

九阳股份 (002242.SZ)

更懂年轻人，开启成长新周期

复盘公司增长与调整的十年。公司从豆浆机起家，2008年-2018年，总收入 CAGR 为 6.57%，净利润 CAGR 为 3.43%，增速较同行业稍显平淡，主要存在两方面原因：1) 豆浆机和电磁炉两大支柱产品行业需求出现大幅下滑；2) 新品类的开拓在带来近 6 倍收入增长的同时，也存在因对新品商业化能力关注度不足，导致整体财务表现与研发投入并不同步。

2019 年公司正式开启战略新篇章。产品层面变革：公司大力创新核心大单品（豆浆机、电饭煲、破壁机），2019 年上半年针对消费者对产品特点的需求，执行价值登高策略，推出定位高端的 SKY 系列，2019 年下半年推出性价比更高的同系列产品，提升市场份额；在小单品进行微创新，并以三人小组机制提升产品的商业化精准度。**组织架构调整：**公司由事业部制组织结构转变成产品 BU 和渠道 BU 结构，在新组织架构下权责更明晰、激励更明确，运行效率更高。**协同效应发挥：**2018 年公司携手 SharkNinja，进军清洁品类，依据中国市场特色推出蒸汽除菌拖把等新品，获得市场良好反馈，并借助九阳已有渠道迅速布局中国市场。

以更懂年轻人的方式进行渠道和营销调整。渠道层面：2016 年公司整合经销商，将数量从 470 家减少到 300 多家，采用更扁平的经销商模式提升公司战略服务销量。线上，公司领跑市场，2018 年线上收入占比 50%，线下，开启体验店等拓展新零售渠道助推业绩增长。**营销层面：**公司充分了解年轻消费群体特点，利用新媒体实现流量转化，进行产品推广。

未来公司经营处于向上周期。从内销层面看，基于小家电行业的产品周期性，SKY 系列的型号拓展，预计将在 2020 年对公司的收入形成较大拉动力。**外销层面，**九阳向 SharkNinja 出售厨房小家电，带来海外收入的大幅增长：2019 年上半年，出口 Foodi 产品贡献销售收入约 2.6 亿。**股权激励角度看，**公司设立较高股权激励目标，2019 年和 2020 年净利润增长率分别不低于 8% 和 15%，彰显管理层对公司未来增长信心。

盈利预测与投资建议。预计 2019-2021 年公司收入分别为 93.98/110.02/124.79 亿元，同增 15.05%/17.06%/13.43%，归母净利润分别为 8.16/9.45/10.65 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 1.06/1.23/1.39 元。公司现价 29.2 元，对应为 PE 23.5/20.3/18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：Shark 国内业务拓展不及预期，新产品拓展不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,248	8,169	9,398	11,002	12,479
增长率 yoy (%)	-0.9	12.7	15.1	17.1	13.4
归母净利润(百万元)	689	754	816	945	1,065
增长率 yoy (%)	-1.3	9.5	8.2	15.7	12.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.90	0.98	1.06	1.23	1.39
净资产收益率(%)	19.8	19.4	20.8	21.0	20.5
P/E(倍)	27.8	25.4	23.5	20.3	18.0
P/B(倍)	5.5	5.0	4.8	4.2	3.7

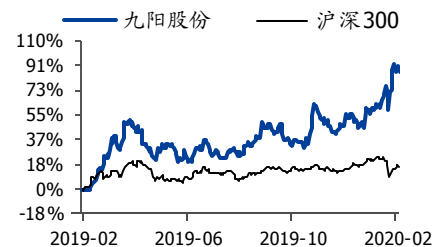
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	白色家电
最新收盘价	29.29
总市值(百万元)	22,474.57
总股本(百万股)	767.31
其中自由流通股(%)	99.44
30 日日均成交量(百万股)	3.73

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 高润鑫

邮箱：gaorunxin@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3591	4819	5422	7182	7417
现金	673	1091	1790	2287	2701
应收票据及应收账款	1847	2572	2512	3440	3311
其他应收款	30	26	38	37	48
预付账款	7	50	16	61	26
存货	516	747	734	1025	997
其他流动资产	518	332	332	332	332
非流动资产	1759	1841	1857	1894	1916
长期投资	264	257	251	244	237
固定资产	631	702	765	843	896
无形资产	153	126	92	65	42
其他非流动资产	712	757	750	741	740
资产总计	5351	6660	7280	9076	9333
流动负债	1762	2828	2436	3686	3252
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1028	1764	1508	2376	2091
其他流动负债	735	1064	927	1310	1162
非流动负债	6	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	3	3	3	3
负债合计	1769	2830	2438	3689	3255
少数股东权益	8	20	49	72	91
股本	768	768	768	768	768
资本公积	896	843	843	843	843
留存收益	1979	2206	3051	4019	5104
归属母公司股东权益	3575	3810	4793	5315	5987
负债和股东权益	5351	6660	7280	9076	9333

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	49	409	509	914	784
净利润	710	742	845	968	1084
折旧摊销	76	77	77	90	95
财务费用	-0	-11	-18	-32	-41
投资损失	-88	-135	-100	-100	-100
营运资金变动	-658	-170	-296	-12	-255
其他经营现金流	10	-94	0	0	0
投资活动现金流	694	342	6	-27	-17
资本支出	35	112	23	43	29
长期投资	-128	-43	7	7	7
其他投资现金流	601	411	36	24	18
筹资活动现金流	-783	-516	-596	-391	-352
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	-39	-53	0	0	0
其他筹资现金流	-744	-463	-596	-391	-352
现金净增加额	-48	236	-81	497	415

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7248	8169	9398	11002	12479
营业成本	4855	5544	6498	7715	8872
营业税金及附加	61	49	70	72	81
营业费用	1093	1377	1344	1496	1622
管理费用	553	310	310	363	374
研发费用	0	298	282	330	374
财务费用	-0	-11	-18	-32	-41
资产减值损失	12	10	11	13	15
其他收益	46	43	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	88	135	100	100	100
资产处置收益	1	108	0	0	0
营业利润	808	878	1000	1144	1281
营业外收入	19	4	4	4	4
营业外支出	9	11	11	11	11
利润总额	818	871	993	1137	1274
所得税	108	129	147	169	189
净利润	710	742	845	968	1084
少数股东损益	21	-13	29	23	19
归属母公司净利润	689	754	816	945	1065
EBITDA	874	915	1027	1165	1294
EPS (元/股)	0.90	0.98	1.06	1.23	1.39

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.9	12.7	15.1	17.1	13.4
营业利润 (%)	6.8	8.7	13.9	14.4	12.0
归属母公司净利润 (%)	-1.3	9.5	8.2	15.7	12.7
获利能力					
毛利率 (%)	33.0	32.1	30.9	29.9	28.9
净利率 (%)	9.5	9.2	8.7	8.6	8.5
ROE (%)	19.8	19.4	20.8	21.0	20.5
ROIC (%)	19.3	18.7	20.1	20.2	19.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.1	42.5	33.5	40.6	34.9
净负债比率 (%)	-18.6	-28.4	-44.0	-49.6	-50.9
流动比率	2.0	1.7	2.2	1.9	2.3
速动比率	1.4	1.3	1.8	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	4.3	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.90	0.98	1.06	1.23	1.39
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.06	0.53	0.66	1.19	1.02
每股净资产 (最新摊薄)	4.66	4.97	5.23	5.91	6.79
估值比率					
P/E	27.8	25.4	23.5	20.3	18.0
P/B	5.4	5.0	4.8	4.2	3.7
EV/EBITDA	21.2	19.8	17.0	14.6	12.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1 九阳 2008-2018 的 10 年：增长与调整的双重任务.....	5
1.1 两大支柱产品的行业需求出现波动.....	6
1.2 十年间新品类开拓的得与失.....	8
1.2.1 品类拓展成绩：豆浆机和电磁炉之外收入增长近 6 倍.....	8
1.2.2 可改进之处：新品拓展的策略存在偏差.....	9
2 2019 年九阳正式开启战略新篇章.....	11
2.1 突破：产品战略思路调整，聚焦核心品类.....	12
2.1.1 做好核心品类的创新，大单品发力.....	12
2.1.2 小单品灵活开拓.....	15
2.2 组织架构转变：从事业部转型 BU.....	16
2.3 进军清洁品类，与 shark&ninja 协同.....	17
3 渠道和营销调整：更懂年轻消费者.....	19
3.1 渠道整改：优化升级经销商网络.....	19
3.2 流量变化趋势：九阳在变化的应对上更加超前.....	20
3.3 在营销上，更加年轻化和接地气.....	22
4 未来几年公司经营处于向上周期.....	23
4.1 短期内外销驱动力.....	23
4.2 从股权激励考核看未来的增长预期.....	24
5 盈利预测与估值.....	25
5.1 盈利预测.....	25
5.2 估值分析.....	27
风险提示.....	29

图表目录

图表 1: 截至 2019 年 6 月主要股东持股情况 (股).....	5
图表 2: 2008-2018 年九阳收入和利润增速 (亿元, %).....	5
图表 3: 2005-2008 年九阳豆浆机系列收入和占比 (亿元, %).....	6
图表 4: 2008 年九阳收入占比 (%).....	6
图表 5: 中国城市天然气管道长度 (公里).....	6
图表 6: 2008-2018 年九阳电磁炉收入和利润增速 (亿元, %).....	7
图表 7: 豆浆机行业增速 (%).....	7
图表 8: 2010-2017 年小家电豆浆机市占率.....	8
图表 9: 公司战略调整.....	8
图表 10: 2010-2017 年九阳各业务市占率 (%).....	9
图表 11: 2019 年 12 月九阳小家电线上线下市占率情况.....	9
图表 12: 同行业公司研发投入 (亿元, %).....	10
图表 13: 三级研发体系.....	10
图表 14: 产品推进时间表.....	11
图表 15: 九阳产品推进时间及对应总营收 (百万元).....	11
图表 16: 2018 年市场规模及同比增速.....	12
图表 17: 2016-2018 年破壁机规模 (亿元).....	13
图表 18: 2018 年各国平均每百户家庭破壁机数量 (个).....	13
图表 19: 破壁机销售收入预测 (亿元).....	13

图表 20: 2019 年上半年 SKY 系列	14
图表 21: 九阳 2019 SKY 系列 (元)	14
图表 22: 2018 年 Vs 2019 年中国料理机线上市场 TOP 10 机型 (元/件)	15
图表 23: 九阳与 LINE FRIENDS 和皮卡丘的部分合作款销量情况	15
图表 24: 九阳 LINE FRIENDS 系列	15
图表 25: 三人组制度	16
图表 26: 公司变革后组织结构	17
图表 27: 2012-2019. 11 吸尘器市场零售额规模 (亿元)	17
图表 28: 九阳收购 Shark Ninja 时间线	18
图表 29: 2017 年美国吸尘器市场份额情况	18
图表 30: Shark 产品	19
图表 31: 2008 年九阳渠道模式	20
图表 32: 扁平化九阳经销商模式	20
图表 33: 九阳渠道推进时间线	21
图表 34: 双十一九阳全网销售额 (亿元)	21
图表 35: 九阳品牌体验店	22
图表 36: 九阳线上线下渠道比较	22
图表 37: 2019 年九阳消费者年龄分布	23
图表 38: 2019 年九阳消费者职业分布	23
图表 39: 九阳豆浆机代言人	23
图表 40: 2019 年 11 月九阳小家电市占率情况	24
图表 41: 九阳海外营收情况 (百万元)	24
图表 42: 各年度财务考核目标	25
图表 43: 营收预测(亿元)	26
图表 44: 毛利率情况	27
图表 45: 九阳 PE-band	27
图表 46: 九阳收入及归母净利润增速 (%)	27
图表 47: 九阳与苏泊尔 PE 比较	28
图表 48: 苏泊尔 ROE 及拆分情况	28
图表 49: 九阳 ROE 及拆分情况	29
图表 50: 同行业情况比较	29

1 九阳 2008-2018 的 10 年：增长与调整的双重任务

1994 年，九阳创造了第一台豆浆机，2008 年于深圳证券交易所上市。截至目前，公司产品类众多，包括：豆浆机、料理机、电饭煲、炒菜机等。公司实际控制人王旭宁，控制九阳股份的两大股东上海力鸿企业管理有限公司和 BILTING DEVELOPMENTS LIMITED，所持股份占比分别为 50.11% 和 16.93%。

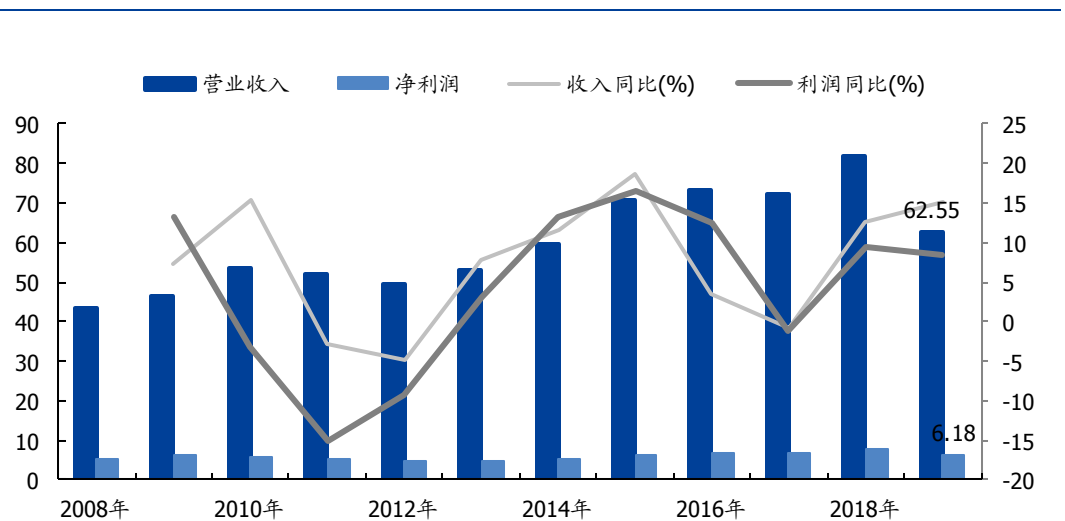
图表 1: 截至 2019 年 6 月主要股东持股情况 (股)

股东名称	持股数量	占总股本比例
上海力鸿企业管理有限公司	384,523,746	50.11%
BILTING DEVELOPMENTS LIMITED	129,924,090	16.93%
中央汇金资产管理有限责任公司	38,310,500	4.99%
香港中央结算有限公司 (陆股通)	19,218,928	2.50%

资料来源: 国盛证券研究所

在 2008 年-2018 年的 10 年期间，收入的 CAGR 为 6.57%，净利润 CAGR 为 3.43%。相比于同行公司，九阳增速表现稍显平淡。

图表 2: 2008-2018 年九阳收入和利润增速 (亿元, %)

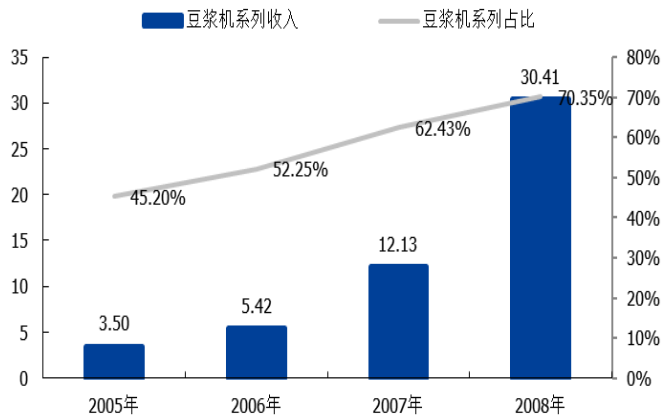


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分析背后的原因，是因为九阳上市后面临着行业需求下滑的压力。

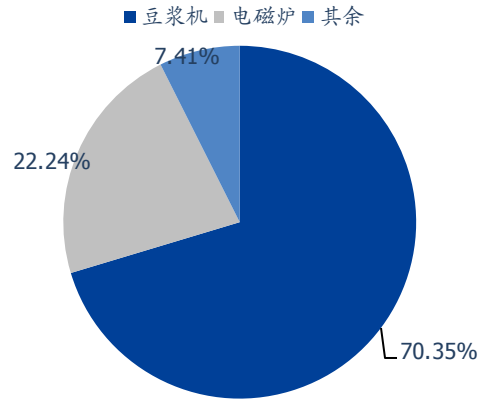
九阳是从豆浆机起家，2008 年豆浆机系列业务收入为 30.41 亿元，同比增长 150.74%，在九阳的营收占比达 70.35%，占据绝对主导地位；另一个大单品电磁炉收入为 9.62 亿元，占比为 22.24%。

图表 3: 2005-2008 年九阳豆浆机系列收入和占比 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2008 年九阳收入占比 (%)



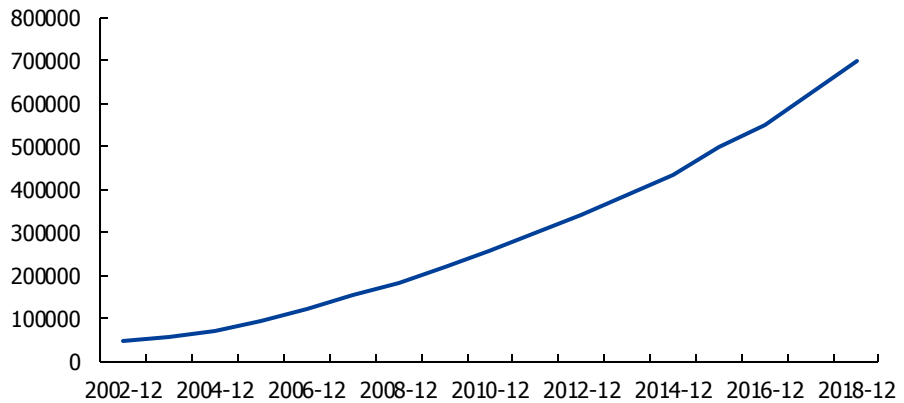
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2008 年豆浆机业务的高速增长背后, 存在事件性因素的催化。2008 年中国牛奶出现三聚氰胺事件, 导致消费者对奶制品质量的不信任, 豆浆作为牛奶的替代品, 当年的销售量出现井喷。

1.1 两大支柱产品的行业需求出现波动

2009 年的电磁炉行业需求出现大幅下滑。主要由于煤气价格的持续下降, 电对煤气的替代效应降低, 电磁炉行业发展减缓。并且长周期中, 随着中国管道煤气的普及率提高, 电磁炉并没有成为行业主流, 替代燃气灶, 反而逐步成为以租房市场为主的小众需求。

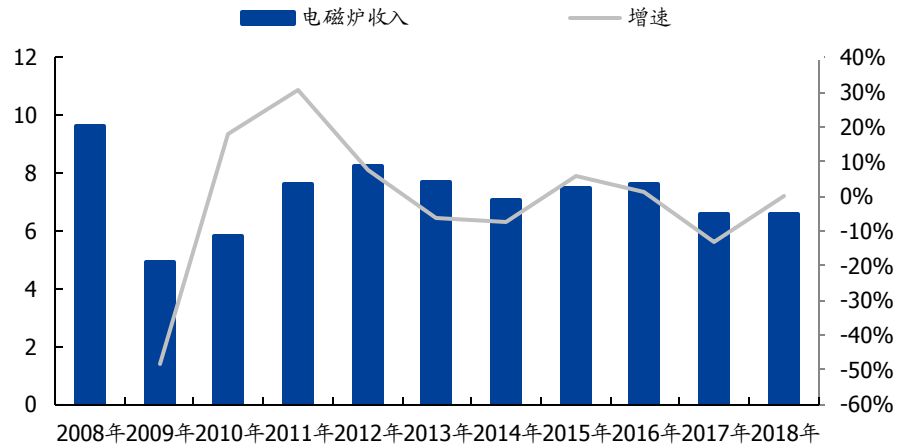
图表 5: 中国城市天然气管道长度 (公里)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

九阳的电磁炉业务也受制于行业的因素, 其收入规模在 10 年时间里基本维持在 7-8 亿元左右, 没有超过 2008 年的收入。

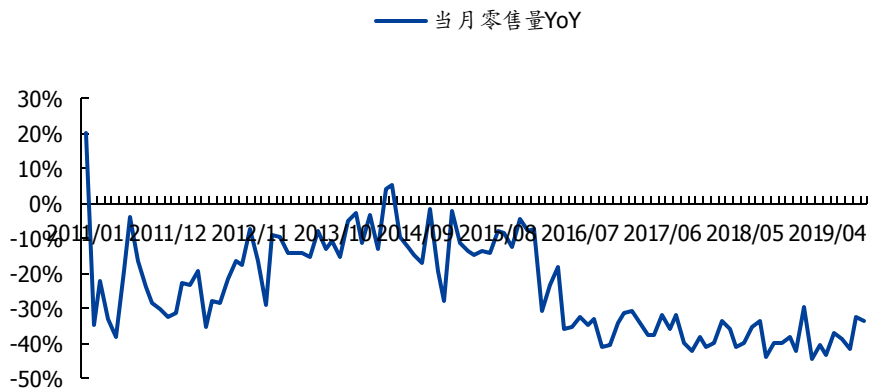
图表 6: 2008-2018 年九阳电磁炉收入和利润增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

随着三聚氰胺事件的影响逐步消散, 豆浆机行业也开始面临需求下滑。

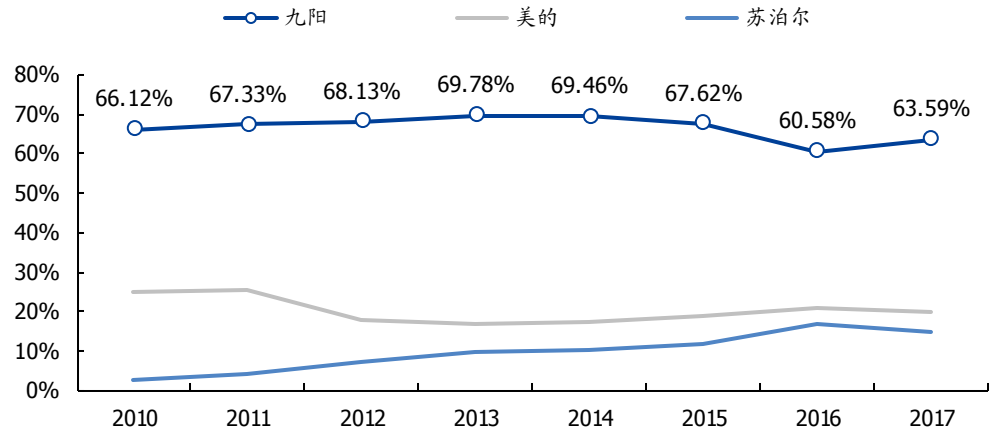
图表 7: 豆浆机行业增速 (%)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

九阳作为豆浆机行业的绝对龙头, 并且市占率始终高于 60%, 但是也受到行业需求萎缩的影响, 10 年间公司的豆浆机业务处于负增长。2008 年时, 九阳豆浆机系列收入约 30 亿元 (包含少量料理机, 预计豆浆机业务收入在 25 亿以上), 2018 年九阳豆浆机占销售收入比例低于 20% (对应收入约 16 亿元)。

图表 8: 2010-2017年小家电豆浆机市占率



资料来源: 中怡康, 招股书, 国盛证券研究所

1.2 十年间新品类开拓的得与失

九阳面临两大强势主业行业需求的下滑, 开拓新品类则显得尤为迫切。回顾九阳产品策略, 我们可以清晰看到九阳从“坚持豆浆机行业领导者”到“全品类料理小电”再到“品质生活小家电”的战略定位调整。

图表 9: 公司战略调整

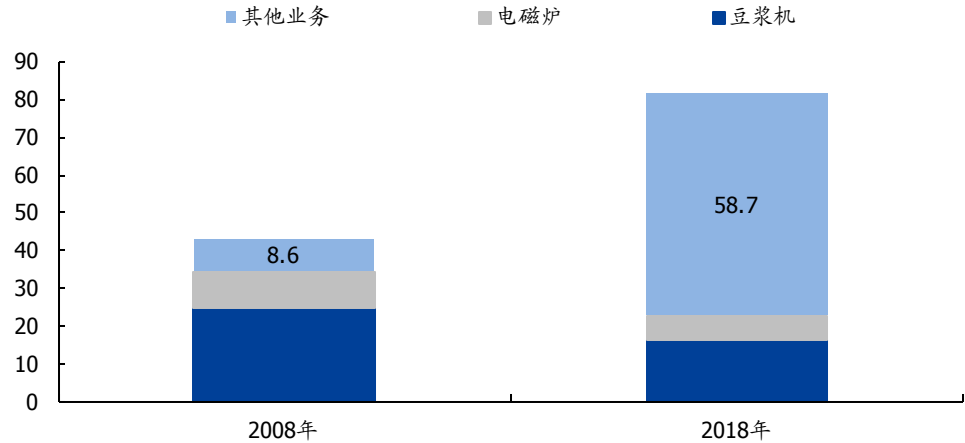
年份	公司战略
2009	强化“豆浆机行业的开创者和领导者”的先发优势, 坚持走品牌和精品之路。
2010	强化“豆浆机开创者与领导者”先发优势的同时, 也不断深化九阳小家电的品牌推广, 努力开创豆浆机产品和小家电产品均衡发展。
2011	坚持以厨房电器为核心, 积极培育豆业和净水两大新兴产业。
2012	专注于小家电行业, 以厨房电器为核心, 坚持大品牌的发展战略, 重点发展豆业、净水和大厨电等新兴业务领域, 稳步推进多元化的战略布局。
2013	支撑公司从“豆浆机”向“全品类料理小电”的品牌转型, 重点扶持发展豆业、净水和大厨电等新业务领域
2014	专注于小家电行业, 聚焦厨房电器产品, 深入探索互联网时代下的品牌建设之路。
2015-2017	致力于“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略与品牌提升转型。继续专注于小家电行业, 深入探索线上线下融合发展; 通过投资尚科宁家, 实现了“走出厨房、进入客厅”的转变, 并将公司产品线拓展至家居清洁类小家电领域。
2018	

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

1.2.1 品类拓展成绩: 豆浆机和电磁炉之外收入增长近 6 倍

九阳这 10 年的品类拓展其实取得了较大的成功, 非豆浆机和电磁炉业务的收入从 2008 年的 8.6 亿左右增长至 2018 年的 58.7 亿元。

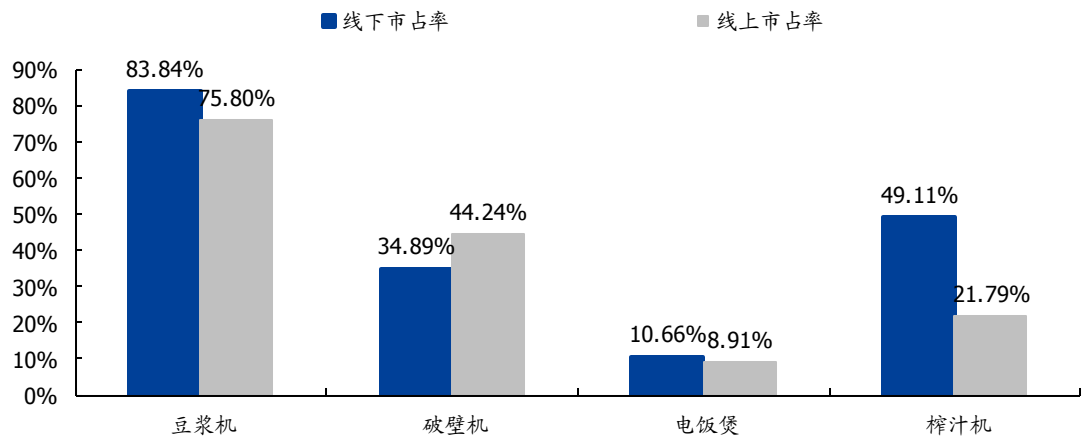
图表 10: 2010-2017年九阳各业务市占率 (%)



资料来源: 中怡康, 招股书, 国盛证券研究所

公司在厨房类的小家电核心品类中, 基本都处于前三名, 在小家电领域形成了与苏泊尔和美的的三足鼎立格局。

图表 11: 2019年12月九阳小家电线上线下市占率情况



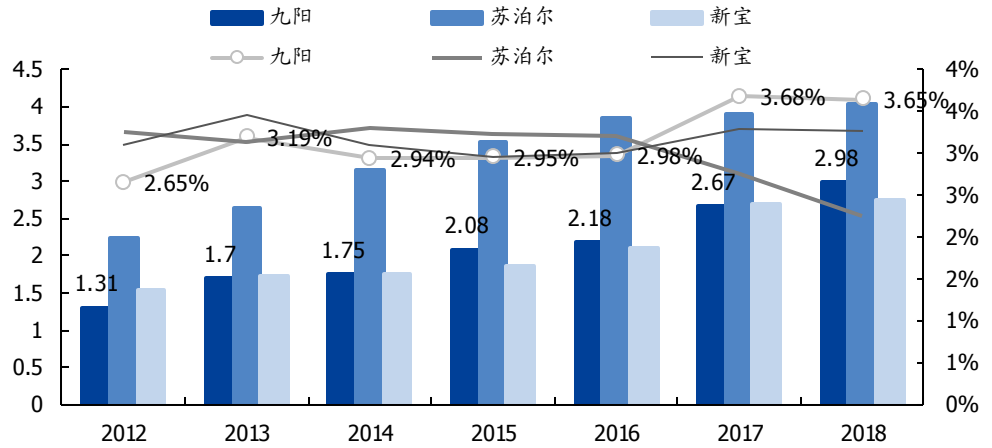
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

1.2.2 可改进之处: 新品拓展的策略存在偏差

九阳的基因中携带创新, 也是创新的受益者。正是因此有豆浆机的创造性发明, 才有了后来的九阳, 因此九阳后续的产品拓展中, 做了诸多原创品类的尝试, 希望能够通过产品的创造, 继续复制在豆浆机上的成功, 培育下一个大单品。

九阳对研发投入也毫不吝惜。公司在研发费用相比新宝投入更高, 三级研发体系贯穿了产品全生命周期。

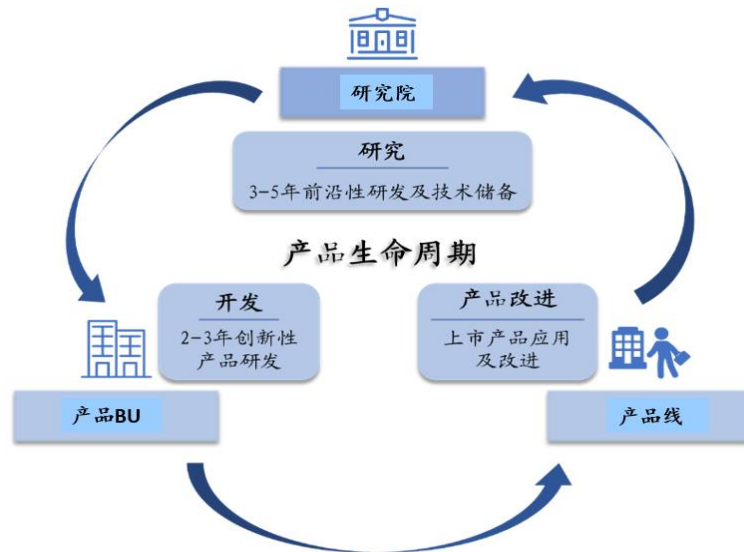
图表 12: 同行业公司研发投入 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

制度方面, 九阳拥有三研发体系, 2019 年开始分为: **1) 研究院**: 负责未来 3-5 年的前沿性研发与技术储备; **2) 产品 BU**: 确定技术适用与产品定位, 负责未来 2-3 年创新性产品研发; **3) 产品线**: 负责上市后产品的具体应用及改进。三级研发体系贯穿了产品生命周期, 给九阳产品创新注入了源源不断的动力。

图表 13: 三级研发体系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

但是, 九阳的产品研发投入与财务表现并不成正比, 背后原因是九阳的新品方向行业空间小, 市场化略显能力不足。

公司推出了众多新品: 2011 年九阳推出煎烤机、面包机、酸奶机, 并购进入净水领域; 九阳 2013 年推出面条机、One Cup 胶囊豆浆机; 2014 年推出铁斧电饭煲, 2016 年推出炒菜机器人、迷你洗碗机和隐形油烟机等产品; 2017 年推出真空破壁料理机、93℃增香铁釜 T9、新一代炒菜机器人 J7、轻奢派锅具等新产品。

图表 14: 产品推进时间表

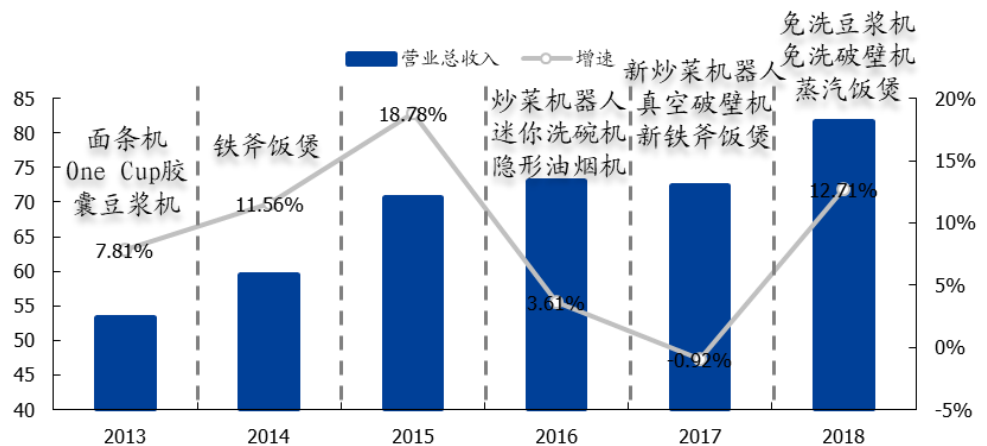
美的					香甜好米饭IH智能煲、磨盘系列豆浆机	美的“鼎釜”系列电饭煲	“真空变压鼎釜 IH”电饭煲	高端破壁机、105kpa 高速浓香电压力锅	变频破壁机	
九阳	营养王豆浆机等系列化新品	煎饼机、面包机、酸奶机	面条机			推出 铁釜电饭煲 单品	发布智能破壁原浆机、智能电饭煲、智能养生壶等	推出炒菜机器人、迷你洗碗机和隐形油烟机新产品	真空破壁料理机、新一代炒菜机器人	无人自动清洗豆浆机 、静音破壁料理机
苏泊尔	成功引入SEB火红点专利	国内首台一级能效电磁炉上市	推出 行业首台IH电饭煲		推出 IH球釜电饭煲 、长板电磁炉、原汁机、火红点二代炒锅、精陶系列煎锅等创新产品	鲜呼吸100压力锅	推出国内 首台蒸汽IH球釜电饭煲 ，推出的 独具100kPa 加压 提速系统的巧易磁压力快锅	真磨醇浆豆浆机、破壁料理机	真空破壁料理机 获得CME设计大奖	推出本釜电饭煲、静音破壁料理机、精陶球釜鲜呼吸电压力锅等
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018

资料来源: 年报, 国盛证券研究所

公司在推进产品多元化的过程当中，暴露出对产品商业化能力关注度不足的问题。研发的新品真正成长为大单品的仅仅为电饭煲系列，其余产品因为市场过于细分，消费者需求少，导致整体的销售体量并不高。公司推出面条机、One Cup 胶囊豆浆机、炒菜机器人等创新产品由于可选消费属性强、市场体量小或市场接受度不足，其产品可变现能力不足，仍需等待市场爆发时机。以 One Cup 豆浆机为例，产品的推出是效仿胶囊咖啡机，但却忽略了两者的本质差异：消费者喝豆浆更倾向于选择自然、无添加的豆浆，而咖啡是崇尚文化和品味。所以尽管 One Cup 豆浆机给人们提供了方便、时尚和多种口味的选择，但忽略了消费者喝豆浆的初衷。

原先大单品的资源投入被分流。九阳新品品类不断推出，并且占据了公司较大的研发和市场推广精力，但新产品的收入体量较小。而在大的单品中难以有较大的突破，甚至大单品因为精力的分散反而表现并不好，并没有对公司的营业收入有明显的拉动。2016年营收增速放缓，2017年营收出现负增长，同比增速-0.92%。

图表 15: 九阳产品推进时间及对应总营收 (百万元)



资料来源: 年报, 国盛证券研究所

反观小家电行业中的苏泊尔,其产品策略上更多针对大单品,并不过分追求品类的创新,评估潜在产品的消费者需求和行业竞争格局,不断实现其收入体量的拓展。

2 2019 年九阳正式开启战略新篇章

2.1 突破：产品战略思路调整，聚焦核心品类

九阳在推进多元化战略时，由于过度关注产品的创新，使得资源分配存在一定失衡。2018年之后，公司逐渐将产品研发重心根据预期商业化程度进行调整，着重在大单品上持续发力，在小单品上挖掘基层创新能力。

2.1.1 做好核心品类的创新，大单品发力

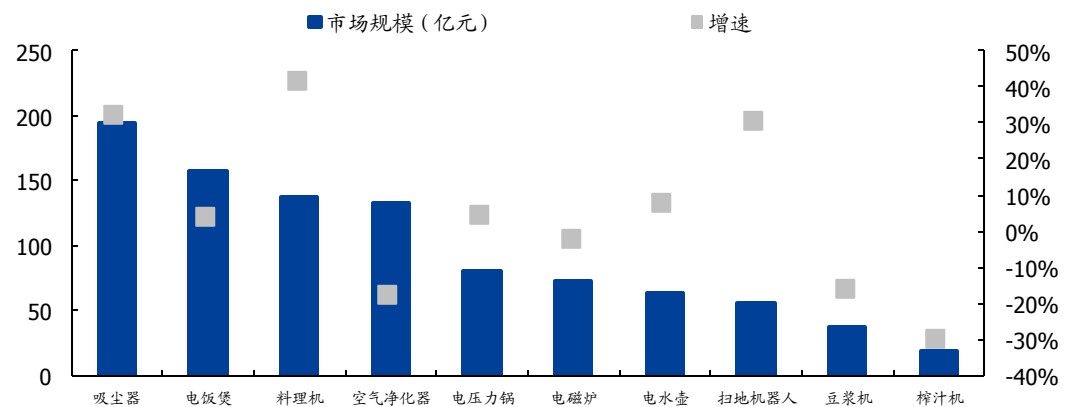
豆浆机：仍是九阳的大单品

豆浆机九阳的强势品类，尽管行业需求萎缩，但是对九阳来说仍是收入贡献超 10 亿的大单品，与其花更多精力在研发新的产品，不如通过解决其痛点来提升需求。之前豆浆机存在诸多痛点，例如清洗较为繁琐，豆浆有渣等，痛点的解决也能够带来消费者对该品类的需求上升，带来收入的回暖。

电饭煲：小家电中必选属性最高。

截至 2018 年，电饭煲的市场规模达到 157.3 亿元，当前电饭煲市场份额领先的三个品牌为美的、苏泊尔、九阳，占比分别在 40%、30%、15% 左右。传统电饭煲，是通过内胆导热的方式来烹饪，通过蒸汽加热的方式来烹饪食物，能够让蒸出来的米饭粒粒饱满、不糊底、更蓬松。所以可以借助创新，增加市占率。

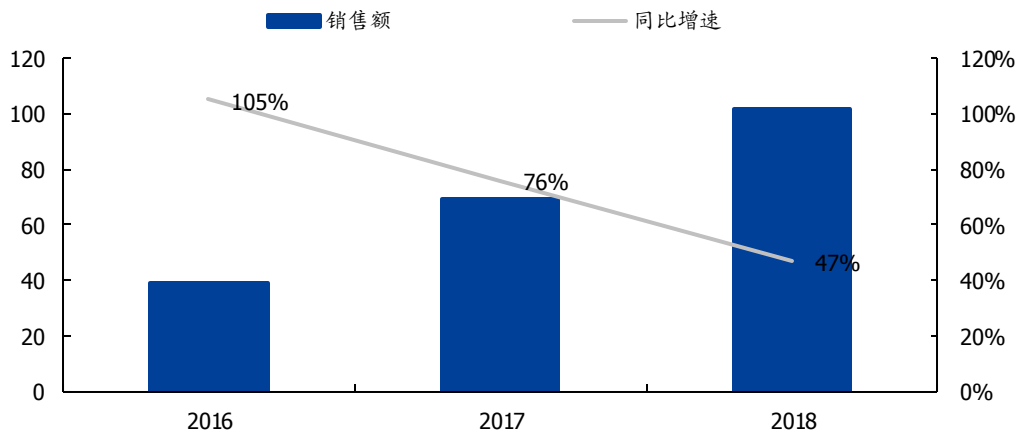
图表 16: 2018 年市场规模及同比增速



资料来源：奥维云，中怡康，国盛证券研究所

破壁机未来的市场空间大。2018 年料理机市场规模超百亿元，位居小家电市场三名。其中，破壁机是料理机的重要组成部分，目前存在破壁料理机代替传统榨汁机和料理机的趋势。

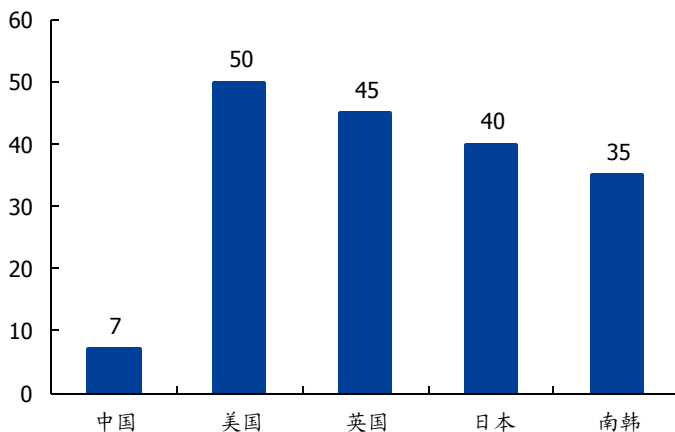
图表 17: 2016-2018 年破壁机规模 (亿元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

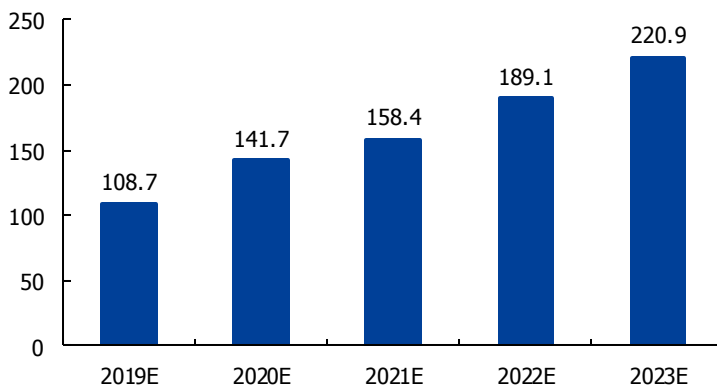
根据华经情报网数据, 2018 年, 中国平均每百户家庭拥有破壁机仅 7 台, 相比美国 50 台/百户, 日本 40 台/百户, 未来家庭户均拥有量提升空间巨大。根据中研普华产业研究院数据, 2018 年, 破壁料理机行业销售收入 73 亿元, 预计 2023 年将达到 220.9 亿元, 年均复合增速 24.79%。

图表 18: 2018 年各国平均每百户家庭破壁机数量 (个)



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

图表 19: 破壁机销售收入预测 (亿元)



资料来源: 中研普华产业研究院, 国盛证券研究所

在核心品类上, 公司针对消费者对产品特点的需求, 继续执行价值登高策略。公司首先进行产品升级, 树立高端形象。2019 年上半年, 九阳针对年轻人重点关注的产品颜值、品质和便捷三大方面, 对电饭煲、豆浆机、破壁机进行了产品升级, 3 月推出 SKY 系列: 1) S 系列无涂层蒸汽电饭煲采用全新蒸汽加热方法, 抛弃内胆加热, 解决了原产品中由于内胆脱落对人体存在安全隐患的产品痛点, 此外蒸汽电饭煲 S5 获得中国设计最高奖“红星奖”, 简约风设计符合年轻人审美特性。2) K 系列豆浆机运用公司自主研发的自清洗技术, 拥有免手洗、便捷的特点。3) Y 系列破壁机融合自清洗技术和静音技术, 引领破壁机进入免洗静音时代。从售价上看, 这三类新品的定价较高: K1S 自洗豆浆机售价 2799 元、无涂层蒸汽电饭煲 S5 售价 2699 元、Y88 自清洗静音破壁机 3599 元, 带领九阳树立高端形象。

图表 20: 2019 年上半年 SKY 系列



资料来源: 九阳官网, 国盛证券研究所

拓展价格端, 期待提升市占率: 较高的产品价格导致新品的销量相对有限。但是给行业树立了一个产品的标杆。公司在 2019 年下半年, 拓宽价格段, 提高产品性价比, 推出大众款, 以期获得更高的市占率。公司在 SKY 系列产品推出中端新型号, 将价格段整体下调 1000 元, 不仅有满足家庭多人使用的产品, 也有单人使用的产品: Kmini 自洗豆浆机售价 1799 元、Ksolo 无人豆浆机系列 1599 元、无涂层蒸汽电饭煲 S3 售价 1699 元、Y1 自清洗静音破壁机 2599 元。

图表 21: 九阳 2019SKY 系列 (元)

产品	型号	价格
电饭煲	F-S3 无涂层蒸汽电饭煲	1699
	S5 无涂层蒸汽电饭煲	2699
豆浆机	K1S 不用手洗破壁豆浆机	2799
	K 迷你不用手洗破壁豆浆机	1799
	无人豆浆机 Ksolo 系列	1599
破壁机	Y1 自清洗静音智能破壁机	2599
	L18-Y88 不用手洗静音破壁机	3599

资料来源: 九阳官网, 国盛证券研究所

基于差异化和高性价比的特点, 公司实现对市场的降维打击, 新品市场份额得到提升。从新品单月零售量占比来看, 2019 年 11 月份, 无人清洗破壁机从推出前的 1.2% 上升至 9.1%, 免清洗豆浆机从 3.5% 上升至 8.4%。从线上 10 大畅销破壁机机型看, 根据奥维云数据, 九阳从 2018 年 11 月的 5 个上升至 2019 年 11 月的 8 个, 其中排名前四的市占率同比提升分别为 2.52%/2.65%/2.46%/2.15%, 且以中低端破壁机为主。

图表 22: 2018 年 Vs 2019 年中国料理机线上市场 TOP 10 机型 (元/件)

2018 年 11 月					2019 年 11 月				
排名	机型	品牌	市占率	均价	机型	品牌	市占率	均价	
1	MJ-PB80EASY210	美的	4.92%	1096	JYL-Y912	九阳	3.14%	506	
2	MJ-PB12POWER304	美的	4.17%	1379	L13-Y915	九阳	2.65%	406	
3	L18-Y929	九阳	4.00%	1300	JYL-Y1	九阳	2.46%	2161	
4	JYL-Y921	九阳	3.27%	919	L18-Y88	九阳	2.15%	3017	
5	JYL-Y917	九阳	2.47%	1376	JYL-Y921	九阳	2.10%	721	
6	GM-K20	格明	2.47%	591	L18-Y205	九阳	1.95%	1016	
7	JYL-Y99	九阳	2.46%	1069	MJ-PB12POWER304	美的	1.74%	908	
8	L18-Y926	九阳	2.40%	1604	L18-Y936	九阳	1.62%	1290	
9	ZG-YM1701	志高	2.14%	576	JZW-JR217	金正	1.57%	92	
10	JP-Q7	君焙	2.12%	5841	JYL-Y966	九阳	1.56%	2040	

资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2.1.2 小单品灵活开拓

公司在拓展大单品的同时, 小单品的拓展也不偏废。公司充分利用已有的创新技术和在大单品上树立的品牌形象, 在小单品上进行微创新, 形成产品生态: 2019 年 7 月, 九阳与 LINE FRIENDS 推出联名款产品“营养健康搭配”(电加热水杯+不粘锅)、“补水养生伴侣”(便携水壶+养生壶)等。2020 年初, 九阳陆续推出与皮卡丘的联名产品, 包括: 暖暖杯、养生壶、调奶器等。根据淘数据, 自 7 月上线以来, 养生壶、电加热水杯在天猫九阳管饭旗舰店销售额超千万元。

图表 23: 九阳与 LINE FRIENDS 和皮卡丘的部分合作款销量情况

	产品名称	累计销量(万台)	累计销售额(万元)	客单价(元)	推出时间
LINE FRIENDS 合作款	电加热水杯	11.4	1814.6	159	2019.10
	便携水壶	4.3	1085.9	255	2019.7
	养生壶	6.6	1896.8	299	2019.7
皮卡丘 合作款	暖暖杯	1.9	338.4	179	2020.1
	养生壶	1.0	305.3	299	2020.1
	调奶器	0.1	16.7	299	2020.1

资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所 (数据截止日期 2020 年 1 月 19 日)

图表 24: 九阳 LINE FRIENDS 系列



H01-Tea813

官方指导价: ¥ 159



DJ03E-A1nano (br...)

官方指导价: ¥ 329



TLL1622D-A3

官方指导价: ¥ 159

资料来源: 九阳官网, 国盛证券研究所

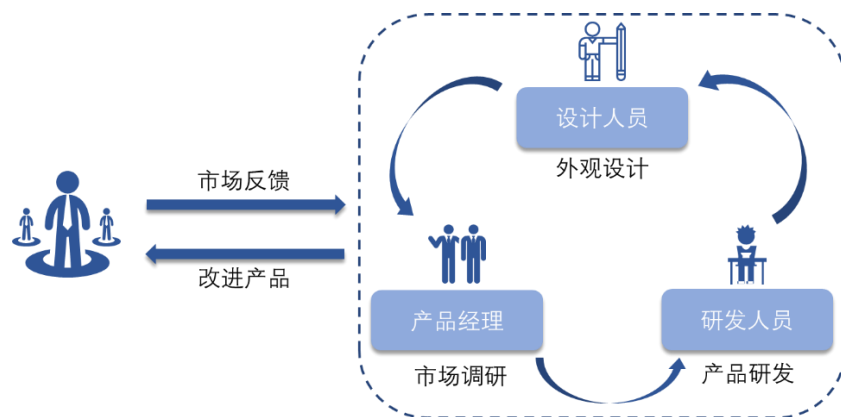
但是与此前不同的是，新品拓展上通过三人小组机制提升产品的商业化精准度。

为了使公司资源有侧重地投入各类产品研发，九阳内部试行了产品三人组制度，一手抓研发，一手抓市场。产品三人小组由产品经理、设计人员、研发人员构成，小组通过需求端的调研来发现市场机会，并依托公司平台进行研发设计，并推出相关产品。产品上市后，如果市场反馈好，产品销售额达到一定体量，那么将进入公司的备选孵化名单。公司将会从备选孵化名单中筛选出优质的极具商业化潜质的产品进行针对性孵化。

九阳内部还举办研发大赛和设计大赛，研发大赛从技术层面评选出具有市场价值的研发作品，设计大赛从外观层面评选出高颜值的设计作品。低成本的比赛评选，能够让杰出的研发工程师、设计工程师的想法脱颖而出，并获得相应奖励，获奖产品不需要通过传统的流程审批，即可进入公司下一年的产品系列。

在三人组机制和研发、设计大赛的模式下，公司进一步以更低成本挖掘出更具商业化能力的产品，同时激发员工的积极性，形成新品市场化的良性循环。

图表 25: 三人组制度

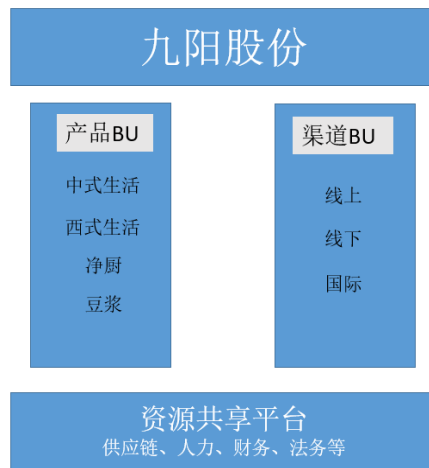


资料来源：年报，国盛证券研究所

2.2 组织架构转变：从事业部转型 BU

2019年年初，公司由事业部制组织结构转变成产品 BU 和渠道 BU 结构。产品 BU 分为 4 个大类，其下分成对应拥有 20 多个品类的多个小类，每个产品线有一个小老板，负责产品线全年业绩，承担决策全部责任。渠道 BU，分为线上、线下、国际。公司把产品作为竖线，渠道作为横线，组成网格图，网格上的一点为每个员工。转型后，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，实现资源共享平台，提高效率、较低损耗。此外，目前的基本工资来自于产品 BU 总负责人，激励部分来自于渠道 BU 总负责人，对比改革前，公司权责更明晰、激励更明确，运行效率更高。

图表 26: 公司变革后组织结构

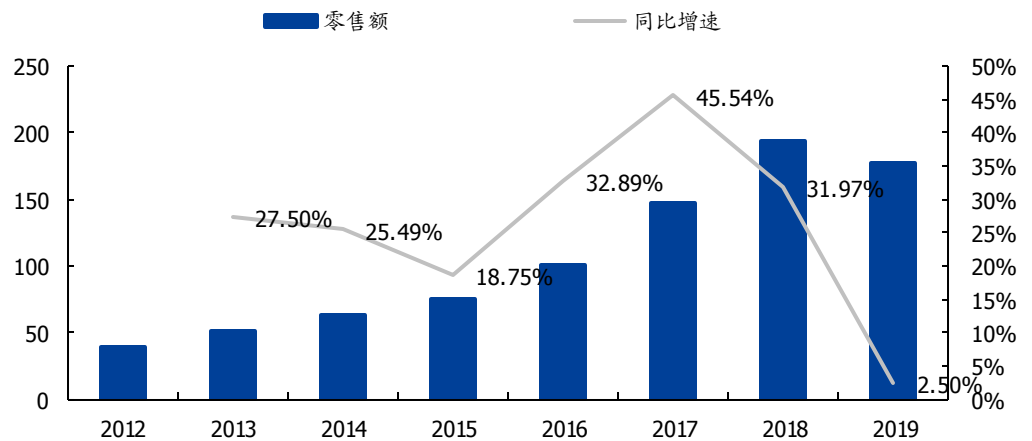


资料来源: 公司半年报, 国盛证券研究所

2.3 进军清洁品类, 与 shark&ninja 协同

中国清洁类产品正处于新兴发展阶段。受人们生活品质提高和对更高健康清洁的需求驱动, 中国的清洁类小家电开始起步, 从传统吸尘器逐步拓展到扫地机器人、蒸汽拖把等。据奥维云网数据, 2016-2018 年吸尘器销售额一直维持在 30% 以上增速, 2019 年的销售额增速有所放缓, 但长期来看, 吸尘器市场仍处于高速发展的阶段。

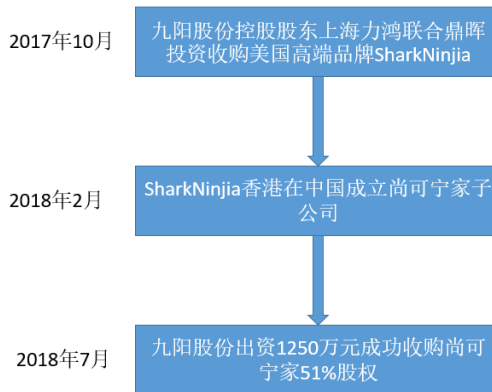
图表 27: 2012-2019.11 吸尘器市场零售额规模 (亿元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

公司携手 SharkNinja, 进军清洁品类。2017 年 10 月, 九阳股份控股股东并购 SharkNinja, 2018 年 4 月, 公司出资 1250 万收购 Shark Ninja 香港在中国成立的子公司尚科宁家 51% 股权, 开始走出厨房小家电领域, 布局吸尘器、扫地机器人等清洁产品。

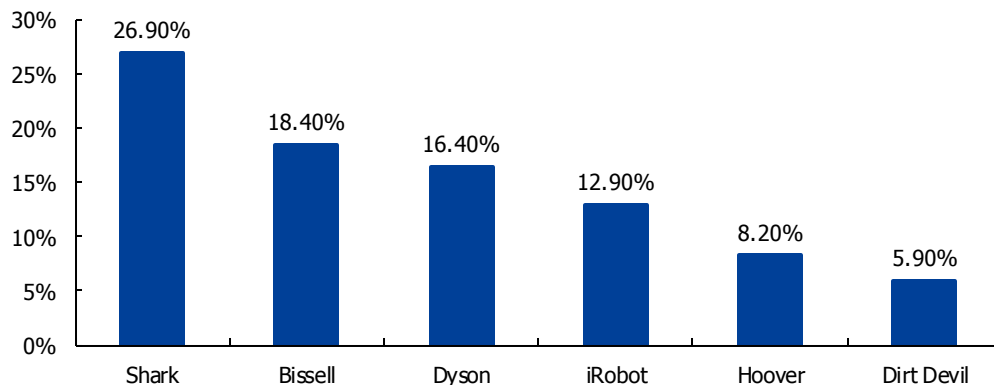
图表 28: 九阳收购 SharkNinja 时间线



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

比肩戴森的美国高端品牌 **Shark**, 依据中国市场特色推出新品, 获得市场良好反馈。Shark 为美国高端品牌, 2017 年, Shark 在美国吸尘器销量份额达 26.9%, 已超过戴森。为解决中国家庭清洁中的顽固清洁、深度清洁和局部及时清洁等难题, 2019 年 Shark 在中国市场上推出了蒸汽除菌拖把、双刷头吸尘器和随手吸等产品。以蒸汽除菌拖把为例, 考虑到中国家庭的特点, 即并非每个中国家庭都需要巨大的吸尘器, 但拖地是中国人的习惯, 且大部分家庭都是木制地板, 公司推出蒸汽除菌拖把通过高温蒸汽喷射, 能杀灭地面 99.9% 的细菌, 进行深度清洁。2019 年, Shark JVQ1-3 蒸汽拖把凭借其专业的产品技术获得了市场占有率第一的位置, 前三季度销量达 3500 万, 占总额 7500 万的近 50%。

图表 29: 2017 年美国吸尘器市场份额情况



资料来源: 中关村在线, 国盛证券研究所

图表 30: Shark 产品



资料来源: Shark 官网, 国盛证券研究所

Shark 依靠九阳已有的渠道加速渗透中国布局。九阳在国内有 4 万多个终端，遍布 1-4 线城市以及乡镇市场，Shark 入驻销量前 300 的九阳终端店铺，设立专柜，快速提升市场曝光率，同时在购物中心和 KA 开设 Shark 旗舰店，未来预计 Shark 将进入 2、3 线及以下市场。

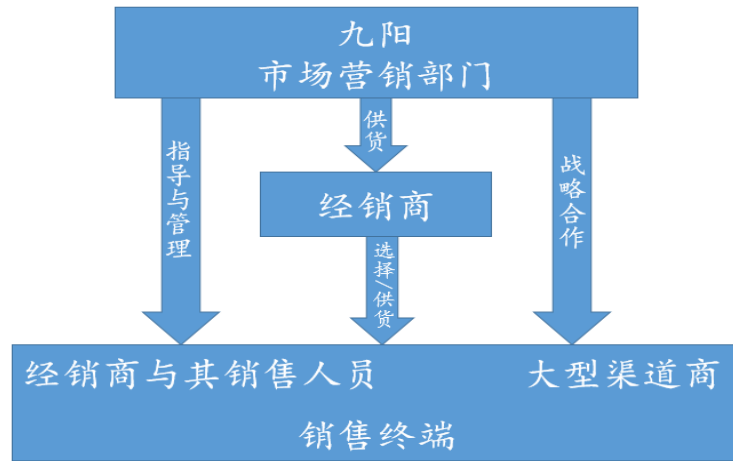
结合中国清洁品小家电市场发展特点、Shark 的产品优势以及加速的市场开拓，预计未来清洁类小家电会给公司带来新的增长空间。

3 渠道和营销调整：更懂年轻消费者

3.1 渠道整改：优化升级经销商网络

九阳上市之初，整体经销商实力偏弱，存在诸多问题。公司的营销网络是由公司 450 名一级经销商，和 8000 余个销售终端三层组成，营销范围覆盖全国大部分城乡区域。2015 年，公司经销商数量达到 470 个，通过苏宁、国美等合作伙伴于全国范围内建立 4 万余个销售终端及近 2000 个售后网点。但经销商的扩大带来了诸多问题：1) 经过多年发展，部分经销商与公司在发展意愿和发展能力上存在分歧，经销商层面结构化矛盾开始呈现，比如部分经销商为了减小下一年出货压力，存在着主观抑制当年销售的行为；2) 城市格局和城乡格局在经历多年发展后，与公司现有线下渠道存在结构性不匹配，渠道的区域分配有待优化。

图表 31: 2008年九阳渠道模式

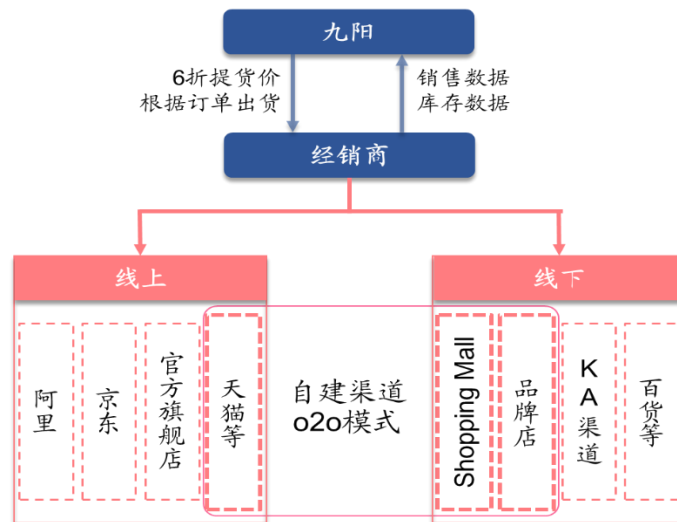


资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

2016年,公司采取整改对策: 1) 淘汰部分低效率经销商, 进行经销商层面的横向整合, 能力强、区位优势的大经销商吞并效率不佳、区位渠道布置过剩的小经销商, 经销商数量目前已从 470 家减少到 300 多家; 2) 对较为核心的、重要的经销商进行股权投资, 目前已投资几十家经销商, 每家各约 20-30% 股权投资比例。

扁平化经销商模式有助于经销商对公司的战略服务效率的提升。公司采用扁平化的经销商管理模式, 所有销售都由经销商完成, 但整体运作模式仍然是公司统筹运作。在这种销售模式下, 公司实行订单制, 要求经销商按照需求编制销售计划并提前下单, 公司根据订单完成采购后组织生产, 同时公司会通过 ERP 系统对经销商的库存情况进行监控。

图表 32: 扁平化九阳经销商模式

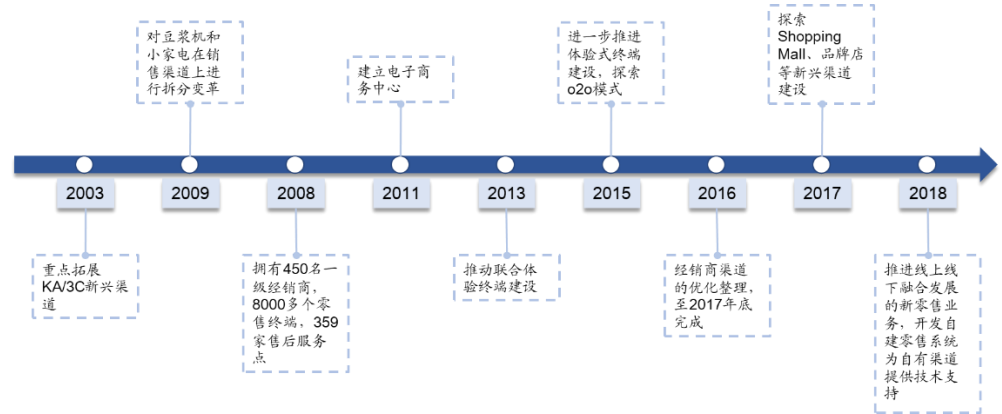


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 流量变化趋势: 九阳在变化的应对上更加超前

2018年,公司坚持执行“渠道围绕客流”的经营理念, 在不断拓展线上渠道的同时, 积极拓展线下新零售渠道, 推进渠道销售网络立体化建设。2011年, 公司成立电子商务中心, 开始探索线上渠道; 2015年, 进一步推进体验式终端建设, 探索新零售。公司在渠道变革上始终走在行业前列。

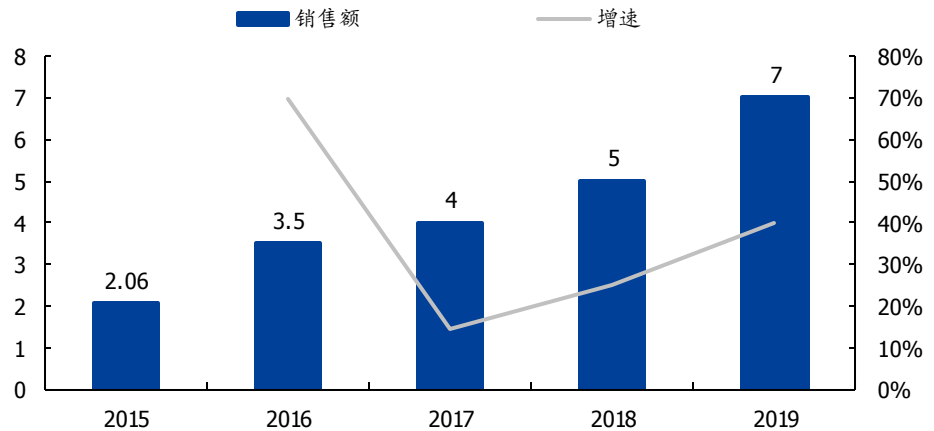
图表 33: 九阳渠道推进时间线



资料来源: 九阳官网, 国盛证券研究所

电商渠道高速增长, 领先市场。公司于 2011 年成立电子商务中心, 除天猫官方直营店之外, 其余均由经销商负责, 线上渠道增长迅速。2018 年, 九阳线上收入占比 50%, 根据奥维云数据, 苏泊尔线上收入占比为 40%左右。截至 2019 年 11 月 11 日, 九阳双十一全网销售额达到 7 亿元, 实现同比增长 40%。公司在线上渠道上采取多种措施: 1) 2019 年 1 月在天猫官方旗舰店首次直营, 为新零售模式 O2O 奠定基础; 2) 搭建专门团队研究无线趋势和操作技巧, 优化线上渠道布局; 3) 运营微信公众号, 凝聚核心粉丝, 搭建与客户的互动平台, 及时掌握终端信息反馈, 培养忠实客户群。

图表 34: 双十一九阳全网销售额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

新零售渠道探索助推业绩增长。公司于 2015 年开始推进线下渠道向新零售转型, 相比之下, 苏泊尔在新零售渠道的变革显得更为保守, 比如至今仍在推动 2010 年开始的三四线城市渠道下沉, 2019 年, 苏泊尔才大力主推苏宁零售云的新零售渠道。近几年, 九阳在新零售渠道围绕流量注入了大量心血: 1) 推进 Shopping Mall 等新兴业态商业综合体及自有渠道门店建设, 包括 Shopping Mall"九阳之家"店、品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等, 2018 年全年公司新建 Shopping mall 门店 50 余家, 品牌店 200 家; 2) 推进体验式终端建设, 探索“厨房剧场”和体验店发展的 O2O 模式; 3) 公司不仅拓展建设线下品牌店, 还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) 组建专门团队研究 O2O、新零售、新媒体、大数据和无线应用等, 自主开发建设零售系统, 提高消费者购物体验。

图表 35: 九阳品牌体验店



资料来源: 九阳官网, 国盛证券研究所

通过线上线下一体化的渠道调整, 1) 公司能够更直接、更全面、更迅速的获得消费者的第一手信息, 有效支撑产品研发和精准营销; 2) 线下 shopping mall 和品牌店等的建设逐步改变公司品牌形象, 实现从快消化到轻奢化的转变; 3) 增加产品曝光度, 同时给消费者真实的使用体验, 触发冲动型消费; 4) 符合年轻消费者的购物习惯, 实现“线上下单、线下体验、就近服务”的购物体验。

图表 36: 九阳线上线下渠道比较

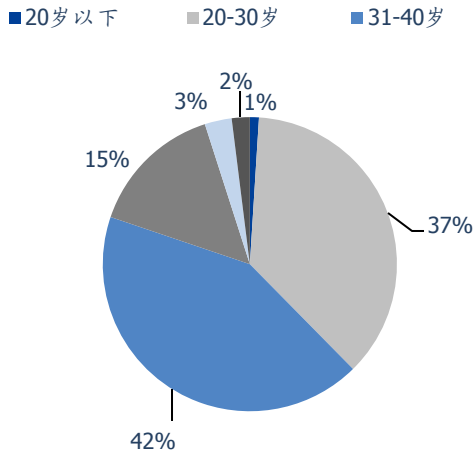
	渠道类型	定位	布局
线下渠道(占收入 50%)	非自建渠道	价值导向	苏宁、国美、永乐、大润发、家乐福、沃尔玛、华润等, 建立 4 万余个销售终端及近 2000 个售后网点
	自建渠道	体验引流	Shopping Mall、品牌店、地标店
线上渠道(占收入 50%)	非自建渠道	价格导向	京东、阿里、苏宁、官方旗舰店等
	自建渠道	探索新零售	天猫旗舰店

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

3.3 在营销上, 更加年轻化和接地气

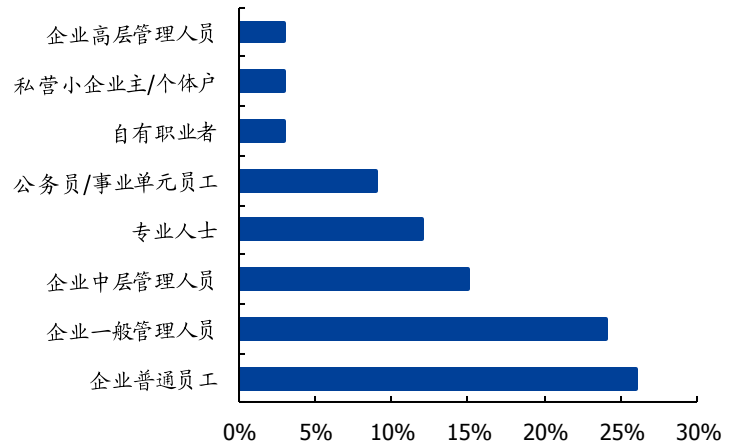
厨房小家电消费群体多为年轻用户。根据艾瑞咨询数据, 厨料小家电消费人群中, 20-50 岁之间的消费主力人群占比达 94%, 平均年龄 35 岁, 年轻化趋势较明显, 从职业上看, 白领是厨房小家电的主要消费者, 占比达 86%。随着消费群体向年轻白领变迁, 公司也适时改变用户画像, 确定 80 后、90 后年轻人为公司产品的主要用户, 例如: 豆浆机产品中的新款 K Solo 系列, 应用了 K1S 的自动清洗和热烘除菌技术并保留了 K1S 高颜值的设计风格, 同时产品被设计成适合单人使用的较小尺寸及容量, 产品价格略低于 K1S, 适合在城市中的单身白领青年。

图表 37: 2019年九阳消费者年龄分布



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 38: 2019年九阳消费者职业分布



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

公司充分利用新媒体, 实现流量转化。公司不仅在产品的高价值和高品质上不断努力, 也充分利用社交媒体等新媒体传播渠道进行营销: 1) 充分利用直播平台, 和网红合作(李佳琦、李湘等)在线直播卖货, 实现推广和销量的双赢。2019年的“双十一”预购中李佳琪直播间推荐的九阳 LINE 联名款布朗熊电热杯销量超过 2 万台; 2) 为吸引年轻消费者, 充分利用粉丝效应, 公司在代言人选择上越发年轻化, 如邀请当红流量明星邓伦做代言。

图表 39: 九阳豆浆机代言人



资料来源: 九阳官网, 国盛证券研究所

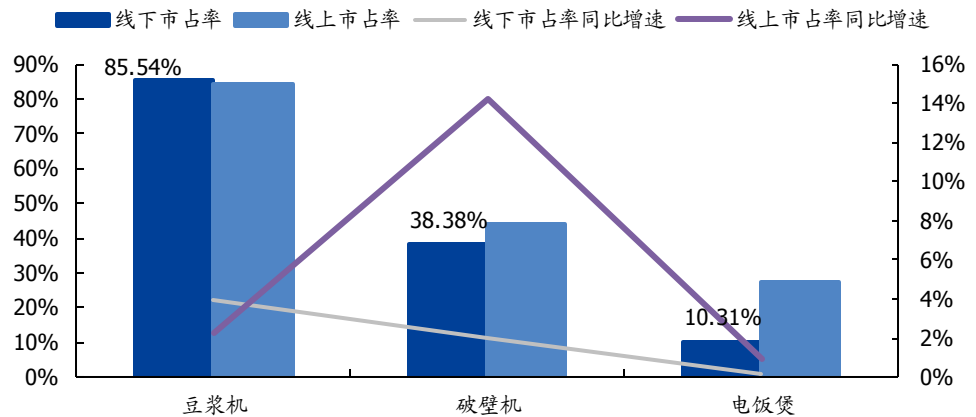
4 未来几年公司经营处于向上周期

4.1 短期内外销驱动力

小家电公司的增长具有较强的产品周期。新品的推出往往将形成 2-3 年内的销售周期。内销层面, SKY 系列的型号拓展, 预计将在 2020 年对公司的收入形成较大拉动力。2019 年公司针对消费者需求和传统产品痛点推出 SKY 系列新品, 2019 年豆浆机占总体收入

的近 20%，料理机占 20%，压力锅、电饭锅占比 20%，其中 K 系列占豆浆机约 30%，Y 系列占破壁机近 20%，2019 年 3 上市的电饭煲 S 占电饭煲近 10%，但 2019 年上半年由于定价较高，销量表现不算出色，2019 年下半年新品销量才真正发力拉动销量，带来全年的业绩。2020 年公司也考虑在 SKY 系列上拓宽价格带，预计未来新品效应会进一步显现。此外，在品牌推广方面，公司的新媒体推广与新零售渠道开拓，加强了消费者的品牌教育和品牌体验，提高了产品的知名度。

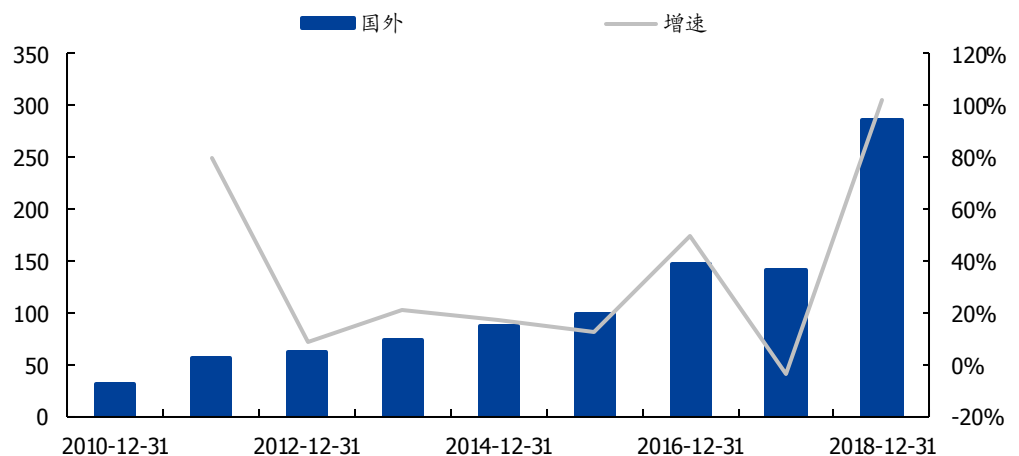
图表 40: 2019 年 11 月九阳小家电市占率情况



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

外销层面, JS 对九阳的订单有驱动作用。九阳向 Sharkninja 出售厨具, 带来海外收入的大幅增长: 2018 年公司当年海外收入增加 1.45 亿元, 增长率 102.2%, 主要系为九阳向关联方 Sharkninja 出口 Foodi 产品, 2019 年上半年, Foodi 产品贡献销售收入约 2.6 亿元。JS 招股书披露, 2019/2020/2021 年九阳向 Sharkninja(HK)关联销售金额预计不超过 4.5 亿元、5 亿元和 5.5 亿元。

图表 41: 九阳海外营收情况 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 从股权激励考核看未来的增长预期

股权激励计划彰显公司信心。公司计划在 2018-2020 年会计年度中, 分年度进行业绩考核, 以达到公司营收、净利增长率考核为目标作为激励对象所获限制性股票解除限售的条件: 2020 年销售额增长率不低于 17%, 2020 年净利润增长率不低于 15%作为第三次

解除限售期的业绩考核目标。基于以往经验，九阳业绩完成率较高：2018年全年公司实现营业收入 81.69 亿元，增速 12.71%；净利润 7.54 亿元，增速 9.48%。公司股权激励制将管理层与公司利益一体化，彰显管理层对公司未来增长信心。

图表 42: 各年度财务考核目标

解除限售期	业绩考核指标
第一次解除限售期	以 2017 年度为基准年，2018 年销售额增长率不低于 6%，2018 年净利润增长率不低于 2%。
第二次解除限售期	以 2018 年度为基准年，2019 年销售额增长率不低于 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，2020 年销售额增长率不低于 17%，2020 年净利润增长率不低于 15%。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

收入端：

在内销层面：1) 食品加工机系列：由于豆浆机和破壁机新品推出给公司业务带来推动作用，预计 2019-2021 年增速分别为 10%/10%/9%。2) 营养煲系列：2019-2021 年增速分别为 8%/7%/6%。3) 西式电器系列：考虑到 2019 年清洁品类小家电刚引入中国市场，预计在未来会有较好成长空间，预计 2019-2021 年增速分别为 24%/35%/16%。4) 电磁炉系列：增速为 0%。

外销层面：基于 2019 年上半年出口产品 Foodi 带来的业绩拉动，预计一段时间内外销端增速较快，预测 2019-2021 年增速分别为 150%/80%/50%。

综上，公司 2019-2021 年营业收入分别为 93.98/110.02/124.79 亿元，同比增速 15.05%/17.06%/13.43%。

图表 43: 营收预测(亿元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
食品加工机系列						
收入	29.90	30.79	32.66	35.92	39.51	43.07
yoy		2.99%	6.05%	10.00%	10.00%	9.00%
营养煲系列						
收入	23.42	22.37	25.97	28.05	30.01	31.81
yoy		-4.49%	16.11%	8.00%	7.00%	6.00%
电磁炉系列						
收入	7.60	6.60	6.61	6.61	6.61	6.61
yoy		-13.13%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%
西式电器系列						
收入	8.35	8.89	10.75	13.33	18.00	20.88
yoy		6.40%	20.99%	24.00%	35.00%	16.00%
其他产品						
收入	1.97	1.95	1.97	1.97	1.97	1.97
yoy		-1.26%	1.14%	0.00%	0.00%	0.00%
内销收入						
收入	71.24	70.60	77.96	85.88	96.10	104.34
yoy		-0.91%	10.42%	10.16%	11.90%	8.57%
外销收入						
收入	1.47	1.41	2.86	7.14	12.86	19.28
yoy		-3.88%	102.19%	150.00%	80.00%	50.00%
总营业收入						
收入	73.15	72.48	81.69	93.98	110.02	124.79
yoy		-0.92%	12.71%	15.05%	17.06%	13.43%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

利润端:

内销层面: 考虑到产品的拓展存在一定的成本上升, 预计 2019-2021 年食品加工机、营养煲、电磁炉和西式电器毛利率分别为 40%、26%、28%、31%。

外销层面: 2019-2021 年, 外销毛利率分别为: 10%、9%、8%。

费率方面: 2019-2021 年, 管理费率为 3.3%/3.3%/3%, 营业费率为 14.3%/13.6%/13%, 研发费率为 3%。

综上, 预计 2019-2021 年净利润为 **8.16/9.45/10.65** 亿元, 同比增速 **8.2%/15.7%/12.7%**。

图表 44: 毛利率情况

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
食品加工机系列	37.84%	39.20%	36.34%	40.00%	40.00%	40.00%
营养煲系列	25.41%	24.17%	21.98%	26.00%	26.00%	26.00%
电磁炉系列	26.28%	25.24%	26.44%	28.00%	28.00%	28.00%
西式电器系列	30.07%	30.11%	32.40%	31.00%	31.00%	31.00%
内销平均	30.90%	31.23%	28.88%	32.60%	32.67%	32.76%
外销毛利率	21.53%	16.46%	8.79%	10.00%	9.00%	8.00%

资料来源: 国盛证券研究所

5.2 估值分析

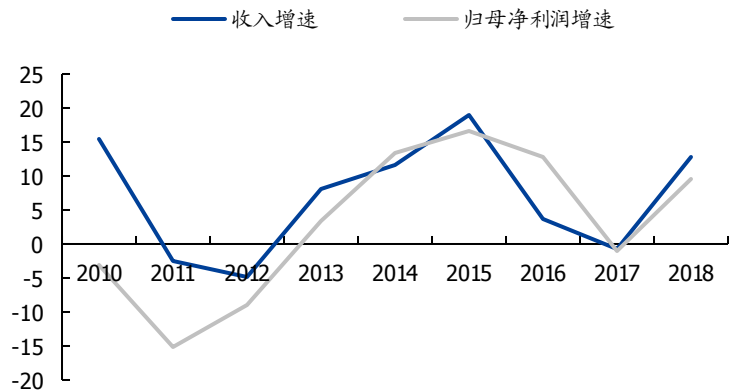
纵向比较: 复盘历史情况, 公司 PE 在 2015 年一度达到最高点 49, 随后开始下降, 主要源于渠道调整导致收入、利润增速承压。得益于公司得战略调整的成效, 2019 年公司 PE 开始出现回升, 目前的估值为 28 倍。从九阳 PE 走势看, 估值与业绩增速趋势基本符合。九阳的 PE 主要由基本面景气度驱动。

图表 45: 九阳 PE-band



资料来源: wind, 国盛证券研究所

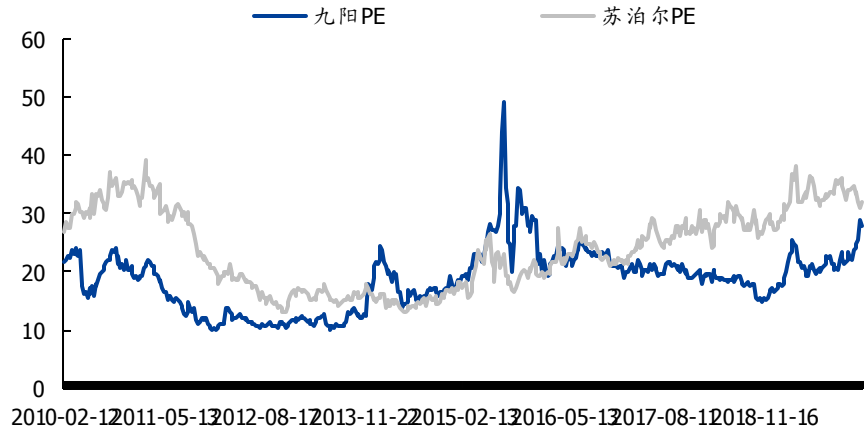
图表 46: 九阳收入及归母净利润增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

横向对比: 九阳股份的可比公司主要为苏泊尔, 两个在产品及定位上相似度较高。目前, 对比两者 PE, 苏泊尔的估值略高于九阳。

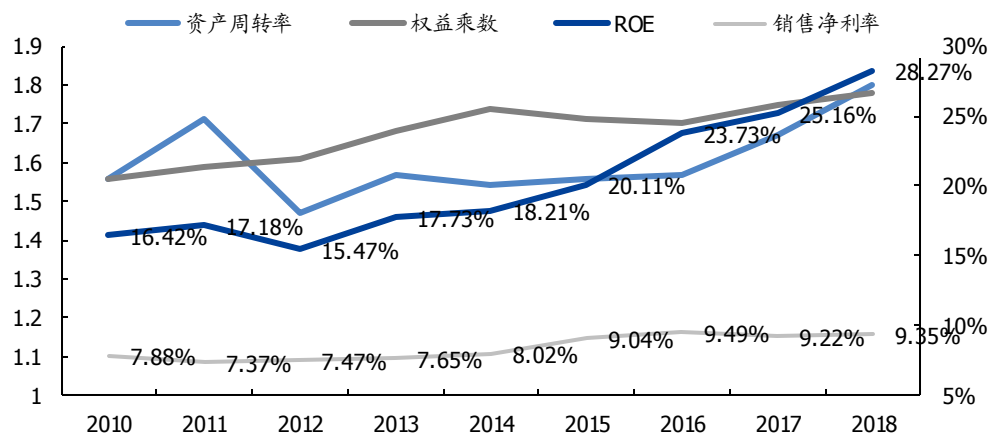
图表 47: 九阳与苏泊尔 PE 比较



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

苏泊尔不断上升的 ROE 驱动公司估值上升,公司 ROE 从 2010 年的 16.42% 上升至 2018 年的 28.27%。将 ROE 进一步拆分,净利率、资产周转率和权益乘数均增长,近 5 年的增长驱动主要来自于周转率的提升。

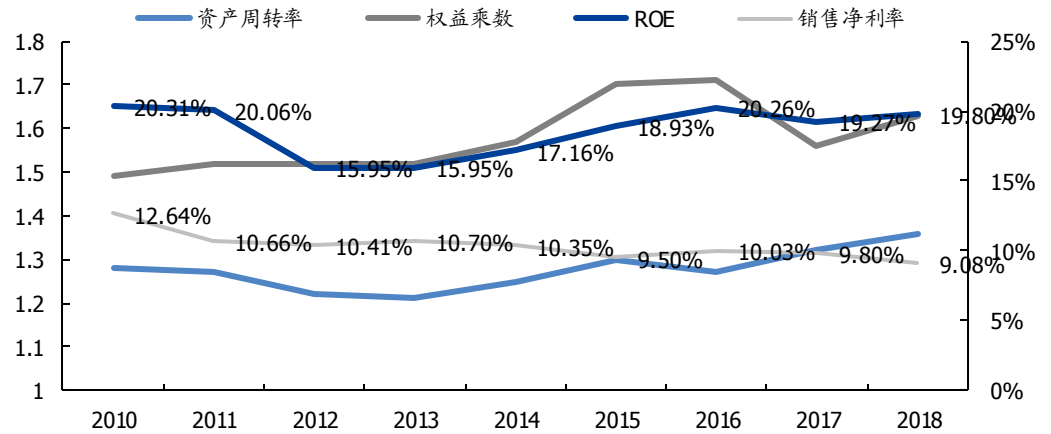
图表 48: 苏泊尔 ROE 及拆分情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

九阳高 ROE 驱动因素与苏泊尔类似。近几年,九阳的 ROE 稳定在 20% 左右。九阳净利率和苏泊尔接近,ROE 低于苏泊尔主要是周转率低于苏泊尔,权益乘数略低于苏泊尔。

图表 49: 九阳 ROE 及拆分情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

九阳的 ROE 未来会提升吗?

我们认为未来几年将是九阳资产周转率提升的一段时期。

九阳采取轻资产运营模式, 产能基本外包, 且每年分红率高, 意味着资产规模会相对保持较为稳定的态势。而随着公司战略调整, 收入和利润较高增长, 公司的资产周转率会在未来进一步提升。预计资产周转率的提升将带动公司的 ROE 水平提升。

图表 50: 同行业情况比较

公司代码	公司简称	股价	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002242.SZ	九阳股份	30.28	0.98	1.06	1.23	1.39	25.40	23.50	20.30	18.00
002032.SZ	苏泊尔	68.83	2.03	2.35	2.70	3.11	36.10	30.90	26.90	23.30

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (截至 2020.2.9)

ROE 的提升将驱动公司估值提升, 2019-2020 年净利润分别 8.16/9.45/10.65 亿元, 为对应的估值为 23.5/20.3/18, 我们认为合理估值为 2020 年的 25 倍, 首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

风险提示

Shark 国内业务拓展不及预期: Shark 业务在国内尚处于起步阶段, 存在一定不确定性, 若清洁类电器引入不达预期会对整体收入造成影响。

新产品拓展不及预期: 若公司新产品的推动不及预期会直接影响整体营收及毛利率情况。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com