

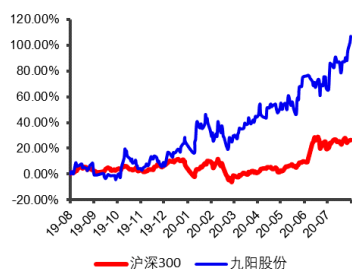
价值登高与多品类并行提速见效，龙头转舵新消费 长期看好

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-08-26

收盘价（元）	43.66
近 12 个月最高/最低（元）	43.69/19.96
总股本（亿股）	7.67
流通股本（亿股）	7.65
流通股比例（%）	99.74
总市值（亿元）	334.9
流通市值（亿元）	333.8

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

《九阳股份 (002242.SZ)：领航新消费的小家电龙头》2020-05-18

主要观点

事件：公司发布 2020 年中报，20Q2 实现收入 28.56 亿元，同比 19.6%，实现净利润 2.71 亿元，同比+12.78%。

价值登高与多品类高增并行，收入增长提速：公司 Q2 实现收入 28.56 亿元，同比 19.6%。一方面，公司紧抓大单品价值登高策略，收效甚好；另一方面，公司多个品类并行西式小家电、炊具等品类均取得快速增长。

积极聚焦新潮流，盈利能力维持稳定：公司 Q2 实现毛利率 32.18%，同比+0.14pct，基本维持稳定。公司 Q2 销售费用率 16.16%，同比+0.17pct。

现金流维持优异水平，销售回款情况改善：公司 Q2 销售商品收到现金 30.84 亿元，同比增长 21.47%，与收入情况基本吻合，公司现金流维持优异水平，20H1 经营活动产生净现金流 5.27 亿元，同比大幅+197.74%。

投资建议：九阳股份多年维持小家电领域龙头地位，并且能够顺应时代变迁迅速调整，如今已形成适应年轻人需求的产品研发体系、适应新消费的快速响应供应链体系和营销模式，预计新消费的发展将为九阳股份带来新一轮增长点。公司的多品类、多品牌战略成效显著，原有大单品的价值登高策略也为其带来收入提速增长，看好公司未来长期维持较高增速。我们预计公司 2020-2022 年收入同比分别+17.2%、+16.5%、+16.8%，归母净利润同比分别+9.9%、+15.9%、+18.1%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 37.0x、31.9x、27.0x，维持增持评级。

风险提示：疫情反复导致小家电线下消费及海外消费不及预期风险；新品类扩张不及预期风险。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9351	10960	12768	14916
收入同比(%)	14.5	17.2	16.5	16.8
归属母公司净利润	824	906	1050	1240
净利润同比(%)	9.3	9.9	15.9	18.1
毛利率(%)	32.5	32.5	31.7	31.6
ROE(%)	22.0	24.4	24.6	25.3
每股收益(元)	1.07	1.18	1.37	1.62
P/E	40.6	37.0	31.9	27.0
P/B	8.9	9.0	7.9	6.8
EV/EBITDA	13.0	22.5	17.9	15.8

资料来源：wind，华安证券研究所

事件

公司发布 2020 年中报，20H1 实现收入 45.59 亿元，同比+8.87%，实现净利润 4.17 亿元，同比+4.24%；对应 20Q2 实现收入 28.56 亿元，同比 19.6%，实现净利润 2.71 亿元，同比+12.78%。

价值登高与多品类高增并行，收入增长提速

公司 20H1 实现收入 45.59 亿元，同比+8.87%，对应 Q2 实现收入 28.56 亿元，同比 19.6%。一方面，公司紧抓大单品价值登高策略，推出技术壁垒较高、单价较高的 SKY 系列，收效甚好；另一方面，公司多个品类并行西式小家电、炊具等品类均取得快速增长。

分产品看，食品加工机 H1 收入 20.6 亿元，同比+15%，我们预计 Q2 同比增速在 20%~30%，预计主要贡献来自破壁料理机，根据奥维云网数据，Q2 九阳料理机线上线下销量增速分别为 128%和-5%，线上均价同样大幅增长。

营养煲类 H1 收入 12.4 亿元，同比-13%，我们预计 Q1 和 Q2 增速接近，根据奥维云网数据，九阳电压力锅线上表现略优于电饭煲，Q2 线上销量同比+19%。

西式小家电 H1 收入 7.2 亿元，同比+35%，预计主要由 SharkNinja（中国）贡献，SharkNinja（中国）H1 实现收入 1.35 亿元，同比+150%，SharkNinja（中国）H1 净利润-0.04 亿元，实现净利率-2.9%，较去年同期（-28.4%）改善显著。除了 SharkNinja（中国），其他西式小家电 H1 收入同比增长 22%，同样表现优异，根据奥维云网数据，九阳台式电烤箱 Q2 线上和线下销售额同比分别+96%和 8%，表现优异。

其他产品同样实现大幅增长，H1 收入 2.6 亿元，同比增长 115%，其他产品主要包括炊具等品类，公司在炊具板块持续发力，根据天猫九阳厨具旗舰店销售数据，该店铺销售情况持续向好，7、8 月销售额同比增速分别 270%和 140%，2020 年 1-8 月累计销售额 2.9 亿元，预计未来将为公司持续贡献较高业绩增速。

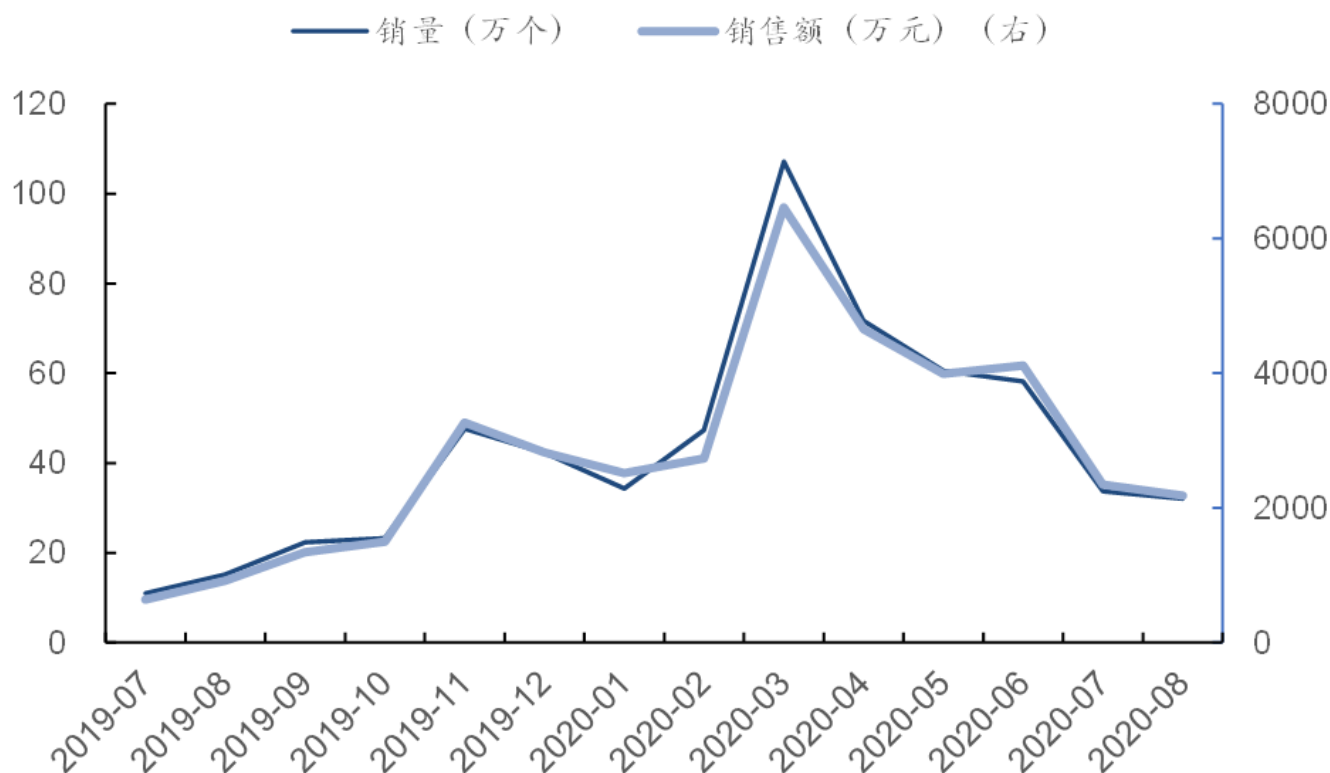
此外，在海外疫情影响的情况下，SharkNinja 外销收入 Q2 已有所改善，Q2 关联交易销售金额 0.85 亿元，同比-54%，较 Q1 的-91%已有显著改善。

图 九阳奥维数据汇总

品类	指标	线下				线上			
		20Q1	20Q2	20Q3 截至W31	年累计	20Q1	20Q2	20Q3 截至W31	年累计
豆浆机	销额同比	-65%	-55%	-52%	-59%	-3%	-7%	-27%	-8%
	均价	762	790	767	775	442	415	384	422
	均价同比	11%	-12%	-11%	-1%	7%	-9%	-11%	-3%
料理机	销额同比	-41%	-5%	-14%	-23%	101%	128%	46%	103%
	均价	952	951	889	941	307	285	305	295
	均价同比	-4%	-5%	-8%	-5%	12%	52%	24%	32%
电饭煲	销额同比	-49%	-15%	-30%	-36%	9%	2%	7%	6%
	均价	424	455	441	439	210	212	202	210
	均价同比	-2%	5%	0%	1%	2%	-7%	-4%	-3%
电压力锅	销额同比	-46%	-20%	-22%	-35%	16%	19%	21%	18%
	均价	421	433	435	427	245	239	240	242
	均价同比	-4%	0%	-2%	-2%	-14%	-11%	-13%	-13%
台式电烤箱	销额同比	-4%	8%	-6%	0%	86%	96%	12%	84%
	均价	286	352	327	312	249	224	209	234
	均价同比	-15%	14%	-5%	-5%	-2%	-13%	-19%	-8%
洗碗机	销额同比					7%	-32%	-28%	-15%
	均价					2,080	1,701	1,440	1,848
	均价同比					3%	-14%	-26%	-7%
电水壶	销额同比	-60%	-37%	-43%	-51%	1%	-8%	-27%	-7%
	均价	146	140	141	143	96	82	79	88
	均价同比	12%	6%	5%	9%	3%	-14%	-23%	-9%

资料来源：奥维云网，华安证券研究所

图 天猫九阳厨具旗舰店销售情况



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

积极聚焦新潮流，盈利能力维持稳定

公司 20H1 实现净利率 9.16%，同比-0.41pct，对应 Q2 净利率 9.49%，同比-0.57pct。具体来看，公司 Q2 实现毛利率 32.18%，同比+0.14pct，基本维持稳定。公司 Q2 销售费用率 16.16%，同比+0.17pct，公司积极加大新媒体渠道的营销力度，统筹运用短视频、直播带货等新的营销形式，提升产品销量，销售费用率略有上升；公司 Q2 管理/研发/财务费用率同比分别-1.03pct/-0.33pct/+0.14pct，公司规模效应显著，费用率有所下降。

现金流维持优异水平，销售回款情况改善

公司 Q2 销售商品收到现金 30.84 亿元，同比增长 21.47%，与收入情况基本吻合，公司现金流维持优异水平，20H1 经营活动产生净现金流 5.27 亿元，同比大幅+197.74%。应收账款+应收票据 20H1 余额合计为 13.19 亿元，占营收比例 28.93%，相比去年同期降低 12.22pct，销售回款情况有较大改善，应收账款周转率较去年同期提升 2.23 次；公司存货维持较低水平，截至 20H1 存货为 6.45 亿元，占营收比例 14.14%，相比去年同期降低 1.26pct，存货周转率较去年同期小幅降低 0.52 次。

投资建议

九阳股份多年维持小家电领域龙头地位，并且能够顺应时代变迁迅速调整，如今已形成适应年轻人需求的产品研发体系、适应新消费的快速响应供应链体系和营销模式，预计新消费的发展将为九阳股份带来新一轮增长点。公司的多品类、多品牌战略成效显著，原有大单品的价值登高策略也为其带来收入提速增长，看好公司未来长期维持较高增速。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 109.6、127.7、149.2 亿元，同比分别+17.2%、+16.5%、+16.8%，归母净利润分别为 9.1、10.5、12.4 亿元，同比分别+9.9%、+15.9%、+18.1%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 37.0x、31.9x、27.0x，维持增持评级。

风险提示

疫情反复导致小家电线下消费及海外消费不及预期风险；新品类扩张不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,522	6,470	7,195	8,166
现金	1,603	877	2,273	1,193
应收账款	230	269	312	366
其他应收款	0	2	3	3
预付账款	17	62	31	77
存货	1,086	1,064	1,468	1,495
其他流动资产	6	8	9	9
非流动资产	1946	1947	1975	1976
长期投资	255	255	255	255
固定资产	681	678	691	701
无形资产	123	116	108	101
其他非流动资产	862	847	842	842
资产总计	7468	8417	9171	10142
流动负债	3,700	4,686	4,897	5,228
短期借款	0	0	819	1
应付账款	1,970	2,160	2,703	2,986
其他流动负债	1,730	1,706	2,194	2,240
非流动负债	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	17	17	17	17
负债合计	3,717	4,703	4,914	5,245
少数股东权益	(2)	(4)	(6)	(9)
股本	767	767	767	767
资本公积	888	891	891	891
留存收益	2954	2952	3496	4139
归属母公司股东	(855)	(891)	(891)	(891)
负债和股东权	7,468	8,417	9,171	10,142

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,253	(768)	2,746	(492)
净利润	806	906	1,050	1,240
折旧摊销	90	44	47	49
财务费用	(13)	(0)	(13)	(15)
投资损失	(79)	(43)	(43)	(43)
营运资金变动	(960)	(1,672)	1,707	(1,721)
其他经营现金	1,410	(2)	(2)	(3)
投资活动现金	(365)	161	(37)	(7)
资本支出	52	90	107	75
长期投资	(2)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(414)	71	(145)	(82)
筹资活动现金	(637)	(120)	(1,312)	(581)
短期借款	0.00	819	0.00	1
长期借款	107	(29)	13	15
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	83	(29)	0	0
其他筹资现金	0	0	0	0
现金净增加额	251	(726)	1,396	(1,080)

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9351	10960	12768	14916
营业成本	6310	7401	8715	10196
营业税金及附加	47	65	76	88
销售费用	1477	1767	1915	2193
管理费用	389	394	485	567
财务费用	(25)	(0)	(13)	(15)
资产减值损失	(0)	0	0	0
公允价值变动收	13	0	0	0
投资净收益	60	43	43	43
营业利润	943	1059	1227	1448
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	9	12	12	12
利润总额	940	1052	1220	1441
所得税	134	149	172	204
净利润	806	904	1047	1237
少数股东损益	(18)	(2)	(2)	(3)
归属母公司净利润	824	906	1050	1240
EBITDA	1278	1449	1693	1988
EPS (元)	1.07	1.18	1.37	1.62

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	14.48%	17.20%	16.50%	16.82%
营业利润	7.34%	12.38%	15.79%	18.02%
归属于母公司净利	9.26%	9.91%	15.89%	18.12%
获利能力				
毛利率(%)	32.52%	32.47%	31.74%	31.64%
净利率(%)	8.81%	8.26%	8.22%	8.31%
ROE(%)	21.96%	24.35%	24.62%	25.27%
ROIC(%)	39.52%	82.08%	37.09%	107.73%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.77%	55.87%	53.58%	51.71%
净负债比率(%)	46.37%	56.89%	70.62%	53.92%
流动比率	1.49	1.38	1.47	1.56
速动比率	1.20	1.15	1.17	1.28
营运能力				
总资产周转率	1.32	1.38	1.45	1.54
应收账款周转率	43.99	43.99	43.99	43.99
存货周转率	10.20	10.19	10.08	10.07
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	1.07	1.18	1.37	1.62
每股经营现金流	1.63	-1.00	3.58	-0.64
每股净资产(最新)	4.89	4.85	5.56	6.39
估值比率				
P/E	40.64	36.99	31.91	27.02
P/B	8.92	9.01	7.86	6.83
EV/EBITDA	13.04	22.49	17.94	15.82

重要声明

分析师声明

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

免责声明

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

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

投资评级说明

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

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

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