

2020 年 06 月 08 日

北鼎股份 (300824.SZ)

# 公司新股分析

证券研究报告

## 养生家电的高端品牌

■ **小家电行业空间大，养生类产品有发展潜力：**相比于欧美等国家或地区，我国小家电行业仍有提升空间。近年来，受益居民消费水平提高、保健意识增强，国内小家电保有量不断增长，养生类小家电也获得消费者青睐。我们认为，北鼎股份具备产品、渠道优势，公司未来发展值得关注。

■ **产品定位高端，品类丰富：**以养生壶为例，相比于竞品，公司产品上市时间早、用材好，售价较高。根据奥维，2019 年，北鼎养生壶线上均价为 1159 元/台，而同期行业均价仅为 132 元/台。公司为满足不同消费需求，也开发多种细分产品，种类丰富。除养生壶、多士炉、电热水壶，北鼎也推出了饮水机、烤箱、周边食材等品类，售价也高于行业水平。我们分析，公司产品性能领先，优于竞品（详见后文表 3、表 4），有一定销售溢价。长期来看，随着新品不断推出，公司收入端有望快速增长。

■ **内销以线上为主：**北鼎在国内主攻电商渠道，已入驻天猫、京东等主流平台，并自建官方商城。2019 年，线上销售占比内销 89%；2014~2019 年，公司线上收入年均复合增速达到 49.4%。除了运营传统电商，北鼎也在推广 MCN 营销。2019 年，公司已与李佳琦合作，带货饮水机，取得不错销售业绩（2019 年，北鼎饮水机内销收入 YoY+38.7%）。我们认为，北鼎拥有丰富的电商运营经验，积累了用户流量，未来线上业务有望继续保持良好增长态势。

■ **募投项目将扩充产能，完善内销渠道：**随着销售规模扩大，公司产能接近饱和。根据公告，2019 年公司多士炉、开水煲（包含养生壶及电热水壶）的产能利用率为 75%、71%，而募投项目投产后，预计会增加 60 万台小家电产能。北鼎也拟通过募投项目完善线上、线下网络建设，增开门店，提升品牌影响力。

■ **投资建议：**北鼎是国内小家电的优势品牌，产品定位高端。考虑到其产品结构不断优化，扩展新品类，我们认为，公司业绩将保持快速增长。考虑到上述潜力，类比可比公司估值，我们给予北鼎 2020 年 25~30 倍的 PE 估值。我们预计，北鼎股份 2020~2021 年的 EPS 分别为 0.32/0.36 元（按 IPO 发行股份全面摊薄），相对估值法下，我们认为，2020 年，公司二级市场合理价格为 8.00~9.60 元。

■ **风险提示：**行业竞争加剧，汇率大幅波动

定价区间：**8.00 - 9.60**  
元

### 发行数据

总股本(万股)	16,305
发行数量(万股)	5,435
网下发行(万股)	3,261
网上发行(万股)	2,174
保荐机构	中山证券有限责任公司
发行日期	2020/6/10
发行方式	网上发行,网下配售

### 股东信息

晶辉电器集团有限公司	37.41%
张北	32.40%
张席中夏	9.89%
方镇	5.02%
席冰	4.65%
广东广垦太证现代农业股权投资(有限合伙)	2.22%
彭治霖	1.84%
牛文娇	1.01%
徐声林	.94%
李凤琪	.74%

**张立聪**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070005  
zhanglc@essence.com.cn

**李奕臻**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001  
liyiz4@essence.com.cn  
0755-82825392

### 相关报告

100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	6.1	5.5	5.8	6.3	6.9
净利润	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
每股收益(元)	0.42	0.40	0.32	0.36	0.40
每股净资产(元)	1.76	1.97	1.89	2.07	2.27

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	42.3%	46.8%	48.7%	49.2%	49.8%
净利率	11.2%	11.9%	12.1%	12.3%	12.6%
净资产收益率	23.7%	20.5%	17.0%	17.3%	17.5%
ROIC	89.9%	70.7%	38.6%	28.8%	25.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 国内领先的厨房小家电公司.....	4
2. 小家电行业规模扩张，养生产品获青睐.....	6
2.1. 小家电内销量持续增长，线上销售占比提升.....	6
2.2. 养生小家电行业有增长潜力.....	7
3. 定位高端小家电，试水内容营销.....	9
3.1. 主打“千元”养生壶，材质优于同行.....	9
3.2. 内销毛利率 60%+，发力 MCN 营销.....	10
3.3. 海外客户集中度高，逐步开拓品牌业务.....	11
3.4. 募投项目将扩充产能，完善渠道网络.....	13
4. 财务分析.....	14
5. 盈利预测与估值.....	16
5.1. 盈利预测.....	16
5.2. 估值.....	17
6. 风险提示.....	17

## 图表目录

图 1：北鼎主要生产厨房小家电产品.....	4
图 2：2019 年，公司养生壶、多士炉收入占比较高.....	4
图 3：北鼎内销收入占比逐年提升.....	4
图 4：2015~2019 年，公司收入年均复合增速 7.3%.....	5
图 5：2015~2019 年，公司业绩年均复合增速 24.0%.....	5
图 6：北鼎股份发展历程.....	5
图 7：GEORGE MOHAN ZHANG、张北是北鼎晶辉实际控制人.....	5
图 8：国内小家电行业规模持续增长.....	6
图 9：国内小家电线上销量占比逐步提升.....	6
图 10：微博大 V、知名美食自媒体、薇娅宣传摩飞多功能锅.....	7
图 11：摩飞多功能锅拥有“高颜值”.....	7
图 12：摩飞渠道商拥有更高的盈利能力.....	7
图 13：2016~2019 年，国内养生壶线上销量复合增速 34.6%.....	8
图 14：北鼎是养生壶行业中，唯一均价在千元以上的品牌.....	8
图 15：近年来，北鼎养生壶内销量有所下滑.....	10
图 16：2018~2019 年，北鼎养生壶收入占比有所下降.....	10
图 17：北鼎各品类售价高于行业.....	10
图 18：电商贡献内销主要收入.....	11
图 19：2014~2019 年，北鼎内销收入年均复合增速 39.5%.....	11
图 20：李佳琦带货北鼎饮水机.....	11
图 21：北鼎饮水机收入高速增长.....	11
图 22：OEM 业务贡献北鼎外销主要收入.....	12
图 23：2014~2019 年，北鼎外销收入年均复合增速-5.0%.....	12
图 24：2019 年，多士炉外销收入有所下滑.....	12
图 25：公司多士炉产能接近饱和.....	13

图 26: 北鼎开水煲产能利用率较高.....	13
图 27: 北鼎毛利率呈上升态势.....	14
图 28: 2019 年, 北鼎净利率高于可比公司 .....	14
图 29: 北鼎期间费用率较高.....	14
图 30: 北鼎 ROE (加权) 处于中游水平.....	14
图 31: 北鼎总资产周转率处于中游水平.....	15
图 32: 近年来, 北鼎存货周转率有所下滑.....	15
图 33: 北鼎资产负债率处于较低水平.....	15
图 34: 北鼎流动比率高于可比公司.....	15

表 1: 养生类小家电代表产品介绍.....	8
表 2: 2019 年, 小熊养生壶线上销售额份额第一.....	8
表 3: 北鼎养生壶的材质好于竞品.....	9
表 4: 北鼎养生壶的制作工艺、操作性能优于竞品.....	9
表 5: 北鼎内销渠道模式介绍.....	11
表 6: 公司与海外知名家电企业建立稳定合作关系.....	12
表 7: 北鼎募投项目简介.....	13
表 8: 厨房小电扩建项目将提升养生壶、烤箱等品类产能.....	13
表 9: 收入分类预测表.....	16
表 10: 可比公司估值表.....	17

## 1. 主打养生壶的厨房小家电公司

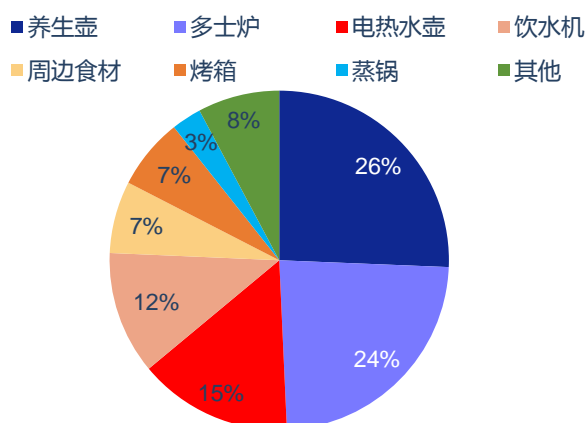
北鼎是国内厨房小家电行业领先企业。北鼎晶辉科技股份有限公司于 2003 年在深圳成立，主营厨房小家电业务，产品包括养生壶、电热水壶、多士炉等。公司在国内运营自主品牌“BUYDEEM 北鼎”，海外以 OEM/ODM 业务为主。根据公告，公司 2019 年实现收入 5.5 亿元，YoY-9.2%；业绩 6577.8 万元，YoY-3.3%。根据公告，公司预计，2020H1 收入 YoY+0.3%~+4.4%；业绩 YoY+8.9%~+15.5%。

图 1：北鼎主要生产厨房小家电产品



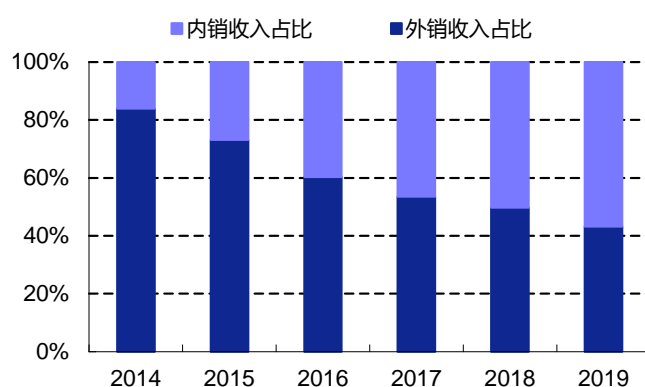
资料来源：天猫，公司公告，安信证券研究中心

图 2：2019 年，公司养生壶、多士炉收入占比较高



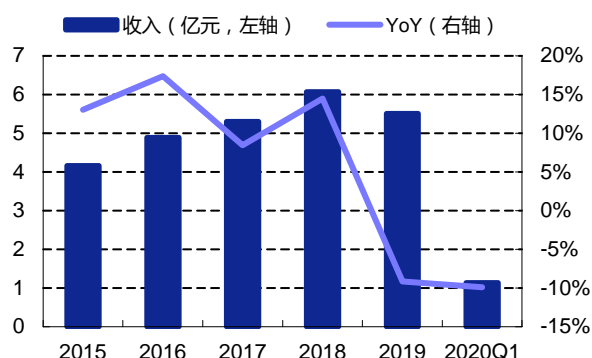
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：北鼎内销收入占比逐年提升



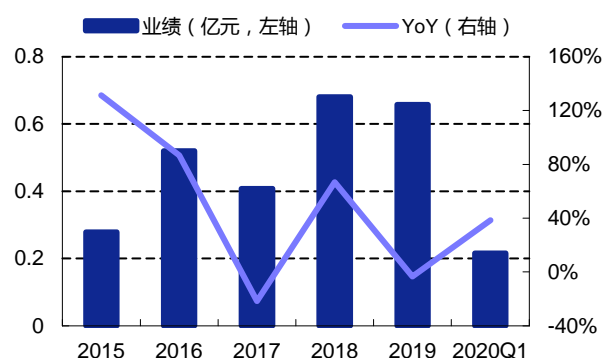
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2015~2019 年，公司收入年均复合增速 7.3%



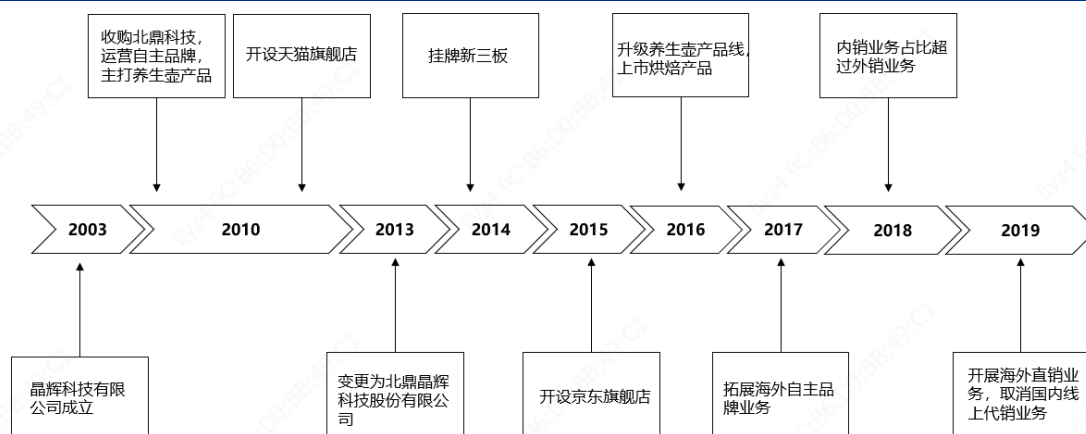
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2015~2019 年，公司业绩年均复合增速 24.0%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

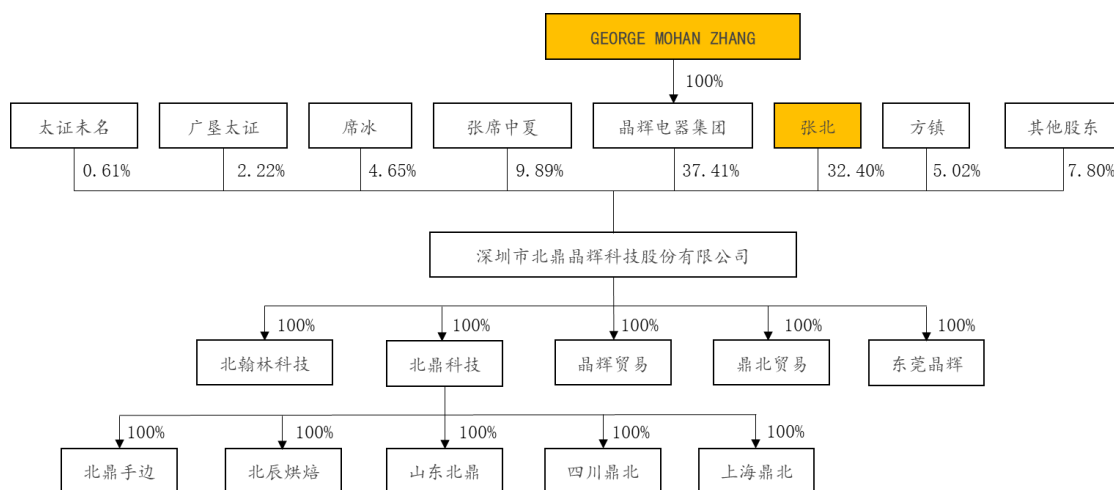
图 6：北鼎股份发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

GEORGE MOHAN ZHANG、张北是公司实际控制人。GEORGE MOHAN ZHANG 持有晶辉电器集团 100%的股权，间接持有北鼎晶辉 37.41%的股权。张北为 GEORGE MOHAN ZHANG 之父，直接持有公司 32.40%股份。

图 7：GEORGE MOHAN ZHANG、张北是北鼎晶辉实际控制人



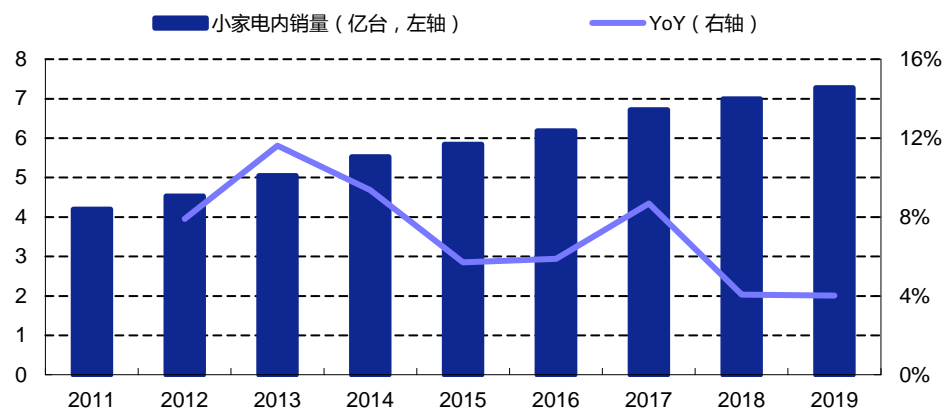
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 小家电行业规模扩张，养生产品获青睐

### 2.1. 小家电内销量持续增长，线上销售占比提升

随着生活水平提升，小家电行业规模保持增长。近年来，随着居民消费水平上升，我国小家电行业稳定增长，普及率不断提升。但与日韩、欧美等发达国家或地区相比，除厨房小家电，其他类别小家电保有量仍处于较低水平。我们认为，随着消费升级，国内小家电普及率有望继续提高。

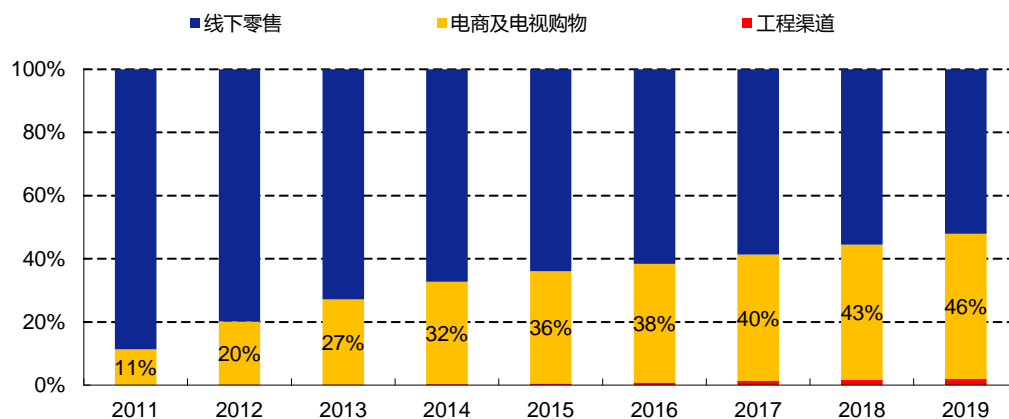
图 8：国内小家电行业规模持续增长



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

线上小家电行业规模持续增长。小家电产品适宜在电商平台销售，主要原因为消费者对小家电较为熟悉，对线下体验要求不高。近年来，小家电线上销售规模不断增长，电商占比持续上升。

图 9：国内小家电线上销量占比逐步提升



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

社交电商开始成为新品冲量的方式。一些小家电品牌（例如九阳、摩飞）凭借“网红”流量推广新品，取得一定销售业绩。我们分析，相比大家电，小家电更早进入 MCN，成因是：1) 新奇特品类多。2) 外观设计多样化，吸引年轻消费者。3) 大部分免安装。4) 相较于大家电而言，小家电单价低，容易诱发冲动消费。我们预计，2020 年，行业中会有更多小家电企业利用社交平台进行营销，主要由于：1. 社交平台拥有较多的年轻粉丝，而这些人也是小家电的目标消费人群。2. 网红通过直播进行实物演示，有利于消费者直观了解产品。



图 10：微博大 V、知名美食自媒体、薇娅宣传摩飞多功能锅



资料来源：微博，绿洲，淘宝直播，安信证券研究中心

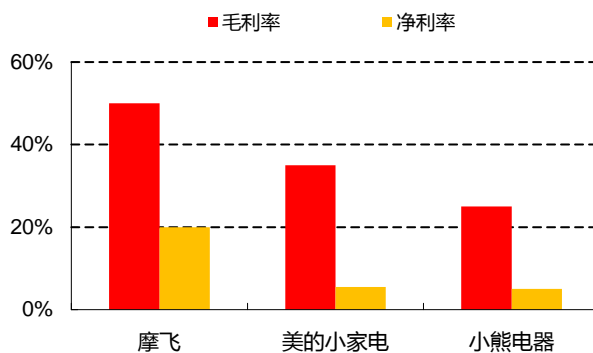
成熟的 MCN 营销模式，也对小家电产品设计、销售提出了要求。结合产业调研，我们认为，适合 MCN 营销渠道的小家电产品，往往具备以下特点：1) 颜值高，外观在竞品中较为突出。2) 功能有别于竞品，或市面上未有相似竞品。3) 产品利润空间大，可尽快收回 MCN 营销成本。

图 11：摩飞多功能锅拥有“高颜值”



资料来源：天猫，安信证券研究中心

图 12：摩飞渠道商拥有更高的盈利能力



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

## 2.2. 养生小家电行业有增长潜力

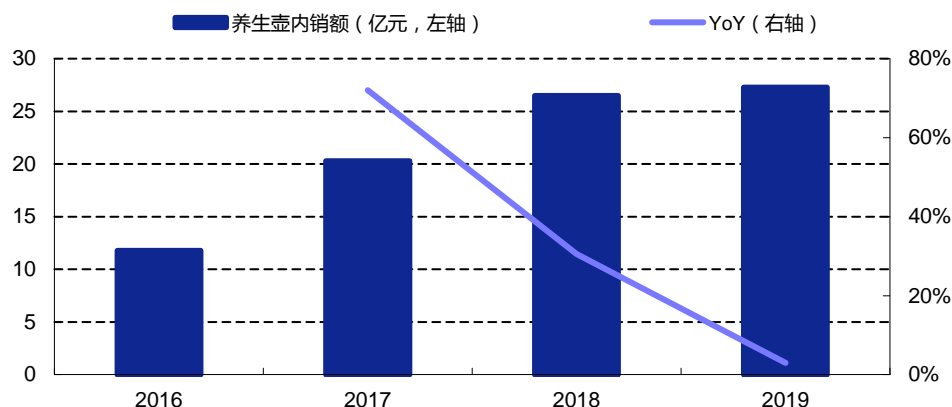
健康理念逐步普及，养生小家电获消费者青睐。随着养生概念被引入小家电市场，行业衍生出养生电器品类。养生小家电是指通过精细加工方式，提高食品质量，达到养生目的的小家电产品，包括养生壶、原汁机、电炖锅等，该类别产品获得消费者青睐。我们认为，养生小家电行业未来有增长空间，主要原因为：1) 从需求端来说，随着消费升级，人们逐步追求品质消费、健康生活。根据 2018 年第一财经商业数据中心发布的《90 后、95 后线上消费大数据洞察》，90 后、95 后人群对养生系列产品的偏好度明显上升。今年的新冠疫情，也会催生一定需求。2) 从供给端来看，养生小家电为新兴品类，种类多样、产品附加值高，企业有动力销售。但需要说明的是：1.国内消费者购买养生小家电时，仍以知名品牌产品为主。2.部分养生家电销售增速放缓。以养生壶为例，因行业规模较大、产品更新频率低，近年来销售增速放缓，预计行业未来保持低速增长态势。

表 1: 养生类小家电代表产品介绍

名称	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	有别于榨汁机，原汁机可低速挤压食物，不会出现刀片因高速运转产生高温而破坏蔬菜水果中的营养
电炖锅	采用文火慢烧法炖粥、汤，可以使食材营养很好地散发到粥、汤里
破壁机	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、有害化合物等有害身心健康的物质，保留有益矿物离子

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13: 2016~2019 年，国内养生壶销售额复合增速 32.3%



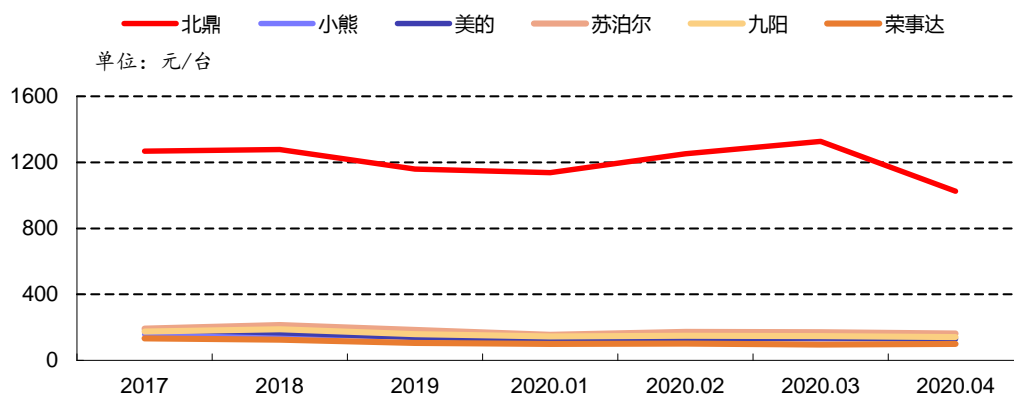
资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

表 2: 2019 年，小熊养生壶线上销售额份额第一

品牌名称	2019 年线上销售额市占率	2019 年线上销售均价 (元/台)
小熊	29.0%	141
美的	14.1%	139
苏泊尔	12.4%	185
荣事达	8.2%	105
北鼎	5.5%	1159
九阳	3.6%	159

资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 14: 北鼎是养生壶行业中，唯一均价在千元以上的品牌



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心（注：统计各个品牌养生壶线上均价）



### 3. 定位高端小家电，试水内容营销

#### 3.1. 主打“千元”养生壶，材质优于同行

北鼎主打高端养生壶，具备先发优势。在养生壶产品上，公司挖掘用户需求，不断改善产品外观、优化性能，持续推出新品。2013 年，北鼎推出第一款全自动煮茶壶 K100，之后推出炖煮结合的养生壶 K142、可定时的集蒸炖煮功能于一体的养生壶 K165，产品不断升级。对比同行企业，公司养生壶有先发优势。例如，2015 年，小熊电器才将养生壶产品导入市场。因公司较早推出多功能养生壶、材料质地较好，产品定价远高于小熊、美的、苏泊尔等竞品。需要说明的是，低价位产品线上销售份额较高（见上文表 2），我们认为，原因是：1）从需求端来看，国内消费者更为看重养生壶的基础功能，购买高端产品的人数较少，低价产品受欢迎。2）从供给端来看，一些品牌电商运营更成熟。以小熊电器为例，作为淘品牌，小熊可获得平台流量支持。

表 3：北鼎养生壶的材质好于竞品

品牌	型号	容积	材质	5 月销售额 (万元)	5 月销量 (万台)	成交均价 (元/台)	净重 (kg)	其他功能
九阳	DGD1506BQ	1.5L	高硼硅玻璃	328.1	2.8	119.0	-	304 不锈钢底盘
小熊	YSH-B18W2	1.5L	高硼硅玻璃	314.0	3.6	86.4	-	-
北鼎	Mini K31	0.6L	肖特玻璃 (不易炸裂、不串味)	187.6	0.3	667.7	0.7	也适用于高原地区；316L 不锈钢发热盘
美的	MK-GE1703	1.5L	高硼硅玻璃	161.4	0.9	171.3	1.7	304 不锈钢底盘
苏泊尔	SW-15YT08a	1.5L	高硼硅玻璃	73.8	0.5	144.8	-	304 不锈钢底盘

资料来源：天猫监测，安信证券研究中心（注：统计 5 月份，各品牌在天猫上月销量第一的养生壶）

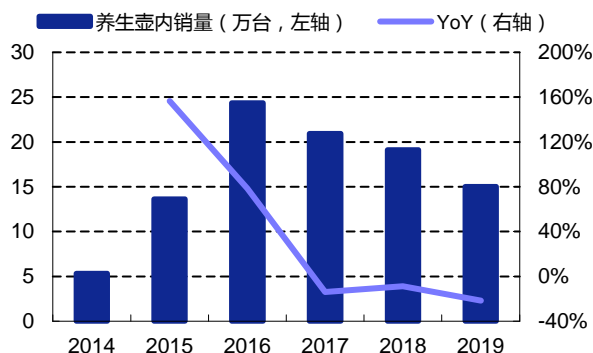
表 4：北鼎养生壶的工艺、操作性能优于竞品

品牌	型号	加工工艺及操作性能评分
SKG	8074S	4.5
拓璞	DK395	4.5
北鼎	K185	4.5
苏泊尔	SW-15	4.5
德尔玛	DEM-YS201S	4.5
西屋	WEK-521A	4.5
九阳	K17-D07	4.5
小熊	YSH-C18K5	4.5
松桥	MK-YSH181G	4.5
荣事达	YSH1751	4
龙的	LD-ys1515	4
天际	BJH-W180P	4
生活元素	D19	4
美的	MK-GE1703	4
金正	N1	4
利仁	LR-D1805	4
现代	QC-YS1580	4
岳恒	HX006	4
志高	ZG-S1836	3.5
容威	YSH2003	3

资料来源：上海市消费者权益保护委员会，安信证券研究中心（注：评分越高，性能表现越好；测评文章发表于 2019 年年初）

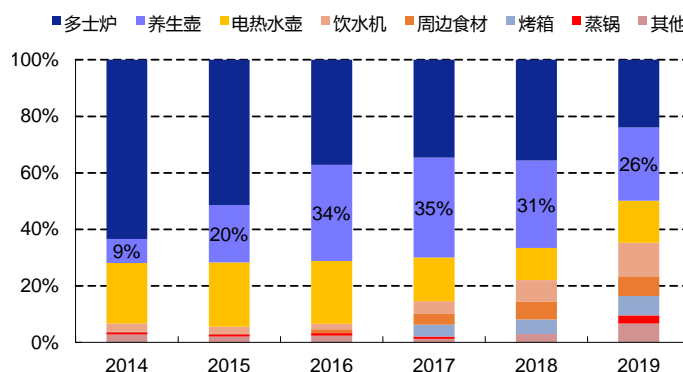
北鼎也在开拓其他养生家电品类。公司养生壶上市时间长、覆盖用户广，而养生壶使用寿命相对较长，属于低频消费产品，经过前期的销售覆盖，原有客户在购买后短期内暂无更换需求，近年来产品销量有所下滑。为此，北鼎积极布局养生食材、烘焙类产品、饮水机等新品类，丰富主营结构，收入端添新增长点。

图 15：近年来，北鼎养生壶内销量有所下滑



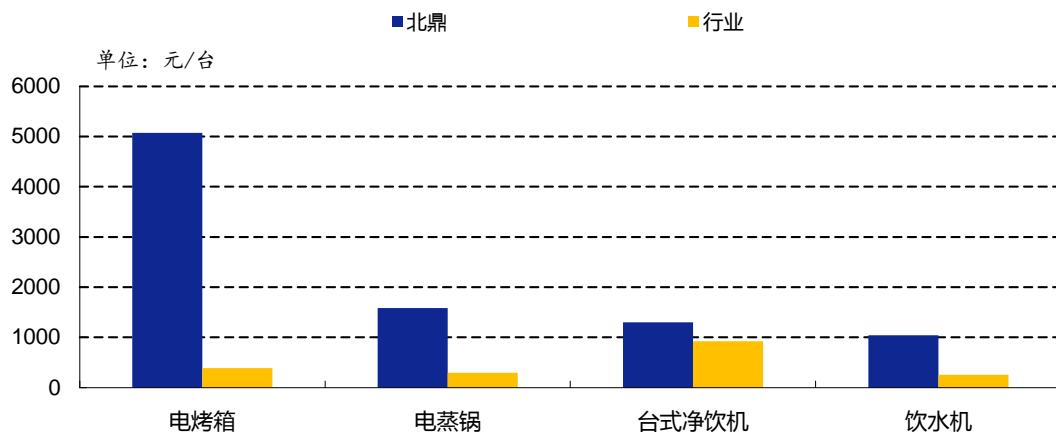
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16：2018~2019 年，北鼎养生壶收入占比有所下降



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 17：北鼎各品类售价高于行业均值



资料来源：天猫监测，安信证券研究中心（注：统计2020年5月份，北鼎、行业各品类在天猫的销售均价）

### 3.2. 内销毛利率 60%+，发力 MCN 营销

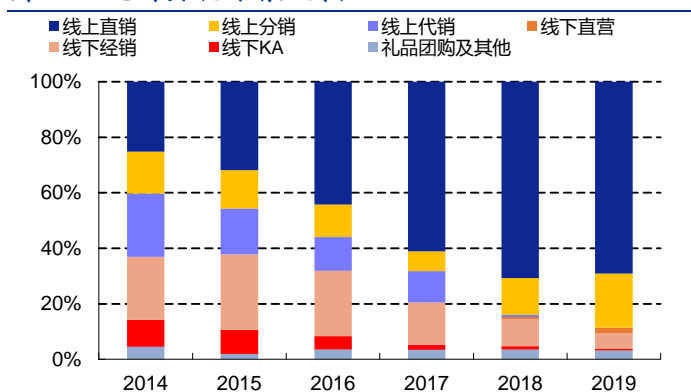
北鼎逐步完善销售网络，电商占比较高。公司在国内的销售渠道包括线上直销、线上代销、线上分销、线下经销、线下 KA、线下直营及礼品团购等渠道。线上渠道，公司已进驻天猫、淘宝、京东等平台，另外，北鼎已自建官网商城，进一步完善电商渠道；线下方面，公司已入驻全国多个省会城市的 500 余家高端门店，如山姆、顺电、华润 OLE、北京新光天地、上海久光、深圳万象城等。2019 年，北鼎线上收入占比内销 89%。

表 5：北鼎内销渠道模式介绍

渠道名称	渠道介绍	毛利率
线上直销	在第三方平台开设店铺或自建官网商城，直接向终端消费者销售商品	69.8%
线上代销	在第三方电商平台开设店铺，同时委托物流公司将货物先运送至该电商平台指定仓库，消费者下单后，由该电商平台负责产品的物流配送及收款工作。该电商平台定期与公司进行结算，并收取一定比例的代销费以及物流仓储配送费等。	71.3%
线上分销	公司与各个分销商约定供货价及销售价区间，并授权分销商在约定的销售渠道开设店铺销售公司产品。	56.3%
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。	60.7%
线下 KA	公司直接与家电零售商、高端卖场进行合作，如华润 OLE、顺电、君尚等。	65.4%
线下直营	开设自营店。目前公司分别设立了福田中心店、宝安壹方城店、南山海岸城店、塘朗城店、青岛凯德广场店、成都悠方购物广场店、上海美罗城店等多家线下直营店。	70.4%
礼品团购	公司面向个人或企业客户直接销售。	37.9%

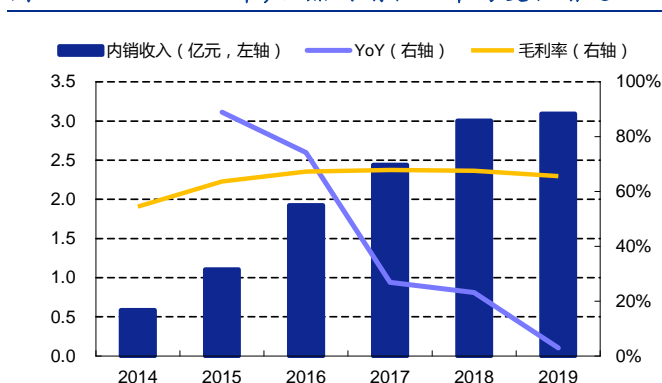
资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：因 2019 年，北鼎无线上代销业务，故选取 2018 年毛利率；其他渠道毛利率，选取 2019 年数据）

图 18：电商贡献内销主要收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 19：2014~2019 年，北鼎内销收入年均复合增速 39.5%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

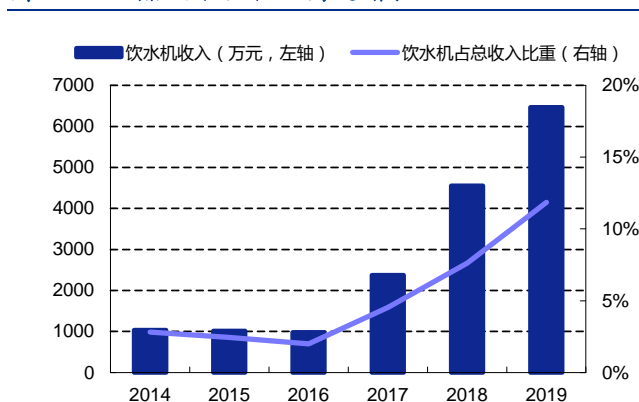
北鼎也在试水 MCN 营销。2019 年，公司邀请李佳琦带货饮水机，取得一定销售成绩。根据产业调研，北鼎或将积极推行网红带货，该销售模式有望成为公司新增长点。我们分析，北鼎具备一定优势推广 MCN 营销：1) 产品具备一定颜值。2) 北鼎品牌方、渠道毛利率较高，投入 MCN 营销后，可尽快回收成本。2019 年，北鼎内销毛利率为 65.6%。

图 20：李佳琦带货北鼎饮水机



资料来源：北鼎微信公众号

图 21：北鼎饮水机收入高速增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.3. 海外客户关系稳定，逐步开拓品牌业务

北鼎对全球知名家电企业代工，合作关系稳定。根据公告，北鼎外销客户包括惠而浦集团

(KitchenAid、Maytag, 它们为惠而浦集团旗下品牌)、英国摩飞电器 (Morphy Richards)、铂富集团 (Breville)、美康雅集团 (Conair) 等, 北鼎与以上 4 家企业合作时间超过 10 年, 关系稳定。2019 年, 北鼎对以上 4 家公司 OEM 销售额近 2 亿元, 占比外销收入 79.7%。需要一提的是, 北鼎 2019 年外销业务明显下滑, 主要因摩飞电器、惠而浦集团、美康雅集团减少对多士炉的采购量。

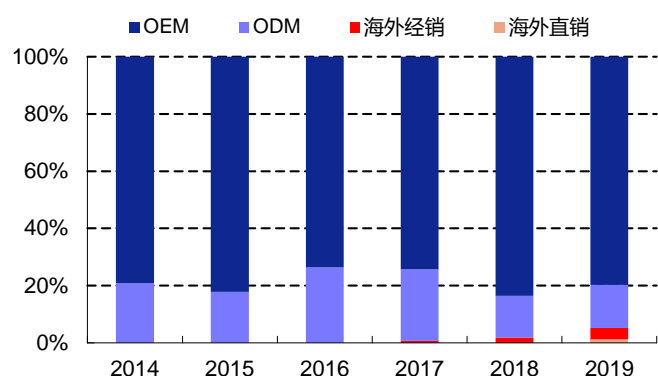
公司也在逐步开拓海外自主品牌业务。2017H2 公司通过海外经销模式, 逐步拓展自主品牌业务。2019H1 北鼎开始尝试海外直销业务。2019 年, 公司海外自主品牌收入占比外销业务 5.1%, 有较大成长空间。根据公告, 未来, 公司将重点拓展美国自主品牌业务。当前, 北鼎在美国市场主要销售养生壶, 未来将推出自主品牌多士炉、饮水机、食材及用品等产品。

表 6: 公司与海外知名家电企业建立稳定合作关系

名称	2019 年北鼎对其 OEM 销售额 (亿元)	销售额占外销比重	所在国家	成立时间	合作时间	简介
惠而浦集团	1.2	51%	美国、比利时	1911	10 年以上	全球知名大型家电企业, 旗下品牌众多
铂富集团	0.4	16%	澳大利亚	1932	10 年以上	全球知名厨房小家电企业
摩飞电器	0.2	9%	英国	1959	10 年以上	英国知名中小型家电企业
美康雅集团	0.1	4%	美国	1959	10 年以上	零售企业, 旗下拥有数十个品牌

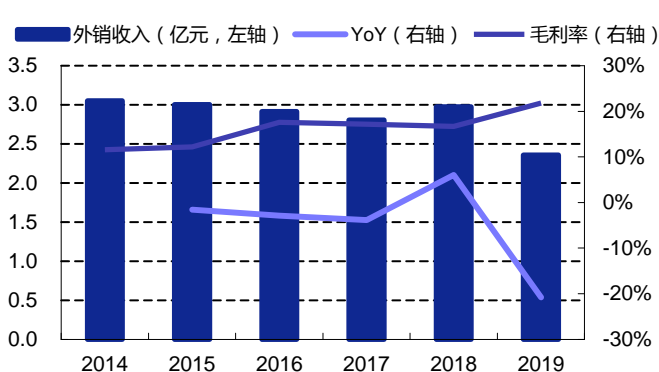
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心 (注: 惠而浦集团所在国家, 选用其旗下品牌 KitchenAid、Maytag 所在国)

图 22: OEM 业务贡献北鼎外销主要收入



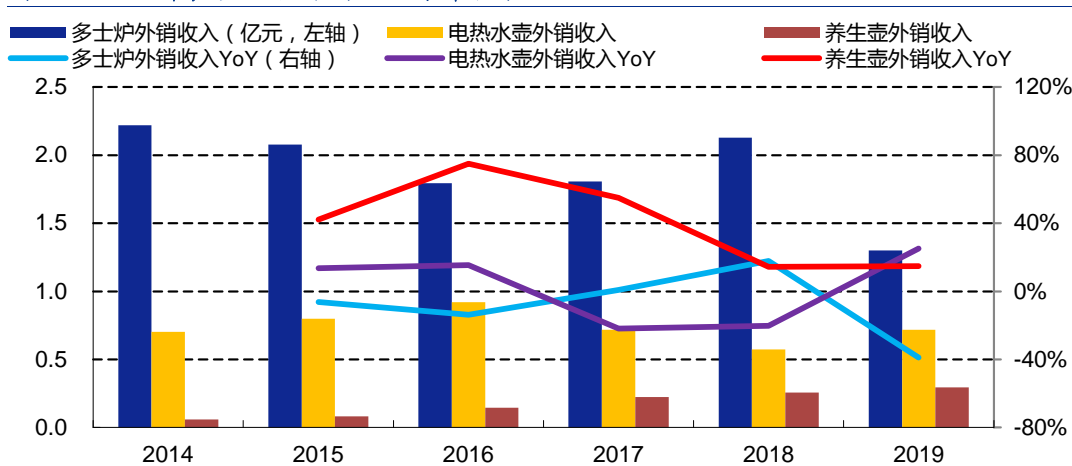
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 23: 2014~2019 年, 北鼎外销收入年均复合增速-5.0%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 24: 2019 年, 多士炉外销收入有所下滑



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 3.4. 募投项目将扩充产能，完善渠道网络

北鼎股份 IPO 拟募集 2.8 亿元用于厨房小电扩建项目、线下营销网络建设项目、研发设计中心建设项目、线上营销网络及品牌建设项目。

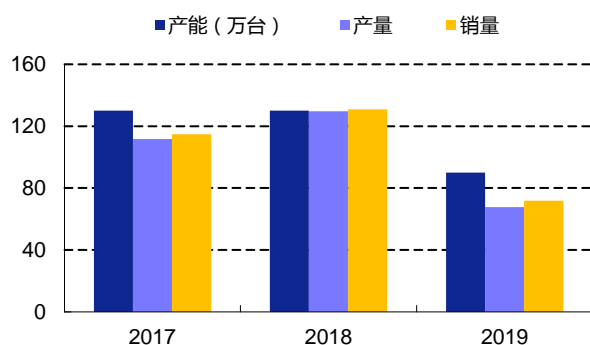
表 7：北鼎募投项目简介

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	建设周期 (月)
厨房小电扩建项目	12,322.1	10,909.0	16
线下营销网络建设项目	8,291.5	2,252.7	36
研发设计中心建设项目	5,076.3	5,076.3	24
线上营销网络及品牌建设项目	9,940.0	9,940.0	36
合计	35,629.9	28,178.0	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

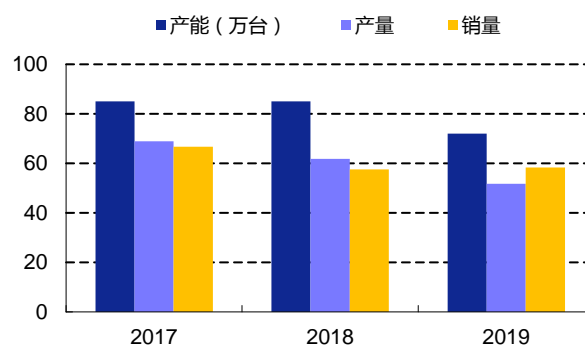
厨房小电扩建项目旨在提升公司产能水平。北鼎将新增产线，提升养生壶、烤箱、多士炉等产品产能，解决产能瓶颈问题。根据公告，2019 年，公司多士炉、开水煲（包含养生壶及电热水壶）的产能利用率为 75%、71%。

图 25：公司多士炉产能接近饱和



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26：北鼎开水煲产能利用率较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 8：厨房小电扩建项目将提升养生壶、烤箱等品类产能

产品名称	新增年产能 (万件)
养生壶	20
烤箱	5
其他产品	35

资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：其他产品主要包括电热水壶、饮水机、多士炉、蒸锅等厨房小电）

营销网络建设项目将完善北鼎渠道，增强品牌影响力。线下方面，北鼎拟在现有经销商及 KA 渠道 500 余家门店的基础上，新建或升级 20 家体验店、80 家核心店、200 家 A 级门店，提升线下经营水平；线上渠道，公司继续在国内各大电商平台开立网店、建设电商自营渠道、与海外核心地区的电商网点进行合作。北鼎也计划在天猫、京东等平台投入共计 7070 万元进行品牌推广，增强影响力。

研发中心建设项目，将提升公司研发能力。北鼎拟通过募投项目，更新科研设备，添置检测、试验仪器等，提升研发技术水平，突破温控、成型工艺、使用寿命等关键技术瓶颈，提高产品品质。

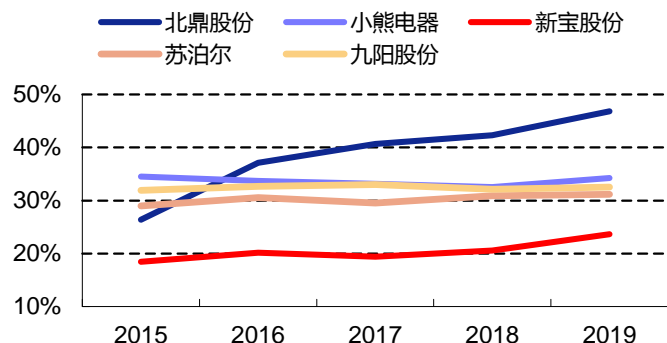


## 4. 财务分析

我们选取苏泊尔、九阳股份、新宝股份、小熊电器为可比公司。

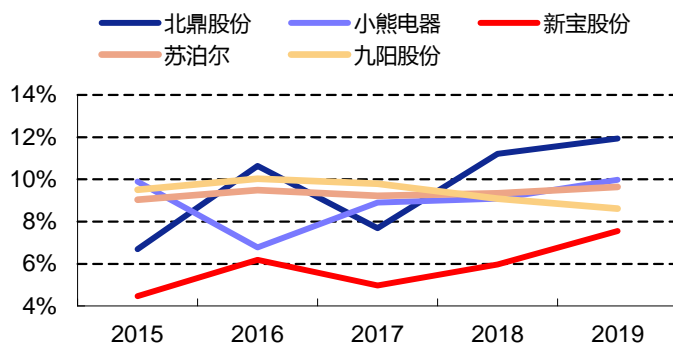
北鼎股份盈利能力高于可比公司。近年来，北鼎毛利率呈现上升态势，高于其他小家电公司，主要成因是：北鼎在国内的自主品牌业务定位高端，毛利率较高。2017~2019 年，公司内销毛利率维持在 65%~70%，收入占比从 46.5%提升至 56.8%。因公司拓展线上渠道，进行品牌推广，期间费用率呈上升态势，对近年来的净利率水平产生了一定影响。

图 27：北鼎毛利率呈上升态势



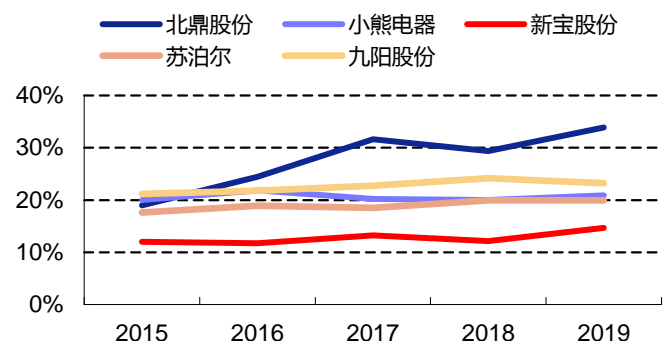
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 28：2019 年，北鼎净利率高于可比公司



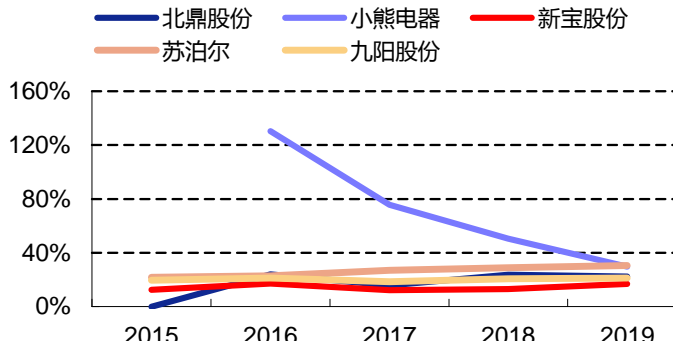
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 29：北鼎期间费用率较高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：北鼎 ROE（加权）处于中游水平

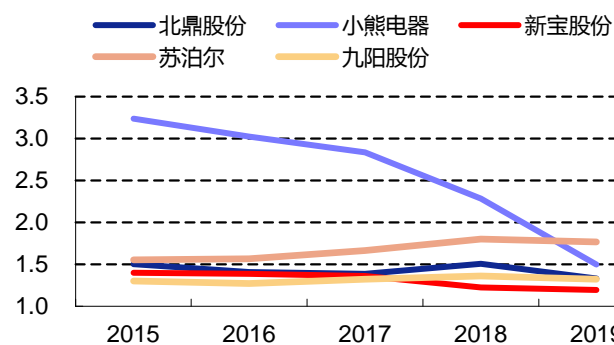


资料来源：Wind，安信证券研究中心（注：2015 年，小熊电器 ROE（加权）为 302.5%）

公司总资产周转率处于行业中游水平。受贸易摩擦加剧、海外客户减少多士炉采购订单，2019 年，公司外销 OEM/ODM 业务收入下滑（OEM 收入 YoY-24.4%；ODM 收入 YoY-17.7%），导致 2019 年公司总资产周转率稍有下降。

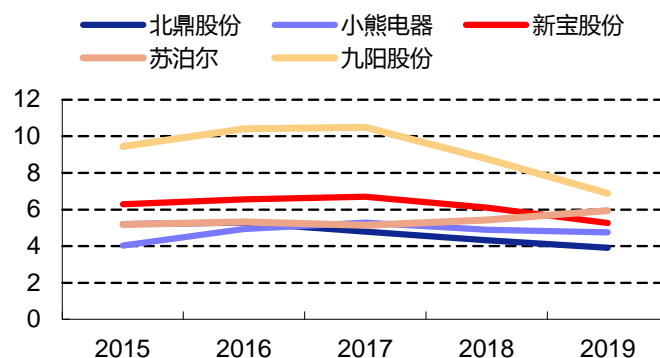
北鼎存货周转率低于可比公司。我们分析，主要原因为：近年来，公司内销自主品牌业务放量，为满足销售需求，存货有所增加。需要一提的是，2019 年，因海外代工业务收入下滑，相应的营业成本减少，对当年存货周转率有一定影响。

图 31：北鼎总资产周转率处于中游水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

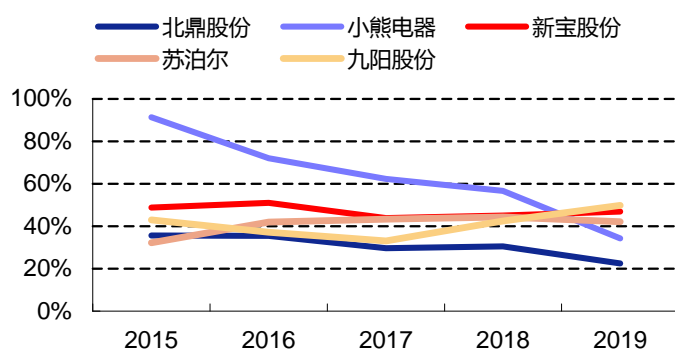
图 32：近年来，北鼎存货周转率有所下滑



资料来源：Wind，安信证券研究中心

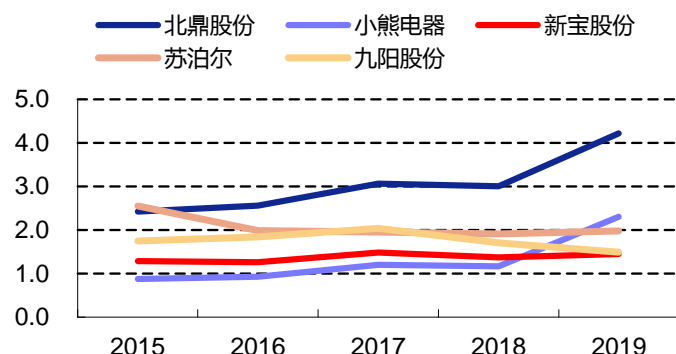
北鼎股份偿债能力强。公司资产负债率处于行业较低水平且逐年下降，流动比率高于可比公司且保持上升态势。考虑到北鼎账上货币资金充足，公司即将 IPO，我们判断其运营风险较小。

图 33：北鼎资产负债率处于较低水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 34：北鼎流动比率高于可比公司



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

我们对北鼎股份 2020~2022 年盈利预测做出如下假设：

1. 行业方面，我们认为，随着居民收入水平提升，预计国内小家电行业可保持快速增长，行业集中度提升，龙头公司具备领先优势。
2. 随着公司发力内销渠道建设，不断推出新品，品牌影响力提升，我们预计 2020~2022 年，内销收入保持增长，盈利能力不断提升。
3. 公司目前处于品牌培育期，广告费用与产品研发投入较大，未来，公司销售费用率、研发费用率将有所提升。

表 9：收入分类预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>多士炉</b>				
单价 YoY	11.6%	6.0%	4.0%	3.0%
销量 YoY	-45.2%	-15.0%	5.0%	5.0%
收入 YoY	-38.9%	-9.9%	9.2%	8.2%
<b>养生壶</b>				
单价 YoY	-11.7%	-8%	-5%	0%
销量 YoY	-13.4%	-10%	-5%	-4%
收入 YoY	-23.5%	-17.2%	-9.8%	-4.0%
<b>电热水壶</b>				
单价 YoY	3.6%	2%	2%	1%
销量 YoY	15.4%	10%	8%	5%
收入 YoY	19.6%	12.2%	10.2%	6.1%
<b>饮水机</b>				
单价 YoY	6.4%	5.0%	4.0%	3.0%
销量 YoY	33.4%	25.0%	20.0%	15.0%
收入 YoY	41.9%	31.3%	24.8%	18.5%
<b>烤箱</b>				
单价 YoY	-7.5%	-5.0%	-2.0%	-1.0%
销量 YoY	31.2%	25.0%	15.0%	10.0%
收入 YoY	21.4%	18.8%	12.7%	8.9%
<b>蒸锅</b>				
单价 YoY	234.8%	2.0%	2.0%	2.0%
销量 YoY	464.3%	50.0%	25.0%	15.0%
收入 YoY	1789.2%	53.0%	27.5%	17.3%
<b>其他</b>				
收入 YoY	25.6%	20.0%	15.0%	12.0%
毛利率	65.0%	66.0%	66.5%	67.0%
<b>合计</b>				
收入 YoY	-9.2%	4.4%	9.8%	8.7%
毛利率	46.8%	48.7%	49.2%	49.8%
业绩 YoY	-3.3%	6.1%	11.2%	11.4%

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

## 5.2. 估值

北鼎是国内小家电的优势品牌，产品定位高端。考虑到其产品结构不断优化，扩展新品类，我们认为，公司业绩将保持快速增长。考虑到上述潜力，对比可比公司估值，我们给予北鼎 2020 年 25~30 倍的 PE 估值。结合上文盈利预测，我们预计，北鼎股份 2020~2021 年的 EPS 分别为 0.32/0.36 元（按 IPO 发行股份全面摊薄），相对估值法下，我们认为，2020 年，公司二级市场合理价格为 8.00~9.60 元。

表 10：可比公司估值表

股票代码	可比公司	市值 (亿元)	净利润增速			EPS (元/股)			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002032.SZ	苏泊尔	554	15%	4%	15%	2.34	2.42	2.79	33	28	24
002705.SZ	新宝股份	269	37%	25%	22%	0.86	1.07	1.30	19	31	26
002242.SZ	九阳股份	260	9%	12%	16%	1.07	1.21	1.40	23	28	24
002959.SZ	小熊电器	159	45%	30%	25%	2.23	2.89	3.61	31	46	37
	行业平均								27	33	28

资料来源：Wind，安信证券研究中心（市值为 2020 年 6 月 5 日收盘值；净利润增速、EPS 参考 Wind 一致预期）

## 6. 风险提示

### 1. 行业竞争加剧

经过多年的发展，北鼎凭借良好的产品研发设计、生产制造能力以及广泛的营销网络，在国内和国际市场形成了一定的竞争优势，但仍然面临着来自国内外企业的竞争。如果北鼎在未来市场竞争中，不能持续保持产品品质的稳定和技术先进，及时推出满足消费者需求的产品，并提供高品质的服务，公司将面临较大的市场竞争风险。此外，亦不排除部分竞争力较弱的企业通过以次充好、甚至冒用北鼎品牌等不当竞争手段进行销售，这些不当竞争行为都会对公司品牌造成不良影响，进而影响经营业绩。

### 2. 汇率大幅波动

公司外销收入占比较高。北鼎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发行人业绩带来不确定的影响。近年来，我国不断推进汇率市场化程度不断提升、汇率弹性不断增强。随着人民币的国际化程度逐步提高，我国对货币市场干预措施的减少或将加大人民币汇率的双向波动。汇率的波动将影响公司外销产品的价格水平及汇兑损益，进而影响外销收入的毛利率水平及整体经营业绩。尽管公司已采取了必要的外汇管理措施，减少汇率波动对发行人业绩的影响，但不排除未来人民币汇率的大幅波动会对北鼎业绩产生较大影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E	100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6.1	5.5	5.8	6.3	6.9	成长性					
减:营业成本	3.5	2.9	3.0	3.2	3.4	营业收入增长率	14.5%	-9.2%	4.4%	9.8%	8.7%
营业税费	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	营业利润增长率	68.9%	-3.3%	8.2%	11.2%	11.4%
销售费用	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6	净利润增长率	66.8%	-3.3%	6.1%	11.2%	11.4%
管理费用	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	EBITDA 增长率	31.5%	2.4%	6.2%	17.2%	17.5%
研发费用	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	EBIT 增长率	37.5%	0.9%	11.5%	11.2%	11.4%
财务费用	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	NOPLAT 增长率	41.7%	2.1%	7.5%	11.2%	11.4%
资产减值损失	0.0	-0.0	-	-	-	投资资本增长率	29.8%	96.9%	49.2%	24.5%	21.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	4.5%	11.8%	27.8%	9.5%	9.6%
投资和汇兑收益	0.0	0.0	-	-	-						
营业利润	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0	利润率					
加:营业外净收支	0.0	0.0	-	-	-	毛利率	42.3%	46.8%	48.7%	49.2%	49.8%
利润总额	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0	营业利润率	12.5%	13.3%	13.8%	14.0%	14.3%
减:所得税	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	净利润率	11.2%	11.9%	12.1%	12.3%	12.6%
净利润	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	EBITDA/营业收入	13.5%	15.3%	15.5%	16.6%	17.9%
						EBIT/营业收入	11.5%	12.8%	13.7%	13.8%	14.2%
资产负债表	14.7	15.9	16.0	17.7	19.8	运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	24	58	91	97	107
货币资金	1.9	2.4	2.6	2.8	3.1	流动营业资本周转天数	23	29	28	26	24
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	207	236	248	245	243
应收帐款	0.7	0.5	0.7	0.5	0.8	应收帐款周转天数	33	38	37	36	35
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	48	49	47	46	45
预付帐款	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	总资产周转天数	239	270	334	394	416
存货	0.9	0.6	0.9	0.7	1.0	投资资本周转天数	48	88	140	171	193
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	23.7%	20.5%	17.0%	17.3%	17.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	16.5%	15.9%	10.7%	10.6%	10.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	89.9%	70.7%	38.6%	28.8%	25.8%
固定资产	0.4	1.4	1.6	1.9	2.2	费用率					
在建工程	0.0	0.0	0.6	1.1	1.4	销售费用率	19.0%	22.3%	22.5%	22.6%	22.7%
无形资产	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	管理费用率	7.5%	7.7%	7.5%	7.6%	7.7%
其他非流动资产	0.1	-0.9	0.0	-	-	研发费用率	3.5%	4.0%	4.0%	4.2%	4.2%
资产总额	4.1	4.1	6.5	7.3	8.6	财务费用率	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	-	-	1.2	1.7	2.2	四费/营业收入	29.4%	33.9%	33.9%	34.2%	34.5%
应付帐款	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	偿债能力					
应付票据	0.4	0.2	0.4	0.3	0.5	资产负债率	30.5%	22.5%	37.2%	38.3%	42.6%
其他流动负债	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	负债权益比	43.9%	29.0%	59.2%	62.2%	74.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.00	4.22	1.81	1.58	1.38
其他非流动负债	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	速动比率	2.28	3.48	1.44	1.31	1.11
负债总额	1.3	0.9	2.4	2.8	3.6	利息保障倍数	-17.9	-187.6	-117.9	-119.7	-122.0
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	1.6	1.6	2.2	2.2	2.2	DPS(元)	-	0.74	0.16	0.18	0.20
留存收益	1.2	1.6	1.9	2.3	2.8	分红比率	0.0%	182.4%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	2.9	3.2	4.1	4.5	4.9	股息收益率					
现金流量表						61.3 69.7					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	EPS(元)	0.42	0.40	0.32	0.36	0.40
加:折旧和摊销	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	BVPS(元)	1.76	1.97	1.89	2.07	2.27
资产减值准备	0.0	0.0	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-0.0	-0.0	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-0.2	1.0	-1.0	0.1	-0.1	CAGR(%)	4.5%	9.5%	19.6%	4.5%	9.5%
经营活动产生现金流量	0.5	0.8	-0.2	1.0	1.0	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-0.1	-0.1	-0.9	-0.9	-0.9	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-0.6	-0.3	1.4	0.1	0.1	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;  
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;  
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;  
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;  
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;  
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张立聪、李奕臻声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034