

## 乘风破浪的九阳

### 投资要点

- **推荐逻辑：**受益于豆浆机渗透率提升，公司经历了2007年、2008年爆发式增长，并于2008年登陆资本市场，公司逐渐成长为小家电巨头。近年来，公司积极创新，拓展品类，营收业绩波动上行。本文从产品和渠道两个维度，分析公司未来的发展情况。**1) 品类拓展推动收入业绩向上：**公司从以豆料榨为主的食物加工机拓展到营养煲、西式小家电等细分领域，主要产品市占率位于市场前列。整体来看，公司营收业绩总体向上。**2) 产品升级，精益求精：**传统产品从有到精，技术革新推动价值登高。创新小电从无到有，联名IP萌趣动人。携手Shark进军清洁领域，品类拓展打开发展空间。**3) 积极探索新式营销：**抓住风口，三层直播体系全面引流；线上线下融合发展，销售网络不断升级。**4) 内部变革，经营效率进一步提升。**公司将组织架构由事业部制度调整为产品渠道双BU+专业资源平台制度，资源整合效率提升，细化考核强化激励。
- **锐意进取的小家电企业，品类拓展推动业绩线上。**作为小家电行业的巨头，九阳股份自1994年成立以来，一直在锐意进取。公司产品从“1”到“N”，营收业绩总体向上。2010-2019年十年间，九阳营收复合增长率为6.4%，归母净利润的复合增长率为3.8%。受到疫情影响，2020Q1，公司实现营业收入17亿元，同比减少5.4%；实现归母净利润1.5亿元，同比减少9.9%。
- **持之以恒的产品创新，精益求精。**九阳自创三级研发体系，从制度上保证了公司源源不断的创新力，并且公司保持了高于行业的研发投入，储备了大量的专利技术。产品设计逐步优化，直击消费痛点，取悦目标客群。公司更是联手Shark进军清洁小家电，循序渐进拓展品类版图。奥维云网数据显示，2020年1-4月Shark在电动拖把市场线上零售额份额达到28%，排名第一。
- **富有活力的渠道探索，勇于创新。**自创立以来，公司始终坚持渠道的优化。销售费用结构性调整，营销方式更加精准化。三层直播体系，全面引流。渠道调整升级，线上线下融合发展，做到“内容种草、线下体验、线上下单、就近配送、上门服务”，全方位、立体化的服务消费者。
- **盈利预测与投资建议。**预计未来三年归母净利润将保持13%的复合增长率。公司积极尝试新式营销方式，渠道调整优化成效显著，全品类发展拓宽成长空间。参考2020年行业平均估值，考虑到公司线下销售占比较多，我们给予公司2020年39倍PE，对应目标价47.2元，维持“买入”评级。

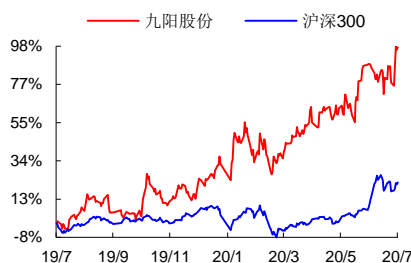
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9351.44	10417.66	12091.23	13848.25
增长率	14.48%	11.40%	16.06%	14.53%
归属母公司净利润（百万元）	824.11	928.80	1061.01	1187.70
增长率	9.26%	12.70%	14.24%	11.94%
每股收益 EPS（元）	1.07	1.21	1.38	1.55
净资产收益率 ROE	21.48%	20.35%	19.52%	18.54%
PE	36	32	28	25
PB	7.94	6.65	5.56	4.70

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓  
 执业证号：S1250518090001  
 电话：023-63786049  
 邮箱：gmh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.67
流通A股(亿股)	7.65
52周内股价区间(元)	20.0-39.23
总市值(亿元)	299.81
总资产(亿元)	68.57
每股净资产(元)	5.09

### 相关研究

1. 九阳股份(002242):销售策略及时调整,经营抗压能力更强 (2020-04-29)
2. 九阳股份(002242):产品渠道双驱动,营收利润高增长 (2020-04-01)
3. 九阳股份(002242):营收维持快速增长,扣非净利增长亮眼 (2019-10-31)
4. 九阳股份(002242):收入盈利持续增长,分红亮眼 (2019-08-14)

## 投资要件

### 关键假设

假设 1: 目前欧美小家电户均保有量超过 30 台, 我国城市户均保有量 10 台。随着可支配收入的提高和消费升级, 小家电市场渗透率进一步提升, 预期 10 年内我国城市户均小家电保有量有望达到 20 台;

假设 2: 技术进步推动传统产品更新升级, 联名 IP 推动创意小电持续放量, 盈利能力稳中有升, 预期 2020-2022 年食品加工/营养煲/西式小家电业务毛利率分别为 39.45%/39.5%/39.5%, 25.8%/26%/26.5%, 33.6%/34%/34%; 电磁炉和其他业务盈利维持稳定, 预期 2020-2022 年电磁炉和其他业务毛利率为 26%/26%/26%, 30%/30%/30%;

假设 3: 公司加强品牌宣传以及渠道建设, 总体费用率维持相对稳定, 预期 2020-2022 年公司销售费用率为 16%/16%/16%, 管理费用率为 7.7%/7.6%/7.6%。

### 我们区别于市场的观点

相较于市场对于九阳品类拓展的观望态度, 我们更加看好公司未来的发展。一方面, 公司作为小家电的巨头, 发展已久。在渠道布局上具备先发优势, 产业链上表现强势。另一方面, 公司与生俱来的创新基因, 高于行业的研发支出, 都为品类拓展奠定了基础。在渠道、产品技术等方面全方位和 SharkNinja 合作, 内外销均实现高速增长。我们认为如果九阳品类拓展顺利, 深耕厨房并成功走出厨房, 在清洁电器, 未来甚至在个护等细分领域均有发展, 客户群体不断拓展, 坚持进退有章的定价策略, 九阳还会有更广阔的发展空间。

### 股价上涨的催化因素

1) 行业整合加快, 市场集中度提升; 2) 原材料价格下行, 提升公司盈利水平; 3) 新品表现超预期, 品类拓展顺利进行。

### 估值和目标价格

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.21/1.38/1.55 元, 预计未来三年归母净利润将保持 13% 的复合增长率。公司积极尝试新式营销方式, 渠道调整优化成效显著, 全品类发展拓宽成长空间。参考 2020 年行业平均估值, 考虑到公司线下销售占比较多, 我们给予公司 2020 年 39 倍 PE, 对应目标价 47.2 元, 维持“买入”评级。

### 投资风险

原材料价格或大幅波动, 新品拓展不及预期、品牌协同不及预期。

## 目 录

<b>1 公司概况：锐意进取的小家电企业</b>	<b>1</b>
1.1 从“1”到“N”，品类拓展推动业绩向上	1
1.2 优势品类份额第一，均价提升	3
<b>2 产品升级，精益求精</b>	<b>6</b>
2.1 三级研发持续创新，技术储备匠造精品	6
2.2 传统新式齐发展，定价策略有章法	7
<b>3 突破边界，进军清洁家电领域</b>	<b>11</b>
<b>4 渠道探索，勇于尝新</b>	<b>13</b>
4.1 积极尝试新式营销，直播带货全面引流	14
4.2 线上线下融合发展，新式 O2O 助推成长	15
<b>5 内部变革，效率提升</b>	<b>16</b>
<b>6 盈利预测与估值</b>	<b>17</b>
6.1 盈利预测	17
6.2 绝对估值	18
6.3 相对估值	19
<b>7 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图 目 录

图 1: 九阳品类拓展历程 .....	1
图 2: 九阳历史营收波动上行 .....	1
图 3: 九阳历史业绩波动上行 .....	2
图 4: 九阳品类不断拓展 .....	2
图 5: 九阳各品类维持相对平稳的增长 .....	2
图 6: 九阳盈利能力稳定 .....	3
图 7: 九阳的销售费用率维持稳定 .....	3
图 8: 九阳豆浆机市场份额第一 .....	4
图 9: 九阳豆浆机产品均价超竞品 .....	4
图 10: 九阳破壁机市场份额第一 .....	4
图 11: 九阳破壁机市场价格较高 .....	4
图 12: 九阳榨汁机市场份额第一 .....	5
图 13: 九阳榨汁机均价超竞品 .....	5
图 14: 九阳电饭煲线上市场份额前三 .....	5
图 15: 九阳电饭煲线下市场份额前三 .....	5
图 16: 九阳自建三层研发体系 .....	6
图 17: 九阳研发支出占比行业领先 .....	6
图 18: 九阳研发人员占比高于竞争对手 .....	6
图 19: 九阳人均薪酬呈现上升的趋势 .....	7
图 20: 九阳人均薪酬位于行业前列 .....	7
图 21: 九阳产品品类不断扩充 .....	8
图 22: 九阳品牌价格指数高于行业 .....	9
图 23: 2020 年 5 月期间九阳破壁机不同价格区间市占率 .....	9
图 24: 2020 年 5 月期间破壁机行业不同价格区间市占率 .....	9
图 25: 九阳 LINE FRIENDS 合作系列萌趣动人 .....	10
图 26: 九阳创意小电趣味横生 .....	10
图 27: JS 环球生活股权结构图 .....	11
图 28: Shark (鲨客) 主流产品简介 .....	12
图 29: 九阳渠道建设历程图 .....	13
图 30: 九阳线上市场占有率业内领先 .....	13
图 31: 九阳线下市场占有率业内领先 .....	13
图 32: 九阳的新型营销渠道 .....	14
图 33: 九阳销售费用结构调整 .....	14
图 34: 九阳渠道及推广费占比最多 .....	14
图 35: 九阳的三层直播体系 .....	15
图 36: 九阳线下体验店 .....	15
图 37: 九阳品牌活动 .....	15
图 38: 九阳“双十一”销售额 .....	16
图 39: 九阳组织架构图 .....	16

## 表 目 录

表 1: 2018 年九阳限制性股票激励计划激励对象名单 .....	7
表 2: SKY 系列产品 .....	8
表 3: 分业务收入及毛利率 .....	17
表 4: 绝对估值假设条件 .....	18
表 5: FCFF 估值结果 .....	18
表 6: FCFF 估值敏感性分析 .....	18
表 7: 可比公司估值 .....	19
附表: 财务预测与估值 .....	20

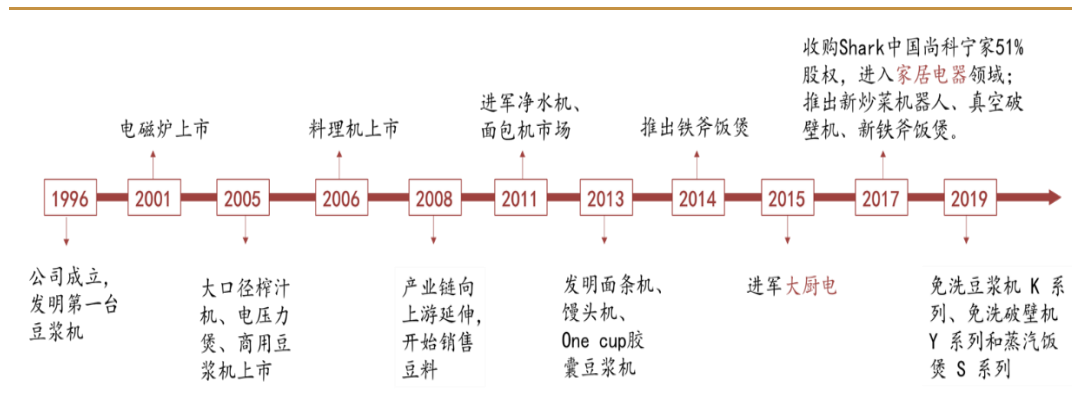
## 1 公司概况：锐意进取的小家电企业

作为小家电行业的巨头，九阳股份自 1994 年成立以来，一直在锐意进取。一方面，公司通过持之以恒的研发创新升级产品、扩充品类，公司朝着多元化发展。另一方面，公司积极拥抱新兴渠道，抢先占据优势领地。纵观九阳的发展历程，勇于尝试、锐意进取是公司亘古不变的主题，每一次尝试都为公司的进阶奠定了基础。

### 1.1 从“1”到“N”，品类拓展推动业绩向上

自成立以来，九阳股份在维持优势品类的市场竞争力的同时，一直积极的尝试拓展新的产品线。从最初的豆料榨逐步拓展到电磁炉、电压力锅等厨房小电。2015 年拓展边界至大厨电范围，尝试推出烟灶系列产品。2017 年携手 shark 进军清洁家电领域，实现了“走出厨房，进入客厅”的转变。

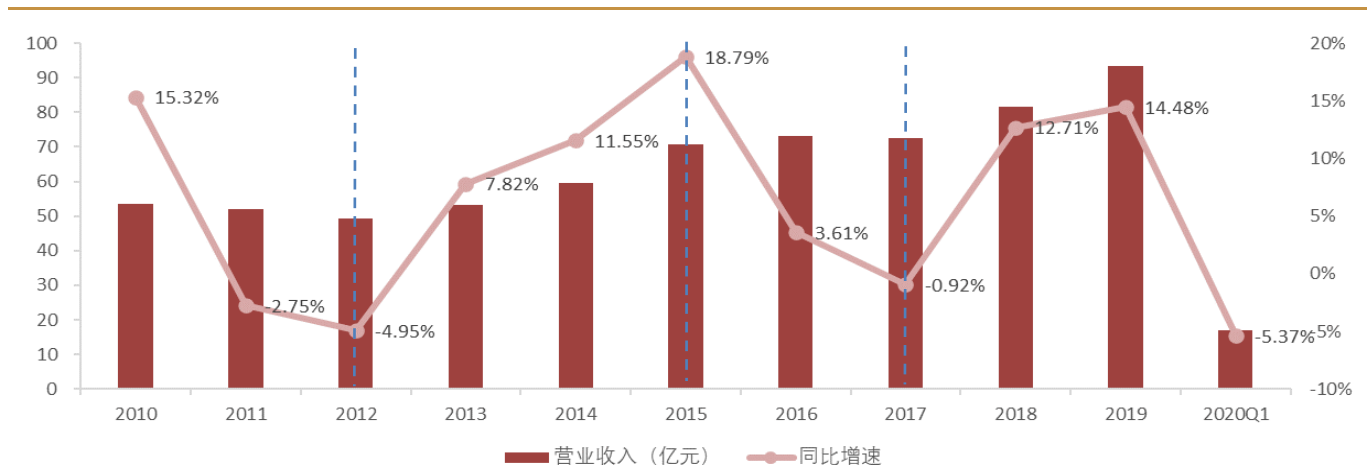
图 1：九阳品类拓展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

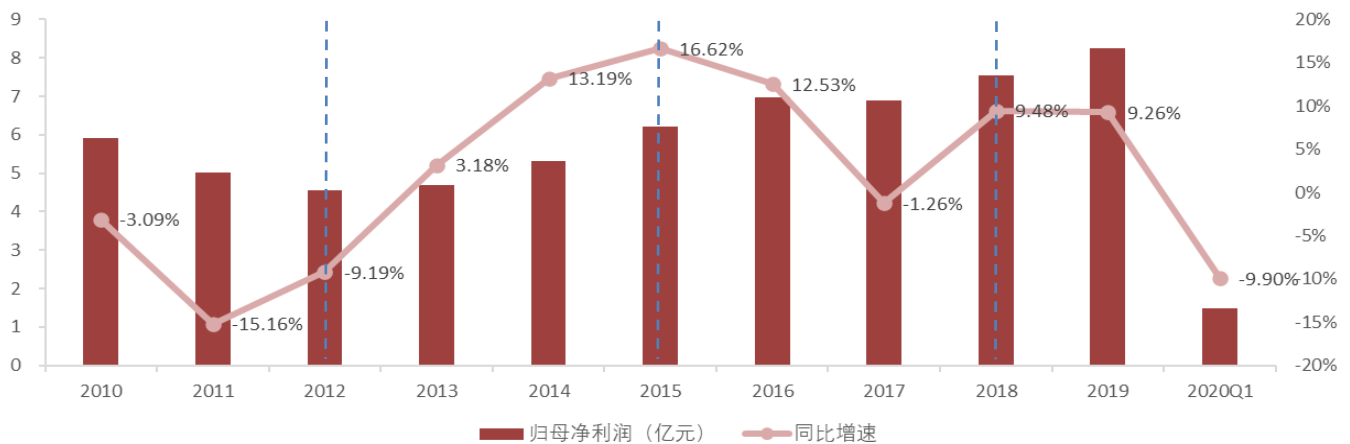
转型的效果最终反映到了经营业绩上，2010-2019 年公司整体业绩呈现了波动上行的态势。十年间，九阳营收复合增长率为 6.4%，九阳归母净利润的复合增长率为 3.8%。

图 2：九阳历史营收波动上行



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：九阳历史业绩波动上行



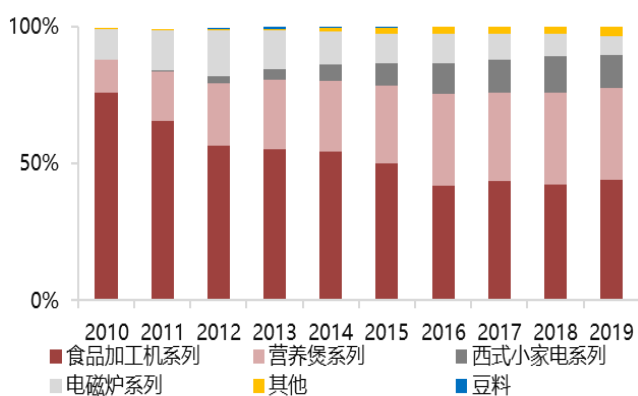
数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，九阳最近十年的成长大致可以分为 4 个阶段：

**(1) 2010-2012 年：豆浆机占比过半，渠道与产品拓展均在尝试，但是尚未有显著成效。**在这个阶段，公司积极布局渠道网点，对于早期的电子商务渠道也在积极布局。产品方面，积极拓展营养煲、西式小家电等其他厨房品类，降低豆浆机为主食品加工产品的占比。虽然公司积极的尝试，但是豆浆机的占比仍然较高，2012 年，公司食品加工系列的营收占比为 56.2%。而在 2012 年，豆浆机行业销售量同比减少 24.4%。受到豆浆机行业增速下滑的影响，2012 年公司营收为 49.4 亿元，同比减少 5%。

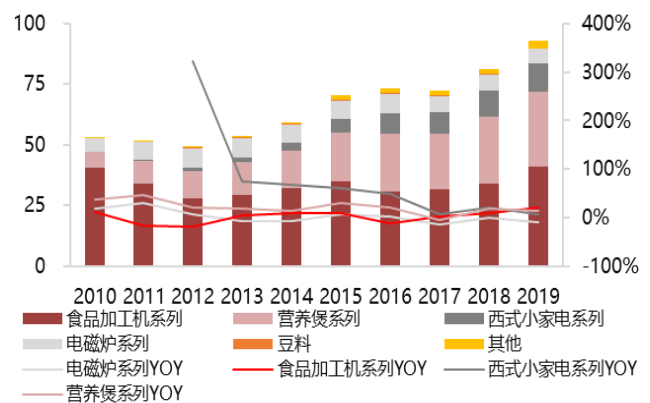
**(2) 2013-2015 年：品类拓展见效，营收重回增长。**前期开拓的新品类逐步发力，食品加工系列产品的占比逐步降低，营养煲和西式小家电的营收占比逐步提高。2015 年，九阳食品加工系列产品的营收占比为 49.8%，营养煲和西式小家电的占比分别为 28.3%和 8%。新品类发力，渠道铺设也逐步完善，2015 年公司的营收为 70.6 亿元，同比增长 18.8%。

图 4：九阳品类不断拓展



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：九阳各品类维持相对平稳的增长



数据来源：Wind，西南证券整理

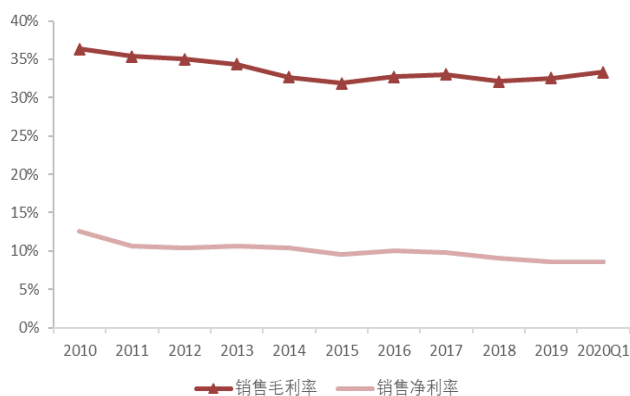


**(3) 2016-2017 年：短期业绩陷入瓶颈。**一方面，新品类的增速步入稳定增长时期。另一方面，终端网点遍布全国，渠道方面的增量空间缩小，渠道管理逐步由增量变为存量管理。一时之间，公司业绩增长陷入瓶颈。2017 年公司营收为 72.5 亿元，同比减少 0.9%；归母净利润为 6.9 亿元，同比减少 1.3%。

**(4) 2018 年至今：突破品类边界，尝试新式营销，成就新的业绩增长点。**在稳定主业发展的基础之上，公司积极寻找新的业绩增长点。2018 年公司与美国吸尘器第一品牌 shark 展开合作，负责开拓中国大陆市场。九阳将由此“走出厨房，进入客厅”，从而实现厨房电器和家居清洁类电器双轮驱动全新的发展格局。另一方面，九阳积极推进户外新媒体、社交媒体和垂直媒体等新媒体渠道的推广力度，主动迎合在线直播、内容种草、深度体验等新兴传播途径。2019 年，公司营收 93.5 亿元，同比增长 14.5%；归母净利润为 8.3 亿元，同比增长 9.3%。

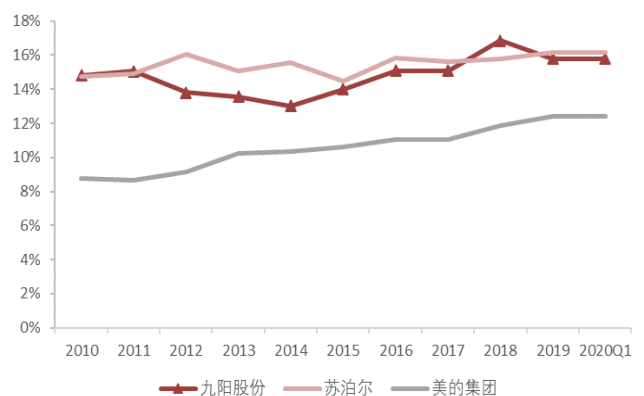
受到疫情影响，2020 年公司的营收略有下滑。2020Q1，公司实现营业收入 17 亿元，同比减少 5.4%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比减少 9.9%。疫情冲击下，公司营收仅个位数下滑，业绩表现优于行业，充分体现公司经营的稳健性。

图 6：九阳盈利能力稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：九阳的销售费用率维持稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

随着公司品类的拓展，新品盈利能力多不如豆料榨等优势产品，公司整体盈利略有下滑。纵观来看，公司的销售毛利率都维持在 32% 以上，销售净利率维持在 8.6% 以上。一方面，九阳给予渠道充足的利润，抢占市场；另一方面，对于新兴的销售渠道，公司也采取了积极的态度，勇于尝试。销售费用率相对稳定，维持在 15% 左右。

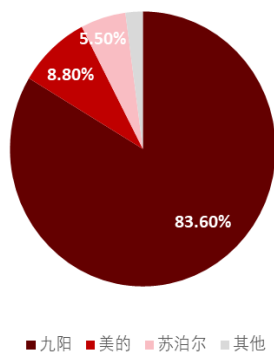
## 1.2 优势品类份额第一，均价提升

随着我国居民人均收入的提升，消费者对于产品品质的追求不断提高，品牌效应越来越明显。由豆浆机打开市场知名度的九阳股份，凭借领先的研发实力不断加强产品的竞争力。公司借此定位于专业的小家电品牌，在豆料榨等食品加工产品中，市场竞争优势显著。

以豆浆机、破壁机等为主的食品加工类产品贡献了九阳 40% 以上的营业收入。根据中怡康零售数据显示，2020 年 6 月九阳豆浆机零售额市场份额为 83.6%，以绝对的优势超过竞品。从市场均价来看，九阳豆浆机的市场均价为 729 元，显著高于可比公司。

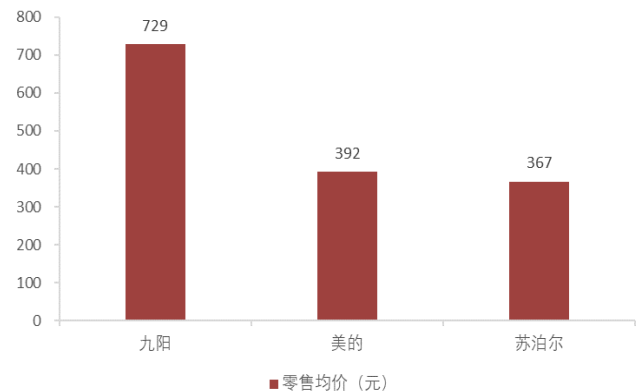


图 8：九阳豆浆机市场份额第一



数据来源：中怡康，西南证券整理

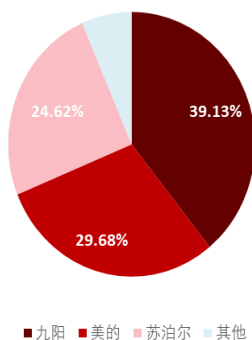
图 9：九阳豆浆机产品均价超竞品



数据来源：中怡康，西南证券整理

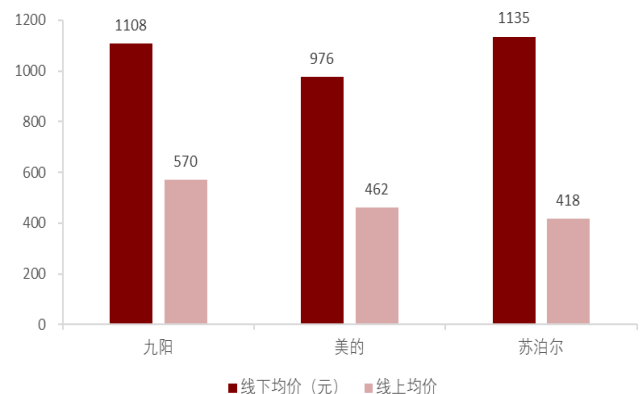
破壁机一直是公司的优势单品，无论是线下还是线上渠道，市场份额都是第一。根据奥维云网数据显示，2020 年 28 周九阳破壁机线下市场份额为 39.1%，占据市场份额第一的位置。线上表现更为强势，九阳破壁机线上市场份额为 47.2%，市场份额占比近半。市场均价来看，九阳破壁机均价偏高，线上和线下市场均价为 570 元和 1108 元。

图 10：九阳破壁机市场份额第一



数据来源：奥维云网，西南证券整理

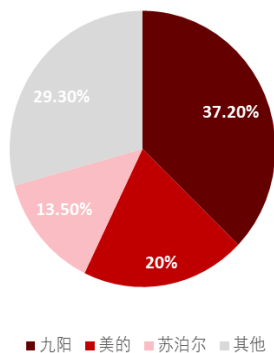
图 11：九阳破壁机市场价格较高



数据来源：奥维云网，西南证券整理

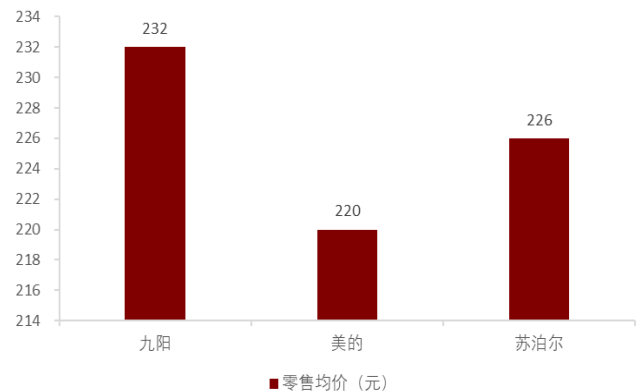
榨汁机方面，2020 年 6 月九阳榨汁机市场份额为 37.2%，显著超过可比公司，份额第一。零售均价方面，九阳榨汁机零售均为 232 元，略高于竞品。

图 12: 九阳榨汁机市场份额第一



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

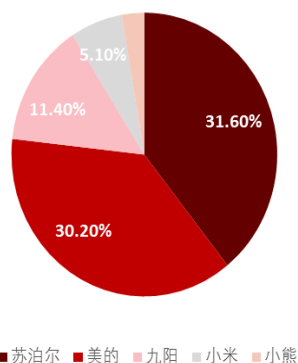
图 13: 九阳榨汁机均价超竞品



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

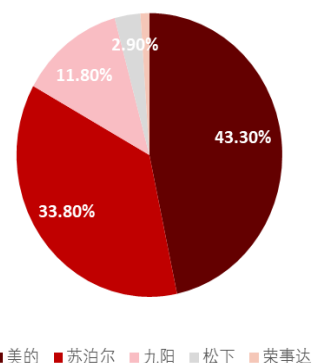
在营养煲系列产品中, 九阳的电饭煲市场份额位于前列。根据中怡康数据显示, 2020 年 W29, 九阳电饭煲线上市场份额为 11.4%, 仅次于苏泊尔和美的集团。2020 年 6 月, 九阳电饭煲市场份额为 11.8%, 位于行业前三。

图 14: 九阳电饭煲线上市场份额前三



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

图 15: 九阳电饭煲线下市场份额前三



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

在面条机市场上, 九阳占据九成以上的市场份额。根据中怡康零售数据显示, 2019 年 11 月九阳面条机市场份额为 91.7%, 以压倒性的优势超过竞品。零售均价方面也是明显高于同行, 九阳面条机零售均价为 871 元。在 2019 年畅销机型中, 九阳面条机包揽畅销榜前三。

九阳凭借多型号的净水设备, 在零售量上市场份额第一。根据中怡康线上周度数据显示, 2020 年 29 周, 九阳净水器零售量市场份额第一, 占比 17.9%。零售额市场份额来看, 在国内品牌中也位于前列。

## 2 产品升级，精益求精

### 2.1 三级研发持续创新，技术储备匠造精品

随着公司体量的增长，明星产品的增速逐步放缓。旧产品的升级与新品的拓展成为公司突破瓶颈重要的一步。无论是拳头产品的更新升级还是创新产品的开发拓展，都需要公司源源不断的创新力作为支撑。制度方面，九阳自创三级研发体系：**1) 研究院**：负责前瞻性技术研究；**2) 研发部门**：负责前端技术与产品定位的匹配，专攻创新性产品研发；**3) 技改部门**：负责更新改进现有的产品品类。公司自建的三级研发体系，贯穿了产品生命的始终，针对市场需求变化及时的调整，不断满足了消费者对于品质家电的需求。

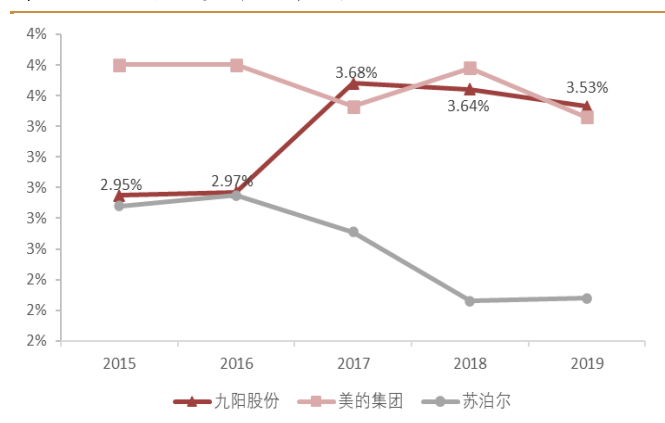
图 16：九阳自建三层研发体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

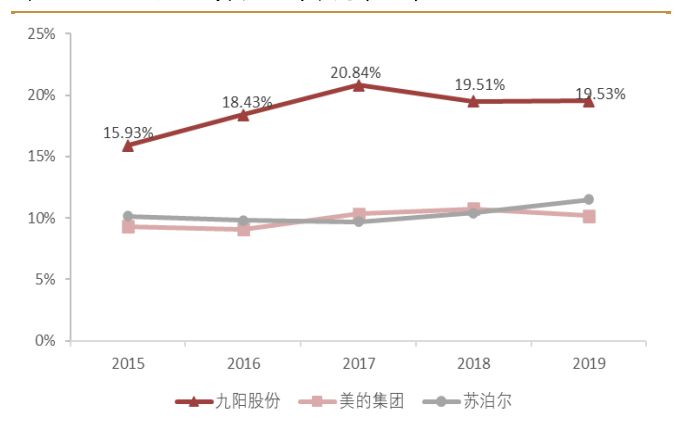
此外，九阳的研发投入领先于竞争对手。2019 年，九阳研发支出占比为 3.5%，高于可比公司。九阳的研发人员数量占比也显著高于可比公司，2019 年九阳研发人员占比为 19.5%。公司注重技术研发与储备，成效显著。2016 年九阳成为中国航天-太空厨房合作伙伴，净水器技术达到航天级别。2019 年，公司新增专利申请权 1,770 项。截至 2019 年末，公司共拥有专利技术 6,521 项，这为公司未来持续创造优势产品奠定了坚实基础。

图 17：九阳研发支出占比行业领先



数据来源：Wind，西南证券整理

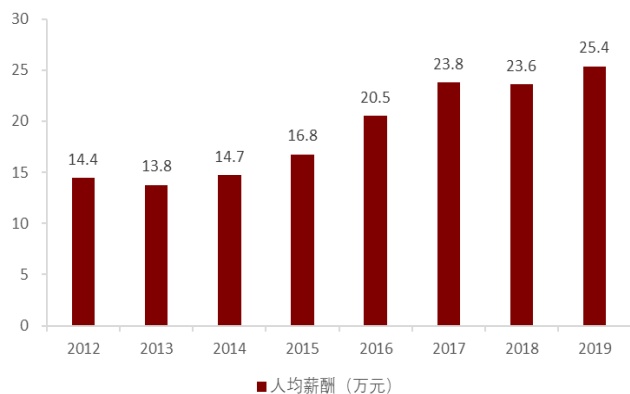
图 18：九阳研发人员占比高于竞争对手



数据来源：Wind，西南证券整理

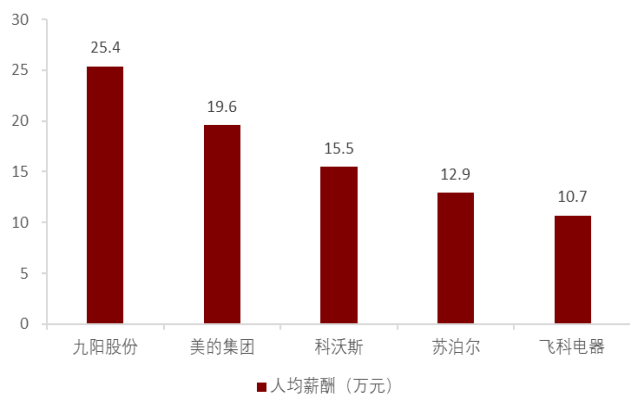
从 2012 年起，九阳人均薪酬呈现了快速上升的趋势。2019 年九阳人均薪酬达到了 25.4 万元，位于业内前列。此外，为了提高员工工作积极性，2018 年九阳实施了股权激励计划。从股权激励对象的名单来看，技术员工获授限制性股票数量占比达到了 74.8%。

图 19：九阳人均薪酬呈现上升的趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：九阳人均薪酬位于行业前列



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：2018 年九阳限制性股票激励计划激励对象名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限售股比例	占公司总股本比例
杨宁宁	董事、副总裁	50	10%	0.07%
韩润	董秘、副总裁	20	4%	0.03%
姜广勇	董事	15	3%	0.02%
黄淑玲	副董事长	15	3%	0.02%
袁剑调	财务总监	6	1.2%	0.01%
其他激励对象 183 人	核心管理人员、技术人员	374	74.8%	0.49%
预留部分		20	4%	0.03%
合计		500	100%	0.65%

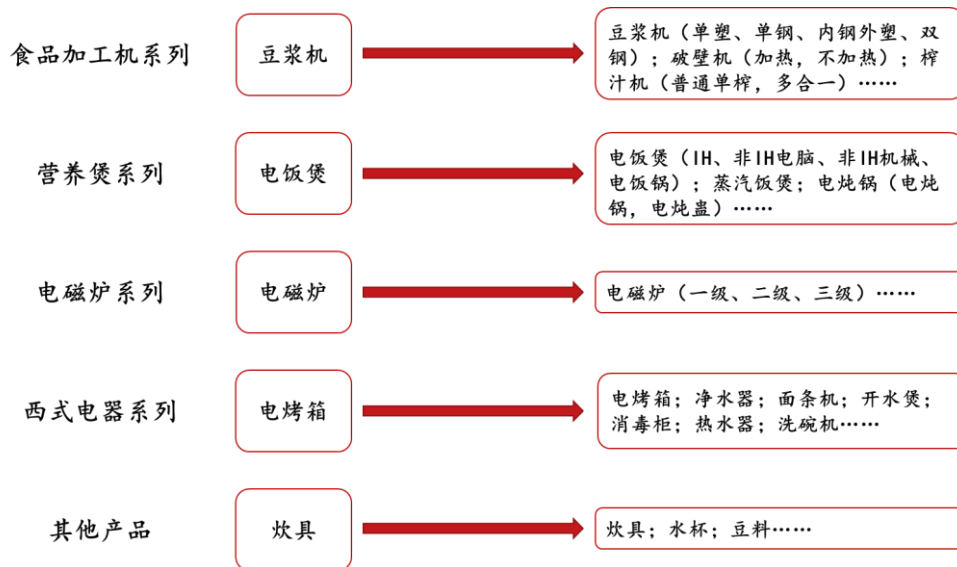
数据来源：Wind，西南证券整理

三级研发体系，从制度上保证了公司源源不断的创新力。与生俱来的创新基因，高于行业的研发支出，都为公司储备了大量的专利技术。一旦时机成熟，在丰富的技术支撑下，九阳将能够快速推出新品，在市场竞争中掌握主动权。

## 2.2 传统新式齐发展，定价策略有章法

在强大的研发实力的支持下，公司产品品类也日益丰富，表现为两个方面：一方面产品从有到精，刚需类产品通过技术进步不断更新升级；另一方面产品从无到有，产品品类从豆料榨拓展到面条机、煎烤机等厨房小家电，满足消费者日益增长的需求。

图 21：九阳产品品类不断扩充



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 技术进步推动刚需产品升级，价格带拓宽抢占市场份额

随着收入的提升，消费者对于小家电品质、颜值和智能化的需求增多。此外，经过十几年的发展，部分核心单品市场由增量转为存量市场，公司开始谋求高端化转型。2017 年公司提出“引领市场从传统的价格竞争转向价值竞争”，首先在渠道端进行转型。2019 年，公司通过技术升级，从产品端践行价值登高的战略。

表 2：SKY 系列产品

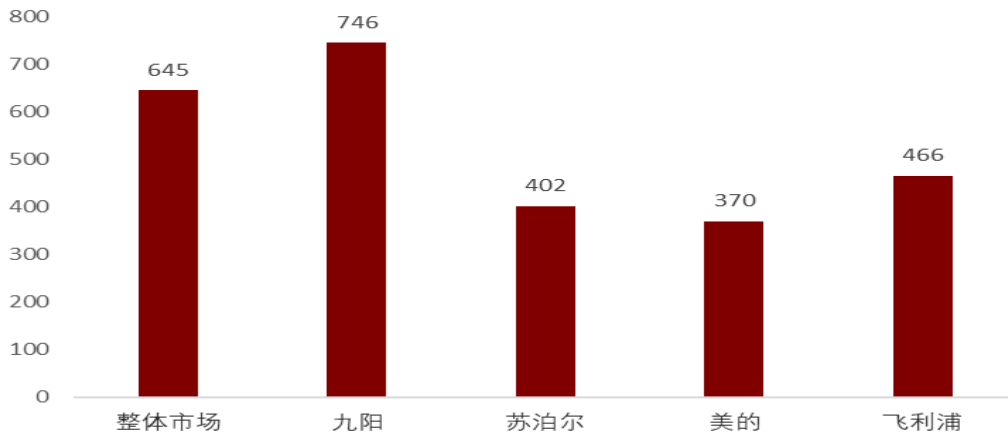
系列	K 系列不用手洗破壁豆浆机	Y 系列不用手洗破壁机	S 系列无涂层蒸汽饭煲
代表产品	 <p>K 迷你 不用手洗破壁豆浆机 ¥1799</p> <p>K1S 不用手洗破壁豆浆机 ¥2799</p> <p>K6 不用手洗破壁豆浆机 ¥3999</p>	 <p>Y1 自清洗静音智能破壁机 ¥2599</p> <p>L18-Y88 不用手洗静音破壁机 ¥3599</p>	 <p>F-S3 九阳无涂层蒸汽饭煲 ¥1699</p> <p>S5 九阳无涂层蒸汽饭煲 ¥2699</p>
功能特点	自清洗程序 静音研磨 破壁无渣 5 分钟出浆	自清洗程序 静音破壁 实时预约 防溢熬煮免看管	框式结构 Steamspresso 蒸汽萃取技术 无涂层不粘内胆 辅食功能

数据来源：公司官网，西南证券整理

2019 年 3 月，公司应用全新的技术推动刚需产品的升级，打造了 SKY 系列产品，推出了 K1S 等 K 系列免手洗豆浆机，全球第一台免手洗静音破壁机 Y88，以及全新物种蒸汽饭煲 S 系列饭煲，满足主力消费群体对于高品质生活电器的需求。在市场价格方面，目前 SKY

系列产品的售价基本位于 1500 元以上。过去九阳豆浆机产品价格基本都在 1000 元以下，这次的产品升级直接将整体价位推高。以主营核心产品豆浆机为例，2020 年 5 月九阳豆浆机品牌价格指数达到了 746 元，显著超过其他竞争对手，将整体市场的价格拉高到了 645。

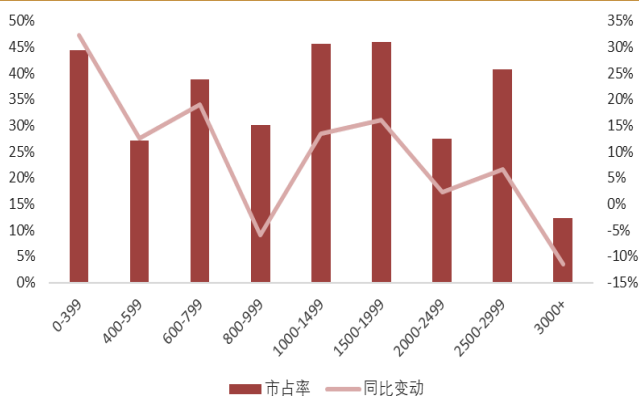
图 22：九阳品牌价格指数高于行业



数据来源：中怡康，西南证券整理

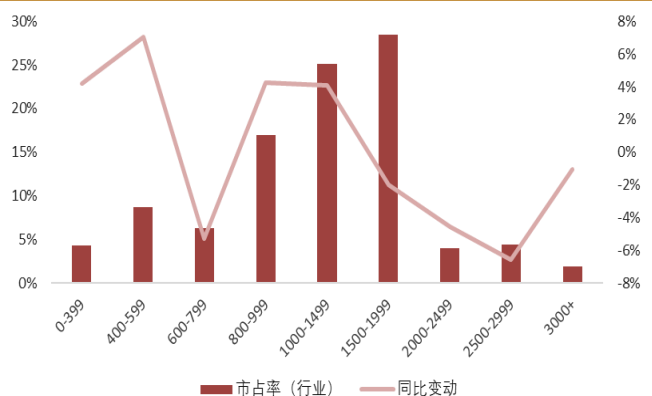
一方面，九阳通过技术更新对于主营产品进行升级，实现价值推高，品牌价格指数得到提升。另一方面，九阳通过推出“低配版”产品 kmini 和 smini 等，通过缩减部分功能将 sky 系列产品的价格带向下拓宽，进入主销价位段。在“618”和“双十一”等大促的时候，搭配平台优惠促销，实现产品放量。根据奥维云网数据，2019 年公司电饭煲、料理机零售额同比增长 6.6%、7.6%。技术进步推动产品价格提升，简化的“mini”型号促进销量增长，九阳的 SKY 系列真正做到了量价齐升。2020 年 5 月，九阳破壁机在 1000-2000 元价格带中，市占率近 50%。

图 23：2020 年 5 月期间九阳破壁机不同价格区间市占率



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 24：2020 年 5 月期间破壁机行业不同价格区间市占率



数据来源：奥维云网，西南证券整理

### IP 联名+创意小电，长尾产品趣味横生

2018 年，公司首次在年报中表示，公司的目标人群是“以 90 后为代表的年轻人，以宝妈为代表的中产家庭，以及注重养生的中老年人”。破壁机等核心产品面向宝妈以及中老年人，而在细分小家电品类上，公司积极取悦年轻群体。2019 年 7 月，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,产品包括锅具、豆浆杯、电烤箱等系列厨房小家电,吸引了众多新生代消费者的关注与购买。

图 25: 九阳 LINE FRIENDS 合作系列萌趣动人



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

此外,公司积极探索创新小电,注重产品的细分和多样化,纵向挖掘单个产品的专一性功能,横向开发产品的多样性。公司已陆续推出暖杯垫、折叠烧水壶、真空机和早餐机等功能细分、外观时尚简洁的创新产品,极大的满足了年轻消费者追求时尚、个性的新需求。

图 26: 九阳创意小电趣味横生



数据来源: 公司官网, 西南证券整理



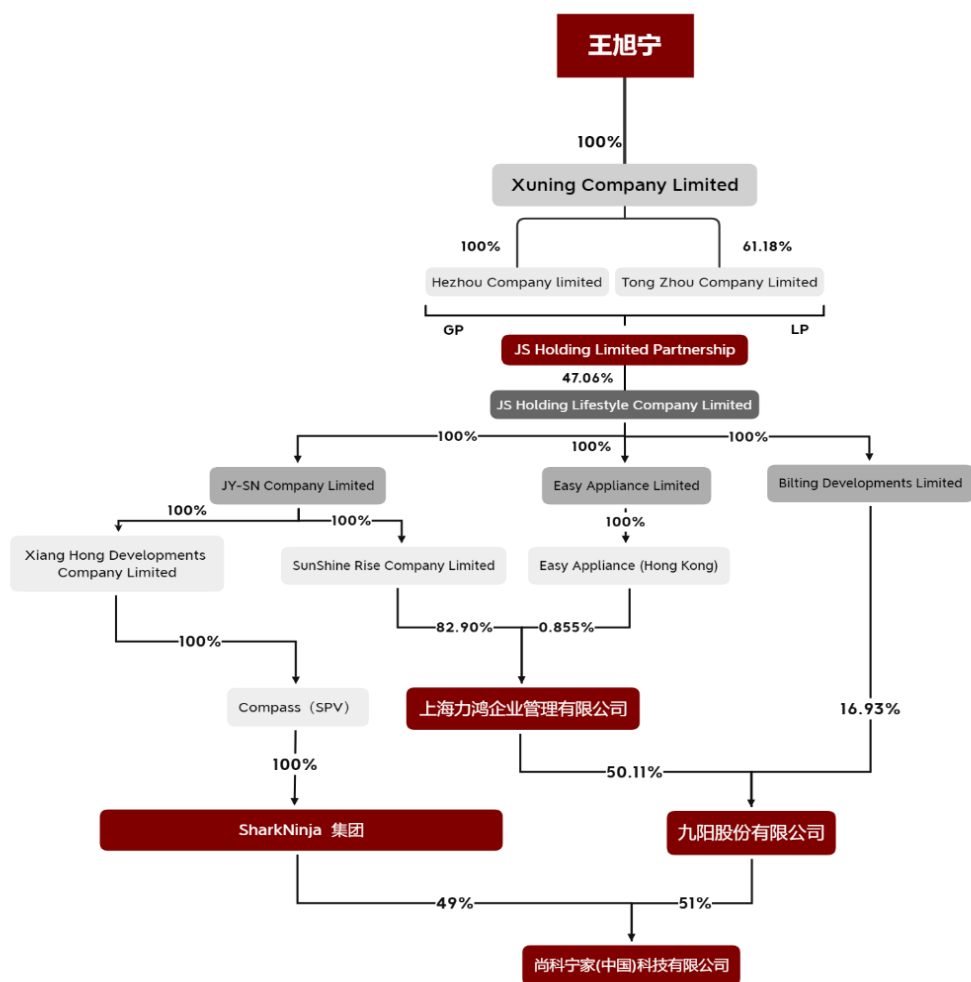
### 3 突破边界，进军清洁家电领域

凭借领先于行业的技术优势，九阳打造了专业的厨房小家电品牌形象。专业的品牌能够获得更高的溢价，基于以往九阳专业厨房小家电的形象，在品类拓展上，“九阳品牌”专注于厨房小电，细分领域就采用了其他品牌进行拓展。携手 Shark 成为九阳进军清洁小家电重要的部署。

#### 股权结构：兄弟公司共携手

2017 年 10 月，九阳股份控股股东上海力鸿联合鼎辉投资并购 SharkNinja，随后公司进行股权重整，将 SharkNinja 和九阳股份全部并入 JS 环球生活旗下。2018 年 4 月，公司出资 1250 万元收购 SharkNinja 旗下子公司尚科宁家，并以 51% 的持股比例获得控制权。

图 27：JS 环球生活股权结构图



数据来源：CHOICE，西南证券整理

### 品牌介绍：北美市场清洁龙头

SharkNinja Operating LLC 于 2003 年成立于美国,主要从事小家电的批发和零售业务。根据 JS 环球生活招股说明书,2018 年 SharkNinja 的市场份额达到了 8.1%,位于美国市场第二名。SharkNinja 集团旗下,Shark 主打家用清洁类电器,Ninja 主攻厨房小家电。目前 Shark 吸尘器已达到美国市场份额第一,蒸汽拖把和扫地机器人已达到美国市场份额第二。

### 协同合作：渠道技术深入协同

公司通过投资尚科宁家,负责 Shark (鲨客) 清洁产品在中国市场的销售及品牌营销,借助其产品技术优势拓展清洁类小家电业务。**Shark 则可以依靠九阳的已有渠道快速渗透到国内市场**中,目前 Shark 已入驻众多一线城市九阳终端店铺,在大型购物中心开设 Shark 旗舰店,同时通过天猫、京东等线上渠道进驻中国市场。

2019 年双十一期间,Shark 销售额达到去年同期的 10 倍,6 款单品销售额破百万。2019 全年 Shark 在中国市场营业收入达到 1.1 亿元。今年疫情期间蒸汽拖把更是销量火爆,奥维云网数据显示 2020 年 1-4 月 Shark 在电动拖把市场线上零售额份额达到 28%,排名第一,淘数据显示 4 月 Shark 销售额同比增加 414%。

图 28: Shark (鲨客) 主流产品简介



数据来源：品牌天猫旗舰店，西南证券整理

九阳与 SharkNinja 的合作,不仅仅在渠道层面,九阳帮助 SharkNinja 打开中国市场,也体现出了**九阳和 SharkNinja 产品技术上的协同**。2018 年,九阳凭借自己在厨电方面多年的研发积累,设计了原创 Ninja Foodi 系列产品。Foodi 系列一经推出,就在美国市场上畅销。九阳和 SharkNinja 的关联交易出口金额快速增加。2018 年关联出口交易 1.89 亿元,2019 年关联出口交易 3.9 亿元。

**预期关联交易大幅提升, Shark 品牌发展前景良好**。2020 年公司向 SharkNinja 销售商品的关联交易预计为 5 亿元,同比 2019 年增长 13%,公司采购尚科宁家产品预计为 2.5 亿元,增幅达到 191%,极大的彰显了公司对 Shark 产品在国内销售的信心,体现了 Shark 品牌在中国市场的良好发展前景。未来 Shark 将加速市场开拓,结合其强大的产品优势,给公司带来新的增长空间。

## 4 渠道探索，勇于尝新

自创立以来，公司始终坚持渠道的探索。1996年，九阳创立独特的“地区总经销模式”，以“广告、导购、专卖店”为营销三宝。2003年，九阳抓住KA/3C新兴渠道，抢占渠道优势。2007年，九阳进军淘宝网，抢占电商新领域。2015年，九阳提出O2O转型，2019年搭建三层直播体系。纵观九阳渠道的发展历史，对于新兴的渠道营销，九阳一直持有积极的态度。

图 29：九阳渠道建设历程图



数据来源：公司官网，西南证券整理

根据奥维云网的数据显示，2019年线上渠道，九阳股份的市场份额为20.8%，仅次于美的集团的26.7%。线下渠道，九阳市场份额更高，市场占有率为21.1%，仅次于苏泊尔（29.6%）和美的集团（40.5%）。小家电市场格局整体呈现三足鼎立的态势，九阳的市占率业内领先。

图 30：九阳线上市场占有率业内领先

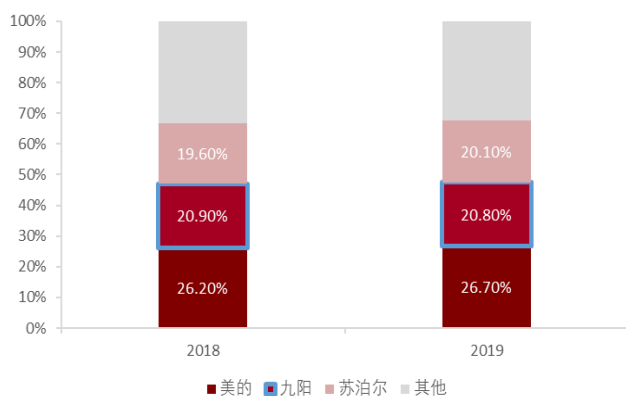
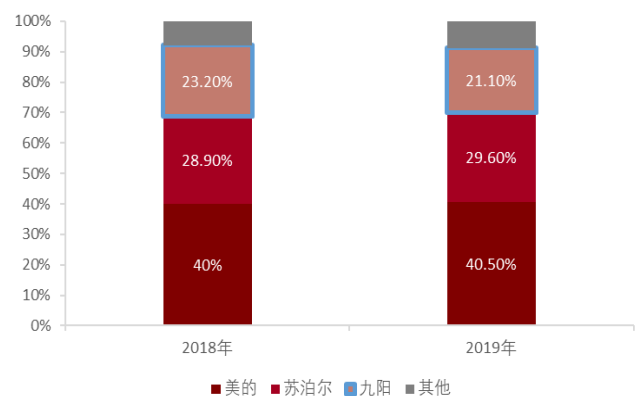


图 31：九阳线下市场占有率业内领先



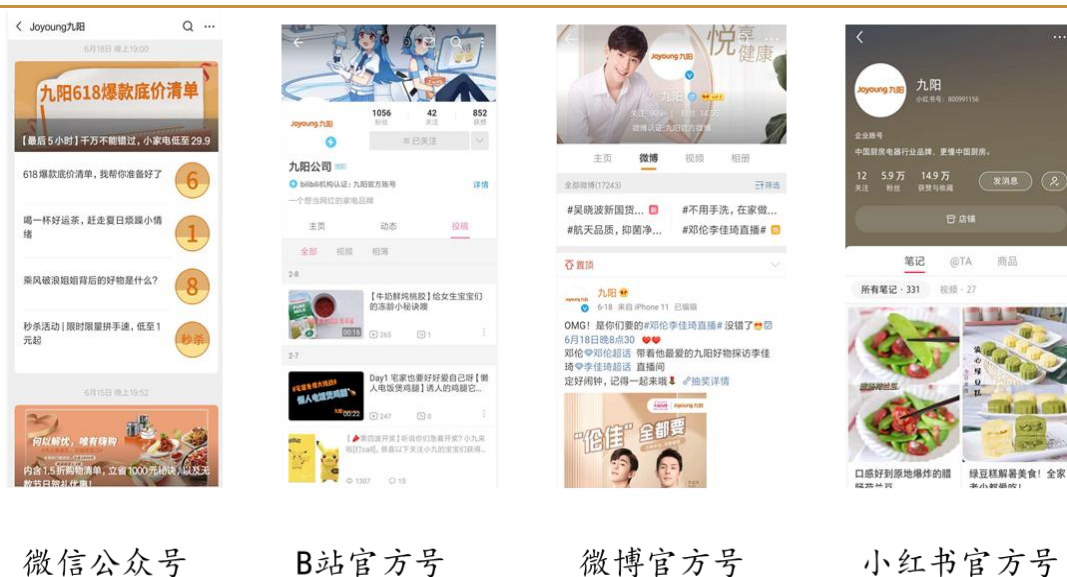
数据来源：奥维云网，西南证券整理（产品品类包含电饭煲，电磁炉，电压力锅，豆浆机，料理机，榨汁机和电水壶）

## 4.1 积极尝试新式营销，直播带货全面引流

**品牌宣传升级。**营销方面，九阳的投放结构也在积极转变。为了能够更好的触达目标消费人群，提高品牌宣传的转换率，2019 年九阳在传统媒介的基础之上，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，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。在各大流量平台上，都能查到九阳官方认证账号。2019 年，九阳的渠道、售后以及广告费在销售费用中占比达到了 55.3%。

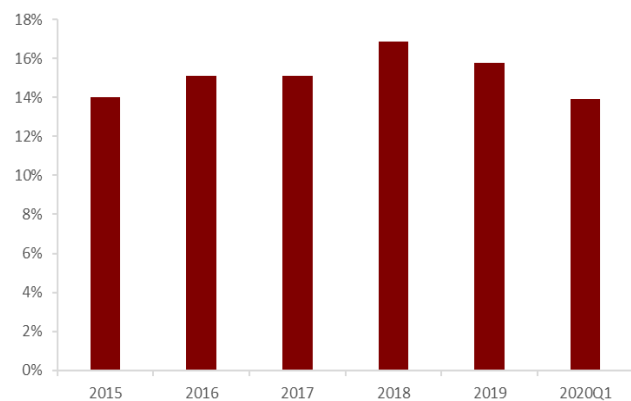
品牌宣传结构性的调整致使销售费用率略有下滑。2019 年，九阳的销售费用率为 15.8%，同比下降 1pp。九阳持续加强品牌宣传，预期销售费用率将保持相对的稳定。

图 32：九阳的新型营销渠道



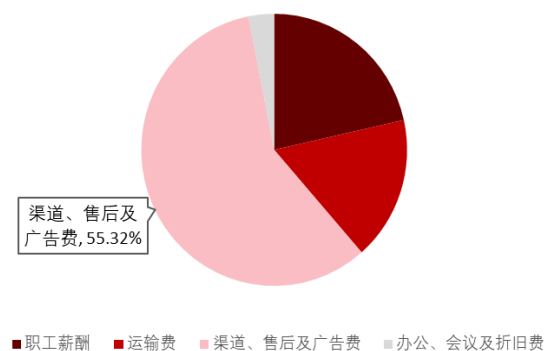
数据来源：西南证券整理

图 33：九阳销售费用结构调整



数据来源：wind，西南证券整理

图 34：九阳渠道及推广费占比最多



数据来源：wind 西南证券整理

**搭建三层直播体系，全方位引流。**网红经济和直播带货属于时下较热的话题，九阳也看见了其中的机会，迅速搭建了三层直播体系，主要由明星、KOL（意见领袖）、KOC（意见消费者）组成。明星和 KOL 直接带来流量与关注度，KOC 更多是以普通用户的身份进行产



品推介，通过同理心影响消费者购买决策。九阳将店铺导购员直接转换成 KOC，直播创收在线上直播创收中占比达到 2/3。居家防疫期间，公司组织的“宅居免疫大挑战”活动，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 35：九阳的三层直播体系



数据来源：公开资料，西南证券整理

## 4.2 线上线下融合发展，新式 O2O 助推成长

2016 年，公司开始尝试经销商政策的调整。软性服务与硬性的支持，达到了“软硬兼施”的效果。九阳以 6 折出厂价，让利经销商，给予充足的盈利支持；通过财务、管理等人员的培训提供软性的服务。线下门店方面，九阳优化提升传统终端门店，稳步推进 Shopping Mall 为代表的高端品牌建设。通过举办线下粉丝互动活动，实现用户的高效转换。

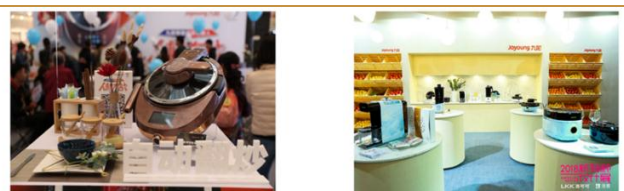
2019 年，线下业务在原有的全国 4 万余个销售终端的基础上，不断完善优化销售网络，持续探索新零售业务模式。逐步完成“内容种草、线下体验、线上下单、就近配送、上门服务”全新的 O2O 新零售购物体验。公司新零售线下体验店计划建设 3000 家左右，截止 2019 年年底，公司建设了 1000 家线下体验店。

图 36：九阳线下体验店



数据来源：百度图片，西南证券整理

图 37：九阳品牌活动



6岁娃联手炒菜机器人竟叫板星级大厨？

不到6岁的孩子厨艺竟敢叫板星级大厨？背后究竟有何高招？炒菜机器人又是什么黑科技新物种？双方PK孰胜孰负？九阳炒菜机器人J7s 11月4日下午，一场主题为“我给妈妈做道菜”

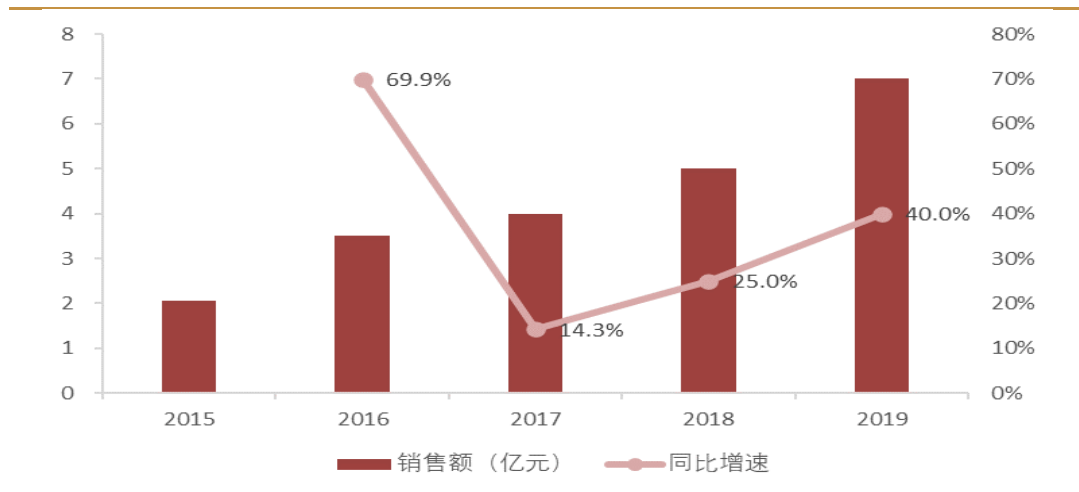
数据来源：九阳官网，西南证券整理

北京国际设计周 x 九阳：当小家电“邂逅”时尚潮流

九阳牵手北京国际设计周：用时尚“链接”家居美学 当厨房小家电与时尚潮流、设计美学交融在一起时，会碰撞出怎样的居家灵感和生活格调？九阳和洛可可联手演绎的“绮石·玉

为了更好地触达年轻人群，覆盖不同圈层市场，提高消费者对品牌和产品的了解与认识，也增加品牌与消费者更宽阔的沟通与联系，公司根据不同产品品类，拓展对应的旗舰店。目前，九阳陆续开设了天猫官方旗舰店、厨房电器旗舰店、九阳厨具旗舰店和京东自营旗舰店。公司“双十一”销售额年年创新高，2019年公司“双十一”实现销售7亿元，同比增长40%。

图 38：九阳“双十一”销售额



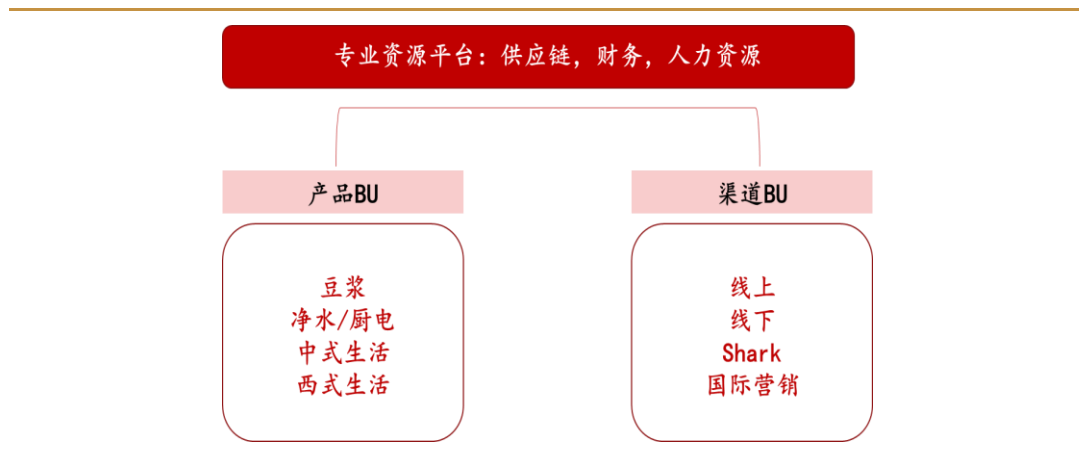
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 内部变革，效率提升

过去，九阳采用了事业部制度。一方面，相较于美的集团以及海尔智家等大型家电企业，九阳的规模相对较小。另一方面，九阳的产品品类更加细分，事业部制度下经营效率提升有限。鉴于此，九阳开始进行组织架构的扁平化调整。

2019年1月，公司将组织架构由事业部制度调整为产品渠道双BU+专业资源平台制度。一方面，公司将各个事业部中的资金进行整合，将供应链、法务、人力、财务等资源整合成专业平台，提高公司的经营效率。以供应链为例，供应链整合之后，原材料统一由公司集中采购。采购规模的扩大，不仅增加了九阳的话语权，同时也留足时间让供应商进行设备升级。

图 39：九阳组织架构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

另一方面，九阳调整组织架构的同时也调整了激励。产品 BU 和渠道 BU 交叉构成网格，每一个节点上的员工，不仅仅是要考察产品线上产品的落地情况，还要考察渠道线上产品的销售情况。**细化的考核机制**促进了研发人员和市场人员之间的交流，让公司的产品研发真正做到基于市场，面向市场。

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：目前欧美小家电户均保有量超过 30 台，我国城市户均保有量 10 台。随着可支配收入的提高和消费升级，小家电市场渗透率进一步提升，预期 10 年内我国城市户均小家电保有量有望达到 20 台；

假设 2：技术进步推动传统产品更新升级，联名 IP 推动创意小电持续放量，盈利能力稳中有升，预期 2020-2022 年食品加工/营养煲/西式小家电业务毛利率分别为 39.45%/39.5%/39.5%，25.8%/26%/26.5%，33.6%/34%/34%；电磁炉和其他业务盈利维持稳定，预期 2020-2022 年电磁炉和其他业务毛利率为 26%/26%/26%，30%/30%/30%；

假设 3：公司加强品牌宣传以及渠道建设，总体费用率维持相对稳定，预期 2020-2022 年公司销售费用率为 16%/16%/16%，管理费用率为 7.7%/7.6%/7.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
食品加工系列	收入	4096.9	4506.6	5182.6	5960.0
	增速	20.2%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	39.4%	39.4%	39.5%	39.5%
营养煲系列	收入	3105.0	3570.8	4284.9	4927.6
	增速	13.3%	15.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	25.3%	25.8%	26.0%	26.5%
西式小家电系列	收入	1153.0	1326.0	1591.1	1909.4
	增速	7.2%	15.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	33.6%	33.6%	34.0%	34.0%
电磁炉系列	收入	603.4	609.4	615.5	621.7
	增速	-8.7%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	27.3%	26.0%	26.0%	26.0%
其他业务	收入	393.1	404.9	417.1	429.6
	增速	-73.20%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	21.97%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	9351.4	10417.7	12091.2	13848.2
	增速	14.5%	11.4%	16.1%	14.5%
	毛利率	32.5%	33.7%	33.5%	33.4%

数据来源：Wind，西南证券



## 6.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 2%；
- 2) 无杠杆  $\beta$  系数为 0.8；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 4：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2%
无风险利率 $R_f$	2.25%
市场组合报酬率 $R_m$	10.17%
有效税率 $T_x$	15%
过渡期增长率	7%
$\beta$ 系数	0.84
债务资本成本 $K_d$	2.25%
债务资本比重 $W_d$	0
股权资本成本 $K_e$	8.9%
WACC	8.9%

数据来源：西南证券

表 5：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	22062.50
净债务价值	(4076.72)
股票价值	26139.22
每股价值	34.07

数据来源：西南证券

表 6：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	7.40%	7.90%	8.40%	8.90%	9.40%	9.90%	10.40%
0.5%	36.55	34.31	32.37	30.66	29.14	27.79	26.57
1.0%	38.19	35.69	33.53	31.65	29.99	28.53	27.22
1.5%	40.12	37.29	34.87	32.78	30.96	29.36	27.94
2.0%	42.40	39.15	36.41	<b>34.07</b>	32.05	30.29	28.74
2.5%	45.15	41.36	38.22	35.57	33.30	31.35	29.64
3.0%	48.52	44.02	40.36	37.31	34.75	32.56	30.67
3.5%	52.76	47.29	42.93	39.39	36.44	33.96	31.84

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 34.07 元。通过敏感性测试，我们发现绝对估值对系数敏感性大，估值结果受主观因素影响严重。为提高估值客观性，我们采取相对估值法进行估值。

## 6.3 相对估值

总体来看，九阳的成长也并不是一帆风顺，但是公司总能突破瓶颈，业绩重回高速增长阶段，我们认为离不开公司的锐意进取，积极创新。从诞生之初就携带的创新基因，为九阳创造优势产品奠基。产品设计逐步优化，直击消费痛点，取悦目标客群。公司更是联手 Shark 进军清洁小家电，循序渐进拓展品类版图。营销方式更加精准化，效率提升。渠道调整升级，线上线下融合发展，做到“线下体验，线上下单”，全方位、立体化的服务消费者。

而未来九阳发展看点，更多在于九阳的品类拓展，从“精品”走向“全品”，从单个爆品走向系列化产品。我们认为如果九阳品类拓展顺利，深耕厨房并成功走出厨房，在清洁电器，未来甚至是个护等细分领域均有发展，客户群体不断拓展，坚持进退有章的定价策略，九阳还会有更广阔的发展空间。

我们选取了小家电行业主流的四家公司，2020 年平均 PE 为 39 倍。公司积极尝试新式营销方式，渠道调整优化成效显著，全品类发展拓宽成长空间。参考 2020 年行业平均估值，同时考虑到公司线下销售占比较多，我们给予公司 2020 年 39 倍 PE，对应目标价 47.2 元，维持“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002032	苏泊尔	85.28	2.34	2.41	2.78	3.11	32.84	35.37	30.62	27.38
002959	小熊电器	147.51	2.23	2.68	3.37	4.17	31.05	55.04	43.74	35.38
603868	飞科电器	61.04	1.57	1.62	1.77	1.93	23.93	37.70	34.55	31.59
002959	石头科技	392	15.66	13.96	17.61	21.41	--	28.08	22.25	18.30
平均值							29.27	39.05	32.79	28.16

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截止 2020.07.30）

## 7 风险提示

**原材料价格或大幅波动：**原材料价格上涨将提升公司的营业成本，一定程度上将影响到公司的利润水平；

**新品拓展不及预期：**国内小家电市场竞争激烈，产品的研发、宣传等面临较大的考验。如果新品拓展不及预期，将影响公司的盈利水平；

**品牌协同不及预期：**shark 是美国畅销清洁家电品牌，产品不一定符合中国消费者的偏好，本土化进展较慢将可能影响公司业绩表现。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9351.44	10417.66	12091.23	13848.25	净利润	805.76	908.12	1037.39	1161.26
营业成本	6310.18	6911.90	8041.93	9227.82	折旧与摊销	89.88	39.68	41.04	42.55
营业税金及附加	47.04	61.57	68.04	77.85	财务费用	-24.51	-0.96	-0.50	1.39
销售费用	1476.53	1666.83	1934.60	2215.72	资产减值损失	-0.35	7.00	7.00	7.00
管理费用	388.89	802.16	918.93	1052.47	经营营运资本变动	859.74	619.00	246.11	155.45
财务费用	-24.51	-0.96	-0.50	1.39	其他	-477.49	-108.16	-110.92	-109.40
资产减值损失	-0.35	7.00	7.00	7.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1253.02</b>	<b>1464.68</b>	<b>1220.13</b>	<b>1258.25</b>
投资收益	60.42	95.00	95.00	95.00	资本支出	35.64	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	12.89	6.45	7.52	8.06	其他	-400.39	101.45	102.52	103.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-364.75</b>	<b>51.45</b>	<b>52.52</b>	<b>53.06</b>
<b>营业利润</b>	<b>942.79</b>	<b>1070.61</b>	<b>1223.75</b>	<b>1369.05</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.87	-2.23	-3.29	-2.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>939.92</b>	<b>1068.38</b>	<b>1220.46</b>	<b>1366.19</b>	股权融资	44.10	0.00	0.00	0.00
所得税	134.16	160.26	183.07	204.93	支付股利	-997.37	-164.82	-185.76	-212.20
净利润	805.76	908.12	1037.39	1161.26	其他	315.80	-31.34	0.50	-1.39
少数股东损益	-18.35	-20.68	-23.62	-26.44	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-637.47</b>	<b>-196.16</b>	<b>-185.26</b>	<b>-213.59</b>
归属母公司股东净利润	824.11	928.80	1061.01	1187.70	<b>现金流量净额</b>	<b>252.81</b>	<b>1319.96</b>	<b>1087.39</b>	<b>1097.72</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1603.26	2923.22	4010.60	5108.32	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1483.12	1659.14	1923.16	2204.76	销售收入增长率	14.48%	11.40%	16.06%	14.53%
存货	1086.32	1189.92	1386.42	1590.51	营业利润增长率	7.34%	13.56%	14.30%	11.87%
其他流动资产	1349.40	285.69	302.92	321.02	净利润增长率	8.64%	12.70%	14.24%	11.94%
长期股权投资	255.07	255.07	255.07	255.07	EBITDA 增长率	6.73%	10.03%	13.97%	11.76%
投资性房地产	162.61	162.61	162.61	162.61	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	706.33	722.97	738.24	752.01	毛利率	32.52%	33.65%	33.49%	33.36%
无形资产和开发支出	122.85	118.51	114.16	109.82	三费率	19.69%	23.69%	23.60%	23.61%
其他非流动资产	698.86	696.89	694.91	692.94	净利率	8.62%	8.72%	8.58%	8.39%
<b>资产总计</b>	<b>7467.80</b>	<b>8014.01</b>	<b>9588.11</b>	<b>11197.05</b>	ROE	21.48%	20.35%	19.52%	18.54%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.79%	11.33%	10.82%	10.37%
应付和预收款项	3603.45	3429.44	4134.60	4776.33	ROIC	35.96%	58.38%	81.61%	92.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.78%	10.65%	10.46%	10.20%
其他负债	113.37	122.58	139.89	158.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3716.82</b>	<b>3552.02</b>	<b>4274.49</b>	<b>4934.37</b>	总资产周转率	1.32	1.35	1.37	1.33
股本	767.31	767.11	767.11	767.11	固定资产周转率	13.53	15.26	17.53	19.79
资本公积	887.50	887.69	887.69	887.69	应收账款周转率	49.74	49.21	50.93	50.22
留存收益	2066.06	2830.04	3705.29	4680.79	存货周转率	6.86	6.06	6.23	6.19
归属母公司股东权益	3753.07	4484.74	5360.00	6335.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.33%	—	—	—
少数股东权益	-2.08	-22.76	-46.37	-72.81	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3750.99</b>	<b>4461.99</b>	<b>5313.62</b>	<b>6262.68</b>	资产负债率	49.77%	44.32%	44.58%	44.07%
负债和股东权益合计	7467.80	8014.01	9588.11	11197.05	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.49	1.71	1.79	1.88
					速动比率	1.20	1.38	1.46	1.55
					股利支付率	121.02%	17.75%	17.51%	17.87%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.07	1.21	1.38	1.55
					每股净资产	4.89	5.85	6.99	8.26
					每股经营现金	1.63	1.91	1.59	1.64
					每股股利	1.30	0.21	0.24	0.28
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1008.16	1109.32	1264.29	1413.00					
PE	36.17	32.09	28.09	25.09					
PB	7.94	6.65	5.56	4.70					
PS	3.19	2.86	2.46	2.15					
EV/EBITDA	26.64	23.02	19.34	16.52					
股息率	3.35%	0.55%	0.62%	0.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn