

# 自主品牌海外渠道加速扩张，内销改善可期

事件：公司公告 2021 年中报，2021 年上半年实现营业收入 3.54 亿元，同比增长 26.56%；实现归母净利润 5010.67 万元，同比增长 11.66%。其中单二季度实现收入 1.80 亿元，同比增长 8.08%；实现归母净利润 2148.93 亿元，同比下降 7.68%。

## 核心观点

- **自主品牌内销持续推新、海外市场加速扩张，高基数压力下仍实现单二季度收入正增长。**公司中报业绩与此前公布的业绩快报一致，其中 2021Q2 收入同比增长 8%，相比 2019Q2 增长 48%，高基数压力下仍实现正增长，推测主要得益于公司自主品牌海外业务加速扩张。2021H1 公司自主品牌、OEM/ODM 业务收入占比分别达 25%、75%，同比分别增长 24%、34%。自主品牌作为收入增长的重要驱动力，2021H1 内、外销收入同比分别增长 17%、274%，公司通过更适配海外需求的产品矩阵、乘电商全球化之红利实现海外渠道加速增长，2021H1 占自主品牌收入比重快速提升至 9%；内销方面，由养生、饮水、烹饪场景拓展至咖啡等改善型生活场景，并持续丰富场景内低中高频产品矩阵，先后推出 K31F 养生壶、28cm 焖焗珐琅锅、小圆锅、手冲咖啡滤杯等新品，2021H1 蒸炖锅、用品及食材类表现亮眼，收入同比增长 68%、92%，占比提升至 17%、27%，品类扩张稳步推进。
- **原材料涨价、自有品牌营销投入加大等原因，二季度盈利能力短期承压。**2021Q2 公司归母净利率同比下滑 2pct 至 11.97%，利润增速低于收入增速，主要源于代工占比提升且提价滞后、原材料成本上升等原因拖累毛利率，以及自有品牌营销力度、仓储租赁等方面投入加大导致销售费用率增加，2021Q2 公司毛销差同比下降 4.73pct。
- **高端厨房生活品牌战略清晰，自主品牌内外销市场未来成长可期。**公司定位于高端厨房生活方式品牌，极致的工业设计能力、高品质供应链提供产品力背书，未来将以场景化方式通过高品质厨房小家电+周边用品+食材的组合拳实现品类扩张，在持续加码线上直销渠道的同时，线下直营店、海外市场均有望迎来快速发展，消费升级趋势下公司未来成长可期。据淘数据的统计，6-7 月北鼎单月收入已恢复至 30% 以上的增速水平，公司三季度业绩改善可期。

## 财务预测与投资建议

- 结合上半年实际情况，预测公司 2021-2023 年归母净利润为 1.19/1.53/1.89 亿元(原预测为 1.31/1.71/2.16 亿元)，给予 DCF 目标估值 29.21 元，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 新品推广或消费者接受力度不达预期的风险；海外 OEM/ODM 订单需求不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅上涨的风险

## 公司主要财务信息

|               | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 551   | 701   | 865   | 1,113 | 1,362 |
| 同比增长(%)       | -9.2% | 27.2% | 23.4% | 28.7% | 22.4% |
| 营业利润(百万元)     | 73    | 118   | 139   | 179   | 221   |
| 同比增长(%)       | -3.3% | 60.6% | 18.2% | 28.8% | 23.1% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 66    | 100   | 119   | 153   | 189   |
| 同比增长(%)       | -3.3% | 52.6% | 18.3% | 29.0% | 23.2% |
| 每股收益(元)       | 0.30  | 0.46  | 0.55  | 0.70  | 0.87  |
| 毛利率(%)        | 46.8% | 51.4% | 50.6% | 51.0% | 51.6% |
| 净利率(%)        | 11.9% | 14.3% | 13.7% | 13.8% | 13.9% |
| 净资产收益率(%)     | 21.6% | 20.4% | 17.0% | 18.9% | 19.2% |
| 市盈率           | 75.6  | 49.6  | 41.9  | 32.5  | 26.4  |
| 市净率           | 15.5  | 7.5   | 6.8   | 5.6   | 4.6   |

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

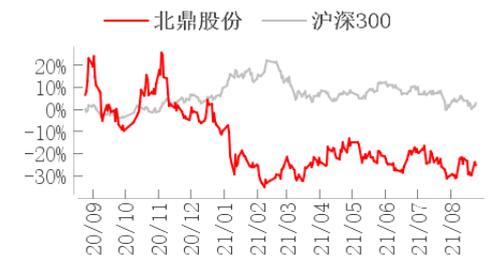


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

|                 |                  |
|-----------------|------------------|
| 股价(2021年08月24日) | 22.93 元          |
| 目标价格            | 29.21 元          |
| 52 周最高价/最低价     | 40.33/19.7 元     |
| 总股本/流通 A 股(万股)  | 21,740/9,615     |
| A 股市值(百万元)      | 4,985            |
| 国家/地区           | 中国               |
| 行业              | 造纸轻工             |
| 报告发布日期          | 2021 年 08 月 24 日 |

|        | 1 周   | 1 月   | 3 月   | 12 月   |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 绝对表现   | 5.76  | 0.87  | -1.23 | -25.22 |
| 相对表现   | 5.83  | 6.7   | 8.22  | -25.91 |
| 沪深 300 | -0.07 | -5.83 | -9.45 | 0.69   |



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师

李雪君

021-63325888\*6069

lixuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020001

## 证券分析师

吴瑾

021-63325888\*6088

wujin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080001

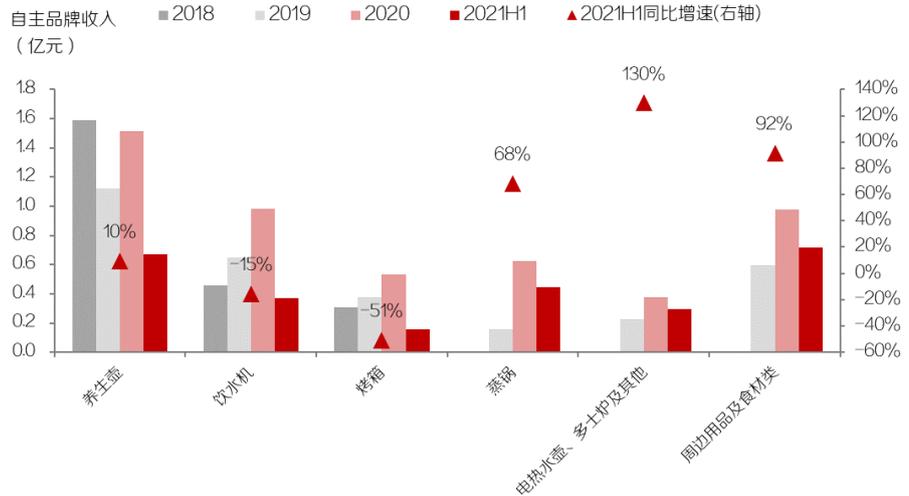
## 相关报告

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| 自主品牌内外销快速增长，场景化品类扩张稳步推进 | 2021-03-27 |
| 高端厨房生活缔造者，自主品牌快速发展正当时   | 2020-12-31 |

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**图 1：2021H1 公司蒸锅、周边及食材类收入增长表现亮眼，品类扩张正稳步推进**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 投资建议

我们采用 DCF 绝对估值法对公司进行估值。结合上半年实际销售情况，适当上调 2021 年蒸炖锅、周边用品及食材收入增速，下调饮水机、烤箱等品类收入增速，预测公司 2021-2023 年归母净利润分别 1.19、1.53、1.89 亿元（原预测为 1.31、1.71、2.16 亿元），对应的 EPS 分别 0.55、0.70、0.87 元。公司定位于高端厨房生活方式品牌，极致的工业设计能力、高品质供应链提供产品力背书，未来有望以场景化搭建方式，通过高品质厨房小家电+周边用品+食材的组合拳实现品类扩张，在持续加码线上直销渠道的同时，线下直营店、海外市场均有望迎来快速发展，消费升级趋势下公司未来成长可期。我们给予公司 DCF 目标估值 29.21 元，维持“增持”评级。

**表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 29.21 元**

| 目标价敏感性分析 |        |            |       |       |       | 估值假设  |             |       |        |
|----------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|--------|
|          |        | 永续增长率Gn(%) |       |       |       |       |             |       |        |
|          |        | 29.21      | 1.0%  | 2.0%  | 3.0%  | 4.0%  | 5.0%        |       |        |
| WACC (%) | 6.58%  | 34.05      | 38.52 | 45.47 | 57.82 | 85.77 | 所得税税率T      |       | 25.00% |
|          | 7.08%  | 31.15      | 34.66 | 39.89 | 48.52 | 65.43 | 永续增长率Gn(%)  |       | 3.00%  |
|          | 7.58%  | 28.70      | 31.51 | 35.54 | 41.83 | 52.98 | 无风险利率Rf     |       | 2.87%  |
|          | 8.08%  | 26.61      | 28.89 | 32.06 | 36.79 | 44.59 | 无杠杆影响的β系数   |       | 0.8634 |
|          | 8.58%  | 24.80      | 26.67 | 29.21 | 32.86 | 38.55 | 考虑杠杆因素的β系数  |       | 0.9354 |
|          | 9.08%  | 23.23      | 24.78 | 26.84 | 29.71 | 33.99 | 市场收益率Rm     |       | 9.56%  |
|          | 9.58%  | 21.85      | 23.15 | 24.84 | 27.14 | 30.44 | 公司特有风险      |       | 0.00%  |
|          | 10.08% | 20.63      | 21.72 | 23.13 | 24.99 | 27.59 | 股权投资成本 (Ke) |       | 9.13%  |
|          | 10.58% | 19.54      | 20.47 | 21.64 | 23.18 | 25.26 | 债务比率D/(D+E) |       | 10.00% |
|          |        |            |       |       |       |       | 债务利率rd      |       | 4.90%  |
|          |        |            |       |       |       | WACC  |             | 8.58% |        |

资料来源：东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表            |            |            |              |              |              | 利润表              |           |            |            |            |            |
|------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元           | 2019A      | 2020A      | 2021E        | 2022E        | 2023E        | 单位:百万元           | 2019A     | 2020A      | 2021E      | 2022E      | 2023E      |
| 货币资金             | 237        | 509        | 628          | 808          | 989          | 营业收入             | 551       | 701        | 865        | 1,113      | 1,362      |
| 应收票据、账款及款项融资     | 40         | 42         | 52           | 67           | 82           | 营业成本             | 293       | 340        | 428        | 545        | 660        |
| 预付账款             | 17         | 11         | 13           | 17           | 21           | 营业税金及附加          | 5         | 5          | 6          | 8          | 10         |
| 存货               | 63         | 120        | 151          | 192          | 233          | 营业费用             | 123       | 167        | 207        | 265        | 326        |
| 其他               | 7          | 66         | 17           | 21           | 24           | 管理费用及研发费用        | 64        | 83         | 100        | 128        | 158        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>364</b> | <b>748</b> | <b>862</b>   | <b>1,106</b> | <b>1,350</b> | 财务费用             | (0)       | 5          | 1          | 7          | 7          |
| 长期股权投资           | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 资产、信用减值损失        | 0         | 2          | 5          | 1          | 1          |
| 固定资产             | 37         | 41         | 164          | 157          | 150          | 公允价值变动收益         | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 在建工程             | 2          | 8          | 3            | 3            | 3            | 投资净收益            | 4         | 9          | 9          | 9          | 9          |
| 无形资产             | 6          | 5          | 4            | 4            | 3            | 其他               | 3         | 10         | 11         | 11         | 11         |
| 其他               | 5          | 9          | 6            | 6            | 6            | <b>营业利润</b>      | <b>73</b> | <b>118</b> | <b>139</b> | <b>179</b> | <b>221</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>51</b>  | <b>63</b>  | <b>178</b>   | <b>169</b>   | <b>161</b>   | 营业外收入            | 2         | 1          | 1          | 1          | 1          |
| <b>资产总计</b>      | <b>414</b> | <b>810</b> | <b>1,040</b> | <b>1,275</b> | <b>1,511</b> | 营业外支出            | 1         | 2          | 2          | 2          | 2          |
| 短期借款             | 0          | 0          | 201          | 253          | 269          | <b>利润总额</b>      | <b>75</b> | <b>117</b> | <b>138</b> | <b>178</b> | <b>220</b> |
| 应付票据及应付账款        | 54         | 91         | 114          | 145          | 176          | 所得税              | 9         | 16         | 19         | 25         | 31         |
| 其他               | 32         | 51         | (12)         | (12)         | (12)         | <b>净利润</b>       | <b>66</b> | <b>100</b> | <b>119</b> | <b>153</b> | <b>189</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>86</b>  | <b>142</b> | <b>304</b>   | <b>386</b>   | <b>433</b>   | 少数股东损益           | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 长期借款             | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>66</b> | <b>100</b> | <b>119</b> | <b>153</b> | <b>189</b> |
| 应付债券             | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 每股收益(元)          | 0.30      | 0.46       | 0.55       | 0.70       | 0.87       |
| 其他               | 7          | 8          | 0            | 0            | 0            |                  |           |            |            |            |            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>7</b>   | <b>8</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |                  |           |            |            |            |            |
| <b>负债合计</b>      | <b>93</b>  | <b>150</b> | <b>304</b>   | <b>386</b>   | <b>433</b>   |                  |           |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |                  |           |            |            |            |            |
| 实收资本(或股本)        | 163        | 217        | 217          | 217          | 217          |                  |           |            |            |            |            |
| 资本公积             | 30         | 258        | 258          | 258          | 258          |                  |           |            |            |            |            |
| 留存收益             | 129        | 185        | 261          | 414          | 603          |                  |           |            |            |            |            |
| 其他               | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |                  |           |            |            |            |            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>321</b> | <b>661</b> | <b>736</b>   | <b>889</b>   | <b>1,078</b> |                  |           |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>414</b> | <b>810</b> | <b>1,040</b> | <b>1,275</b> | <b>1,511</b> |                  |           |            |            |            |            |

| 现金流量表          |             |             |              |            |            |
|----------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|
| 单位:百万元         | 2019A       | 2020A       | 2021E        | 2022E      | 2023E      |
| 净利润            | 66          | 100         | 119          | 153        | 189        |
| 折旧摊销           | 9           | 0           | 5            | 8          | 8          |
| 财务费用           | (0)         | 5           | 1            | 7          | 7          |
| 投资损失           | (4)         | (9)         | (9)          | (9)        | (9)        |
| 营运资金变动         | 9           | (5)         | (36)         | (34)       | (33)       |
| 其它             | 3           | 3           | 0            | 1          | 1          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>82</b>   | <b>94</b>   | <b>80</b>    | <b>127</b> | <b>163</b> |
| 资本支出           | (4)         | (9)         | (127)        | 0          | 0          |
| 长期投资           | 0           | 0           | 0            | 0          | 0          |
| 其他             | (2)         | (51)        | 9            | 9          | 9          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(5)</b>  | <b>(60)</b> | <b>(118)</b> | <b>9</b>   | <b>9</b>   |
| 债权融资           | 0           | 0           | 0            | 0          | 0          |
| 股权融资           | 1           | 283         | 0            | 0          | 0          |
| 其他             | (26)        | (45)        | 157          | 44         | 9          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(25)</b> | <b>238</b>  | <b>157</b>   | <b>44</b>  | <b>9</b>   |
| 汇率变动影响         | 1           | (3)         | -0           | -0         | -0         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>52</b>   | <b>269</b>  | <b>119</b>   | <b>180</b> | <b>181</b> |

| 主要财务比率         |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | -9.2% | 27.2% | 23.4% | 28.7% | 22.4% |
| 营业利润           | -3.3% | 60.6% | 18.2% | 28.8% | 23.1% |
| 归属于母公司净利润      | -3.3% | 52.6% | 18.3% | 29.0% | 23.2% |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 46.8% | 51.4% | 50.6% | 51.0% | 51.6% |
| 净利率            | 11.9% | 14.3% | 13.7% | 13.8% | 13.9% |
| ROE            | 21.6% | 20.4% | 17.0% | 18.9% | 19.2% |
| ROIC           | 21.1% | 21.5% | 15.0% | 15.4% | 15.7% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 22.5% | 18.5% | 29.2% | 30.3% | 28.7% |
| 净负债率           | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 4.22  | 5.27  | 2.84  | 2.86  | 3.12  |
| 速动比率           | 3.45  | 4.41  | 2.33  | 2.36  | 2.57  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 应收账款周转率        | 10.3  | 16.7  | 17.9  | 18.3  | 17.9  |
| 存货周转率          | 3.8   | 3.6   | 3.1   | 3.1   | 3.0   |
| 总资产周转率         | 1.3   | 1.1   | 0.9   | 1.0   | 1.0   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.30  | 0.46  | 0.55  | 0.70  | 0.87  |
| 每股经营现金流        | 0.51  | 0.43  | 0.37  | 0.58  | 0.75  |
| 每股净资产          | 1.48  | 3.04  | 3.39  | 4.09  | 4.96  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| 市盈率            | 75.6  | 49.6  | 41.9  | 32.5  | 26.4  |
| 市净率            | 15.5  | 7.5   | 6.8   | 5.6   | 4.6   |
| EV/EBITDA      | 53.8  | 36.0  | 30.4  | 22.7  | 18.7  |
| EV/EBIT        | 60.7  | 36.0  | 31.6  | 23.7  | 19.4  |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)