

# 九阳股份 (002242)

证券研究报告

2019年08月15日

## 创新提升产品品质，公司未来业绩可期

**事件：**公司发布 2019 年半年报，2019H1 实现营业收入 41.87 亿元，同比+15.04%，归母净利润 4.06 亿元，同比+9.72%，扣非归母净利润 3.77 亿元，同比+29.05%；Q2 收入 23.88 亿元，同比+15.30%，归母净利润 2.43 亿元，同比+8.94%，扣非归母净利润 2.24 亿元，同比+48.59%。

### 创新精准满足需求，产品结构提升明显

**分品类看**，食品加工机、营养煲、西式小家电系列均实现双位数的快速增长，同比+16.57%、+18.90%、+16.54%，主要包含豆浆机以及破壁机的食品加工机系列增速环比提升迅速，其对整体收入的贡献十分明显。渠道层面，公司积极布局线下渠道，一方面对已有门店进行升级改造，另一方面拓展门店至 Shopping Mall 等新兴商业综合体，通过建立旗舰店、品牌店及专卖店等模式覆盖广泛消费者群体。线上保持较好增长，公司于今年年初新开的直营店铺粉丝已累计至数十万，线上线下互通互联，提升渠道效率。

### 产品结构变化影响毛利率，费用率同比下降明显

公司 19H1 毛利率、净利率 32.33%和 9.55%，同比分别-0.69、-0.67pct。**分品类看**，食品加工机、营养煲、西式电器系列毛利率分别同比+2.20、-3.99、-0.29pct，豆浆机、破壁机等食品加工机系列毛利率改善明显，营养煲及西式电器系列毛利率有所下滑。**从费用端来看**，公司 19H1 销售、管理、研发、财务费用率同比分别-2.56、+0.56、+0.12、-0.05pct，占比较高的销售费用相比去年同期有较为明显的下降。

### 高分红体现公司价值，周转效率有所下降

**从资产负债表看**，19H1 期末现金+其他流动资产为 16.37 亿元，同比+25.67%。**从周转情况看**，19H1 期末存货和应收账款周转天数分别为 44.23 和 14.55 天，较期初分别上升 3.2、7.98 天。**从现金流量表看**，19H1 经营活动产生的现金流量净额 1.77 亿元，同比下滑 20.98%，其中销售商品及提供劳务现金流入 49.02 亿元，同比上升 10.28%，与收入增速基本匹配。19H1 董事会提出每 10 股派发现金红利 5 元的分红预案，现金分红率 94.49%，股息率 2.37%，较高的股息率和分红率体现了公司价值。

**投资建议：**综合来看，后续随着国内产品上的不断推陈出新，SharkNinja 国内品牌知名度提升以及国际上的布局，业务将进一步做大做强，同时公司正在实施股权激励计划，全年收入及业绩增速可期。根据 2019 年中报业绩情况，我们上调 19-21 年净利润至 8.57、9.90、11.46 亿元（前值 8.45、9.72、11.2 亿元），对应动态估值分别为 18.9 倍、16.4 倍和 14.1 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**新品销售不达预期；Shark 品牌销售不达预期；原材料波动风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,247.52	8,168.71	9,288.89	10,940.58	12,618.79
增长率(%)	(0.92)	12.71	13.71	17.78	15.34
EBITDA(百万元)	834.41	1,085.90	1,004.02	1,220.71	1,311.71
净利润(百万元)	688.92	754.26	857.17	990.50	1,146.43
增长率(%)	(1.26)	9.48	13.64	15.55	15.74
EPS(元/股)	0.90	0.98	1.12	1.29	1.49
市盈率(P/E)	23.50	21.47	18.89	16.35	14.12
市净率(P/B)	4.53	4.25	4.05	4.06	3.90
市销率(P/S)	2.23	1.98	1.74	1.48	1.28
EV/EBITDA	13.96	9.64	13.93	11.79	10.48

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	21.1 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	767.37
流通 A 股股本(百万股)	763.36
A 股总市值(百万元)	16,191.53
流通 A 股市值(百万元)	16,106.82
每股净资产(元)	4.80
资产负债率(%)	38.37
一年内最高/最低(元)	25.56/13.50

### 作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《九阳股份-公司点评:九阳关联公司赴港 IPO，国际化进程加快》 2019-06-30
- 《九阳股份-年报点评报告:渠道调整效果显现，产品结构影响毛利率》 2019-04-01
- 《九阳股份-公司点评:Q4 表现超预期，渠道调整效果显现》 2019-02-26

## 事件

### 公司发布 2019 年半年报：

- 1) 公司 2019H1 实现营业收入 41.87 亿元，同比增长 15.04%，归母净利润 4.06 亿元，同比增长 9.72%，扣非归母净利润 3.77 亿元，同比增长 29.05%；
- 2) 其中，Q2 收入 23.88 亿元，同比增长 15.30%，归母净利润 2.43 亿元，同比增长 8.94%，扣非归母净利润 2.24 亿元，同比增长 48.59%；
- 3) 公司拟按每 10 股派发现金红利 5 元（含税），合计将派发现金红利 3.84 亿元（含税），对应 94.49% 的现金分红率以及约 2.37% 股息率。

## 创新精准满足需求，产品结构提升明显

根据公司披露的分品类数据，食品加工机、营养煲以及西式小家电系列均实现双位数的快速增长，分别同比+16.57%、+18.90%、+16.54%，主要包含豆浆机以及破壁机的食品加工机系列增速环比提升迅速，其对整体收入的贡献十分明显。从天猫数据看，19Q2 豆浆机销量略有下滑，均价大幅增长，同比+33.29%，主要受上半年公司发布多款高端产品的带动，新品主要包括三款 K 系列免清洗破壁豆浆机、静音真空破壁料理机等，充分解决消费者清洗机器人的痛点；电饭煲量价齐升，分别+17.54%、+11.07%；破壁机和电磁炉表现优异，市占率不断提升，销量份额环比+0.72pct、+1.24pct（暂无历史数据）。

**渠道层面**，公司积极布局线下渠道，一方面对已有门店进行升级改造，另一方面拓展门店至 Shopping Mall 等新兴商业综合体，通过建立旗舰店、品牌店及专卖店等模式覆盖广泛消费者群体。线上保持较好增长，公司于今年年初新开的直营店铺“Joyoung 九阳官方旗舰店”粉丝已累计至数十万，线上线下互通互联，提升渠道效率。

另外，公司去年收购的 SharkNinja 19H1 实现销售额 5,377 万元，净利润-1,525 万元，与 2018 年年报披露的收入 2,030 万元和净利润-3,026 万相比都有较为明显的改善（SharkNinja 于 2018 年 9 月 30 日合并至公司报表）。JS 环球在港股上市申请材料中提到，预计 SharkNinja 2020 年在国内市场的实现 1.9 亿元的销售额，同比 2019 年 6,000 万元的销售预期提升了 216.7%。目前公司通过线下开店以及线上在九阳官方旗舰店为其设置浮窗等方式进行引流，从 19H1 的收入情况来看，品牌推广十分成功，未来销售额目标实现概率较大。

## 产品结构变化影响毛利率，费用率同比下降明显

公司 19H1 毛利率、净利率 32.33%和 9.55%，同比分别-0.69、-0.67pct，对应 19Q2 毛利率、净利率 32.04%和 10.06%，同比分别-2.11、-0.76pct。**分品类看**，食品加工机、营养煲、西式电器系列毛利率分别同比+2.20、-3.99、-0.29pct，豆浆机、破壁机等食品加工机系列毛利率改善明显，营养煲及西式电器系列毛利率有所下滑，定价较高的蒸汽饭煲 S5 于 2019 年 5 月正式在伦敦发布，由于新品需要一定时间的培育，我们预计随着下半年的起量，蒸汽饭煲将带动营养煲系列毛利率的提升，进一步改善整体毛利率水平。

**从费用端来看**，公司 19H1 销售、管理、研发、财务费用率同比分别-2.56、+0.56、+0.12、-0.05pct，19Q2 销售、管理、研发、财务费用率同比分别-4.71、+0.32、-0.06、-0.17pct，其中，占比较高的销售费用相比去年同期有较为明显的下降。从子科目的细项来看，销售费用中的“渠道、售后及广告费用”同比下降 11.83%，主要与公司去年同期增加 CCTV 广告投入、扩大与杨幂合作范围等营销策略有关。

## 高分红体现公司价值，周转效率有所下降

从资产负债表看，19H1 期末现金+其他流动资产为 16.37 亿元，同比+25.67%。从营收款项看，应收账款+票据 17.22 亿元，同比-33.03%，主要系应收票据到期所致。从周转情况看，19H1 期末存货和应收账款周转天数分别为 44.23 和 14.55 天，较期初分别上升 3.2、7.98 天，主要系公司收入增长较快导致应收账款增加幅度较大。从现金流量表看，19H1 经营活动产生的现金流量净额 1.77 亿元，同比下滑 20.98%，其中销售商品及提供劳务现金流入 49.02 亿元，同比上升 10.28%，与收入增速基本匹配。Q2 经营活动产生的现金流量净额-0.01 亿元，其中 Q2 销售商品及提供劳务现金流入同比+23.07%。

公司自 2011 年以来，基本延续较高的分红率，19H1 董事会提出每 10 股派发现金红利 5 元的分红预案，现金分红率 94.49%，股息率 2.37%，较高的股息率和分红率体现了公司价值。同时根据 2018 年股权激励方案中，19-20 年收入增速不低于 11%、17%，业绩增速不低于 8%、15%，较高的业绩考核目标保障了公司未来业绩成长。

## 投资建议

综合来看，后续随着国内产品上的不断推陈出新，SharkNinja 国内品牌知名度提升以及国际上的布局，业务将进一步做大做强，同时公司正在实施股权激励计划，全年收入及业绩增速可期。根据 2019 年中报业绩情况，我们上调 19-21 年净利润至 8.57、9.90、11.46 亿元（前值 8.45、9.72、11.2 亿元），对应动态估值分别为 18.9 倍、16.4 倍和 14.1 倍，维持“增持”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	672.96	1,090.75	1,499.57	1,085.29	1,728.27
应收票据及应收账款	1,846.99	2,572.24	1,894.83	2,925.23	2,634.20
预付账款	7.34	50.14	19.06	28.81	35.95
存货	516.30	747.35	532.90	992.25	738.45
其他	547.83	358.41	686.72	534.69	545.96
<b>流动资产合计</b>	<b>3,591.42</b>	<b>4,818.90</b>	<b>4,633.08</b>	<b>5,566.28</b>	<b>5,682.83</b>
长期股权投资	263.72	257.14	257.14	257.14	257.14
固定资产	631.19	701.56	669.46	653.82	634.22
在建工程	0.57	9.53	41.72	73.03	73.82
无形资产	152.53	125.80	118.04	110.27	102.51
其他	711.31	747.16	718.53	714.58	717.46
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,759.33</b>	<b>1,841.19</b>	<b>1,804.89</b>	<b>1,808.83</b>	<b>1,785.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,350.75</b>	<b>6,660.09</b>	<b>6,437.97</b>	<b>7,375.11</b>	<b>7,467.98</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,027.91	1,763.79	1,599.66	2,140.48	2,227.09
其他	734.53	1,063.81	823.48	1,241.01	1,088.68
<b>流动负债合计</b>	<b>1,762.43</b>	<b>2,827.60</b>	<b>2,423.14</b>	<b>3,381.49</b>	<b>3,315.76</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.10	2.63	6.30	5.01	4.65
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.10</b>	<b>2.63</b>	<b>6.30</b>	<b>5.01</b>	<b>4.65</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,768.53</b>	<b>2,830.23</b>	<b>2,429.44</b>	<b>3,386.50</b>	<b>3,320.41</b>
少数股东权益	7.66	19.57	9.94	3.17	(2.40)
股本	767.51	767.51	767.37	767.37	767.37
资本公积	896.39	843.20	813.20	803.20	803.20
留存收益	2,875.10	3,048.96	3,231.21	3,218.07	3,382.60
其他	(964.44)	(849.38)	(813.20)	(803.20)	(803.20)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,582.22</b>	<b>3,829.86</b>	<b>4,008.53</b>	<b>3,988.62</b>	<b>4,147.57</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,350.75</b>	<b>6,660.09</b>	<b>6,437.97</b>	<b>7,375.11</b>	<b>7,467.98</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	709.91	741.66	857.17	990.50	1,146.43
折旧摊销	76.08	77.07	67.67	72.10	76.57
财务费用	5.77	0.25	0.82	10.94	12.62
投资损失	(87.71)	(135.43)	(60.00)	(80.00)	0.00
营运资金变动	(22.50)	(9.58)	219.60	(384.55)	457.14
其它	(632.64)	(265.28)	(10.13)	(6.89)	(5.70)
<b>经营活动现金流</b>	<b>48.90</b>	<b>408.70</b>	<b>1,075.13</b>	<b>602.10</b>	<b>1,687.06</b>
资本支出	110.42	121.13	56.33	81.29	50.36
长期投资	77.10	(6.58)	0.00	0.00	0.00
其他	506.43	227.07	(56.33)	(81.29)	(100.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>693.94</b>	<b>341.61</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	2.88	0.96	1.28
股权融资	(97.38)	19.48	(24.78)	(20.94)	(12.62)
其他	(685.28)	(535.62)	(644.41)	(996.40)	(982.74)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(782.66)</b>	<b>(516.14)</b>	<b>(666.31)</b>	<b>(1,016.38)</b>	<b>(994.08)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(39.82)</b>	<b>234.17</b>	<b>408.82</b>	<b>(414.28)</b>	<b>642.98</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>7,247.52</b>	<b>8,168.71</b>	<b>9,288.89</b>	<b>10,940.58</b>	<b>12,618.79</b>
营业成本	4,855.29	5,544.22	6,289.91	7,356.85	8,471.61
营业税金及附加	61.13	48.76	47.15	54.70	75.71
营业费用	1,092.86	1,376.71	1,462.25	1,772.37	2,044.24
管理费用	553.31	310.30	312.60	350.10	403.80
研发费用	266.58	297.67	290.91	328.22	378.56
财务费用	(0.49)	(10.79)	0.82	10.94	12.62
资产减值损失	12.50	9.89	9.73	9.73	9.73
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	87.71	135.43	60.00	80.00	0.00
其他	(489.14)	(421.81)	(174.30)	(179.52)	(119.52)
<b>营业利润</b>	<b>807.78</b>	<b>878.34</b>	<b>989.83</b>	<b>1,157.19</b>	<b>1,342.04</b>
营业外收入	18.73	3.75	0.00	0.00	0.00
营业外支出	8.86	11.05	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>817.65</b>	<b>871.04</b>	<b>992.88</b>	<b>1,157.19</b>	<b>1,342.04</b>
所得税	107.74	129.37	145.84	173.58	201.31
<b>净利润</b>	<b>709.91</b>	<b>741.66</b>	<b>847.04</b>	<b>983.61</b>	<b>1,140.73</b>
少数股东损益	20.99	(12.59)	(10.13)	(6.89)	(5.70)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>688.92</b>	<b>754.26</b>	<b>857.17</b>	<b>990.50</b>	<b>1,146.43</b>
每股收益(元)	0.90	0.98	1.12	1.29	1.49

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.92%	12.71%	13.71%	17.78%	15.34%
营业利润	6.80%	8.74%	12.69%	16.91%	15.97%
归属于母公司净利润	-1.26%	9.48%	13.64%	15.55%	15.74%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.01%	32.13%	32.29%	32.76%	32.87%
净利率	9.51%	9.23%	9.23%	9.05%	9.09%
ROE	19.27%	19.80%	21.44%	24.85%	27.63%
ROIC	35.07%	33.61%	42.56%	55.37%	52.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.05%	42.50%	37.74%	45.92%	44.46%
净负债率	-18.79%	-28.48%	-37.34%	-27.19%	-41.64%
流动比率	2.04	1.70	1.91	1.65	1.71
速动比率	1.74	1.44	1.69	1.35	1.49
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.29	3.70	4.16	4.54	4.54
存货周转率	15.67	12.93	14.51	14.35	14.58
总资产周转率	1.32	1.36	1.42	1.58	1.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.90	0.98	1.12	1.29	1.49
每股经营现金流	0.06	0.53	1.40	0.78	2.20
每股净资产	4.66	4.97	5.21	5.19	5.41
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.50	21.47	18.89	16.35	14.12
市净率	4.53	4.25	4.05	4.06	3.90
EV/EBITDA	13.96	9.64	13.93	11.79	10.48
EV/EBIT	15.32	10.32	14.94	12.53	11.13

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

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

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

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

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

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

### 天风证券研究

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