时代——重读与解构<第四消费时代>》，中国现阶段正处于第三消费社会早期，消费逻辑逐渐由批量、同质化消费转化为追求个性化、品质生活，且面临更多选择，故而对于产品要求更高。而北鼎专注打磨产品细节，注重客户体验，深度契合第三消费时代的消费理念及趋势，因此北鼎凭借其领先行业的产品性能及使用体验，在均价两三百的养生壶市场，把养生壶卖到了一两千，并拥有众多忠实用户。从长期看，满足品质需求的北鼎在第三消费时代将拥有其广阔天地。

● 产品矩阵及价格带拓宽，空间广阔

北鼎自身以场景思维发展产品，产品矩阵不断丰富，涵盖高、中、低频消费，且产品价格带持续拓宽，产品能够触达到越来越多的大众消费者。在产品触达面逐渐延伸之下，叠加消费者日益追求品质消费，北鼎的用户群将逐步拓展至中国中产家庭甚至更广大的消费群体。截至2018年，中国大陆中产家庭数量已达约3500万户，北上广合计占比50%。

● 全方位优势支撑北鼎高端定位

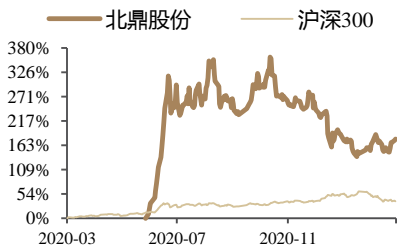
北鼎作为国产品牌，定位高端且用户粘性高，这得益于其自身的管理层、产品力、品牌力和渠道力等多方面的优势。公司专注打磨产品细节，以消费者体验为核心导向，其极致且用心的产品设计是其得以获得消费者青睐的关键。

● 投资建议

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6.9、8.7、10.7亿元，同比分别增长26.0%、25.0%、23.3%，归母净利润分别为1.0、1.3、1.7亿元，同比分别增长49.7%、32.5%、32.7%，EPS分别为0.45、0.60、0.80元/股，当前股价分别对应2020-2022年51.8x、39.1x、29.5xPE，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示：宏观经济不及预期风险；原材料价格上涨风险；产品品类相对有限的风险。

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.25	-2.09	-22.89
相对涨幅(%)	20.48	7.98	-22.94

资料来源：德邦研究所，聚源数据

股票数据

总股本(百万股):	217.40
流通A股(百万股):	54.35
52周内股价区间(元):	8.46-38.90
总市值(百万元):	5,095.86
总资产(百万元):	758.73
每股净资产(元):	2.89

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	607	551	694	868	1,070
(+/-)YOY(%)	14.5%	-9.2%	26.0%	25.0%	23.3%
净利润(百万元)	68	66	98	130	173
(+/-)YOY(%)	66.8%	-3.3%	49.7%	32.5%	32.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.30	0.45	0.60	0.80
毛利率(%)	42.3%	46.8%	53.5%	55.1%	56.6%
净资产收益率(%)	23.7%	20.5%	20.8%	21.6%	22.3%

资料来源：公司年报(2018-2019)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1. 国产高端品牌的空间有多大? .....	4
1.1. 公司基本情况 .....	4
1.2. 专注产品, 契合第三消费时代理念 .....	4
1.3. 产品矩阵及价格带拓宽, 空间广阔 .....	5
2. 从优质代工到先进品牌理念 .....	8
3. 北鼎如何打造国产高端品牌? .....	9
3.1. 产品力——高端定位内核 .....	9
3.2. 品牌力——国产品牌稀缺的高端基因 .....	12
3.3. 渠道力——销售渠道丰富, 线上尽享电商红利 .....	15
4. 财务分析 .....	16
5. 盈利预测与投资建议 .....	18
6. 风险提示 .....	19

## 图表目录

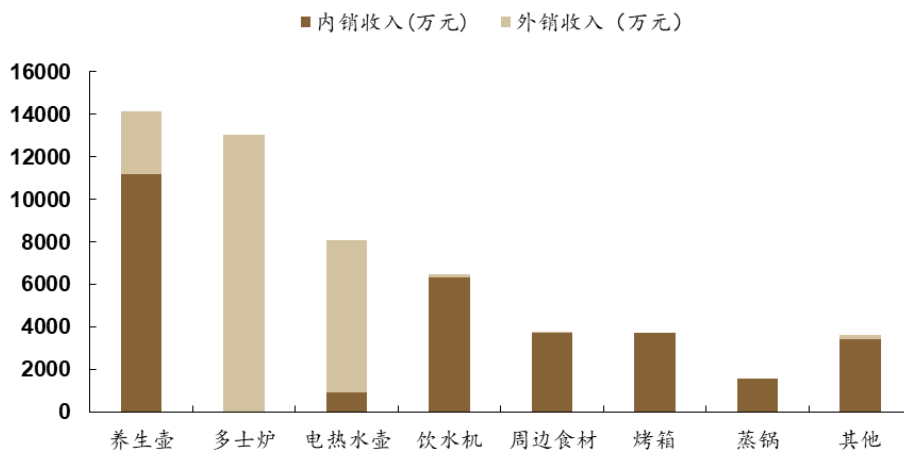
图 1: 公司营业收入结构 .....	4
图 2: 公司营收及同比 .....	4
图 3: 公司归母净利润及同比 .....	4
图 4: 各公司淘系养生壶均价及销售额份额 .....	5
图 5: 养生壶产品测评 .....	5
图 6: 北鼎用户画像 .....	6
图 7: 根据淘系平台燕窝销售数据测算用户数量 (2019/07-2020/06) .....	6
图 8: 根据燕窝行业整体统计数据交叉验证用户数量 .....	6
图 9: 中国高端美妆/护肤品牌的女性消费者数量测算 .....	7
图 10: 中国资产 600 万元以上的富裕家庭数量 (万户) .....	7
图 11: 北鼎以场景思维发展产品 .....	8
图 12: 公司股权结构 .....	8
图 13: 北鼎发展历程 .....	9
图 14: 可比公司研发费用率 .....	10
图 15: 公司设计奖项 .....	10
图 16: 公司核心技术 .....	11
图 17: 养生壶产品用材比较 .....	11
图 18: 可比公司销售费用率 .....	12
图 19: 公司销售费用拆分 (万元) .....	13
图 20: 公司品牌推广费拆分 (万元) .....	14
图 21: 公司推广费用拆分 (万元) .....	14
图 22: 公司不同销售模式收入占比 .....	15
图 23: 不同销售模式下毛利率及毛利率贡献率 .....	15
图 24: 公司不同销售模式的毛利情况 .....	16
图 25: 内销业务毛利率高于外销业务 .....	16
图 26: 可比公司毛利率 .....	17
图 27: 公司生产人员不断减少 .....	17
图 28: 公司人均创收和人均创利 .....	17
图 29: 公司收入成本按渠道拆分 .....	18
图 29: 可比公司估值 .....	19

## 1. 国产高端品牌的空间有多大？

### 1.1. 公司基本情况

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；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%。

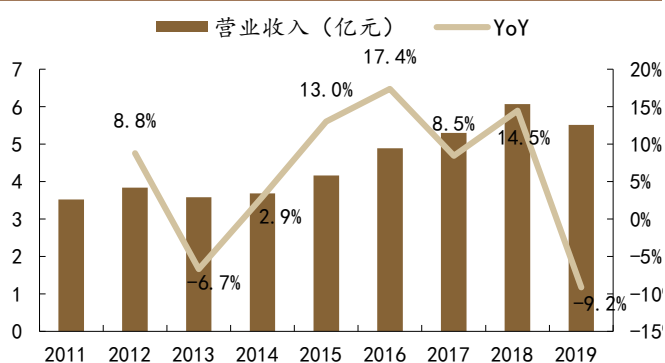
图 1：公司营业收入结构



资料来源：公司招股书，德邦研究所

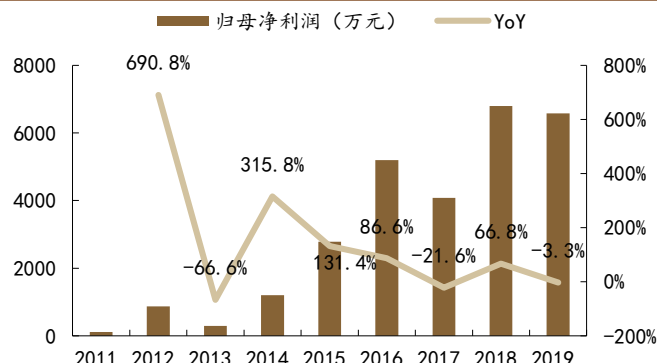
2018、2019 年公司营收分别为 6.07、5.51 亿元，分别同比+14.5%/-9.2%。2019 年同比出现小幅下降，主要是外销业务收入下降幅度超过内销自主品牌业务收入的增长幅度所致。2018、2019 年归母净利润分别为 6802、6578 万元，分别同比+66.8%/-3.3%。

图 2：公司营收及同比



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 3：公司归母净利润及同比

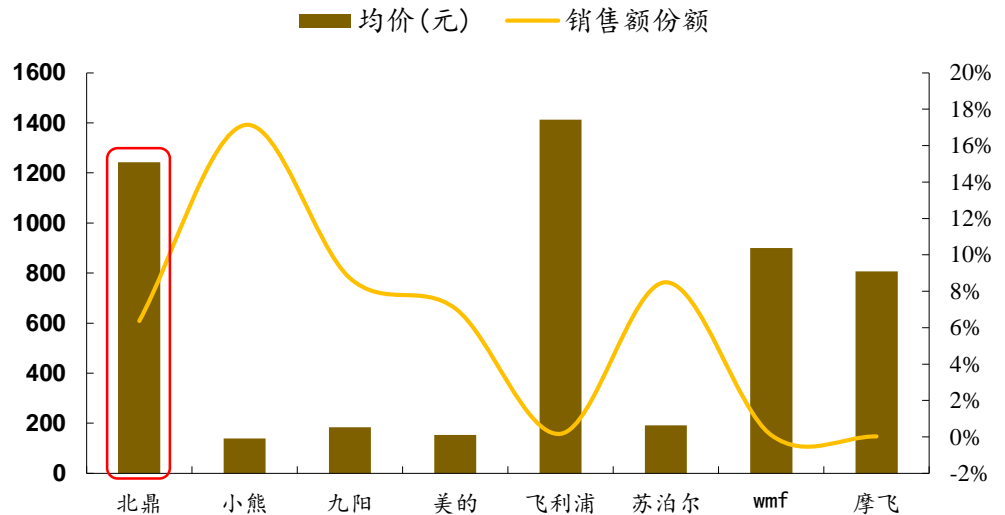


资料来源：招股说明书，德邦研究所

### 1.2. 专注产品，契合第三消费时代理念

根据我们的报告《中国的第三消费时代——重读与解构<第四消费时代>》，中国现阶段正处于第三消费社会早期，消费逻辑逐渐由批量、同质化消费转化为追求个性化、品质生活，且面临更多选择，故而对于产品要求更高。而北鼎专注打磨产品细节，注重客户体验，深度契合第三消费时代的消费理念及趋势，因此北鼎凭借其领先行业的产品性能及使用体验，在均价两三百的养生壶市场，把养生壶卖到了一两千，并拥有众多忠实用户。从长期看，满足品质需求的北鼎在第三消费时代将拥有其广阔天地。

图 4：各公司淘系养生壶均价及销售份额



资料来源：淘数据，德邦研究所

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对比评价，并发布了《养生壶比较试验结果通报》，结果显示，北鼎的养生壶在各方面表现俱佳，综合评价为五星。

图 5：养生壶产品测评

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，德邦研究所

### 1.3. 产品矩阵及价格带拓宽，空间广阔

北鼎产品定位高端，可与外资品牌相媲美，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 6：北鼎用户画像



资料来源：德邦研究所

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。

### (1) 燕窝行业：300~500 万人受众

我们根据淘系平台数据和燕窝整体规模相互交叉验证，得出中国 C 端燕窝消费用户数量约为 300-500 万人，且仍在持续增长中。

图 7：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，德邦研究所

图 8：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，德邦研究所

## (2) 高端美妆/护肤行业：约 470 万受众

我们根据高端美妆/护肤产品用户对目标群体进行测算。根据淘数据测算得精华、彩妆、面膜、身体护理四个品类的高端品牌年销量占比均为 1%~2%，平均值为 1.4%。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 9：中国高端美妆/护肤品牌的女性消费者数量测算

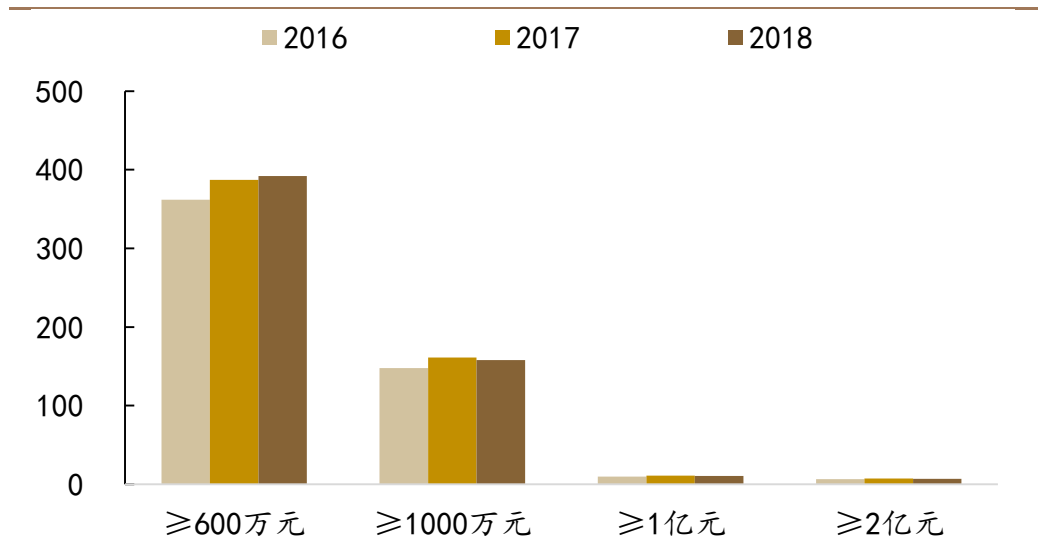
中国 20-54 岁女性人口数量 (亿人)	3.31
高端化妆品购买人群占比	1.4%
高端美妆/护肤品牌女性消费者数量 (万人)	466

资料来源：德邦研究所测算

## (3) 高收入家庭：约 400 万受众

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。

图 10：中国资产 600 万元以上的富裕家庭数量 (万户)



资料来源：胡润百富，德邦研究所

综上，考虑到各类人群的重合度，我们预计北鼎的精准目标用户群体在 2019 年约为 500-1000 万人，且仍在持续增长中。

此外，北鼎自身以场景思维发展产品，产品矩阵不断丰富，涵盖高、中、低频消费，且产品价格带持续拓宽，产品能够触达到越来越多的大众消费者。根据淘数据，20Q4 养生壶、电烤箱、电蒸锅、饮水机品类分别占总销售额比重为 37%、13%、17%、28%，相比去年同期分别-5pct、-2pct、+16pct、+9pct；2020 年 10-12 月北鼎养生壶淘系销量分别同增 427%/98%/130%，均价分别同比 -24%/-27%/-34%，miniK 系列的热销推动养生壶价位段下沉。

在产品触达面逐渐延伸之下，叠加消费者日益追求品质消费，北鼎的用户群将逐步拓展至中国中产家庭甚至更广大的消费群体。截至 2018 年，中国大陆中产家庭数量已达约 3500 万户，北上广合计占比 50%。

图 11：北鼎以场景思维发展产品

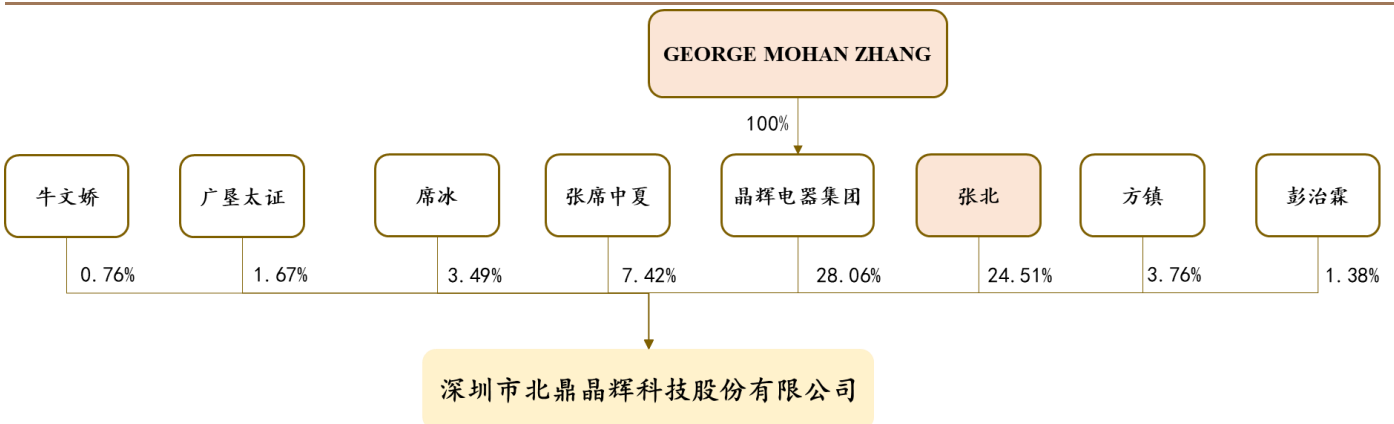


资料来源：招股说明书，德邦研究所

## 2. 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 52.6% 的股份。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。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。

图 12：公司股权结构



资料来源：公司招股书，德邦研究所



1988年，张北先生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建设。张默晗先生从加州大学回国后，不甘于代工，并于2009年创立自主品牌，其在国外积累的先进经营理念，及敏锐的商业嗅觉，为公司自主品牌在国内的高端定位打下基础，助力公司完成品牌力、渠道力的建设。

图 13：北鼎发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

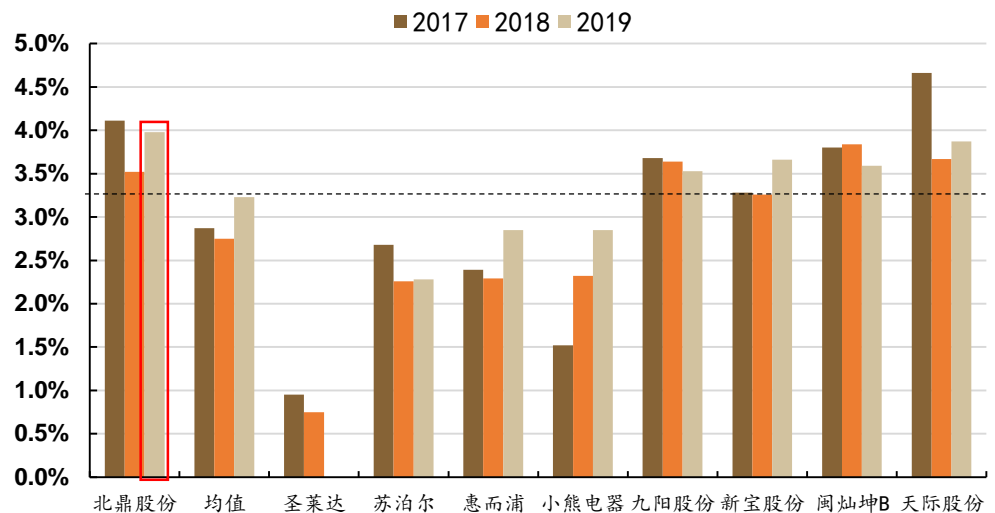
### 3. 北鼎如何打造国产高端品牌？

#### 3.1. 产品力——高端定位内核

北鼎专注打磨产品细节，以消费者体验为核心导向，其极致且用心的产品设计是其得以获得消费者青睐的关键。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，在高品质的追求下，公司的产品成本和价格也略高于行业水平。

公司注重研发，研发费用率高于行业平均水平。2017-2019年，公司研发费用率分别为4.1%/3.5%/4.0%，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 14: 可比公司研发费用率



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

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”等国内外知名奖项。

图 15: 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: 招股说明书, 德邦研究所

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, 致力于通过极致化的细节优化提升用户体验。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 16: 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: 招股说明书, 德邦研究所

此外, 从用材来看, 公司最主要的产品养生壶材质比其他品牌品质更佳。我们选取各品牌京东平台综合排名靠前的商品进行比较, 与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 不锈钢不同的是, 北鼎产品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。相比之下, 北鼎的养生壶不易炸裂、不串味、更耐用。

图 17: 养生壶产品用材比较

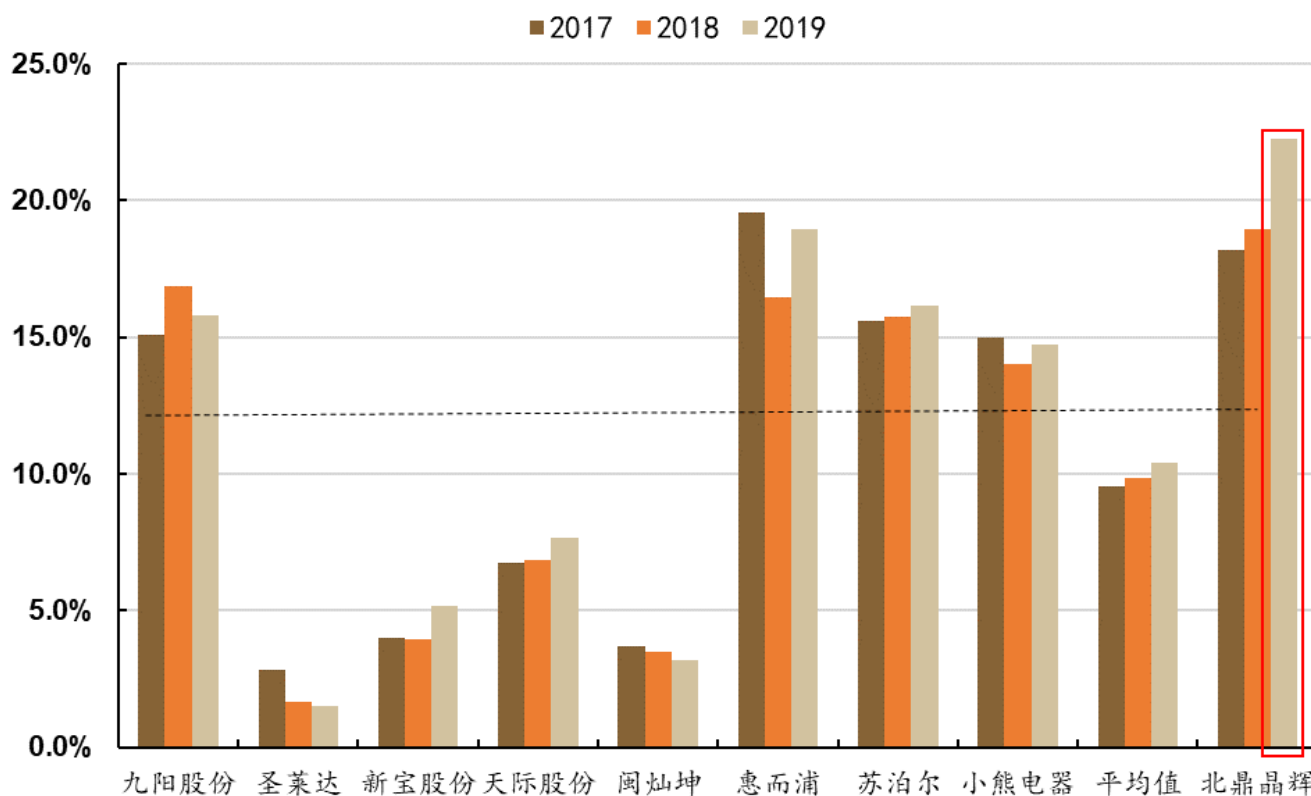
品牌	型号	容积	玻璃材质	发热盘不锈钢材质
小熊	YSH-C18K5	1.8L	高硼硅玻璃	-
小熊	YSH-A15W6	1.5L	高硼硅玻璃	-
苏泊尔	SW-15YJ08b	1.5L	高硼硅玻璃	304 不锈钢发热盘
苏泊尔	WSW-15Y12	1.5L	高硼硅玻璃	304 不锈钢发热盘
美的	WGE1703b	1.5L	高硼硅玻璃	304 不锈钢发热盘
美的	YS15Colour211	1.5L	高硼硅玻璃	-
九阳	DGD1506BQ	1.5L	高硼硅玻璃	304 不锈钢发热盘
九阳	K15-D71	1.5L	高硼硅玻璃	-
北鼎	K102	1.5L	德国肖特玻璃 (不易炸裂、不串味)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

### 3.2. 品牌力——国产品牌稀缺的高端基因

2019年，北鼎销售费用率为22.3%，高于行业平均水平，但从绝对值看，公司营销费用并不高，但公司搭乘电商红利，并精准把握内容营销的方向，在有限的成本下找到品牌目标受众，实现弯道超车，在消费者心目中树立起“高端”的品牌认知。

图 18：可比公司销售费用率



资料来源：公司公告，德邦研究所

具体来看，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。其中，网上商城费用和品牌推广费2019年分别占营收比重为9.3%、3.3%。

**图 19: 公司销售费用拆分 (万元)**

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: 招股说明书, 德邦研究所

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%, 随着规模扩张呈逐步下降趋势。品牌推广费用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%。

图 20: 公司品牌推广费拆分 (万元)

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: 招股说明书, 德邦研究所

**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。

**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 21: 公司推广费用拆分 (万元)

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: 招股说明书, 德邦研究所

### 3.3. 渠道力——销售渠道丰富，线上尽享电商红利

从分渠道收入来看，公司直销占比较高，内销占比逐渐提升。2019年，公司线上直销收入占比达39.21%。内销渠道主要包括线上直销、分销，目前内销线下占比相对较低。其中线上直销主要包括第三方平台（淘宝、天猫、京东）和自建官方商城。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 22：公司不同销售模式收入占比

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：招股说明书，德邦研究所

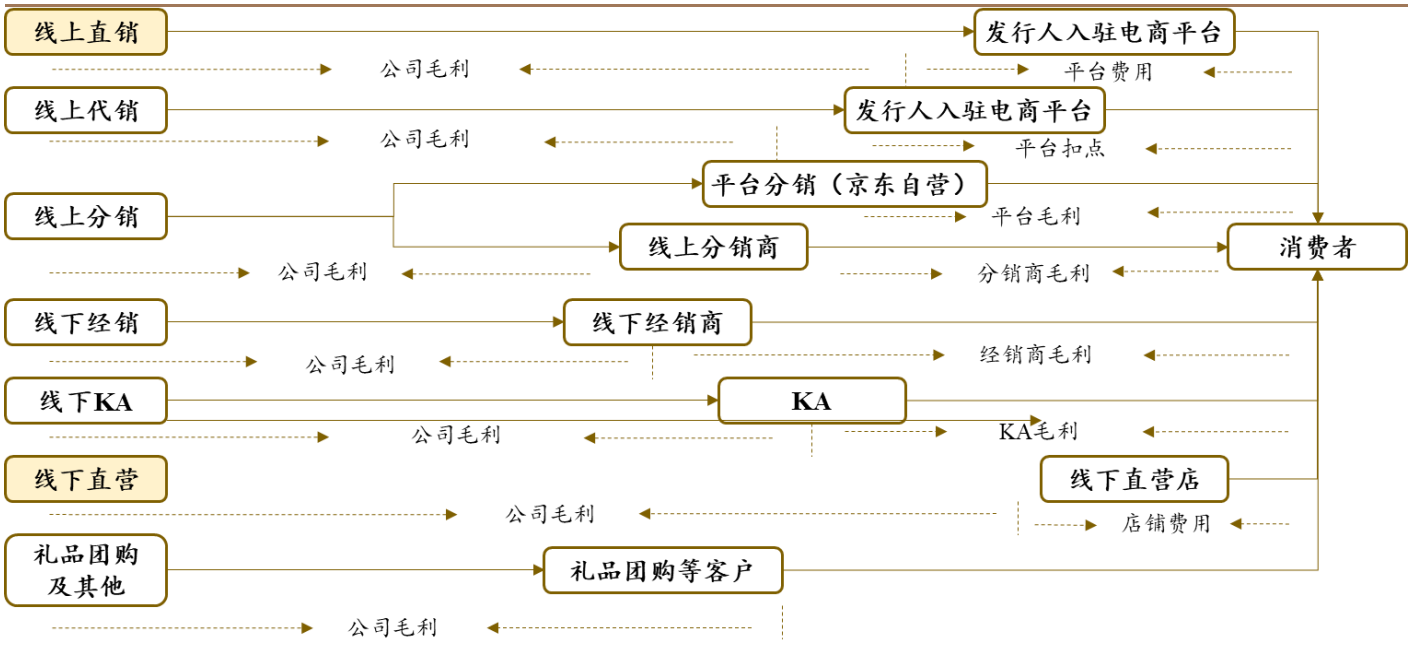
从渠道毛利率来看，线上直销渠道的毛利率远高于外销OEM。2019年，公司线上直销毛利率为69.75%，远超外销OEM的18.73%，毛利率贡献率为27.35%。随着公司线上直销占比的不断提升，线上直销的毛利率贡献率从2017年的19.65%增至2019年的27.35%。

图 23：不同销售模式下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：招股说明书，德邦研究所

图 24：公司不同销售模式的毛利情况

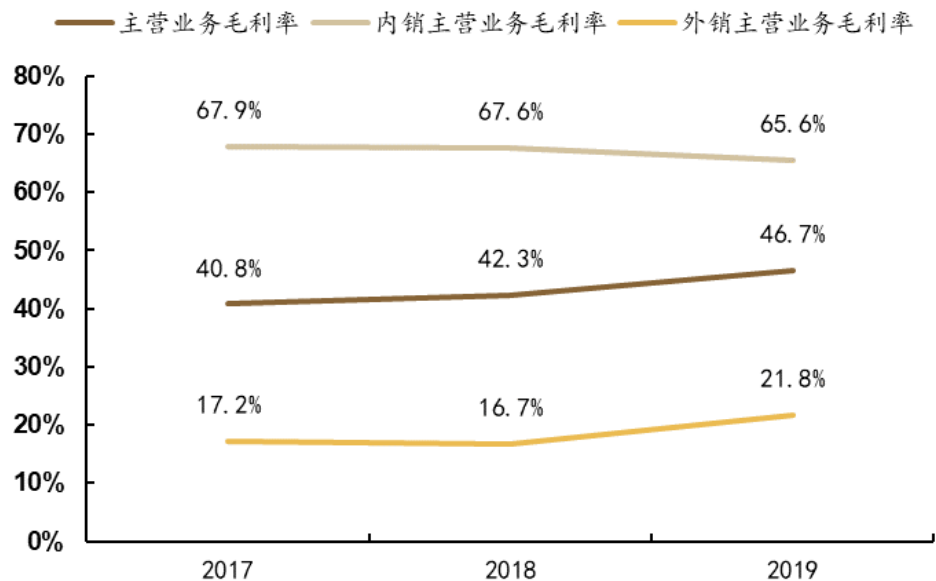


资料来源：招股说明书，德邦研究所

## 4. 财务分析

公司的毛利率显著高于行业整体水平，主要得益于公司高端定位产品售价较高。2017-2019 年，公司整体毛利率保持在 40% 以上，且逐年递增；2019 年，公司毛利率达 46.84%，远超 26.13% 的行业均值。其中内销毛利率远高于外销，2019 年内外销毛利率分别为 65.6%、21.8%。随着内销占比持续提升，未来毛利率仍有提升空间。

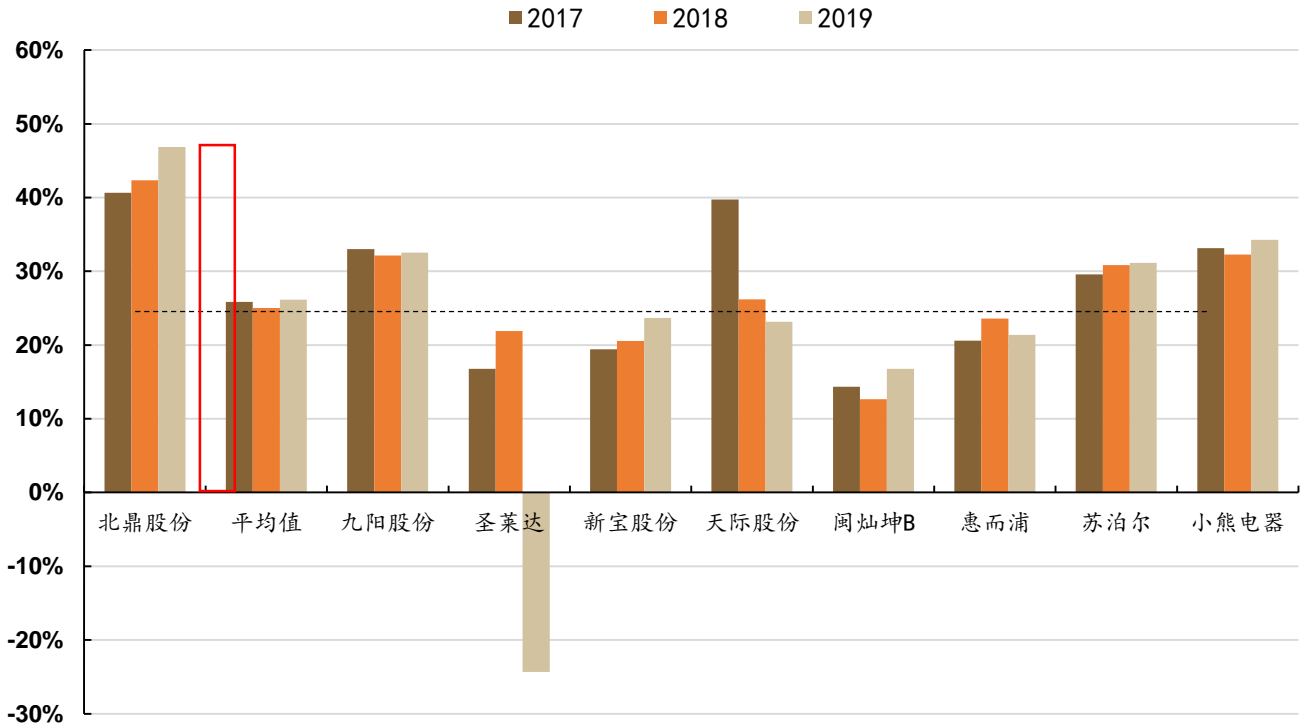
图 25：内销业务毛利率高于外销业务



资料来源：招股说明书，德邦研究所



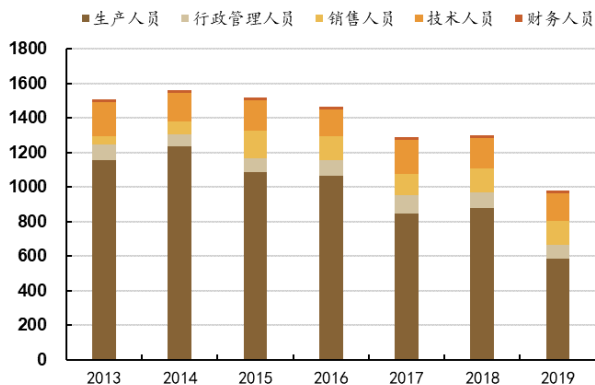
图 26: 可比公司毛利率



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

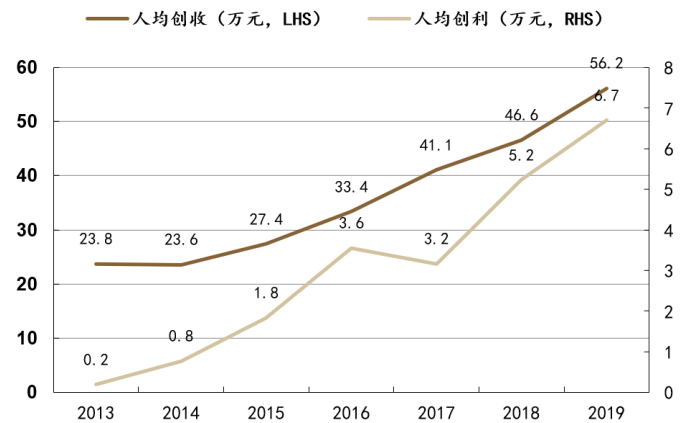
近年来, 公司生产人员不断缩减, 人均创收与人均创利不断攀升。2019 年, 生产人员缩减到 586 人, 占员工总数的 59.73%, 远超 2013 年的 1156 人 (占员工总数的 76.76%)。在生产人员不断缩减的前提下, 公司的人均创收和人均创利一路攀升, 2019 年分别为 56.2 万元、6.7 万元, 远超 2013 年的 23.8 万元、0.2 万元。

图 27: 公司生产人员不断减少



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 德邦研究所

图 28: 公司人均创收和人均创利



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 德邦研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

北鼎专注打磨产品细节、以消费者体验为核心导向，用户粘性高且产品矩阵和价格段不断拓宽，在追求个性化、品质生活的第三消费时代，满足品质需求，符合新时代的消费理念与趋势，有望获得更大的发展空间。

我们对公司盈利预测主要基于以下假设：

- **外销方面**，由于2020年疫情影响基数较低，2021年增速或有提升，长期看，公司外销客户稳定，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**，公司定位契合新时代消费理念，有望实现高速增长。预计依然主要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。

图 29：公司收入成本按渠道拆分

万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>外销</b>					
收入	29,725	23,553	17,151	18,974	20,504
同比	6%	-21%	-27%	11%	8%
占比	50%	43%	25%	22%	19%
营业成本	24,760	18,420	13,337	14,499	15,398
毛利率	<b>16.7%</b>	<b>21.8%</b>	<b>22.2%</b>	<b>23.6%</b>	<b>24.9%</b>
<b>内销</b>					
收入	30,031	30,911	51,557	67,001	85,640
同比	23%	3%	67%	30%	28%
占比	50%	56%	75%	78%	81%
营业成本	9,743	10,638	18,419	23,887	30,457
毛利率	<b>67.6%</b>	<b>65.6%</b>	<b>64.3%</b>	<b>64.3%</b>	<b>64.4%</b>
<b>线上：</b>					
收入	25,460	27,394	47,786	62,600	80,754
同比	31%	8%	74%	31%	29%
内销占比	85%	89%	93%	93%	94%
营业成本	7,813	9,099	16,725	21,910	28,264
毛利率	69.3%	66.8%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>线下：</b>					
收入	4,571	3,517	3,771	4,401	4,885
同比	-8%	-23%	7%	17%	11%
内销占比	15.2%	11.4%	7.3%	6.6%	5.7%
营业成本	1,930	1,540	1,693	1,977	2,193
毛利率	57.8%	56.2%	55.1%	55.1%	55.1%
<b>合计</b>					
营业总收入	<b>60,669</b>	<b>55,374</b>	<b>69,425</b>	<b>86,762</b>	<b>107,010</b>
同比	<b>14.5%</b>	<b>-8.7%</b>	<b>25.4%</b>	<b>25.0%</b>	<b>23.3%</b>
营业成本	34,985	29,297	32,257	38,937	46,461
毛利	25,684	26,077	37,168	47,825	60,549
毛利率	<b>42.3%</b>	<b>47.1%</b>	<b>53.5%</b>	<b>55.1%</b>	<b>56.6%</b>

资料来源：德邦研究所测算

我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 6.9、8.7、10.7 亿元, 同比分别增长 26.0%、25.0%、23.3%, 归母净利分别为 1.0、1.3、1.7 亿元, 同比分别增长 49.7%、32.5%、32.7%, EPS 分别为 0.45、0.60、0.80 元/股, 当前股价分别对应 2020-2022 年 51.8x、39.1x、29.5xPE, 参考可比公司估值, 考虑公司作为国内高端小家电龙头, 内销持续快速发展, 估值具有一定溢价空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图 30: 可比公司估值

公司	PE		
	2020E	2021E	2022E
小熊电器	25.63	20.73	16.58
新宝股份	26.21	21.79	18.32
九阳股份	24.47	22.10	19.49
苏泊尔	30.38	26.38	23.39
行业均值	26.67	22.75	19.44

资料来源: Wind 一致预期, 德邦研究所 (PE 计算采用 3 月 23 日收盘价)

## 6. 风险提示

宏观经济不及预期风险; 原材料价格上涨风险; 产品品类相对有限的风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.45	0.60	0.80
每股净资产	1.48	2.18	2.78	3.58
每股经营现金流	0.38	0.48	0.59	0.79
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	51.76	39.07	29.45
P/B	0.00	10.75	8.43	6.55
P/S	6.93	7.34	5.87	4.76
EV/EBITDA	-2.94	37.89	31.09	23.72
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.8%	53.5%	55.1%	56.6%
净利润率	11.9%	14.2%	15.0%	16.2%
净资产收益率	20.5%	20.8%	21.6%	22.3%
资产回报率	15.9%	16.8%	17.7%	18.5%
投资回报率	18.1%	19.6%	19.6%	19.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-9.2%	26.0%	25.0%	23.3%
EBIT 增长率	-5.3%	61.6%	27.4%	27.8%
净利润增长率	-3.3%	49.7%	32.5%	32.7%
偿债能力指标				
资产负债率	22.5%	19.1%	17.9%	16.7%
流动比率	4.2	5.1	5.5	6.0
速动比率	3.3	4.3	4.7	5.2
现金比率	2.7	3.7	4.1	4.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	26.4	31.0	30.8	30.1
存货周转天数	78.6	80.0	75.0	70.0
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2
固定资产周转率	14.9	22.8	29.3	22.8

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	66	98	130	173
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	16	18	12	13
非经营收益	-4	-6	-7	-9
营运资金变动	5	-7	-7	-6
经营活动现金流	82	104	129	171
资产	-9	-11	-10	-10
投资	0	0	0	0
其他	4	3	4	6
投资活动现金流	-5	-8	-6	-4
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	54	0	0
其他	-25	0	0	0
融资活动现金流	-25	54	0	0
现金净流量	52	150	123	168

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 23 日  
 资料来源：公司年报 (2018-2019)，德邦研究所

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	551	694	868	1,070
营业成本	293	323	389	465
毛利率%	46.8%	53.5%	55.1%	56.6%
营业税金及附加	5	7	8	10
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	123	175	231	294
营业费用率%	22.3%	25.2%	26.6%	27.5%
管理费用	42	58	70	89
管理费用率%	7.7%	8.4%	8.1%	8.3%
研发费用	22	26	33	40
研发费用率%	4.0%	3.7%	3.8%	3.8%
EBIT	66	106	135	173
财务费用	-0	2	-3	-11
财务费用率%	-0.1%	0.2%	-0.3%	-1.0%
资产减值损失	-1	-0	0	0
投资收益	4	3	5	6
营业利润	73	111	147	195
营业外收支	1	2	2	3
利润总额	75	113	149	198
EBITDA	81	124	148	186
所得税	9	14	19	25
有效所得税率%	11.7%	12.6%	12.6%	12.6%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	66	98	130	173

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	237	387	510	678
应收账款及应收票据	40	59	73	88
存货	63	71	80	89
其它流动资产	24	23	26	32
流动资产合计	364	539	689	887
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	37	30	30	28
在建工程	2	3	4	4
无形资产	6	7	8	9
非流动资产合计	51	46	47	46
资产总计	414	586	736	933
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	54	70	83	97
预收账款	5	5	6	8
其它流动负债	27	29	36	44
流动负债合计	86	105	125	149
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债总计	93	112	132	156
实收资本	163	217	217	217
普通股股东权益	321	474	604	778
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	414	586	736	933

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1.投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2.市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。