



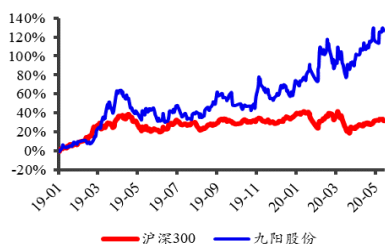
领航新消费的小家电龙头

投资评级：增持（首次）

报告日期：2019-05-18

收盘价（元）	32.90
近 12 个月最高/最低（元）	18.80/33.18
总股本（百万股）	767.17
流通股本（百万股）	763.12
流通股比例（%）	99.47%
总市值（亿元）	252.40
流通市值（亿元）	251.07

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

《供应链管理能力，新消费时代“唯快不破”的重要内功——以小家电行业为例》

《后疫情渠道边际改善数据分析：“五一”购物中心同比好转，二季度建议关注地产后周期复苏》

主要观点：

九阳是中国厨房小家电三龙头之一，基础扎实，多年来龙头地位稳固。豆浆机、破壁料理机、榨汁机、面条机和空气炸锅等优势品类市场份额常年第一，其他大部分品类如年夜饭煲、电压力锅、电磁炉等常年位列行业前三。

九阳在历次渠道变革中精准把握调整时机，顺利搭乘历次渠道红利。品类方面，九阳从上市前就开始品类扩张之路，目前收入结构日趋均衡。2018 年，公司又走上品牌拓展之路，收购尚科宁家（中国）科技有限公司 51% 股权，利用 Shark 品牌进军客厅小家电领域。

面对新的消费环境，九阳从产品、营销和组织架构等各方面提早布局调整，可谓是新消费领航者。小家电原有的耐用消费品属性逐渐降低，快消品属性增强，消费者的消费动机从实用主义向时尚、有趣、提升生活品质变迁。面对新的消费环境，九阳从产品、营销和组织架构等各方面提早布局调整。产品方面，积极迎合新生代消费者的消费偏好，始终以创新驱动产品升级。营销方面，率先试水直播电商，紧跟时代潮流。组织架构上，从事业部制调整为 BU 制，加快推新速度，激发经营活力。

投资建议：推荐关注多年维持小家电领域龙头地位、且能够顺应时代变迁迅速调整的九阳股份。如今已形成适应年轻人需求的产品研发体系、适应新消费的快速响应供应链体系和营销模式，预计新消费的发展将为九阳股份带来新一轮增长点。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 100.4、119.3、136.2 亿元，同比分别+7.3%、+18.9%、+14.1%，归母净利润分别为 9.1、10.9、12.7 亿元，同比分别+10.6%、+19.7%、+16.4%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 27.7x、23.1x、19.9x，给予增持评级。

风险提示：人们的消费意愿下降的风险；流量红利逐步消失风险。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,351.44	10,036.50	11,933.27	13,617.84
收入同比(%)	14.48	7.33	18.90	14.12
归属母公司净利润	824.11	911.76	1,091.25	1,269.75
净利润同比(%)	9.26	10.64	19.69	16.36
毛利率(%)	32.5%	32.5%	32.4%	32.4%
ROE(%)	22.0%	21.7%	22.8%	23.4%
每股收益(元)	1.07	1.19	1.42	1.65
P/E	30.6	27.7	23.1	19.9
P/B	6.73	5.99	5.28	4.64
EV/EBITDA	13.0	16.9	12.8	11.6

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 变革与适应能力优异：新消费领航者	4
1.1 产品力：研发创新驱动，与年轻人共振	4
1.1.1 萌潮系迎合年轻人，大获成功	4
1.1.2 研发创新实力突出，业内遥遥领先	6
2. 基础扎实稳固：多年小家电行业龙头，渠道、品类、品牌扩张步步为营	14
2.1 市场份额维持龙头地位	14
2.2 精准把握每一次渠道转型	16
2.3 品类品牌扩张走向正轨	19
2.3.1 品类扩张日趋均衡，品牌印象转向品质生活小家电	19
2.3.2 从厨房走向客厅的品牌扩张之路，协同初现	20
3. 盈利预测及投资建议	22
风险提示：	24
财务报表与盈利预测	25

图表目录

图表 1 九阳 2017 年前后的产品设计对比	4
图表 2 销量较好的 LINE FRIENDS 联名款系列在九阳官方旗舰店的销售额估算	5
图表 3 九阳历年推出的新品	6
图表 4 九阳 2019 年推出 SKY 系列新品	7
图表 5 2019 年九阳的食品加工机系列收入增速是除去上市当年最快的一年	7
图表 6 九阳多年维持高研发投入	8
图表 7 九阳采用三级研发体系	9
图表 8 九阳采取新兴营销模式的战略和具体措施	9
图表 9 九阳举办的典型直播活动	10
图表 10 九阳过往采用的事业部制	11
图表 11 九阳 BU 制下的运作模式	11
图表 12 九阳、新宝和小熊的组织架构对比	13
图表 13 新宝 2018 年调整了摩飞和东菱等国内品牌的组织架构	13
图表 14 小熊电器的研发机构设置	14
图表 15 部分厨房小家电领域美苏九的零售额份额	15
图表 16 厨房小家电行业集中度变化	15
图表 17 小家电企业渠道变迁历程	16
图表 18 九阳线下渠道变迁历程	17
图表 19 九阳线上渠道发展领先	18
图表 20 九阳多个品类淘宝天猫销量份额领先	19
图表 21 九阳上市以来收入结构变化趋势	19
图表 22 九阳品类扩张进程	20
图表 23 SHARKNINJA 主要品类美国市场的零售额份额 (2018)	21
图表 24 九阳与 SHARKNINJA 的协同	21
图表 25 九阳与 SHARKNINJA 的协同效应已有体现	22
图表 26 九阳股份收入拆分及预测	23
图表 27 九阳股份销售费用率拆分	24
图表 28 九阳股份盈利预测	24

1. 变革与适应能力优异：新消费领航者

在新消费时代，小家电原有的耐用消费品属性逐渐降低，快消品属性增强，消费者的消费动机从实用主义向时尚、有趣、提升生活品质变迁。面对新的消费环境，九阳从产品、营销和组织架构等各方面提早布局调整，可谓是新消费领航者。**产品方面**，积极迎合新生代消费者的消费偏好，始终以创新驱动产品升级。**营销方面**，率先试水直播电商，紧跟时代潮流。**组织架构上**，从事业部制调整为 BU 制，加快推新速度，激发经营活力。

1.1 产品力：研发创新驱动，与年轻人共振

面对消费人群的代际变化以及消费模式的变迁，以 95 后为代表的年轻人逐渐成为消费主力。公司瞄准年轻消费者，力求提升品牌在年轻消费者中的知名度。近年来九阳推出了多款符合年轻人审美和需求的产品，积极尝试与高流量萌潮品牌 IP 跨界合作。2019 年推出的以 LINE FRIENDS 为代表的潮流新品，赢得了众多年轻人的喜爱。

除了产品外观等工业设计方面的新优势，九阳在功能优化等方面多年维持行业领先的研发创新能力。九阳常年保持稳定较高的研发投入，内部采用三级研发体系，研发能力是公司的核心优势。从发明豆浆机开始，始终保有创新基因，研发水平遥遥领先。成立 26 年以来，九阳推出了多款引领行业发展的产品，2019 年推出的 SKY 系列表现靓丽。

1.1.1 萌潮系迎合年轻人，大获成功

2018 年以前，公司主要产品面向有 0-6 岁儿童的家庭。而 2018 年开始，九阳主要产品的目标群体调整为以 95 后为代表的年轻人，以宝妈为代表的中产家庭，和注重健康养生的中老年人，体现出公司产品战略的调整。

公司通过品牌 IP 合作吸引更多年轻群体。2017 年，九阳推出 Onecup 智能饮品机小黄人限量款。2019 年，公司尝试与高流量萌潮品牌 IP 跨界合作，推出了以 LINE FRIENDS 为代表的潮流新品，大获成功。九阳在产品力方面的创新与变革，也对于营销推广产生了很大的推动作用，实现以较低营销成本、推动年轻人自发在社交平台晒图/视频、帮助品牌进行推广。

图表 1 九阳 2017 年前后的产品设计对比

2017 开始 的产 品	2017年 Onecup智能饮品机小黄人限量款 	2019年 LINE FRIENDS 联名款 	2020年 宝可梦联名款 
	2013年 面包机MB-100Y080 	2015年 铁釜IH电饭煲 	2016年 炒菜机器人 
2017 年以 前的 产品			

资料来源：互联网资料，华安证券研究所整理

从2005年至2016年，我国风电装机容量从1.25GW增长至149GW，增长了100多倍。2016年，全球风电累计装机容量达486.7GW，中国装机容量占全球的比重超过30%，排名第一，是第二名美国的2倍多。

LINE FRIENDS 系列在聚划算上线之初，新品养生壶5秒售罄，奶锅新品三天销售破万件刷新了九阳IP新品的销售记录。我们选取淘宝九阳官方旗舰店中销售较好的LINE FRIENDS 系列产品为样本，截至2020年5月14日，该系列九阳官方旗舰店销售额接近470万。

图表 2 销量较好的 LINE FRIENDS 联名款系列在九阳官方旗舰店的销售额估算

产品	店内销量排名	付款人数	单价 (元)	旗舰店销售额估算 (万元)
九阳LINE养生壶	本店养生壶热销第1名	3347	299	100.08
九阳LINE便携牛奶神器恒温杯垫	本店电热杯热销第1名	813	139	11.30
九阳LINE暖暖杯	本店保温碟垫热销第1名	1154	159	18.35
九阳LINE迷你小电煮锅家用多功能一体锅	本店电热火锅热销第1名	5355	159	85.14
九阳LINE三明治早餐机	本店三明治机热销第1名	1257	329	41.36
九阳LINE奶锅	本店奶锅热销第1名	2836	79	22.40
九阳榨汁机LINE迷你一人食榨果汁杯	本店榨汁机热销第1名	3201	199	63.70
九阳LINE刀具套装	-	957	199	19.04
九阳LINE水杯	本店随手杯热销第1名	1690	59	9.97
九阳LINE布朗熊J87电烤箱	本店电烤箱热销第2名	1875	399	74.81
九阳炒锅LINE不粘炒菜锅	本店炒锅热销第3名	751	299	22.45
合计				468.61

备注：付款人数和单价截至2020年5月14日下午3点半

资料来源：淘宝，华安证券研究所整理

1.1.2 研发创新实力突出，业内遥遥领先

成立 26 年，公司始终保持创新基因，研发技术实力雄厚，推出多款引领行业发展的产品。

九阳的创始人在 1994 年发明豆浆机并以此创业起家。研发能力是公司的核心优势，九阳先后自主开发、应用的文火慢熬、智能不粘、拉法尔过滤网、易清洗等技术，先后攻克了制约豆浆机市场发展的重大难题，为豆浆机的快速推广奠定了基础。

图表 3 九阳历年推出的新品

年份	推出新品
1994	全球第一台电机上置式豆浆机研发成功
1999	豆浆机“智能不粘锅技术”研发成功
2001	豆浆机“浓香技术”研发成功,“小海豚”豆浆机热销全国
2005	九阳大口径榨汁机、电压力煲、商用豆浆机上市
2006	电磁炉技术取得新突破,九阳料理机上市
2011	进军净水领域
2012	营养+系列产品的群组化上市、IH技术的广泛应用
2013	面条机、馒头机、One Cup、高端时尚家系列等
2014	铁釜”电饭煲单品是当年的电饭煲市场销售单品冠军,瓷宝煲
2015	破壁料理机、智能破壁原浆机、智能电饭煲、智能养生壶、智能净水机等四款智能产品
2016	IH智能炒菜机器人、迷你洗碗机和隐形油烟机
2017	真空破壁料理机、93℃增香铁釜T9、新一代炒菜机器人J7、轻奢派锅具等新产品
2018	全新无人破壁豆浆机、双变频静音破壁料理机、珐琅铁釜电饭煲等中高端产品
2019	创新推出SKY系列产品 (K系列不用手洗破壁豆浆机、Y系列不用手洗破壁机、S系列无涂层蒸汽电饭煲)

资料来源: 历年年报, 华安证券研究所

2019 年, 估算 K 系列豆浆机占到豆浆机收入接近 3 成, Y 系列占破壁机收入的接近 2 成, S 系列蒸汽电饭煲占电饭煲收入的接近 1 成。九阳敏锐地捕捉到产品痛点并适时升级主销产品, 利用技术优势打造差异化产品, 掌握产品定价权, 并逐步将产品价格带下探以获得更多的市场份额。2019 年食品加工机系列的收入增速为 20.2%, 是除去 2008 年上市当年增速最快的一年, 充分展现了九阳突出的产品研发能力。

图表 4 九阳 2019 年推出 SKY 系列新品

K61 不用手洗破壁豆浆机	Y88 不用手洗破壁机	S5 九阳无涂层蒸汽电饭煲
		

资料来源: 九阳官网, 华安证券研究所

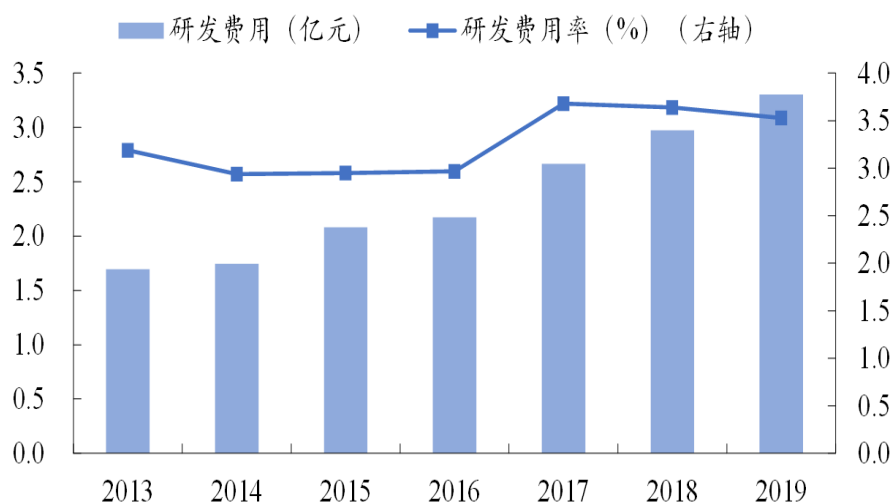
图表 5 2019 年九阳的食品加工机系列收入增速是除去上市当年最快的一年



资料来源：Wind，华安证券研究所

九阳之所以有如此优异的研发创新能力，得益于其高额的研发投入和科学的研发体系。九阳常年维持较高的研发投入。2016 年由于新品推出速度放缓以及渠道调整的影响，豆浆机销量出现下滑。公司在 2017 年加大研发投入，2017 年研发费用率达到 3.68%，较 2016 年高出 0.71pct，且从 2017 年起的连续三年，九阳的研发费用率都高于 3.5%。从 2017 年开始，九阳的推新速度愈发加快。

图表 6 九阳多年维持高研发投入

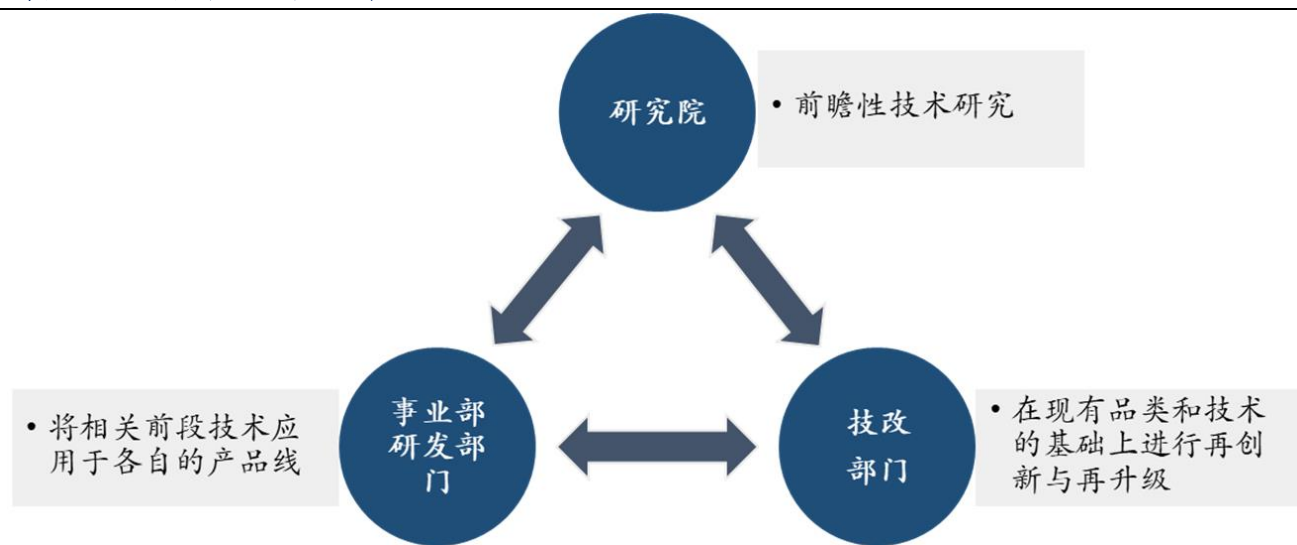


资料来源：Wind，华安证券研究所

研发体系上，九阳内部采用三级研发体系。第一级是研究院，负责前瞻性技术研究；第二级是事业部研发部门，负责将相关前段技术应用于各自的产品线；第三级是技改部门，负责在现有品类和技术的基础上进行再创新与再升级。2008 年上市之初，九阳共计拥有专利技术 115 项，其中发明专利 6 项，实用新型专利 38 项。2019 年底，九阳已实现共拥有专利技术 6,521 项，其中发明专利 316 项，实用新型 5,284 项，外观

专利 921 项，为公司未来能够持续创造领先的核心优势产品奠定了坚实基础。

图表 7 九阳采用三级研发体系



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 营销力：紧跟时代，率先试水直播电商

为适应新经济的发展趋势，也为了吸引更多年轻消费者的目光，九阳在营销模式方面持续调整，率先试水直播电商。九阳直播团队诞生于 2016 年，公司积极与各大主流直播平台进行合作，抓住了在线直播的营销风口机会，搭建了主要由明星网红、KOL（意见领袖）、KOC（意见消费者）组成的系统化直播体系。

图表 8 九阳采取新兴营销模式的战略和具体措施

年份	公司战略	具体措施
2016	试水直播	尝试使用网络直播、意见领袖话题引导、社交媒体精准推广等方式深化电商渠道建设
2018	积极探索尝试电商直播、粉丝课堂、器食结合等营销模式	当年9月，九阳电商团队采取 TOP达人直播和店铺自播 战略，从首次直播不到1000元销售额，到双十一单场直播破500万。九阳当年登上淘宝直播的第一辆列车，荣获淘宝直播“2018年度最佳商家”，成为小家电行业率先获奖品牌。
2019	积极推进户外新媒体、社交媒体、垂直媒体等新媒介渠道的推广力度。运用短视频、在线直播、内容种草、深度体验等新兴传播途径与消费者高效互动	公司推行全员直播，九阳3000名本职工，加上经销商伙伴、供应商，整个生态链所有人都包括在其中。另外，所有营销线上的员工，每个月必须保证有8个小时的直播工时且必须到直播间考勤打卡。
2020	疫情期间，九阳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	2020年3月，公司举办了首届“九阳直播购物节”活动，数千名线下导购员同时在线，7天共计组织进行2万多场直播。

资料来源：经济观察报，钱塘新区发布，新京报，华安证券研究所

图表 9 九阳举办的典型直播活动

年份	典型直播活动	场景	取得效果
2019	紧跟明星直播电商潮流		6月16日，九阳×李湘直播单场销售额近百万，累计观看高达72万，互动点赞超200万，打破行业品牌明星直播纪录
2020	薇娅直播		LINE FRIENDS联名款三明治机登陆薇娅直播间，上万台机器被抢购一空

资料来源：经济观察报，钱塘新区发布，华安证券研究所

为迎合年轻人的消费方式和消费观念，公司的产品设计和传播方式也越来越年轻化。如前文所述，公司在产品设计方面更加贴合年轻人，推出各类联名款，成效显著，实现以较低营销成本推动年轻人自发晒图、帮助品牌做宣传。公司签约代言人从2016年的陆毅鲍蕾夫妇到2019年的邓伦，同样紧跟年轻人偏好。

- 2016年九阳选择模范夫妻**陆毅鲍蕾夫妇**为代言人，
- 2017年签约时尚带货女王**杨幂**代言，
- 2019年初则签约90后演员**邓伦**。2019年11月，邓伦现身九阳、天猫联合打造的双11“萌潮厨房”活动，现场与粉丝共同玩转九阳萌潮小家电。

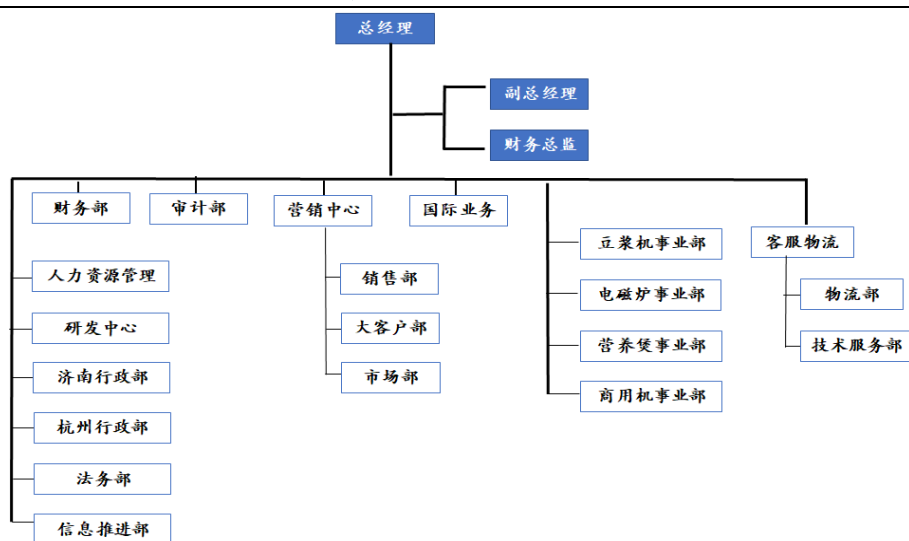
1.3 组织架构：为新一阶段竞争奠定坚实基础

如我们在之前发布的《供应链管理能力，新消费时代“唯快不破”的重要内功——以小家电行业为例》中所述，抖音、快手等内容平台带来的流量红利已从 18、19 年的蓝海已逐渐变红海，新消费时代的竞争即将进入下一阶段。如果说上一阶段比拼的是前台营销能力，随着潮水退去，下一阶段更重要的则是供应链管理、产品力等中后台能力。新消费时代的重要变化是产品快速迭代更新，对供应链管理提出巨大挑战。而九阳在 2019 年初提前进行组织架构调整布局，将为其在这一阶段的竞争中赢取显著优势。

九阳在 2018 年底、2019 年初推行的 BU 制组织架构调整是公司应对快速市场变化、激发企业经营活力而采取的重要举措。从事业部制到 BU 制，员工的激励也将更加灵活和赏罚分明，用户和消费者的信息会在产品 BU 和渠道 BU 之间得到更好的传递，产品质量、成本、供应等各方面都会有较大改善。

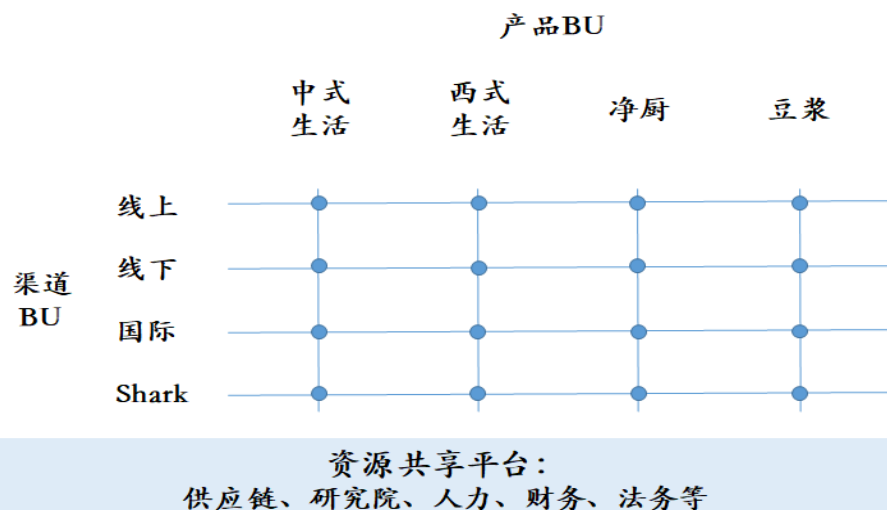
九阳的 BU 制主要分为**产品 BU**和**渠道 BU**。同时职能部门组成公司层面的**专业资源平台**，采购、研究院、知识产权、法务会给产品和渠道 BU 提供支持。

图表 10 九阳过往采用的事业部制



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 11 九阳 BU 制下的运作模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

我们对九阳进行 BU 制调整前后的组织架构进行了对比分析，得出如下结论：

激励机制方面，在 BU 制下，产品 BU 视为纵向，渠道 BU 视为横向，组成网格图，每个员工都是网格上的一点。这种模式下，员工考核更加细化，但对员工的激励也将更加灵活和赏罚分明，有利于激发员工的工作热情，促使员工工作更加主动，增加公司的经营活力。

产品和营销方面，BU 制有利于公司快速应对市场的变化，满足以用户为中心的经营重点。产品 BU 和渠道 BU 交叉，两者形成矩阵网，产品 BU 主动与渠道 BU 沟通，渠道 BU 也及时把市场信息传递给产品 BU，使得用户和消费者的信息会得到更好的传递。过去九阳的产品注重技术创新偏高端，BU 制变革后调整为结果导向，由 BU 自主决策产品的短中长期发展逻辑，例如 2019 年九阳就根据市场变化推出了 SKY 系列的价格下探。

供应链方面，九阳原先的事业部制在新消费时代的冲击下，成本、供应链结构等都受到了新挑战。由于各大事业部独立运营，采购资源相对独立，会出现不同事业部对同一资源会有争夺的情况，或者资源难以得到有效利用的情况。2019 年公司将所有事业部集合起来成立了采购中心，对整个供应链进行再造，将优势的资源、供应商进行整合，实现共同发力，产品质量、成本、供应等各方面都有了较为明显的改善。

鉴于新宝股份和小熊电器是新消费时代小家电新进入者中的佼佼者，我们整理对比了九阳、新宝和小熊电器的组织架构和优势如图。关于新宝和小熊电器的具体组织架构特色也将下文进行阐述。我们发现，三者为适应快速推新的节奏，都采取了或者正转向更扁平化的组织架构。九阳作为传统龙头，将组织架构调整为 BU 制后具备和新进入者相似的快速响应市场的能力，无需担心新消费行业变化导致的新进入者与之竞争。

图表 12 九阳、新宝和小熊的组织架构对比

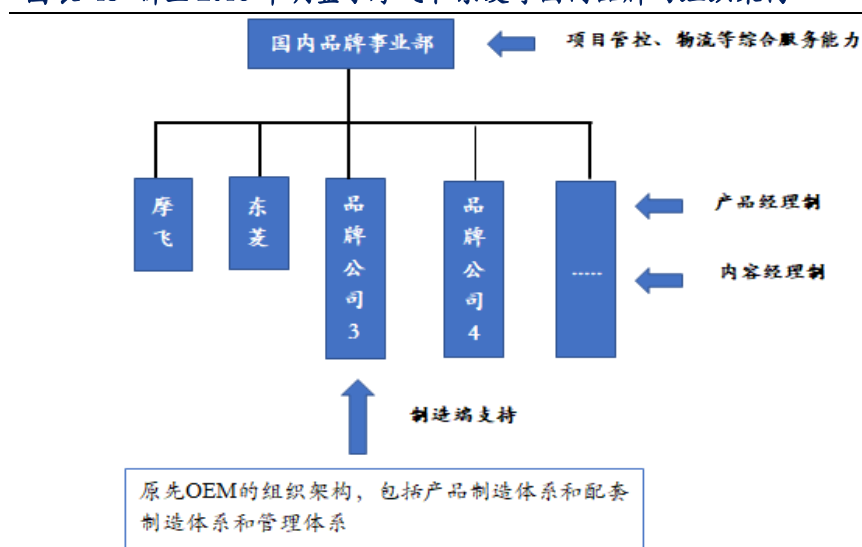
公司	组织架构	优势
九阳股份	事业部制→BU制	员工激励更加充分和灵活快速响应市场，供应链整合
新宝股份	品牌事业部+品牌公司； 产品经理制+内容经理制	专业团队各司其职，前台业绩激励强，推新速度快
小熊电器	事业部制，研发中心下设 用户研究组	快速掌握消费者喜好，推出解决用户痛点的产品

资料来源：各公司公告，华安证券研究所整理

1) **新宝股份**：2018 年公司对已有的品牌（摩飞+东菱）做了大的改革，一是成立了一个在公司总裁办领导下的国内品牌事业部，总裁兼品牌事业部的总经理，事业部是矩阵式平台，分别有摩飞和东菱等品牌公司。事业部提供包括项目管控、物流等综合服务能力，品牌公司专注于做产品策划和整个营销策划端的工作。

二是在对接环节，公司设立了产品经理制和内容经理制。产品专门负责产品的策划、产品的定义、产品机会的挖掘和项目的确立等。产品方面确定之后，技术和产量的生产安排就分解到公司原有 OEM（含 ODM）的整个组织架构上。比如多功能锅的创意出来后，产品开发是由公司原有的研发中心去实现，再由公司生产单位快速生产。营销部分，突出内容经理制。在产品开发的同时内容经理也把其当成一个成品开始做产品内容的策划，逐步分期推进，产品的首发为第一个产品的报告点，逐渐引发层层往下去点爆的爆款逻辑。

图表 13 新宝 2018 年调整了摩飞和东菱等国内品牌的组织架构

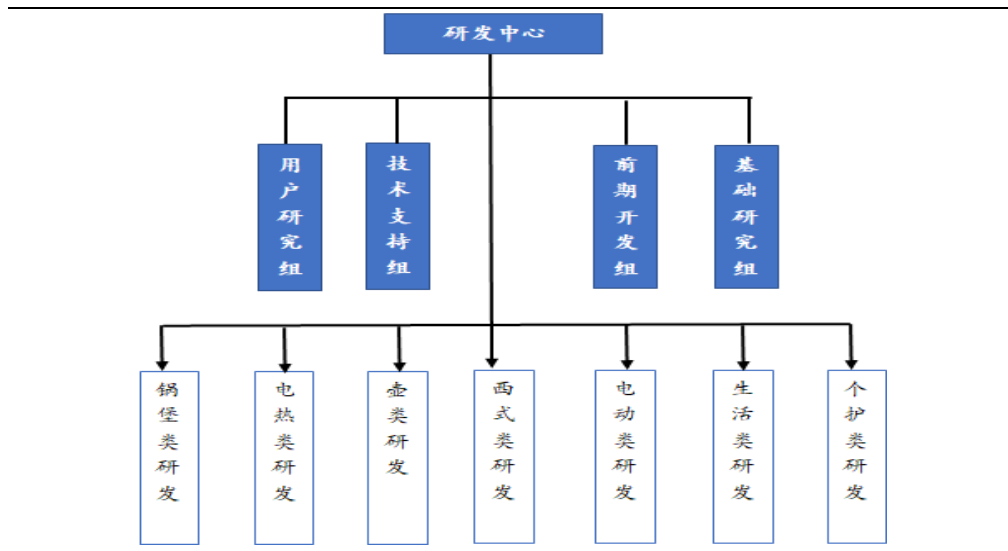


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2) **小熊电器**：公司以市场需求为导向，研发中心下设前期开发组、基础研究组、用户研究组、技术支持组和各品类研发部门。其中，用户研究组负责建立以用户为中

心的研究体系，提出具有创新性和前瞻性的产品概念并评估其市场价值，通过技术与设计转化实现创新产品开发，快速抓住市场机会，为公司长远发展持续注入“动力”。用户研究组是研发中心的核心部门，充分说明了小熊在组织架构方面对用户研究的重视，有利于公司快速推出适应消费者喜欢变化的产品。

图表 14 小熊电器的研发机构设置



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

综上，我们认为，九阳股份多年的龙头经验为其组织架构、供应链管理能力和品牌运营能力奠定显著优势，公司又在 2019 年初积极提早做出调整，使其整个体系如同新进入的新宝、小熊更加侧重根据消费者偏好进行快速研发推新。公司在组织体系方面的优势将为其在新消费的更新阶段竞争中赢得显著竞争优势。

2. 基础扎实稳固：多年小家电行业龙头，渠道、品类、品牌扩张步步为营

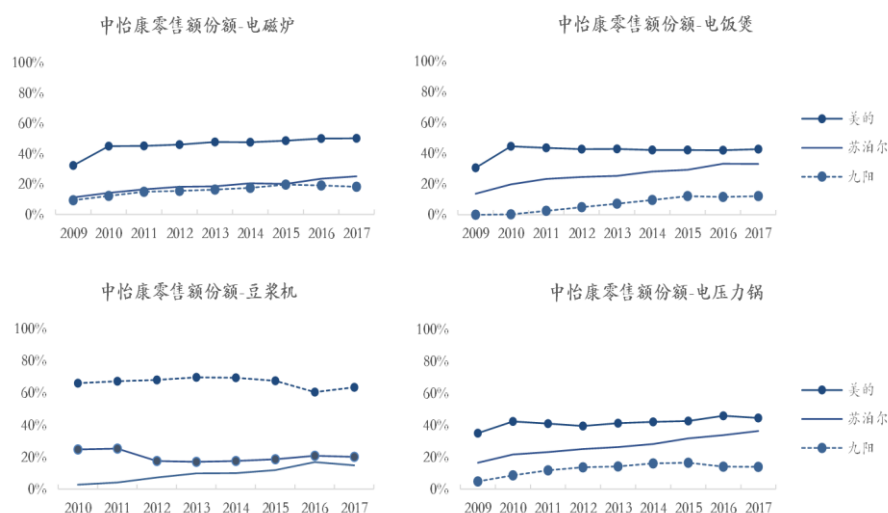
九阳是中国厨房小家电三龙头之一，基础扎实，多年来龙头地位稳固。豆浆机、破壁料理机、榨汁机、面条机和空气炸锅等优势品类市场份额常年第一，其他大部分品类如电饭煲、电压力锅、电磁炉等常年位列行业前三。九阳在历次渠道变革中精准把握调整时机，顺利搭乘历次渠道红利。品类方面，九阳从上市前就开始品类扩张之路，目前收入结构日趋均衡。2018 年，公司又走上品牌拓展之路，收购尚科宁家（中国）科技有限公司 51% 股权，利用 Shark 品牌进军客厅小家电领域。

2.1 市场份额维持龙头地位

九阳常年在厨房小家电行业维持前三的龙头地位，部分品类市占率常年维持第一，小家电龙头的地位稳固。从细分品类来看，九阳的主要产品包括豆浆机、破壁料理机、

电饭煲、电压力煲、电炖锅、开水煲、面条机、原汁机、电磁炉、净水器、洗碗机、炒菜机器人、空气炸锅、烤箱等品类。其中，豆浆机、破壁料理机、榨汁机、面条机和空气炸锅等优势品类牢牢占据市场第一的位置，其他大部分品类如电饭煲、电压力锅、电磁炉等位列行业前三。根据 JS 环球生活的招股书，2018 年九阳在中国的搅拌机、食物料理机和榨汁机市场的市占率分别为 36.6%、36.8%和 37%。

图表 15 部分厨房小家电领域美苏九的零售额份额



资料来源：中怡康，华安证券研究所

美的、苏泊尔和九阳的厨房小家电龙头地位稳固。根据奥维云网，2019 年煲、磁、压、豆、料、榨、水的线下 TOP3 品牌集中度高达 91%，线上 TOP3 品牌集中度 68%。其中，九阳的线上、线下渠道份额比较接近，分别为 20.1%和 21.1%，均位列第三位。美九苏过去在线下有明显的集中度高的优势，而电商发展则为大量新进入者带来机会，从数据上看，美九苏在线上份额（68%）显著低于线下（91%），但时间序列上看，线上龙头集中度在持续提升，新进入者仅影响了前五十的其他品牌，前三龙头地位稳固难以撼动。

图表 16 厨房小家电行业集中度变化

线上集中度变化			
	2017	2018	2019
TOP3	67%	67%	68%
TOP5	74%	71%	71%
TOP10	80%	77%	77%
TOP20	86%	84%	84%
TOP50	93%	92%	91%
线下集中度变化			
	2017	2018	2019
TOP3	92%	92%	91%
TOP5	94%	94%	94%
TOP10	96%	96%	97%
TOP20	98%	98%	98%
TOP50	100%	100%	100%

资料来源：奥维云网（煲、磁、压、豆、料、榨、水），华安证券研究所

2.2 精准把握每一次渠道转型

对于消费品公司而言，渠道变革至关重要，渠道失利导致竞争格局扭转的案例比比皆是。例如，20 世纪末百货转型商超的渠道调整让苏泊尔等企业脱颖而出，原有龙头双喜则逐步失利；21 世纪初苏泊尔、九阳紧抓三四级市场发展带来的渠道机会，实现进一步扩张、巩固了龙头地位。

我们对传统小家电企业的渠道变迁历程做了如下图的梳理，发现九阳和苏泊尔在历次渠道变革中顺利转型，维持住了龙头地位，并借力渠道变革的红利实现了新一轮的扩张增长。

图表 17 小家电企业渠道变迁历程

		苏泊尔	九阳	爱仕达	双喜、美滴等
百货→商超	开始时间	2000 年成功转型	2003 年成功转型	2000 年成功转型	转型较晚，从而在在当时行业洗牌中处于劣势
三四级渠道下沉	开始时间	2006 年	2008 年	2012 年	
	发展情况	2008：一级经销商300家，生活馆277家，门店成功率达90%。	2008：450 名一级经销商，在全国270 多个地级城市，建立起2万多个零售终端；豆浆生活馆1000 多家。		
		2017：在国内有6万个网点，三分之二在三、四级市场。三四线收入占比25%。	2014：线下体验店1,300 家。 2017：网点数，终端约4万个。主要还是调整三四级市场。三四线收入占比30%-40%。	2014：经销商渠道主要覆盖三四线城市，有经销商200 余家。年度新增生活馆100 余家。 2017：目前有经销商300 多家，缺乏大型经销商，中小型为主。三四线收入占比30%。	
开拓线上渠道	开始时间	2009 年	2011 年	2012 年	
	发展情况	2011：线上收入占比4%-5%。 2019：线上收入占比过半	2014：公司电商业务增长57%，成为公司重要业务渠道。 2019：线上收入占比过半	2014：电商渠道收入规模：2亿元，占比约达9%。 2018：线上收入占比25%	

资料来源：各公司公告，华安证券研究所整理

九阳的线下渠道转型成功，经历了从百货到 KA 的渠道变迁，渠道下沉和经销商队伍精简以及线上线下渠道融合发展的多个阶段。

1) **百货到 KA**：早在 2003 年公司就抓住 KA/3C 等新兴渠道，顺应了当时百货到 KA 的渠道变革趋势。

2) **渠道下沉**：随后公司积极拓展渠道布局，建立起覆盖城乡的多层次销售渠道。2008 年，公司共拥有 450 名一级经销商，建立了 2 万多个零售终端，各类豆浆生活馆 1000 多家，售后服务网点 2000 多家。2011 年，公司发展千县万镇的分销渠道，同时建立和完善了 CRM 系统，确立以客户为中心的精细化管理体系。2015 年，经销商数量达 470 个，通过苏宁、国美、永乐、家乐福、沃尔玛、华润、大润发等合作伙伴于全国范围内建立 4 万余个销售终端及近 2,000 个售后网点。

3) **线上线下融合发展**：2014 年，公司共开立了线下联合体验终端 1,300 家，深入探索圈子经济，启动核心门店内购会。2015 年，九阳进行了线下部分优质终端升级改造，年末完成近 2,000 家联合体验终端的升级建设，探索“厨房剧场”和体验店发展的 O2O 模式。2017 年，九阳积极推进线上线下融合发展，搭建专门团队研究新媒体、大数据、无线应用和操作技巧。2018 年，九阳正式开始直营天猫平台的“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) **精简经销商队伍，门店升级改造**：2016 年，九阳开拓商务礼品等新兴渠道，同时将经销商数量从 400 多精简为 300 多。2017 年，九阳完成了 2016 年推进的经销渠道优化整理工作，推进 Shopping Mall、品牌店、商务礼品等新兴销售渠道，在三、四级及乡镇市场改造地标店数百家。2018 年，新开 Shopping Mall “九阳之家”数十家，品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等数百家。2019 年，新开品牌店数十家，专卖店数百家，通过举办各类线下粉丝互动活动，实现用户数据的高价值转换。

图表 18 九阳线下渠道变迁历程

变革方向	开始时间	发展进程
百货→商超	2003	抓住KA/3C等新兴渠道
	2008	450 名一级经销商，2 万多个零售终端；各类豆浆生活馆 1000 多家；售后服务网点 2000 多家
	2011	精细划分市场渠道，发展千县万镇的分销渠道；建立和完善 CRM 系统，逐步确立以客户为中心的精细化管理体系
三四级渠道下沉	2015	经销商数量达 470 个，通过苏宁、国美、永乐、家乐福、沃尔玛、华润、大润发等合作伙伴建立 4 万余个销售终端及近 2,000 个售后网点
	2014	线下联合体验终端 1,300 家；深入探索圈子经济，启动核心门店内购会
	2015	线下部分优质终端升级改造，年末完成近 2,000 家联合体验终端的升级建设，探索“厨房剧场”和体验店发展的 O2O 模式
线上线下融合发展	2017	积极推进线上线下融合发展，搭建专门团队研究新媒体、大数据、无线应用和操作技巧
	2018	正式开始直营天猫平台的“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
	2016	开拓商务礼品等新兴渠道；经销商数量从 400 多精简为 300 多
精简经销商队伍，门店升级	2017	完成经销渠道优化整理；推进 Shopping Mall、品牌店、商务礼品等新兴销售渠道；在三、四级及乡镇市场改造地标店数百家
	2018	新开 Shopping Mall “九阳之家”数十家，品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等数百家
	2019	新开品牌店数十家，专卖店数百家，通过举办各类线下粉丝互动活动，实现用户数据的高价值转换

资料来源：九阳官网，公司年报，华安证券研究所整理

不光在线下渠道每次都能把握渠道变革机会，九阳线上的发展也取得了非常亮眼的成绩。

1) 电子商务开拓早于行业平均：2007 年，公司进军淘宝网。2011 年，电子商务独立运营，九阳成立电子商务中心，专设市场部并专人对接各大电商平台。2012 年，电子商务收入同比增长超六成，仅双 11 所有授权店在天猫的销售额就突破 4300 万，连续三年成为天猫商城小家电的第一品牌。2013 年，公司在淘宝的授权专卖店双十一单日销售额近亿元，实现销量翻番。2014 年，电商业务增长 57%，成为公司重要业务渠道。

2) 玩转社交电商、直播电商等等新型线上渠道：2015 年，公司电商业务增长 47% 并开始玩转社交电商，精准找到营销人群以及能打动他们的意见领袖。“厨房剧场”以微信服务号为内容发布渠道和粉丝运营平台，打造九阳粉丝社交平台。2016 年，电商业务继续保持较快增长，成为公司重要业务渠道之一。同时公司开始尝试使用网络直播、意见领袖话题引导、社交媒体精准推广等方式。2017 年，公司线上收入占比 40%。2018 年，九阳通过微信微博、店铺终端、售后网点等聚集了 2000 多万名的用户粉丝并积极探索尝试电商直播、粉丝课堂、器食结合。2019 年，公司积极推进户外新媒体、社交媒体、垂直媒体等新媒介渠道；主动迎合 5G 移动互联发展新趋势，统筹运用短视频、在线直播、内容种草、深度体验等新兴传播途径；积极与各大主流直播平台进行合作；搭建完系统化的公司直播体系，主要由明星网红、KOL（意见领袖）、KOC（意见消费者）组成。

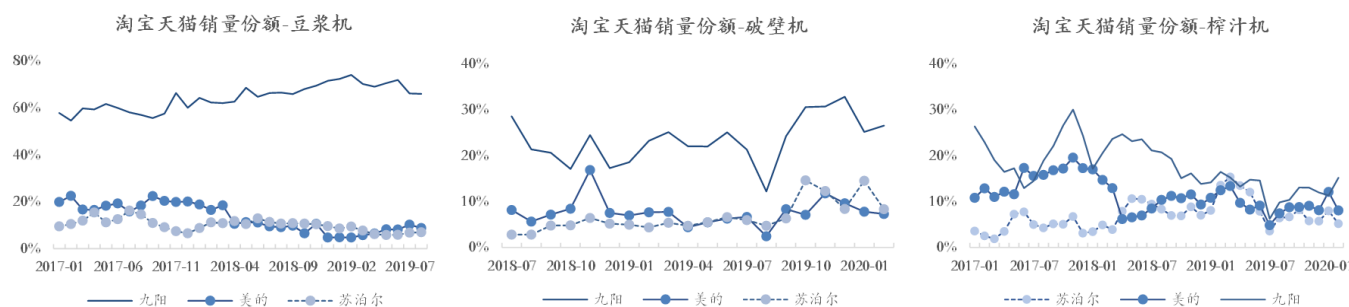
图表 19 九阳线上渠道发展领先

变革方向	开始时间	发展进程
开拓电子商务	2007	进军淘宝网
	2011	电子商务的独立运营，成立电子商务中心，专设市场部并专人对接各大电商平台
	2012	电子商务收入同比增长超六成，仅双11所有授权店在天猫的销售额就突破4300万，连续三年成为天猫商城小家电的第一品牌
	2013	双十一，公司在淘宝的授权专卖店单日销售额近亿元，实现销量翻番
	2014	电商业务增长57%，成为公司重要业务渠道
玩转社交电商、直播电商等等新型线上渠道	2015	电商业务增长47%；精准找到营销人群以及能打动他们的意见领袖；“厨房剧场”以微信服务号为内容发布渠道和粉丝运营平台，打造九阳粉丝社交平台
	2016	电商业务继续保持较快增长，成为公司重要业务渠道之一；尝试使用网络直播、意见领袖话题引导、社交媒体精准推广等方式
	2017	2017：线上收入占比40%
	2018	通过微信微博、店铺终端、售后网点等聚集了2000多万名的用户粉丝；积极探索尝试电商直播、粉丝课堂、器食结合；
	2019	推进户外新媒体、社交媒体、垂直媒体等新媒介渠道；主动迎合5G移动互联发展新趋势，统筹运用短视频、在线直播、内容种草、深度体验等新兴传播途径；积极与各大主流直播平台进行合作；搭建完系统化的公司直播体系，主要由明星网红、KOL（意见领袖）、KOC（意见消费者）组成

资料来源：九阳官网，公司年报，华安证券研究所整理

2019 年九阳的线上收入占比已经过半，多个品类在线上的份额领先。豆浆机、破壁机在淘宝天猫的销量份额锁定第一名，榨汁机的市场份额也基本维持第一的水平。

图表 20 九阳多个品类淘宝天猫销量份额领先



资料来源：淘宝天猫数据库，华安证券研究所

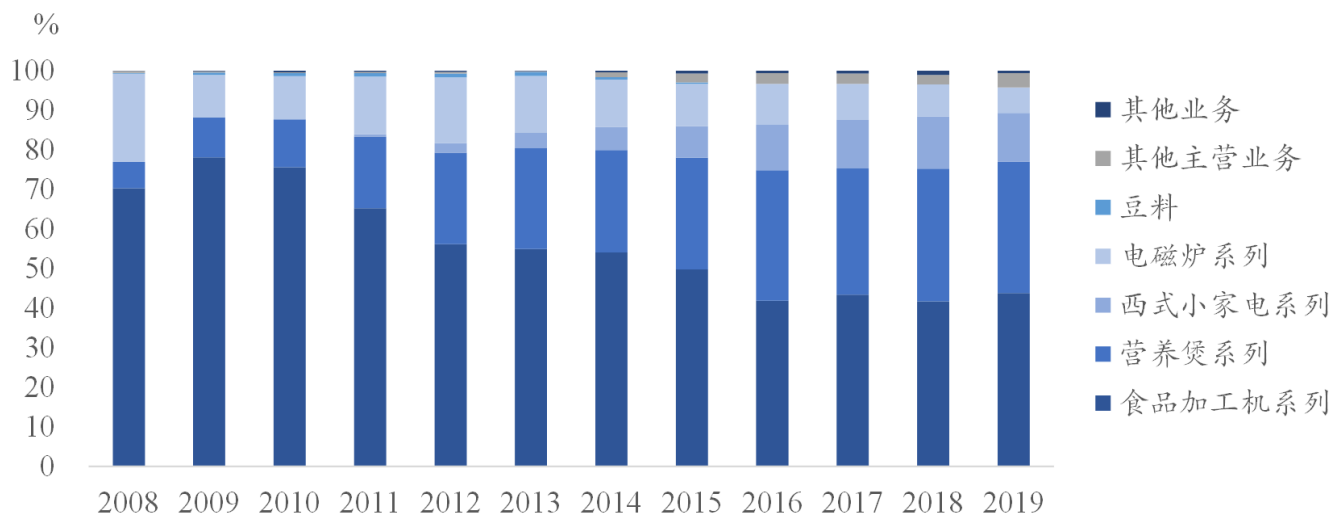
2.3 品类品牌扩张走向正轨

九阳从上市前就开始拓展除豆浆机之外的品类。伴随品类拓展，九阳在消费者心中已经逐渐从豆浆机的代名词转向“九阳=品质生活小家电”的品牌印象。品类拓展日趋顺利后，公司又走上了品牌拓展之路，收购尚科宁家（中国）科技有限公司 51% 股权，从厨房走向客厅。

2.3.1 品类扩张日趋均衡，品牌印象转向品质生活小家电

由于豆浆机行业在经历快速扩张后品类渗透率日趋饱和，行业规模从 2011 年就开始出现萎缩。九阳从上市前就开始拓展除豆浆机之外的品类。2005 年，公司上市了大口径榨汁机、电压力煲、商用豆浆机等产品。但在较长一段时间内，以豆浆机为代表的食用加工机系列产品的收入占比居高不下。但随着公司产品力提升和营销方面持续发力，公司形象已发生显著变化，食品加工机系列收入占比持续下降。到了 2019 年，不仅食品加工机占比从 2008 年上市之初的 70.3% 下降到 2019 年的 43.8%，豆浆机在食品加工机中的占比也下降到仅一半。目前，食用加工系列产品中，豆浆机和料理机约各占一半，还有少量榨汁机。伴随品类的拓展，在消费者的心目中，九阳也逐渐从豆浆机的代名词转向“九阳=品质生活小家电”的品牌印象。

图表 21 九阳上市以来收入结构变化趋势



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 22 九阳品类扩张进程

年份	食品加工机系列	营养煲系列	西式小家电系列	电磁炉系列	厨电系列	清洁类家电
1994	豆浆机					
2005	商用豆浆机	电压力煲	大口径榨汁机、			
2006	料理机			电磁炉		
2011			净水器、面包机、煎烤机			
2012					灶具、消毒柜	
2013	面条机、馒头机			超薄电磁炉		
2014		铁釜IH电饭煲				
2015	破壁原浆机	智能养生壶			油烟机	
2016	炒菜机器人				洗碗机	
2019		蒸汽电饭煲				蒸汽拖把、扫地机器人、随手吸

资料来源：Wind，华安证券研究所

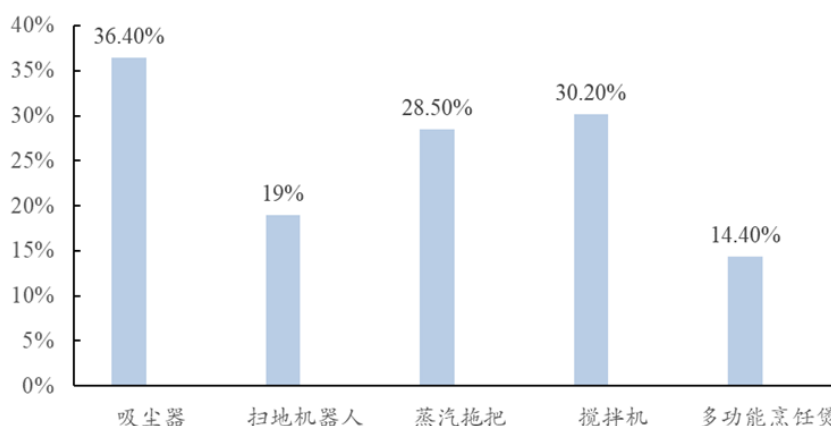
2.3.2 从厨房走向客厅的品牌扩张之路，协同初现

在品类扩张之路日趋顺利之后，九阳于 2018 年初走上了拓品牌之路。2017 年九阳的控股股东上海力鸿联合鼎晖收购 Shark，随后开展其与九阳的业务整合。2018 年，九阳以自有资金 1,249.50 万元出资收购 SharkNinja (Hong Kong) Company Limited 所持有的尚科宁家（中国）科技有限公司 51% 股权，实现了“走出厨房、进入客厅”的转变，

以及厨房电器和家居清洁类电器双轮驱动的全新格局。目前, Shark 旗下产品主要包括折叠吸尘器、蒸汽除菌拖把、随手吸等。

根据 JS 环球生活招股书中 Frost & Sullivan 的报告, Sharkninja 在美国小家电市场排名第二, 多个品类龙头地位稳固。2018 年, 按零售额口径, shark 品牌在美国吸尘器市场排名第一, 市场份额, 36.4%。扫地机器人在美国第二, 市场份额 19%。蒸汽拖把销售额第一, 市场份额 28.5%。Ninja 品牌在美国的搅拌机市场份额第一, 为 30.2%, 多功能烹饪煲排名第二, 市场份额 14.4%。

图表 23 SharkNinja 主要品类美国市场的零售额份额 (2018)



资料来源: JS 环球生活招股书, 华安证券研究所

具体到合作方式, **研发方面**, 九阳和 SharkNinja 在中国、美国和英国的五个城市设有研发中心, 未来九阳和 Shark 在研发方面的协同性有望逐渐提升, 双方在专利、功能性研究和其他专业知识等方面能够共享, 预计今年 Shark 会推出更多本土化、轻量化、系列化、为中国家庭量身定制的产品, 双方在技术、研发方面能实现互相补充。

渠道方面, Shark 在线下主要进入高端 Shoppingmall、KA 以及九阳的线下头部门店, 目前已有独立品牌店 200 家。同时 Shark 也在探索建立新渠道, 九阳在渠道方面有优势, 与其他外资品牌进入中国不同, Shark 在进驻渠道方面成本会比较低, 速度也会比较快。

供应链方面, 九阳、Shark 与 Ninja 的供应链整合也从 2019 年开始, 未来供应链整合共享后, 采购成本有望下降。双方在优势品类的产品设计和制造等方面也逐渐能互相打通, 实现整体营业成本的下降。

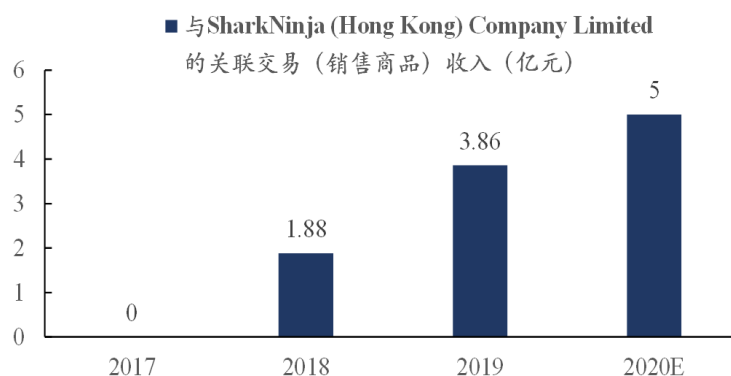
图表 24 九阳与 SharkNinja 的协同



资料来源：JS 环球生活招股书，华安证券研究所

目前九阳与 SharkNinja 的协同效应已经在报表层面有所显现。例如，九阳研发设计的电压力与空气炸锅二合一产品 Foodi 借由 Ninja 品牌登陆北美大获成功。由此带来与 SharkNinja (Hong Kong) Company Limited 的关联交易收入 2018 年从无发展为 1.88 亿元，2019 年达到 3.86 亿元，2019 年这部分关联交易的收入占到外销收入的 74.33%。根据公司公告的公告，预计 2020 年上述关联交易总金额不超过人民币 5 亿元。

图表 25 九阳与 SharkNinja 的协同效应已有体现



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

我们预计，随着疫情好转，公司下半年收入增速将恢复正常，预计 2020H1、2020、2021、2022 年收入增速分别为 -0.9%、7.3%、18.9%、14.1%，其中，剔除疫情影响，2021 年收入相对于 2019 年年复合增速 13.0%。分品类看，预计破壁机、Shark 等西式小家电、炊具等其他品类将贡献主要增速，并且随着公司持续推进品类扩张、实现大单品与细分品类并行的策略，现有及未来新增的细分品类也有望贡献增速。渠道方面，由于公司的线下门店也积极推进电商直播模式，并收效显著，难以对线上线下的收入及增速进行拆分，因此在此不做赘述。

毛利率方面，（1）受到疫情影响，预计各公司在下半年会积极推进促销活动刺激

销售，因此预计下半年毛利率将受到一定影响；(2) 公司计划实施价格下探策略，推出中等价位新品，以拓宽价格带、提升市场份额，该举措或将对毛利率产生一定影响；(3) 公司 2019 年初进行组织架构调整，提升整体效率，该类调整成效通常需要一定反应时间，预计今年将开始有所显现，预计该调整将对毛利率产生长期优化效果；(4) 整体来看，上述因素结合产品结构变化，预计未来毛利率水平将基本维持稳定。

图表 26 九阳股份收入拆分及预测

	2020H1E	2020H2E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (亿元)	41.5	58.9	81.7	93.5	100.4	119.3	136.2
同比	-0.9%	14.0%	12.7%	14.5%	7.3%	18.9%	14.1%
毛利 (亿元)	13.7	19.0	26.2	30.4	32.6	38.7	44.1
毛利率	33.0%	32.2%	32.1%	32.5%	32.5%	32.4%	32.4%
主营：食品加工机系列							
收入 (亿元)	18.4	26.0	34.1	41.0	44.3	54.2	62.3
同比	2.0%	13.0%	8.2%	20.2%	8.2%	22.3%	15.0%
破壁机	8.5	11.9	15.1	18.7	20.4	25.9	30.5
同比	2.9%	19.5%		24.2%	9.1%	26.7%	18.0%
豆浆机	6.4	9.0	12.3	14.3	15.4	18.5	21.0
同比	1.8%	11.7%		16.2%	7.3%	20.1%	13.5%
其他	3.5	5.0	6.7	7.9	8.5	9.9	10.8
毛利 (亿元)	7.2	10.0	13.3	16.2	17.2	21.2	24.4
毛利率	39.2%	38.7%	39.0%	39.4%	38.9%	39.2%	39.2%
主营：营养煲系列							
收入 (亿元)	13.6	18.9	27.4	31.1	32.5	38.9	43.6
同比	-5.2%	13.0%	18.8%	13.3%	4.6%	19.9%	12.0%
毛利 (亿元)	3.6	4.8	7.1	7.8	8.4	10.1	11.3
毛利率	26.2%	25.7%	26.1%	25.0%	25.9%	26.0%	26.0%
主营：西式小家电系列							
收入 (亿元)	5.2	7.4	10.8	11.5	12.6	15.0	17.1
同比	-1.5%	19.0%	21.0%	7.2%	9.5%	18.5%	14.4%
SharkNinja收入	1.1	1.6	0.2	1.1	2.8	4.7	7.1
同比	110.0%	206.9%	-	429.6%	158.4%	70.0%	50.0%
毛利 (亿元)	1.8	2.5	3.5	3.9	4.2	5.0	5.7
毛利率	33.8%	33.2%	32.4%	33.6%	33.4%	33.5%	33.5%
主营：电磁炉系列							
收入 (亿元)	2.5	3.1	6.6	6.0	5.6	5.1	4.9
同比	-13.0%	-3.6%	0.1%	-8.7%	-8.0%	-8.0%	-5.0%
毛利 (亿元)	0.7	0.8	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
毛利率	26.6%	26.2%	26.4%	27.3%	26.4%	26.6%	26.7%
其他 (含炊具)							
收入 (亿元)	1.5	3.1	2.0	3.4	4.7	6.1	8.3
同比	27.5%	46.0%	1.1%	70.6%	39.3%	30.8%	35.0%
毛利 (亿元)	0.3	0.6	0.3	0.7	0.9	1.3	1.8
毛利率	20.0%	20.0%	16.6%	20.0%	20.0%	22.0%	22.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

占收入比例较高的销售费用方面，由于 2018、2019 年内容平台崛起、行业营销模式发生显著变化，公司在这两年加大了广告费用的投入力度。随着流量红利逐步消失，以及之前的投入长期成效显现，加之公司组织架构调整带来整体经营效率提升，预计未来销售费用率将逐步下降。

图表 27 九阳股份销售费用率拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用占收入比例	16.9%	15.8%	15.4%	15.0%	14.8%
职工薪酬	3.1%	3.2%	3.1%	3.2%	3.2%
运输费	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
渠道、售后及广告费	9.9%	8.7%	8.5%	8.0%	7.8%
办公、会议及折旧费	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
其他	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

推荐关注多年维持小家电领域龙头地位、且能够顺应时代变迁迅速调整的九阳股份，如今已形成适应年轻人需求的产品研发体系、适应新消费的快速响应供应链体系和营销模式，预计新消费的发展将为九阳股份带来新一轮增长点。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 100.4、119.3、136.2 亿元，同比分别+7.3%、+18.9%、+14.1%，归母净利润分别为 9.1、10.9、12.7 亿元，同比分别+10.6%、+19.7%、+16.4%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 27.7x、23.1x、19.9x，给予增持评级。

图表 28 九阳股份盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,168.71	9,351.44	10,036.50	11,933.27	13,617.84
增长率(%)	12.71	14.48	7.33	18.90	14.12
EBITDA (百万元)	1,085.90	1,278.10	1,412.76	1,697.76	1,960.65
净利润 (百万元)	754.26	824.11	911.76	1,091.25	1,269.75
增长率(%)	9.48	9.26	10.64	19.69	16.36
EPS (元/股)	0.98	1.07	1.19	1.42	1.65
市盈率 (P/E)	33.46	30.63	27.69	23.13	19.88
市净率 (P/B)	6.62	6.73	5.99	5.28	4.64
市销率 (P/S)	3.09	2.70	2.52	2.12	1.85
EV/EBITDA	9.64	13.04	16.87	12.75	11.56

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

风险提示：

人们的消费意愿下降的风险；流量红利逐步消失风险

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,522	5,807	7,689	7,790
现金	1,603	802	2,736	1,711
应收账款	229	226	315	303
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	16	55	30	67
存货	1,086	882	1,460	1,213
其他流动资产	2,735	2,586	3,839	3,145
非流动资产	1,945	1,947	1,975	1,975
长期投资	255.07	255.07	255.07	255.07
固定资产	680.65	678.13	691	700
无形资产	122.85	115.55	108	100
其他非流动资	861.46	847.05	841	841
资产总计	7,467	7,754	9,664	9,766
流动负债	3,700	3,534	4,886	4,339.4
短期借款	0.00	243.84	0.00	0.00
应付账款	1,969	1,811	2,688	2,446
其他流动负债	1,730	1,479	2,197	1,892
非流动负债	16.74	16.74	16.74	16.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负	16.74	16.74	16.74	16.74
负债合计	3,716	3,551	4,903	4,356
少数股东权益	(2.08)	(8.59)	(16.39)	(25.46)
股本	767	767	767	767
资本公积	887	890	890	890
留存收益	2,953	3,444	4,009	4,668
归属母公司股东	824	911	1,091	1,269
负债和股东权	7,467	7,754	9,664	9,766

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,253	(757)	2,723	(424)
净利润	805	911	1,091	1,269
折旧摊销	89	44	46	49
财务费用	(13)	(0)	(11.)	(13)
投资损失	(79)	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	(959)	(1,658)	1,652	(1,673)
其他经营现金	1,409	(6)	(7)	(9)
投资活动现金	(364)	165	(32)	(2)
资本支出	51	89	107	74
长期投资	(2.07)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(414)	76	(139)	(77)
筹资活动现金	(637)	(209)	(757)	(597)
短期借款	0.00	243.84	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	44	3	0	0
其他筹资现金	(744)	(424)	(769)	(611)
现金净增加额	250	(800)	1,933	(1,024)

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,351	10,036	11,933	13,617
营业成本	6,310	6,776	8,065	9,203
营业税金及附加	47	49	58	67
销售费用	1,476	1,536	1,789	2,001
管理费用	388	392	453	517
财务费用	(24.51)	(0.49)	(11.93)	(13.62)
资产减值损失	(0.35)	(11.02)	(11.02)	(11.02)
公允价值变动收	12.89	0.00	0.00	0.00
投资净收益	60.42	47.47	47.47	47.47
营业利润	942	1,053	1,259	1,464
营业外收入	6.14	4.76	4.76	4.76
营业外支出	9.01	11.03	11.03	11.03
利润总额	939	1,047	1,253	1,458
所得税	134	142	170	197
净利润	805	905	1,083	1,260
少数股东损益	(18.35)	(6.51)	(7.80)	(9.07)
归属母公司净利润	824	911	1,091	1,269
EBITDA	1278	1412	1697	1960
EPS (元)	1.07	1.19	1.42	1.65

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	14.48%	7.33%	18.90%	14.12%
营业利润	7.34%	11.76%	19.57%	16.28%
归属于母公司净利	9.26%	10.64%	19.69%	16.36%
获利能力				
毛利率(%)	32.52%	32.48%	32.41%	32.42%
净利率(%)	8.81%	9.08%	9.14%	9.32%
ROE(%)	21.96%	21.65%	22.84%	23.36%
ROIC(%)	39.52%	82.16%	38.57%	106.05%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.77%	45.80%	50.74%	44.60%
净负债比率(%)	46.37%	50.29%	52.61%	40.06%
流动比率	1.49	1.64	1.57	1.80
速动比率	1.20	1.39	1.27	1.52
营运能力				
总资产周转率	1.32	1.32	1.37	1.40
应收账款周转率	43.99	43.99	43.99	43.99
存货周转率	10.20	10.19	10.18	10.18
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	1.07	1.19	1.42	1.65
每股经营现金流	1.63	-0.99	3.55	-0.55
每股净资产(最新	4.89	5.49	6.23	7.08
估值比率				
P/E	30.63	27.69	23.13	19.88
P/B	6.73	5.99	5.28	4.64
EV/EBITDA	13.04	16.87	12.75	11.56

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 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%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。