

长短期需求放量，龙头九阳高增可期

——九阳股份（002242）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年06月30日

报告关键要素：

突如其来的新冠肺炎席卷全球，由于个人卫生安全考虑，普通民众的饮食习惯完全改变，家庭厨房的使用频率激增，直接刺激了厨用小家电的需求。公司是厨用小家电三大龙头之一。公司从豆浆机起家，向全品类小家电转型。目前确立了“SKY”（饭煲、豆浆机、破壁机）三大高端产品线。未来随着居民消费的进一步升级，对健康饮食的需求逐步提升，公司的客单价和销量还有进一步提升的空间。同时公司成功搭上流量时代的快车，借由各种互联网营销渠道，将自己的产品推荐给广大的年轻消费者群体。我们认为在短期疫情刺激，长期消费升级的双重逻辑下，龙头九阳股份能够依托自身品牌、资金、渠道、经营等多方面的优势，不断的开辟产品新市场，塑造品牌新形象，分享行业红利并不断扩充自身的市场份额。

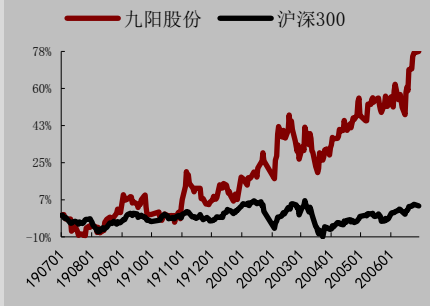
投资要点：

- **消费升级带来小家电行业的发展机会，小家电渗透率低，未来市场空间广阔：**随着国民可支配收入的提高，家电消费会逐渐从必选的白电领域转向代表品质生活的可选小家电。目前我国大部分小家电相较于发达国家，普及率仍然偏低，未来发展的潜力巨大。
- **疫情刺激小家电短期需求：**疫情期间居民被迫滞留在家，自己下厨做饭的需求井喷，从而带动了厨用小家电领域的行业需求，进一步促使20年一季度企业的经营情况超预期。
- **公司是厨用小家电领域的龙头企业，多条产品线都享有行业前三的市场占有率：**公司从豆浆机起家，发展到现在已经完成了在小家电领域的全面布局。公司从18年开始明确高端的产品定位，先后推出了单价高、性能强“SKY”系列，通过技术上的创新抬高产品的单价，也在市场上获得了不错的反馈。
- **公司收购美国高端小家电品牌 Shark Ninja，正式涉足清洁小家电领域：**清洁小家电的渗透率和发达国家相比存在巨大的差距，中国未来的市场空间可期。公司收购美国知名吸尘器品牌 Shark 后，完成了在清洁小家电领域卡位。Shark 也依托九阳的市场和品牌优势，加快本土化的布局。

基础数据

行业	家用电器
公司网址	
大股东/持股	上海力鸿新技术投资有限公司/48.21%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	767.17
流通A股(百万股)	763.12
收盘价(元)	37.20
总市值(亿元)	285.39
流通A股市值(亿元)	283.88

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年06月29日

相关研究

分析师：陈雯
执业证书编号：S0270519060001
号：
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏
电话：15919158497
邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn
研究助理：李滢
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	93.51	102.95	116.20	129.19
增长比率(%)	14.48	10.09	12.87	11.18
净利润(亿元)	8.24	9.12	10.56	11.89
增长比率(%)	9.26	10.62	15.84	12.55
每股收益(元)	1.07	1.19	1.38	1.55
市盈率(倍)	34.63	31.30	27.03	24.01

数据来源：WIND，万联证券研究所 注：股价使用2020年6月29日收盘价。

- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 20-22 年归母净利润为 9.12/10.56/11.89 亿元，同比增长 10.62%/15.84%/12.55%，对应 EPS 分别为 1.19/1.38/1.55 元，6 月 29 日股价对应 PE 为 31.30/27.03/24.01 倍。我们采用 PE 相对估值法，根据可比公司估值分析，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：**市场风险；宏观经济风险；竞争加剧风险；疫情风险

万联证券

目录

1、小家电异军突起，新市场孕育新机会	5
1.1 消费升级大趋势，新锐品牌引关注	5
1.2 符合新消费趋势，小家电有望创造超额收益	6
1.3 主流单品增长确定性强，长尾爆款弹性十足	8
1.4 三龙头美九苏各领风骚，乘风破浪前路可期	10
2、九阳股份——转型中的王者	11
2.1 从豆浆机到品质生活小家电	11
2.2 产品矩阵之食品加工系列	12
2.2.1 传统业务——豆浆机	13
2.2.2 新兴增长点——破壁机	14
2.3 产品矩阵之营养煲系列	15
2.4 产品矩阵之西式小家电系列	18
2.5 产品矩阵之其他主营业务	19
3、公司规划明确，重回高增可期	20
3.1 产品线规划：高端产品下沉	20
3.2 营销手段规划：线上线下齐头并进	21
4、经营稳健，龙头回归价值增长	22
4.1 分红慷慨股权激励，方显长期价值本色	22
4.2 股权稳定，JS 环球生活登陆港股	23
4.3 盈利能力有望攀升，现金流稳健	25
5、盈利预测和投资建议	26
6、风险因素	28
图表 1：最具代表性的新锐品牌之一——喜茶	5
图表 2：13 个新锐品牌拿下同品类 TOP5	5
图表 3：美日家电消费对比	6
图表 4：知乎社区中关于小家电的问答获得高度关注	7
图表 5：通过短视频平台购买商品品类分布	7
图表 6：2019 年小家电全渠道零售额（单位：亿元）	8
图表 7：小熊酸奶机	9
图表 8：摩飞榨汁杯	9
图表 9：主流单品和长尾爆款的比较	9
图表 10：“美九苏”市场份额持续提升	10
图表 11：“美九苏”在一些主要品类中的排名和合计市占率（2018）	10
图表 12：九阳股份产品矩阵	11
图表 13：公司各项业务的营收占比	11
图表 14：九阳股份上市以来营收及其增速变化情况	12
图表 15：食品加工系列营收及增速	13
图表 16：食品加工系列毛利率	13
图表 17：九阳 K 系列豆浆机	13
图表 18：淘宝上销量前十的豆浆机价格对比	13
图表 19：九阳 Y 系列破壁机	14
图表 20：淘宝销量前十的破壁机价格对比	15
图表 21：营养煲系列营收及增速	15

图表 22: 营养煲系列毛利率	15
图表 23: 公司饭煲主要型号展示	16
图表 24: 淘宝销量前十的饭煲对比	16
图表 25: 九阳 S5 蒸汽饭煲	17
图表 26: 九阳 F-S3 蒸汽饭煲	17
图表 27: 西式小家电营收及增速	18
图表 28: 西式小家电毛利率	18
图表 29: SHARK 吸尘器的核心技术	18
图表 30: 吸尘器市场空间及增速	19
图表 31: 吸尘器各品牌市占率	19
图表 32: 其他主营业务营收及增速	19
图表 33: 其他主营业务毛利率	19
图表 34: 公司和 LINE FRIENDS 的联名厨具	20
图表 35: 九阳 S 系列电饭煲和普通电饭煲对比	20
图表 36: 小红书上的“种草”推荐九阳产品	22
图表 37: 明星直播为九阳带货	22
图表 38: 公司历年派息率和静态股息率	22
图表 39: 公司的员工持股激励计划	23
图表 40: JS 环球生活有限公司为公司实控人	24
图表 41: 公司十大股东	24
图表 42: 公司历年净利率和毛利率情况	25
图表 43: 公司历年净经营性现金流情况 (亿元)	25
图表 44: 收入拆分预测 (单位: 百万元)	27
图表 44: 可比公司估值表	28

1、小家电异军突起，新市场孕育新机会

1.1 消费升级大趋势，新锐品牌引关注

新锐品牌高速发展，惹人侧目。随着国民收入水平的提升，消费行业涌现出了一批全新的明星品牌，不同于传统的消费品牌，他们大多在年轻人中具有良好的口碑和较高的知名度，并且比同类的传统竞品要单价更高，例如，瓶装饮料领域的元气森林、新式茶饮领域的喜茶及奈雪的茶、化妆品领域的完美日记及丸美股份、餐饮行业的海底捞及太二酸菜鱼等。此外，在去年的双十一购物节中，根据天猫的数据显示，有11个新锐品牌拿下品类排行榜第一，更有像完美日记等6个品牌单日成交额突破1亿元大关。

图表 1：最具代表性的新锐品牌之一——喜茶



资料来源：互联网资料整理，万联证券研究所

图表 2：13 个新锐品牌拿下同品类 TOP5



资料来源：天猫，万联证券研究所

总结这些品牌的成功案例，我们认为主要可以归结到两点原因：

(1) 满足了年轻人的新需求

随着 90 后乃至 00 后成为了消费群体中不可忽视的主力军，叠加家庭可支配收入逐渐提升，年轻人愿意为自己喜爱、能够提升生活质量以及能够体现自身个性的优秀产品支付一定溢价。

(2) 打破了传统营销手段

这些品牌另一个共同点在于营销方式，不同于传统的电视屏幕广告，新兴品牌借助互联网传播快、范围广的力量，采用网红直播、小红书种草等各种新潮的方法，在短时间内集聚了大量的网络流量，完成了用户的裂变，积累了大量的用户。

1.2 符合新消费趋势，小家电有望创造超额收益

举一反三，小家电即是家电领域的新锐力量。聚焦家电行业，对比美日的发展经历，家电行业具有明显的阶段性特征。随着国民收入的逐步提升，家电行业的消费从必需大单品逐步过渡到非必选的品质家电。上文所提及的消费行业的趋势在家电领域同样适用。

图表 3：美日家电消费对比

美国家电消费变迁			
指标名称	第一阶段	第二阶段	第三阶段
对应年份	1900-1949	1950-1989	1990 至今
城镇化率 (%)	40-64	64-78	78-81
GDP CAGR (%)	4.9	7.8	4.5
人均可支配收入 (USD)	<1500	1500-16000	17000-43000
GNI (USD)	<3000	3000-24000	24000-56000
品类特征	电力普及，30 年后冰洗开始快速普及	电视、空调、厨房生活电器普及	空净、个护等健康生活品类快速增长
日本家电消费变迁史			
指标名称	第一阶段	第二阶段	第三阶段
对应年份	1955-1974	1975-1995	1996 至今
城镇化率 (%)	56-76	76-78	79-91
GDP CAGR (%)	15.7	6.4	0.1
人均可支配收入 (USD)	<5000	6000-15000	13000-15000
GNI (USD)	<5000	5000-40000	30000-50000
品类特征	冰箱、洗衣机、电扇、彩电、吸尘器快速普及	空调、微波炉、取暖器、热水器	洗碗机、干衣机、空净、智能马桶盖

资料来源：各国统计局，万联证券研究所

冰箱、洗衣机、空调为代表的白电代表着家庭生活的刚需，目前在城市的渗透率已经较高。而像豆浆机、榨汁机、新风、吸尘器等为代表的小家电则是在满足基本生活需求之后追求品质生活的象征，与传统白电不同，小家电的渗透率普遍还比较低，未来仍有很大的发展空间。可以看到，在问答社区知乎中搜索关键词小家电，置顶的相关问题中合计阅读量超过千万。这也反映出小家电在新一代追求生活品质的年轻消费群体中获得了极高的关注度。

图表 4：知乎社区中关于小家电的问答获得高度关注

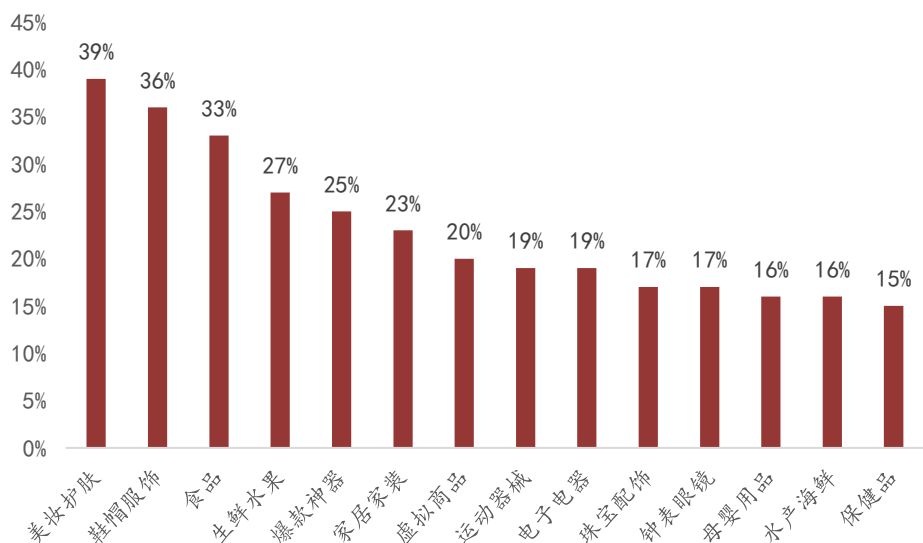


资料来源：知乎，万联证券研究所

传统白色家电采购流程成熟度及计划性较高，而小家电的需求出现较为随机。因此小家电的需求需要品牌方给消费者“种草”，这就依赖品牌方利用多方营销渠道，向消费者推荐产品，引导消费者下单购买。

因此在营销方式上，小家电公司也颠覆了传统电视广告为主的推广模式，线上推广已经是最为主流的营销方式。线上模式从传统的图文、音频、视频到现在大火的直播带货，小家电企业的参与度都非常高。和小家电相关的品类如家居家装、爆款神器、电器电子均位列短视频平台带货的前十位。

图表 5：通过短视频平台购买商品品类分布



资料来源：QuestMobile (2019)，万联证券研究所

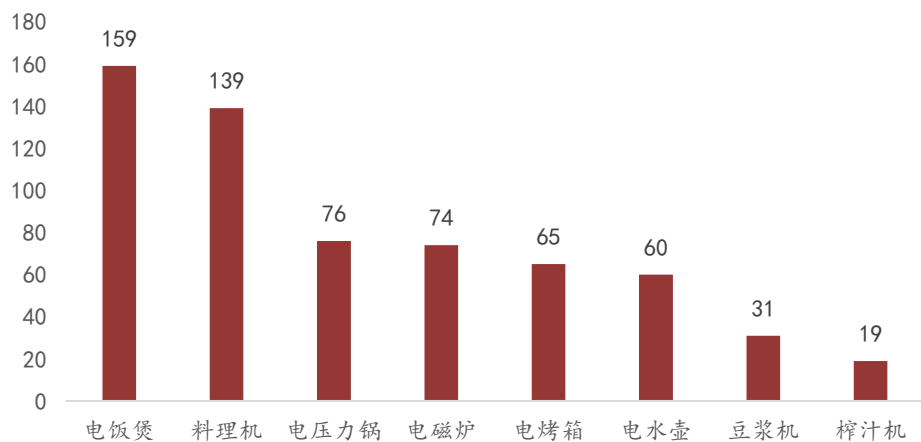
疫情导致全国人民居家生活超过一个月，厨房成为居家情景中不可或缺的一个生活场景。疫情能否在饮食方面长远地改变中国民众的消费习惯这一点还有待时间验证，但在疫情期间，全国范围内家庭厨房的使用率显著提高。很多平时几乎不会接触厨房自己做饭的年轻人由于疫情因素，也走进厨房动手烹饪。

对于新一代的年轻消费者来说，追求的已经不再是吃饱那么简单，如何吃得好、吃出花样、吃出健康才是这一代消费者关注的重点。例如烤箱、电蒸锅、电压力锅、料理机、电炒锅等易于操作，简化主食烹饪流程的小家电，以及像榨汁机、豆浆机、酸奶机等玩具类丰富日常生活饮食的小家电在疫情期间需求的迎来井喷。疫情导致人们生活方式的转变是小家电短期投资的主要逻辑。

1.3 主流单品增长确定性强，长尾爆款弹性十足

小家电品类众多，根据市场规模和日常属性也可以大致分为大单品和长尾爆款。大单品中比较具有代表性的如电饭煲、料理机、电烤箱、电压力锅、电磁炉、电热水壶、榨汁机等，这类单品市场规模比较大，但有些单品例如电饭煲、电热水壶的渗透率已经非常高。虽然大单品的市场规模大，需求稳定，成长确定性也更高，但是竞争也十分激烈。行业集中在美的、苏泊尔、九阳三家公司上，“美九苏”很早就对主要大单品卡位布局，在绝大部分的大单品品类，这三家的市场份额合计都超过80%。大单品的技术创新要求更高，产品差异化的难度更大，因此该赛道具有显著的马太效应，其他厂商想要在大单品领域弯道超车的难度非常大。

图表 6：2019 年小家电全渠道零售额（单位：亿元）



资料来源：奥维云网，万联证券研究所

长尾爆款则是指有些非主流的、具有创新玩具性质的小家电单品，这类单品价格不高，经过宣传后能够在特定人群中引发极大的反响，比较有代表性的如养生杯、煮蛋器、酸奶机、电热饭盒等等。长尾爆款市场空间较小并且产品生命周期大多偏短，在销量上呈现出脉冲性。但长尾爆款品类众多，各个细分产品的竞争小。

图表 7: 小熊酸奶机



资料来源: 淘宝, 万联证券研究所

图表 8: 摩飞榨汁杯



资料来源: 淘宝, 万联证券研究所

我们总结两类产品的特性如下:

图表 9: 主流单品和长尾爆款的比较

	市场空间	需求	竞争性	创新性	差异化
主流单品	大	稳定	激烈	高	难
长尾爆款	小	不稳定	不激烈	低	易

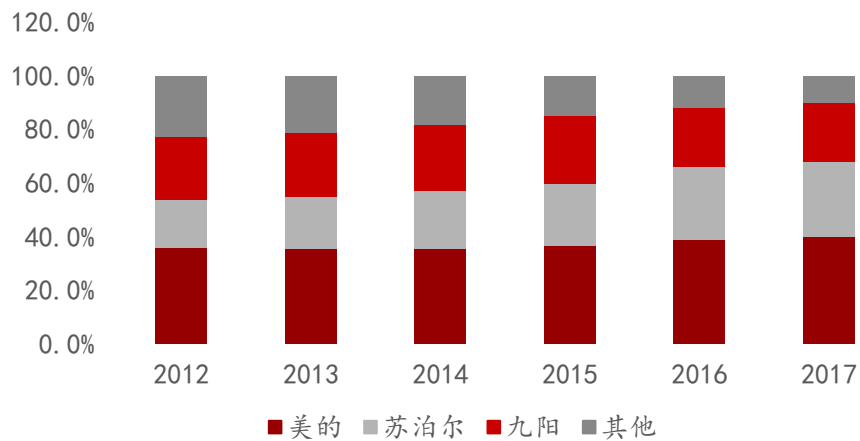
资料来源: 万联证券研究所

我们认为主流单品和长尾爆款地投资逻辑不同, 在当前的市场条件和经济形势下都具有优秀的配置价值。类似白电, 受益于房地产竣工回暖, 大单品需求稳定, 增长确定性较高, 行业集中度高, 龙头企业具有较为稳定的市场份额, 但是相对的业绩的弹性也会略逊于长尾产品; 而长尾爆款较为依赖营销能力, 产品能否放量的不确定性较大, 但是一旦产出爆款能够带给企业极大的业绩支持。

1.4 三龙头美九苏各领风骚，乘风破浪前路可期

“美九苏”在大品类小家电赛道中占据绝对的领先地位，并且近年来集中度 CR3 仍在不断提升，从 2012 年的 77% 到 2017 年已经超过了 90%。并且对于市面上绝大多数的厨用小家电品类，“美九苏”的占有率都超过了 80%。但是各家的优势品类会有所不同，我们预计未来厨用小家电行业，尤其是厨用小家电中的大品类很难再出现第四个具备同等体量的竞争者，而三家的之间的竞争会有所加剧。

图表 10：“美九苏”市场份额持续提升



资料来源：中怡康，万联证券研究所

图表 11：“美九苏”在一些主要品类中的排名和合计市占率（2018）

品类	美的	苏泊尔	九阳	合计市占率
电压力锅	1	2	3	94.81%
电炖锅	2	1	4	71.01%
电蒸锅	2	1	3	94.90%
电饭煲	1	2	3	88.93%
电磁炉	1	2	3	93.39%
原汁机	2	3	1	88.51%
破壁料理机	1	3	2	87.80%
电饼铛	1	2	3	88.48%
煎烤盘	2	1	3	78.22%
茶壶电热水壶	1	2	3	84.21%
养生壶	1	2	3	83.59%
普通榨汁机	2	4	1	73.42%
普通搅拌机	2	3	1	82.40%
食品加工机	-	-	1	60.93%
豆浆机	2	3	1	98.20%
面条机	2	1	4	95.84%
咖啡壶	-	-	-	1.40%

资料来源：中怡康，万联证券研究所

除了各自优势产品不同外，三家公司从发展路径上也存在区别。美的是家电行业的

综合型巨头，小家电业务的营收占比只有4成左右。小家电的行业红利对美的业绩贡献不如另外两家较为纯正的小家电公司九阳和苏泊尔。苏泊尔从炊具起家，并且很早就引入境外战略投资，外资为企业带来先进的管理经验和成熟的商业运作，苏泊尔也是小家电行业唯一一只在过去十年创造出惊人复合收益率的股票，未来仍然看好苏泊尔作为行业龙头享有超过行业平均增速的业绩增长。九阳在上市之后的发展过程中并非一帆风顺，10年间饱受核心品类达到天花板，开拓新品类反响平平的困扰，这点在接下来的章节会有详细的介绍。相较于苏泊尔，九阳不仅可以分享行业成长的红利，也有着业绩复苏，经营改善，重回增长的预期，因此股价相对弹性更足。过去的2019年两只股票的走势就是很好的印证，苏泊尔上涨48%，而九阳涨幅达到188%。

2、九阳股份——转型中的王者

2.1 从豆浆机到品质生活小家电

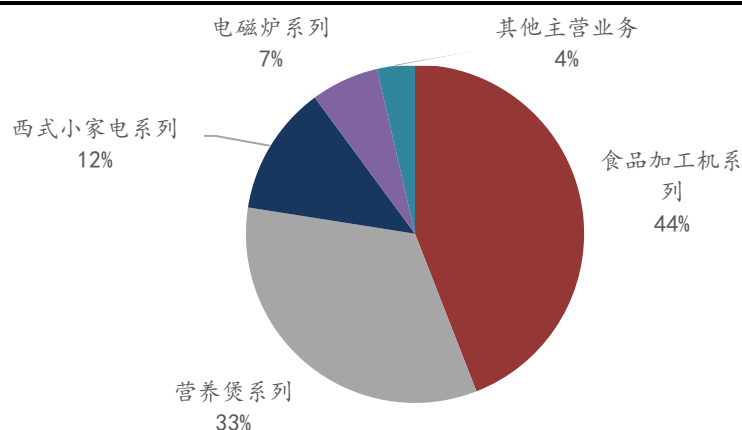
1994年公司创世人王旭宁发明世界上第一台豆浆机，并创立九阳品牌。2008年公司在深圳证券交易所上市。公司的产品线较多，主要分为食品加工系列、营养煲系列、电磁炉系列、西式电气系列以及其他品类产品。

图表 12：九阳股份产品矩阵

板块	代表产品
食品加工系列	豆浆机、破壁机、料理机、面条机等
营养煲系列	饭煲、电压力锅、开水煲等
电磁炉系列	电磁炉等
西式电气系列	烤箱、净水器、吸尘器、蒸汽拖把等
其他	炊具等

资料来源：公司年报、官网，万联证券研究所

图表 13：公司各项业务的营收占比



资料来源：公司年报，万联证券研究所

公司的发展主要可以分为三个阶段：

- 成立初期高速发展（1994-2008）：

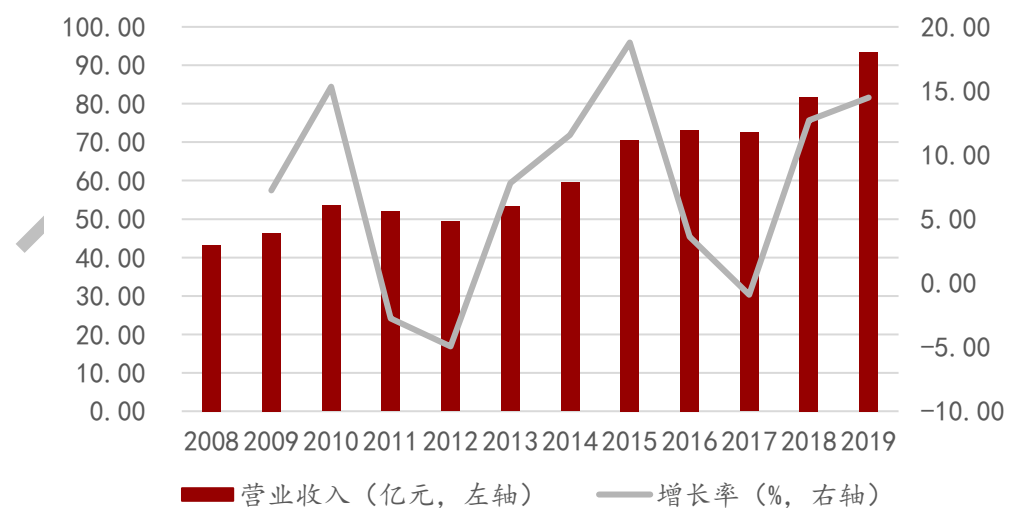
公司成立初期，随着经济的高速发展，以及豆浆机市场的空白，公司高速发展。公司从 94 年白手起家，到 08 年上市之际一年营收已经超过 40 亿。尤其是在 08 年，三聚氰胺事件重创牛奶行业，豆浆作为替代品放量，九阳在当年营收同比增长 122%。

● **市场饱和瓶颈期（2008-2018）：**

在 08 年之后由于豆浆机和电磁炉市场饱和，公司发展受阻，2008 年公司食品加工板块销售额 30.41 亿元，其中保守估计 25 亿以上都是豆浆机，而在最新的 2019 年年报中，食品加工板块的营收 40.97 亿元，其中豆浆机预计不到 30 亿元，可以看到十多年豆浆机业务的增长微乎其微。

公司选择在厨用小家电领域，开拓新的产品线。公司致力于从豆浆机向“全品类料理小电”，从“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”转变。但是由于对市场的认知不够充分，九阳这段时间推出的新产品市场反响平平，例如 OnePlus 胶囊豆浆机，由于其模糊的定位，并没有在市场上获得消费者大规模的认可。在这十年间，公司的发展放缓，仅有 3 个财年录得两位数的增长，个别年份甚至出现负增长的情况。

图表 14：九阳股份上市以来营收及其增速变化情况



资料来源：公司年报，万联证券研究所

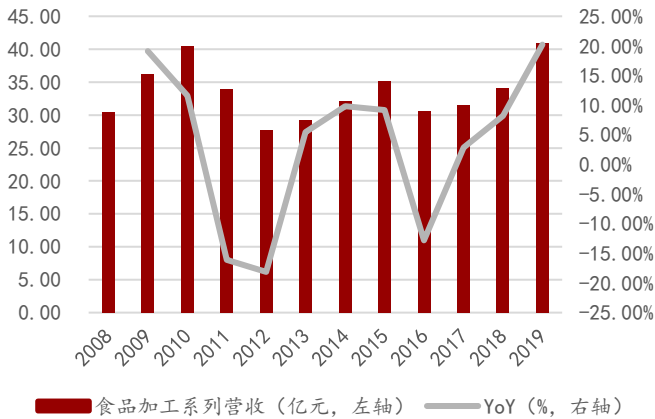
● **步入正轨重回增长期（2018 年至今）**

2018 年九阳推出高端系列产品“SKY 系列”，将重心放到厨用小家电中的三大单品——豆浆机、破壁机和电饭煲，并且在同质化的竞品中找到了差异化的优势。从 2018 年开始，公司从 2017 年营收下滑的阴霾中强势回归，2018 年营收同比增长 12.71%，2019 再创佳绩，同比增长 14.47%。公司重回稳定增长的发展路径。

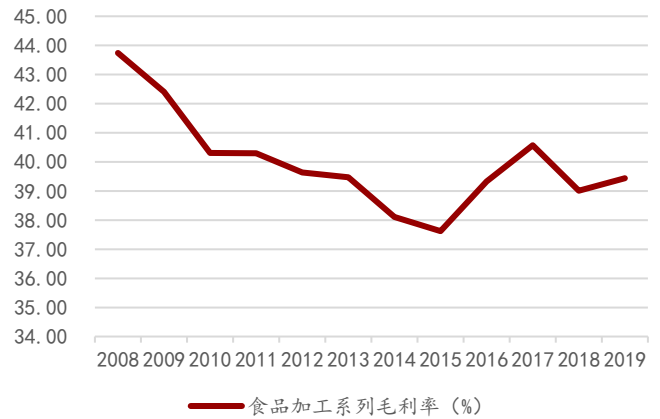
2.2 产品矩阵之食品加工系列

食品加工类小家电是公司的传统业务，主要的大品类有豆浆机和破壁机，还有其他如面条机、磨粉机等长尾产品。2019 年食品加工板块贡献营收 40.97 亿元，从 2008 年上市开始，11 年间该板块的年化复合增长率仅为 2.75%。食品加工类的营收占比整体呈下滑趋势，从 08 年的 70.34%到 2019 年的营收占比仅为 43.81%。一方面是由于核心业务豆浆机已经面临天花板，另一方面是因为公司多元化的尝试初具成效。该板块的毛利率总体来说比较稳定，过去 10 年都稳定在 40%附近。

图表 15: 食品加工系列营收及增速



图表 16: 食品加工系列毛利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2.1 传统业务——豆浆机

豆浆机是公司成立之初的核心业务,经过多年的经营发展,公司在豆浆机领域占据了绝对领先的市场地位,根据中怡康的数据,在豆浆机这个细分领域,九阳的市占率超过 70%。

根据中怡康统计 2019 年豆浆机全渠道销售额达到 31 亿人民币,市场空间并不大。并且经过九阳长时间对豆浆机推广的投入,豆浆机市场已经接近饱和状态。豆浆机早在 2010 年以后市场规模增速就几乎为负,2015 年后更是持续同比下滑。预计未来豆浆机的市场规模短期仍然会保持下行态势,长期市场规模趋于稳定。

图表 17: 九阳 K 系列豆浆机



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

在这样的市场环境下,公司发现豆浆机的产品痛点,推出不用手洗 K 系列,主打高端市场。不仅在外形上高端化精致化,而且在竞品都同质化的市场上,寻找到了清洗麻烦这个痛点作为差异化的切入口。预计随着未来豆浆机市场的逐步趋于饱和,公司高端产品的市占率会越来越高。对比淘宝上销量前十的豆浆机型号和公司不用手洗 K 系列,销量前十的单品型号原价都在 1000 元以下的价格区间,用户的到手价也基本都在 500 元以下。而公司的高端产品 K 系列中最便宜的型号 K 迷你原价都需要 1799 元,最贵的 K1spro 单价已经高达 3999 元。

图表 18: 淘宝上销量前十的豆浆机价格对比

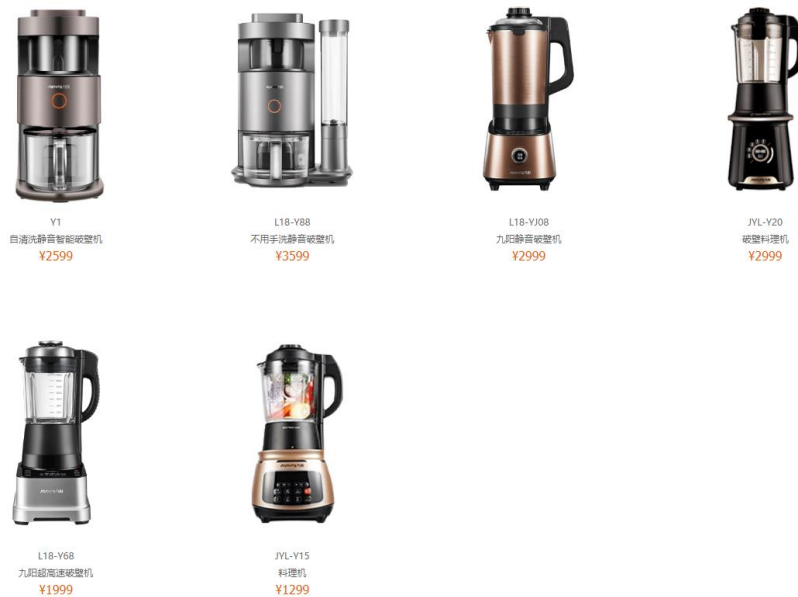
淘宝销量前十			
型号	原价	售价	月销量
九阳 DJ12B-A11	499	299	3.5 万+
苏泊尔 DJ12B-Y58E	398	289	2.5 万+
九阳 DJ03E-A1 solo	699	399	1.0 万+
九阳 DJ13E-Q8	1199	699	9500+
美的 DJ12B-Easy201	299	299	9000+
九阳 DJ12E-D61	899	339	8000+
美的 DJ10B-E101	499	249	7000+
磨客 MK-240A	999	399	6500+
九阳 DJ12E-N66	459	399	6000+
九阳 DJ13E-D79	799	499	6000+
九阳 K 系列			
九阳 K1Spro	3999	2999	55
九阳 K1S	2999	2599	148
九阳 K61	2599	1899	131

资料来源：淘宝，万联证券研究所

2.2.2 新兴增长点——破壁机

在食品加工领域的另一个重要组成部分——破壁机，近年来增长势头良好。2017 年，破壁机营收突破 10 亿元大关，成为公司继豆浆机和电饭煲之后第三个年销售额突破 10 亿元大关的品类。破壁机近年来的发展弥补了豆浆机板块的下滑，拉动整个食品加工板块增长率由负转正。

图表 19：九阳 Y 系列破壁机



资料来源：公司官网，万联证券研究所

在 2018 年，公司进军高端市场，推出一系列具有静音、自动清洗、真空超高速等具有差异化功能的高端产品线——“Y 系列”。Y 系列不仅售价远远高于同类竞品，

而且在功能和外形设计上都和市场上普遍同质化的产品具有较大差异。可以看到淘宝销量前十的破壁机，虽然原价差别很大，但是用户到手价都在 1000 元以下，而 Y 系列价格普遍超过 2000，有的甚至达到了 4000 元价格区间。

图表 20：淘宝销量前十的破壁机价格对比

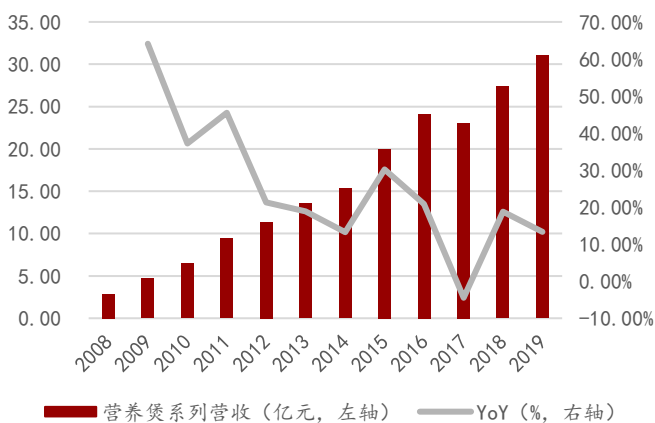
淘宝销量前十			
型号	原价	售价	月销量
苏泊尔 SP526	499	399	3.5 万+
奥克斯 HX-PB9322	2500	999	2.5 万+
海蒂诗 769S	3000	329	2.0 万+
苏泊尔 JP719	1299	599	1.5 万+
九阳 L13-Y91	1099	799	1.5 万+
韩国现代 QC-LL2499	2599	599	2.0 万+
德国格明 GM-K20	2286	699	1.5 万+
TCL TM-BH083B	2599	699	1.0 万+
奥克斯 HX-PB965	1999	299	1.5 万+
志高 ZG-YM1701	2599	699	1.0 万+
九阳 Y 系列			
九阳 Y8	5999	3999	195
九阳 Y1	3999	2599	987
九阳 L18-Y35	2999	2399	348

资料来源：淘宝，万联证券研究所

2.3 产品矩阵之营养煲系列

公司的营养煲业务主要包括饭煲，电高压锅，开水煲等产品线，其中最重要的单品为饭煲。营养煲板块在 2019 年贡献营收 31.05 亿元，占比 33.20%。营养煲业务发展势头强劲，08 年上市时规模仅有 2.87 亿元，占总营收比例仅为 6.63%，11 年间年复合增长率达到 24.17%。

图表 21：营养煲系列营收及增速



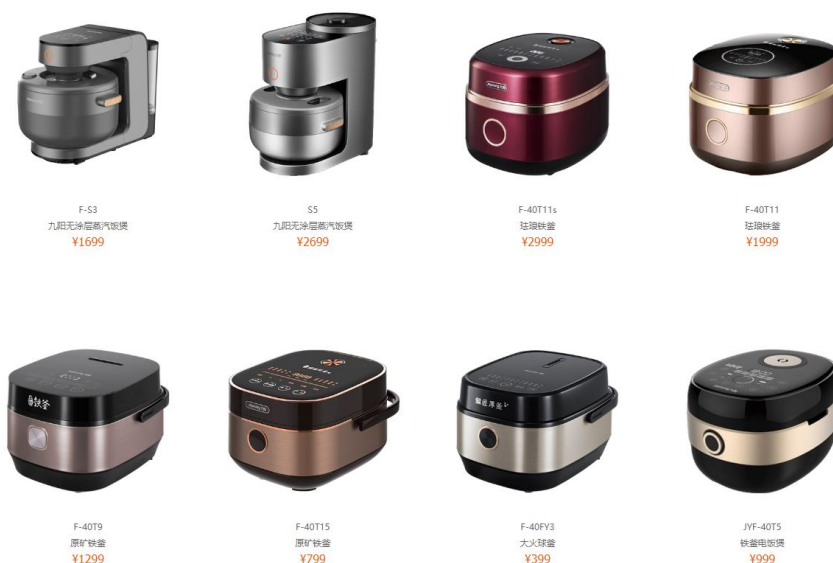
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 22：营养煲系列毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 23：公司饭煲主要型号展示



资料来源：公司官网，万联证券研究所

营养煲中公司的“铁釜”系列功能强大享受溢价。“铁釜”电饭煲采用 IH 电磁加热使得米饭受热更加均匀，煮出的米饭更加 Q 弹也更香，煮饭的速度也比普通的电饭煲要更加快。由于这些优势，价格上“铁釜”系列也存在一定溢价。可以看到在淘宝上销量前十的电饭煲价格普遍较低，用户到手价均未超过 200，更是有的一半在 100 元价位以下，而铁釜系列，则处于 300-500 元的价位区间，甚至还有更高的已经突破千元价位。

图表 24：淘宝销量前十的电饭煲对比

淘宝销量前十			
型号	原价	售价	月销量
苏泊尔 CFXB30FC829-60	599	179	7.0 万+
廉宝 CFXB30-A	71.8	35.9	6.5 万+
HAOLTON CFXB15-B	180	39.8	5.0 万+
美的 MB-FB40Simple111	499	179	4.5 万+
米家 MDFBZ02ACM	199	199	3.0 万+
美的 MB-WFS4018	189	159	3.0 万+
茁美 JWS-666	259	79	3.0 万+
欧帝森 CFXB30	289	89.8	2.0 万+
华强 CFXB20-B	119	49.9	2.0 万+
廉宝 YM30-B	51.8	25.9	2.5 万+
九阳“铁釜”系列			
九阳 F-50FY808	599	349	6500+
九阳 F-50T7	699	499	956

资料来源：淘宝，万联证券研究所

公司在 2019 年推出了全新的高端电饭煲系列——无涂层蒸汽电饭煲 S 系列，公司高端产品线“SKY”系列正式组建完毕。S 系列主打两大卖点：一是无涂层，该系列电饭煲

的内胆采用无涂层工艺，避免了常年使用后涂层逐渐脱落被误食而有害身体健康的风险；二是蒸汽加热技术，普通电饭煲通过外层热源热传导到内部米饭而完成加热过程，而S系列则是将高温水蒸气注入电饭煲内，直接加热，蒸出米饭。这样的方式更加效率，米饭也会更加饱满，也不容易粘连锅壁。外形上，S系列也和普通电饭煲相比极具区分度，设计感和细节做工都彰显了高端产品的定位，价格上也是突破2000元。公司的蒸汽电饭煲于2019年年中正式上市，目前还处于推广爬坡期，未来还需要持续跟踪市场的反馈情况。

图表 25：九阳 S5 蒸汽电饭煲



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表 26：九阳 F-S3 蒸汽电饭煲

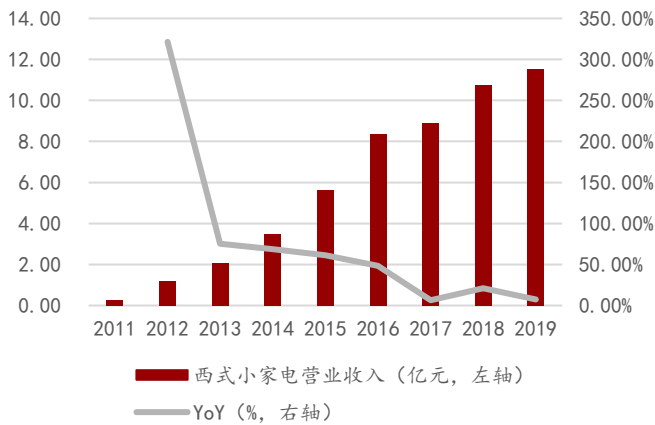


资料来源：公司官网，万联证券研究所

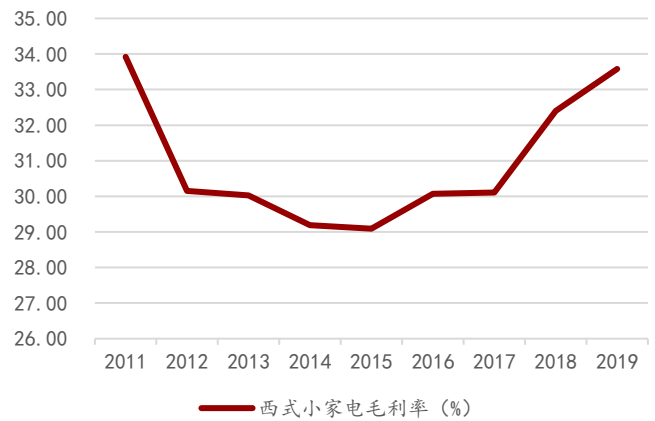
2.4 产品矩阵之西式小家电系列

西式小家电主要包含烤箱、净水器以及市场关注的焦点——子公司 Shark Ninja 的清洁电器业务，例如吸尘器、蒸汽拖把等。公司从 2011 年年报中开始出现该项业务，8 年时间高速增长，复合增长率高达 59.16%。2019 年该业务贡献营收 11.53 亿元，占比 12.33%。

图表 27：西式小家电营收及增速



图表 28：西式小家电毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

西式小家电板块的高速发展，尤其是清洁电器领域的布局，是公司从对单一产品的依赖到多元化转型的重要标志。未来几年，西式小家电，尤其是 SHARK 下的清洁电器业务是公司未来业绩的重要看点，也是新一轮增长的重要推动力。

Shark Ninja 是北美知名的小家电品牌，成立于 1998 年，截至 2018 年底，在美国本土小家电市场品牌市占率达到 9.4%，位列第四；并且从价格上看，Shark 旗下的吸尘器均价仅次于 Dyson，是名副其实的高端定位。在细分领域，Shark Ninja 公司旗下两大品牌，SHARK 吸尘器截至 2018 年底在美国市场的市场占有率达到 36.4%；Ninja 为公司旗下的厨用小家电品牌，旗下的搅拌机在 2018 年底的市占率也达到了 30.2%。

图表 29：SHARK 吸尘器的核心技术

技术名称	简介
DuoClean 双刷头技术	双刷头设计，软硬二合一，提高清洁率。适配地板和地毯两种使用场景，针对各种颗粒物进行高效的清洁
MultiFLEX 折叠技术	可折叠设计，推杆 180 度弯折，实现吸尘器轻松站立，自由收纳
Steam-blaster 大蒸汽喷射技术	针对顽固污渍而研发的大蒸汽喷射技术，实现蒸汽拖把的高温杀菌，并且利用蒸汽溶解固化的液体残留物如酱油、汤汁等

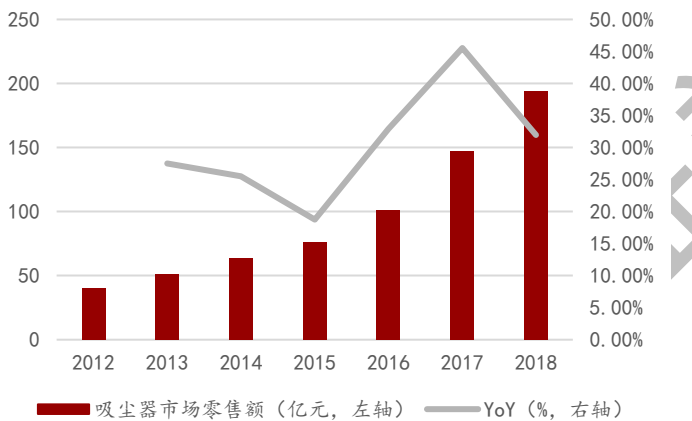
资料来源：公司官网，万联证券研究所

2017 年底到 2018 年初，九阳借助鼎辉投资 (CDH Investment)，完成对 Shark Ninja 的收购。Shark 研发能力出众，进入中国后，持续跟踪挖掘中国消费者的卫生习惯和清洁方式，以及中国市场的特殊需求，推出了本土化、轻量化的随手吸吸尘器以

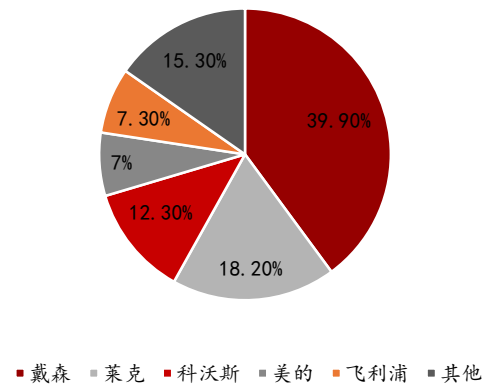
及针对顽固污渍清洁的蒸汽拖把等。2020 年是 Shark 进入中国市场的第三年，经过前两年的积累和铺垫，以及凭借九阳遍布全国的经销网络和零售网点，预计未来 Shark 将逐渐迎来放量期，营收端和利润端对九阳的贡献也有望提高。

吸尘器目前在国内普及率仍然不高，显著低于发达国家。根据前瞻经济学人给出的研究测算，截止 2018 年底，我国吸尘器的普及率达到 11% 左右，而在美国吸尘器是必须的家用电器，渗透率超过 99%。因此未来我国吸尘器市场还有非常大的发展空间。2016-2018 连续三年吸尘器市场的市场规模增速都超过了 30%。2018 年的统计数据 displays，以戴森和莱克为代表的高端品牌已经占据了国内 58% 的市场份额，表明高端吸尘器接受度较高，用户乐意为高性能、多功能的高端产品支付高价。

图表 30: 吸尘器市场空间及增速



图表 31: 吸尘器各品牌市占率



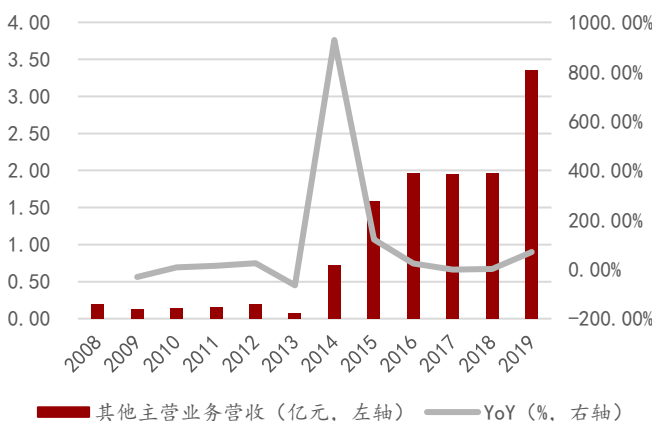
资料来源: 奥维云网, 万联证券研究所

资料来源: 奥维云网, 万联证券研究所

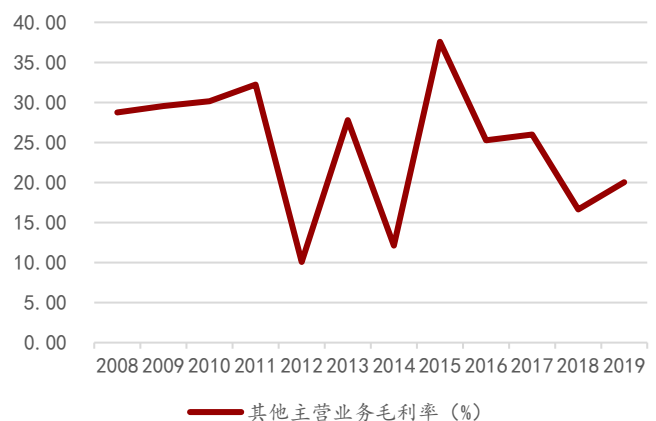
2.5 产品矩阵之其他主营业务

公司的其他主营业务主要是指炊具以及豆类、米类等一些食材。该板块在 2019 年贡献营收 3.36 亿元，同比大幅增长 70%，但是占主营的比例较低，仅为 3.59%，大幅增长主要原因是公司 2019 年推出的 IP 联名款厨具广受市场欢迎。

图表 32: 其他主营业务营收及增速



图表 33: 其他主营业务毛利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

公司和潮牌 IP——LINE FRIENDS 携手推出联名款厨具，充分迎合年轻的人的审美追求。该类型的单品虽然单价偏低，对营收的贡献也有限，但是低 ASP 背后是较高的毛利率，并且对于品牌形象产生了深远的影响。公司的核心客户是 30-40 岁甚至更大年纪的职场白领，但在 30 岁以下的客户群体中公司的形象和品牌影响力还有所欠缺。公司尝试从厨具这类偏玩具类的单品作为切入点，将产品重心放在外形的设计上，和大 IP 合作，重点打造“萌潮”属性，在中低年龄段的消费群体中成功破局，走出了品牌年轻化的重要一步。

图表 34：公司和 LINE FRIENDS 的联名厨具



资料来源：公司官网，万联证券研究所

3、公司规划明确，重回高增可期

根据公司过去的发展历程、公开讲话中的表述以及年报中透露的信息，我们可以总结出公司未来在产品线和营销手段两大维度的若干发展趋势。

3.1 产品线规划：高端产品下沉

- 以“SKY”为代表的高端大品类单品会继续深化差异化和科技化。公司近年来最具代表性的转变要数“SKY”高端系列的陆续推出，也明确了公司未来的发展方向。公司通过自身敏锐的市场洞察能力和卓越的研发创新能力在产品趋同的厨用小电器行业做出了差异化，例如不用手洗的豆浆机、破壁机，外形上也有着颠覆性的改观。但是目前公司“SKY”系列中产品还比较少，像 S 系列电饭煲，仅有一两款产品。未来，公司还会继续在“SKY”系列中发力，丰富产品线，满足广大用户的多样化需求。

图表 35：九阳 S 系列电饭煲和普通电饭煲对比

	九阳 S 系列电饭煲	普通电饭煲
外观		
导热技术	蒸汽萃取	内胆导热

内胆	框式结构，内胆外置，自由切换	内胆固定，不可更换
内胆类别	真空内胆、玻璃内胆、玻璃鱼胆、消毒器	普通内胆
附加功能	汽锅鸡、蒸海鲜、制作辅食蒸汽消毒	无
功能集成	电饭煲、蒸箱、汤锅、辅食机、消毒机	电饭煲

资料来源：公司官网，万联证券研究所

- **“SKY”产品线拓宽价格区间。**公司高管在 2019 年业绩说明会上明确提出，未来要将“SKY”系列的价格区间做宽，进入蓝海市场和下沉市场作为 2020 产品线的主方向。目前“SKY”中的核心产品价格都在 2000 元以上，高过同类竞品数倍甚至十倍以上，即使是这样的定价策略，2019 年度 K 系列的营收占豆浆机的三成，Y 系列营收占破壁机的两成左右，我们认为这是非常不错的市场反馈。这样的高端定价产品主要目的也不是为了冲量，更多的是为了树立品牌形象，展现公司实力。未来公司若将“SKY”的价格做低，或者将“SKY”上的高端技术适当下放到普通款产品从而拔高单价，有望打造出一个真正的量大价高的爆款产品。
- **公司会继续在萌潮单品领域发力，寻找合适的联名 IP。**公司和 LINE FRIENDS 的成功合作成为公司在年轻人市场开拓路上的示范案例。联名单品对于重塑品牌形象、吸引和培养年轻消费者、优化客户结构等方面具有显著价值。公司也会持续在这一领域布局发力。

3.2 营销手段规划：线上线下齐头并进

- **线上线下趋于融合，电商渠道收入增速加快。**公司的电商渠道收入高速增长，但同时线下的零售店仍然具备自身的存在价值。由于公司的产品普遍单价偏高，消费者在采购高单价产品的时候，更希望能够亲身体验，公司遍布全国的网点门店就可以满足客户的这一需求。线下体验、线上下单的模式越来越普遍，线上线下的界限越来越模糊。公司还在积极探索新零售模式——线下体验、线上下单、线下配送，彻底打通线上和线下渠道的联动性。

线下门店规划升级，继续推进在商超中的“九阳之家”，独立的品牌旗舰店，同时在探索如“厨房剧场”等体验店的运营模式，丰富线下实体店的构成。

- **网红直播、KOL/KOC 直播体系搭建完善。**公司积极参与当下较为新潮的宣传渠道，如小红书、抖音/淘宝直播等。和头部网红，精选 KOL 以及明星等进行品宣方面的合作。并且公司深刻理解自身产品类快消品的定位，前瞻性的将自己的产品在直播过程中和美妆产品绑定放在一起展示，起到了非常不错的宣传效果。同时疫情期间公司积极开启 KOC 直播，即自己的员工开直播展示产品功能，解答消费者疑问，妥善处理了疫情期间门店关门、人力资源大量闲置的问题，并且也取得了非常好的效果，KOC 直播收入占总直播收入的 2/3。可以说公司成功搭上了直播带货的快车，分享到了当今的流量红利。

图表 36: 小红书上的“种草”推荐九阳产品



小红书的第一个笔记送给九阳破壁豆浆机，真的很好用，狠心种草没错。
Joyoung九阳 圣诞节礼物 家用全自动免洗咖啡机无人豆浆机 DJ10E-K61B 简单方便，豆浆，果汁，咖啡.....省了好多事，也不用单独再买榨汁机了。第一次用榨的果汁，苹果+胡萝卜，果肉完美融合，期待豆浆的制作。这个值得赞的是有自动清洗功能，完成榨汁之后自动清洗，省去了很多麻烦。妈妈以前用传统豆浆机的时候，每次清洗特别费劲，这个倒是省事不少。而且还有清洗保养功能。

资料来源: 小红书, 万联证券研究所

图表 37: 明星直播为九阳带货



资料来源: 抖音, 万联证券研究所

- **经销商体系更新优化，公司入股重要经销商。**公司在 2016-2017 年对自身经销商进行大刀阔斧的改革。通过淘汰部分能力较差的经销商，扶持并入股比较重要的经销商，完成了对下游经销商的调整和升级。目前经销商已经从 470 多家削减到了 300 余家，而且公司也已经投资了数十家核心经销商。改革提升了经销商队伍的质量和稳定程度，扁平化的经销商管理有助于公司经营效率的提升。
- **销售费用结构优化，未来仍会持续投入。**公司 2019 年销售费用 14.77 亿，销售费用率为 15.79%，比 2018 年的 16.85% 稍有下降。公司表示未来销售费用率不会持续降低，公司会持续加大销售方面的投入。并且对销售费用的投入方向会进行结构性调整，由传统渠道转向类似分众传媒或直播等新兴的品宣方式上转移。

4、经营稳健，龙头回归价值增长

4.1 分红慷慨股权激励，方显长期价值本色

公司属于家电行业中的高分红率公司，分红比例稳定在高位，从 2013 年开始，年均派息率都高于 80%，2019 甚至超过 100%。2019 年中期 EPS 为 0.53 元/股，每股派息 0.5 元，中期现金分红比例高达 94%；2019 年报披露拟每股再派息 0.58 元。

此举彰显出公司经营的稳定性，财务状况良好，以及公司未来继续坚持轻资产运营模式的规划。同时也显示出管理层对于公司未来经营的信心，以及与广大投资者分享自己企业成长发展红利的强烈意愿。

图表 38: 公司历年派息率和静态股息率

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
派息率	81.00%	86.64%	86.66%	66.00%	77.48%	81.43%	101.0%
静态股息率	5.06%	5.42%	3.09%	3.33%	4.10%	5.00%	4.30%

资料来源: Wind, 万联证券研究所

从 2018 年开始公司开始了为期三年的股权激励，将每年的营收和利润增长率直接作为考核指标，这样明确且具有现实意义的股权激励措施极大地激励了广大员工的积极性。2020 年将是三年激励计划的最后一年，原本的条件是营收同比增长 17%，净利润同比增长 15%。但是由于新冠肺炎的影响，公司根据实际情况，及时对激励条件进行调整，调整后，当且仅当 2020 年销售额增长率不低于 15%，净利润不低于 13% 时，可 100% 解除限售股份；若销售额增长率在 13%-15% 间，净利润增长率在 11%-13% 之间，可解除 80% 限售股份；若销售额增长率在 11%-13% 之间，净利润增长率在 9%-11% 之间，可解除 60% 限售股份；若销售额增长率未及 11% 或净利润增长率未及 9%，当期限售股份不予解除。这样灵活的处理在兼顾了高标准要求的同时也保证了激励条件切合实际，不会损伤广大员工的积极性。

图表 39：公司的员工持股激励计划

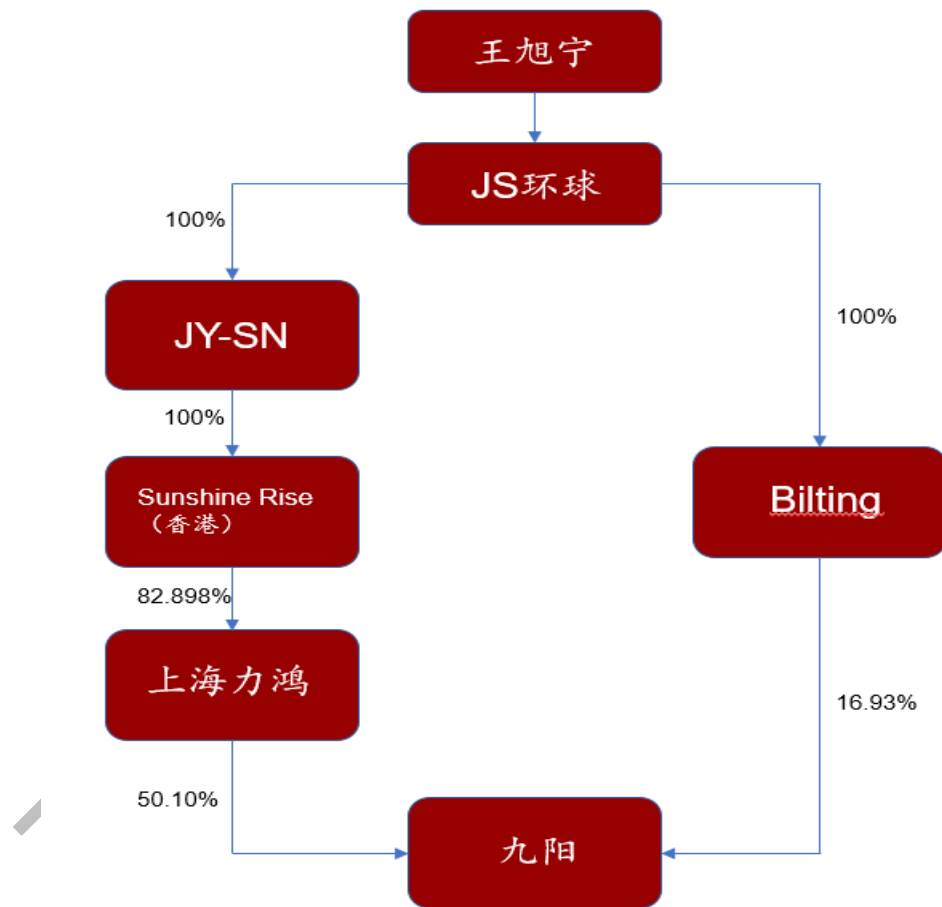
	业绩考核指标
第一次解除限售期	以 2017 年为基准年： 2018 年限售额增长率不低于 6%，2018 年净利润增长率不低于 2%
第二次解除限售期	以 2018 年为基准年： 2019 年限售额增长率不低于 11%，2019 年净利润增长率不低于 8%
第三次解除限售期	以 2019 年度为基准年： 当且仅当 2020 年销售额增长率不低于 15%，净利润不低于 13% 时，可 100% 解除限售股份；若销售额增长率在 13%-15% 间，净利润增长率在 11%-13% 之间，可解除 80% 限售股份；若销售额增长率在 11%-13% 之间，净利润增长率在 9%-11% 之间，可解除 60% 限售股份；若销售额增长率未及 11% 或净利润增长率未及 9%，当期限售股份不予解除 在符合条件的标准中，结合粗限售比例按较高者计算

资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.2 股权稳定，JS 环球生活登陆港股

公司股权结构稳定，实控人王旭宁先生通过 JS 环球生活有限公司直接或间接持有公司 67.04% 的股份。并且 JS 环球已向港交所递交 IPO 申请，以谋求在港交所上市。母公司上市将带给九阳更加完备的全球供应链和产品研发链。同时也加快公司的海外全球化布局，提高公司海内外的知名度。

图表 40: JS 环球生活有限公司为公司实控人



资料来源: JS 招股说明书, 公司公告, 万联证券研究所

图表 41: 公司十大股东

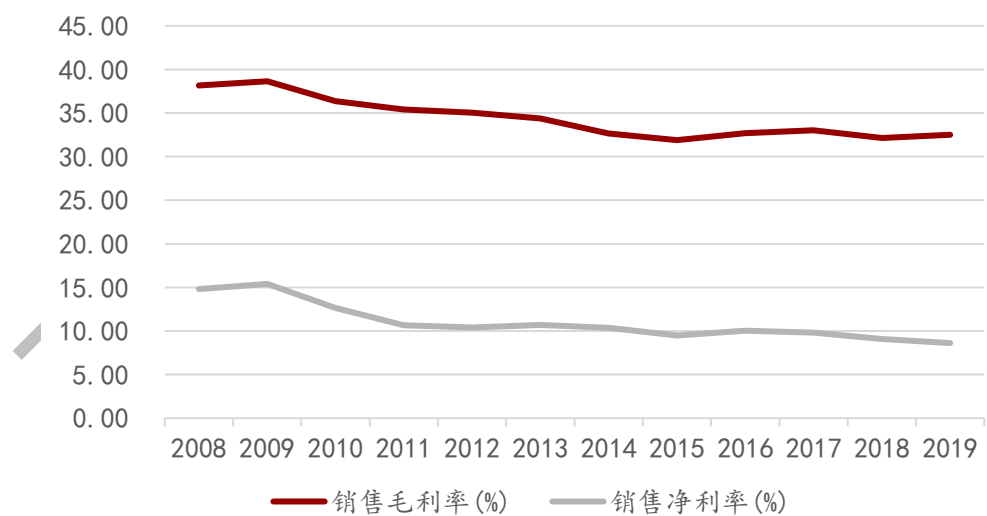
股东名称	持股数量 (股)	占总股本比 例 (%)
上海力鸿企业管理有限公司	384,523,746	50.10
BILTING DEVELOPMENTS LIMITED	129,924,090	16.90
中央汇金资产管理有限责任公司	38,310,500	5.00
香港中央结算有限公司(陆股通)	35,367,420	4.60
易方达基金管理有限公司-社保基金 1104 组合	8,500,000	1.10
中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	3,067,982	0.40
全国社保基金四一八组合	3,057,400	0.40
基本养老保险基金一二零五组合	2,889,224	0.40
基本养老保险基金八零八组合	2,750,098	0.40
交通银行股份有限公司-易方达科讯混合型证券投资基金	2,612,360	0.30
合计	611,002,820	79.60

资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

4.3 盈利能力有望攀升，现金流稳健

公司 2019 年毛利率 32.52%，净利率 8.62%，ROE21.79%，盈利能力不俗。虽然毛利率净利率在十年探索时期持续下滑，但我们相信，随着公司的高端产品逐步成熟，预计公司的盈利能力在长期来看会逐步改善。新品上市后一年到 15 个月左右的时间为推广期，期间量仍在爬坡阶段，公司或选择促销等方式合理牺牲部分高端化拉升的毛利率进行宣传推广，推广期结束之后毛利率会逐渐恢复正常水平。公司 19 年开始发力“SKY”高端产品线，目前还处在推广期末端，因此可以看到 19 年毛利率的提升并不十分明显。而且未来公司规划进入下沉市场可能也会在利润端做出一些牺牲。因此，我们认为公司的毛利、率净利率并不会短期大幅提升。但我们相信，拉长时间线后，公司的高端产品线量价齐升的逻辑值得期待，从而拉动公司盈利能力提升改善。

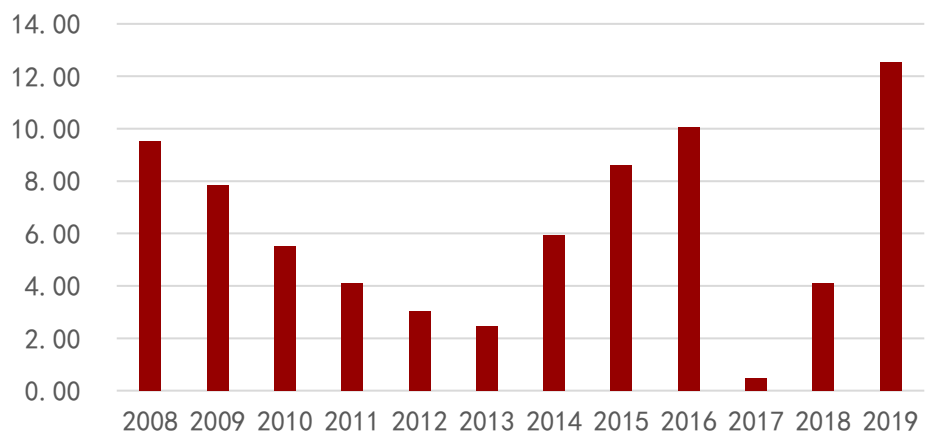
图表 42：公司历年净利率和毛利率情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

公司 2019 年经营性净现金流入 12.53 亿，同比增长 206.59%。公司经营现金流保持净流入，08 年上市至今还从未出现经营性现金流净流出的情况。上市 11 年共创造出 74.19 亿的净经营性现金流入，可以说是名副其实的“现金奶牛”。

图表 43：公司历年净经营性现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

5、盈利预测和投资建议

我们将九阳的业务进行拆分：

● 食品加工系列

食品加工主要是豆浆机和破壁机两大类单品，量的增长预计已经比较有限，受到疫情影响可能量的角度略超预期，主要的逻辑在于价的提升。我们预计公司的高端产品出货比例逐步上升，预计2020/2021/2022年公司的食品加工系列营收有望达到45.07/50.47/55.52亿元，同比增长10%/12%/10%。

● 营养煲系列

营养煲的量价逻辑和食品加工比较类似，主要关注价的提升。我们预计2020/2021/2022年，公司营养煲系列收入有望达到34.16/38.25/42.84亿元，同比增长10%/12%/12%。

● 西式小家电系列

西式小家电尤其是SHARK的清洁电器的业务值得期待，未来或将迎来放量，对公司的营收贡献也会逐步增大。我们预计2020/2021/2022年，公司西式小家电系列收入有望达到13.26/15.91/18.30亿元，同比增长15%/20%/15%。

● 电磁炉系列

电磁炉并非公司的业务重点，近年来规模不升反降。我们假设未来三年该项业务规模保持恒定，即2020/2021/2022年，公司电磁炉系列收入为6.03/6.03/6.03亿元，同比增长0.0%/0.0%/0.0%。

● 其他产品

其他产品由于覆盖了联名爆款产品，受益于量价齐升的逻辑，有望实现高增速。我们预计2020/2021/2022年，公司其他产品收入有望达到4.03/5.24/6.29亿元，同比增长20%/30%/20%。

综上，我们预测公司2020/2021/2022年实现营业总收入为102.95/116.20/129.19亿元，同比增长10%/13%/11%，19-22年CAGR为11.37%。

图表 44: 收入拆分预测 (单位: 百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9351.44	10294.76	11619.69	12918.68
YoY	14.48%	10.09%	12.87%	11.18%
食品加工系列	4096.94	4506.63	5047.43	5552.17
YoY	20.20%	10.00%	12.00%	10.00%
占比	43.81%	43.78%	43.44%	42.98%
营养煲	3105.02	3415.52	3825.38	4284.43
YoY	13.32%	10.00%	12.00%	12.00%
占比	33.20%	33.18%	32.92%	33.16%
西式小家电系列	1153.04	1326.00	1591.20	1829.87
YoY	7.23%	15.00%	20.00%	15.00%
占比	12.33%	12.88%	13.69%	14.16%
电磁炉系列	603.45	603.45	603.45	603.45
YoY	-8.68%	0.00%	0.00%	0.00%
占比	6.45%	5.86%	5.19%	4.67%
其他产品	336.14	403.37	524.38	629.25
YoY	70.65%	20.00%	30.00%	20.00%
占比	3.59%	3.92%	4.51%	4.87%

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公司未来看点:

1. **行业前景广阔:** 随着国民可支配收入的逐步提升, 消费逐渐升级, 越来越多家庭会考虑小家电这类可选消费品来提升生活品质。我国的小家电渗透率和发达国家仍有加大差距, 看好小家电渗透率的提升。
2. **定位高端收获高毛利率:** 公司推出远高于市场均价的产品, 通过新颖的功能设计和潮流的外形设计吸引绑定消费者。相应的公司能够从高端产品中获取高于行业的毛利率。
3. **营销渠道创新带来客户结构改变:** 公司通过贴近年轻人的线上宣传方式提高了品牌在年轻消费一代中的知名度和影响力, 培养了年轻一代的用户, 使得客户结构更加均衡合理。
4. **成长能力强:** 公司凭借自身龙头的渠道、品牌、研发等个方位优势继续在小家电领域做大市场, 享有高于行业的增速。

我们预计 20-22 年 EPS 分别为 1.19/1.38/1.55 元, 6 月 29 日股价对应 PE 为 31.30/27.03/24.01 倍。我们采用 PE 相对估值法, 根据可比公司估值分析, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 45：可比公司估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE				19-22	
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	EPS	CAGR
002242.SZ	九阳股份	285.39	37.20	1.07	1.19	1.38	1.55	34.63	31.30	27.03	24.01	12.98%	
002959.SZ	小熊电器	189.13	121.24	2.23	2.28	2.85	3.60	54.37	53.18	42.54	33.68	17.31%	
002032.SZ	苏泊尔	579.63	70.59	2.34	2.42	2.79	3.10	30.17	29.17	25.30	22.77	9.83%	
000333.SZ	美的集团	4,200.56	59.95	3.47	3.58	4.08	4.58	17.28	16.75	14.69	13.09	9.69%	
002705.SZ	新宝股份	284.20	35.46	0.86	1.07	1.30	1.57	41.23	33.14	27.28	22.59	22.22%	
均值								35.76	33.06	27.45	23.03		

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：九阳股份采用万联证券研究所预测值，其余采用Wind一致预期；股价采用2020年6月29日收盘价

6、风险因素

- 1. 市场风险：**小家电品类众多，一旦新产品开发没有被市场接受会对公司造成比较显著的影响。
- 2. 宏观经济风险：**全球经济受到疫情冲击陷入衰退，未来如果疫情迟迟得不到解决，经济持续受到影响，会对公司的经营业绩造成较大影响
- 3. 竞争加剧风险：**家电行业门槛相对较低，存在新的玩家加入竞争从而引发价格战的风险。
- 4. 疫情风险：**疫情期间线下门店普遍受到影响，不排除疫情反复继续对线下销售造成冲击

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,522	6,007	6,899	7,840	营业收入	9,351	10,295	11,620	12,919
货币资金	1,603	1,840	2,377	2,967	营业成本	6,310	6,909	7,750	8,595
应收票据及应收账款	1,442	1,636	1,846	2,053	营业税金及附加	47	57	61	70
其他应收款	24	28	32	35	销售费用	1,477	1,647	1,882	2,093
预付账款	17	18	21	23	管理费用	389	412	465	517
存货	1,086	1,136	1,274	1,413	研发费用	330	369	414	462
其他流动资产	1,349	1,349	1,349	1,349	财务费用	-25	-26	-32	-40
非流动资产	1,946	1,923	1,896	1,869	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	255	255	255	255	公允价值变动收益	13	0	0	0
固定资产	681	641	602	563	投资净收益	60	72	76	78
在建工程	26	46	61	76	资产处置收益	1	0	0	0
无形资产	123	120	117	114	营业利润	943	1,051	1,213	1,366
其他长期资产	861	861	861	861	营业外收入	6	5	5	5
资产总计	7,468	7,931	8,795	9,709	营业外支出	9	10	10	10
流动负债	3,700	3,816	4,280	4,743	利润总额	940	1,046	1,208	1,362
短期借款	0	0	0	0	所得税	134	152	174	197
应付票据及应付账款	2,781	2,622	3,039	3,316	净利润	806	894	1,034	1,165
预收账款	450	587	611	708	少数股东损益	-18	-18	-22	-24
其他流动负债	469	607	630	719	归属母公司净利润	824	912	1,056	1,189
非流动负债	17	17	17	17	EBITDA	888	938	1,084	1,221
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.07	1.19	1.38	1.55
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	17	17	17	17					
负债合计	3,717	3,833	4,297	4,760	主要财务比率				
股本	767	767	767	767	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	887	887	887	887	成长能力				
留存收益	2,066	2,431	2,853	3,329	营业收入	14.5%	10.1%	12.9%	11.2%
归属母公司股东权益	3,753	4,118	4,540	5,016	营业利润	7.3%	11.4%	15.4%	12.7%
少数股东权益	-2	-20	-42	-66	归属于母公司净利润	9.3%	10.6%	15.8%	12.6%
负债和股东权益	7,468	7,931	8,795	9,709	获利能力				
					毛利率	32.5%	32.9%	33.3%	33.5%
					净利率	8.6%	8.7%	8.9%	9.0%
					ROE	22.0%	22.1%	23.3%	23.7%
					ROIC	18.2%	18.8%	19.9%	20.4%
					偿债能力				
					资产负债率	49.8%	48.3%	48.9%	49.0%
					净负债比率	-42.7%	-44.9%	-52.8%	-59.9%
					流动比率	1.49	1.57	1.61	1.65
					速动比率	1.19	1.27	1.31	1.35
					营运能力				
					总资产周转率	1.25	1.30	1.32	1.33
					应收账款周转率	45.47	45.63	45.63	45.63
					存货周转率	5.81	6.08	6.08	6.08
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.07	1.19	1.38	1.55
					每股经营现金流	1.63	0.95	1.45	1.62
					每股净资产	4.89	5.37	5.92	6.54
					估值比率				
					P/E	34.63	31.30	27.03	24.01
					P/B	7.60	6.93	6.29	5.69
					EV/EBITDA	19.93	28.48	24.13	20.96

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场