

北鼎股份 (300824)

非电产品显著增长，营收利润符合预期

事件：公司 2021 年 H1 实现营业收入 3.54 亿元，同比+26.56%，归母净利润 0.5 亿元，同比+11.66%，19H1-21H1 CAGR 为 20%；其中 2021Q2 实现营业收入 1.8 亿元，同比+8.08%，归母净利润 0.21 亿元，同比-7.68%，19H1-21H1 CAGR 为 29%。

蒸锅及周边产品提升国内营收，海外自有品牌加速增长

公司在去年同期高基数的影响下仍实现单季度营收正增长。21H1 北鼎自主品牌业务实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 24.17%；OEM/ODM 业务实现营业收入 0.9 亿元，同比增长 34.31%。其中自有品牌 Q2 营收 1.3 亿元，同比 10%；ODM 营收 0.4 亿元，同比 2%。**分品类看**，21H1 公司核心品类的养生壶产品营收同比平稳增长，为 9.53%，去年同期受益于疫情的品类如烤箱，在高基数的影响下同比有显著的下滑，为-51%。新品类如蒸炖锅、电热水壶、多士炉及其他、用品及食材类同比呈现高增长，分别为 68.45%/129.73%/91.74%。**国内电蒸锅成交情况良好，带动品类销售水平同比提升**，此外，公司在 Q2 不断推出周边食材、咖啡滤杯、锅具等新品，我们预计周边产品的增长也为公司国内营收做出正向贡献。公司 ODM 产品多为多士炉和热水壶，且该类产品鲜少在国内市场销售，因此我们预计自有品牌电热水壶和多士炉的销售增速主要源自海外市场的销售贡献。

短期宏观因素影响利润水平，公司加大自有品牌宣传投入

2021 年 H1 公司毛利率为 49.67%，同比-5.7pct，净利率为 14.14%，同比-1.89pct；其中 2021Q2 毛利率为 51.45%，同比-3.89pct，净利率为 11.97%，同比-2.04pct。公司上半年毛利率同比有显著下滑，一方面由于依据新收入准则调整会计核算口径，本期产品销售相关的物流费用计入产品成本，同时因国际运价上涨，致本期营业成本存在结构性变化；另一方面汇率波动及大宗原材料价格对毛利存在侵蚀作用。**费用端**，公司 2021 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 24.27%、8.67%、3.42%、0.56%，同比-0.35%、-0.51%、-0.61%、+0.84pct。财务费用率同比增加，主要因汇兑损失同比大幅增加 160.8 万元，及本期执行新租赁准则影响利息费用增加所致。

投资建议：公司在去年同期高基数影响下仍保持单季度正增长，国内电蒸锅和周边产品销售情况较好，海外积极开拓自有品牌，实现加速发展。利润端公司受到短期阶段性原因的影响使上半年利润端增速低于营收增速。若下半年原材料价格、运费压力的缓解、高毛利的周边产品营收比例不断上升以及海外自有品牌营收比例增加，我们预计公司未来仍有望保证营收和利润的双增长。基于公司中报和业绩快报的情况，我们预计公司在利润上仍有一定压力，21-23 年净利润为 1.09、1.38、1.70 亿元（前值为 1.12、1.46、1.76 亿元），对应动态估值为 46.5x、36.8x、29.9x，维持“增持”评级。**风险提示：**自有品牌销售不及预期，外销订单不及预期，原材料价格上涨及运费上涨导致利润下滑等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	551.15	700.88	822.19	993.21	1,174.12
增长率(%)	(9.16)	27.17	17.31	20.80	18.21
EBITDA(百万元)	105.97	156.17	130.23	178.05	215.70
净利润(百万元)	65.78	100.35	108.87	137.58	169.54
增长率(%)	(3.29)	52.56	8.49	26.37	23.23
EPS(元/股)	0.30	0.46	0.50	0.63	0.78
市盈率(P/E)	77.01	50.48	46.53	36.82	29.88
市净率(P/B)	15.77	7.67	6.90	6.24	5.73
市销率(P/S)	9.19	7.23	6.16	5.10	4.31
EV/EBITDA	0.00	35.24	34.02	24.24	19.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	23.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	217.40
流通 A 股股本(百万股)	96.15
A 股总市值(百万元)	5,065.42
流通 A 股市值(百万元)	2,240.23
每股净资产(元)	3.02
资产负债率(%)	28.83
一年内最高/最低(元)	41.00/19.90

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	

股价走势



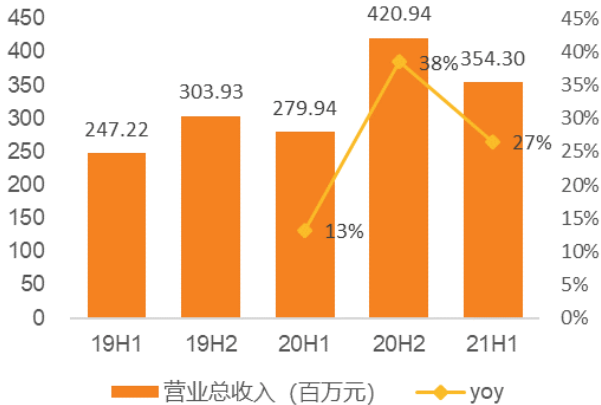
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《北鼎股份-公司点评:海外自有品牌加速增长,短期宏观因素影响利润水平》2021-07-19
- 2 《北鼎股份-季报点评:高毛利新品提升利润水平,销售推广投入增大》2020-10-29
- 3 《北鼎股份-首次覆盖报告:自有品牌增长超预期,线上营收显著增加》2020-08-19

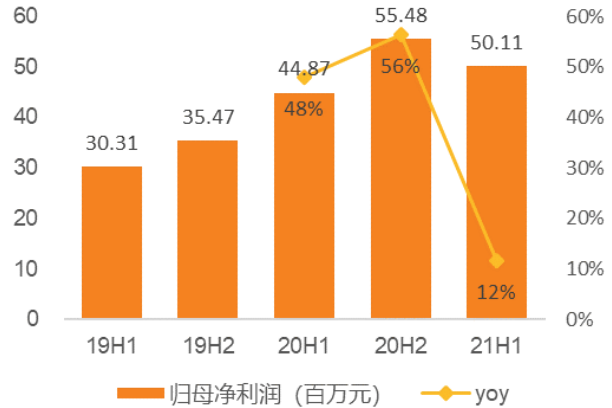
事件：公司 2021 年 H1 实现营业收入 3.54 亿元，同比+26.56%，归母净利润 0.5 亿元，同比+11.66%，19H1-21H1 CAGR 为 20%；其中 2021Q2 实现营业收入 1.8 亿元，同比+8.08%，归母净利润 0.21 亿元，同比-7.68%，19H1-21H1 CAGR 为 29%。

图 1：公司营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比



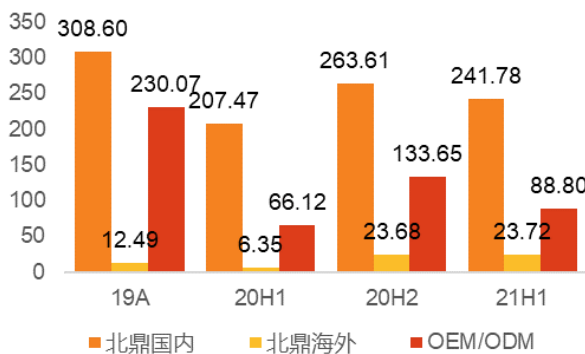
资料来源：wind，天风证券研究所

蒸锅及周边产品提升国内营收，海外自有品牌加速增长

公司在去年同期高基数的影响下仍实现单季度营收正增长。21H1 北鼎自主品牌业务实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 24.17%；OEM/ODM 业务实现营业收入 0.9 亿元，同比增长 34.31%。其中自有品牌 Q2 营收 1.3 亿元，同比 10%；ODM 营收 0.4 亿元，同比 2%。

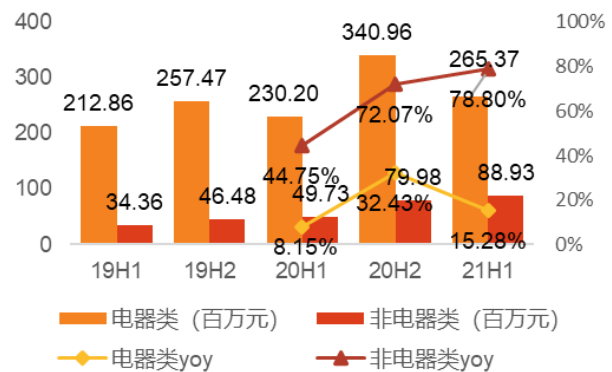
分品类看，21H1 公司核心品类的养生壶产品营收同比平稳增长，为 9.53%，去年同期受益于疫情的品类如烤箱，在高基数的影响下同比有显著的下滑，为 -51%。新品类如蒸炖锅、电热水壶、多士炉及其他、用品及食材类同比呈现高增长，分别为 68.45%/129.73%/91.74%。根据生意参谋数据显示，公司 Q2 养生壶/电烤箱/台式净饮机/电蒸锅成交额同比分别为 -15%/-54%/-3%/58%，国内电蒸锅成交情况良好，带动品类销售水平同比提升，此外，公司在 Q2 不断推出周边食材、咖啡滤杯、锅具等新品，我们预计周边产品的增长也为公司国内营收做出正向贡献。公司 ODM 产品多为多士炉和热水壶，且该类产品销售鲜少在国内市场销售，因此我们预计自有品牌电热水壶和多士炉的销售增速主要源自海外市场的销售贡献。

图 3：公司分类别营收（百万元）



资料来源：公司 20H1、21H1 中报，20A 年报，天风证券研究所

图 4：公司分品类营收（百万元）



资料来源：公司 20H1、21H1 中报，20A 年报，天风证券研究所

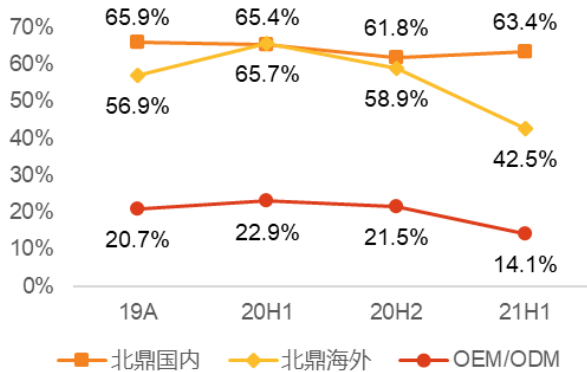
分地区看，21H1 自有品牌国内营收为 2.4 亿元，同比增长 16.53%；其中 Q2 国内营收 1.3 亿元，同比 3.9%。21H1 海外实现营业收入 0.2 亿元，同比增长 273.64%；其中 Q2 海外营收 0.1 亿元，同比 127.5%。**公司在海外积极开拓自有品牌，海外自有品牌营收延续 Q1 的高增长**，营收占比也由 20Q2 的 3.7%提升至 21Q2 的 7.8%。公司在海外采用“自营为主，分销为辅，线上线下并举”的模式，目前主要以亚马逊及自建官网为主，Walmart Online 等其他垂直第三方渠道为辅，同时覆盖 Facebook、Twitter、Instagram、Pinterest、YouTube 等新媒体渠道。**受益于海外线上渠道的快速发展，海外自有品牌产品销售加速增长。**

分渠道看，公司线上线下营收占比分别为 89.04%和 10.96%，其中线上渠道平稳增长，同比 12.73%；**公司积极拓展北鼎线下体验店**，目前自营体验店累计数量达 12 家。2021H1 公司线下体验店实现营业收入 669.11 万元，占国内自有品牌营收比例提升至 2.77%。

短期宏观因素影响利润水平，公司加大自有品牌宣传投入

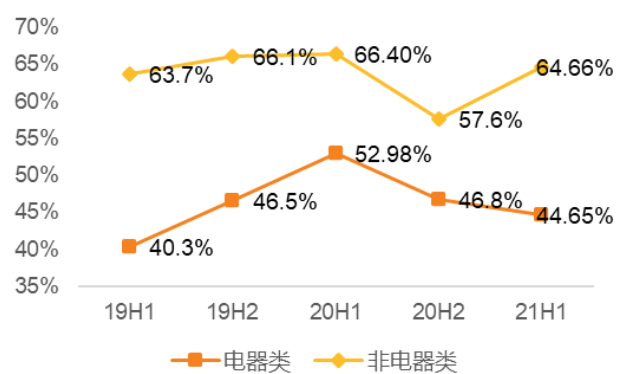
2021 年 H1 公司毛利率为 49.67%，同比-5.7pct，净利率为 14.14%，同比-1.89pct；其中 2021Q2 毛利率为 51.45%，同比-3.89pct，净利率为 11.97%，同比-2.04pct。**分品类看**，21H1 电器类毛利率为 44.65%，同比-8.34pct，非电器类毛利率为 64.66%，同比-1.74pct；**分地区看**，21H1 自有品牌国内毛利率为 63.44%，同比-1.96pct，海外毛利率为 42.48%，同比-23.2pct，代工业务为 14.1%，同比-8.8pct。**公司上半年毛利率同比有显著下滑**，一方面由于依据新收入准则调整会计核算口径，本期产品销售相关的物流费用计入产品成本，同时因国际运价上涨，致本期营业成本存在结构性变化；另一方面汇率波动及大宗原材料价格对毛利存在侵蚀作用。

图 5：公司分类别毛利率（%）



资料来源：公司 20H1、21H1 中报，20A 年报，天风证券研究所

图 6：公司分品类毛利率（%）

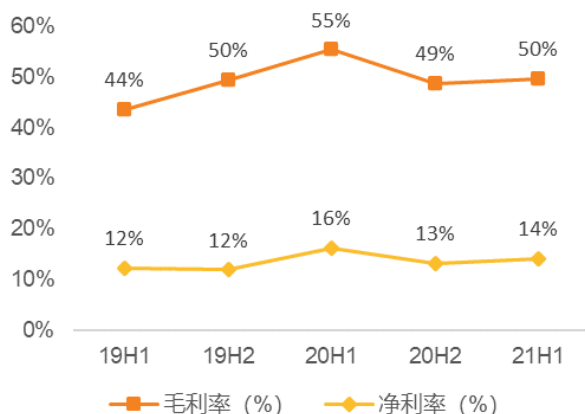


资料来源：公司 20H1、21H1 中报，20A 年报，天风证券研究所

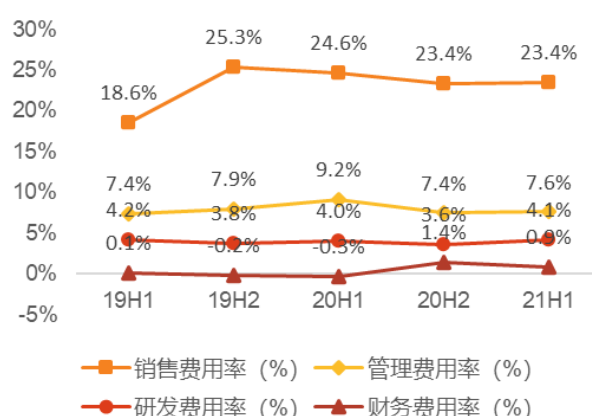
费用端，公司 2021 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 24.27%、8.67%、3.42%、0.56%，同比-0.35、-0.51、-0.61、+0.84pct；其中 21Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 26.88%、8.95%、4.05%、1.03%，同比+0.84、-1.55、-0.16、+1.17pct。21H1 公司销售费用同比增加，主要是自主品牌业务增长，网上商城及推广费与职工薪酬同比分别提升 38%和 36%所致；销售费用率同比减少主要是因执行新收入准则，调整产品销售物流费用至产品成本综合影响所致。管理费用率同比减少，主要由于公司营收增速高于管理费用增速所致。财务费用率同比增加，主要因汇兑损失同比大幅增加 160.8 万元，及本期执行新租赁准则影响利息费用增加所致。

图 7：公司利润率水平

图 8：公司费用率水平



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

受原材料价格上涨影响，公司增加备货水平

资产负债表方面，公司 2021 年 H1 货币资金+交易性金融资产为 5.04 亿元，同比-10.86%，其中货币资金同比-39%，主要为本期未到期理财产品增加，部分资金体现在交易性金融资产所致。存货为 1.96 亿元，同比+114.95%，主要为公司新产品、新市场推广，及受疫情期间供应链的不确定性影响，公司对新品和原材料备货所致。应收票据和账款合计为 0.29 亿元，同比-13.19%。**周转方面**，公司 2021 年 H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 159.53、18.02 和 68.44 天，同比+48.38、-5.43 和+14.22 天。

现金流方面，公司 2021 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为 0.26 亿元，同比-37.5%，其中购买商品、接受劳务支付的现金流出 1.84 亿元，同比 47.93%；其中 2021Q2 经营活动产生的现金流量净额为 0.11 亿元，同比-58.32%，其中购买商品、接受劳务支付的现金流出为 0.96 亿元，同比 40.41%。

投资建议

公司在去年同期高基数影响下仍保持单季度正增长，国内市场电蒸锅和周边产品销售情况较好，海外方面公司积极开拓自有品牌，实现加速发展。利润端公司受到营收结构，原材料价格上涨，运费增长以及汇率波动等阶段性原因的影响使上半年利润端增速低于营收增速。若下半年原材料价格、运费压力的缓解、高毛利的周边产品营收比例不断上升以及海外自有品牌营收比例增加，我们预计公司未来仍有望保证营收和利润的双增长。基于公司中报和业绩快报的情况，我们预计公司在利润上仍有一定压力，21-23 年净利润为 1.09、1.38、1.70 亿元(前值为 1.12、1.46、1.76 亿元)，对应动态估值分别为 46.5x、36.8x、29.9x，维持“增持”评级。

风险提示：自有品牌销售不及预期，外销订单不及预期，原材料价格上涨及运费上涨导致利润下滑等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	236.89	508.90	610.67	721.15	753.54
应收票据及应收账款	39.92	42.27	90.01	9.96	108.22
预付账款	16.76	10.88	20.51	17.82	26.82
存货	63.10	120.05	83.46	157.67	123.74
其他	7.03	65.51	26.55	39.40	44.74
流动资产合计	363.70	747.60	831.20	946.00	1,057.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	37.02	40.98	32.18	21.64	10.06
在建工程	2.41	7.59	6.04	4.99	4.98
无形资产	6.14	5.16	3.94	2.72	1.50
其他	5.16	9.11	7.92	6.79	5.52
非流动资产合计	50.73	62.84	50.07	36.14	22.06
资产总计	414.42	810.44	881.27	982.15	1,079.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	54.26	90.80	95.26	117.39	131.23
其他	32.02	51.06	44.79	45.31	56.73
流动负债合计	86.28	141.86	140.05	162.70	187.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.90	7.86	7.00	7.25	7.37
非流动负债合计	6.90	7.86	7.00	7.25	7.37
负债合计	93.17	149.72	147.05	169.95	195.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	163.05	217.40	217.40	217.40	217.40
资本公积	29.66	257.92	257.92	257.92	257.92
留存收益	158.20	443.33	516.82	594.79	666.39
其他	(29.66)	(257.92)	(257.92)	(257.92)	(257.92)
股东权益合计	321.25	660.73	734.22	812.19	883.79
负债和股东权益总计	414.42	810.44	881.27	982.15	1,079.12

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	65.78	100.35	108.87	137.58	169.54
折旧摊销	14.97	14.86	14.04	15.08	16.12
财务费用	(0.74)	3.08	3.99	4.83	5.70
投资损失	(3.98)	(9.23)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	4.47	0.36	(16.93)	25.31	(44.54)
其它	1.97	(15.34)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	82.46	94.09	109.99	182.80	146.82
资本支出	9.95	20.73	3.33	2.03	3.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(15.42)	(80.71)	27.84	(9.91)	(13.98)
投资活动现金流	(5.48)	(59.98)	31.16	(7.88)	(10.78)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.07	277.55	(3.99)	(4.83)	(5.70)
其他	(26.51)	(39.54)	(35.38)	(59.61)	(97.94)
筹资活动现金流	(25.45)	238.00	(39.37)	(64.44)	(103.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	51.54	272.11	101.77	110.48	32.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	551.15	700.88	822.19	993.21	1,174.12
营业成本	292.97	340.40	403.43	465.24	554.80
营业税金及附加	5.35	4.95	5.99	7.45	8.81
营业费用	122.77	167.22	202.95	243.34	281.79
管理费用	42.44	57.03	64.68	79.46	88.06
研发费用	21.91	26.44	28.96	34.76	41.09
财务费用	(0.38)	5.06	3.99	4.83	5.70
资产减值损失	(0.80)	(1.71)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.45	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.98	9.23	0.00	0.00	0.00
其他	(10.38)	(25.92)	(13.49)	0.00	0.00
营业利润	73.28	117.73	125.68	158.14	193.87
营业外收入	1.92	0.98	0.00	0.00	1.00
营业外支出	0.67	1.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	74.53	116.76	125.68	158.14	194.87
所得税	8.76	16.41	16.81	20.56	25.33
净利润	65.78	100.35	108.87	137.58	169.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	65.78	100.35	108.87	137.58	169.54
每股收益（元）	0.30	0.46	0.50	0.63	0.78

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-9.16%	27.17%	17.31%	20.80%	18.21%
营业利润	-3.27%	60.64%	6.76%	25.83%	22.59%
归属于母公司净利润	-3.29%	52.56%	8.49%	26.37%	23.23%
获利能力					
毛利率	46.84%	51.43%	50.93%	53.16%	52.75%
净利率	11.93%	14.32%	13.24%	13.85%	14.44%
ROE	20.48%	15.19%	14.83%	16.94%	19.18%
ROIC	70.71%	133.24%	121.67%	143.38%	280.69%
偿债能力					
资产负债率	22.48%	18.47%	16.69%	17.30%	18.10%
净负债率	-73.74%	-77.02%	-83.17%	-88.79%	-85.26%
流动比率	4.22	5.27	5.93	5.81	5.62
速动比率	3.48	4.42	5.34	4.85	4.97
营运能力					
应收账款周转率	10.50	17.05	12.43	19.87	19.87
存货周转率	7.34	7.65	8.08	8.24	8.34
总资产周转率	1.33	1.14	0.97	1.07	1.14
每股指标（元）					
每股收益	0.30	0.46	0.50	0.63	0.78
每股经营现金流	0.38	0.43	0.51	0.84	0.68
每股净资产	1.48	3.04	3.38	3.74	4.07
估值比率					
市盈率	77.01	50.48	46.53	36.82	29.88
市净率	15.77	7.67	6.90	6.24	5.73
EV/EBITDA	0.00	35.24	34.02	24.24	19.83
EV/EBIT	0.00	38.58	38.13	26.48	21.43

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com