

北鼎股份(300824)

报告日期: 2021年1月14日

内外兼修, 自主品牌和海外代工双增长

——北鼎股份首次覆盖报告

✍️ : 吴东炬 执业证书编号: S1230519040004
☎️ : 021-80106027
✉️ : wudongju@stocke.com.cn

报告导读

公司内外兼修: 北鼎系国内高端养生品牌领导者, 同时也为海外多家高端小家电品牌代工。产品围绕品质、健康、省时、便携、颜值五大核心理念设计, 洞察精致女性的健康养生需求。自有品牌以养生壶为核心, 进一步积极推广烤箱、饮水机、珐琅锅、蒸锅等高毛利产品矩阵。与此同时, 周边食材和厨房器皿也广受粉丝喜爱, 围绕吃喝大市场, 公司未来成长空间巨大, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

投资要点

□ 品类扩张拉动增长, 复合增速远超行业

2020-2022, 公司营收复合增速为 30%, 跑赢小家电行业的 13%。核心原因有二: 其一为公司内销品类快速扩张, 自主品牌以高端养生壶切入市场, 围绕“饮”、“食”概念推广烤箱、饮水机、珐琅锅、蒸锅等品类, 实现从“0”到“1”增长; 另一方面, 出口的产品订单持续增加, 主要贡献增量的品类为多士炉、烤箱等。

□ 品牌势能持续释放, 盈利能力持续提升

根据 2020 年业绩预告, 公司的归母净利率为 14.27%, 同比 2019 年的 11.98%提高了 2.29 个 pct, 未来高毛利的产品进一步放量, 预测未来两年的净利率稳定在 14%~15%, 高于行业平均水平 9% (2019 年年报披露归母净利率小熊为 9.98%、苏泊尔为 9.67%、九阳 8.81%、新宝为 7.53%)。公司品牌势能逐步释放, 盈利能力持续提升。

□ 深耕用户品质需求, 消费升级打开空间

以公司核心品类养生壶为例, 公司 2020 年销量约为 30 万台 (浙商证券研究所测算), 根据奥维数据 1600 万台品类总量计算, 公司养生壶渗透率不到 2%, 但公司产品平均售价为 848 元, 是行业 270 元均价的三倍。公司高端品牌定位, 打造“高品质、高颜值、高价格”产品。随着消费升级大趋势, 小家电高端市场空间会进一步打开。

□ 风险提示

小家电市场发展不及预期、原材料价格波动、汇率波动。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.01 亿/1.33 亿/1.78 亿, 当前股价对应的 PE 分别为 50x/38x/28x, 首次覆盖给予增持评级。

评级

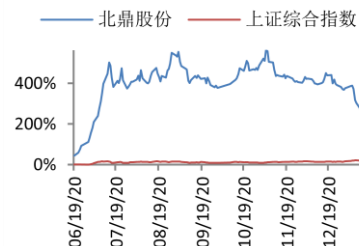
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 23.02

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.11
2Q/2020 0.11
1Q/2020 0.13



公司简介

公司创立于 1988 年的晶辉集团, 是全球最专业的厨房小家电研发基地及生产厂家之一。每年生产各式产品约四百万台, 畅销于欧洲, 美洲, 澳洲, 中东等 70 多个国家和地区, 全球市场覆盖率高达 60%。

相关报告

报告撰写人: 吴东炬
联系人: 汪海洋

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	551	705	916	1187
(+/-)	-9.16%	27.98%	29.82%	29.60%
净利润	66	101	133	178
(+/-)	-3.29%	53.07%	32.49%	33.36%
每股收益 (元)	0.30	0.46	0.61	0.82
P/E	76.08	49.70	37.52	28.13

投资故事

● 盈利预测、估值与目标价、评级

选取小家电企业小熊电器、苏泊尔、九阳、新宝作为可比公司，其 2020-2022 市盈率均值为 35x/29x/25x，公司为 50x/38x/28x。考虑为高端小家电龙头公司，品牌溢价能力较强，以及健康养生概念更容易扩宽业务边界，公司未来成长空间更大。

且公司净利率为 14%~15%，亦高于行业平均水平（2019 年年报披露归母净利率小熊为 9.98%、苏泊尔为 9.67%、九阳 8.81%、新宝为 7.53%），对应 2021 年予以 50x 估值，对应合理股价为 30.5 元，目前股价仍有 30% 左右空间，首次覆盖，予以增持评级。

● 关键假设

1) 公司养生壶品类虽然已进入成熟期，但由于今年疫情在家期间催生 DIY 下厨热，且健康养生概念随着电商直播的推广，进一步深化。根据奥维数据，2020 养生壶销量为 1634.21 万台，公司市占率从 1.7% 提升到 2%，测算 2020-2022 养生壶销量分别为 29、34、40 万台。价格方面，公司产品主打高端市场，零售价格过千元，出厂平均价格约为 600 元。综上所述，20-22 年营收分别 1.7、2.0、2.4 亿。

2) 公司的业务收入占比排名第二的多士炉主要为海外业务，主要大客户为铂富集团，该公司 2019 年财年年报营收+17.5%，考虑海外消费者对于多士炉的需求量稳定，基本户均一台，预计 2020-2022 年销量 80、90、100 万台，保持 12% 左右稳定增长，根据招股说明书量价拆分，测算未来两年出厂价格应该在 185-195 元。综上所述，测算多士炉 2020-2022 年营收为 1.5、1.7、2.0 亿。

3) 根据奥维数据显示，我国电烤箱 2020 年线上+线下共计销售 1087.28 万台，假设未来两年仍保持 50% 复合增速，2020 年-2022 年公司国内渗透率分别为 0.1%、0.3%、0.5%，计算得出国内销量分别为 1 万、5 万、12 万台。另一方面，公司烤箱为海外代工需求稳定，铂富持续放单给公司，预估 2020-2022 订单分别为 9 万、14 万、14 万台。公司烤箱年平均价格按照 850 元-910 元计算，得出 2020-2022 营收分别为 0.9 亿、1.7 亿、2.4 亿。

● 我们与市场的观点的差异

市场普遍认为公司以养生壶产品为主，且养生壶品类已经逐步进入成熟期，品类增速放缓，且竞争对手逐步切入该品类，竞争进一步加剧。我们认为公司以“健康养生”这一大消费概念切入，围绕“饮”、“食”文化开拓产品矩阵，产品高度满足小资消费人群对于健康、品质、省时、便携、颜值的五大需求。公司以研发和创新为依托，打造中国小家电行业的高端品牌。

● 股价上涨的催化因素

公司 2020 年四季度业绩超预期、新年假期疫情复发再次催生“下厨热”+“养生潮”。

正文目录

1. 高品质、高颜值、高价格，打造小家电高端领导品牌	5
1.1 从 OEM 到自主品牌的华丽转身，拥抱新国货浪潮	5
1.2 品牌力：小家电行业的戴森，价格对标海外一线品牌	8
1.3 产品力：三十年 ODM 研发积累，为品类扩张赋能	9
1.4 渠道力：玩转互联网营销，口碑是销量增长第一源泉	12
1.5 公司财务指标表稳健，盈利能力持续提升	14
2. 健康需求与日俱增，厨房小电方兴未艾	18
2.1 小家电行业成为家电行业的业内翘楚	18
2.2 西式小家电驱动厨房小电高速增长	18
2.3 消费升级，高端小家电产品层出不穷	20
3. 北鼎成功十字诀：健康、品质、省时、便携、颜值	22
3.1 以职场女性为切入口，逐步渗透全家共同使用	23
3.2 养生壶步入成熟期，产品推陈出新，满足差异化需求	26
3.3 围绕十字诀构建茶文化和中西烹饪两大矩阵产品	28
4. 盈利预测与估值分析	34
5. 风险提示	36

图表目录

图 1：2019 年外销前三大客户占公司营收比 33%	5
图 2：2019 年公司养生壶、水机主攻内销，多士炉、电热水壶主攻外销	6
图 3：公司未来两年内外销占比接近 55:45	6
图 4：公司 2022 年内外销销售额合计 11.9 亿	7
图 5：股权结构稳定，张氏父子共计拥有公司 70% 股权	8
图 6：2020 年 12 月北鼎养生壶线上销量占比约为 16%	9
图 7：2020 年 12 月养生壶行业加权平均售价为 270 元	9
图 8：研发费用占总营收比约为 4%	11
图 9：研发人员投入占比约为 6%	12
图 10：公司建立线上商城增加客户黏性	13
图 11：公司加设线下直营店数量增加消费者的体验感	13
图 12：2020 年各季度归母净利率高于 2019 年	14
图 13：2020 年一季度销售毛利率骤增	14
图 14：公司内外销毛利率	15
图 15：公司周边食材及产品	16
图 16：ODM 业务毛利率呈上升态	16
图 17：公司期间费用增加	17
图 18：小家电市场规模	18

图 19: 2014-2019 小家电线上销额销量占比	19
图 20: 2020 年 H1 线上小家电各个品类销量	19
图 21: 2020 年 H1 线下小家电各个品类销量	20
图 22: 25 种厨房小家电均价突破 100 元	21
图 23: 公司以饮、食两大文化丰富其品类	23
图 24: 公司主要产品	23
图 25: 2020 年女性健康应用女性年龄分布	24
图 26: 2017-2020 年女性使用健康类应用数量高于男性	24
图 27: 公司不断优化产品	25
图 28: 简单操作的控制面板	25
图 29: 省时、健康特点北鼎产品展示	26
图 30: 北鼎针对于男性、儿童的养生食材	26
图 31: 功能齐全的产品达到健康且高效的理念	27
图 32: 公司养生壶新品层出不穷	27
图 33: 公司养生壶 MINI K VS K11	27
图 34: 北鼎饮水机	29
图 35: 北鼎与其他品牌泡茶随手杯对比	29
图 36: 营养、健康、饱腹、快速炖煮的周边食材	30
图 37: 北鼎珐琅锅	31
图 38: 北鼎电烤箱	31
图 39: 代工品牌铂富电烤箱国内排名	32
图 40: 公司高品质选材的电蒸锅	32
图 41: 公司更省时的电蒸锅	33
表 1: 公司重大时间点	5
表 2: 公司发展历程	8
表 3: 专利奖项	10
表 4: 核心技术专利	11
表 5: 中西式小家电分类	20
表 6: 公司核心电器产品均价在千元以上	22
表 7: Mini K 与 K11 养生壶区别	28
表 8: Mini K 与 K11 养生壶区别	28
表 9: 北鼎品牌榜单	33
表 10: 公司细分业务盈利预测	35
表 11: 选取小家电企业估值水平进行可比参考, 考虑公司为高端小家电龙头, 估值具溢价空间	35
表附录: 三大报表预测值	37

1. 高品质、高颜值、高价格，打造小家电高端领导品牌

1.1 从 OEM 到自主品牌的华丽转身，拥抱新国货浪潮

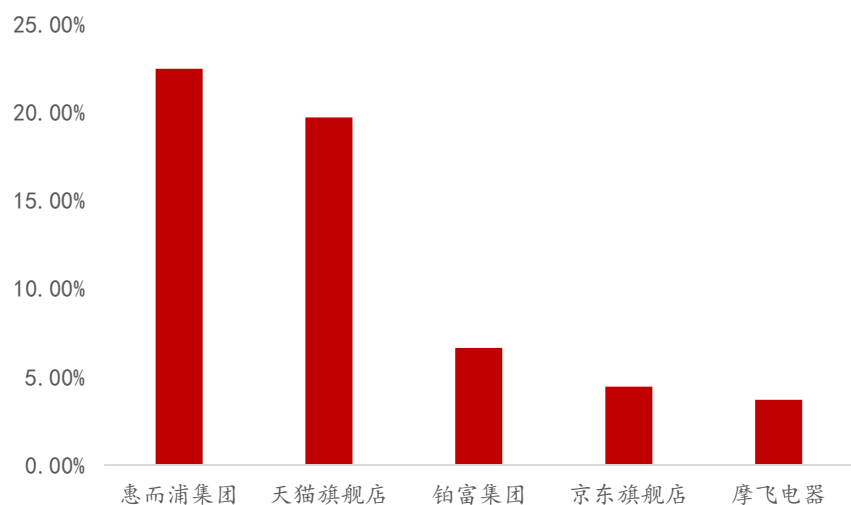
深圳市北鼎晶辉科技股份有限公司（北鼎）是一家拥有多项国际发明和专利，结合中西方技术与概念于一体，并拥有一定知名度的高端厨房生活品牌企业。公司创立于 2003 年 5 月，专注于设计、研发、生产及销售家用电器及货物技术进出口等领域。公司业务包含外销代工产品和内销自主品牌（“BUYDEEM 北鼎”）产品，主营产品包含厨房小家电、数字仪表及仪用接插件、模具、数字化电路板、数字化家用电器的专业芯片/控制软件、塑胶件/五金件及相关零部件。其外销业务主要是为惠而浦集团（KitchenAid、Maytag）、铂富集团（Breville）、摩飞电器（Morphy Richards）、美康雅集团（Conair）等世界著名家电品牌商提供产品的研发和生产服务，其中 2019 年外销营收占比为 43%，前三大客户占公司整体营收比为 33%。公司基于多年为海外高端品牌代工积累的经验，结合高品质的原材料、成熟的工艺、时尚简约的外观设计，使其迅速打开国内市场。2016-2019，公司内销业务占比分别为 40%、47%、50%、57%，逐年提升。公司实现从 OEM 到自主品牌的华丽转身。

表 1：公司重大时间点

时间	重大事件
2003 年	（北鼎）晶辉有限成立
2009 年	成立北鼎科技有限公司
2014 年	北鼎作为北鼎晶辉全资子公司于新三板上市
2015 年	双十一支付率到达 98%，累计用户超过 80 万人
2016 年	双十一北鼎成为电商厨房小家电单品销售 Top 品牌
2017 年	双十一期间，K159 粉壶被 40000 多名用户包养

资料来源：公司官网、招股说明书，浙商证券研究所

图 1：2019 年外销前三大客户占公司营收比 33%

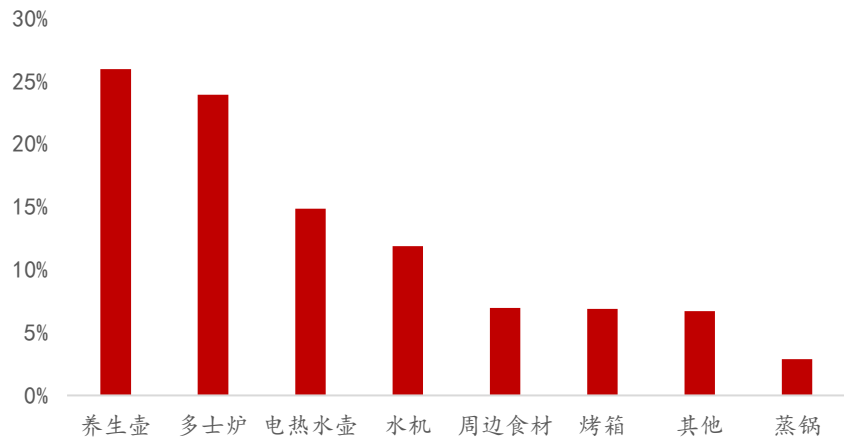


资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

“北鼎制造”向北鼎自主品牌战略转型，内销业务占比成上升趋势。公司多年针对方向为外销，即为国际知名品牌商提供研发和生产服务，成熟的技术为良好的业内口碑奠定了稳固的基础。随后公司创立自主品牌并加大其产品的创新和研发力度，有力地推动其战略转型方针。相关数据表明，自2016年起，北鼎的内销占比呈明显的平稳上升趋势，证明其公司正值有策略的缓慢转型中。目前，其内销品类包含养生壶、饮水机、电烤箱、电水壶、电蒸锅、周边食材、珐琅锅。

根据公司招股说明书披露数据，尽管外销占比下降，但其营收绝对值仍呈上升态势。公司外销产品包含多士炉、电热水壶、烤箱。此三大品类营业收入分别为公司所有品类业务收入的第二、第三和第七名。业务收入排名第二的多士炉不仅限于外销，占总业务收入的23.92%，仅次于排名第一的养生壶25.95%。而排名第三和第六位的电热水壶和烤箱的业务占比分别为14.85%和6.87%。

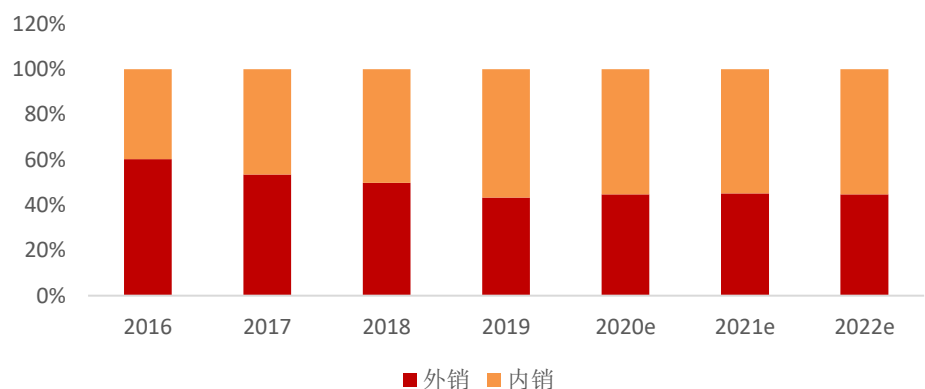
图 2：2019 年公司养生壶、水机主攻内销，多士炉、电热水壶主攻外销



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

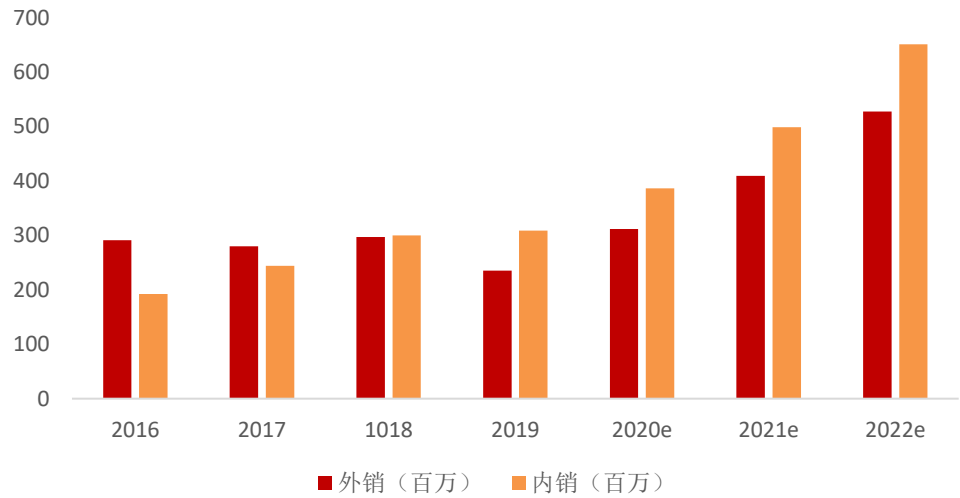
由于公司自主品牌逐步走入海外市场，外销将不仅限于 ODM/OEM 业务。这将进一步增加海外的业务收入。预估在 2020 以后，公司内外销比例将维持在 55:45，真正逐步实现内外兼修，即自主品牌和海外代销双增长的美好愿景。

图 3：公司未来两年内外销占比接近 55:45



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 4：公司 2022 年内外销销售额合计 11.9 亿



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

北鼎在时间序列上可以被划分为两大时代，即 OEM 时代以及自主品牌（“BUYDEEM 北鼎”）时代。大时代一为虚心学习，积累经验。众所周知，北鼎拥有多年的海外代工经历，公司拥有完善的供应链、过硬的生产力以及极高的产品品质。在此时期，实际控制人为张北。张北，男，1953 年生人，中国国籍，曾在解放军基建工程兵第三支队、解放军空军驻西安八四七厂军代表室任职，其延续并发挥中国解放军特有的部队精神，在 1988 年创建了晶辉电器有限公司，为多家海外著名企业代工，并积累了研发、生产家电的经验以及构建了完善的供应链。

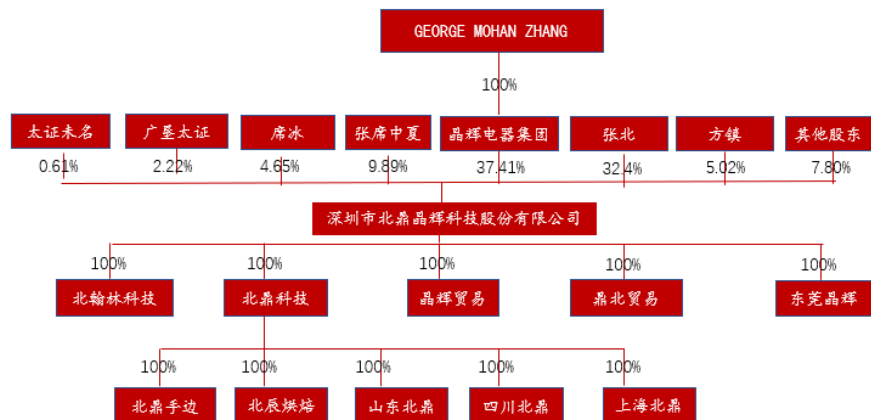
大时代二为厚积薄发，势在必得。北鼎新时代的来临是伴随着 GEORGE MOHAN ZHANG 的回国即新自主品牌“BUYDEEM 北鼎”的创立。GEORGE MOHAN ZHANG，男，1982 年生人，加拿大国籍，加州大学伯克利分校工业工程硕士。自 2003 年起子承父业接替张北担任公司的董事长、总经理。GEORGE MOHAN ZHANG 充分利用其父亲在家电行业内积累的经验同时加大了创新、研发力度，内外销双管齐下。保持外销业务的同时开拓内销业务，并使内销业务步步生花。

表 2: 公司发展历程

时间	重大事件
2009年4月	设立子公司深圳市北鼎晶辉科技股份有限公司宝安分公司
2010年1月	成立子公司北汉林科技
2010年3月	成立子公司晶辉贸易有限公司
2010年7月	收购北鼎科技
2013年1月	收购英特马
2013年6月	设立深圳市北鼎晶辉科技股份有限公司
2014年8月	出售英特马
2014年12月	设立孙公司被顶手边科技有限公司
2016年7月	设立孙公司前海焙乐科技有限公司
2017年8月	成立子公司鼎北贸易
2018年7月	成立子公司东莞市北鼎晶辉智能科技有限公司
2019年5月	设立孙公司北鼎科技(山东)有限公司
2019年7月	设立孙公司四川鼎北科技有限公司
2019年9月	设立孙公司上海鼎北科技有限公司

资料来源: 招股说明书, 公司官网, 浙商证券研究所

图 5: 股权结构稳定, 张氏父子共计拥有公司 70% 股权

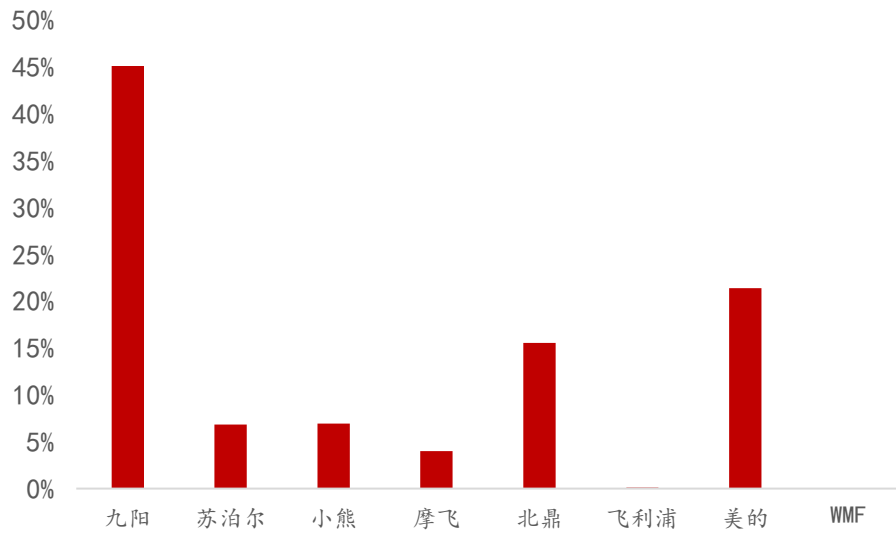


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 品牌力: 小家电行业的戴森, 价格对标海外一线品牌

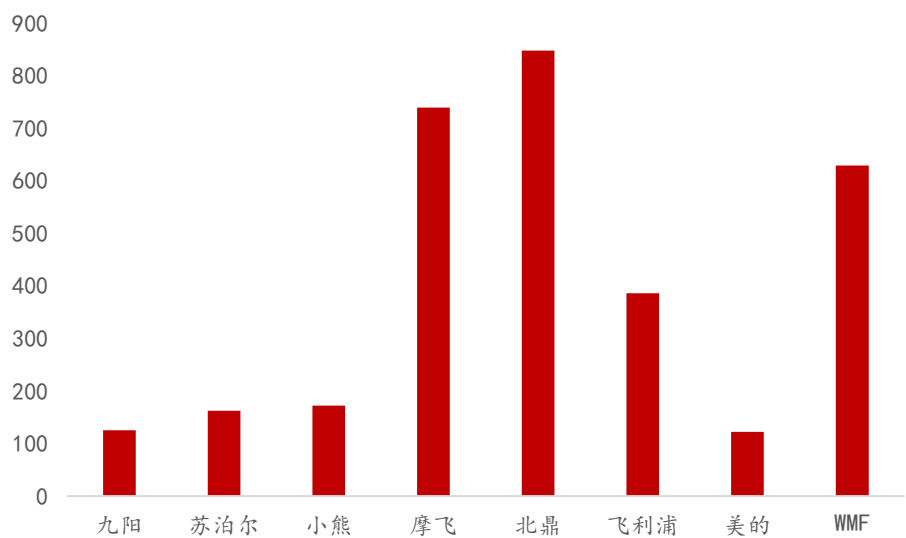
根据天猫旗舰店养生壶 Top5 的线上加权平均价格, 北鼎依托其二十多年的小家电外销资历以及独有的外观专利使其以 848 元的平均售价远远领先市场内其他竞争者。2020 年养生壶市场已接近成熟期, 目前市场养生壶线上的加权平均售价仅为 270 元。2020 年国内养生壶市场线上产品大部分集中于 200 元以下价格, 而公司内销养生壶产品线上均价在 800 元以上, 而在拥有相当高的价格溢价的同时, 北鼎的销量占比亦不容小觑, 达 15.57%。相较于类似价格水平的 WMF、摩飞品牌, 其拥有明显的销量优势。

图 6：2020 年 12 月北鼎养生壶线上销量占比约为 16%



资料来源：天猫，浙商证券研究所

图 7：2020 年 12 月养生壶行业加权平均售价为 270 元



资料来源：天猫，浙商证券研究所

1.3 产品力：三十年 ODM 研发积累，为品类扩张赋能

多项国内外专利使北鼎成为内外兼修的时尚家电品牌。相较于其他品牌，北鼎更加致力于产品的研发设计，打造同时拥有品质与颜值的产品。截至 2019 年 12 月 31 日，其拥有 195 项专利，包含了中国境内发明专利 81 项和境外发明专利 30 项。实用新型 46 项，外观设计专利 38 项。多款产品荣获“IF 设计奖”、“红点设计奖”、“美国工业设计优秀奖”、“艾普兰产品奖”、“中国设计红星奖”、“中国好设计优胜奖”等国内外知名奖项。公司一直注重产品的与研发与创新。逐年递增的研发费用的投入使北鼎在产品外观设计方面具有强劲的竞争实力同时在品质（核心技术）方面也具备先进性、稳定性的特点。其核心技术主要针对三方面即操作便利、使用安全、以及环保节能。

表 3: 专利奖项

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	中国好设计工作委员会
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	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

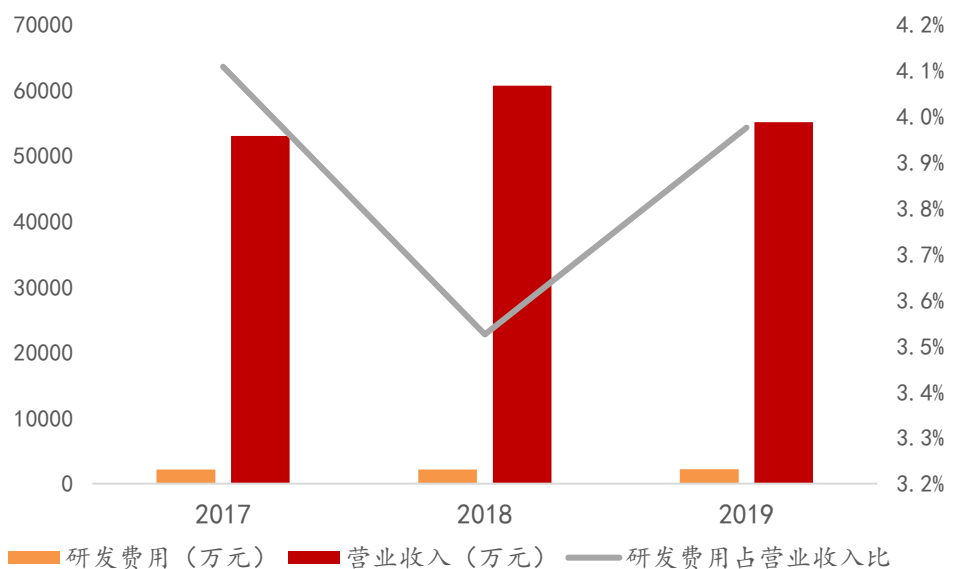
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 4: 核心技术专利

产品类别	核心技术	简要描述
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
	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。
	自动定时落料技术	养生壶定时落料。
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
	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。
饮水机	出水技术优化	令消费者可利用饮水机冲泡不同饮品
	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
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
	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
	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、
电热水壶	电热水壶的温度探测和控制技术	电子液体位置检测和显示装置,去增加温度控制的准确性

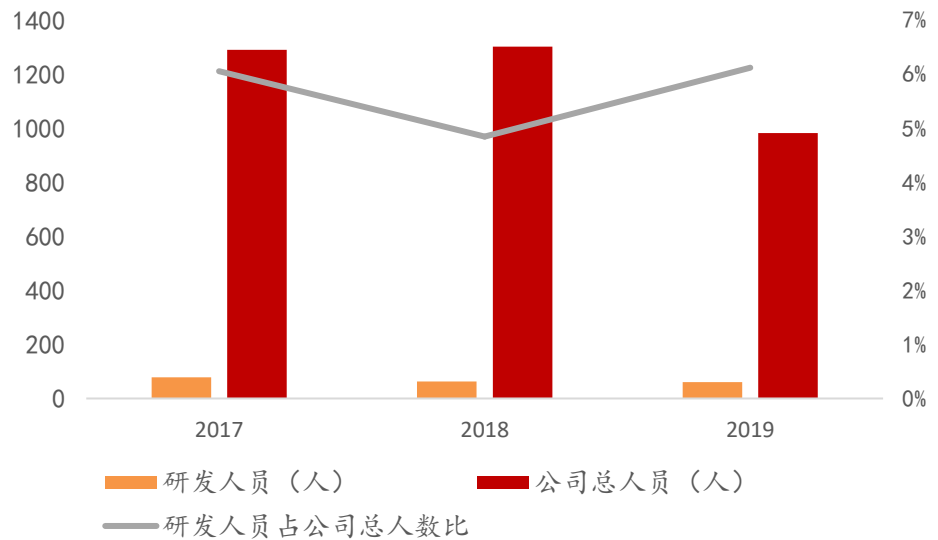
资料来源: 公司官网, 招股说明书, 浙商证券研究所

图 8: 研发费用占总营收比约为 4%



资料来源: Wind 数据库, 浙商证券研究所

图 9：研发人员投入占比约为 6%



资料来源：Wind 数据库，浙商证券研究所

公司使用以产定采和战略采购相结合的采购模式选用高品质原材料。例如，北鼎品牌的养生壶产品采用德国肖特玻璃、316L 医用级不锈钢发热盘。相比其他产品，北鼎的养生壶不易炸裂、不串味、更耐用。公司的原材料市场供应充足，价格相对透明的原材料进行按生产订单采购的方式短周期采购。对于玻璃、控温器等特殊高品质原材料进行战略性采购。即根据历史销售数据进行具体的销售预测和中期调整，最终进行批量储备和采购。

北鼎打造生态圈理念，实施产品聚焦策略，以养生为核心从三个角度（深度、广度、体验度）进行开发并完善其产品品类及产品周边，从而开展品牌建设及网络布局，进一步提升客户体验感，加强客户黏性，进而提高购买频次，促进其周边产品销售。公司的主营产品包括多士炉、养生壶、电热水壶。其内销的主营产品为养生壶、饮水机、烤箱及周边食材等，而外销包含多士炉、电热水壶。

北鼎作为一个国际化的企业，拥有严格的质量把控体系及应对措施。公司通过研读国际、国内、行业等通用标准建立了独特的符合公司自身的质量控制标准和质量检测体系。其质量控制体系已通过 ISO9001:2015 质量体系认证。此外，其还获得适用于自身产品订单处理的质量体系认证，分公司获得适用于公司产品的设计与制造的质量体系认证。与此同时，公司产品根据销售地区不同，取得了包括国内和国际的各个前置认证。国内相关认证包含 CCC、CQC、CFDA 认证，国际认证包含 GS, TUV, UL, ETL, FDA、ROHS、PSE 和 LFGB 等。其相关质量控制措施包含来料质控 IQC，生产质控 IPQC，装配质控 FQC，及出货质控 OQC。

1.4 渠道力：玩转互联网营销，口碑是销量增长第一源泉

北鼎对现有渠道进行精细化管理并致力于达到线上线下双渠道融合的目标。线上将在保持销售额维度的同时提高运营效率和运营质量，实现多元化线上渠道。线下渠道的改善通过重新划分全国大区范围达到 0 空白区域覆盖，提高店面经营质量，从而改善已覆盖区域的整体规模及业绩。

公司内销业务在线上销售占比较高，主要得益于电商的快速发展以及品牌自身的口碑。目前 3.0 电商时代的到来把人的愿景与产业的升级、社会和谐相交融的方法帮助公司产品 的买卖不再冰冷，使得产品更加有温度地融入社会，使社会气氛更加温暖。3.0 电商 的核心观点为以仁义、利他、创新、专业等文化使得社会更加和谐。其依托孪生概念更可 靠的预测未来，从而进一步创造更加幸福的未来。北鼎在厨房小家电领域拥有强有力的创 新、专业等技能，且近年来北鼎围绕健康、高效等理念打造了拥有良好口碑的养生产品， 为 3.0 电商时代的到来做好全方面的准备。

北鼎不止入驻天猫、京东等线上平台，还构建了自己的线上官方商城。其官方商城中 不仅仅售卖产品，还建立了与北鼎客户间的交流平台。用户可在此平台上沟通食谱，打卡 互动，北鼎还定期更新一些视频烹饪课来增加与客户间的粘性。为了更好的和消费者互 动，北鼎还联合网络当红主播进行新时代直播带货，进一步扩张其知名度。

图 10：公司建立线上商城增加客户黏性



资料来源：Wind 数据库，浙商证券研究所

线下方面北鼎不仅入驻多个大型超市，还开设了其自己的线下体验店，并迅速在全 国蔓延覆盖。此外，北鼎邀请明星在其线下直营体验店与消费者互动，增加品牌知名度的 同时进一步宣传其生态圈购物的理念，使消费者更好地理解并接受北鼎的高效、健康、系 统化的概念。

图 11：公司加设线下直营店数量增加消费者的体验感

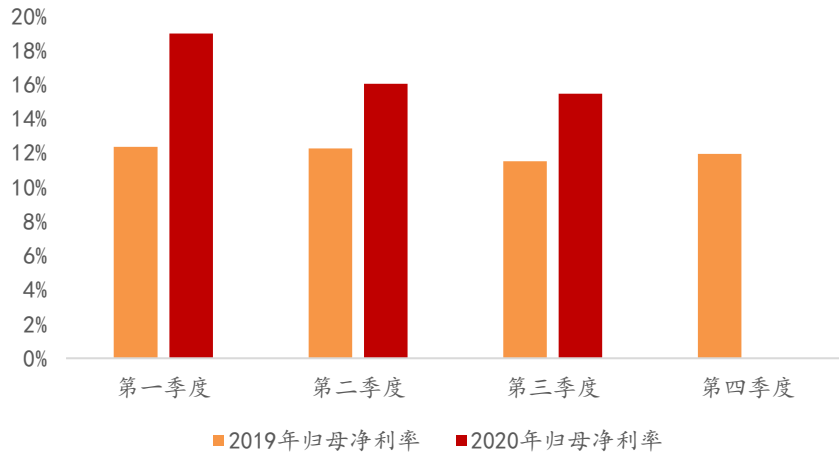


资料来源：Wind 数据库，浙商证券研究所

1.5 公司财务指标表稳健，盈利能力持续提升

从整体来看，2020年整体净利率相较2019年有显著的提升。2020年净利率峰值为Q1季度18.98%，相比于2019年峰值Q1季度12.34%，同比增长6.64个百分点，其小于毛利率的峰值差。继第一季度，2020年二三季度净利率都有回落现象，但同比2019年二三季度都有较为明显的提升。主要原因为2020年内销自主品牌占比的提升导致内销销售费用增加，公司费用率提升。净利率和毛利率双升可充分证明公司的盈利能力有所提升，呈较好趋势。

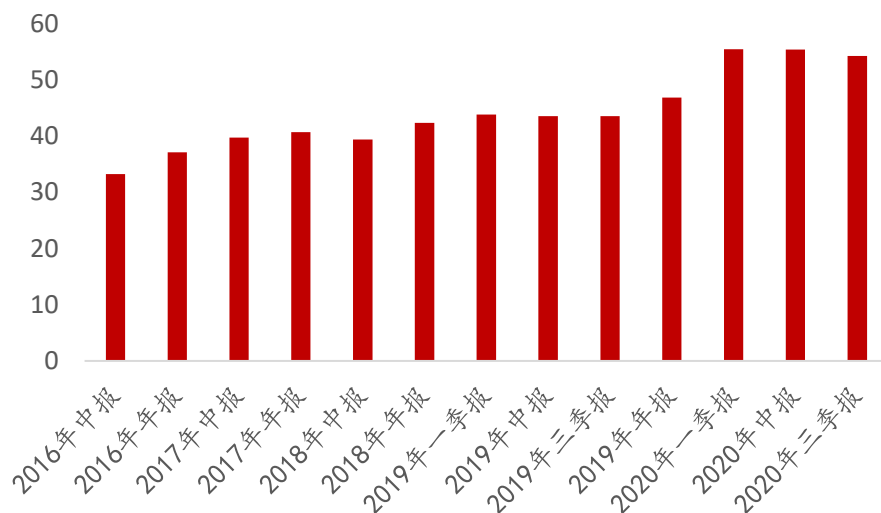
图 12：2020 年各季度归母净利率高于 2019 年



资料来源：Wind 数据库，浙商证券研究所

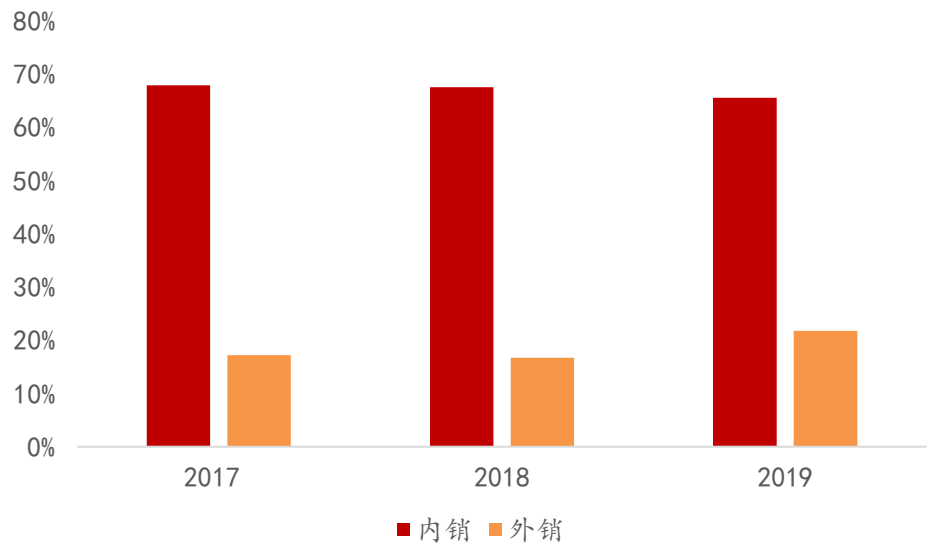
2020年毛利率增长斜率陡峭，实现超高毛利率。2020年前三季度最高毛利率达到55.41%。相比2019年最高毛利率46.84%，已提升8.57个百分点。其主要原因为高毛利的内销新品的上市。例如相关食材，周边产品和非电器类锅具。相比于内销产品，外销产品虽未达到其相对的毛利率，但由于疫情以及政治因素导致汇率波动进而提高了外销产品的毛利率。为公司整体毛利率做出了相关贡献。

图 13：2020 年一季度销售毛利率骤增



资料来源：Wind 数据库，浙商证券研究所

图 14: 公司内外销毛利率



资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

内销业务拥有高毛利率的原因之一：价值链长，获毛利率环节多。公司业务分为内销和外销。内销业务为自主品牌业务，外销业务主要为 OEM/ODM 产品。针对内销业务，公司赚取毛利的环节包含设计、制造、销售及品牌溢价等环节。而在外销业务方面公司仅在设计和制造环节获取毛利。因此相对于内销业务，外销业务的价值链相对较短，毛利率相应较低。

内销业务拥有高毛利率的原因之二：公司内销业务主要是线上销售，线上销售毛利率相比于线下较高。线上销售可以直接面对终端消费者，可节省中间环节，因此其毛利率相较于线下较高。然而线上销售也会产生相对较多的费用，例如，平台、运输、推广、网络营销等费用。

内销业务拥有高毛利率的原因之三：设置高端的产品定位。由于产品定位为高端产品，公司在各个方面都把高标准严要求的精神发挥到极致，严格把控产品的高端品质、时尚外观。即使其产品拥有极高的毛利率也能吸引大量消费者。例如公司的内销产品养生壶，2019 年养生壶毛利率高达 61.17%。而外销产品多士炉的毛利率仅为 17%。

内销业务拥有高毛利率原因之四：保持现有高毛利率产品的同时，不断开发新高毛利率产品。近年来北鼎提议把心思花在女人们的细碎“食刻”上，公司研发多种养生食材和具有高颜值、高便捷力、高性能的产品达到帮助消费者快速简单养生的目标来吸引大量高端消费者，且这些新产品都具备高毛利的特点，例如以导热快、受热均匀、保温性能好、良好保持食物美味营养而闻名的珐琅锅已被开发和销售。养生食材包含即食燕窝、即食花胶、快手粥羹、女神轻食等。

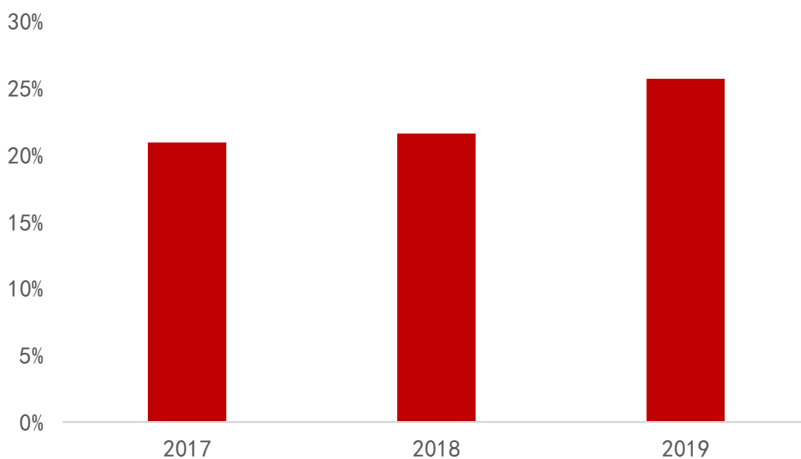
图 15: 公司周边食材及产品



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 浙商证券研究所

外销的 ODM 业务不同于 OEM 业务, 其毛利率也呈上升趋势。根据相关数据可知公司在逐步拓宽海外自主品牌业务, 帮助 ODM 业务毛利率上涨。因此相较于 OEM, ODM 毛利率较高。2019 年上半年公司开设海外直销业务, 进一步拓展海外自主品牌的销售。海外直销不同于海外经销。期间免了中间的销售环节, 进而提高毛利率。

图 16: ODM 业务毛利率呈上升态



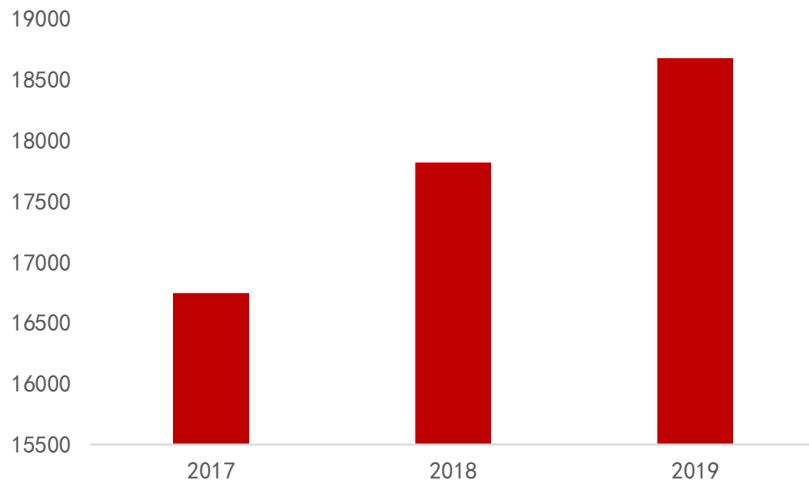
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

2020 年第三季度的净现金流同比下滑, 潜在原因为内销业务激增导致的内销费用增加和公司提前储备双十一, 双十二等狂欢购物节等实际情况。内销业务激增的原因是疫

情影响和公司完美人性化的新品战略。公司的新品战略是坚持自主研发、创造相对优秀的设计、建立品质设计双驱动目标、建立生态圈创新理念从而进一步提升消费者的体验感。

北鼎整体期间费用呈上升趋势，不同渠道将影响期间费用，期间费用包括销售、管理、研发、财务等方面的费用。北鼎的销售费用呈增长态势，其原因是北鼎的内销业务占比较高且内其销业务主要在线上渠道销售。相比于线下渠道，线上销售将有较多的电商平台费、电商推广费、专业网络维护费以及运输费用等。由于北鼎的产品定位为高端产品，其投入较高的推广，品牌策划，咨询以及相关设计等费用。

图 17：公司期间费用增加



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

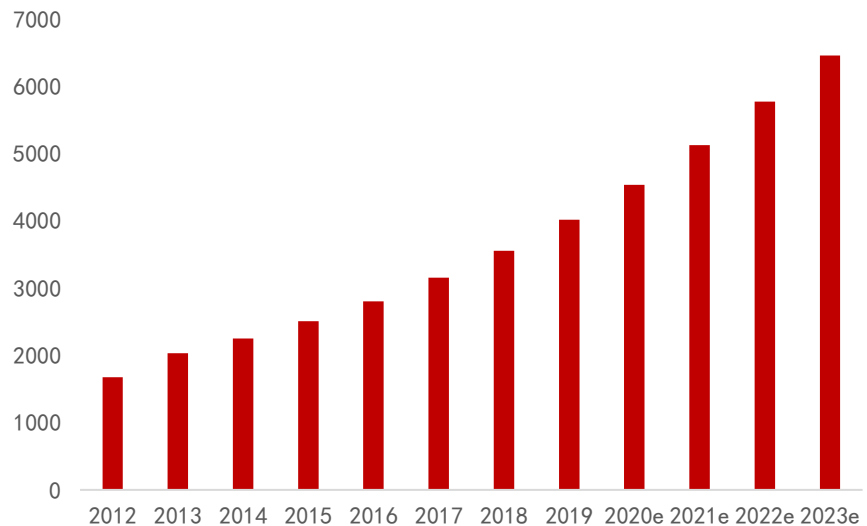
2. 健康需求与日俱增，厨房小电方兴未艾

2.1 小家电行业成为家电行业的业内翘楚

根据目前国内小家电市场上的可选品类和消费者保有量情况来看，我国的小家电市场仍处于发展初期阶段。相比与发达国家平均每户小家电保有量 20-30 件，我国每户的平均保有量相对较低，仅不到 10 件。伴随着生活水平的提高，我国小家电普及水平也将相应提高。未来小家电行业将面临良好的发展机遇。

正处于初期阶段的小家电行业，拥有巨大的发展空间，竞争企业不断扩张，小家电产品技术不断提升，进而加快了产品的更新换代。根据前瞻产业研究院统计数据显示，2019 年其市场规模 4015 亿元，相比 2018 年增长了 68.06%。回溯 2012 年至 2019 年数据，其 CAGR 为+13.3%。前瞻数据库预测预测 2023 年，小家电行业市场规模呈相当乐观态势，将达到 6,460 亿元。

图 18：小家电市场规模

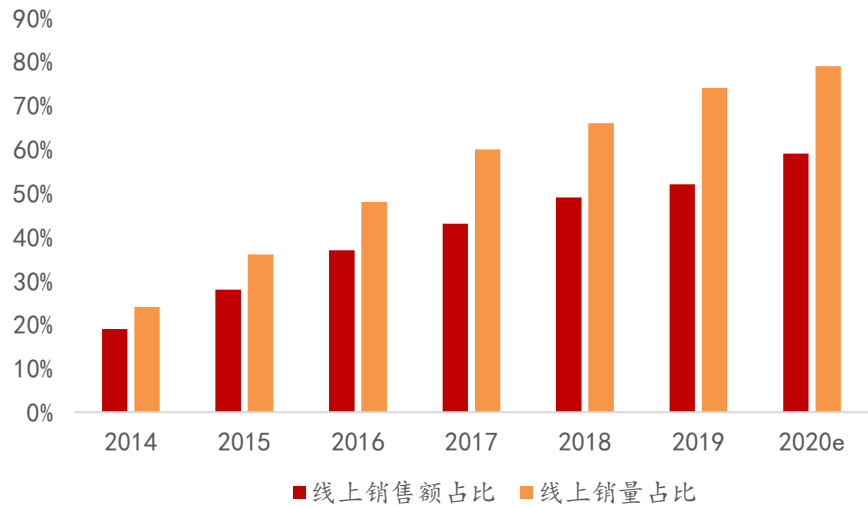


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

2.2 西式小家电驱动厨房小电高速增长

由于疫情的影响，小家电线上销售占比提高，沙发购物需求走高，厨房小家电成为家电业内王者。由于电商的兴起，小家电在网络上有很好的展示和传播能力，其还拥有体积小、易于运输等特点，从而进一步提高了线上销售数量。据阿里平台数据显示，自 2014 年起，小家电线上市场规模呈明显上升趋势。

图 19: 2014-2019 小家电线上销售额销量占比

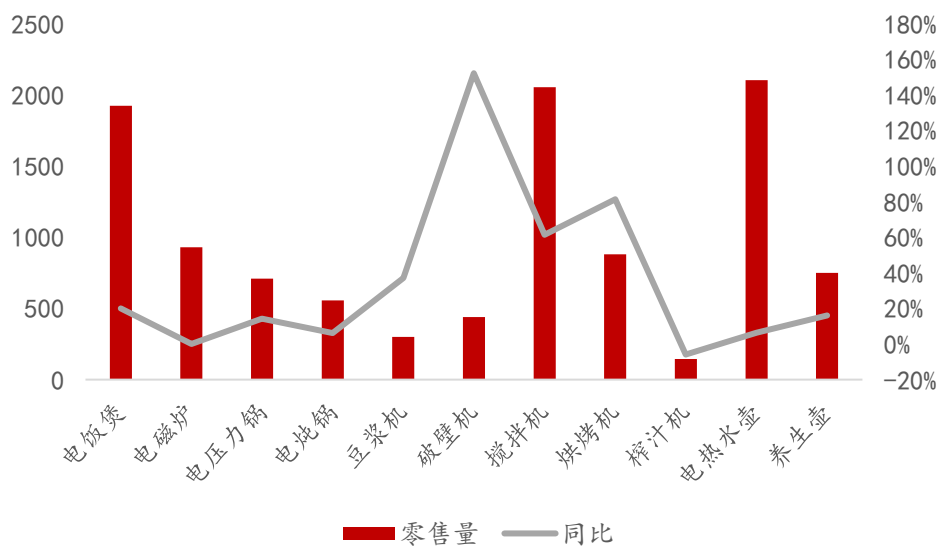


资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

据奥维数据网数据显示, 虽然疫情给世界各行业都带来负面影响, 但相比于其他行业, 小家电行业在此期间呈较好趋势, 2020 年 H1 全渠道零售额共计 13016 万台, 同比增长 6.5%。

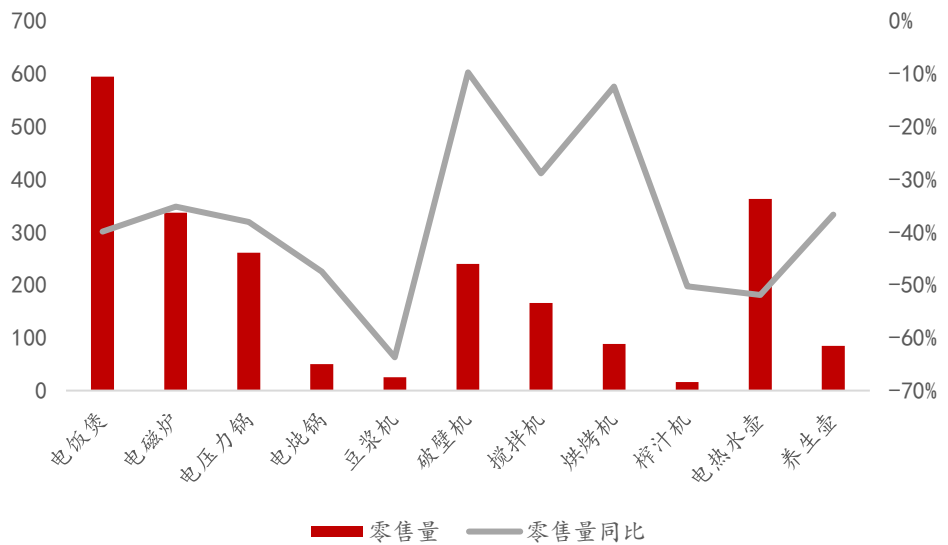
按小家电品类分析, 传统中式小家电进入成熟期。伴随着社会进步, 消费者对于健康营养的理念的加深, 西式小家电开始进入成长期。伴随着疫情的复苏其增长趋势相对放缓, 但依旧保持同比增长。

图 20: 2020 年 H1 线上小家电各个品类销量



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图 21：2020 年 H1 线下小家电各个品类销量



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

表 5：中西式小家电分类

类别	说明
西式小家电	电热水壶、多士炉、面包机、烤箱、咖啡机、搅拌机等
中式小家电	电压力锅、豆腐机、电饭煲、养生壶、豆浆机、豆腐机等

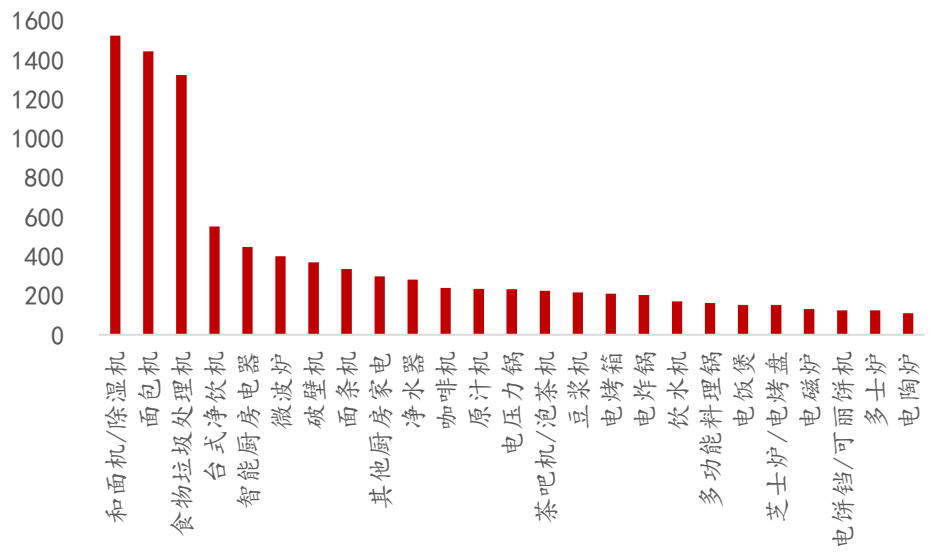
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.3 消费升级，高端小家电产品层出不穷

厨房小家电可帮助消费者解放劳动力、且其拥有相对亲民的价格优势促使市场规模不断增加。不同于早期，消费者更青睐具有颜值、省时且能制作更健康食品的厨房小家电产品。随着消费者对产品需求的不断增加，高均价的厨房小家电产品层出不穷。早期广受消费者青睐的豆浆机对应的高端产品为破壁机。据拼多多 2020 年 12 月小家电各品类均价显示，破壁机的月均价是豆浆机的 6 倍。伴随着厨房小家电技术成熟、消费者的消费能力的提升，消费者更加注重产品的选材及品质，高端小家电市场进入上升期。

厨房小家电在过去几年的主流价格带在百元区间，但根据拼多多 2020 年 12 月最新数据显示，厨房小家电整体均价为 142 元。其中月度均价超过 100 元的品类高达 25 种。其中面包机的均价已达 1443 元在品牌方面，厨房小家电的高端品牌因其品质、颜值、便捷等因素受消费者青睐。

图 22：25 种厨房小家电均价突破 100 元



资料来源：2020 年 12 月拼多多数据，浙商证券研究所

3. 北鼎成功十字诀：健康、品质、省时、便携、颜值

公司的产品定位于当代拥有较高产品诉求的消费者需求的标准，即产品具备高品质、高颜值、更便携的同时为消费者打造更健康更省时的精致生活。

公司秉持着三大原则设计研发其产品。第一，公司研发设计解决用户长期稳定需求的产品。第二，在满足消费者需求的同时保证产品的美观性，能让消费者试用产品的同时保持一个良好的心情，做到赏心悦目。第三，产品设计方面要秉持简单、好用、易上手的原则，达到说明书0使用的目标。

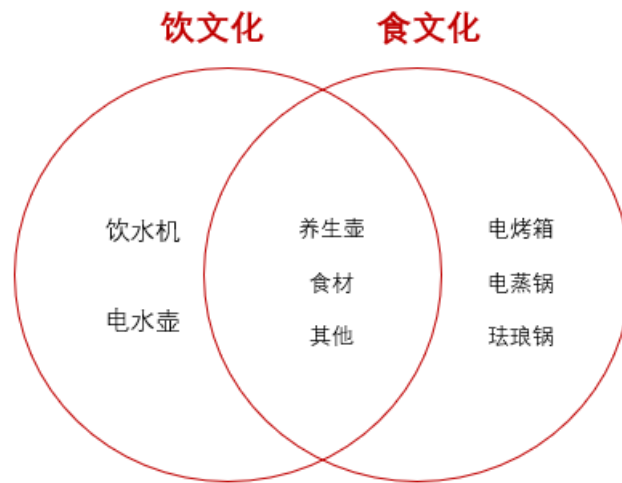
表 6：公司核心电器产品均价在千元以上

产品	价格（元）
养生壶	698-2997
电蒸锅	1698-1998
饮水机	848-1298
电烤箱	3799-5999
珐琅锅	1099-1999
电蒸锅	1498-1998
电热水壶	798-1298
周边食材	29.89-2899
水杯	99-189
其他周边产品	58-799

资料来源：天猫商城、浙商证券研究所

从用户需求到场景需求，品类矩阵逐步成型。公司从消费者的饮食入手，丰富其产品品类分别打造健康的饮和食两大文化。公司研发快速、多温出水的饮水机、蒸炖一体的养生壶、以及家庭全覆盖的饮水壶来满足消费者对于饮水的不同需求。公司通过烘焙、蒸炖两大烹饪方式全方面构建食文化。2020年公司引领国内烹饪潮流，新增珐琅锅品类。珐琅锅因其满足炖、焖、焗三大烹饪功能，为食文化锦上添花。由于养生壶可满足煮、炖两大烹饪技术，其为饮食两大文化构建了互通的桥梁。

图 23：公司以饮、食两大文化丰富其品类



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 24：公司主要产品

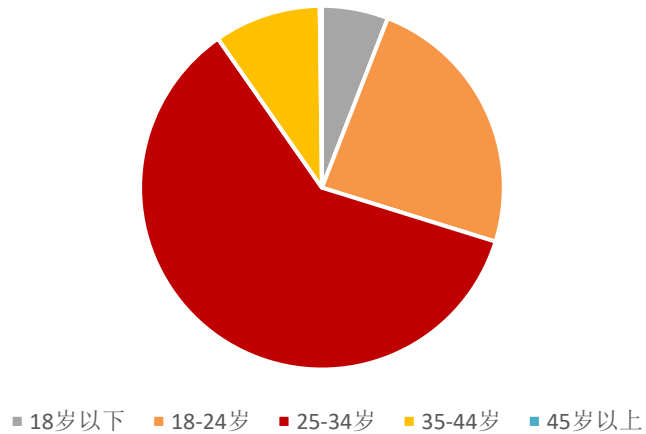


资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

3.1 以精致女性为切入口，逐步渗透全家共同使用

北鼎目前的主要消费群体定位于精致女性。不仅涵盖了具有相对较高消费能力的中年女性，还涵盖了具有相对较高学历的青年女性。这样的定位群体是由于使用健康应用的女性用户中的 60.5%集中在 25 岁至 34 岁高学历女性。

图 25：2020 年女性健康应用女性年龄分布

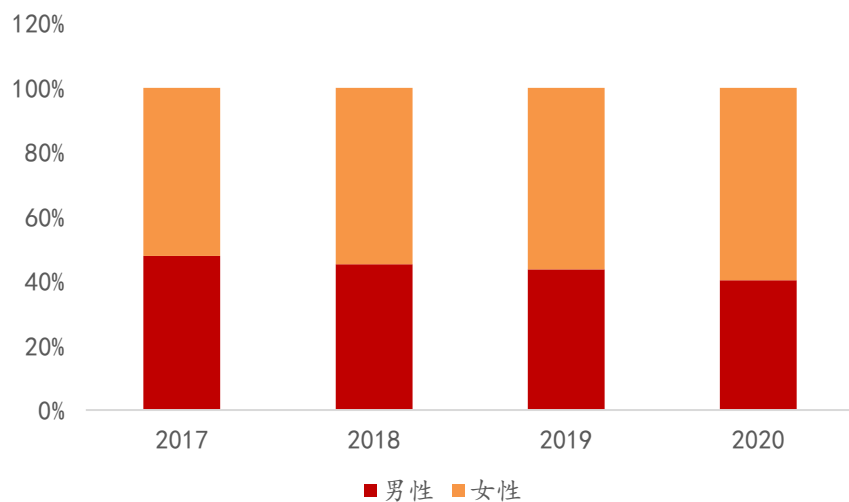


资料来源：Mob 研究院，浙商证券研究所

伴随着中国的发展，女性人数不断增加且其社会地位直线走高。她们的生活重心逐渐从家庭转换到工作，且伴随女性对工作的时间和精力投入，女性的消费能力进一步得到了提升。

精致女性消费者消费时容易被几个因素所影响，包括个人情绪、周边群体、价格诱惑、自尊心理等，容易造成从众消费、情绪化消费、冲动性消费等。相比于男性，大部分女性消费更情绪化，女性消费者漫无目的去购物的概率要大于男性。目前女性对于其健康的重视程度呈逐年上升趋势。截止 2020 年 4 月，Mob 研究院统计的健康类应用男女性用户占比数据显示，女性使用健康类应用已达 59.7%。

图 26：2017-2020 年女性使用健康类应用数量高于男性



资料来源：Mob 研究院，浙商证券研究所

精致女性消费者包含了青年人和中年人，其中两者的消费特征也有一定差异：

青年消费群体是目前所有企业争夺的主要目标群体。背后原因不只局限于其具有家庭消费的影响力，还在于此群体还具有一定的经济来源，可决策其自己的消费产品。由

于青年消费者刚步入职场，其消费能力有一定的局限性。例如大部分青年精致女性没有能力买大面积的房屋居住，而通常租住其公司周边的小平米房屋，由此体现青年精致女性对时间和空间的诉求。因此青年精致女性消费群体更加追求购买具有颜值、健康、便携、自我个性体现等产品。北鼎新品 Mini K 养生壶和 S8 系列饮水机充分满足了消费者对于便携、健康、颜值的需求。由于其所处的年龄阶段还具备容易冲动、从众消费的心理。

图 27：公司不断优化产品



资料来源：天猫，值得买，浙商证券研究所

中年精致女性的消费能力将远高于青年精致女性，且大部分中年精致女性已经成为辣妈。中年精致辣妈具有购买力的同时还具有快速了解新事物信息的能力。由于父母对孩子高度重视的社会现象，而 14-16 岁儿童群体具有接受新鲜事物、信息的速度是相对较快、知识面广的消费观念，他们对家庭消费有很强的影响力。而由于年龄因素，中年精致女性对于养生的观念也更加重视。因此，相比于青年消费者，中年消费者的消费心理相对成熟且更加注重购买品质、省时、便携、健康的产品。从省时角度看，由于中年人的生活压力较大，需要照顾家庭的同时兼顾工作，其倾向于购买自动产品、半成品食物等。例如家电、电子产品、日用消费等。

北鼎力争设计其产品成为简单上手、0 说明书的便捷产品，在各个层面上体现北鼎的省时二字。对于上班族而言，简单易懂的产品是他们最为青睐的产品。北鼎已实现其所有产品都可 0 说明书使用。

图 28：简单操作的控制面板



资料来源：天猫，浙商证券研究所

图 29：省时、健康特点北鼎产品展示



资料来源：天猫，浙商证券研究所

因此当代青年精致女性消费群体和中年精致女性消费群体的消费特征主要为品质、健康、省时、便携、颜值等。

随着北鼎打开女性市场，其开始逐渐扩张其消费群体，将不仅限于女性，致力于覆盖对生活有浓厚兴致，对美学有一定要求，对品质有鲜明诉求且有一定经济基础的群体。目前北鼎已开发针对于男性和儿童的养生食材。相对于中性的品类包含电蒸锅、电烤箱、饮水机等

图 30：北鼎针对于男性、儿童的养生食材



资料来源：天猫，浙商证券研究所

3.2 养生壶步入成熟期，产品推陈出新，满足差异化需求

北鼎的成功产品养生壶，满足了当代白领女性在办公室就可以养生的需求，达到了办公炖汤两不误的高效养生理念。随后公司通过进一步开发周边食材来配合其养生壶的售卖，达到长期稳定的设计研发原则。例如，雪梨无花果广式甜汤可在其品牌的养生壶中快速炖煮。由于养生壶的优势为可以实现预约定时煮、炖、蒸，消费者不用花费时间盯锅，在用养生壶蒸煮的同时全心投入到工作中，契合北鼎的高效理念。

图 31：功能齐全的产品达到健康且高效的理念



资料来源：天猫，浙商证券研究所

北鼎实行在保证产品规格的前提下通过减配来降低产品价格的新战略，从而扩张市场覆盖率。2020年6月北鼎上新了新品养生壶，相比过往养生壶产品，其一体机设计更加便携，但容量、功率有所下调。相比于同品牌其他养生壶，新养生壶在功能细分方面有所简化，价格也有所下调。是同品牌养生壶的一半或三分之一。但产品一经上线迅速成为了北鼎热销产品，是线上店铺销量第一的养生壶。

图 32：公司养生壶新品层出不穷



资料来源：天猫，浙商证券研究所

图 33：公司养生壶 MINI K VS K11



资料来源：天猫，浙商证券研究所

表 7: Mini K 与 K11 养生壶区别

	Mini K	K11
结构形式	一体式	分体式
容量	0.6L	1L
功率	400W	800W
功能	精煮（10/45/90 分钟）& 烧水（40/60/100 度）	烧水&养生饮&水果茶&花草茶
保温	40 度/60 度 8 小时	70 度两小时
烹煮技术	第二代	第一代
声音	烹煮静音	烹煮过程有响声
按键	触控式	按压式

资料来源：天猫，浙商证券研究所

3.3 围绕十字诀构建茶文化和中西烹饪两大矩阵产品

作为中国民营企业的北鼎，始终怀揣传承中华文化的使命感，其研发了传承弘扬茶文化的相关产品即茶具、泡茶随手杯、各种茶包，饮水机养生壶等。

新品 SpeedyS8 系列饮水机满足当代白领对于省时、健康、颜值等多方面需求，位列台式饮水机网络排行榜前十名。相比于北鼎之前的台式饮水机产品，新品的体积较小，加热出水更快，热门颜色更多，可更换多种水源。相比于步入成熟期的养生壶产品，台式饮水机的市场发展前景更广。在健康方面，其提供了 8 段水温，即 常温、40、50、60、70、80、90、沸腾。更加精确地控制水温的益处为避免多次沸腾而形成的亚硝酸盐对人体造成伤害。省时方面，北鼎饮水机可保证三秒出水的速度，达到热水无等待。在颜值方面，北鼎坚守职业女性钟爱的裸色系的同时增加了当下俏皮颜色---甜橘橙和浅杉绿。

表 8: Mini K 与 K11 养生壶区别

网络排行榜	Mini K
1	一体式
2	0.6L
3	400W
4	飞利浦
5	浪木
6	荣事达
7	北鼎
8	安吉尔
9	澳柯玛
10	长虹

资料来源：舒适 100 官网，浙商证券研究所

图 34：北鼎饮水机



资料来源：天猫，浙商证券研究所

北鼎泡茶随手杯产品荣获品牌网水杯水壶优选榜第二名。随着时代的推移，当代年轻人的生活压力不断加大，时间便成为上班族重视的首要要素，而拥有悠久历史的中国茶文化，却是慢生活的标志。北鼎为了弘扬传承中国茶文化研制了可以茶、水分离的水壶。其效果可达到倒立泡茶，正立茶水分离。此特点可以因人而异控制茶水的浓淡，也把茶文化简单、方便的带入了办公室。此产品有助于传承茶文化的同时还达到了北鼎设计研发其产品的目标及高效、便捷、健康、时尚。相比于其他产品例如旅行茶具，此产品更加便携，且时间更容易被消费者所把控。而对于新时代一部分以奶茶、碳酸饮料为爱好的年轻人而言，可因时尚而购买此产品随之开启更加健康的饮水理念。

图 35：北鼎与其他品牌泡茶随手杯对比



资料来源：天猫，浙商证券研究所

在全民减肥的时代北鼎紧跟时代理念，相继推出了营养、饱腹、快速的轻食料包。即马蹄玉米燕麦粥、紫薯奶香燕麦粥、椰香小麦胚芽粥、奇亚籽燕麦粥等。例如，奇亚籽燕麦粥食材包可用养生壶加热 10 分钟即可使用，满足了当代白领对早餐的需求。

公司构建专业的团队对食材原料、口味、后续烹饪的方法、时间进行了研究，最终研发出了营养、快速烹饪的食材料包。北鼎除其对其食材和代工商有严格的要求外，还建立了严格的检查机制。公司委托第三方机构与公司产品团队一同对每批产品进行品质的检查和检测。

图 36: 营养、健康、饱腹、快速炖煮的周边食材



资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

伴随西式小家电在国内市场的兴起, 拥有纯熟西式小家电设计、生产工艺的北鼎利用其多年生产西式厨具的技术优势结合中式文化迎来新的增长点。

北鼎新增产品珐琅锅荣登网购网 2019-2020 年珐琅锅十大品牌排行榜。珐琅锅是一款可烹饪中西餐的锅具, 是目前市场上的新兴产品, 因导热快、受热均匀、密封效果好、用途广泛且保留食物营养成分高于其他产品的多方面优势被消费者认可。其优势完全与北鼎制造的高效、健康理念吻合。目前处于全民减肥的时代, 年轻人有减脂增肌的诉求, 而中老年人有降三高的诉求, 从而进一步推动了健康饮食低油、低盐、低糖保持食材原汁原味的概念。珐琅锅不仅可以在火上蒸炖, 还可以进入烤箱烹饪烧烤盐焗等, 可尽量减少油的用量。其独特的密封循环烹饪优势, 能够保持食物肉质鲜美, 食材原汁原味。

相比于世界顶级品牌 Le Creuset 的价格, 北鼎的价格相对亲民得多, 打造颜值品质双在线且性价比超高的人人用得起的珐琅锅。

图 37: 北鼎珐琅锅



资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

西式小家电的代表产品之一为电烤箱。北鼎拥有多年为铂富集团代工的历史。而铂富集团是澳大利亚和新西兰厨房小家电的第一品牌, 是北美市场上主流的厨房小家电品牌, 在欧洲市场拥有较高的占有率。因此在电烤箱品类方面北鼎拥有绝对的技术优势。在美观方面, 北鼎不断推出具有市场流行色的新品。在受众人群方面, 北鼎不只推出了烘焙发烧友适用的专业性能强的烤箱, 还推出了厨房小白家用烘焙的基础款烤箱, 全面覆盖受众人群, 其在行业内拥有十分光明的竞争前景。

图 38: 北鼎电烤箱



资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

图 39：代工品牌铂富电烤箱国内排名



资料来源：品牌网，浙商证券研究所

伴随着电蒸锅行业进入成长期，北鼎的新增长点之一将是电蒸锅市场。目前市场上电蒸锅平均售价仅在 200 左右，而北鼎最低售价为 1498 元。其利用高效、多功能的产品亮点位列电蒸锅优选榜第 6 名。电蒸锅区别于普通蒸锅的亮点为全自动，无须看火不怕干烧。

北鼎区别于其他品牌的亮点是在生产电蒸锅选用的材料、功率的设计上，达到高效标准。对于材料，不同于其他品牌大多使用 PP 材料，北鼎主要选用食品级 304、316L 不锈钢、加厚钢化玻璃，减量减少 PP 材料的使用保证蒸炖间不串味、蒸炖后不留味的标准。其电蒸锅不仅限于蒸，还可以精炖甜汤、制作酸奶、消毒餐具、解冻食品、制作婴幼儿辅食达到一锅多用的目的。

图 40：公司高品质选材的电蒸锅



资料来源：天猫，浙商证券研究所

北鼎品牌电蒸锅在功率设计方面比其他品牌的功率大，为 1500W。大功率的优点即加快烹饪速度，达到一瞬锁鲜，原汁原味全数保留的口感标准。在健康方面，大功率的北鼎品牌电蒸锅减少烹饪时长的同时减少食物营养成分的流失，达到其产品烹饪更加健康的目标。因此北鼎在时间和健康两方面为消费者提供了更好的选择。

图 41：公司更省时的电蒸锅



*以上数据均出自北鼎实验室

资料来源：天猫，浙商证券研究所

商业公寓的兴起推动了对电蒸锅的需求。由于商业公寓拥有等多项便利服务包含自助免费领取快递、管家、物业维修等，目前商业公寓是上班族、海龟等租房的首选。其弊端则为用户使用的是商业水电且无天然气供应。

表 9：北鼎品牌榜单

	品牌榜	优选榜	新锐榜
养生壶	第 1 名		
饮水机	第 7 名		第 10 名
水杯/水壶	第 9 名	第 2 名	
电蒸锅		第 6 名	
电水壶	第 9 名	第 2 名	

资料来源：品牌网，浙商证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

关键假设

1) 公司的业务收入占比排名第一的养生壶品类: 根据奥维数据显示, 2020 年国内养生壶线上+线下全渠道共计销售 1634.21 万台。根据我们预测, 养生壶品类未来两年保持 13% 的行业复合增速, 公司市占率从 1.7% 提升到 2%, 测算 2020-2022 养生壶销量分别为 29、34、40 万台。价格方面, 公司产品主打高端市场, 零售价格过千元, 出厂平均价格约为 600 元。综上所述, 20-22 年营收分别 1.7、2.0、2.4 亿。养生壶品类虽然已进入成熟期, 但由于今年疫情在家期间催生 DIY 下厨热, 且健康养生概念随着电商直播的推广, 进一步深化; 公司推出 mini 养生壶系列, 价格更亲民。多重因素触发品类第二增长曲线。

2) 公司的业务收入占比排名第二的多士炉主要为海外业务, 主要大客户为铂富集团, 该公司 2019 年财年年报营收+17.5%, 考虑海外消费者对于多士炉的需求量稳定, 基本户均一台, 预计 2020-2022 年销量 80、90、100 万台, 保持 12% 左右稳定增长, 根据招股说明书量价拆分, 测算未来两年出厂价格应该在 185-195 元。综上所述, 测算多士炉 2020-2022 年营收为 1.5、1.7、2.0 亿。今年海外疫情复发, 导致大量出口订单向公司转移, 公司依靠高品质产品维系客户粘性, 预计未来出口订单增速还有进一步向上空间。

3) 公司的电烤箱品类将成为公司未来两年的核心增长点, 主要原因有二: 一方面为海外代工需求稳定, 铂富持续放单给公司, 预估 2020-2022 订单分别为 9 万、14 万、14 万台。另一方面, 随着烘焙文化的逐步盛行, 我国烤箱市场增速向上, 且高端烤箱相对空白。根据中研普华调研数据, 2020 年全球电烤箱销量 8000-9000 万台, 国内电烤箱市场增长迅速, 在过去的三年里连续实现了 50% 以上的年增长率, 总的市场容量在三年里翻了两番。但和西方很多国家 70%-80% 的普及率相比, 仍有很大的市场空间。根据奥维数据显示, 我国电烤箱 2020 年线上+线下共计销售 1087.28 万台, 假设未来两年仍保持 50% 复合增速, 2020 年-2022 年公司国内渗透率分别为 0.1%、0.3%、0.5%, 计算得出国内销量分别为 1 万、5 万、12 万台。公司烤箱年平均价格按照 850 元-910 元计算, 得出 2020-2022 营收分别为 0.9 亿、1.7 亿、2.4 亿。

4) 其他产品: 公司围绕社会热点“健康”不断研发新产品即饮水机、珐琅锅来完善“饮”和“食”两大文化。饮水机和珐琅锅都是公司今年重点开发的新品类: 其中饮水机 20-22 年营收增速分别为 14%、23%、26%。珐琅锅 21-22 年营收增速分别为 236%、202%。而电热水壶主要是出口, 订单量保持稳定。三个品类预计 2022 分别贡献 1 亿销售额。

公司系国内高端养生品牌领导者, 自有品牌内销增长势头良好, 同时积极推出多款高毛利产品, 盈利能力显著提升。根据公司最新业绩快报, 2020 年归母净利润率为 14.27%, 同比提升了 2.34 个 pct。我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 7.1、9.2、11.9 亿元, 同比分别增长 28%、30%、30%, 预计 2020-2022 年归母净利润 1.01/1.33/1.78 亿元, 当前股价对应的 PE 分别为 50/38/28, 首次覆盖, 予以增持评级。

表 10: 公司细分业务盈利预测 (亿元)

主要营业收入	2019	2020E	2021E	2022E
养生壶	1.4	1.7	2.0	2.4
增长率	-24%	21%	18%	19%
多士炉	1.3	1.5	1.7	2.0
增长率	-39%	14%	14%	15%
电热水壶	0.8	0.9	0.9	1.0
增长率	20%	6%	6%	8%
饮水机	0.6	0.7	0.9	1.0
增长率	42%	14%	23%	26%
烤箱	0.4	0.9	1.7	2.4
增长率	21%	127%	97%	42%
珐琅锅		0.1	0.4	1.0
增长率			236%	202%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

PE 估值: 选取小家电企业小熊电器、苏泊尔、九阳、新宝作为可比公司, 其 2020-2022 市盈率均值为 35x/29x/25x, 公司为 50x/38x/28x。考虑为高端小家电龙头公司, 品牌溢价能力较强, 以及健康养生概念更容易扩宽业务边界, 公司未来成长空间更大。

且公司净利率为 14%~15%, 亦高于行业平均水平 (2019 年年报披露归母净利率小熊为 9.98%、苏泊尔为 9.67%、九阳 8.81%、新宝为 7.53%), 对应 2021 年予以 50x 估值, 对应合理股价为 30.5 元, 目前股价仍有 30%左右空间, 首次覆盖, 予以增持评级。

表 11: 选取小家电企业估值水平进行可比参考, 考虑公司为高端小家电龙头, 估值具溢价空间

公司	日期	2021/	EPS (摊薄) /元				PE				2020E
		1月13日	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE
小熊	002959	120.00	2.23	3.00	3.75	4.72	54	40	32	25	23
苏泊尔	002032	83.19	2.34	2.30	2.68	3.02	36	36	31	28	24
九阳	002242	33.47	1.07	1.19	1.38	1.57	31	28	24	21	23
新宝	002705	46.88	0.86	1.32	1.62	1.92	55	36	29	24	22
均值							44	35	29	25	23
北鼎	300824	23.02	0.3	0.46	0.61	0.82	77	50	38	28	25

资料来源: 可比公司为 wind 一致预期, 股价为 2021.1.14 收盘价, 浙商证券研究所整理

5. 风险提示

小家电市场发展不及预期、原材料价格波动、汇率波动。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	364	551	716	930	营业收入	551	705	916	1187
现金	237	388	509	675	营业成本	293	346	433	542
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	5	7	9	11
应收账款	40	59	78	93	营业费用	123	169	232	309
其它应收款	6	4	8	10	管理费用	42	53	69	89
预付账款	17	14	18	25	研发费用	22	25	35	47
存货	63	81	101	123	财务费用	0	-3	-7	-8
其他	1	5	3	3	资产减值损失	0	1	2	2
非流动资产	51	46	40	34	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	4	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	3	2	3	3
固定资产	37	34	31	28	营业利润	73	114	151	202
无形资产	6	5	4	4	营业外收支	1	1	1	1
在建工程	2	3	3	3	利润总额	75	115	152	203
其他	5	4	1	0	所得税	9	15	19	25
资产总计	414	597	756	964	净利润	66	101	133	178
流动负债	86	114	139	170	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	66	101	133	178
应付款项	54	79	96	115	EBITDA	86	117	152	200
预收账款	5	6	7	9	EPS (最新摊薄)	0.30	0.46	0.61	0.82
其他	27	30	37	46	主要财务比率				
非流动负债	7	6	7	7		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	7	6	7	7	营业收入	-9.16%	27.98%	29.82%	29.60%
负债合计	93	121	146	176	营业利润	-3.27%	55.79%	32.11%	33.61%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-3.29%	53.07%	32.49%	33.36%
归属母公司股东权益	321	476	610	788	获利能力				
负债和股东权益	414	597	756	964	毛利率	46.84%	50.99%	52.68%	54.29%
					净利率	11.93%	14.27%	14.57%	14.99%
					ROE	21.61%	25.25%	24.57%	25.46%
					ROIC	19.50%	20.28%	20.91%	21.60%
					偿债能力				
					资产负债率	22.48%	20.24%	19.31%	18.28%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.22	4.82	5.14	5.48
					速动比率	3.48	4.11	4.41	4.76
					营运能力				
					总资产周转率	1.33	1.39	1.35	1.38
					应收帐款周转率	10.50	14.05	12.95	13.29
					应付帐款周转率	7.75	9.54	9.46	9.61
					每股指标(元)				
					每股收益	0.30	0.46	0.61	0.82
					每股经营现金	0.38	0.42	0.52	0.71
					每股净资产	1.97	2.19	2.80	3.62
					估值比率				
					P/E	76.08	49.70	37.52	28.13
					P/B	11.68	10.51	8.21	6.35
					EV/EBITDA	-2.76	39.58	29.64	21.69

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>