



## 增持(维持)

所属行业: 家用电器  
当前价格(元): 24.24

### 证券分析师

谢丽媛

资格编号: S0120521030001

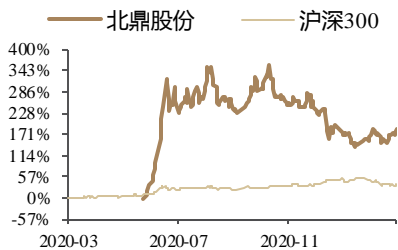
邮箱: xiely@tebon.com.cn

### 研究助理

邓颖

邮箱: dengying@tebon.com.cn

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M    | 3M     |
|---------|-------|-------|--------|
| 绝对涨幅(%) | 5.53  | 5.53  | -15.95 |
| 相对涨幅(%) | 11.13 | 14.14 | -15.87 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

1. 《北鼎股份: 国产高端小家电领军者》, 2021.3.24

# 北鼎股份(300824.SZ): 内销拓展多元化产品矩阵, 海外表现亮眼

### 投资要点

- 事件: 北鼎股份发布2020年度报告, 2020年实现营收7.01亿元, 同增27%, 实现归母净利润1.00亿元, 同增53%; 对应20Q4实现营业收入2.60亿元, 同增47%, 实现归母净利润0.32亿元, 同增42%。

- 收入端: 海内外双驱动, 自主品牌持续亮眼

北鼎股份发布2020年度报告, 2020年实现营收7.01亿元, 同增27%; 对应20Q4实现营业收入2.60亿元, 同增47%。公司自主品牌高速增长, 不断拓展多元化产品矩阵, 在养生壶、饮水机稳定增长的同时, 烤箱、蒸炖锅以及非电器类食材及家居用品持续放量, 为公司提供新的增长点。

- 盈利端: 盈利能力稳步提升, 毛利率&销售波动主要受会计准则影响

公司2020年实现归母净利率14.32%, 同比+2.38pct, 对应Q4归母净利率12.39%, 同比-0.45pct。具体来看, 公司Q4实现毛利率46.71%, 同比-7.08pct; 公司Q4销售费用率为22.15%, 同比-5.83pct; 毛利率及销售费用率波动主要是由于执行新收入准则, 调整销售费用项目下物流运输费至营业成本, 因此使得毛利率和销售费用率均明显降低。预计准则变化对全年毛利率影响为3%+, 对应Q4毛利率为56%+, 同比提升3pct左右。公司Q4管理/研发/财务费用率同比分别-0.5pct/+0.22pct/+1.12pct, 管理费用率有所下降, 公司有效管理费用投放, 规模效应增强, 财务费用率提升预计主要由汇率变动产生的汇兑损失增加所致。

- 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, 符合新时期的消费理念与趋势, 有望获得更大的发展空间。我们预计2021-2023年公司营收分别为8.7、10.7、12.9亿元, 同比分别增长24.1%、23.1%、20.6%, 归母净利润分别为1.3、1.7、2.2亿元, 同比分别增长31.4%、31.8%、25.4%, EPS分别为0.61、0.80、1.00元/股, 当前股价分别对应2021-2023年39.9x、30.3x、24.2xPE, 维持“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。

### 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):    | 5,269.78   |
| 总资产(百万元):    | 810.44     |
| 每股净资产(元):    | 3.04       |

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

|             | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 551   | 701   | 870   | 1,071 | 1,291 |
| (+/-)YOY(%) | -9.2% | 27.2% | 24.1% | 23.1% | 20.6% |
| 净利润(百万元)    | 66    | 100   | 132   | 174   | 218   |
| (+/-)YOY(%) | -3.3% | 52.6% | 31.4% | 31.8% | 25.4% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 0.30  | 0.46  | 0.61  | 0.80  | 1.00  |
| 毛利率(%)      | 46.8% | 51.4% | 51.9% | 53.6% | 54.6% |
| 净资产收益率(%)   | 20.5% | 15.2% | 15.6% | 17.0% | 17.6% |

资料来源: 公司年报(2019-2020), 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

|  |   |
|--|---|
| 事件: .....                                | 4 |
| 1. 收入端: 海内外双驱动, 自主品牌持续亮眼 .....           | 4 |
| 2. 盈利端: 盈利能力稳步提升, 毛利率&销费波动主要受会计准则影响..... | 5 |
| 3. 现金流: 经营现金流维持优异水平.....                 | 5 |
| 4. 稳健股权激励绑定核心人才.....                     | 5 |
| 投资建议.....                                | 6 |
| 风险提示.....                                | 6 |

## 图表目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图 1: 2020 年北鼎产品销额及同比 (万元) ..... | 4 |
| 图 2: 公司股权激励考核目标 .....           | 6 |

## 事件：

北鼎股份发布 2020 年度报告，2020 年实现营收 7.01 亿元，同比+27%，实现归母净利润 1.00 亿元，同比+53%；对应 20Q4 实现营业收入 2.60 亿元，同比+47%，实现归母净利润 0.32 亿元，同比+42%。

### 1. 收入端：海内外双驱动，自主品牌持续亮眼

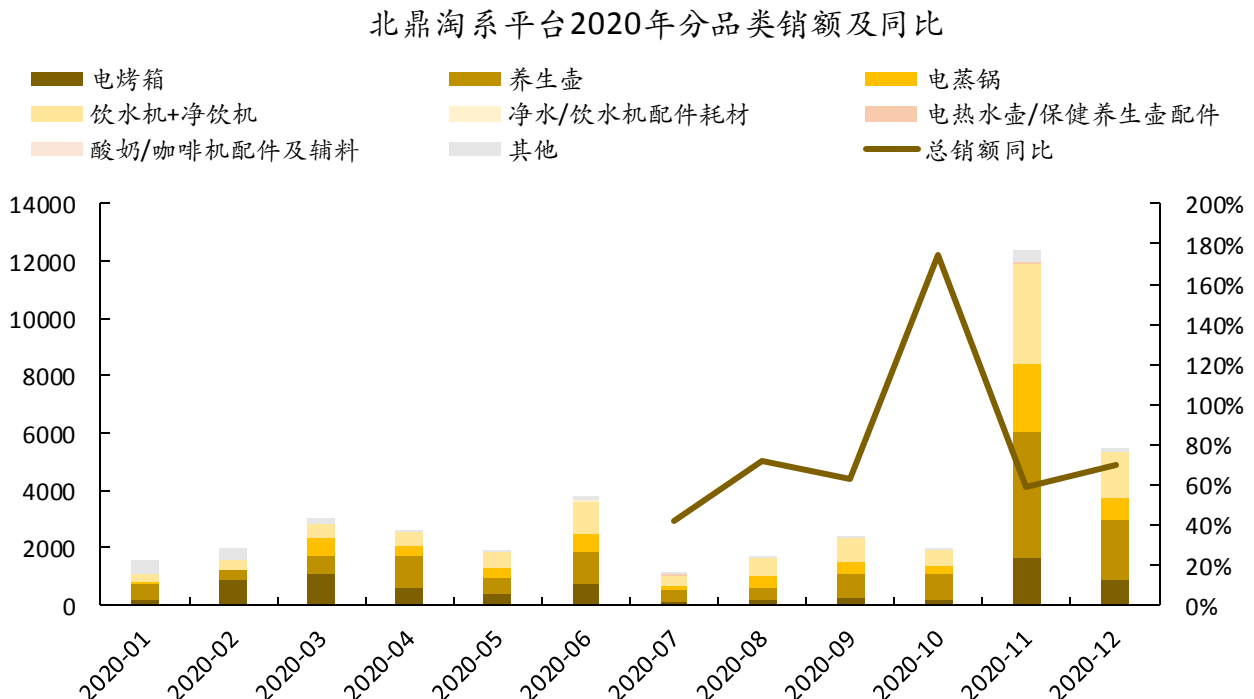
北鼎股份发布 2020 年度报告，2020 年实现营收 7.01 亿元，同增 27%；对应 20Q4 实现营业收入 2.60 亿元，同增 47%。公司自主品牌高速增长，不断拓展多元化产品矩阵，在养生壶、饮水机稳定增长的同时，烤箱、蒸炖锅以及非电器类食材及家居用品持续放量，为公司提供新的增长点。

分渠道看，2020 年实现外销 2.3 亿元，同比-2%，对应 Q4 实现外销 0.92 亿元，同比+76%，受疫情影响，海外需求持续旺盛。其中，2020 年外销自主品牌实现收入 0.3 亿元，同比+140.51%，占外销比重为 13%，同比提升 7.8pct，自主品牌出海表现亮眼；内销方面，2020 年实现自主品牌收入 4.7 亿元，同比+52%，对应 Q4 实现收入 1.7 亿元，同比+36%，受益于产品矩阵不断丰富，打开公司增长空间。

分产品看，2020 年北鼎自主品牌中养生壶、饮水机、烤箱、蒸炖锅、周边用品及食材营收分别同比+25.4%、52.0%、42.6%、296.92%、63.5%，营收占比分别为 30.3%、19.6%、10.7%、12.5%、19.5%，同比分别-7.4pct、-0.5pct、-1.0pct、+7.6pct、+0.9pct。

根据淘系数据，20Q4 北鼎养生壶、饮水机、电烤箱、电蒸锅品类销额分别同比+59%、150%、23%、2343%，占厨房电器销额比重分别为 37%、28%、13%、17%，同比分别-5pct、+9pct、-2pct、+16pct。公司 2020 年相继推出单层、双层多功能蒸炖锅，实现营收 0.63 亿元，同比+296.9%，为公司带来新的增长点。

图 1：2020 年北鼎产品销额及同比（万元）



资料来源：淘数据，德邦研究所

## 2. 盈利端：盈利能力稳步提升，毛利率&销费波动主要受会计准则影响

公司 2020 年实现归母净利率 14.32%，同比+2.38pct，对应 Q4 归母净利率 12.39%，同比-0.45pct。具体来看，公司 Q4 实现毛利率 46.71%，同比-7.08pct；公司 Q4 销售费用率为 22.15%，同比-5.83pct；毛利率及销售费用率波动主要是由于执行新收入准则，调整销售费用项目下物流运输费至营业成本，因此使得毛利率和销售费用率均明显降低。预计准则变化对全年毛利率影响为 3%+，若剔除该影响，则全年毛利率为 55%左右，同比+8pct 左右，对应 Q4 毛利率为 56%+，同比+3pct 左右。受益于公司内销及外销自主品牌销售占比逐步提升，公司毛利率水平稳步提升，同时，公司对于销售终端具有较强议价能力，在原材料涨价背景下具备较强成本管理能力和影响可控，预计未来公司毛利率水平随着自主品牌占比提升，仍有稳步提升空间。公司 Q4 管理/研发/财务费用率同比分别 -0.5pct/+0.22pct/+1.12pct，管理费用率有所下降，公司有效管理费用投放，规模效应增强，财务费用率提升预计主要由汇率变动产生的汇兑损失增加所致。

## 3. 现金流：经营现金流维持优异水平

公司 Q4 销售商品收到现金 2.73 亿元，同比+43.0%，与收入情况基本吻合，Q4 经营活动产生净现金流 0.76 亿元，同比+61.3%，现金流情况良好。应收账款 2020 年余额合计为 0.42 亿元，占营收比例 6.03%，同比-1.21pct，销售汇款情况良好。截至 2020 年度公司存货为 1.20 亿元，占营收比例 17.13%，公司推出多款新品，线上电商增长较快，叠加疫情期间供应链的不确定性增加，因此公司备货有所增加。

## 4. 稳健股权激励绑定核心人才

公司 1 月 23 日发布 2021 年限制性股票激励计划（草案），根据公告，公司将 12 元/股的价格向公司核心管理人员以及核心技术和业务骨干共计 26 人授予限制性股票，数量总计 742,500 股，本次激励计划授予的限制性股票自授予之日起 12 个月后，且激励对象满足相应归属条件后按约定比例（25%）分次归属。

业绩考核目标包含公司自有品牌营收增速目标及净利润增速目标，收入及增速目标需同时完成方可授予限制性股票。考核目标的设定一方面说明业绩考核的质量具有保障；另一方面，体现公司对自有品牌发展的重视，以及转型的决心。业绩考核的增速目标目前来看完成概率较大，与公司专注做出极具工匠精神的产品，而非把业绩增长作为首要目标的一贯风格相符。公司坚持以品质取胜，专注打磨高端小家电品质和钻研用户需求，人才储备对公司具有重要意义，本次股权激励将为公司长远稳健发展提供有效的激励约束机制及人才保障。

**图 2：公司股权激励考核目标**

| 归属安排   | 对应考核年度 | 业绩考核目标            |                | 业绩考核目标相对上年同比   |             |
|--------|--------|-------------------|----------------|----------------|-------------|
|        |        | 自有品牌营收同比 2020年增长率 | 净利润同比2020年 增长率 | 自有品牌营收较上 年同比增速 | 净利润较上年同比 增速 |
| 第一个归属期 | 2021年  | 15%               | 10%            | 15%            | 10%         |
| 第二个归属期 | 2022年  | 30%               | 20%            | 13%            | 9%          |
| 第三个归属期 | 2023年  | 45%               | 30%            | 12%            | 8%          |
| 第四个归属期 | 2024年  | 60%               | 40%            | 10%            | 8%          |

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 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。我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 8.7、10.7、12.9 亿元，同比分别增长 24.1%、23.1%、20.6%，归母净利润分别为 1.3、1.7、2.2 亿元，同比分别增长 31.4%、31.8%、25.4%，EPS 分别为 0.61、0.80、1.00 元/股，当前股价分别对应 2021-2023 年 39.9x、30.3x、24.2xPE，维持“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。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |       |       |       |       |
| 每股收益      | 0.46  | 0.61  | 0.80  | 1.00  |
| 每股净资产     | 3.04  | 3.90  | 4.70  | 5.70  |
| 每股经营现金流   | 0.43  | 0.50  | 0.59  | 0.76  |
| 每股股利      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)   |       |       |       |       |
| P/E       | 60.51 | 39.96 | 30.31 | 24.17 |
| P/B       | 9.19  | 6.22  | 5.16  | 4.25  |
| P/S       | 7.52  | 7.57  | 6.15  | 5.10  |
| EV/EBITDA | 46.48 | 56.51 | 45.45 | 34.52 |
| 股息率%      | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 盈利能力指标(%) |       |       |       |       |
| 毛利率       | 51.4% | 51.9% | 53.6% | 54.6% |
| 净利润率      | 14.3% | 15.2% | 16.2% | 16.9% |
| 净资产收益率    | 15.2% | 15.6% | 17.0% | 17.6% |
| 资产回报率     | 12.4% | 13.1% | 14.3% | 14.8% |
| 投资回报率     | 13.6% | 13.7% | 14.5% | 14.6% |
| 盈利增长(%)   |       |       |       |       |
| 营业收入增长率   | 27.2% | 24.1% | 23.1% | 20.6% |
| EBIT 增长率  | 59.5% | 27.0% | 27.7% | 22.6% |
| 净利润增长率    | 52.6% | 31.4% | 31.8% | 25.4% |
| 偿债能力指标    |       |       |       |       |
| 资产负债率     | 18.5% | 16.0% | 15.9% | 15.7% |
| 流动比率      | 5.3   | 5.9   | 5.7   | 5.7   |
| 速动比率      | 4.3   | 5.2   | 5.1   | 5.1   |
| 现金比率      | 3.6   | 4.4   | 4.3   | 4.4   |
| 经营效率指标    |       |       |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 22.0  | 26.3  | 24.9  | 24.9  |
| 存货周转天数    | 128.7 | 80.0  | 75.0  | 70.0  |
| 总资产周转率    | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| 固定资产周转率   | 17.1  | 11.2  | 8.3   | 11.2  |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润        | 100  | 132   | 174   | 218   |
| 少数股东损益     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出      | 17   | -29   | -43   | -47   |
| 非经营收益      | -5   | -8    | -11   | -12   |
| 营运资金变动     | -18  | 14    | 8     | 7     |
| 经营活动现金流    | 94   | 109   | 127   | 166   |
| 资产         | -19  | -8    | -6    | -8    |
| 投资         | -50  | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | 9    | 6     | 10    | 13    |
| 投资活动现金流    | -60  | -1    | 4     | 5     |
| 债权募资       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股权募资       | 321  | 54    | 0     | 0     |
| 其他         | -83  | 0     | 0     | 0     |
| 融资活动现金流    | 238  | 54    | 0     | 0     |
| 现金净流量      | 269  | 162   | 131   | 171   |

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为3月26日  
 资料来源:公司年报(2020),德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 701   | 870   | 1,071 | 1,291 |
| 营业成本        | 340   | 418   | 496   | 587   |
| 毛利率%        | 51.4% | 51.9% | 53.6% | 54.6% |
| 营业税金及附加     | 5     | 7     | 9     | 10    |
| 营业税金率%      | 0.7%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  |
| 营业费用        | 167   | 212   | 271   | 337   |
| 营业费用率%      | 23.9% | 24.4% | 25.3% | 26.1% |
| 管理费用        | 57    | 67    | 83    | 101   |
| 管理费用率%      | 8.1%  | 7.7%  | 7.8%  | 7.8%  |
| 研发费用        | 26    | 33    | 41    | 49    |
| 研发费用率%      | 3.8%  | 3.8%  | 3.8%  | 3.8%  |
| EBIT        | 105   | 133   | 170   | 208   |
| 财务费用        | 5     | -2    | -7    | -15   |
| 财务费用率%      | 0.7%  | -0.3% | -0.7% | -1.2% |
| 资产减值损失      | -2    | 1     | 1     | 1     |
| 投资收益        | 9     | 7     | 10    | 13    |
| 营业利润        | 118   | 150   | 198   | 251   |
| 营业外收支       | -1    | 2     | 2     | 0     |
| 利润总额        | 117   | 152   | 200   | 251   |
| EBITDA      | 120   | 105   | 127   | 163   |
| 所得税         | 16    | 20    | 26    | 33    |
| 有效所得税率%     | 14.1% | 13.0% | 13.1% | 13.2% |
| 少数股东损益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司所有者净利润 | 100   | 132   | 174   | 218   |

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金       | 509  | 671   | 802   | 973   |
| 应收账款及应收票据  | 42   | 63    | 73    | 88    |
| 存货         | 120  | 92    | 102   | 113   |
| 其它流动资产     | 76   | 82    | 85    | 89    |
| 流动资产合计     | 748  | 907   | 1,062 | 1,263 |
| 长期股权投资     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产       | 41   | 78    | 128   | 182   |
| 在建工程       | 8    | 10    | 13    | 17    |
| 无形资产       | 5    | 3     | 0     | -3    |
| 非流动资产合计    | 63   | 101   | 152   | 206   |
| 资产总计       | 810  | 1,008 | 1,214 | 1,469 |
| 短期借款       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款  | 91   | 99    | 118   | 142   |
| 预收账款       | 0    | 3     | 3     | 4     |
| 其它流动负债     | 51   | 51    | 63    | 76    |
| 流动负债合计     | 142  | 153   | 185   | 222   |
| 长期借款       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其它长期负债     | 8    | 8     | 8     | 8     |
| 非流动负债合计    | 8    | 8     | 8     | 8     |
| 负债总计       | 150  | 161   | 193   | 230   |
| 实收资本       | 217  | 272   | 272   | 272   |
| 普通股股东权益    | 661  | 847   | 1,021 | 1,239 |
| 少数股东权益     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 负债和所有者权益合计 | 810  | 1,008 | 1,214 | 1,469 |

# 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：<br>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；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>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。 | 类别     | 评级   | 说明                            |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>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；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>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。                 |
| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>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；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>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。 | 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经营范围包括证券投资咨询业务。