

九阳股份 (002242.SZ) 2020Q3 公司收入端快速增长，利润端略低于预期

2020 年 10 月 27 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

孟昕（联系人）

lvming@kysec.cn

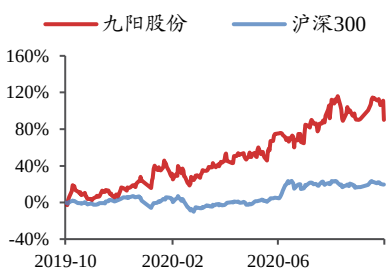
mengxin@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120040004

日期	2020/10/27
当前股价(元)	40.28
一年最高最低(元)	45.98/20.59
总市值(亿元)	309.02
流通市值(亿元)	307.94
总股本(亿股)	7.67
流通股本(亿股)	7.65
近 3 个月换手率(%)	35.63

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q2 业绩超市场预期，新产品新渠道拉动增长》-2020.8.26

《公司首次覆盖报告-核心品类创新+品类拓展，小家电龙头有望提速增长》-2020.7.24

● 2020Q3 公司收入端快速增长，利润端略低于预期

2020 年前三季度，公司实现营收 70.83 亿元（+13.24%），归母净利润 6.44 亿元（+4.23%），扣非归母净利润 6.02 亿元（+3.35%），EPS 为 0.84 元（+3.70%）。2020Q3 单季度，公司实现营收 25.24 亿元（+22.07%），归母净利润 2.26 亿元（+6.80%），收入端快速增长但利润端略显压力。考虑 2020Q3 小家电淡季公司利润端略低于预期，下调 2020-2022 年归母净利润为 9.08/10.98/12.61 亿元（原值 9.48/11.12/12.72 亿元），对应 EPS 为 1.18/1.43/1.64 元，当前股价对应 PE 为 34.0/28.1/24.5 倍，考虑后续旺季来临及公司长逻辑不变，维持“买入”评级。

● 2020 年前三季度利润率、费用率均有所下滑

1) 利润率：2020 年前三季度，公司毛利率为 31.10%，同比-1.24pct；净利率为 8.98%，同比-0.73pct。毛利率略有下滑主要系毛利率较低的线上渠道占比的提升；净利率跌幅小于毛利率主要系费用率的降低。2020 年前三季度，公司销售/管理/研发费用率分别为 13.99%/6.43%/3.09%，同比分别-0.33pct/-1.01pct/-0.28pct。2) 周转天数：2020Q3，公司存货周转天数减少至 45.79 天主要系存货销售所致，应收账款周转天数增加至 14.45 天主要系销售增加所致。3) 现金流：2020Q3 公司经营现金流净额继续提升至 8.37 亿元，相比 2020 年初现金流持续改善。

● 料理机行业快速增长，九阳双十一预售表现优秀

1) 行业快速增长：根据奥维云网数据，2020 年前三季度料理机行业累计销量 3713.05 万台，同比+38.04%。其中，九阳品牌销量为 647.83 万台，市占率 17.44%，同比+40.87%。2) 双十一预售表现亮眼：截至 2020 年 10 月 25 日，九阳豆浆机/榨汁机/电饭煲的天猫双十一累计预售额分别约为 372/57/934 万元，排名分别为第 1/2/2 名。3) IP 营销：持续推出新 IP 联名产品，助力品牌营销。2020 年 8 月，九阳与人气奶茶品牌喜茶联名推出“在家做喜茶”系列，并携手京东打造哆啦 A 梦的百宝厨房，推出多功能料理机、三明治机、养生壶等系列 IP 联名款小家电。

● 风险提示：国外疫情需求的抑制；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,169	9,351	10,595	12,280	13,901
YOY(%)	12.7	14.5	13.3	15.9	13.2
归母净利润(百万元)	754	824	908	1,098	1,261
YOY(%)	9.5	9.3	10.1	21.0	14.9
毛利率(%)	32.1	32.5	32.3	32.9	33.1
净利率(%)	9.2	8.8	8.6	8.9	9.1
ROE(%)	19.4	21.5	21.7	22.3	22.1
EPS(摊薄/元)	0.98	1.07	1.18	1.43	1.64
P/E(倍)	41.0	37.5	34.0	28.1	24.5
P/B(倍)	8.1	8.2	7.3	6.3	5.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q3 公司收入端快速增长，利润端略低于预期.....	3
2、 2020 年前三季度利润率、费用率均有所下滑	3
3、 料理机行业快速增长，九阳品牌市占率优势明显	4
4、 九阳品牌 2020 年双十一预售表现优秀	5
5、 公司持续推出新 IP 联名产品，助力品牌营销	6
6、 盈利预测与投资建议	7
7、 风险提示	7
附：财务预测摘要	8

图表目录

图 1： 2020 年前三季度公司毛利率降低至 31.10%	3
图 2： 2020 年前三季度公司净利率降低至 8.98%	3
图 3： 公司 2020Q3 存货周转天数减少	4
图 4： 公司 2020Q3 应收账款周转天数增加	4
图 5： 公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升	4
图 6： 2020 年前三季度，料理机行业增速约为 38%	5
图 7： 九阳 2020 年双十一天猫预售额居豆浆机市场榜首	5
图 8： 九阳 2020 年双十一天猫预售额居榨汁机市场榜二	5
图 9： 九阳 2020 年双十一天猫预售额居电饭煲市场榜二	6
图 10： 九阳携手京东打造哆啦 A 梦的百宝厨房	6
表 1： 2020Q3 公司收入端快速增长，利润端略显压力	3

1、2020Q3 公司收入端快速增长，利润端略低于预期

2020 年前三季度，公司实现营收 70.83 亿元（+13.24%），归母净利润 6.44 亿元（+4.23%），扣非归母净利润 6.02 亿元（+3.35%），EPS 为 0.84 元（+3.70%）。

分季度看：2020Q3 单季度，公司实现营收 25.24 亿元（+22.07%），归母净利润 2.26 亿元（+6.80%）。从收入端看，公司 2020Q3 实现快速增长，表现良好；从利润端看，公司 2020Q3 表现略低于预期。

表1：2020Q3 公司收入端快速增长，利润端略显压力

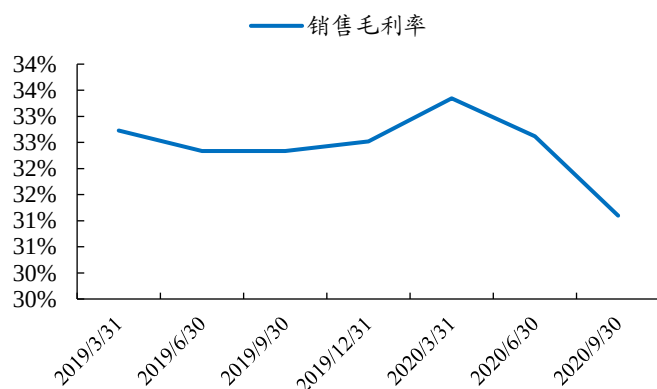
	2020Q1	2020Q2	2020Q3
收入（亿元）	17.02	28.56	25.24
同比	-5.37%	19.60%	22.07%
归母净利润（亿元）	1.47	2.71	2.26
同比	-9.91%	11.49%	6.80%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2020 年前三季度利润率、费用率均有所下滑

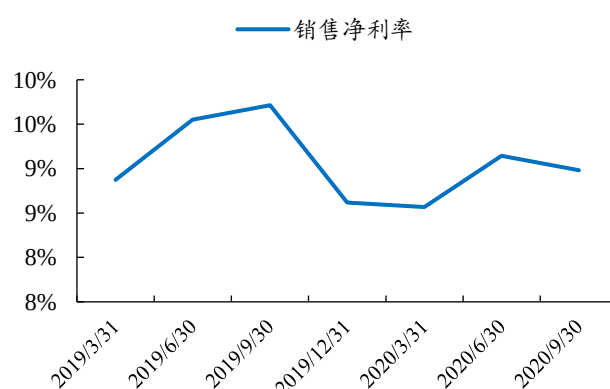
2020 年前三季度，公司毛利率为 31.10%，同比-1.24pct；净利率为 8.98%，同比-0.73pct。毛利率略有下滑主要系毛利率较低的线上渠道占比的提升；净利率跌幅小于毛利率主要系费用率的降低。2020 年前三季度，公司销售、管理、研发费用率分别为 13.99%、6.43%、3.09%，同比分别-0.33pct、-1.01pct、-0.28pct。

图1：2020 年前三季度公司毛利率降低至 31.10%



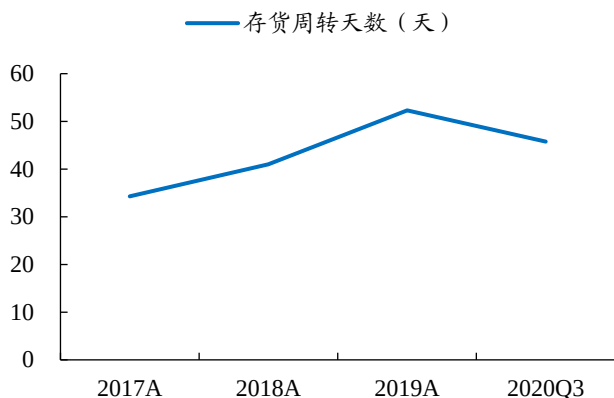
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020 年前三季度公司净利率降低至 8.98%

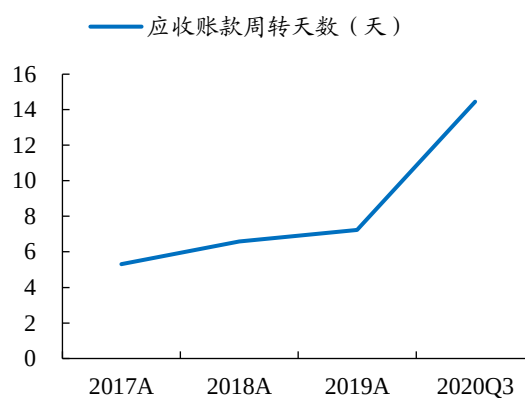


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司 2020Q3 存货周转天数减少、应收账款周转天数增加。2020Q3，公司存货周转天数减少至 45.79 天主要系存货销售所致，应收账款周转天数增加至 14.45 天主要系销售增加所致。

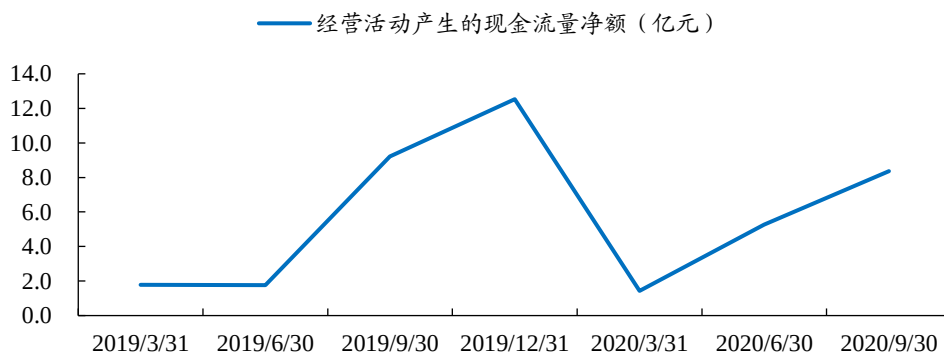
图3: 公司 2020Q3 存货周转天数减少


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 公司 2020Q3 应收账款周转天数增加


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

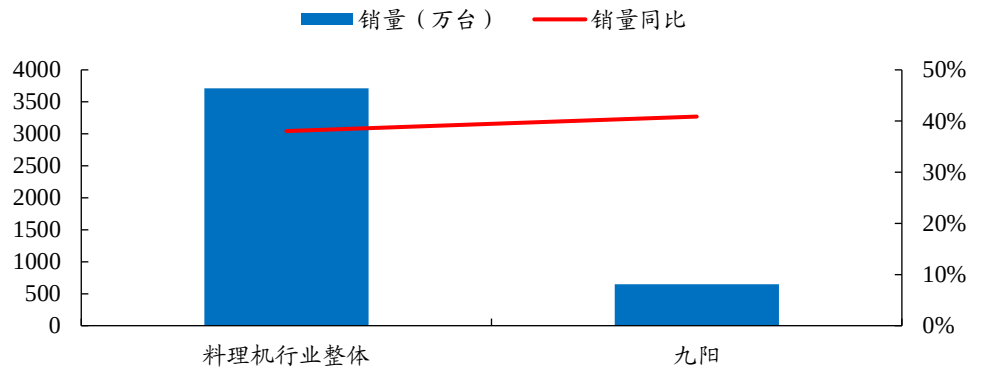
公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升。2020Q3, 公司经营性现金流净额继续提升至 8.37 亿元, 相比 2020 年初现金流持续改善。

图5: 公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、料理机行业快速增长, 九阳品牌市占率优势明显

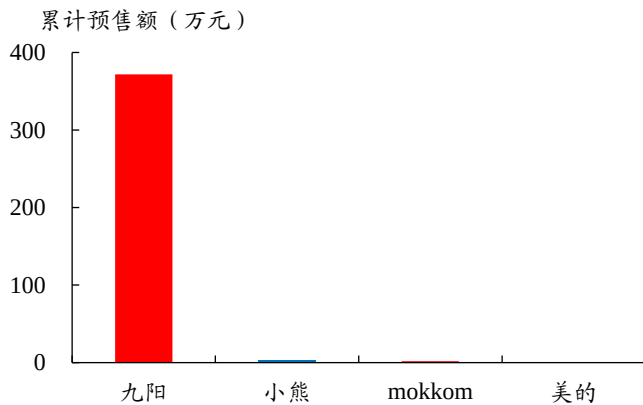
料理机行业快速增长, 九阳品牌市占率较高。根据奥维云网数据, 2020 年前三季度料理机行业累计销量实现 3713.05 万台, 同比增长 38.04%, 行业整体快速增长。其中, 九阳品牌 2020 年前三季度累计销量为 647.83 万台, 市占率为 17.45%, 同比增长 40.87%, 高于整体市场增速, 在料理机市场具有较强竞争优势。

图6：2020 年前三季度，料理机行业增速约为 38%


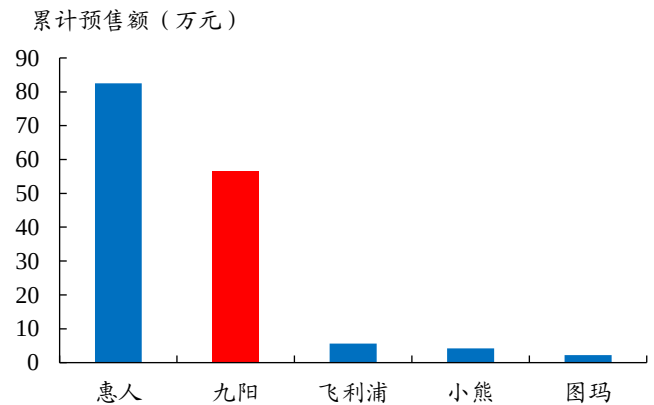
数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期为 2020W1-W42）

4、九阳品牌 2020 年双十一预售表现优秀

九阳品牌 2020 年双十一预售表现优秀。根据魔镜市场情报数据，截至 2020 年 10 月 26 日，九阳豆浆机、榨汁机和电饭煲的天猫双十一累计预售额分别约为 372 万元、57 万元、933.68 万元，位居豆浆机类目第一名、榨汁机类目第二名和电饭煲类目第二名，且领先优势显著。九阳品牌在 2020 年双十一优异的预售成绩显示了其深厚的品牌影响力，销售有望在 2020Q4 实现提速增长。

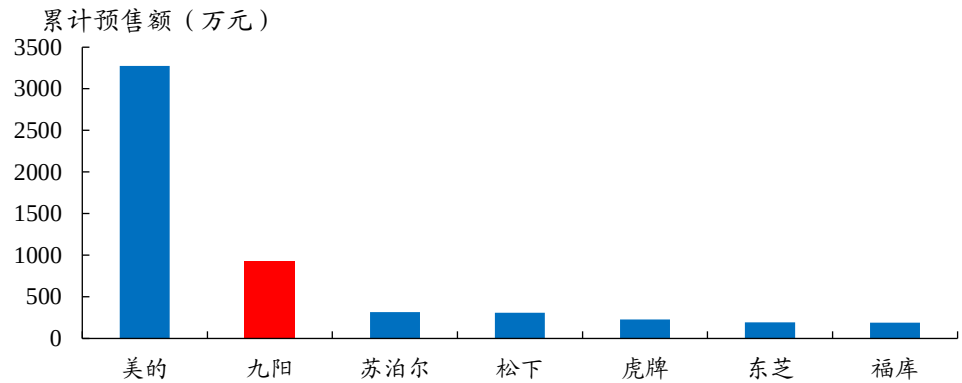
图7：九阳 2020 年双十一天猫预售额居豆浆机市场榜首


数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（数据截至 2020 年 10 月 25 日）

图8：九阳 2020 年双十一天猫预售额居榨汁机市场榜二


数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（单位：万元；数据截至 2020 年 10 月 25 日）

图9：九阳 2020 年双十一天猫预售额居电饭煲市场榜二



数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（单位：万元；数据截至 2020 年 10 月 25 日）

5、公司持续推出新 IP 联名产品，助力品牌营销

九阳与人气奶茶品牌喜茶联名推出“在家做喜茶”系列。2020 年 8 月，公司推出和喜茶联手打造的小奶锅、三明治机、豆浆机和果汁机，并公布了在家做喜茶的独家定制食谱。在品牌营销方面，除了在线上联合发布趣味性二次元风格广告外，九阳与喜茶还联合天猫潮 live，结合 4 款联名小家电，推出创意海报以吸引消费者目光。

九阳携手京东打造哆啦 A 梦的百宝厨房。公司推出多功能料理机、三明治机、养生壶、电火锅等系列哆啦 A 梦 IP 联名款小家电。公司运用当下流行的 IP 联名方式满足年轻用户的需求，将“萌潮 IP”常态化，以抓住年轻消费群体。

图10：九阳携手京东打造哆啦 A 梦的百宝厨房



资料来源：九阳官方微信公众号

6、盈利预测与投资建议

九阳股份是国内厨房小家电行业的龙头公司之一。我们认为，行业空间较大，市场规模有望继续扩大，尤其料理机等新兴品类增长迅速。公司作为厨房小家电行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。

考虑 2020Q3 小家电淡季公司利润端略低于预期，下调 2020-2022 年归母净利润为 9.08/10.98/12.61 亿元(原值 9.48/11.12/12.72 亿元)，对应 EPS 为 1.18/1.43/1.64 元，当前股价对应 PE 为 34.0/28.1/24.5 倍，考虑后续旺季来临及公司长逻辑不变，维持“买入”评级。

7、风险提示

疫情形势恶化；行业竞争加剧；新品拓展不及预期；SharkNinja 在国内拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4819	5522	6300	7955	8494
现金	1091	1603	2972	3760	4479
应收票据及应收账款	2572	1442	3106	2166	3802
其他应收款	26	24	33	33	42
预付账款	50	17	59	29	71
存货	747	1086	0	1268	0
其他流动资产	332	1349	130	700	100
非流动资产	1841	1946	1593	1671	1826
长期投资	257	255	273	298	322
固定资产	702	681	732	805	858
无形资产	126	123	101	83	64
其他非流动资产	757	887	487	484	581
资产总计	6660	7468	7893	9626	10319
流动负债	2828	3700	3654	4688	4628
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1764	2781	2383	3553	3144
其他流动负债	1064	919	1271	1135	1484
非流动负债	3	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	17	17	17	17
负债合计	2830	3717	3671	4704	4645
少数股东权益	20	-2	7	7	-3
股本	768	767	767	767	767
资本公积	843	887	887	887	887
留存收益	2206	2066	2494	2859	3312
归属母公司股东权益	3810	3753	4216	4915	5677
负债和股东权益	6660	7468	7893	9626	10319

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	409	1253	1244	1185	1289
净利润	742	806	916	1098	1252
折旧摊销	77	90	85	85	99
财务费用	-11	-25	-40	-70	-87
投资损失	-135	-60	-80	-91	-92
营运资金变动	-170	410	366	167	122
其他经营现金流	-94	32	-3	-4	-5
投资活动现金流	342	-365	529	-68	-157
资本支出	112	90	13	52	31
长期投资	-43	122	-18	-20	-24
其他投资现金流	411	-153	524	-36	-151
筹资活动现金流	-516	-637	-405	-329	-412
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	-53	44	0	0	0
其他筹资现金流	-463	-682	-405	-329	-412
现金净增加额	236	253	1369	788	720

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8169	9351	10595	12280	13901
营业成本	5544	6310	7170	8241	9298
营业税金及附加	49	47	71	80	84
营业费用	1377	1477	1669	1943	2195
管理费用	310	389	387	460	542
研发费用	298	330	379	448	509
财务费用	-11	-25	-40	-70	-87
资产减值损失	10	-0	0	0	0
其他收益	43	46	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	3	4	5
投资净收益	135	60	80	91	92
资产处置收益	108	1	0	0	0
营业利润	878	943	1043	1272	1456
营业外收入	4	6	35	16	15
营业外支出	11	9	11	10	10
利润总额	871	940	1067	1278	1461
所得税	129	134	151	180	209
净利润	742	806	916	1098	1252
少数股东损益	-13	-18	9	-0	-9
归母净利润	754	824	908	1098	1261
EBITDA	915	982	1083	1263	1437
EPS(元)	0.98	1.07	1.18	1.43	1.64

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.7	14.5	13.3	15.9	13.2
营业利润(%)	8.7	7.3	10.6	22.0	14.5
归属于母公司净利润(%)	9.5	9.3	10.1	21.0	14.9
获利能力					
毛利率(%)	32.1	32.5	32.3	32.9	33.1
净利率(%)	9.2	8.8	8.6	8.9	9.1
ROE(%)	19.4	21.5	21.7	22.3	22.1
ROIC(%)	18.7	20.4	20.3	20.6	20.2
偿债能力					
资产负债率(%)	42.5	49.8	46.5	48.9	45.0
净负债比率(%)	-28.4	-42.7	-70.4	-76.4	-78.9
流动比率	1.7	1.5	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.3	0.9	1.7	1.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	3.7	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	4.0	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.07	1.18	1.43	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.63	1.62	1.54	1.68
每股净资产(最新摊薄)	4.97	4.89	5.49	6.41	7.40
估值比率					
P/E	41.0	37.5	34.0	28.1	24.5
P/B	8.1	8.2	7.3	6.3	5.4
EV/EBITDA	32.6	29.7	25.8	21.5	18.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn