

内外协同一体，迎接新成长周期

九阳股份(002242)

主要观点：

- ▶ **九阳实现大单品与多元化战略，向品质生活小家电方向转型。**

九阳以豆浆机起家，经过多年市场培育及产品、品牌优势的确立，九阳成为豆浆机的代名词，并将豆浆机的市场规模逐渐做大。2000年后电磁炉产品需求下滑，收入较难提升。因此公司积极调整优化产业布局，营养煲系列和西式小家电系列得到快速增长，形成业绩新的支撑力。公司股权结构稳定，分红率较高，股权激励合理到位。

- ▶ **“价值登高”战略下的产品、渠道、组织架构的全方位优化**

公司在前期的多元化战略下成功塑造了豆浆机、电饭煲、破壁机等大单品的品牌认知度，大单品的必选属性较强，国内市场消费习惯和品类教育成熟，市场规模较大。公司在优势单品的基础上发挥技术与产品创新，推出 SKY 系列产品，解决产品需求痛点，同时拓宽价格战切入中端蓝海实现。在组织架构层面，公司从事业部制转向 BU 制，BU 制改革后专业平台资源共享，实现成本节约与经营采购效率，解决了事业部间的资源竞争，并且 BU 制下实现有效的考核和激励。在新零售转型层面，公司加强线上线下融合，拥抱更高效的营销方式。

- ▶ **SharkNinja 协同下的蜕变**

九阳与 SharkNinja 的协同效应体现在研发、产品、渠道等方面。九阳引进 Shark 品牌布局国内清洁家居市场，Shark 进入中国市场进行本土化、轻量化、系列化改造，并且借助九阳的优势渠道布局。在厨房电器领域，Foodi 由美国团队调研需求，由中国团队结合九阳在加热类厨房小家电上的技术成果，进行产品研发。2018 年海外收入增加，主要是九阳向关联方 SharkNinja 出口 Foodi 产品。未来 SharkNinja 计划将 Foodi 扩展为一个系列产品，公司外销出口订单有望持续提升。

盈利预测与估值

维持盈利预测不变，经测算预计公司 2020-2022 年收入为 107.17/123.12/141.40 亿元，收入增速为 14.6%/14.9%/14.9%；归母净利润为 9.63/11.33/13.19 亿元，归母净利润增速为 16.8%/17.6%/16.5%。考虑到公司与 SharkNinja 的协同效应凸显较快，海外收入得到迅速提升，国内受益疫情影响下吸尘器、蒸汽拖把等品类的渗透率有明显提升，市场品类教育进程加快，国内市场新零售转型成效显著，

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	29.82
股票代码：	002242
52 周最高价/最低价：	31.46/19.25
总市值(亿)	228.81
自由流通市值(亿)	227.56
自由流通股数(百万)	763.12



分析师：汪玲

邮箱：wangling1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100002

联系电话：

联系人：王映雪

邮箱：wangyx3@hx168.com.cn

联系人：段家琪

邮箱：duanjq@hx168.com.cn

上调评级至“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、行业增速不及预期、原材料价格变动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,169	9,351	10,717	12,312	14,140
YoY (%)	12.7%	14.5%	14.6%	14.9%	14.9%
归母净利润(百万元)	754	824	963	1,133	1,319
YoY (%)	9.5%	9.3%	16.8%	17.6%	16.5%
毛利率 (%)	32.1%	32.5%	32.6%	32.9%	33.0%
每股收益(元)	0.98	1.07	1.25	1.48	1.72
ROE	19.8%	22.0%	20.4%	19.4%	18.4%
市盈率	28.64	26.21	22.44	19.07	16.38

资料来源：wind，华西证券

正文目录

1. 九阳=品质生活小家电	5
1.1. 大单品+多元化战略下的成长之路	5
1.2. 股权结构稳定，管理层激励合理到位	7
2. “价值登高”战略下的产品、渠道、组织架构的全方位优化	8
2.1. 旗舰产品拔品牌，中端产品切市场	8
2.2. 三级研发体系响应市场需求	11
2.3. 组织架构：从事业部制到 BU 制的改革	12
2.4. 新零售转型加强线上线下融合，挖掘用户价值	13
2.5. 拥抱更高效的营销方式	15
3. SharkNinja 协同下的蜕变	16
3.1. 厨房电器与清洁家居电器双赛道驱动	17
3.2. 研发协同效应凸显，Ninja 贡献外销出口订单	21
4. 盈利预测与估值	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1 九阳股份的发展历程	5
图 2 九阳股份的主要产品	5
图 3 豆浆机和电磁炉的收入（亿元）	6
图 4 豆浆机和电磁炉的收入占比	6
图 5 电磁炉系列收入（亿元）	6
图 6 公司产品收入结构（亿元）	6
图 7 公司股权结构	7
图 8 公司分红率水平	7
图 9 2019 年 6 月电饭煲零售量份额（%）	9
图 10 2018 年电饭煲零售量份额（%）	9
图 11 2018 年各国家破壁机保有量（台/百户）	9
图 12 破壁机未来市场规模（%）	9
图 13 SKY 系列首款产品	10
图 14 2019 年 11 月 SKY 高端系列线下销量份额（%）	10
图 15 公司 SKY 系列产品	10
图 16 LINE FRIENDS 系列新品	11
图 17 截至 2020.01 联名单品累计销售金额（万元）	11
图 18 公司三级研发体系	12
图 19 公司研发费用投入占比（%）	12
图 20 公司组织架构图	13
图 21 shopping mall 店	14
图 22 体验式终端建设	14
图 23 九阳的渠道体系	15
图 24 代言人邓伦与粉丝互动活动	15
图 25 九阳食趣主题亲子体验课	15
图 26 九阳官方旗舰店	16
图 27 九阳独奏/净水/母婴旗舰店	16
图 28 李佳琦/薇娅直播推荐产品	16
图 29 线下门店导购全员直播	16
图 30 JS 环球生活股权结构图	17
图 31 美国小家电市场品类零售额（十亿美元）	17

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 32 美国小家电品类复合年增长率.....	17
图 33 中国家居环境电器市场零售额（十亿美元）.....	18
图 34 吸尘器每 100 户家庭小家电数量.....	18
图 35 Shark 品牌的产品时间序列.....	19
图 36 Shark 在中国市场的产品线.....	20
图 37 Shark 在中国的主要产品品类.....	20
图 38 Shark 线下门店	21
图 39 Shark 天猫旗舰店	21
图 40 Foodi 产品	22
图 41 九阳外销收入占比	22
图 42 九阳海外收入变动情况（万元，%）	22
图 43 Ninja 烹饪电器销售额变动情况（百万美元）	22
表 1 九阳 2018-2020 年股权激励目标.....	8
表 2 产品 BU 及品类分布	13
表 3 SharkNinja 主要品类市占率排名.....	18
表 4 Shark 吸尘器产品技术改进路线.....	19
表 5 盈利预测表	23
表 6 估值表（元）	23

1. 九阳=品质生活小家电

1.1. 大单品+多元化战略下的成长之路

九阳股份有限公司成立于 1994 年，是一家专注于健康饮食电器研发、生产和销售的现代企业。2014 年，九阳销售额高达 59.43 亿，同时第 1 亿个豆浆机用户诞生，产品覆盖全国 30 多个省、市、自治区，并远销日本、美国、新加坡、印尼、泰国等 20 多个国家和地区，已形成跨区域的个性管理机构，在济南、杭州、苏州等地建有多个生产、研发基地。目前，九阳在健康饮食电器领域不断拓展，新产品层出不穷。主要产品涵盖豆浆机、面条机、原汁机、电压力煲、电磁炉、料理机、电炖锅、开水煲、电饭煲、One Cup、洗碗机、炒菜机等多个系列三百多个型号，配套健康饮食，“阳光豆坊”子品牌专注研究豆浆原料和五谷粉等五谷健康食品。

图 1 九阳股份的发展历程



资料来源：公司官网，华西证券

图 2 九阳股份的主要产品

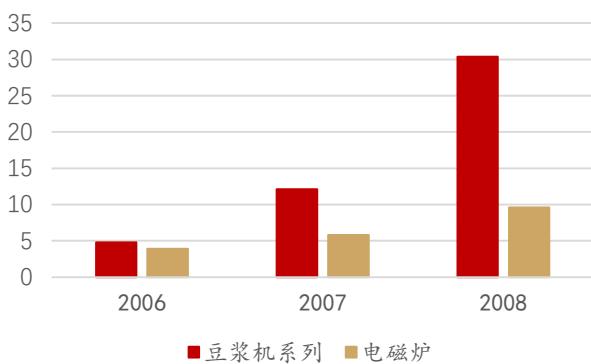


资料来源：公司官网，华西证券

1.1.1. 成长初期，豆浆机居功至伟

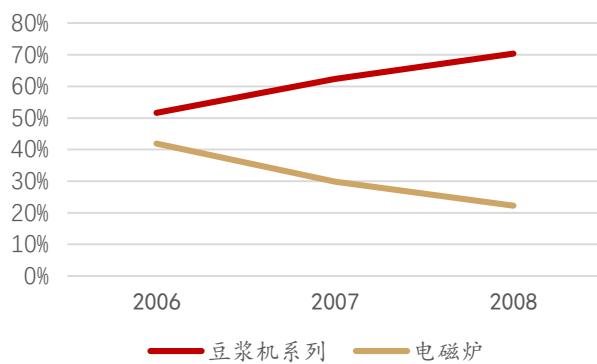
一个产品标签一个品牌。九阳以豆浆机起家，经过多年市场培育及产品、品牌优势的确立，九阳成为豆浆机的代名词，并将豆浆机的市场规模逐渐做大。2008年之前，九阳的豆浆机收入呈现高速增长的趋势，2008年豆浆机收入达到30.4亿元，收入占比达到70%。

图3 豆浆机和电磁炉的收入（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券

图4 豆浆机和电磁炉的收入占比

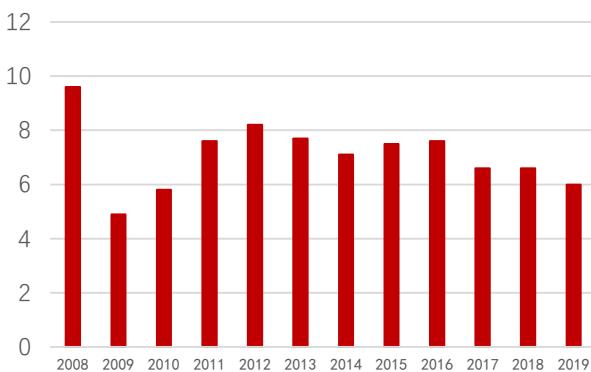


资料来源：公司公告，华西证券

1.1.2. 支柱品类需求下滑，多品类扩张保障业绩

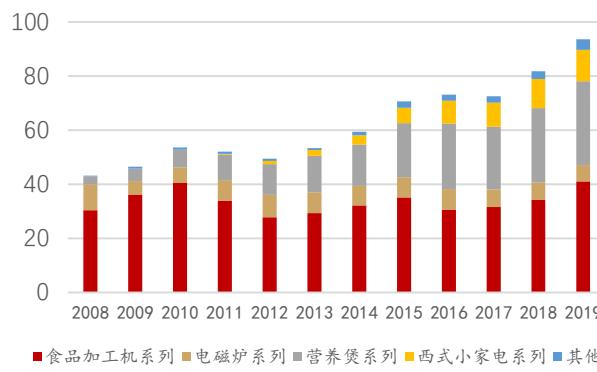
从豆浆机王者到全品类配套。2008年以前公司有两大支柱品类，分别是豆浆机和电磁炉。2006年豆浆机和电磁炉收入占比分别为52%和42%，2008年豆浆机和电磁炉收入占比分别为70%和22%，此后电磁炉产品需求下滑，产品收入较难提升。因此公司积极调整优化产业布局，2011年进军西式小家电领域，2013年向全品类料理小电转型，扶持发展豆业、净水和大厨电等新业务领域。营养煲系列和西式小家电系列得到快速增长，形成业绩新的支撑力。

图5 电磁炉系列收入（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券

图6 公司产品收入结构（亿元）

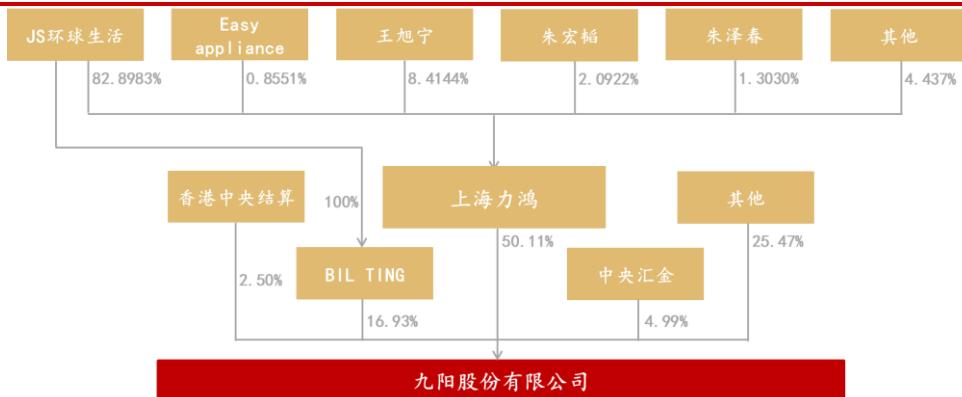


资料来源：公司公告，华西证券

1.2. 股权结构稳定，管理层激励合理到位

九阳股份的第一大股东是上海力鸿企业管理有限公司，持股比例为 50.11%；BIL TING 持股比例为 16.93%。根据公司公告的有关信息，上海力鸿与 BIL TING 均由 JS 环球生活控股，其中 BIL TING 是 JS 环球生活的全资子公司。

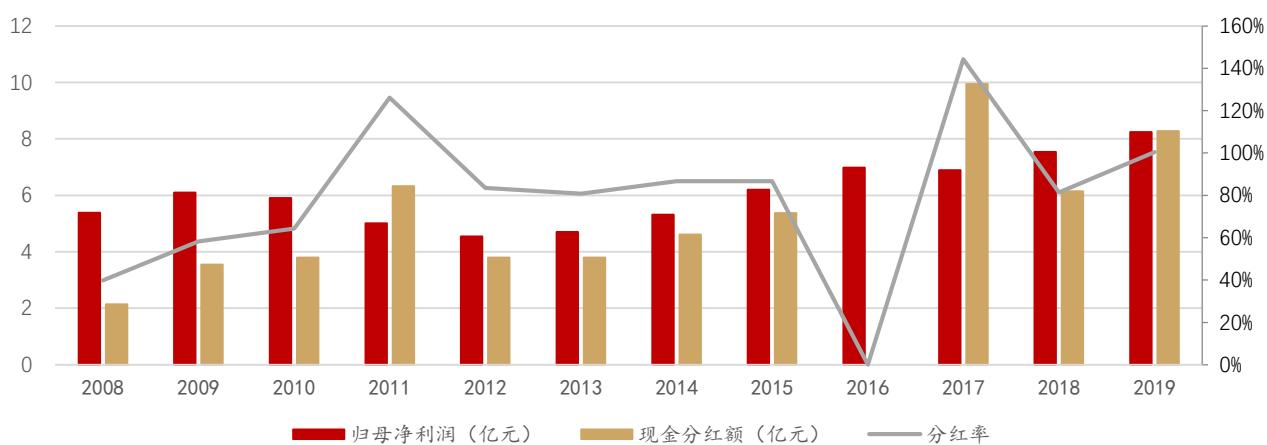
图 7 公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券

九阳属于家电行业高分红率公司，除 2016 年外过去五年平均派息率维持在 80% 以上，2019 年经历两次分红，上半年每 10 股派息 5 元，下半年每 10 股派息 5.8 元，合计 2019 年全年分红率为 100.5%。

图 8 公司分红率水平



资料来源：公司公告，华西证券

公司通过股权激励计划，推动公司及公司管理者与股东利益的统一，奠定了公司长远增长的良好基础。公司根据 2017 年第三次临时股东大会决议从二级市场回购的共计 499.996 万股本进行股权激励，计划在 2018-2020 年会计年度中，分年度进行业绩考核，以达到公司营业收入、净利润增长率考核目标作为激励对象所获限制性股票解除限售的条件之一。2020 年因疫情影响，公司调整 2018 年限制性股票激励计划的部分业绩考核指标并相应修订激励计划文件。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 1 九阳 2018-2020 年股权激励目标

解除限售期	业绩考核标准
首次授予第一次解除限售期	以 2017 年为基准年，2018 年销售额增长率不低于 6%，净利润增长率不低于 2%。
首次授予第二次解除限售期、预留授予第一次解除限售期	以 2018 年为基准年，2019 年销售额增长率不低于 11%，净利润增长率不低于 8%。
首次授予第三次解除限售期、预留授予第二次解除限售期	以 2019 年度为基准年，按如下标准解除限售： ① 2020 年销售额增长率低于 11%，或 2020 年净利润增长率低于 9%，当期限售股份不予解除；② 2020 年销售额增长率不低于 11%，且 2020 年净利润增长率不低于 9%，解除当期 60%限售股份；③ 2020 年销售额增长率不低于 13%，且 2020 年净利润增长率不低于 11%，解除当期 80%限售股份；④ 2020 年销售额增长率不低于 15%，且 2020 年净利润增长率不低于 13%，解除当期 100%限售股份。在符合条件的标准中，解除限售比例按高者计。

资料来源：公司公告，华西证券

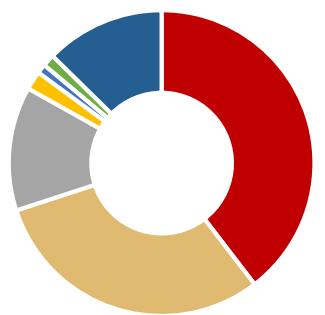
2. “价值登高”战略下的产品、渠道、组织架构的全方位优化

2.1. 旗舰产品拔品牌，中端产品切市场

公司在前期的多元化战略下成功塑造了豆浆机、电饭煲、破壁机等大单品的品牌认知度，大单品的必选属性较强，国内市场消费习惯和品类教育成熟，市场规模较大。

公司在优势单品领域具有较高的市场份额，豆浆机和破壁机处于绝对龙头地位，电饭煲居于行业第三位。根据中怡康的数据显示，2018 年九阳豆浆机零售量市场份额高达 70%，稳居第一位；2019 年 6 月，九阳电饭煲零售量市场份额约 13.3%，居于第三位。

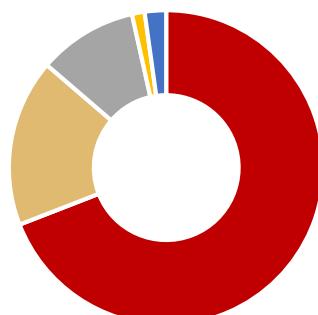
图 9 2019 年 6 月电饭煲零售量份额 (%)



■ 美的 ■ 苏泊尔 ■ 九阳 ■ 爱仕达 ■ 松下 ■ 惠而浦 ■ 其他

资料来源：中怡康，华西证券

图 10 2018 年电饭煲零售量份额 (%)

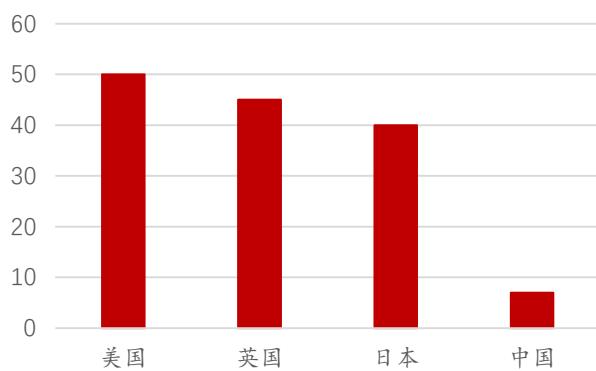


■ 九阳 ■ 美的 ■ 苏泊尔 ■ 飞利浦 ■ 其他

资料来源：中怡康，华西证券

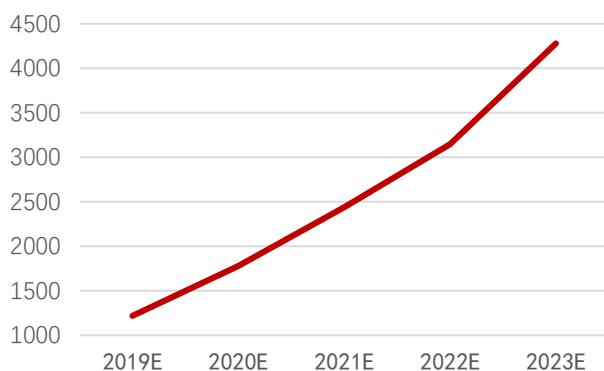
豆浆机、电饭煲、破壁机产品对公司收入贡献程度较大的同时，破壁机仍然具有较高的成长空间。根据华经情报网和中研普化产业研究院发布的数据显示，2018 年国内破壁机每百户保有量远低于美国、英国和日本，预计未来几年会保持较高的增速水平。

图 11 2018 年各国家破壁机保有量（台/百户）



资料来源：华经情报网，华西证券

图 12 破壁机未来市场规模 (%)



资料来源：中研普化产业研究院，华西证券

公司在优势单品的基础上发挥技术与产品创新，挖掘消费者痛点改善产品体验，推动新品的迭代和产品竞争力的提升。

公司核心品类的需求痛点在于豆浆机的清洗、电饭煲的涂层、破壁机的噪音，因此公司将多年研发积累的自清洗技术、静音技术、新型烹饪技术落地到产品，创新推出 SKY 系列产品（K 系列不用手洗破壁豆浆机、Y 系列静音破壁机、S 系列无涂层蒸汽饭煲），解决了三个大单品的痛点：豆浆机的清洗问题、破壁机的噪音问题以及电饭煲的内胆涂层问题，K1S 豆浆机、Y88 破壁机、S5 无涂层蒸汽饭煲定价分别为 2999 元、3599 元和 2999 元。

具体来看，K 系列的 K1S 能够实现四段自清洗程序，达到极致静音，集豆浆机、果汁机、咖啡机以及即饮机为一体；Y 系列 Y88 的静音系统进一步升级，噪音分贝做到更低水平，实现自动清洗三部曲，还可以进行杀菌消毒，除了常见功能外还增添了辅食功能；S 系列 S5 的内胆成功做到无涂层，并且对米饭的烹饪方式实现了巨大突破，通过 120°C 蒸汽加热和 360 度无死角均匀加热，让蒸出来的米饭不分层、更饱满、不糊底、更蓬松，香气释放和营养保留更加充分。SKY 系列产品一经推出，市场反馈

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

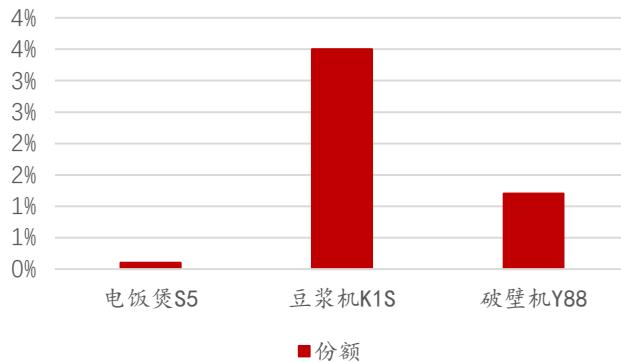
较好。根据奥维云网发布的数据显示，2019年11月三类产品线下零售量市场份额分别为0.10%、3.47%和1.16%。

图 13 SKY 系列首款产品

S5		<ul style="list-style-type: none"> >无涂层内胆更健康； >内胆外置，可根据需要自由切换； >通过56kpa高压将120度蒸汽瞬间释放，水米受热更均匀； >可去除餐具99.9%的细菌； >语音播报：集电饭煲、压力煲、辅食机、电蒸箱等功能于一体。
K1S		<ul style="list-style-type: none"> >极致静音，最大65分贝； >四段自清洗程序； >集豆浆机、果汁机、咖啡机、即饮机为一体；
Y88		<ul style="list-style-type: none"> >升级静音系统，噪音低至46.74分贝； >自动清洗三部曲； >全渗透蒸汽加热，锁住营养更健康； >99.99%蒸汽除菌； >可实现全鱼汤、玉米汁、辅食等多种功能。

资料来源：公司官网，华西证券

图 14 2019年11月SKY高端系列线下销量份额（%）



资料来源：奥维云网，华西证券

拓宽价格带，中端市场规模及消费力强劲。 K1S 豆浆机、Y88 破壁机、S5 无涂层蒸汽饭煲产品定价较高，成功树立了旗舰产品形象，但高端产品的消费力市场规模有限，因此公司针对 SKY 系列产品进行价格带的拓宽，进入中端消费市场，需求空间打开。公司将优势技术的品类进行技术下沉，拉动中端价位产品的销售，让旗舰款产品的核心技术触达更广大的消费人群，以实现不同圈层消费者的消费升级。产品中端化的过程中缩减了部分功能和容量，从而实现价格的让步。在 K 系列中推出 K 迷你、K solo 产品，K 迷你不用手洗破壁豆浆机，具有 300ml/600ml 两种规格容量，适合 2-3 人食，集成多种功能，定价 1799 元；无人豆浆机 K solo 产品体积轻巧，大约 1/2 A4 纸的占地面积，定价 1599 元。

图 15 公司 SKY 系列产品

S 系列		K 系列			Y 系列		
							
							
型号：S5 售价：2699 2019年4月上市	型号：S3 售价：1699 2019年8月上市	型号：K1S 售价：2999 2019年4月上市	型号：K1S Pro 售价：3999	型号：K1 售价：2599	型号：Kmini 售价：1799 2019年8月上市	型号：Y88 售价：3599 2019年4月上市	型号：Y1 售价：2599 2019年9月上市
<ul style="list-style-type: none"> >无涂层内胆更健康； >内胆外置，可根据需要自由切换； >通过56kpa高压将120度蒸汽瞬间释放，水米受热更均匀； >可去除餐具99.9%的细菌； >语音播报：集电饭煲、压力煲、辅食机、电蒸箱等功能于一体。 	<ul style="list-style-type: none"> >无涂层内胆更健康； >温度每升1°C，食物熟化程度增加一倍； >即使无压力也能炖出软烂口感； >可去除餐具99%以上的细菌； >大界面+语音播报，老年人轻松使用。 	<ul style="list-style-type: none"> >极致静音，最大65分贝； >四段自清洗程序； >集豆浆机、果汁机、咖啡机为一体； 	<ul style="list-style-type: none"> >极致静音，最大65分贝； >四段自清洗程序； >集豆浆机、果汁机、咖啡机为一体； 	<ul style="list-style-type: none"> >四段自清洗程序； >集豆浆机、果汁机、咖啡机为一体； >转速20000r/min, 破壁粒径171.2, 加热功率为1000 W, 最大容量为1L。 	<ul style="list-style-type: none"> >时尚炫彩； >四段自清洗程序； >集豆浆机、果汁机、咖啡机为一体； >转速15000r/min, 加热功率为1150W, 最大容量为0.6L。 	<ul style="list-style-type: none"> >升级静音系统，噪音低至46.74分贝； >自动清洗三部曲； >全渗透蒸汽加热，锁住营养更健康； >99.99%蒸汽除菌； >可实现全鱼汤、玉米汁、辅食等多种功能。 	<ul style="list-style-type: none"> >声源降噪，静音体验； >热烘除菌，除菌率99%； >可实现干磨、冰沙果酱、肉泥功能； >转速43000r/min, 加热功率为1200W, 最大容量为1L。

资料来源：公司官网，华西证券

探索长尾市场潜力小单品品类，加强联名、萌系玩法互动。为了吸引新生代年轻用户群体的关注与购买，公司充分利用已有优势，与高流量萌潮品牌 IP 跨界合作，在 2019 年推出以 LINE FRIENDS 为代表的潮流新品，主要包括电加热水杯、便携水壶

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

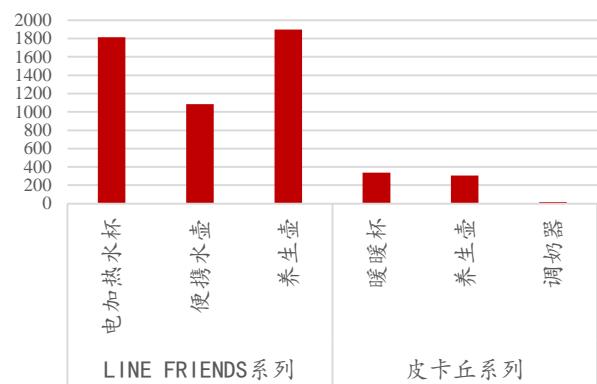
等。又在 2020 年推出皮卡丘合作款新品，主要包括暖暖杯、养生壶和调奶器。商品自上线以来，就受到了年轻消费者的喜爱，根据淘数据显示，Line 系列产品自推出至 2020 年 1 月，电加热水杯、便携水壶和养生壶的累计销售额均已突破千万元。

图 16 LINE FRIENDS 系列新品



资料来源：公司官网，华西证券

图 17 截至 2020.01 联名单品累计销售金额（万元）

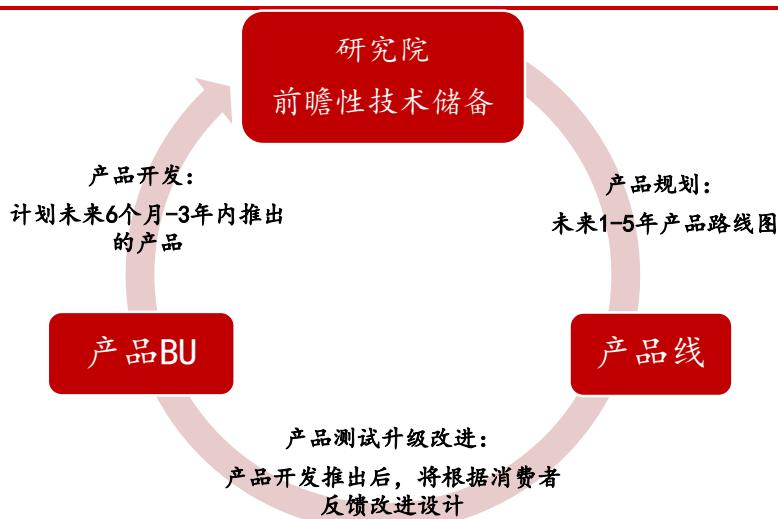


资料来源：奥维云网，华西证券

2.2. 三级研发体系响应市场需求

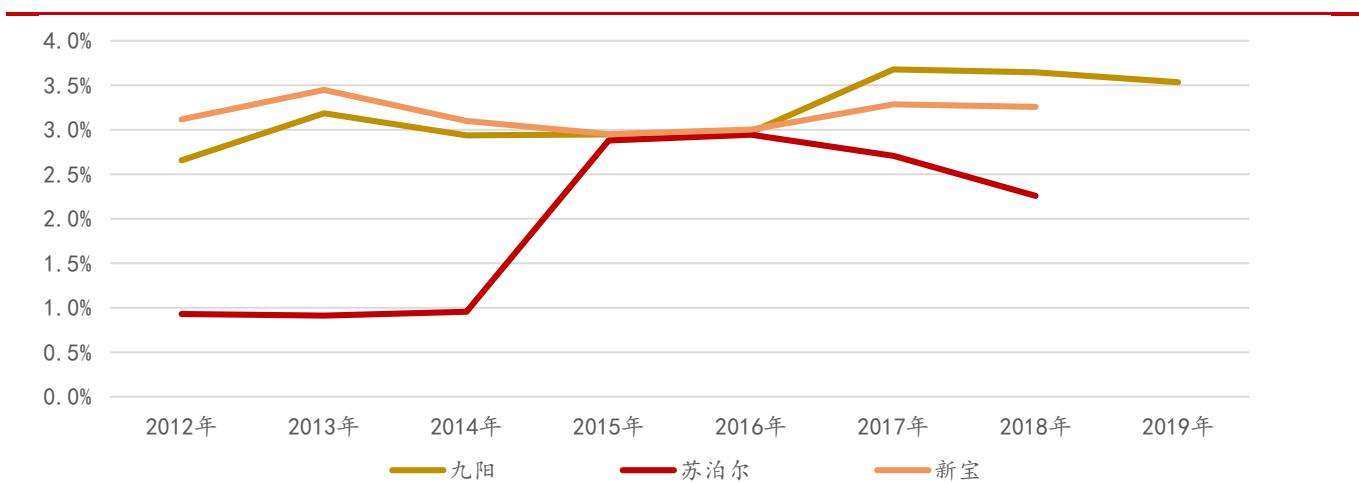
在九阳的品类拓展过程中，始终伴随着研发创新的贡献。从长期的战略性前瞻技术储备到近期的技术创新迭代都有相应的布局和规划，并每年保持较高的研发投入。公司始终坚持自主研发，具有三级研发体系。2019 年前研发组织架构包括研究院、事业部和市场部。研究院主要是基础性研发、前沿性研发，事业部确定技术使用的产品以及未来某个品类的定位、卖点和渠道，市场部研究上市后产品的具体应用及改进。市场部从终端市场根据消费者体验反馈挖掘需求痛点和产品机会，与产品事业部对接进行产品研发改进。2019 年后组织架构由事业部制转变为 BU 制，研发体系分为研究院、产品 BU 和产品线，研发过程包括产品规划阶段和产品开发阶段。在产品规划阶段，公司根据新技术开发成果及市场趋势观察准备未来 1-5 年的产品路线图，紧密关注消费者偏好。在产品开发阶段，公司开发预计将在未来六个月内到三年内推出的产品。产品大规模商业生产前，公司将在 1-3 个月内生产样机并进行各种产品试验，产品推出后将根据消费者反馈改进设计并持续升级产品。研究院负责第一层研发，即前瞻性的技术储备；BU 负责第二层研发，在于已有品类的突破性研发，耗时约 1-2 年，将前端技术应用于各自产品线，开发更多创新型产品；第三层研发在于技改和调色等产品迭代，周期约几个月。不同层次的研发体系确保产品滚动推出可持续，并且保持产品的竞争力。

图 18 公司三级研发体系



资料来源：公司公告，华西证券

图 19 公司研发费用投入占比 (%)



资料来源：公司公告，华西证券

2.3. 组织架构：从事业部制到 BU 制的改革

2019年初公司将组织架构从事业部制转变为 BU 制，包括产品 BU、渠道 BU 和专业资源平台制。产品 BU 包括中式生活、西式生活、豆浆、净厨，渠道 BU 包括线下销售、线上电商、Shark、国际营销，专业资源平台包括供应链、品牌设计、研究院、财务人力等。

BU 制改革后专业平台资源共享，实现成本节约与经营采购效率，解决了事业部间的资源竞争。并且 BU 制下实现有效的考核和激励，产品 BU 的绩效为新产品的落地

和销售情况，考核更加细分，权责明确，产品 BU 以市场需求为导向进行产品的优化、提升和研发。产品 BU 与渠道 BU 一一对应，产品 BU 与渠道 BU 共同为员工的绩效负责。

表 2 产品 BU 及品类分布

产品 BU	产品品类
中式生活	煲类如电磁炉等
西式生活	破壁机、榨汁机、搅拌机等及蒸烤类产品，如空气炸锅
豆浆	豆浆机、水煲等
净厨	净水器、厨电

资料来源：公司公告，华西证券

图 20 公司组织架构图



资料来源：公司公告，华西证券

2.4. 新零售转型加强线上线下融合，挖掘用户价值

近几年小家电的增量来自于新零售业务，公司近年来大力拓展新零售业务，执行“渠道围绕客流”的经营理念，在原有的全国 4 万多个销售终端的基础上，积极布局和拓展线下新零售渠道，优化提升传统渠道终端门店，推进 Shopping mall 等新业态商业综合体渠道的门店拓展，大力推进自有渠道门店建设。公司通过自建渠道开设门店的方式实现线上线下融合发展，新零售转型加强了消费者、商品和零售终端之间的联系。

1) 公司 2016 年底正式提出进入 shopping mall，稳步推进新业态商业综合体渠道的门店拓展，包括 Shopping Mall “九阳之家”店、品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等，逐渐形成了覆盖不同圈层市场的立体化渠道网络。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 2) 推进体验式终端建设，探索“厨房剧场”和体验店发展的 O2O 模式，用“厨房体验吧台”取代“传统货架摆放售卖”，通过导购员用产品制作各种各样的美食，吸引消费者的注意力，让消费者有一个更为直观的感受，触发冲动型购买。
- 3) 直营天猫平台的“joyoung 九阳官方旗舰店”业务，实现线下体验、线上下单、就近配送、上门服务等全新的 O2O 购物体验。
- 4) 开发自建零售系统。在 shopping mall 店、九阳店安装自己的会员系统、POS 机系统以及千里眼系统，了解终端消费者的购买需求及习性，实现数据的监测与共享、引流推广、扫码付款、物流配送等功能。

图 21 shopping mall 店



资料来源：公司官网，华西证券

图 22 体验式终端建设



资料来源：公司官网，华西证券

新零售业务模式通过整合线上及线下的销售及分销资源，可收集来自线上和线下店铺的消费者数据，包括消费者购物记录、消费者网上浏览的类别、消费者对数字化营销的反应，以至消费者到访实体店的频率等，从而能够通过全渠道分销网络中的零售终端向消费者提供基于消费者数据开发的产品及定制配送服务。

公司接入阿里巴巴的新零售系统，促进与天猫之间的新零售合作，新零售业务模式的效能再 2018 年获得进一步提升。在新零售合作下，消费者在九阳天猫商店下单，订单数据将推送至与阿里巴巴的新零售系统连接的线下店铺。通过新零售信息系统，与交付地址临近且拥有所订购产品库存的线下店铺将运送产品至消费者，甚至购买后几小时内便可送达。

图 23 九阳的渠道体系



资料来源：公司公告，华西证券

2.5. 拥抱更高效的营销方式

公司坚持价值营销，不断推出高价值、高颜值、高品质的创新产品，以迎合消费者的需求，再结合传统媒体、垂直媒体、社交媒体和其他新媒体的传播渠道，实现精准化的价值营销，提高消费者对九阳品牌和产品的关注、认知与选购意愿。

公司通过与意见领袖合作推广，以新媒体为主要传播渠道（如微信、微博、淘宝直播、抖音、快手等），以更加时尚年轻的传播方式触及更为广泛的年轻消费群体，创造实现市场新需求。

线上运营主要通过互联网话题制造与讨论，与用户、消费者和粉丝产生直接互动与交流，以新媒体、新技术为载体直连用户，维护和运营数千万粉丝，积极探索互联网下的粉丝经济，努力将流量转换成购买力，形成“从传播到销售的闭环”。

图 24 代言人邓伦与粉丝互动活动



资料来源：公司官网，华西证券

图 25 九阳食趣主题亲子体验课



资料来源：公司官网，华西证券

2019 年公司在天猫平台开设“Joyoung 九阳官方旗舰店”，积累了百万粉丝，天猫官方旗舰店的开始与线下品牌店进行互联、互通、互导、互动，实现 O2O 融合发展。并且根据不同产品品类，布局拓展相应品类的线上旗舰店。公司在线下品牌店

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

中组织举办各类互动活动，与粉丝、用户一起体验最新产品，品尝并制作美食，通过密切沟通与交互，为门店引流、提升用户复购。

图 26 九阳官方旗舰店



资料来源：公司官网，华西证券

图 27 九阳独奏/净水/母婴旗舰店



资料来源：公司官网，华西证券

搭建系统化直播营销体系。公司紧握在线直播的营销风口机会，拓展更为宽广的传播渠道，搭建完成了系统化的公司直播体系，主要由明星网红、KOL、KOC 等组成。在居家防疫期间，公司组织的“宅居免疫大挑战”活动中，通过线上线下店铺的直播、导购员自播等各种形式，创造了亿级以上的自媒体传播影响力。

图 28 李佳琦/薇娅直播推荐产品



资料来源：公司官网，华西证券

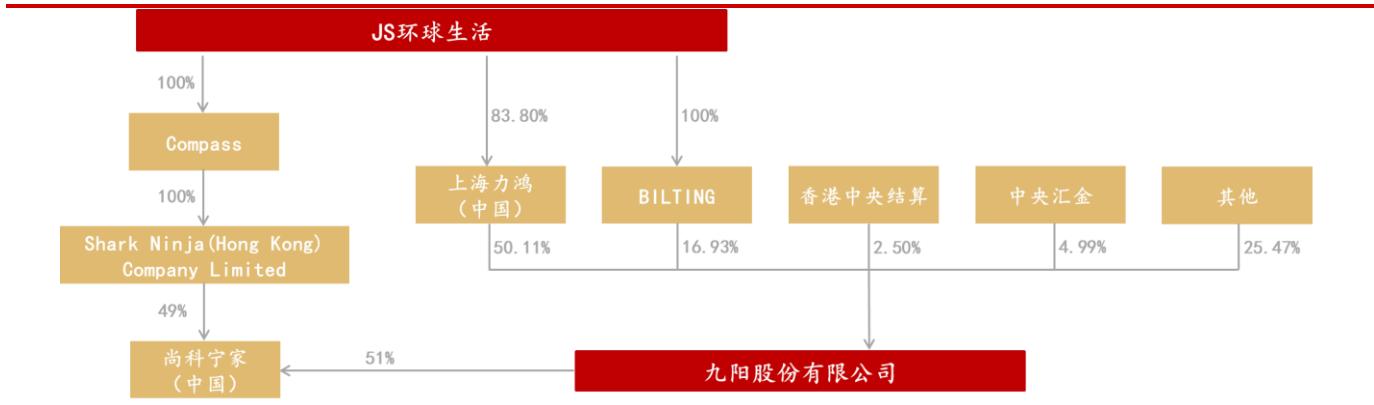
图 29 线下门店导购全员直播



资料来源：公司官网，华西证券

3. SharkNinja 协同下的蜕变

2017 年 9 月公司控股股东上海力鸿联合鼎晖投资收购 SharkNinja 70% 股权，此后上海力鸿、鼎晖投资和 SharkNinja 原股东搭建境外平台 JS 环球生活。JS 环球生活全资控股 SharkNinja，通过上海力鸿控股九阳股份，同时九阳股份控股尚科宁家（中国）。

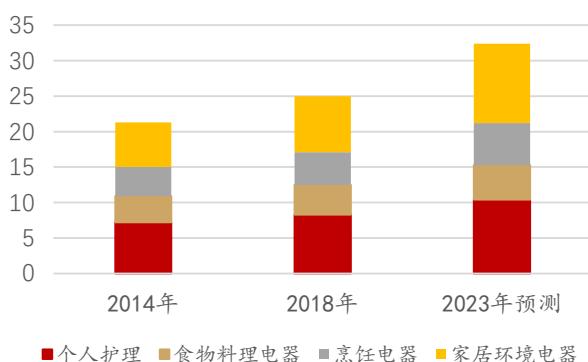
图 30 JS 环球生活股权结构图


资料来源：公司公告，华西证券

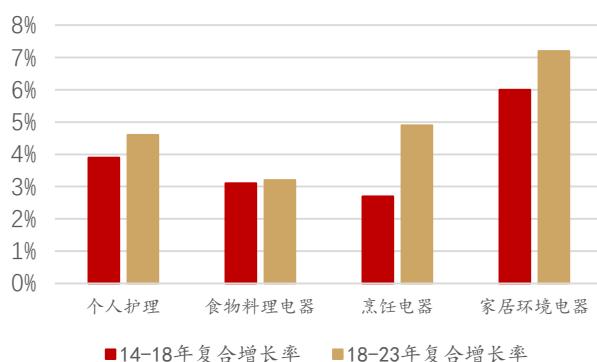
3.1. 厨房电器与清洁家居电器双赛道驱动

SharkNinja 集团经营 Shark 和 Ninja 品牌，Shark 专注于家居环境电器，Ninja 深耕厨房电器。

家居环境电器是美国小家电市场中增长最快的品类，美国家居环境电器零售额市场规模从 2014 年的 63 亿美元增长至 2018 年的 79 亿美元，年复合增长率 6.0%，预计 2018-2023 年复合增长率为 7.2%。美国家居环境电器市场中立式吸尘器具有高市场渗透率，扫地机器人作为立式及无绳推式吸尘器的补充，目前在美国市场渗透率较低但是增长较快。2014-2018 年美国吸尘器市场复合年增长率为 2.4%，扫地机器人复合年增长率为 20.5%。预计 2018-2023 年美国吸尘器市场复合年增速为 3.1%，扫地机器人复合年增长率为 19.8%。

图 31 美国小家电市场品类零售额（十亿美元）


资料来源：公司公告，华西证券

图 32 美国小家电品类复合年增长率


资料来源：公司公告，华西证券

Shark 品牌在美国市场定位高端，吸尘器领域排名第一。根据 frost&Sullivan 报告，2018 年 Shark 品牌零售额在美国吸尘器市场排名第一，市场份额达到 36.4%。在扫地机器人、蒸汽拖把、多功能烹饪煲领域排名第二。Shark 品牌在吸尘器等产品领域具有突出优势，根据消费者需求痛点不断进行技术改进和产品创新。

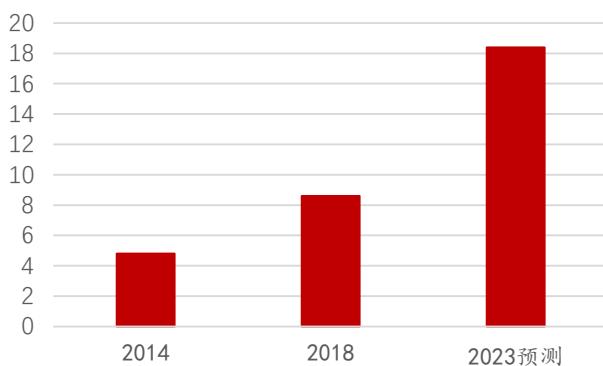
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 3 SharkNinja 主要品类市占率排名

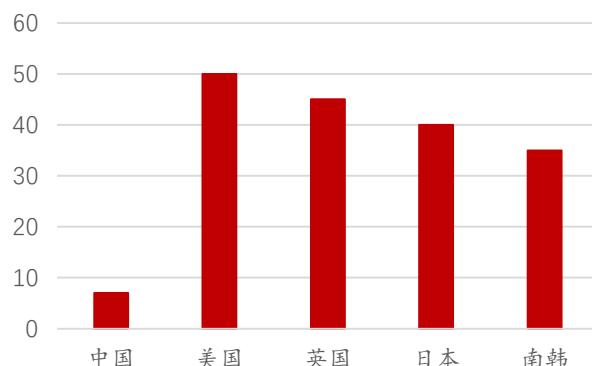
	在美国销量排名	2018 年零售额市场份额
吸尘器	第一	36.4%
扫地机器人	第二	19.0%
蒸汽拖把	第二	28.5%
Foodi 多功能烹饪煲	第二	14.4%
咖啡茶饮机	第六	4.0%

资料来源：JS 环球招股说明书，华西证券

环境清洁电器在中国起步晚，但发展空间较大。吸尘器和扫地机器人是目前支撑中国环境清洁电器增长的两大品类，但渗透率较低。中国家居环境电器市场规模从 2014 年的 48 亿美元提升至 2018 年的 86 亿美元，年复合增长率为 16%，预计 2018-2023 年复合增长率为 16.4%。2018 年吸尘器和扫地机器人的零售额市场规模分别为 18 亿美元和 12 亿美元，预计吸尘器和扫地机器人在 2018-2023 年复合增长率为 25.2% 和 30.8%。目前常见的清洁电器包括吸尘器、扫地机器人，除此之外蒸汽拖把、手持吸尘器、立式吸尘器等新兴品类尚处于起步初期。

图 33 中国家居环境电器市场零售额（十亿美元）


资料来源：JS 环球招股说明书，华西证券

图 34 吸尘器每 100 户家庭小家电数量


资料来源：JS 环球招股说明书，华西证券

Shark 品牌在美国市场不断推出创新产品，针对消费者痛点优化产品系列。2008 年 Shark 在美国市场推出首款 No-Loss-of-Suction 立式吸尘器，2013 年推出 Rocket Ultra Light 有绳推式吸尘器，2017 年推出 ION Flex 高性能无绳推式吸尘器，2018 年推出 Wandvac 高性能随手吸。

图 35 Shark 品牌的产品时间序列


资料来源：公司官网，华西证券

Shark 的产品组合针对不同消费者的痛点，提供多样化的购物选择：推式吸尘器提供轻巧的深度清洁，立式吸尘器用于全屋深度清洁，随手吸用于定点随手清洁，而高性能无绳吸尘器用于地面及其他表面的少量快速清洁。全面的产品组合能够满足本地化及差异化的消费者需求，以在竞争对手中脱颖而出。Shark 在 2018 年推出的 Wandvac 高性能随手吸获得了习惯进行定点清洁的中国消费者的正面评价。高性能随手吸适用于不同的清洁状况，随手吸的轻巧设计尤其适合清洁细小的角落。

表 4 Shark 吸尘器产品技术改进路线

时间	技术	功能
2008 年	No-Loss-of-Suction	
2010 年	Lift-Away	提起圆筒以便捷地清洁楼梯、家具及其他地面以上区域
2014 年	Powered Lift-Away	深度清洁难以打扫的地方，如地面以上的区域、家具底下及家具表面
2016 年	DuoClean 技术	双刷头设计，硬毛刷头深度清洁地毯，软毛刷头吸附较大灰尘
2018 年	ZeroM 技术	可消除毛发缠绕的自动清洁刷头

资料来源：公司公告，华西证券

Shark 产品进入中国市场进行本土化改造。九阳将 Shark 优势产品线引进中国，包括吸尘器、蒸汽拖把等产品，同时 Shark 产品进入中国市场进行本土化、轻量化、系列化改造，做大拖把品类，助力九阳在清洁电器领域的拓展。Shark 运用 MultiFLEX 折叠臂技术、Duo Clean 双刷头技术、STEAM-BLASTER 大蒸汽喷射技术等核心优势专利技术，为中国家庭量身定制创新产品。一是针对国内用户推出入门级随手吸，以便捷吸引消费者；二是对尺寸较大的无线吸尘器进行型号升级，在吸力和续航能力上做到行业领先。

Shark 目前在国内主要有吸尘器和蒸汽拖把两个品类，吸尘器在 2019 年上半年推出“随手吸”手持吸尘器，具有体积小、重量轻的特点，定价 900 多元，价格门槛

较低，将其打造为中国家庭的入门级随手吸。公司将持续增强 Shark 产品力和品类铺开，加强消费者教育和入户服务，提升消费者对品牌的认知。

图 36 Shark 在中国市场的 product 线



资料来源：公司官网，华西证券

图 37 Shark 在中国的主要产品品类

高温蒸汽拖把	P3高温蒸汽电动拖把（有线）	P36高温杀菌电动拖把（有线）	M01蒸汽除菌电动拖把（有线）	D11高温蒸汽电动拖把（无线）	
<ul style="list-style-type: none"> >120°C 高温蒸汽深度除菌，无需消毒液即可达到深度清洁； >适用于多种地面（包括木质地板、地砖、大理石地面等）； >15s 蒸汽快速喷出，清洁高效省时； >180° 旋转拖把头。 					
便携式吸尘器	W1 手持便携式迷你吸尘器（无线）	W2 手持便携式迷你吸尘器（无线）	W3A/W3S 迷你吸尘器随手吸（无线）		
<ul style="list-style-type: none"> >重量低，可单手操作，手不易酸； >主机长度仅 422mm，小而时尚； >稳定输出强大吸力 7000Pa，除螨率高达 99, 99%； >3 种刷头自由切换； >易于收纳。 					
可折叠家用吸尘器	S1 双刷头折叠吸尘器（无线）	S6 手持大吸力吸尘器（无线）	X4 可折叠吸尘器除螨仪（无线）	A7 可折叠大功率吸尘器除螨仪（无线）	S9 可折叠大功率吸尘器除螨仪（无线）
<ul style="list-style-type: none"> >不缠毛发，减少弯腰，避免身体损伤； >高续航不间断； >可折叠，易收纳； >防倾倒，重心平稳； >双清洁模式驾驭不同地面； >多刷头满足不同需求。 					

资料来源：天猫，京东，华西证券

Shark 借助九阳的优势渠道布局国内市场。九阳品牌在中国拥有约 4 万个销售终端，其中约 700 家九阳品牌店。公司多年深耕具有完备的线下渠道，与经销商和零售商具有长期深度合作关系，低线市场覆盖深入。在线上渠道，公司具有完善的线上直销和分销系统，线上渠道销售占比逐年提升，目前公司线上渠道占比约 55%。

Shark 品牌拥有 188 个线下终端，大部分位于中端至高端商场。2018 年 4 月，**Shark** 正式进入中国市场，**Shark** 借助九阳的渠道优势率先进入线上渠道，并且入驻九阳优选前 300 的门店，同时在高端的 Shopping mall 以及 KA 门店开设 **Shark** 旗舰店。目前 **Shark** 线上销售占比更高，线下渠道部分是 shark 自有门店（约 200 家），部分是用九阳已有的较高端的线下门店（约 300 家）。

在新零售层面，为协助 **Shark** 品牌和 **Ninja** 品牌渗透中国市场，**SharkNinja** 接入公司的新零售信息系统。

图 38 **Shark** 线下门店



资料来源：中国家电网，华西证券

图 39 **Shark** 天猫旗舰店



资料来源：淘宝，华西证券

3.2. 研发协同效应凸显，**Ninja** 贡献外销出口订单

九阳与 **SharkNinja** 的协同效应体现在研发、产品、渠道等层面，从 **Shark** 产品进入中国市场的协同效应来看，中国团队通过市场调研以及用户数据，了解中国市场对清洁电器的本地化需求及用户痛点，由 **SharkNinja** 美国团队进行研发。

此外厨房电器领域，**Foodi** 由美国团队调研需求，由中国团队结合九阳在加热类厨房小家电上的技术成果，进行产品研发。2018 年海外收入增加，主要是九阳向关联方 **SharkNinja** 出口 **Foodi** 产品。**Ninja** 的烹饪电器收入从 2018H1 的 16.4 百万美元提升至 2019H1 的 105.6 百万美元，主要由 **Foodi** 的销售额贡献。

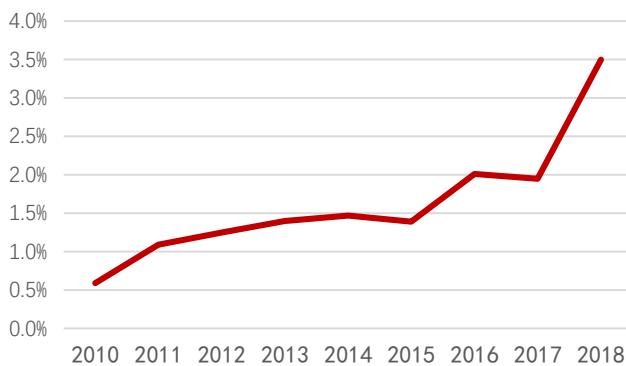
SharkNinja 于 2018 年推出 **Foodi** 产品，是一款结合空气油炸和高压锅技术的产品，集加压蒸煮及空气油炸于一体。利用 **TenderCrisp** 技术，**Foodi** 可实现传统烹饪电器无法实现的“外焦里嫩”，因此迅速成为美国和加拿大市场畅销的爆款产品。**Foodi** 的研发体现了九阳与 **SharkNinja** 的协同作用。**Foodi** 成功推出后，为烹饪电器组合增添一个新品类。**SharkNinja** 致力于研发满足广泛消费者需求的相关创新类产品，未来计划将 **Foodi** 扩展为一个系列产品。

图 40 Foodi 产品



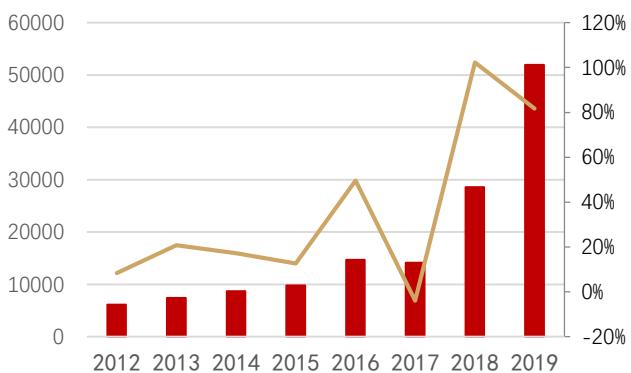
资料来源：公司公告，华西证券

图 41 九阳外销收入占比



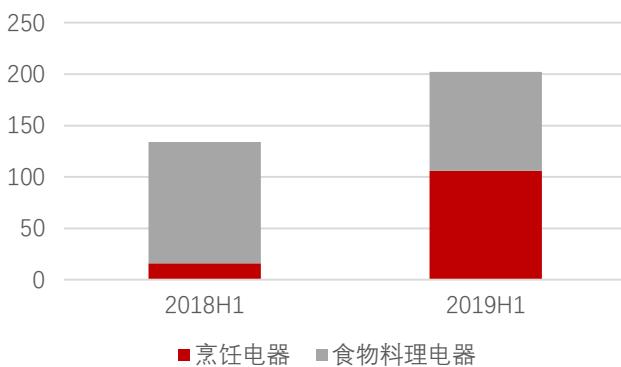
资料来源：公司公告，华西证券

图 42 九阳海外收入变动情况（万元，%）



资料来源：公司公告，华西证券

图 43 Ninja 烹饪电器销售额变动情况（百万美元）



资料来源：公司公告，华西证券

4. 盈利预测与估值

公司以 SKY 产品进行技术改进产品创新，加强豆浆机、破壁机、电饭煲支柱品类的生命力和增速，同时推出 1000-2000 元价位的产品打开中端蓝海市场，预计未来食品加工机系列可持续保持双位数的增长态势。营养煲系列产品和西式小家电产品受益于公司与 SharkNinja 的产品研发协同效应，未来将呈现较好的增速。

经测算，我们预计公司 2020-2022 年收入为 107.17/123.12/141.40 亿元，收入增速为 14.6%/14.9%/14.9%；归母净利润为 9.63/11.33/13.19 亿元，归母净利润增速为 16.8%/17.6%/16.5%。

考虑到公司与 SharkNinja 的协同效应凸显较快，海外收入得到迅速提升，国内受益疫情影响下吸尘器、蒸汽拖把等品类的渗透率有明显提升，市场品类教育进程加快，国内市场新零售转型成效显著，上调评级至“买入”评级。

表 5 盈利预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
食品加工机系列					
收入 (亿元)	3,408	4097	4793	5560	6394
yoy	8.2%	20.2%	17%	16%	15%
营业煲系列					
收入 (亿元)	2,740	3105	3571	4071	4600
yoy	18.8%	13.3%	15%	14%	13%
成本 (亿元)	2,026	2328	2696	3073	3473
毛利率	26.1%	25.0%	24.50%	24.50%	24.50%
西式小家电系列					
收入 (亿元)	1,075	1153	1257	1420	1633
yoy	20.9%	7.3%	9%	13%	15%
成本 (亿元)	727	766	842	952	1094
毛利率	32.4%	33.6%	33%	33%	33%

资料来源：wind，华西证券

表 6 估值表 (元)

		EPS			PE		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
可比公司	苏泊尔	2.35	2.67	3.07	32.84	27.06	22.42
	小熊电器	2.60	2.74	3.39	32.05	27.06	22.42
	新宝股份	0.86	1.02	1.19	19.23	20.97	17.84
	平均	1.94	2.14	2.55	28.04	25.03	20.89
	九阳股份	1.07	1.25	1.48	23.43	23.86	20.15

资料来源：wind，华西证券

5. 风险提示

宏观经济下行风险：疫情影响下若宏观经济增速下行，则居民消费力或有所受损，对可选消费品的购买力或许受到影响。

行业增速不及预期：豆浆机、料理机、电饭煲产品的保有量较高，渗透率水平较高，若行业增速下滑则公司受益品类或面临承压。

原材料价格变动风险：公司产品受原材料价格变动影响，若上游原材料涨价，对公司成本转嫁能力或有影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,351	10,717	12,312	14,140	净利润	806	944	1,109	1,292
YoY(%)	14.5%	14.6%	14.9%	14.9%	折旧和摊销	90	77	79	81
营业成本	6,310	7,220	8,265	9,471	营运资金变动	455	-43	271	129
营业税金及附加	47	54	62	71	经营活动现金流	1,253	908	1,379	1,410
销售费用	1,477	1,650	1,896	2,178	资本开支	-88	-50	-37	-43
管理费用	389	439	505	580	投资	122	5	5	5
财务费用	-25	0	0	0	投资活动现金流	-365	24	48	53
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	60	69	80	91	债务募资	0	0	0	0
营业利润	943	1,101	1,294	1,508	筹资活动现金流	-637	0	0	0
营业外收支	-3	0	0	0	现金净流量	253	932	1,426	1,463
利润总额	940	1,101	1,294	1,508					
所得税	134	157	185	215					
净利润	806	944	1,109	1,292					
归属于母公司净利润	824	963	1,133	1,319					
YoY(%)	9.3%	16.8%	17.6%	16.5%					
每股收益	1.07	1.25	1.48	1.72					
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E					
货币资金	1,603	2,536	3,962	5,425					
预付款项	17	19	22	25					
存货	1,086	1,108	1,346	1,498					
其他流动资产	2,816	3,030	3,280	3,567					
流动资产合计	5,522	6,693	8,609	10,514					
长期股权投资	255	255	255	255					
固定资产	681	654	610	571					
无形资产	123	111	99	87					
非流动资产合计	1,946	1,915	1,868	1,826					
资产合计	7,468	8,607	10,477	12,340					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款及票据	2,781	2,740	3,390	3,739					
其他流动负债	919	1,156	1,267	1,489					
流动负债合计	3,700	3,896	4,657	5,228					
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	17	17	17	17	PE	26.21	22.44	19.07	16.38
非流动负债合计	17	17	17	17	PB	5.14	4.58	3.69	3.01
负债合计	3,717	3,912	4,674	5,244					
股本	767	767	767	767					
少数股东权益	-2	-21	-44	-71					
股东权益合计	3,751	4,695	5,804	7,096					
负债和股东权益合计	7,468	8,607	10,477	12,340					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任首席分析师，具有多年消费品投资研究经验。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。