

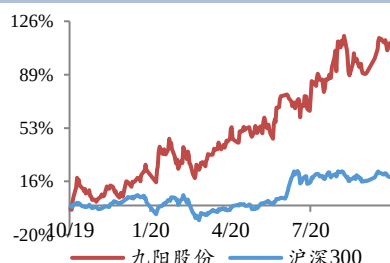
外销取得高速增长，看好四季度旺季营销

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-10-26

收盘价（元）	44.75
近 12 个月最高/最低（元）	45.80/20.95
总股本（百万股）	767
流通股本（百万股）	765
流通股比例（%）	99.65
总市值（亿元）	343
流通市值（亿元）	342

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

1.20200518 九阳股份：领航新消费的小家电龙头 2020-09-21

主要观点：

● 事件：

九阳股份发布 2020Q3 季报，2020 年前三季度实现营业收入 70.83 亿元，同比+13.24%，实现归母净利润 6.44 亿元，同比+4.23%；对应 20Q3 实现营业收入 25.24 亿元，同比+22.07%，实现归母净利润 2.26 亿元，同比+6.80%。

● 外销取得高速增长，收入增长持续提速

公司 2020 年前三季度实现营业收入 70.83 亿元，同比+13.24%，对应 20Q3 实现营业收入 25.24 亿元，同比+22.07%。

● 电商及外销占比提升导致 Q3 毛利率下降，期间费用率持续降低

2020 年前三季度实现净利率 8.98%，同比-0.73pct，对应 Q3 净利率 8.96%，同比-1.28pct。

● 现金流水平稳定，库存情况良好

公司 Q3 销售商品收到现金 26.20 亿元，Q3 经营活动产生净现金流 3.10 亿元，绝对值分别与营收及利润维持一致水平，现金流水平稳定。

● 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。四季度双十一、双十二等销售旺季正逐步开启，叠加温度降低将促进公司电热类产品销售，看好后续旺季营销有望带来的持续增长。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 109.6、127.5、144.4 亿元，同比分别+17.1%、+16.4%、+13.2%，归母净利润分别为 9.0、10.6、12.0 亿元，同比分别+9.5%、+17.3%、+13.3%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 38.0x、32.4x、28.6x，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	10953	12748	14436
收入同比（%）	14.5%	17.1%	16.4%	13.2%
归属母公司净利润	824	902	1058	1199
净利润同比（%）	9.3%	9.5%	17.3%	13.3%
毛利率（%）	32.5%	31.3%	31.4%	31.0%
ROE（%）	22.0%	19.4%	18.5%	17.3%
每股收益（元）	1.07	1.18	1.38	1.56
P/E	23.42	38.04	32.44	28.63
P/B	5.14	7.37	6.01	4.97
EV/EBITDA	19.93	31.60	26.75	22.74

资料来源：wind，华安证券研究所

1 事件

九阳股份发布 2020Q3 季报, 2020 年前三季度实现营业收入 70.83 亿元, 同比+13.24%, 实现归母净利润 6.44 亿元, 同比+4.23%; 对应 20Q3 实现营业收入 25.24 亿元, 同比+22.07%, 实现归母净利润 2.26 亿元, 同比+6.80%。

2 外销取得高速增长, 收入增长持续提速

公司 2020 年前三季度实现营业收入 70.83 亿元, 同比+13.24%, 对应 20Q3 实现营业收入 25.24 亿元, 同比+22.07%。一方面, 公司积极把握住线上渠道的快速发展机会, 及时调整产品结构和营销模式; 另一方面, 公司紧抓大单品价值登高策略, 努力推动 SKY 系列产品价格进入主销价位段, 同时不断扩大 IP 联名款产品矩阵, 全方位提升产品竞争力。

分产品看, 根据奥维云网数据, Q3 九阳料理机线上线下销额增速分别为 48% 和-17%, 且线上实现量价齐升, 均价同比提升 19%。营养煲类产品电饭煲及电压力锅 Q3 线上销额均同增 12%。西式小家电产品台式电烤箱 Q3 线上销额同增 23%。Q4 即将迎来双十一、双十二等电商营销旺季叠加温度降低将促进公司电热类产品销售, 公司整体收入增速有望进一步提升。

图表 1 九阳奥维数据汇总

品牌	品类	指标	线下					线上				
			20Q1	20Q2	20Q3	20Q4截至W42	年累计	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4截至W42	年累计
九阳	豆浆机	销额同比	-65%	-55%	-53%	-8%	-55%	-3%	-7%	-25%	-21%	-12%
		均价	762	790	826	1,007	814	442	415	377	374	410
		均价同比	11%	-12%	0%	25%	4%	7%	-9%	-14%	-12%	-6%
九阳	料理机	销额同比	-41%	-5%	-17%	-23%	-22%	101%	128%	48%	43%	85%
		均价	952	951	886	938	930	307	285	320	346	304
		均价同比	-4%	-5%	-10%	-17%	-7%	12%	52%	19%	7%	26%
九阳	电饭煲	销额同比	-49%	-15%	-28%	-34%	-34%	9%	2%	12%	30%	9%
		均价	424	455	446	462	443	210	212	194	198	205
		均价同比	-2%	5%	-1%	-10%	0%	2%	-7%	-8%	-6%	-5%
九阳	电压力锅	销额同比	-46%	-20%	-28%	-22%	-33%	16%	19%	12%	3%	15%
		均价	421	433	444	461	434	245	239	252	267	247
		均价同比	-4%	0%	0%	1%	-1%	-14%	-11%	-6%	4%	-10%
九阳	台式电烤箱	销额同比	-4%	8%	-20%	-7%	-6%	86%	96%	23%	18%	71%
		均价	286	352	306	309	309	249	224	200	209	228
		均价同比	-15%	14%	-7%	0%	-5%	-2%	-13%	-18%	-7%	-9%
九阳	洗碗机	销额同比						7%	-32%	-31%	-53%	-20%
		均价						2,080	1,701	1,458	1,541	1,777
		均价同比						3%	-14%	-24%	-27%	-11%
九阳	电水壶	销额同比	-60%	-37%	-47%	-40%	-49%	1%	-8%	-23%	-15%	-11%
		均价	146	140	141	142	142	96	82	80	85	86
		均价同比	12%	6%	3%	0%	7%	3%	-14%	-21%	-19%	-12%

资料来源: 奥维云网, 华安证券研究所

分渠道看，公司 Q3 内销预计实现收入 22 亿元左右，同增 10% 左右。其中线上渠道预计同增 25%，Q3 线上占比达 70% 左右；线下销售持续恢复，目前已恢复至去年的 80% 左右。预计 Q4 电商旺季，线上渠道收入有望提升。

外销方面，公司 Q3 外销收入大幅提升，与 SharkNinja 的协同效应逐步体现，预计 Q3 实现外销收入超 3 亿元，较去年同期增长超 300%，前三季度预计外销共计 4.5 亿元左右，同增 10%+。公司调增 2020 年与 SharkNinja 的关联交易预计额度，由 5 亿元调至 7 亿元。预计 Q4 公司与 SharkNinja 的关联交易金额为 2.7 亿元左右，Q4 公司外销收入为 3 亿元左右，同增 100%+。

3 电商及外销占比提升导致 Q3 毛利率下降，期间费用率持续降低

2020 年前三季度实现净利率 8.98%，同比-0.73pct，对应 Q3 净利率 8.96%，同比-1.28pct。具体来看，公司 Q3 实现毛利率 28.36%，同比-3.99pct，一方面，内销线上占比提升导致毛利率有所降低，预计内销毛利率同比-1pct 左右；另一方面，毛利率相对较低的外销本期占比提升明显，导致整体毛利率有所降低。公司 Q3 销售费用率 11.57%，同比-1.75pct；公司 Q3 管理/研发/财务费用率同比分别-1.08pct/-0.49pct/+0.19pct，公司规模效应显著，费用率有所下降。

4 现金流水平稳定，库存情况良好

公司 Q3 销售商品收到现金 26.20 亿元，Q3 经营活动产生净现金流 3.10 亿元，绝对值分别与营收及利润维持一致水平，现金流水平稳定。应收账款+应收票据 2020 前三季度余额合计为 18.57 亿元，占营收比例 26.21%，相比去年同期降低 1.54pct，销售回款情况有所改善；公司存货维持较低水平，截至 2020 前三季度存货为 5.69 亿元，占营收比例 8.03%，相比去年同期降低 3.28pct，存货周转率较去年同期提升 0.08 次，库存情况良好。

5 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。四季度双十一、双十二等销售旺季正逐步开启，叠加温度降低将促进公司电热类产品销售，看好后续旺季营销有望带来的持续增长。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 109.6、127.5、144.4 亿元，同比分别+17.1%、+16.4%、+13.2%，归母净利润分别为 9.0、10.6、12.0 亿元，同比分别+9.5%、+17.3%、+13.3%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 38.0x、32.4x、28.6x，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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5522	6519	8299	10077	营业收入	9351	10953	12748	14436
现金	1603	1523	2768	4083	营业成本	6310	7521	8741	9963
应收账款	206	229	271	307	营业税金及附加	47	70	82	92
其他应收款	24	33	37	42	销售费用	1477	1686	1912	2108
预付账款	17	35	41	43	管理费用	389	382	446	505
存货	1086	1119	1348	1548	财务费用	-25	-24	-23	-42
其他流动资产	2586	3580	3834	4054	资产减值损失	0	-2	-1	-1
非流动资产	1946	2063	2124	2190	公允价值变动收益	-13	0	0	0
长期投资	255	255	255	255	投资净收益	60	29	29	29
固定资产	681	799	863	931	营业利润	943	1029	1206	1367
无形资产	123	138	140	146	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	887	871	866	859	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	7468	8581	10423	12267	利润总额	940	1026	1204	1364
流动负债	3700	3926	4727	5393	所得税	134	139	163	185
短期借款	0	0	0	0	净利润	806	887	1040	1179
应付账款	1873	1997	2384	2733	少数股东损益	-18	-15	-18	-20
其他流动负债	1827	1930	2343	2660	归属母公司净利润	824	902	1058	1199
非流动负债	17	17	17	17	EBITDA	888	1038	1180	1331
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.07	1.18	1.38	1.56
其他非流动负债	17	17	17	17					
负债合计	3717	3943	4744	5409					
少数股东权益	-2	-17	-35	-56					
股本	767	767	767	767					
资本公积	887	887	887	887					
留存收益	2098	3001	4059	5258					
归属母公司股东权益	3753	4655	5714	6913					
负债和股东权益	7468	8581	10423	12267					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2022E
经营活动现金流	1253	119	1351	1435	成长能力				
净利润	824	902	1058	1199	营业收入	14.5%	17.1%	16.4%	13.2%
折旧摊销	90	100	64	73	营业利润	7.3%	9.1%	17.2%	13.3%
财务费用	-13	0	0	0	归属于母公司净利	9.3%	9.5%	17.3%	13.3%
投资损失	-79	-29	-29	-29	获利能力				
营运资金变动	455	-850	265	202	毛利率(%)	32.5%	31.3%	31.4%	31.0%
其他经营现金流	345	1748	785	986	净利率(%)	8.8%	8.2%	8.3%	8.3%
投资活动现金流	-365	-199	-106	-120	ROE(%)	22.0%	19.4%	18.5%	17.3%
资本支出	-88	-227	-134	-149	ROIC(%)	18.2%	17.5%	17.0%	15.9%
长期投资	122	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-399	29	29	29	资产负债率(%)	49.8%	46.0%	45.5%	44.1%
筹资活动现金流	-637	0	0	0	净负债比率(%)	99.1%	85.0%	83.5%	78.9%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	1.49	1.66	1.76	1.87
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.19	1.37	1.46	1.57
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	44	0	0	0	总资产周转率	1.25	1.28	1.22	1.18
其他筹资现金流	-682	0	0	0	应收账款周转率	45.47	47.84	47.04	47.03
现金净增加额	253	-80	1245	1315	应付账款周转率	3.37	3.77	3.67	3.65

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	1.07	1.18	1.38	1.56	P/E	23.42	38.04	32.44	28.63
每股经营现金流薄)	1.63	0.15	1.76	1.87	P/B	5.14	7.37	6.01	4.97
每股净资产	4.89	6.07	7.45	9.01	EV/EBITDA	19.93	31.60	26.75	22.74

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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；
- 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。