



搅拌机 (料理机) 行业持续高增长, 公司加快“三力”建设

2019.09.11

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

事件:

(1) 根据中怡康数据, 截至 2019 年 8 月搅拌机累计零售量 1,518 万台, 同比增长 17.5%; 累计零售额 71 亿元, 同比增长 4.4%; 电饭煲累计零售量 3,166 万台, 同比下降 1.4%; 累计零售额 115 亿元, 同比零增长。(2) 公司发布了 2019 年中报, 上半年公司营业收入为 41.9 亿元, 同比增长 15%, 归母净利润为 4.1 亿元, 同比增长 9.7%; 扣非后归母净利润为 3.8 亿元, 同比增长 29.1%; 毛利率 32.2%, 同比减少 0.7pct; 净利润率 9.6%, 同比减少 0.25pct。

点评:

● **食品加工机 (即料理机, 包括搅拌机、榨汁机、豆浆机三类) 恢复高增长, 增速来自搅拌机。** (1) 2018 年三类料理机整体零售量 2951 万台, 大幅下滑 11.4%, 其中占比约 67% 的搅拌机零售量 1984 万台, 小幅增长 0.4%。今年上半年, 搅拌机零售量 1191 万台, 同比增长 21.4%。(2) 由于搅拌机在电机、刀片和材质方面仍有更优质产品普及的空间, 在功能、使用场景和健康方面仍有拓展的领域, 替换需求持续存在。我们预计, 未来三年以搅拌机为主的三类料理机整体约有 6% 的增速; 搅拌机占比分别为 76%、82% 和 85%, 往后搅拌机的挤占效应将减少, 更多来自自身技术领域的拓展。(3) 2018 年破壁机零售量 907 万台, 同比增长 78%, 约占搅拌机 46% (2017,26%), 占三类料理机 31% (2017,15%)。由于破壁机和普通搅拌机的行业均价均有下降, 搅拌机整体均价有所下降。公司持续提升高端产品占比, 我们估算公司搅拌机整体均价明显提升。

● **加快新品上市+拓展自有渠道+加大品牌宣传, 我们预计公司搅拌机 (含破壁机) 市占率稳定在 40%。** (1) 公司自 2017 年以来加快研发投入, 2017-2019H1 增速分别为 23%、12% 和 19%。上半年新品免手洗破壁机 Y88、免手洗豆浆机 K 系列、蒸汽电饭煲 S5, 具有显著的技术提升。(2) 公司稳步推进 Shopping Mall 等新兴商业综合体渠道的拓展, 积极推进自有渠道门店的建设, 包括品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等。(3) 2018 年公司销售费用大幅增长, 增速 26%, 其中广告费用增速 42%。(4) 我们预计, 未来三年公司搅拌机零售额增速分别为 32%、33% 和 27%, 预计公司食品加工类整体收入分别为 40 亿、49 亿和 60 亿元, 增速分别为 16%、23% 和 23%。

● **电饭煲和电压力锅行业增速缓慢, Foodi 代工拉动收入增长。** (1) 根据 JS 环球生活招股说明书, 公司和 SharkNinja 是 JS 全球生活的两大经营主体。目前, 公司为 SharkNinja 烹饪类品牌 Foodi 代工。根据公司年报和我们估算, 预计未来三年此项业务收入分别为 4.5 亿、5 亿和 5.5 亿元。(2) 综合电饭煲、电压力锅和电热水壶三类, 我们预计未来三年公司营养煲类整体收入分别为 30 亿、32 亿和 34 亿元, 增速分别为 10%、6% 和 6%。

● **Shark 品牌吸尘器为公司带来增量。**2018 年公司收购尚科宁家 (中国) 51%

谨慎推荐 (维持)

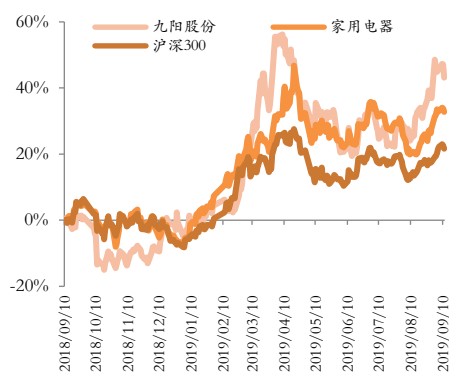
现价: 23.08

目标价: 25.14

股价空间: 8.9%

家用电器行业

行业指数走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
沪深 300	8.16	6.48	5.37
家用电器	10.76	5.62	9.83
九阳股份	15.40	14.88	15.03

基本资料

总市值 (亿元)	177.1
总股本 (万股)	76,737
流通股比例	99.44%
资产负债率	38.4%
第一大股东	上海力鸿企业管理有限公司
大股东持股比例	50.1%

相关报告

九阳股份 (002035) -深度报告-品牌转型和渠道变革已显成效, 公司进入较快增长通道 (20181231)

家电行业策略报告: 小电和集成灶行情将继续, 冰、洗、机会显现 (20190630)

家电行业月度报告: 出口保持增长势头, 利好小家电出口龙头企业新宝股份 (20190816)



股权，尚科宁家（中国）拥有 SharkNinja 中国地区品牌经营权，主要负责国内家庭洁净电器的销售。该公司在全国约有 200 个销售点，并且与公司发挥协同作用。我们预计，未来三年尚科宁家（中国）收入分别为 1.0 亿、3.0 亿和 7.6 亿元。

● **盈利预测与估值** 我们预计 2019-2021 年公司整体收入分别为 91.3 亿、104.8 亿和 123.5 亿元，增速分别为 11.8%、11.0%、13.2%；净利润分别为 8.4 亿、9.5 亿和 10.7 亿元，增速分别为 11.2%、12.7%、13.1%；EPS 分别为 1.09、1.23、1.39 元，对应 PE21、19 和 17 倍。我们按照 2019 年 EPS 的 23 倍估值，预计股价为 25.14 元，相较于 20190911 的股价 23.08 元有 8.9% 的涨幅空间，我们给予“谨慎推荐”的评级。

● **风险提示** 1、由于技术进步和功能的扩展，料理机行业竞争较为激烈。如果公司在技术研发、新品推出、品牌宣传、渠道布局与效率提升方面不达预期，有可能导致三类料理机市占率的降低。电饭煲领域也有相同的情况。2、公司的两个增量——Foodie 代工、Shark 品牌在国内的运营，如果销量不畅，将会导致收入的下滑。

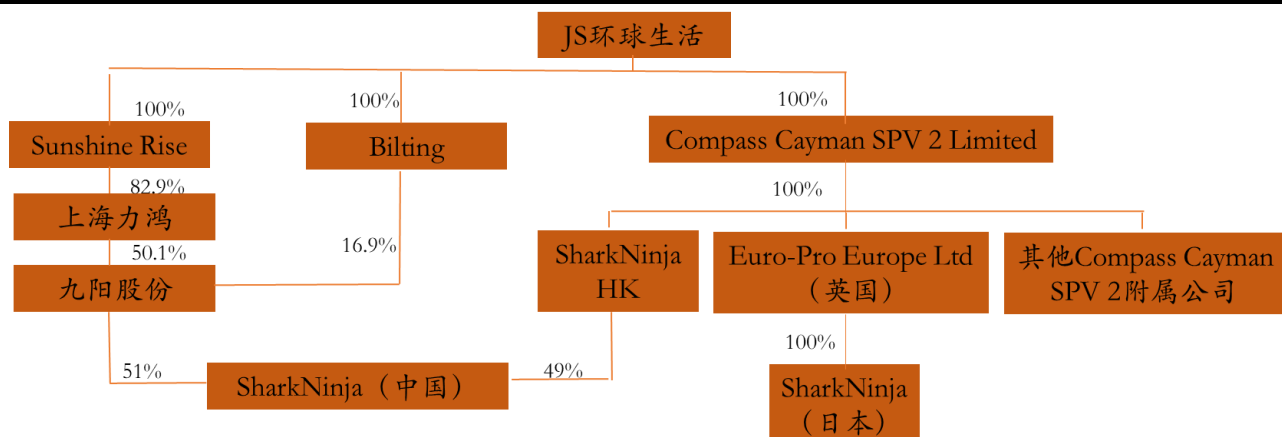
图表 1. 公司重要财务指标预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8168.71	9129.74	10130.56	11463.53
同比(%)	12.71%	11.76%	10.96%	13.16%
归属母公司净利润	754.26	838.80	945.36	1068.90
同比(%)	9.48%	11.21%	12.70%	13.07%
毛利率(%)	32.13%	32.40%	32.50%	32.60%
净利率(%)	9.08%	9.19%	9.33%	9.32%
ROE(%)	20.35%	21.26%	22.37%	23.14%
每股收益(元)	0.98	1.09	1.23	1.39
P/E	23.49	21.12	18.74	16.57
P/B	4.19	3.95	3.65	3.31
EV/EBITDA	1.59	13.57	12.02	10.34

资料来源：广证恒生

单位：百万元

图表 2. 公司相关业务及股权关系



资料来源：JS 环球生活招股说明书，广证恒生整理



附录：财务报表预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4818.90	5647.99	6304.37	7198.52
现金	1090.75	1856.94	1953.28	2353.02
应收账款	170.33	365.19	405.22	458.54
其它应收款	26.31	18.26	20.26	22.93
预付账款	50.14	45.65	50.65	57.32
存货	747.35	744.32	1014.71	1109.43
其他	2734.01	2617.64	2860.24	3197.29
非流动资产	1841.19	1886.85	1925.65	1970.97
长期投资	257.14	280.00	280.00	280.00
固定资产	701.56	722.08	736.06	768.55
无形资产	125.80	131.63	138.05	149.46
其他	756.68	753.14	771.53	772.97
资产总计	6660.09	7534.84	8230.02	9169.49
流动负债	2827.60	3458.01	3821.84	4306.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1365.20	1525.81	1693.08	1915.85
其他	1462.40	1932.20	2128.77	2390.57
非流动负债	2.63	16.00	16.00	16.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.63	16.00	16.00	16.00
负债合计	2830.23	3474.01	3837.84	4322.42
少数股东权益	19.57	19.57	19.57	19.57
股本	767.51	767.51	767.51	767.51
资本公积	843.20	843.20	843.20	843.20
留存收益	2205.76	2430.55	2761.90	3216.79
归属母公司股东权益	3811.47	4041.26	4372.61	4827.50
负债和股东权益	6660.09	7534.84	8230.02	9169.49

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	410.63	1333.36	653.39	958.23
净利润	741.66	838.80	945.36	1068.90
折旧摊销	77.07	78.34	86.53	95.96
财务费用	-10.79	-22.11	-28.58	-32.30
投资损失	-135.43	-143.46	-153.46	-163.46
营运资金变动	-170.00	567.24	-196.46	-10.86
其它	-91.88	14.55	0.00	0.00
投资活动现金流	341.61	19.72	28.39	23.22
资本支出	-112.32	-84.46	-107.96	-118.15
长期投资	43.32	-22.86	0.00	0.00
其他	410.61	127.04	136.35	141.36
筹资活动现金流	-516.14	-586.90	-585.43	-581.71
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	-53.19	0.00	0.00	0.00
其他	-462.95	-586.90	-585.43	-581.71
现金净增加额	236.10	766.18	96.35	399.74

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8168.71	9129.74	10130.56	11463.53
营业成本	5544.22	6171.70	6838.13	7726.42
营业税金及附加	48.76	54.78	60.78	68.78
营业费用	1376.71	1419.19	1585.97	1824.87
管理费用	608.00	655.39	707.33	772.40
财务费用	-10.79	-22.11	-28.58	-32.30
资产减值损失	9.89	9.13	10.13	11.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	135.43	143.46	153.46	163.46
营业利润	878.34	985.12	1110.26	1255.36
营业外收入	3.75	0.00	0.00	0.00
营业外支出	11.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	871.04	985.12	1110.26	1255.36
所得税	129.37	146.32	164.91	186.46
净利润	741.66	838.80	945.36	1068.90
少数股东损益	-12.59	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	754.26	838.80	945.36	1068.90
EBITDA	931.74	1041.35	1168.21	1319.02
EPS (摊薄)	0.98	1.09	1.23	1.39

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	12.71%	11.76%	10.96%	13.16%
营业利润增长率	8.74%	12.16%	12.70%	13.07%
归属于母公司净利润增长率	9.48%	11.21%	12.70%	13.07%
获利能力				
毛利率	32.13%	32.40%	32.50%	32.60%
净利率	9.08%	9.19%	9.33%	9.32%
ROE	20.35%	21.26%	22.37%	23.14%
ROIC	19.08%	20.29%	21.06%	21.57%
偿债能力				
资产负债率	42.50%	46.11%	46.63%	47.14%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.70	1.63	1.65	1.67
速动比率	1.44	1.42	1.38	1.41
营运能力				
总资产周转率	1.36	1.29	1.29	1.32
应收账款周转率	54.66	34.10	26.30	26.54
应付账款周转率	4.65	4.27	4.25	4.28
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.98	1.09	1.23	1.39
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.54	1.74	0.85	1.25
每股净资产 (最新摊薄)	4.97	5.27	5.70	6.29
估值比率				
P/E	23.49	21.12	18.74	16.57
P/B	4.65	4.38	4.05	3.67
EV/EBITDA	1.59	15.25	13.51	11.66

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。