

北鼎股份 (300824.SZ)

定位高端，打造厨房小家电生态圈

核心观点：

- **厨房小家电细分市场高端品牌，代工起家，逐步转向自主品牌。**公司创立于 2003 年，创立初期以外销代工业务为主，目前主要产品有多士炉、养生壶、电热水壶、饮水机，2019 年收入占比分别为 24%、26%、15%、12%。内销定位高端并打造场景生态圈、外销战略重心向自主品牌转移。2019 年收入 5.5 亿元 (YoY-9%)，归母净利 6578 万元 (YoY-3%)，主要由于外销代工 (占比 43%) 下滑所致。
- **线上渠道销售占比持续提升，直播渠道刺激下，小家电消费升级趋势加速，同时直播渠道为新兴小家电创造机遇。**我国小家电市场保有量低，线上销售占比持续提升，随着直播渠道的推广，小家电产品渗透率快速提升，产品结构持续升级，公司作为细分小家电高端龙头，未来有望持续从消费升级中受益。**竞争格局：**传统品类美九苏优势突出；长尾市场尚未稳定，小熊电器、摩飞竞争力较强，高端市场北鼎优势明显。
- **核心竞争力：(1) 品牌端：坚持高端品牌定位，积极扩大品牌知名度。**公司坚守高端产品市场，代工经验积累、产品高颜值设计、品牌针对性推广、生态场景打造等因素为高端品牌的树立提供支持；**(2) 产品端：**公司注重研发投入，具备较强的创新和设计能力；**(3) 渠道端：**公司渠道布局完善，资源投入倾向高毛利渠道，整体盈利能力较强。
- **未来成长动力：厨房小家电行业稳定增长，募集资金落地注入活力。**公司业务契合厨房小家电行业发展趋势，有望从行业增长中获利；募投项目的完工将助力产能提升、渠道拓宽以及技术瓶颈的突破。
- **投资建议：**公司注重内销自主品牌业务，内销快速增长，整体毛利率随内销占比提升继续提高，盈利能力继续增强。参考可比公司均值，给予合理估值区间为 20 年 PE 估值 30-35X，合理价值 11.10-12.95 元/股。
- **风险提示。**产品集中度较高、汇率波动、原材料价格上升、贸易摩擦。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	607	551	611	713	832
增长率 (%)	14.5	-9.2	10.8	16.8	16.7
EBITDA (百万元)	86	81	86	106	133
归母净利润 (百万元)	68	66	81	100	125
增长率 (%)	66.8	-3.3	22.7	24.3	24.6
EPS (元/股)	0.42	0.40	0.37	0.46	0.57
市盈率 (P/E)	-	-	-	-	-
市净率 (P/B)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

合理价值区间： 11.10~12.95 元/股

报告日期

2020-06-09

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.97
资产负债率 (%)	22.48
ROE (%)	20.48
ROA (%)	17.87
流动比率 (倍)	4.22
速动比率 (倍)	3.48

发行资料

发行股数 (万股)	5435
发行前股本 (万股)	16305
发行日期	2020-06-09
上市日期	2020-06-10
主承销商	中山证券有限责任公司
主要股东	晶辉电器集团有限公司
发行方式	公开募集

分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

高润鑫

gaorunxin@gf.com.cn

目录索引

一、厨房小家电细分市场高端品牌	5
（一）公司简介：代工起家，积极发展高端自主品牌	5
（二）股权结构：实际控制人持股约 70%，整体激励良好	6
（三）主营业务：专注厨房小家电产品研发与生产，盈利能力较强	7
二、行业概况：线上渠道占比持续提升，直播渠道为新兴小家电创造机遇	12
（一）小家电行业规模增长快，市场整体保有量低，未来持续从消费升级中受益	12
（二）小家电线上销售占比持续提高，直播电商崛起为新兴小家电企业创造机遇	14
（三）竞争格局：传统品类美九苏优势突出；长尾市场尚未稳定，小熊电器、新宝 摩飞竞争力较强，高端市场北鼎优势明显	15
三、核心竞争力：产品定位高端，线上渠道为主	17
（一）品牌端：坚持高端品牌定位，积极扩大品牌知名度	17
（二）产品端：研发创新注入活力、质量管控提供保障	20
（三）渠道端：深耕内、外销渠道建设，资源倾斜高毛利渠道	24
四、未来成长动力：厨房小家电行业稳定增长，募集资金落地注入活力	28
（一）依托行业发展东风和消费升级快速发展	28
（二）募集资金落地将有助于提高产能、拓宽渠道、加速技术瓶颈的突破	28
五、投资建议	30
六、风险提示	32

图表索引

图 1: 北鼎晶辉业务发展历史	6
图 2: 公司股权结构图 (截至招股说明书公告日)	6
图 3: 北鼎晶辉专注厨房小家电长尾细分品类市场	8
图 4: 北鼎股份营收及归母净利情况	9
图 5: 北鼎股份毛利率及净利率: 呈上升趋势	9
图 6: 2019 年公司分产品收入及同比	10
图 7: 北鼎股份主营产品收入占比情况	10
图 8: 北鼎股份主营产品毛利率	10
图 9: 公司内、外销收入及同比	11
图 10: 北鼎股份收入分地区占比情况	11
图 11: 北鼎股份分地区毛利率	11
图 12: 公司内销各产品占比	12
图 13: 公司外销各产品占比	12
图 14: 2018 小家电行业 (包含厨房小家电、家居环境电器、个人护理电器) 合计规模突破 1600 亿元	13
图 15: 我国厨房小家电历史回顾	13
图 16: 小家电线上零售量规模连年增长, 占比快速提升	14
图 17: 2019 年各子品类线上零售量、零售额占比: 小家电>大家电	14
图 18: 2019 年部分小家电品类零售量市场份额: 美九苏优势显著	15
图 19: 养生壶线上销售额市场份额	16
图 20: 北鼎电烤箱均价与行业对比	17
图 21: 北鼎养生壶均价与行业对比	17
图 22: 北鼎品牌产品设计精美、颜值高	18
图 23: 公司打造出完善的养生场景生态圈	19
图 24: 线下销售以高端卖场为主	20
图 25: 北鼎股份研发费用率居于同业公司高位	21
图 26: 北鼎股份研发成果丰富, 专利数量众多	21
图 27: 公司产品质量控制措施	23
图 28: 公司内销线上、线下渠道收入及同比	24
图 29: 公司线上分销商、线下经销商数量	24
图 30: 公司开设线下直营店探索“人+货+场”的互动方式	25
图 31: 公司内销线上销售占比逐年提升	26
图 32: 公司外销以 ODM/OEM 为主	26
图 33: 公司销售模式毛利情况	26
图 34: 公司外销分渠道毛利	27
图 35: 公司内销分渠道毛利	27
图 36: 公司毛利率高于同业务上市公司	27
图 37: 厨房小家电扩建项目加大产品产能 (万台)	29

表 1: 公司股东关联关系 (截至招股说明书公告日)	7
表 2: 公司高管及核心技术人员持股情况 (截至招股说明书公告日)	7
表 3: 小家电产品按用途分类	12
表 4: 小熊电器主要品类在天猫商城热销品牌榜分月排名情况	16
表 5: 公司自主研发设计的产品获奖经历	21
表 6: 公司主要产品的核心技术	22
表 7: 公司原材料采购情况	23
表 8: 线上、线下主要业务模式介绍	24
表 9: 几种代表性养生类电器及其功能特点	28
表 10: 北鼎股份募集资金投资项目	29
表 11: 2018-2021 年分产品收入拆分及预测	31
表 12: 北鼎股份可比公司估值表	31

一、厨房小家电细分市场高端品牌

（一）公司简介：代工起家，积极发展高端自主品牌

公司创立于2003年，是全球专业的厨房小家电研发基地和生产厂家。公司创立初期以小家电外销OEM/ODM代工业务为主，主要产品品类有多士炉、开水煲、蒸锅、电炉、饮水机、烤箱。近年来，内、外销业务模式不断完善，产品品类得到扩张；内销定位高端并打造场景生态圈、外销合作稳固覆盖广、战略重心向自主品牌转移。

外销业务发展：

（1）外销业务合作客户多，覆盖区域广。海外代工业务与惠而浦集团、铂富集团等世界著名小家电品牌商建立了持续、稳固的合作关系，产品畅销至欧洲、美洲、澳洲、中东等70多个国家和地区，全球市场覆盖率达60%。

（2）发展历程：

2003年，主营小家电出口代工业务，积累大量的经验；

2013年，公司对外销产品线做出调整，加大对重点客户OEM产品合作开发的投入；

2016年，公司对ODM模式升级，外销主营产品向养生壶等内销品类过渡；

2017年，公司拓展海外自主品牌业务，主要通过海外经销模式进行；

2019年，公司开始尝试海外直销业务，直面终端消费者，主要在亚米网和亚马逊等平台进行。

内销业务发展：

（1）内销自主品牌业务定位高端市场。公司根据高端消费者需求痛点对产品品类不断优化升级，近年来推出多款养生壶、烤箱、饮水机新品，产品均价远高于行业平均水平。同时打造了完善的养生场景生态圈，推出周边食材、用品，增加用户粘性，深挖用户价值。

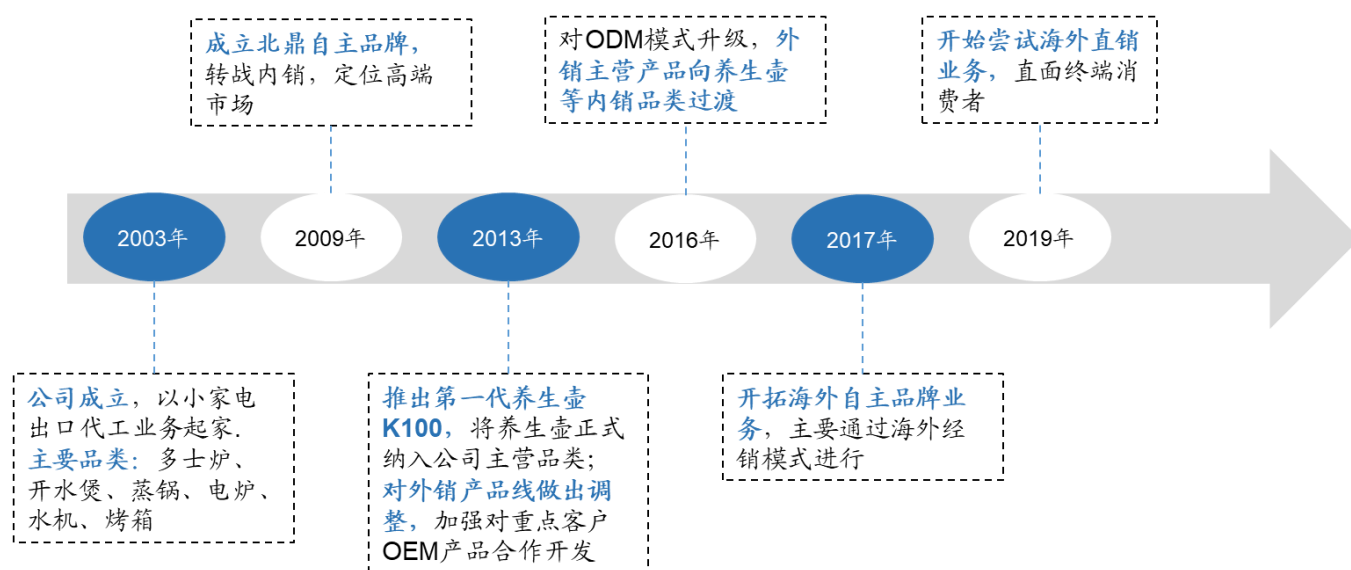
（2）整体战略重心向自主品牌转移，线上、线下全渠道发展。公司由以传统代工业务向自主品牌进行战略转型，销售模式由单一线下逐步丰富为线上线下全渠道发展，以场景思维为产品发展逻辑，不断深挖和拓展使用场景。

（3）发展历程：

2009年，公司成立北鼎自主品牌，转战内销，定位高端市场，此后公司积极推进自主品牌建设，推动由北鼎制造向北鼎品牌的战略转型。目前北鼎品牌在国内高端厨房小家电市场中占据优势地位。

2013年，公司推出第一代养生壶K100，将养生壶正式纳入公司主营品类，并在后续几年内快速发展，先后推出多款型号，不断进行功能优化和升级。目前养生壶已经成为公司销售占比最大的主营产品。

图 1：北鼎晶辉业务发展历史

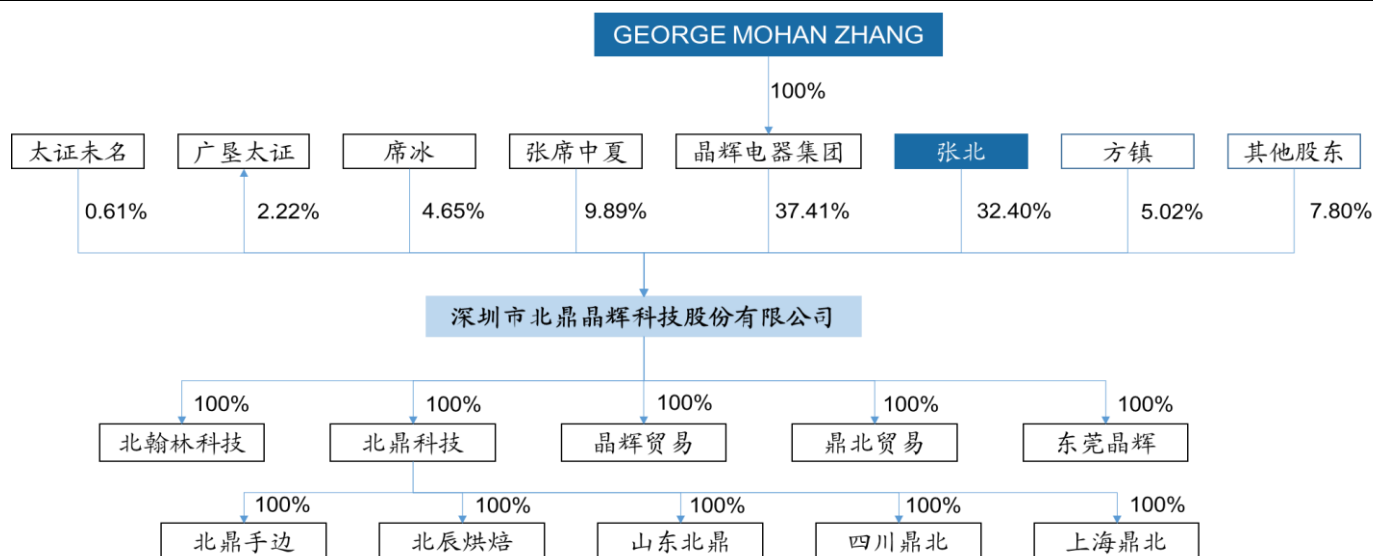


数据来源：北鼎股份招股说明书，北鼎晶辉公司年报，广发证券发展研究中心

（二）股权结构：实际控制人持股约 70%，整体激励良好

公司股权控制集中，治理结构稳定。公司实际控制人为 GEORGE MOHAN ZHANG 和张北，张北与 GEORGE MOHAN ZHANG 为父子关系，GEORGE MOHAN ZHANG 通过晶辉电器集团间接持有公司 6100 万股，持股比例为 37.4%，张北直接持有公司 5284 万股，持股比例为 32.4%。截至招股说明书公告日，父子二人作为公司实际控制人共持有公司 69.8% 的股份。

图 2：公司股权结构图（截至招股说明书公告日）



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

表 1: 公司股东关联关系（截至招股说明书公告日）

序号	股东名称	持股数（万股）	持股比例	关联关系
1	GEORGE MOHAN ZHANG	6100.0	37.41%	父子关系
2	张北	5283.6	32.40%	
3	席冰	758.0	4.65%	母子关系
4	张席中夏	1612.4	9.89%	
5	广垦太证	362.0	2.22%	太证未名执行事务合伙人为太证资本管理有限责任公司，太证资本管理有限责任公司作为广垦太证的有限合伙人，持有广垦太证 17.9%的合伙份额
6	太证未名	100.0	0.61%	

数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

注：除上述关联关系外，各主要股东间无关联关系。

公司拥有良好的激励，多名高管及核心技术人员持有公司股份。公司曾推出股权激励计划，鼓励核心员工持有公司股票，2017年，公司非公开发行305万股股票，占发行前总股本的1.9%，钟鹏睿、江林、潘传奎等23名核心员工对股票进行直接认购。

表 2: 公司高管及核心技术人员持股情况（截至招股说明书公告日）

序号	股东名称	持股数（万股）	持股比例	在公司担任职务
1	GEORGE MOHAN ZHANG	6100.0	37.41%	董事长、总经理
2	方镇	817.9	5.02%	董事、副总经理
3	彭治霖	300.0	1.84%	技术总监
4	牛文娇	165.0	1.01%	董事、财务总监、董事会秘书
5	孙真	90.0	0.55%	产品部总监
6	钟鑫	5.5	0.03%	董事
合计		7478.4	45.86%	

数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）主营业务：专注厨房小家电产品研发与生产，盈利能力较强

1. 专注厨房小家电长尾细分品类市场，深挖和拓展使用场景

公司致力于提供高品质厨房小家电及配套产品和服务，主要产品包括养生壶、电热水壶、多士炉、烤箱、饮水机、蒸锅等，同时围绕养生壶、烤箱等配套推出的养生食材、周边产品。

图 3：北鼎晶辉专注厨房小家电长尾细分品类市场

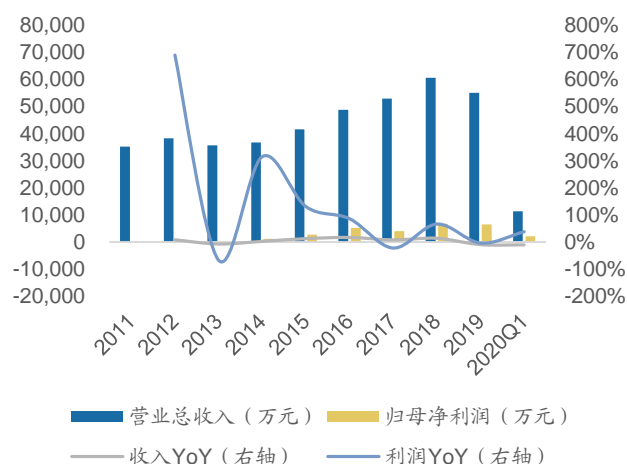


数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

2011-2019年公司营业收入复合增长率为5.8%，归母净利润复合增长率高达66.9%。公司毛利率和净利率均呈现稳定上升趋势，2019年公司毛利率、净利率分别为46.8%、11.9%。

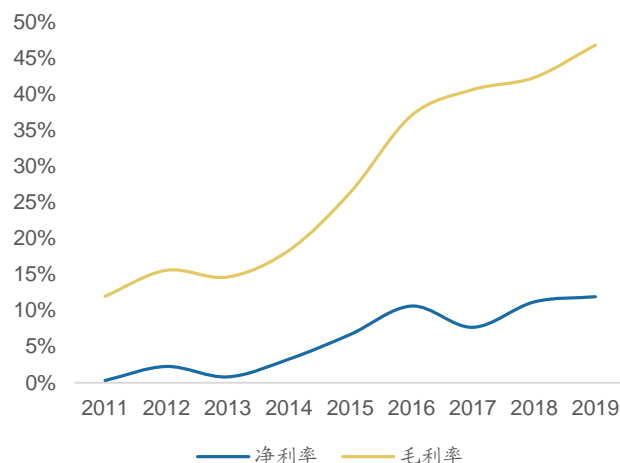
疫情期间，公司利润实现逆势增长。据招北鼎股份招股说明书披露，2020年一季度，公司实现营业收入1.1亿元，同比下降9.9%；归母净利润2160万元，同比增长38.5%。收入下降主要由于一季度外销业务大幅下滑所致；归母净利润同比上升主要受到烤箱、蒸锅内销自主品牌业务的带动，自主品牌业务利润率相对较高。

图 4：北鼎股份营收及归母净利情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：北鼎股份毛利率及净利率：呈上升趋势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 分产品来看：养生壶、多士炉销售占比最大，除多士炉、电热水壶外其他业务盈利能力较强

公司主营产品中，养生壶、多士炉占比最大，分别占2019年收入的26.0%、23.9%。

（1）多士炉：销售收入主要来自外销收入，2019年多士炉外销由于国外品牌采购减少，收入较2018年同比下降38.9%；

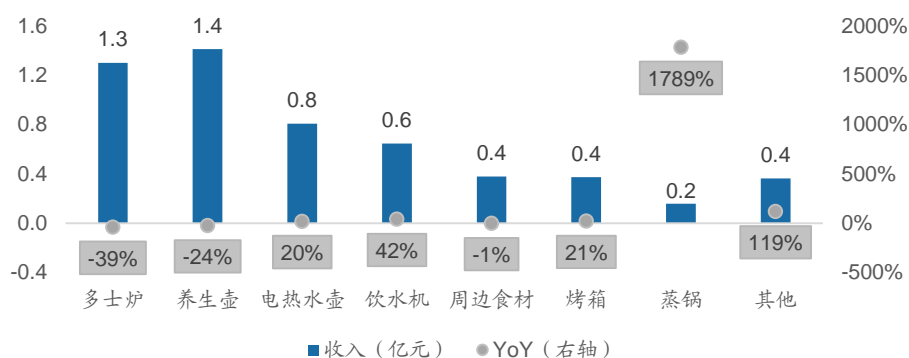
（2）养生壶：受国内用户使用周期影响，2019年收入下滑23.5%。

（3）饮水机、烤箱：收入占比相对较小但逐年增加，分别占2019年收入的11.9%、6.9%，主要受益于消费升级以及公司新型号产品的推出。

（4）蒸锅：处于导入阶段，占比较小，2019年推出新款产品，具有蒸炖多功能，受到消费者的青睐，收入同比增长1789.2%。

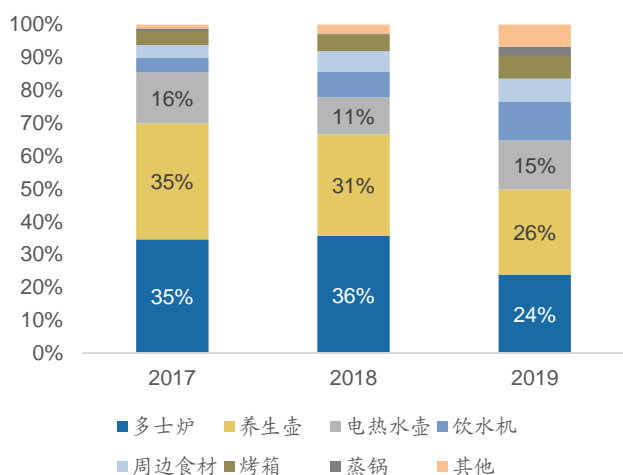
从盈利能力来看，多士炉、电热水壶以外销为主，毛利率相对较低，2019年分别为17.0%、24.5%。其他主营产品以内销为主，盈利能力相对较好，毛利率均在50%以上。蒸锅业务由于2019年无代工收入，均为内销自主品牌销售，毛利率水平相对较高。

图 6: 2019年公司分产品收入及同比



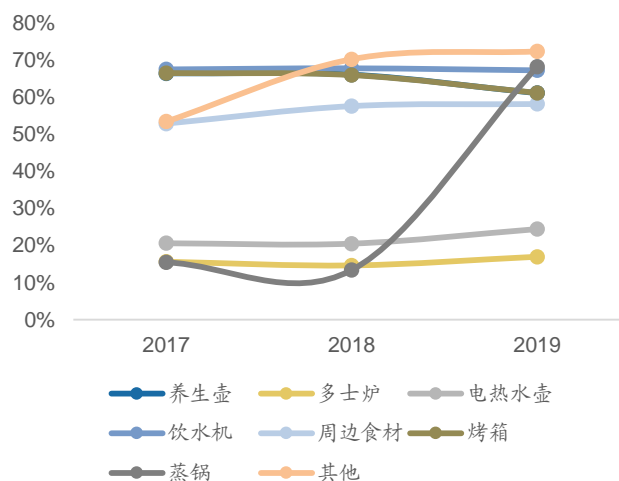
数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

图 7: 北鼎股份主营产品收入占比情况



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

图 8: 北鼎股份主营产品毛利率



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

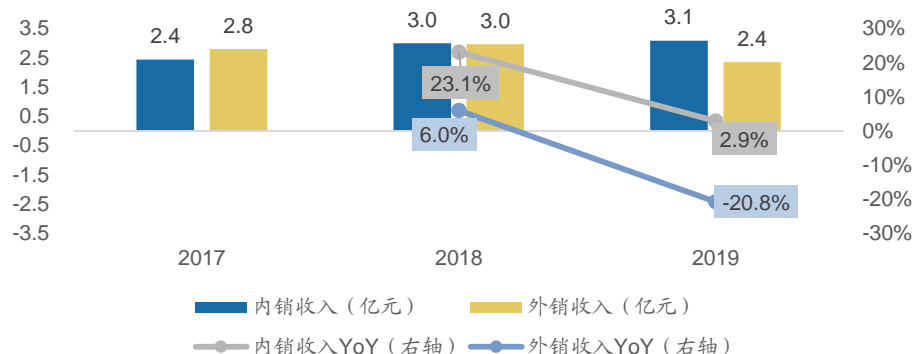
3. 分地区：内销收入增长较快，毛利率较高

2019年公司内销收入占比57%，外销收入占比43%。具体来看：

（1）公司内销业务表现较好，占比逐步提升，2019年内销收入为3.1亿元，同比增长2.9%。

（2）公司外销业务占比逐年下降，2019年外销收入为2.4亿元，同比减少20.8%，主要由于多士炉产品代工业务减少。外销业务同比下滑，导致公司2019年营业总收入同比下降9.2%。

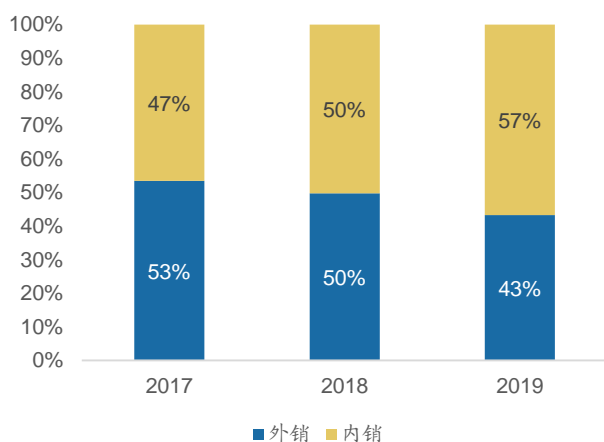
图 9：公司内、外销收入及同比



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

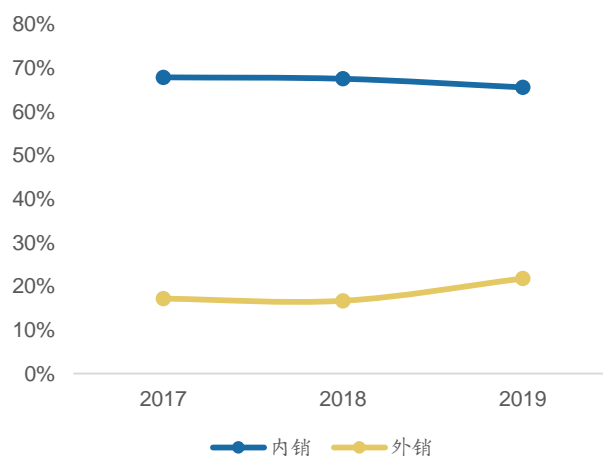
从盈利能力来看，公司外销业务主要为 OEM/ODM 产品，毛利率相对较低，2019 年仅为21.8%。而公司内销主要为自主品牌业务，且主要以线上销售为主，直接面对终端消费者，中间环节较少，公司赚取设计+制造+销售+品牌溢价环节的毛利，价值链相对较长，毛利率相对较高，2019年达到65.6%。

图 10：北鼎股份收入分地区占比情况



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

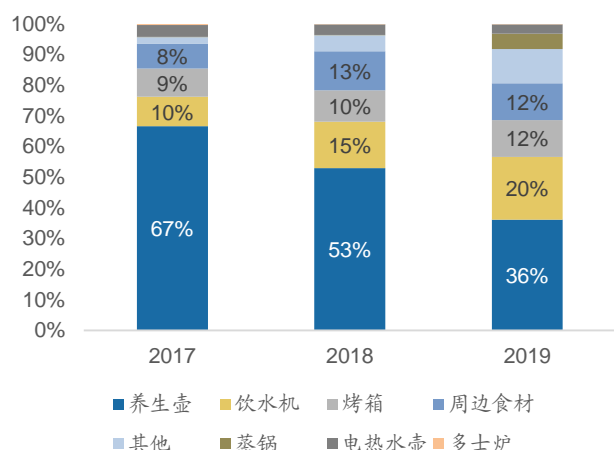
图 11：北鼎股份分地区毛利率



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

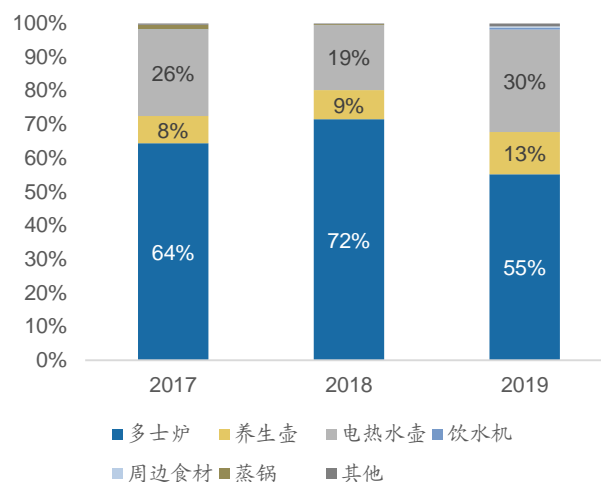
从主营业务产品来看，内销业务产品品类较为丰富，以养生壶、饮水机、周边食材、烤箱、蒸锅为主，其中养生壶、饮水机占比最高，2019年分别占内销总收入的36.2%、20.4%。外销业务产品品类较少，以多士炉、电热水壶、养生壶为主，其中多士炉和电热水壶占比最高，2019年分别占外销总收入的55.2%，30.4%。

图 12: 公司内销各产品占比



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

图 13: 公司外销各产品占比



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

二、行业概况：线上渠道占比持续提升，直播渠道为新兴小家电创造机遇

公司主营产品属于小家电行业中的厨房小家电细分品类，市场整体保有量低，发展空间较大。伴随消费升级、直播电商崛起，未来厨房小家电有望加速渗透，迎来快速增长。

（一）小家电行业规模增长快，市场整体保有量低，未来持续从消费升级中受益

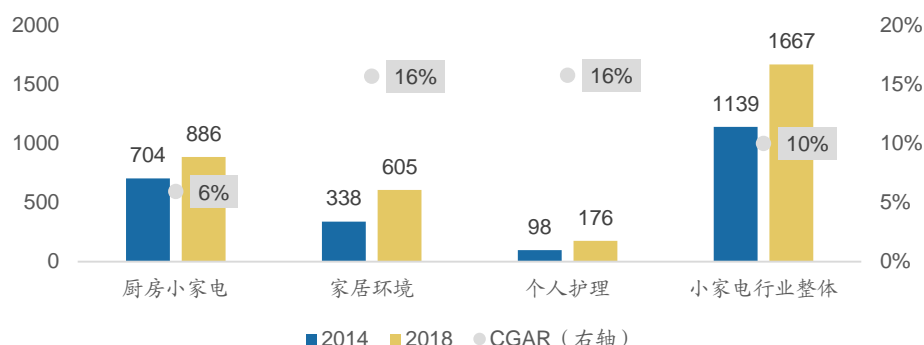
我国小家电市场保有量较低，规模增长较快，提升空间较大。目前我国小家电户均持有10件，相较于发达国家户均20-30件的保有量水平而言仍处于较低水平，发展空间较大。根据Frost & Sullivan统计数据，2014年-2018年中国小家电行业整体（包含食物料理电器、烹饪电器、家居环境电器、个人护理电器）合计规模从1139亿元增长至1667亿元，复合增长率高达10%。

表 3: 小家电产品按用途分类

类别	产品
厨房小家电	微波炉、多士炉、电热水壶、烤箱、电咖啡壶、食品加工机、电饭煲、电磁炉、料理机、豆浆机等
家居小家电	电熨斗、吸尘器、电风扇等
个人护理小家电	电吹风、剃须刀、按摩器、电熨斗、电动牙刷、电子美容仪等

数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

图 14: 2018小家电行业（包含厨房小家电、家居环境电器、个人护理电器）
合计规模突破1600亿元



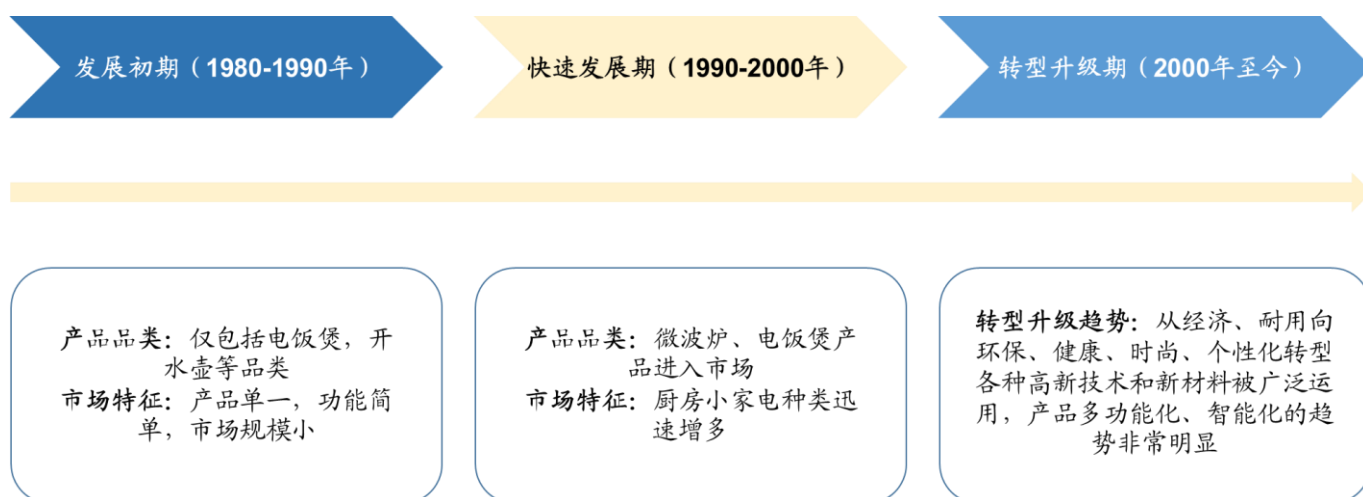
数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

注：厨房小家电包括食物料理电器与烹饪电器

公司主要产品属于厨房小家电细分品类。我国的厨房小家电行业始于上世纪 80 年代，虽较欧美日等发达国家和地区滞后近 30 年，但是发展后劲十足，品类迅速丰富，市场规模增长较快。2018年行业规模达到886亿，超过家居环境小家电与个人护理小家电规模总和，复合增长率达到6%。

目前，厨房小家电市场处于转型升级阶段，产品正逐步向环保、健康、时尚、个性化、多功能化、智能化方向发展。

图 15: 我国厨房小家电历史回顾

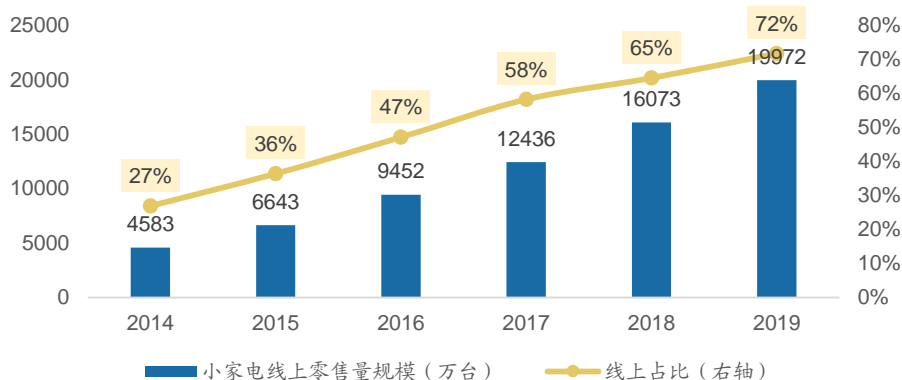


数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

(二)小家电线上销售占比持续提高,直播电商崛起为新兴小家电企业创造机遇

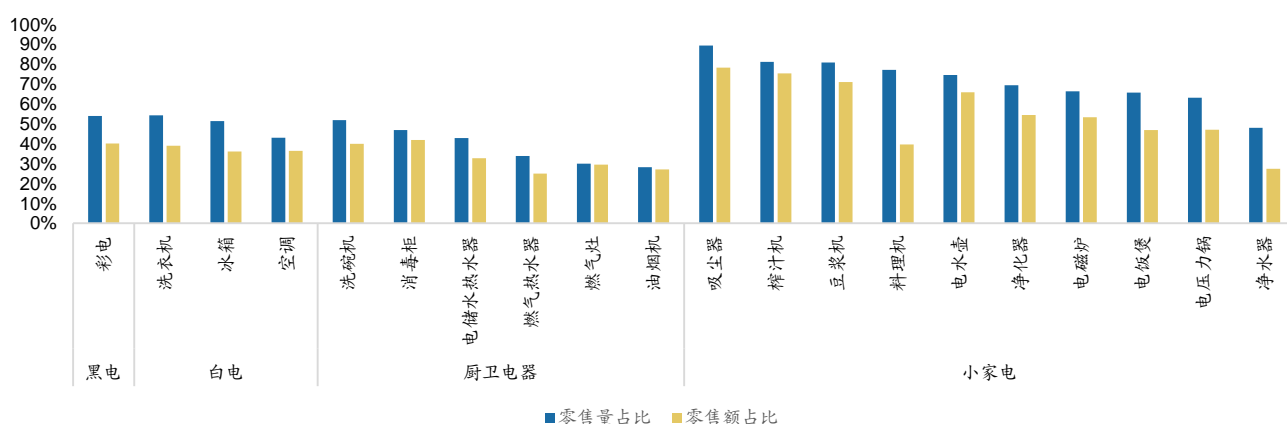
近年来随着互联网的普及和电商平台的发展,家电市场线上渠道销售占比快速提升。小家电由于标准化程度高、物流便捷、安装及售后属性弱,且新兴品类的创新属性与网购消费人群的属性更为匹配,使得小家电成为更适合通过电商渠道销售的家电品类。据奥维云网数据统计,2019年小家电线上零售量接近2亿台,占全渠道销售的71.7%。

图 16: 小家电线上零售量规模连年增长, 占比快速提升



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 17: 2019年各子品类线上零售量、零售额占比: 小家电>大家电



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

快速崛起的直播带货渠道在用户画像、消费行为、产品特点等方面与小家电市场十分契合：

用户人群：下沉市场、年轻化、女性消费者为主。目前，小家电市场渗透的空间较大，女性用户更愿意动手下厨、承担家务，对厨电和小家电产品的需求更强。

消费行为：KOL引导下的冲动消费。渗透率低的、具有新功能小家电产品更需要动态展示，使消费者了解其功能，更易促成冲动型消费。

产品特点：以高性价比的快消品为主。成为新型快消品的小家电产品需求价格弹性高、客单价低等特征使得其促销效果最好。

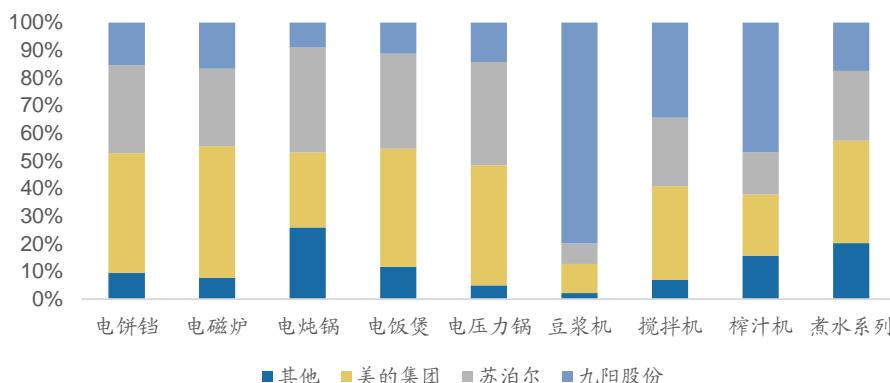
在这种情况下，更多细分小众产品可以直接面对用户，具备新产品创新能力的小家电企业有望借助渠道优势快速发展。

（三）竞争格局：传统品类美九苏优势突出；长尾市场尚未稳定，小熊电器、新宝摩飞竞争力较强，高端市场北鼎优势明显

1. 传统厨房小家电市场份额相对集中

目前，传统厨房小家电品类（电饭煲、电压力锅、榨汁机等）市场格局相对稳定，美的、九阳、苏泊尔三大品牌市场占有率较高，多个品类合计零售量份额超过80%。在此情况下，新兴品牌竞争力较弱，难以实现后来居上。

图 18：2019年部分小家电品类零售量市场份额：美九苏优势显著



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

2. 长尾市场空间较大，小熊电器和新宝的摩飞品牌竞争力较强

随着小家电行业细分品类逐渐完善，许多长尾品类市场逐渐兴起，例如电热饭盒、酸奶机、煮蛋器、养生壶等产品尚处于导入期，市场格局尚未稳定，消费者更加倾向于选择创新能力强、更加个性化、更能解决需求痛点的品牌。因此在长尾市场，新兴品牌和企业有更大的发展空间。

目前在长尾市场表现较好的主要为小熊电器和新宝的摩飞品牌，通过挖掘细分需

求，深耕长尾精品市场，迅速抢占市场份额。

表 4：小熊电器主要品类在天猫商城热销品牌榜分月排名情况

产品名称	2017 年度	2018 年度
电热饭盒	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
酸奶机	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
煮蛋器/蒸蛋器	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
多士炉	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
电动打蛋器	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
加湿器	全年各月均排名第一	1-3 月排名第一、4 月排名第二、5-6 月排名第一、7-8 月排名第二、9-11 月排名第一、12 月排名第二
电炖/煮粥锅	1-7 月排名第二、8 月排名第一、9-12 月排名第二	1 月排名第二、2-12 月排名第一
养生/煎药壶	1-10 月排名第一、11 月排名第二、12 月排名第一	全年各月均排名第一
绞肉/碎肉机	1-2 月排名第三、3-6 月排名第二、7-12 月排名第一	1-7 月排名第一、8 月排名第二、9-12 月排名第一

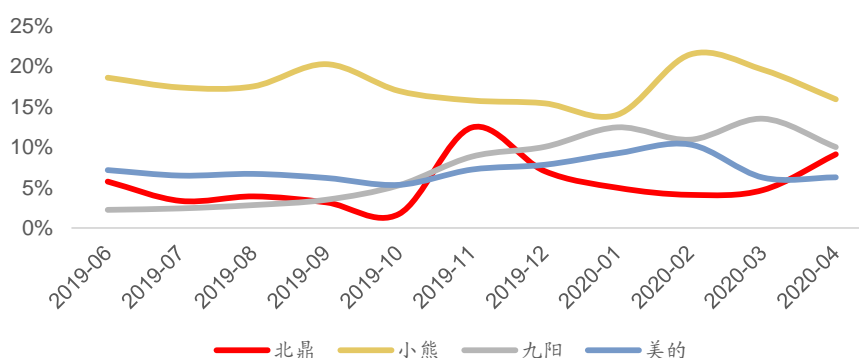
数据来源：小熊电器招股说明书，广发证券发展研究中心

3. 北鼎在部分厨房小家电长尾细分品类高端市场优势明显

小家电市场产品高端化趋势显著，龙头企业纷纷推出高端系列产品。

北鼎品牌自创立便坚守高端市场，经过多年深耕，在养生壶、电烤箱等品类的高端市场处于优势地位，所处价格段远超行业平均水平，竞品较少，竞争压力较小。据淘数据统计，北鼎养生壶线上销售份额较高，处于行业前列，销售均价在1400元以上，而其他品牌产品价格段多集中在100-300元。

图 19：养生壶线上销售额市场份额



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

三、核心竞争力：产品定位高端，线上渠道为主

品牌端：公司坚守高端产品市场，代工经验积累、产品高颜值设计、品牌针对性推广、生态场景打造等因素为高端品牌的树立提供支持；

产品端：公司注重研发投入，具备较强的创新和设计能力；

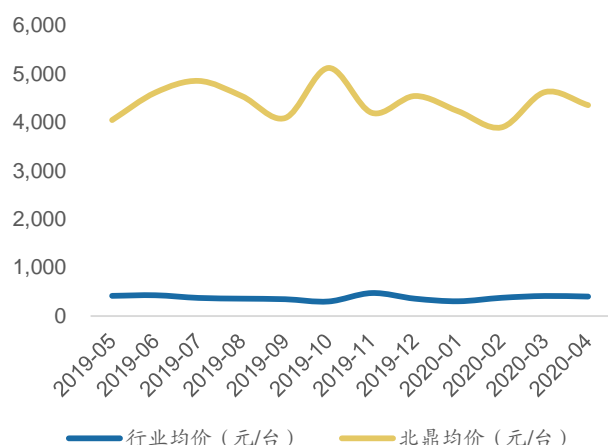
渠道端：公司渠道布局完善，整体盈利能力较强。

（一）品牌端：坚持高端品牌定位，积极扩大品牌知名度

1. 公司品牌定位高端，价格远高于行业平均水平

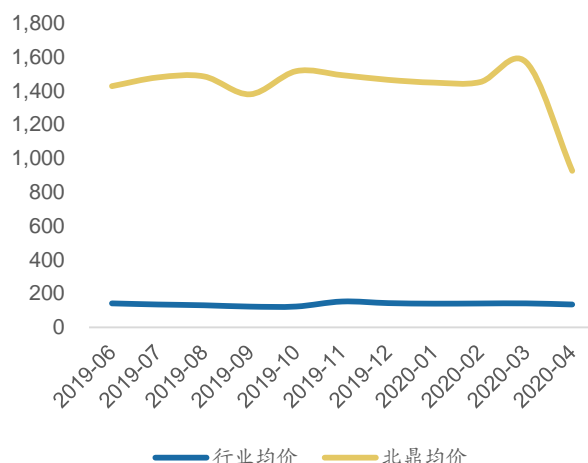
公司坚持高端品牌定位，在高端厨房小家电市场具有较大影响力，于北京、上海、广州、深圳等经济发达地区已经形成良好的品牌效应，养生壶、电烤箱等主营产品均价显著高于行业平均水平。据淘数据显示，北鼎电烤箱产品月销售均价在4000元以上，行业平均售价400元左右；北鼎养生壶月销售均价在1000元上下浮动，行业平均价格在100-200元间。

图 20：北鼎电烤箱均价与行业对比



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 21：北鼎养生壶均价与行业对比



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

2. 长期代工积累、高颜值产品设计、场景生态圈塑造以及线上、线下针对性的宣传推广共同助力公司品牌高端化发展

品牌高端化并非仅仅依靠一个高价标签就能实现，北鼎品牌利用代工经验，在产品的设计、品牌推广、生态场景打造等方面持续深耕，实现了产品与用户高端需求的匹配，成功树立起高端品牌形象。

（1）代工背景支持公司高起点

北鼎品牌从创立之初便从晶辉集团的代工背景中获益。晶辉集团拥有二十多年小家电外销资历，为许多国际知名家电品牌商提供专业的设计、研发和生产服务，积累了大量产品生产经验，因此自主品牌北鼎从创立开始在产品的设计、供应链、质检标

准等方面均对标代工的高端产品，为品牌高端化定位打下基础。

（2）高颜值产品设计精准定位具有经济基础的年轻女性用户

北鼎品牌产品在外观具有“高颜值”属性，多次获得被称为工业设计界的“奥斯卡”的“IF”和“红点”世界设计大奖。产品设计风格与高消费的精致室内装修风格匹配，尤其受到年轻女性用户的喜爱。随着女性经济和社会地位的提高，“她经济”庞大的市场潜力为公司品牌高端化的发展提供动力。

图 22：北鼎品牌产品设计精美、颜值高



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（3）围绕主营产品打造生态圈，深挖用户价值，推广高端品牌形象

尽管高端消费群体占比较低，人数有限，但个人消费能力较强。基于此公司通过围绕主营产品打造生态圈，在挖掘用户价值、增加用户粘性的同时，培养用户消费习惯，在目标群体中建立高端品牌形象，扩大品牌影响力，实现用户“流量”向“存量”的转变，为公司品牌高端化发展提供用户基础。

目前公司已经打造了较为完善的养生场景生态圈。尽管养生壶是低频消费，但通过

储物罐、随身杯、料包/食材等配套中高频消费产品的推出，增加用户粘性和消费体验。同时，由于中高频产品消费门槛较低，该类产品推出有利于扩大公司目标用户群体的规模。

图 23：公司打造出完善的养生场景生态圈



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

（4）线上渠道宣传迅速扩大品牌知名度，线下进驻高端终端

公司重视线上渠道的品牌宣传，通过官方网站、微信公众号、天猫商城、京东商城以及具有影响力的自媒体合作等途径积极推广公司自主品牌，以提升品牌知名度。

同时，线下销售渠道以高端终端为主，如华润高端品牌 OLE、天虹高端品牌君尚、沃尔玛高端品牌山姆会员店、顺电等，通过高端卖场直接面向高消费人群。

图 24：线下销售以高端卖场为主



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）产品端：研发创新注入活力、质量管控提供保障

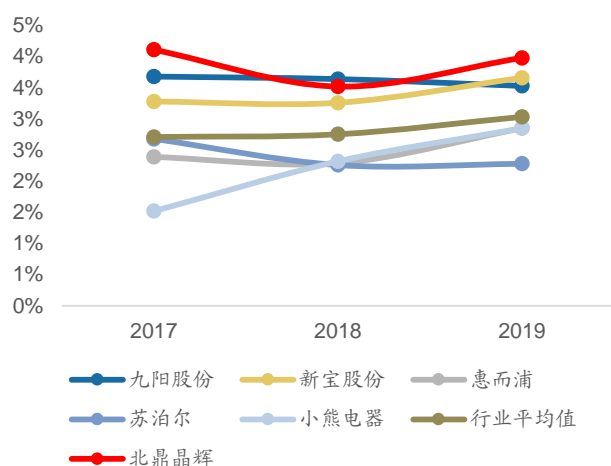
1. 公司注重产品研发和创新：研发投入行业领先、产品专利成果丰富

公司自成立以来，一直注重产品的研发与创新，通过组建专业的研发团队，建立完善的产品开发体系，形成了较强的自主研发能力和优秀的工业设计能力。

（1）公司研发费用率居于同行业上市公司高位，研发投入行业领先

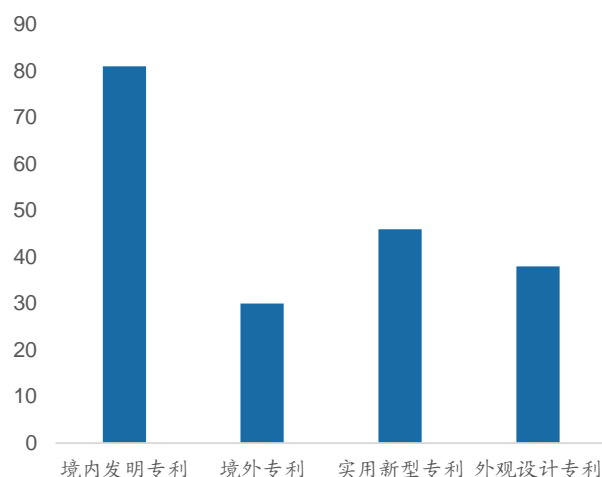
持续高水平的研发带动产品和技术创新，成果丰富，截至2019年末，公司拥有专利195项，自主研发设计的产品曾多次荣获“IF设计奖”、“红点设计奖”等国内知名奖项。

图 25: 北鼎股份研发费用率居于同业公司高位



数据来源: 北鼎股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 26: 北鼎股份研发成果丰富, 专利数量众多



数据来源: 北鼎股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 5: 公司自主研发设计的产品获奖经历

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	新加坡设计商会
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

数据来源: 北鼎股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

（2）以消费者需求为导向：主要产品核心技术有效解决需求痛点

公司产品研发以消费者的需求为根本导向，针对需求痛点进行功能升级。例如，公司主营产品养生壶的防溢技术有效防止水和食材沸腾时溢出、多士炉快速烘烤技术缩短烘烤时间，这些技术给消费者带来了极大的便利。

表 6：公司主要产品的核心技术

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面，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

数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

2. 公司产品生产效率较高，原材料供应商稳定，质量管控严格

公司生产效率较高，依托先进的管理系统和自动化生产设备，不断对生产线和物流系统进行升级和精益化改造。在提高生产效率的同时，公司同样注重产品质量。不同于行业内其他公司所采取的自制与外包相结合的模式，公司小家电产品均采用自制的生产模式，从原材料供应商的选择到最终生产、出货都经过层层检测和筛选。

（1）公司采取以产定采、战略采购相结合的采购模式

公司针对不同原材料设置不同的质量规格，检验合格后才会入库。

对于常规原材料，市场供给充足，价格透明且采购周期较短，采用以产定采。结合生产计划，通过SAP系统分解采购订单，由采购部确定采购计划并对市场进行调查，通过对原材料质量筛选安排采购。

对于战略性原材料，公司供应商相对集中且稳定，均是经过采购部门在质量、价格、交付、服务、技术、经营状况等方面层层筛选后的合作对象。

表 7：公司原材料采购情况

序号	原材料供应商名称	采购内容	单价 (元/件或元/千克)	金额(万元)	数量 (万千克或万件)	占原材料采购比
1	STRIX LIMITED	连接器	9.91	1,026.03	103.5	6.18%
2	深圳市烁鑫金属材料有限公司	五金原材料	17.17	962.17	56.04	5.80%
3	东莞龙腾铝品压铸有限公司	五金制品	18.22	817.96	44.9	4.93%
4	深圳市粤昌彩盒纸品有限公司	包装材料	3.2	580.05	181.29	3.49%
5	AMPLE KING INDUSTRIAL LTD.	塑胶原材料	14.12	465.56	32.97	2.80%

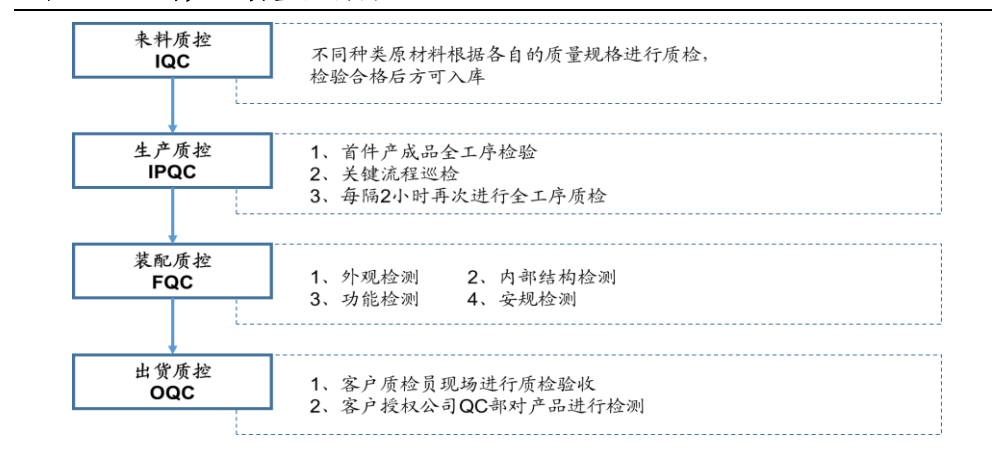
数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

(2) 公司质量控制标准和检测体系完善且符合自身情况

质量控制方面，公司通过ISO9001:2015质量认证体系，导入6Sigma品质管理理念，从原材料、生产、装配、出货等各个环节设置严格的品质检测，对产品材料、技术安全、制造工艺等均有严格检验，确保产品高品质和稳定性。

同时，公司产品根据销售地区不同，取得了包括国内CCC、CQC、CFDA认证，国际GS，TUV，UL等认证在内的所有前置认证。

图 27：公司产品质量控制措施



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

(三) 渠道端：深耕内、外销渠道建设，资源倾斜高毛利渠道

1. 销售渠道整体情况：海外市场以OEM/ODM业务为主，内销以线上销售为主
公司主营业务可以分为内销、外销两大部分，销售渠道和模式存在较大差异。

(1) 内销业务销售渠道线上、线下融合发展

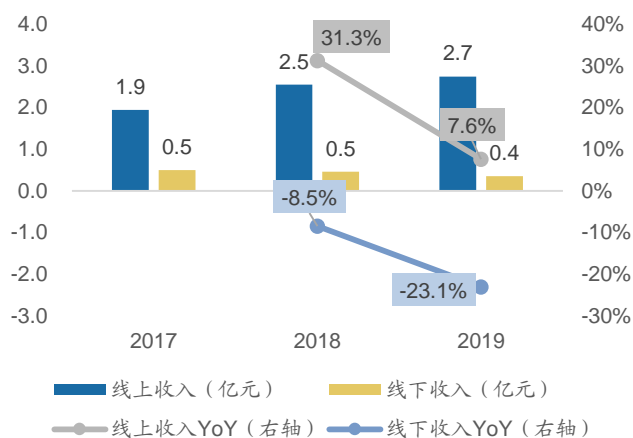
内销以线上渠道为主，2019年线上收入占比90%。线上内销业务销售渠道主要分为线上和线下两大类，其中线上渠道包括直销、代销、分销三大类，2019年内销线上收入2.7亿元，同比增加7.6%，占据内销全渠道收入接近90%；线下渠道包括经销、KA、直营、礼品团购及其他，2019年内销线下收入3517万，占比较低，同比下降23.1%。

表 8：线上、线下主要业务模式介绍

业务模式	模式介绍
线上直销	以淘宝、天猫、京东等第三方电商平台直营为主，自建官方商城为辅，直接向终端消费者销售商品，并提供配送及退换货等服务。
线上代销	在京东、1 号店等第三方电商平台开设店铺，同时委托物流公司将货物运送至电商平台指定仓库，消费者下单后，由电商平台负责产品的物流配送及收款工作。
线上分销	与各个分销商约定供货价格及销售价格区间，并授权分销商在约定的销售渠道开设店铺销售公司产品，具体包括：公司代发货模式、分销商自发货模式、电商平台分销模式。2019 年线上分销商数量达到 100 个。
线下经销	公司按照城市区域对经销商进行授权代理销售，由经销商以买断方式向公司采购产品，再由各经销商通过高端购物中心、百货商场等零售终端渠道对外销售。2019 年线下经销商数量达 91 个。
KA 渠道	与家电零售商、高端卖场进行合作，如华润 OLE、顺电、君尚等，并签订合同，零售商利用其渠道终端和品牌优势，对外销售公司产品
线下直营	开设自营店的方式探索“人+货+场”的互动方式，为消费者提供一个了解、体验、购买公司产品的消费场所。

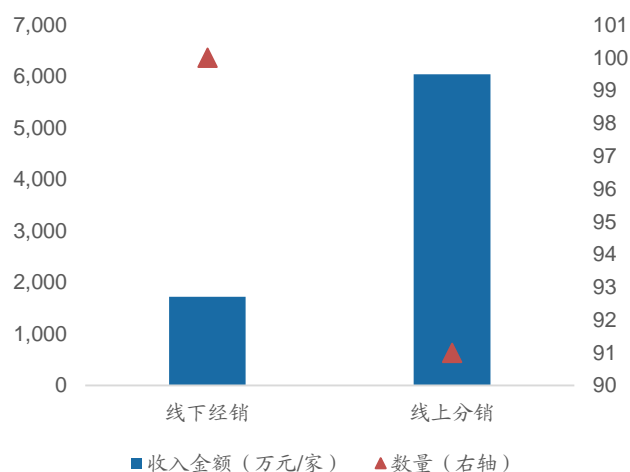
数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

图 28：公司内销线上、线下渠道收入及同比



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

图 29：公司线上分销商、线下经销商数量



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

公司目前过线上线下融合发展，已逐步形成了全方位、立体式市场布局：

线上渠道，公司进驻天猫商城、京东商城等主流电子商务平台，借助该等主流平台的大流量等资源优势，扩展品牌知名度和用户认可度。同时，公司整合资源，搭建“北鼎商城会员数据库”，通过大数据形成消费者画像，以准确把握品类发展方向和消费者需求痛点，提升消费者体验及用户粘性。

线下渠道，除积极布局传统经销和KA渠道外，公司通过开设自营店探索“人+货+场”的互动方式，为消费者打造“BUYDEEM北鼎”品牌的沉浸式体验平台，通过选址在人流密集的大型商场，促进品牌推广，同时实现线下流量的线上导流。

图 30：公司开设线下直营店探索“人+货+场”的互动方式

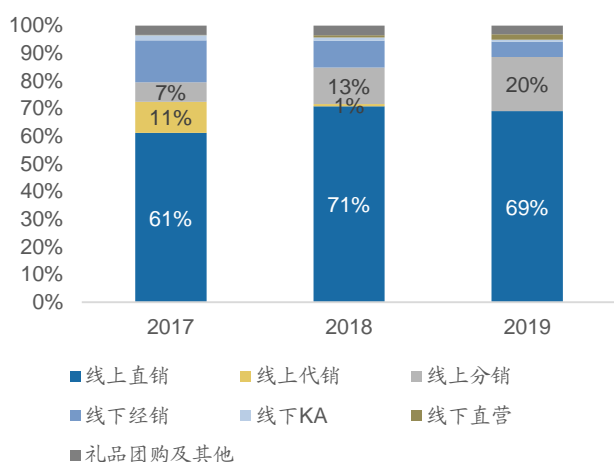


数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

（2）外销业务以ODM/OEM业务为主，持续加强与国际知名小家电品牌的合作

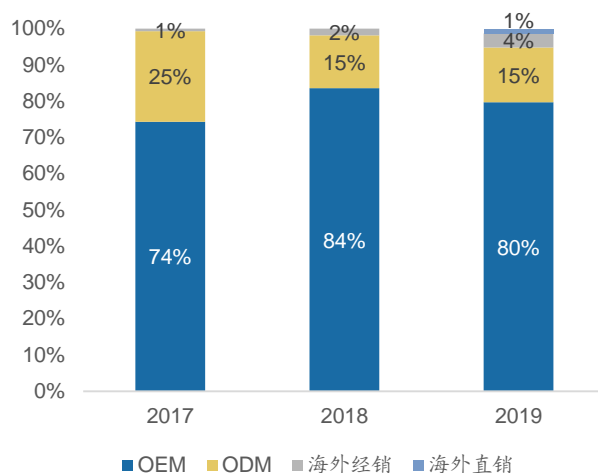
公司凭借较强的产品研发、工业设计和生产制造能力，提供ODM/OEM业务，受到国际品牌商的认可，与惠而浦集团（KitchenAid、Maytag）、铂富集团（Breville）等世界著名小家电品牌商建立了持续、稳固的合作关系。

图 31：公司内销线上销售占比逐年提升



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

图 32：公司外销以ODM/OEM为主



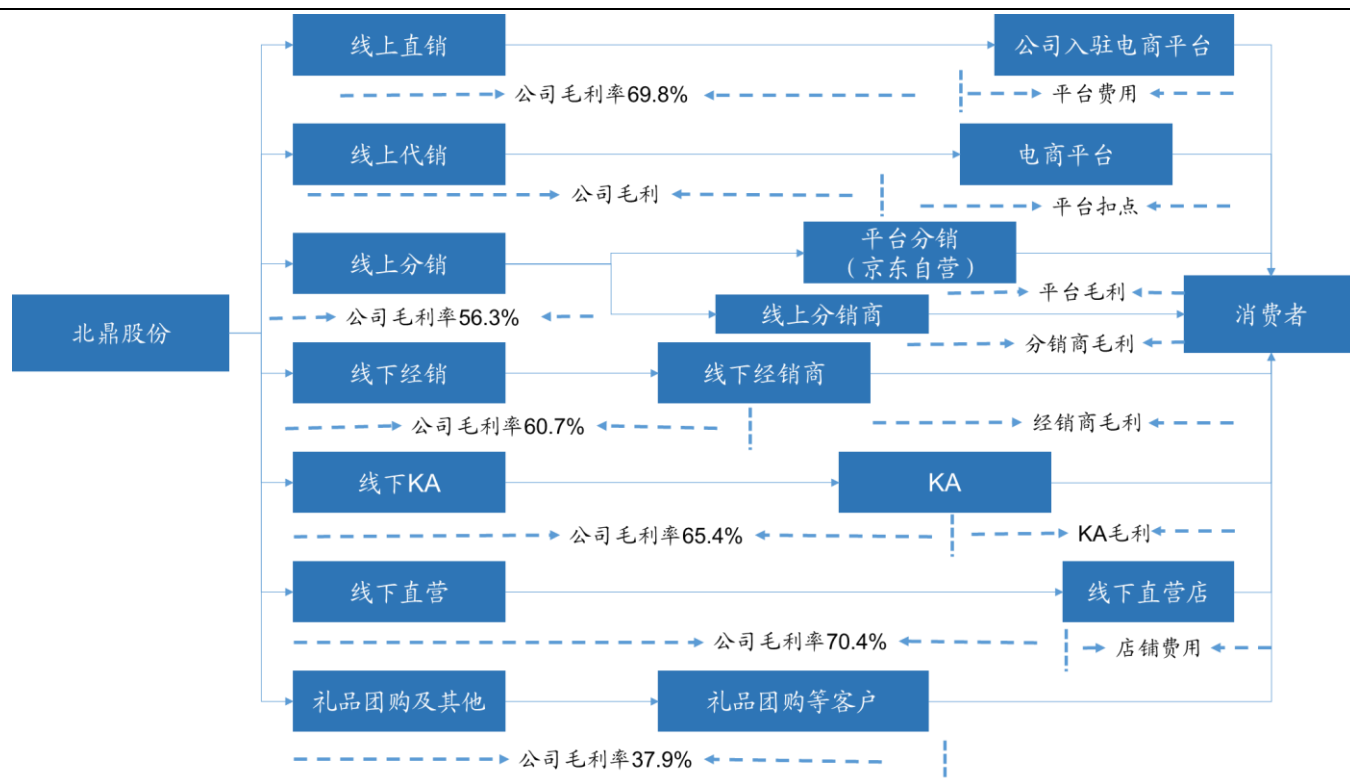
数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

2. 深耕高毛利销售渠道，促进毛利率行业领先

公司持续深耕高毛利率销售渠道，不断向毛利率较高的销售模式投入更多的资源，促进毛利率较高的销售模式收入持续增长。

外销业务中的海外直销和海外经销渠道毛利率相对OEM/ODM较高，收入占比持续增加，内销业务中毛利率相对较高的线上直销模式收入持续增长。

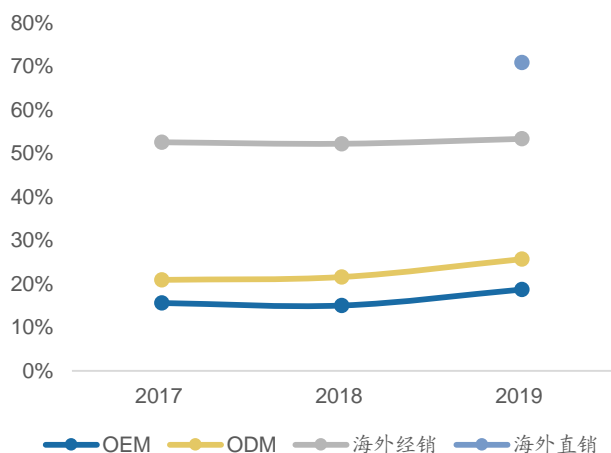
图 33：公司销售模式毛利情况



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

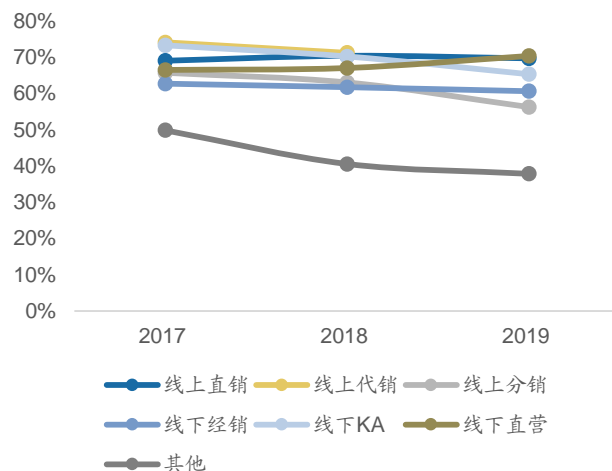
注：公司毛利率均为2019年数据

图 34: 公司外销分渠道毛利



数据来源: 北鼎股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

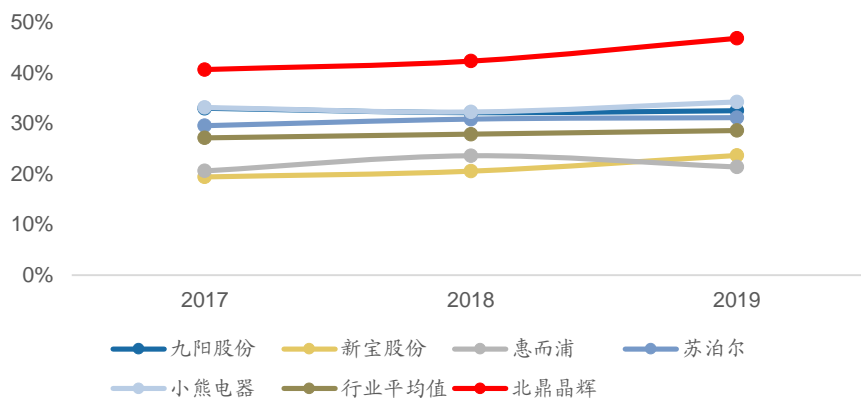
图 35: 公司内销分渠道毛利



数据来源: 北鼎股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

通过完善的渠道布局, 公司整体毛利率较高, 2019年高达46.8%, 显著高于同业务上市公司, 盈利能力较强。

图 36: 公司毛利率高于同业务上市公司



数据来源: 北鼎股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

四、未来成长动力：厨房小家电行业稳定增长，募集资金落地注入活力

行业红利和募投项目落地将成为公司未来发展的主要增长点：

公司业务契合厨房小家电行业发展趋势，有望从行业增长中获利；

募投项目的完工将助力产能提升、渠道拓宽以及技术瓶颈的突破。

（一）依托行业发展东风和消费升级快速发展

公司主营产品集中在厨房小家电长尾品类市场，发展空间较大，未来有望持续从行业增长中受益。在消费升级深化趋势下，产品升级带来的均价提升+品类拓张带来的销量扩容将保证厨房小家电市场规模未来数年内持续稳定增长。

随着健康、养生理念的逐步普及和疫情的刺激，养生厨房小家电将受到更多关注。在小型厨电领域，养生壶、破壁机、电炖锅、原汁机、料理机等各类主打健康功能的小家电层出不穷，成为我国家电行业中增长最为迅猛的细分领域之一。公司收入占比最大的细分品类养生壶便是一种代表性的养生类电器，发展空间较大，有望成为公司未来成长的重要支撑点。

同时，随着网络化、智能化成为全球消费电子产品发展趋势，智能程序、液晶界面等数码科技在厨房小家电产品上的应用更为紧密，推动行业不断向高端化发展。公司凭借出色的研发能力和高端化的品牌定位有望能够在高端化趋势中占得优势地位。

表 9：几种代表性养生类电器及其功能特点

养生电器品类	功能特征
养生壶	可以煮养生茶、养生药膳、烹煮中药、煲汤、温酒等，不容易使食物的营养流失
原汁机	榨汁机的衍生版，它与榨汁机的区别主要在于低速挤压，不会因为刀片高速运转时所产生的温度破坏蔬菜水果中的营养成分
电炖锅	采用文火慢烧法炖粥、汤，可以使食材和调料的味道、营养很好地散发到粥、汤里
破壁料理机	能瞬间击破食材中细胞的细胞壁，将细胞中的维生素、矿物质、植化素、蛋白质和水分等充分释放
净水器	去除水中的细菌、病毒、有害化合物及有机物、重金属，异色异味等有害身心健康的物质，保留有益矿物离子

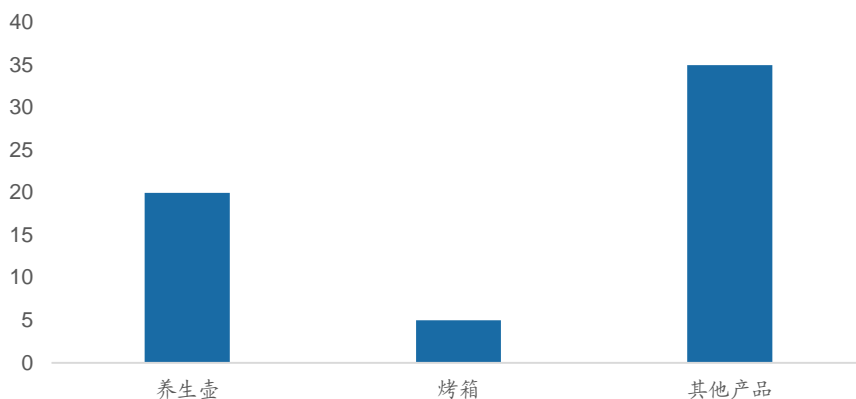
数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）募集资金落地将有助于提高产能、拓宽渠道、加速技术瓶颈的突破

公司计划公开发行不超过5435万股，全部用于与公司主营业务相关的项目，以提高产能、拓展渠道，实现市场份额稳步提升：

厨房小家电扩建项目：在原部分产线基础上，通过引进新装备，建设智能化生产车间，加大产品产能，以顺应行业自动智能化改造趋势、满足公司业务扩张的需要。

图 37：厨房小家电扩建项目加大产品产能（万台）



数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

品质生活厨房小电综合用品线下营销网络建设项目：在现有经销商及KA渠道覆盖基础上，经过筛选分类，新建或升级20家体验店、80家核心店、200家A级门店，拓宽销售渠道，强化精细化管理、产品供应及售后技术支持能力。

品质生活厨房小电综合用品研发设计中心建设项目：整合现有科研力量，更新研发设备，添置先进的检测、试验仪器，引入高端研发技术人员，以加速突破技术瓶颈，实现新品规模化、产业化生产，适应小家电市场越来越快的更新换代频率和高端化发展趋势。

品质生活厨房小电线上营销网络及品牌建设项目：强化线上营销网络，在国内各大电商平台开立网店、建设电商自营渠道、与海外核心地区电商网点以商品入库的方式进行合作，以加强公司产品品牌推广力度，拓宽销售渠道，促进份额提升。

表 10：北鼎股份募集资金投资项目

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	建设期（月）
1	厨房小电扩建项目	12,322.08	10,908.98	16
2	品质生活厨房小电综合用品 线下营销网络建设项目	8,291.50	2,252.73	36
3	品质生活厨房小电综合用品 研发设计中心建设项目	5,076.33	5,076.33	24
4	品质生活厨房小电线上营销 网络及品牌建设项目	9,940.00	9,940.00	36
合计		35,629.91	28,178.04	-

数据来源：北鼎股份招股说明书，广发证券发展研究中心

五、投资建议

公司的主营产品养生壶、电热水壶、多士炉等多为长尾厨房小家电，行业发展空间较大。公司在品牌、产品、渠道等方面具有优势，有望持续提升市场份额。随着募集资金落地，募投项目的完工，公司有望实现产能提升、渠道拓宽以及技术瓶颈的突破。

公司目前战略重心持续向自主品牌业务转移，根据招股说明书，2020Q1内销收入快速增长，尽管外销业务收入下滑，内销业务盈利能力远高于外销，内销占比提升，带动整体利润的快速提升。结合疫情影响和2020年一季度业绩表现，公司预计2020年1-6月营业收入为2.5-2.6亿元，同比增长0.3%-4.4%；预计归母净利润为3300-3500万元，同比增长8.9%-15.5%。其中，外销收入预计为7600-8000万元，同比下降38.5%-35.3%；内销收入预计为1.7-1.8亿，同比提升39.1%-44.0%。

根据上述情况，我们按照不同类型产品对公司业务做拆分与预测，核心假设如下：

（1）收入：公司更加注重内销自主品牌业务，随着自主品牌建设进一步完善，预计内销业务快速增长；外销业务在未来几年可能仍处于下滑状态，但随着外销业务模式的转变，下滑幅度逐渐收窄。分品类来看，小家电2020年直播渠道快速发展，带动小家电产品线上销售实现快速增长，所以我们认为，以内销为主的品类养生壶、饮水机、蒸锅、烤箱增长良好，但外销为主的热水壶等增长乏力。

（2）利润：由于内销收入占比提升，内销毛利率显著高于外销，因此假设公司整体毛利率继续提升。

表11: 2018-2021年分产品收入拆分及预测

	2018	2019	2020E	2021E
营业总收入 (亿元)	6.07	5.51	6.11	7.13
YoY	14%	-9%	11%	17%
内销收入 (亿元)	3.00	3.09	4.40	5.60
YoY	23%	3%	42%	27%
养生壶 (亿元)	1.59	1.12	1.34	1.48
YoY	-2%	-30%	20%	10%
电热水壶 (亿元)	0.10	0.09	0.10	0.10
YoY	10%	-11%	5%	5%
饮水机 (亿元)	0.46	0.63	0.95	1.23
YoY	94%	39%	50%	30%
周边食材 (亿元)	0.38	0.37	0.39	0.42
YoY	93%	-2%	6%	6%
烤箱 (亿元)	0.31	0.37	0.64	0.83
YoY	38%	21%	70%	30%
蒸锅 (亿元)	0.00	0.16	0.39	0.67
YoY	-26%	11064%	150%	70%
其他 (亿元)	0.16	0.34	0.58	0.87
YoY	193%	115%	70%	50%
外销收入 (亿元)	2.97	2.36	1.65	1.47
YoY	6%	-21%	-30%	-11%
多士炉 (亿元)	2.13	1.30	0.78	0.62
YoY	18%	-39%	-40%	-20%
养生壶 (亿元)	0.26	0.30	0.30	0.32
YoY	14%	15%	0%	10%
电热水壶 (亿元)	0.57	0.72	0.50	0.40
YoY	-20%	25%	-30%	-20%

数据来源: 北鼎股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

表12: 北鼎股份可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)		市盈率 (X)	
			2019A	2020E	2019A	2020E
002032.SZ	苏泊尔	68.93	2.34	2.48	32.84	27.84
002242.SZ	九阳股份	32.74	1.07	1.17	23.01	28.00
002705.SZ	新宝股份	33.33	0.86	1.04	19.00	31.98
002959.SZ	小熊电器	130.00	2.23	2.93	31.05	44.34
603355.SH	莱克电气	22.90	1.25	1.31	18.69	17.45
603868.SH	飞科电器	44.06	1.57	1.58	23.41	27.95
	行业平均				24.66	29.59
300824.SZ	北鼎股份		0.40	0.37		

数据来源: Wind、北鼎股份招股说明书、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2020-6-9 收盘价; 所有公司 2019 年 EPS 为年报数据, 2020 年预测数据与广发外发报告一致。

基于以上假设，我们预计公司20-22年归母净利润分别为0.8亿、1.0亿、1.2亿元，同比增长23%、24%、25%。假设按上限发行5435万股计算，总股本为2.2亿股，对应20-22年EPS分别为0.37、0.46和0.57元/股。以苏泊尔、九阳股份等多家A股上市小家电公司作为估值参考，20年平均动态PE估值为30.0X，考虑公司内销成长性良好，品牌定位高端，我们给予合理估值区间为20年PE估值30-35X，即合理价值11.10-12.95 元/股。

六、风险提示

产品集中度较高

公司业务收入主要来自多士炉、养生壶、电热水壶的销售，若多士炉、养生壶、电热水壶行业发生不利变化或竞争加剧，公司经营情况可能受到不利影响。

汇率大幅波动

公司外销收入占比较高，境外销售货款主要以美元结算，同时进口原材料主要通过美元、港币结算，人民币汇率的波动将给公司业绩带来不确定的影响。

原材料价格上升

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

贸易摩擦风险

自2018年以来，美国向中国发起了多轮贸易战，对原产于中国的部分商品加征关税，公司外销收入占比较高，业绩受到影响。

资产负债表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	360	364	739	814	919
货币资金	191	237	600	657	744
应收及预付	74	57	64	76	85
存货	87	63	67	73	80
其他流动资产	7	7	7	8	10
非流动资产	54	51	87	120	151
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	37	72	104	134
在建工程	3	2	3	4	5
无形资产	6	6	6	6	6
其他长期资产	5	5	5	5	5
资产总计	413	414	826	934	1,070
流动负债	120	86	95	103	114
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	91	59	70	74	81
其他流动负债	29	27	26	29	33
非流动负债	6	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	7	7	7	7
负债合计	126	93	102	110	121
股本	163	163	217	217	217
资本公积	29	30	297	297	297
留存收益	95	129	209	309	434
归属母公司股东权益	287	321	723	823	948
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	413	414	826	934	1,070

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	607	551	611	713	832
营业成本	350	293	285	314	353
营业税金及附加	5	5	6	7	8
销售费用	115	123	162	200	237
管理费用	46	42	48	59	68
研发费用	21	22	24	29	33
财务费用	-4	0	0	0	0
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	4	3	4	5
营业利润	76	73	91	113	141
营业外收支	2	1	2	2	2
利润总额	78	75	92	114	142
所得税	10	9	12	14	17
净利润	68	66	81	100	125
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	68	66	81	100	125
EBITDA	86	81	86	106	133
EPS (元)	0.42	0.40	0.37	0.46	0.57

现金流量表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	53	82	74	84	112
净利润	68	66	81	100	125
折旧摊销	17	15	0	0	0
营运资金变动	-28	5	-2	-11	-7
其它	-3	-4	-5	-5	-6
投资活动现金流	-8	-5	-31	-28	-25
资本支出	-10	-9	-35	-32	-30
投资变动	0	0	0	0	0
其他	2	4	3	4	5
筹资活动现金流	-58	-25	321	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	54	0	0
其他	-58	-25	267	0	0
现金净增加额	-9	52	364	56	87
期初现金余额	186	177	237	600	657
期末现金余额	177	230	600	657	744

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	14.5%	-9.2%	10.8%	16.8%	16.7%
营业利润增长	68.9%	-3.3%	24.2%	24.0%	24.9%
归母净利润增长	66.8%	-3.3%	22.7%	24.3%	24.6%
获利能力					
毛利率	42.3%	46.8%	53.3%	56.0%	57.6%
净利率	11.2%	11.9%	13.2%	14.1%	15.0%
ROE	23.7%	20.5%	11.2%	12.2%	13.2%
ROIC	21.2%	18.1%	10.3%	11.3%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	30.5%	22.5%	12.4%	11.8%	11.3%
净负债比率	43.9%	29.0%	14.2%	13.4%	12.8%
流动比率	3.00	4.22	7.74	7.88	8.03
速动比率	2.20	3.29	6.91	7.05	7.19
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.33	0.74	0.76	0.78
应收账款周转率	9.32	13.81	11.67	11.30	12.17
存货周转率	6.97	8.74	9.14	9.77	10.37
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.40	0.37	0.46	0.57
每股经营现金流	0.33	0.51	0.34	0.39	0.51
每股净资产	1.76	1.97	3.33	3.79	4.36
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

广发家电行业研究小组

- 曾 婵**：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获 2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名。
- 袁 雨 辰**：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 王 朝 宁**：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 高 润 鑫**：高级研究员，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。