

家用电器

慢读年报系列二：九阳的高分红率意味着什么？

证券研究报告

2019年04月13日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516100008

caiwenjuan@tfzq.com

罗岸阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518120002

luoanyang@tfzq.com

马王杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080001

mawangjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《家用电器-行业研究周报:家电多品类线上表现亮眼——2019W14 周观点》

2019-04-07

2 《家用电器-行业点评:慢读年报系列一:解读新宝和苏泊尔的 ROE 之差》

2019-04-05

3 《家用电器-行业研究周报:洗衣机内销好转,龙头集中度提升——2019W13 周观点》 2019-04-01

家电板块持续高分红率的公司多吗？

2018 年年报，九阳股份发布了 10 股派 8 元，对应分红率为 81.4%，股息率超过 3%。从 2017 年报来看，家电板块分红率超过 60% 的公司约 11 家，而如果我们去回溯过去五年的情况，能持续性保持 60% 以上分红率的企业并不多。

九阳自上市以来就一直维持超高分红率吗？

从九阳上市以来，九阳的分红变化可以分为两个阶段：第一阶段，在上市初的 2008-2009 年，这两年分红占现金流比例低于 50%，正好对应的是九阳 ROE 水平超过 20% 的时期；第二阶段，在 2010 年以后，随着豆浆机行业开始萎缩，九阳的 ROE 水平开始逐渐下滑到 20% 以下，随之所对应的是分红比例的上升。

在此，我们需要回归三个问题：

1) **企业分红的现金来自哪里？** 在企业经营的过程中，要么通过经营性现金流赚到现金，要么通过投资性现金流赚到现金，因此逻辑上说，只有通过持续获得经营性现金流才能有足够的现金进行大额分红，否则必然会消耗存量的账面现金。

2) **企业怎么选择分红还是不分红？** 从经营角度讲，企业收益的留存最终将用于企业自身的再投资，例如 Capex，因此，通常企业会根据未来的经营或者业务扩张等资金需求进行一部分预留。而从股东角度来看，如果企业的 ROE 水平足够高，那么利润上不分红，将收益留存于企业经营，长期看将创造更高的可持续经营性现金流。

3) **大股东对于分红或许有自身额外的考量？** 从股息分配机制角度来看，九阳长期以来较高的现金分红率都是非常值得鼓励的。众所周知，在 A 股，大股东集团与上市公司平台之间，仍有较为微妙的关系，这些额外的考量，有时候也会影响分红政策。

同为小家电公司的苏泊尔分红如何？

对比九阳来说，苏泊尔无论在分红率还是分红占现金流比例都明显较低。而与九阳类似的是，在苏泊尔 ROE 较低的时期（2012 年以前），公司分红占现金比例显著更高；而随着公司有效的战略调整，进行多品类多渠道产业布局，公司选择更多的现金流留存在企业中，这也带来了公司的 ROE 在 2012 年后持续攀升。

我们认为，苏泊尔和九阳分红率差异的表象背后，有两方面的原因。

原因一：显而易见，苏泊尔大股东法国 SEB 集团，ROE 为 21.7%，显著低于苏泊尔自身 ROE 为 30.1%，且中国地区的小家电业务发展空间，显著高于传统的欧洲地区，让苏泊尔依托上市公司平台发展多品类多渠道，价值更大。

原因二：大股东治理上的选择，也进一步影响了两家公司在类似的企业发展阶段采取了不同战略选择，是固守发展现金流产品直到遇到瓶颈再破釜沉舟进行多元化品类的尝试？还是尽早未雨绸缪不断开拓新品类？

经过复盘，我们认为，企业在发展的不同阶段，的确应使用不同的分红策略，尤其是考虑到尊重中小股东方面，在 ROE 持续下降的阶段，提高现金分红比例，从财务角度来看，并不是件坏事。但从公司发展的角度而言，我们更希望公司提早地将资金有效规划，提早布局新的增长点，从而获得更好的发展。

风险提示：宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；房地产市场波动风险。



家电板块持续高分红率的公司多吗？

2018 年年报，九阳股份发布了 10 股派 8 元，对应分红率为 81.4%，股息率超过 3%。从 2017 年报来看，家电板块分红率超过 60%的公司约 11 家，而如果我们去回溯过去五年的情况，能持续性保持 60%以上分红率的企业并不多。

表 1：家电板块高分红率企业情况

序号	公司	2017	2016	2015	2014	2013
1	长虹美菱	193%	28%	173%	16%	17%
2	九阳股份	144%	0%	87%	87%	81%
3	天际股份	102%	18%	19%	18%	-
4	浙江美大	98%	99%	64%	73%	65%
5	立霸股份	85%	66%	63%	20%	-
6	飞科电器	78%	142%	-	-	-
7	哈尔斯	75%	48%	25%	65%	50%
8	澳柯玛	71%	0%	0%	0%	0%
9	开能环保	69%	37%	31%	28%	50%
10	得邦照明	66%	-	-	-	-
11	新宝股份	60%	51%	47%	52%	46%

资料来源：Wind，天风证券研究所

九阳自上市以来就一直维持超高分红率吗？

从九阳上市以来，九阳的分红变化可以分为两个阶段：

第一阶段，在上市初的 2008-2009 年，这两年分红占现金流比例低于 50%，正好对应的是九阳 ROE 水平超过 20%的时期；

第二阶段，在 2010 年以后，随着豆浆机行业开始萎缩，九阳的 ROE 水平开始逐渐下滑到 20%以下，随之所对应的是分红比例的上升。

2016 年，九阳筹划定向增发事项，而根据证监会《证券发行与承销管理办法》规定，上市公司发行证券，存在分红方案的，应当在分红方案实施后才能进行发行。因此，2016 年公司处于发展和股东利益等因素综合考虑，未进行分红。

表 2：九阳股份历年来分红情况

九阳股份	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
经营性净现金流 (亿元)	9.53	7.83	5.50	5.12	3.02	2.45	5.95	8.61	10.07	0.49	4.09
现金分红 (亿元)	2.14	3.55	3.80	6.32	3.80	3.80	4.61	5.37	0.00	9.94	6.14
分红占现金流比例	22%	45%	69%	123%	126%	155%	77%	62%	0%	2029%	150%
分红率	40%	58%	64%	126%	84%	81%	87%	87%	0%	144%	81%
ROE	38%	25%	22%	18%	17%	16%	18%	20%	21%	18%	21%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

从业务经营角度看，此前长期以豆浆机为主业的九阳也明显受到豆浆机行业兴衰的影响。2008 年豆浆机迅速发展，随后两年保持超过 40%的增长率。黄金三年后的豆浆机市场，一方面消费回顾理性，一方面产品同质化日趋严重，导致更新换代的潜在需求难以激发，市场增长乏力，持续萎缩。根据奥维云网推总数据，2011-2014 年年均下滑幅度为 15.2%。

在此，我们需要回归三个问题：

1) 企业分红的现金来自哪里？

在企业经营的过程中，要么通过经营性现金流赚到现金，要么通过投资性现金流赚到现金，因此逻辑上说，只有通过持续获得经营性现金流才能有足够的现金进行大额分红，否则必然会消耗存量的账面现金。这也是为什么许多公司尽管账面上有较多现金或理财存款余额，但无法进行持续性的大额分红。而家电企业大多具备较为良好的现金流，其商业模式决定了在企业经营过程中现金流的比例较大。

2) 企业怎么选择分红还是不分红？

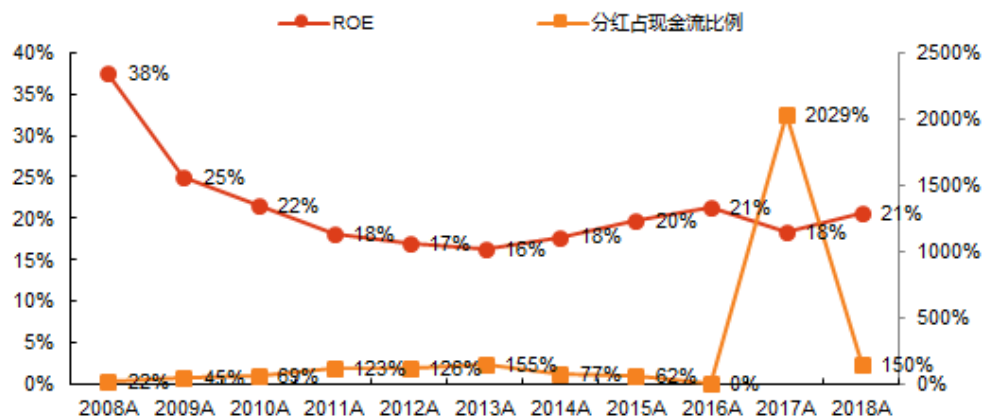
从经营角度讲，企业收益的留存最终将用于企业自身的再投资，例如 Capex，因此，通常企业会根据未来的经营或者业务扩张等资金需求进行一部分预留。

而从股东角度来看，如果企业的 ROE 水平足够高，那么利润上不分红，将收益留存于企业经营，长期看将创造更高的可持续经营性现金流；而如果企业的 ROE 水平开始下降，那么选择当前确定性的分红对于股东来说更具有实际意义。

对于九阳来说，在相当长的一段时间内，企业分红占现金流比例与 ROE 水平存在一定程度的负相关，这其中所隐含的逻辑正是前文所述的，企业的分红率是基于未来经营或者 Capex 投入需求，与股东利益进行权衡的结果。

从这个角度来想，格力 17 年年报不分红曾引起轩然大波，但我们从财务角度去看这件事，或许有不同的认知。如果我们以格力 18 年业绩快报 EPS 以及 18 年三季度末每股净资产去估算，则格力 18 年的 ROE 水平高达约 30.0%。而参考历年来格力正常年度分红时间点约在 6 月或 7 月初，18 年 7 月 1 日至年底沪深 300 指数收益率为负 14.3%。是不是意味着格力 17 年末分红的钱通过企业 ROE 再增值的收益率，其实比自己去投资（沪深 300 指数）要高的多呢？

图 1：九阳股份 ROE 与分红占现金流比例关系



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3) 大股东对于分红或许有自身额外的考量？

从股息分配机制角度来看，九阳长期以来较高的现金分红率都是非常值得鼓励的。众所周知，在 A 股，大股东集团与上市公司平台之间，仍有较为微妙的关系，这些额外的考量，有时候也会影响分红政策。

较为典型的体现为，大股东所在集团公司，旗下的子公司可作为新兴业务孵化器，在发展壮大后再注入上市公司平台。考虑到新业务发展和壮大需要一定的培育时间，在集团层面进行新业务孵化，可以在相当程度上减少新业务资产在培育期内给上市公司带来的财务波动风险。

从九阳的大股东上海力鸿来看，从工商登记公开信息查询客户，公司除持有上市公司九阳股份以外，对外投资子公司包括“上海九阳投资有限公司”、“杭州九阳豆业有限公司”、“上海瑞康股权投资合伙企业”、“宁波中泽嘉盟股权投资合伙企业”等，其中多家公司带有创投企业性质。而尚科宁家（九阳旗下的清洁家电子公司，拥有 Shark 品牌吸尘器业务）也来源于九阳大股东间接持股孵化。近年来，上海力鸿还曾参与过欣锐科技、新农股份 IPO 配售，涉猎领域较为广泛，未来更不排除大股东复制尚科宁家的模式对九阳上市公司体外孵化的新业务资产证券化的可能性。

同为小家电公司的苏泊尔分红如何？

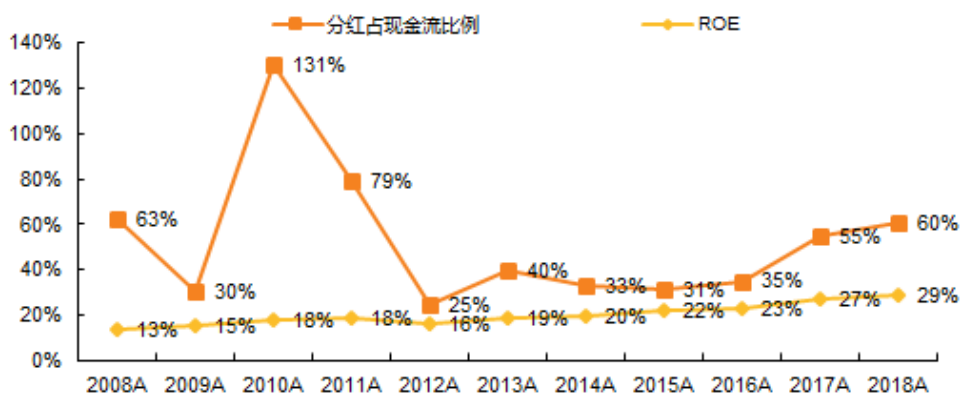
对比九阳来说，苏泊尔无论在分红率还是分红占现金流比例都明显较低。而与九阳类似的是，在苏泊尔 ROE 较低的时期（2012 年以前），公司分红占现金比例显著更高；而随着公司有效的战略调整，进行多品类多渠道产业布局，公司选择更多的现金流留存在企业中，这也带来了公司的 ROE 在 2012 年后持续攀升。

表 3：苏泊尔历年来分红情况

苏泊尔	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
经营性净现金流 (亿元)	1.42	2.95	1.24	2.19	8.57	5.88	8.33	11.33	13.89	10.81	20.14
现金分红 (亿元)	0.89	0.89	1.62	1.73	2.10	2.35	2.72	3.54	4.86	5.91	12.15
分红占现金流比例	63%	30%	131%	79%	25%	40%	33%	31%	35%	55%	60%
分红率	38%	29%	40%	36%	45%	40%	39%	40%	45%	45%	73%
ROE	13%	15%	18%	18%	16%	19%	20%	22%	23%	27%	29%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

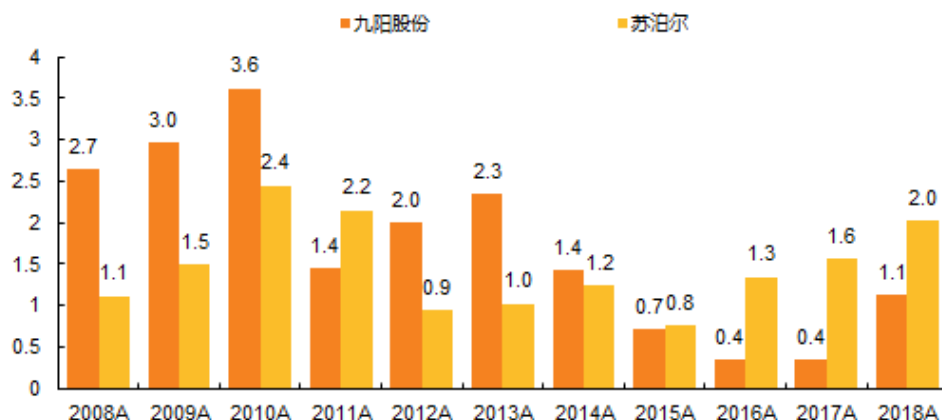
图 2：苏泊尔 ROE 与分红占现金流比例关系



资料来源：公司年报，天风证券研究所

而从资本性支出来看，九阳和苏泊尔在近十年来的资本性支出体量规模都不大，Capex 对于分红的影响并不明显，尤其是在 2015 年之后，苏泊尔也采用了代工模式来进入一些新品类，资本性现金流支出并未出现大幅上升，更多为维持设备更新所需要的 Capex 投入。

图 3：苏泊尔及九阳股份资本性支出情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

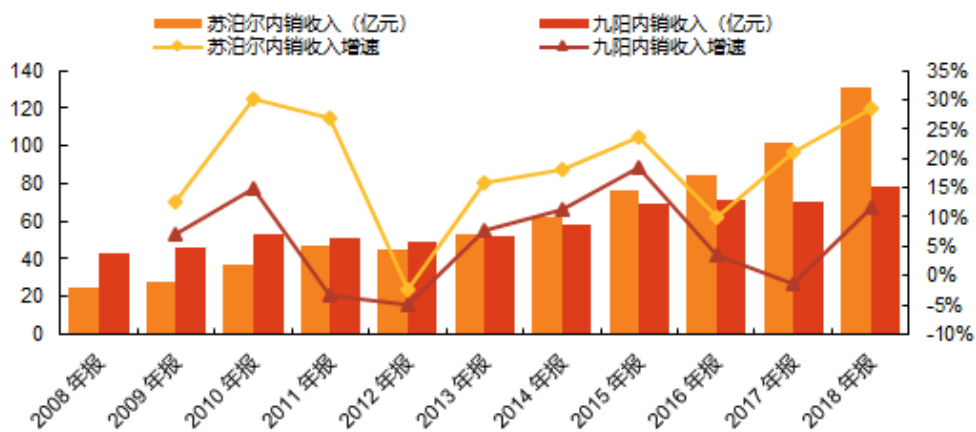
因此，我们认为，苏泊尔和九阳分红率差异的表象背后，有两方面的原因。

原因一：显而易见，苏泊尔大股东法国 SEB 集团，ROE 为 21.7%，显著低于苏泊尔自身 ROE 为 30.1%，且中国地区的小家电业务发展空间，显著高于传统的欧洲地区，让苏泊尔依托上市公司平台发展多品类多渠道，价值更大。

原因二：大股东治理上的选择，也进一步影响了两家公司在类似的企业发展阶段采取了不同战略选择，是固守发展现金流产品直到遇到瓶颈再破釜沉舟进行多元化品类的尝试？还是尽早未雨绸缪不断开拓新品类？

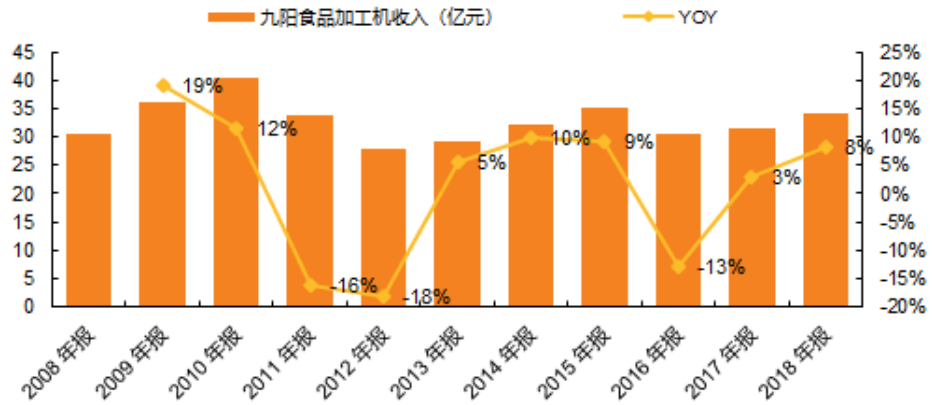
复盘对比苏泊尔和九阳的内销收入规模可以发现，苏泊尔的收入规模增长整体呈现阶梯式增长，而九阳则再 2008-2013 年期间，收入规模没有有效突破 50 亿收入规模。

图 4：苏泊尔与九阳内销收入变化情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

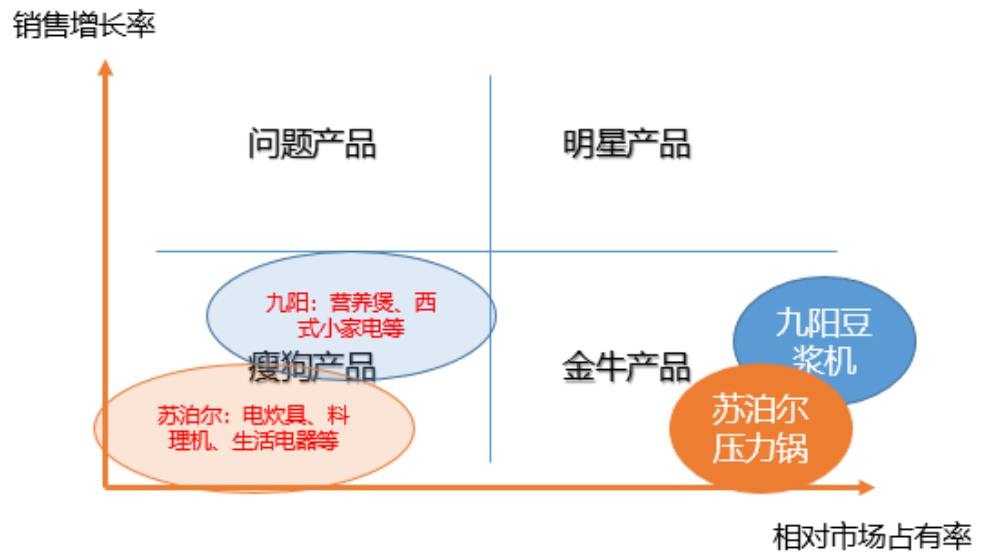
图 5：九阳食品加工机收入变化情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

进一步分析发现，在发展的早期，苏泊尔和九阳都拥有自己的现金牛产品（苏：压力锅、九：豆浆机）和相对薄弱的产品。

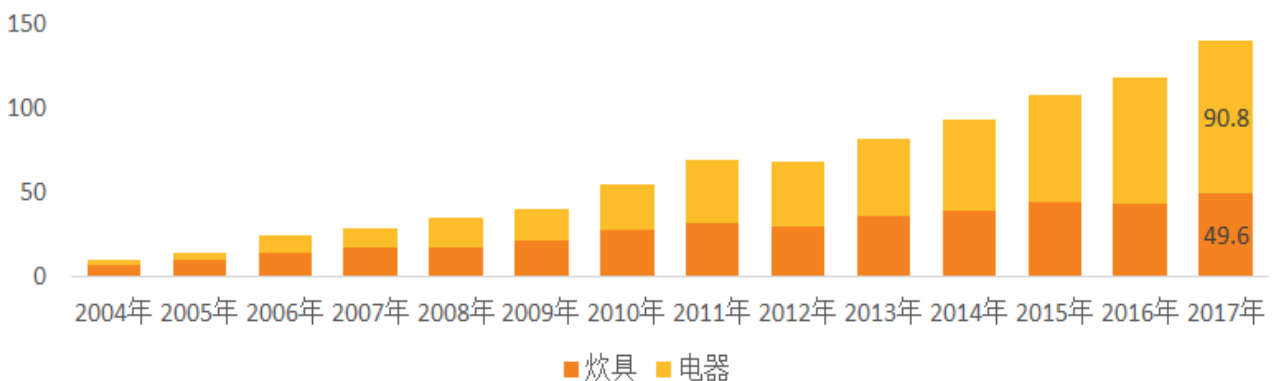
图 6：苏泊尔和九阳发展早期 BCG 产品矩阵



资料来源：公司官网，天风证券研究所

在过去十几年中，苏泊尔的炊具品类从单一的压力锅向明火炊具、电炊具拓展；小家电品类不断拓展，电炊具，料理机，再到后来的生活电器，快速扩张。

图 7：苏泊尔小家电比例逐年上升（单位：%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 4：苏泊尔多元化品类扩张

主流渠道	百货			商超		三四级/体验式+电商	
	1994	1997	2004	2005	2013	2014	2015
明火炊具类	压力锅	奶锅 汤锅 炒锅 蒸锅 真空保鲜锅		可控营养压力锅 超微晶不锈钢锅 陶瓷无油烟健康炒锅 智能三型压力锅	真不锈二代炒锅 火红点二代炒锅 精陶系列煎锅		
厨房小家电类			电水壶 电磁炉 电火锅 电饭煲 榨汁机 医用消毒器		IH球釜电饭煲 长板电磁炉 原汁机	“鲜呼吸”电压力锅	
厨卫电器类				油烟机 燃气灶 消毒柜			
环境家具电器类						空气净化器 吸尘器 挂烫机 电熨斗	
厨房工具类							水壶 刀具 铲勺 保温提锅 水杯 厨房工具 保鲜盒

资料来源：公司年报，天风证券研究所

而未来随着 WMF 和 SEB 的产品纳入旗下，苏泊尔在炊具和西式小家电领域的品类储备将更加丰富。

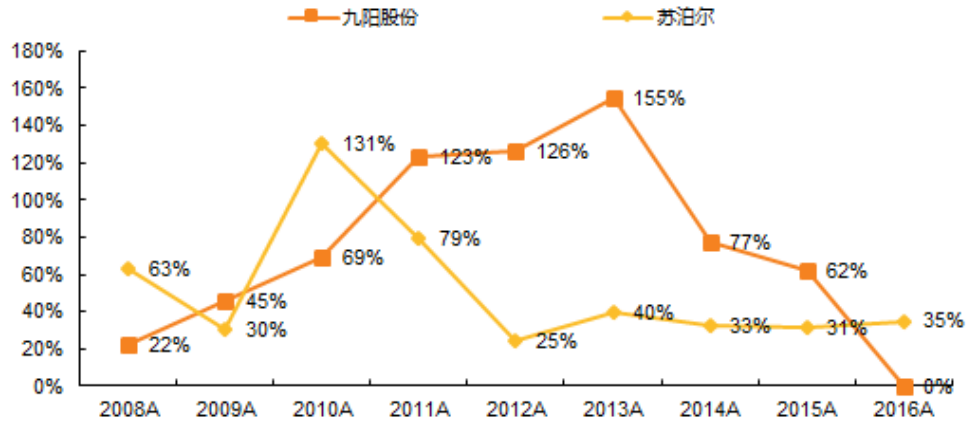
图 8：法国 SEB 集团小家电产品库



资料来源：SEB 官网，天风证券研究所

苏泊尔是典型的从厨房小家电内部多品类扩展、到渠道下沉，再到小家电大品类扩张，以及目前开始进入多品牌发展之路，每一步的发展都能体现出公司前瞻性的战略布局。众所周知，产品总有生命周期，及早规划布局，才可以使得公司收入规模整体的平稳增长，从而体现出穿越周期的能力。

图 9：苏泊尔及九阳股份现金分红占经营性净现金流比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

对比来看，九阳一直以来都是豆浆机细分领域的绝对龙头，在较长一段时间内，豆浆机产品收入占有相当高的比重。从上图收入规模来看，九阳 2008 至 2013 年这个期间，收入规模总量徘徊在 40-50 亿的规模量级，没有有效突破。这个阶段，豆浆机这个传统现金牛产品，在收入的比例开始下降，这意味着新品类尽管也在增长，但只能抵御主业产品的下降。恰巧的是，从现金分红占经营性现金流的比例来看，2011-2013 年，九阳这个数据的比例超过 100%。而大股东旗下的九阳投资也是 2011 年注册成立的，我们合理揣测，九阳这个阶段的高分红政策或与当时大股东对于其自身各项投资规划有一定关系。

表 5：九阳大股东上海力鸿部分参股企业

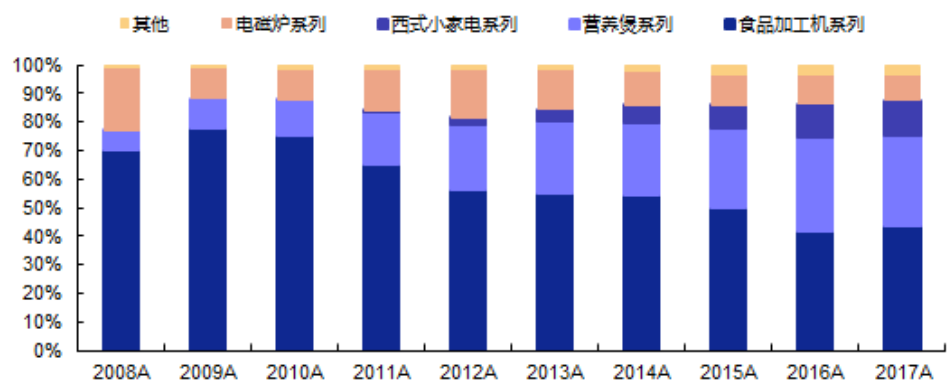
大股东参股公司	投资占比	成立日期
上海九阳投资有限公司	100%	2011/8/30
天津鼎晖嘉铭股权投资合伙企业 (有限合伙)	5.26%	2011/8/29
上海瑞康股权投资合伙企业 (有限合伙)	-	2012/5/29

资料来源：国家企业信用信息公示系统，天风证券研究所

契机的转变来源于 2014 年，公司开始借助电商渠道（当年同比增长 57%），不仅获得了有效规模增长，还获得了诸如饭煲品类上的成功（市占率提升 5%），当年收入规模接近 60 亿，次年进一步进展至了 70 亿规模。现金分红占经营性现金流的比重开始出现下降，ROE 的回升意味着再投资这个行为更有价值。

从目前的公司产品结构上来看，九阳以破壁料理机为代表的新一代食品加工机类产品，以及 IH 饭煲为代表的营养煲系列支撑起了公司收入规模再次发展的新阶段。

图 10：2014 年以后，九阳产品线开始丰富



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：九阳股份 2019 年产品线



资料来源：公司官网，天风证券研究所

复盘到这个阶段，我们对于高分红政策的观点已经较为鲜明。我们认为，企业在发展的不同阶段，的确应使用不同的分红策略，尤其是考虑到尊重中小股东方面，在 ROE 持续下降的阶段，提高现金分红比例从财务角度来看，并不是件坏事。但从公司发展的角度而言，我们更希望公司提早地将资金有效规划，提早布局新的增长点，从而获得更好的发展。毕竟对于现阶段的 A 股投资者而言，公司市值的有效增长带来的收益率仍是高于企业的分红收益率。当然，我们认为，目前经历了渠道调整，并重新找到品类发展节奏的九阳，将会迎来新一轮的收入规模上台阶阶段。而从九阳作为收购主体，于 2018 年收购尚科宁家（中国）51% 股权，除了意味着九阳多元化品类扩张上开始朝着清洁家电类发展以外，也意味着上市公司作为新产业孵化平台也有价值。希望九阳在后期的企业发展中，仍遵守着优待中小股东的传统美德，在获得企业市值有效增长的同时，保持恰当的分红比例，以回馈投资者。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com