

九阳股份（002242）：是否由产品驱动走向品牌驱动？（一）

2020 年 12 月 30 日

强烈推荐/上调

九阳股份

公司报告

九阳过去是一家产品驱动的公司，未来能够走向品牌驱动，当前市场对九阳品牌力塑造能力的认知还不够充分。

➤ 盈利能力弱能不能解决，怎么解决？

九阳过去盈利能力不强，主要原因在于激进多元化和创新转化率不高。目前公司已经通过 1) 回归主品类、主销价格段的战略聚焦主业，提高研发势能，把创新能力变现。目前弱势品类已经取得成效，破壁机和豆浆机强者恒强。2) SKY 系列提升公司在中高端市场的竞争力。目前 SKY 销量份额上升，产品矩阵不断丰富，产品深化持续推进。从竞争格局和商业模式来看，未来能更上一层楼。

➤ 未来拓品能做成什么样？

拓品是厨房小家电公司持续成长的必经之路，九阳过去在厨房小电之外，和美、苏具有较大的品类实力差距，未来通过与 SharkNinja 协同发展打开品类成长空间。1) 为 Ninja 代工形成研发协同和外销增量。美国食品加工电器格局较为分散，未来九阳能够持续为 Ninja 赋能，其在北美的市场份额能够提升。2) 运营 Shark 品牌形成销售协同和品类增量。从竞争格局、定价策略、竞争优势来看 Shark 在中国市场具备持续提升渗透率的基础。

➤ 与美、苏相比，竞争优势在哪里？

九阳相较美、苏处在一个可选性更强的赛道，通过持续的产品创新和迭代来保持竞争力是其商业模式重要的一环，但产品力是竞争优势的必要而非充分条件。我们认为真正的竞争优势在于形成一个能持续输出产品力的机制和平台：1) 从管理到研发再到渠道，更快应对市场变化的组织架构；2) 强大的供应链整合能力，通过研发和营销提升品牌附加值。从而赋予九阳区别于美、苏的品牌调性。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.15、1.29 和 1.48 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 28、25 和 21 倍。看好公司由产品驱动走向品牌驱动，上调评级为“强烈推荐”。

风险提示：SKY 系列发展不及预期、Shark 品牌发展不及预期、供应链出现重大变动、研发和营销团队出现重大变动。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,168.71	9,351.44	10,680.14	12,189.86	14,083.79
增长率（%）	12.71%	14.48%	14.21%	14.14%	15.54%
归母净利润（百万元）	754.26	824.11	884.23	990.58	1,137.63
增长率（%）	9.48%	9.26%	7.30%	12.03%	14.84%
每股收益(元)	0.99	1.07	1.15	1.29	1.48
PE	32.83	30.37	28.20	25.17	21.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要从事厨房小家电系列产品的研发、生产和销售，在健康饮食电器领域不断拓展。目前公司正经历从“九阳=豆浆机”向“九阳=品质小家电”的转变。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

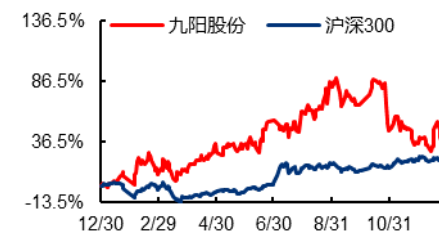
发债及交叉持股介绍：

JS 环球生活（1691.HK）持有九阳股份（002242.SZ）58.9%的股份。

交易数据

52 周股价区间（元）	45.8-23.91
总市值（亿元）	249.33
流通市值（亿元）	248.46
总股本/流通 A 股（万股）	76,717/76,450
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.75

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：闵繁皓

010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070005

研究助理：徐程颖

01066554018

xuchy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070052

目 录

1. 盈利能力弱能不能解决，怎么解决？	5
1.1 两个回归聚焦创新变现	6
1.2 SKY 系列助力价值登高	9
2. 未来拓品能做成什么样？	12
2.1 为 Ninja 代工形成研发协同和外销增量	13
2.2 运营 Shark 品牌形成销售协同和品类增量	14
3. 与美、苏相比，竞争优势在哪里？	16
3.1 快速应对市场变化的组织架构	16
3.2 专注研发和营销的互联网特质	17
4. 投资建议	20
5. 风险提示	20
相关报告汇总	22

插图目录

图 1： 九阳主营业务速览	4
图 2： 九阳上市以来的相对超额收益及拆分	5
图 3： 过去九阳业绩贡献 ROE（TTM）能力较弱，净利增速略慢于营收增速（单季）	6
图 4： 内部产业链协同和外部的竞争格局影响品类拓张	6
图 5： 九阳跨界拓品终端价格没有竞争力	6
图 6： 九阳单品创新的研发协同性不够	7
图 7： 具备创新势能的戴森净利率远超九阳	7
图 8： 从电饭煲热销机型结构得到九阳电饭煲在两个回归战略下取得了成效（横轴均价，纵轴销售结构）	7
图 9： 下半年来九阳电饭煲线上销量增速处于前列	8
图 10： 下半年来九阳破壁机线上销量增速较好	8
图 11： 从破壁机热销机型结构得到九阳破壁机在两个回归战略下强者恒强（横轴均价，纵轴销售结构）	8
图 12： 九阳豆浆机在两个回归战略下呈现杠铃结构（横轴均价，纵轴销售结构）	8
图 13： 九阳 SKY 系列对消费者核心痛点加以把握和解决	9
图 14： SKY 系列销量占九阳对应品类销量份额的中枢上移	9
图 15： S 电饭煲产品矩阵进一步丰富，产品深化下探价格带（横轴：销量，台；纵轴：均价，元）	10
图 16： Y 破壁机产品矩阵进一步丰富，产品深化下探价格带（横轴：销量，台；纵轴：均价，元）	10
图 17： K 豆浆机产品矩阵进一步丰富，产品深化下探价格带（横轴：销量，台；纵轴：均价，元）	10
图 18： 九阳研发投入较多	11
图 19： 九阳研发人员平均薪酬较高（万元/人/年）	11
图 20： 九阳研发体系及产研销配合能够胜任持续推新的商业模式	11
图 21： 2018 年主要厨房小家电零售额（亿元）	12
图 22： 2020 年 1-11 月九阳线上销售结构	12
图 23： 九阳与 SharkNinja 协同发展打开品类成长空间（浓缩穿透图）	12

图 24：美国食物料理及烹饪电器空间大（十亿美元）	13
图 25：美国食品加工电器格局较分散，Ninja 有望提升份额（2019 年）	13
图 26：Ninja 分部收入增长较快（百万美元）	14
图 27：Ninja 分部的烹饪电器收入增长显著（百万美元）	14
图 28：Foodi 逐步扩充产品矩阵	14
图 29：Shark 清洁电器在美国销量份额居前列（2019 年）	14
图 30：我国吸尘器每百户保有量和发达国家有很大差距	14
图 31：Shark 蒸汽拖把线上份额高居第一	15
图 32：Shark 品牌在中国市场的品类布局	15
图 33：Shark 主要吸尘器产品定价面临的竞争阻力较小（横轴：均价；纵轴：销额市占率）	15
图 34：BU 制能够快速应对市场变化	16
图 35：九阳具有快速反应的研发体系	16
图 36：JS 环球生活的销售成本结构以 OEM 供应商为主	17
图 37：九阳生产人员占比较同业最低	17
图 38：九阳销售人员平均薪酬较高（万元/人/年）	18
图 39：九阳尝试多样化的营销方式具有成效	18
图 40：九阳通过 IP 联名推出了系列化产品	18
图 41：Ksolo 联名款占比持续提升，同时带动 Ksolo 占豆浆机品类提升（量）	19
图 42：Ymini 联名款占比持续提升，同时带动 Ymini 占破壁机品类提升（量）	19
图 43：S160 联名款占比持续提升（量）	19

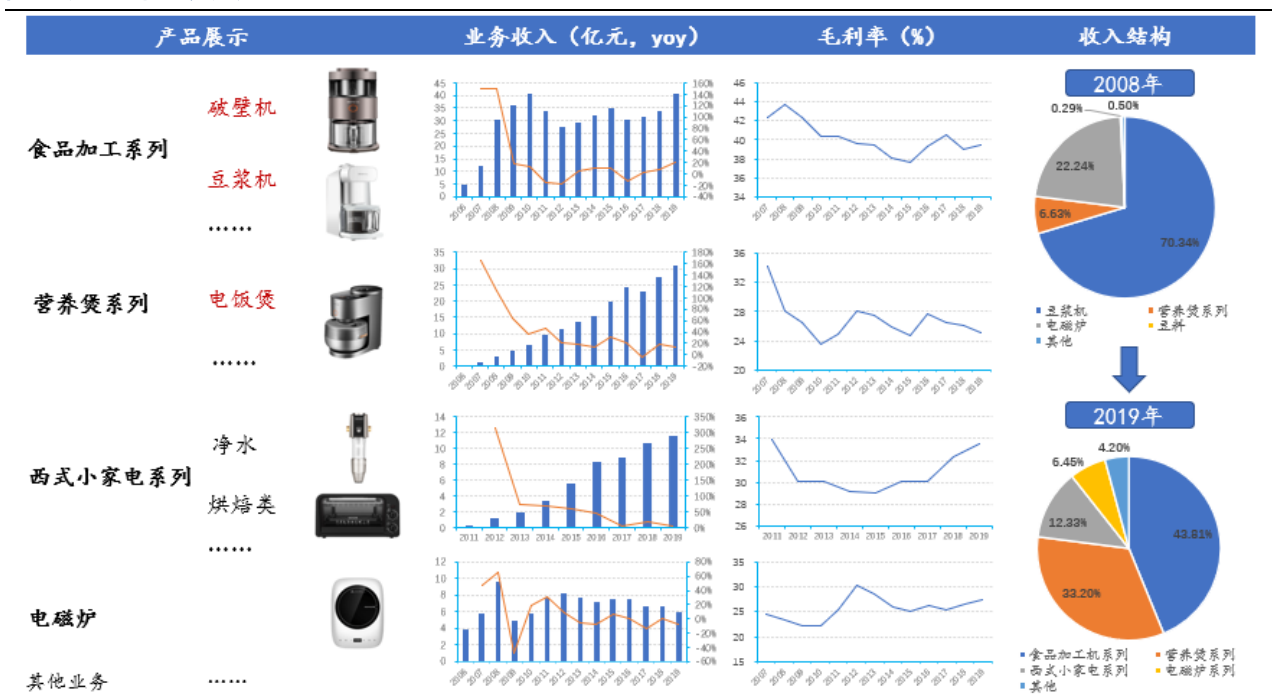
表格目录

表 1：九阳向 SharkNinja（HK）Company Limited 销售商品（代工）	13
表 2：尚科宁家（中国）向 SharkNinja（HK）Company Limited 采购商品	16

匠心打造厨房小家电龙头。九阳于1994年推出第一台豆浆机，2002年开始扩展产品线，发展至今二十多年里始终在厨房小家电领域精耕细作。公司以豆浆机为圆心扩充产品矩阵，着重发力食品加工系列、营养煲和西式小家电。

- **食品加工是公司传统优势品类。**2019年实现收入40.97亿元，占比43.8%，1H20同比增长14.58%保持稳健。公司培育了豆浆机、破壁机、榨汁机等拳头产品，在该品类具有更高的定价权，毛利率居前列。
- **营养煲稳健增长。**2019年实现收入31.05亿元，占比33.2%，1H20受疫情影响同比增长-13.46%。公司煲类起步较晚，以产品创新和性价比策略与美、苏竞争，毛利率承压。
- **西式小家电增速最快。**2019年实现收入11.53亿元，占比12.33%，1H20同比增长34.78%。公司早期所拓净水、大厨电难以在生产、渠道端产生协同，后逐步拓展新式长尾品类，毛利改善显著。
- **借力 Shark 品牌发展清洁电器。**

图1：九阳主营业务速览



资料来源：招股说明书，公司财报，东兴证券研究所

复盘九阳股份的历史股价表现，发现其有一定的“周期性”，超额收益往往来自于核心品类渗透率快速提升，也即具有一定的产品驱动特征。

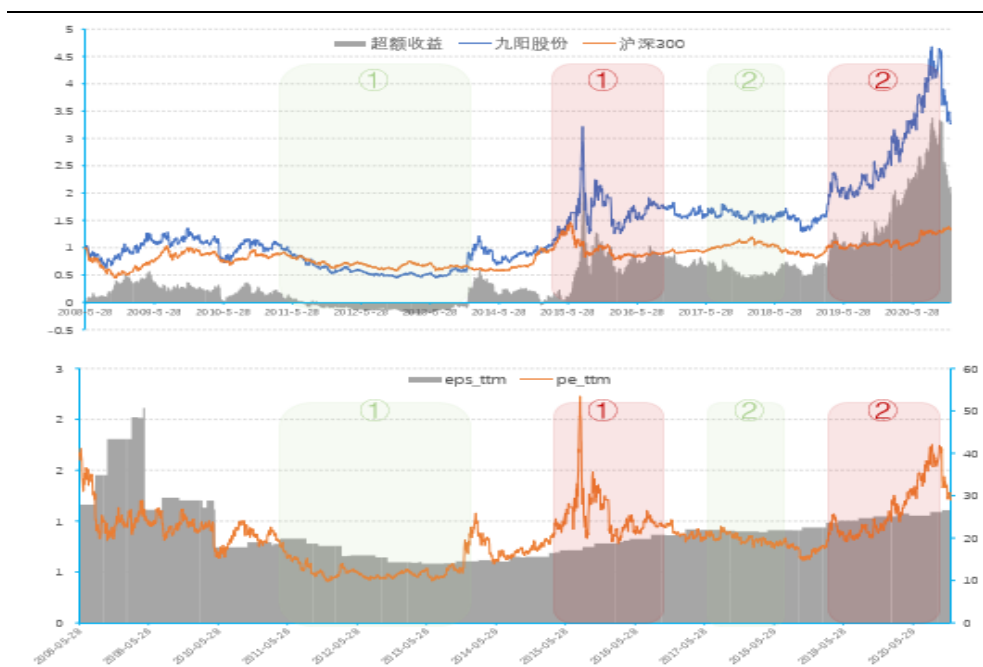
- **2011年6月-2013年12月：负超额收益。**受豆浆机热度下降以及农村煤改气的影响，两大核心单品豆浆机和电磁炉增速显著下滑导致营收、净利负增长。

2015年1月-2016年5月：超额收益快速扩大。核心品类豆浆机受益渠道深化（下沉&电商），销售回暖；另一方面以商用机、one cup 胶囊机的形式探索新的使用场景。饭煲、净水及大厨电等发展初有成效。

2016 年 12 月-2018 年 6 月：超额收益收窄。2016Q2 开启了长达一年的经销商调整，新的渠道网络成果呈现尚需时间，期间各品类均受到不同程度的影响，豆浆机负增长。

2019 年 3 月至今：超额收益持续扩大。渠道调整效果呈现，破壁机接棒豆浆机成为增长引擎，在价值登高的战略指引下向“九阳=品质小家电”转型。

图2：九阳上市以来的相对超额收益及拆分



资料来源：Wind，东兴证券研究所

单品天花板不高，依靠核心单品渗透率提升不是一个好的生意模式。小家电技术壁垒并不高，产品应用层面的创新大概率会被同样具有品牌影响力、渠道网络和强大基础研发能力的美、苏搭便车，也即单品极高的份额大概率会趋于美、苏、九三家各占一定份额的稳态。哪怕是极占品牌心智的豆浆机，其份额较最初也明显下滑，那么产品驱动就不是一个稳定可持续并且能够线性外推的因素。

未来九阳能否继续扩大超额收益，取决于是否从产品驱动走向品牌驱动，从而看到 1) 盈利能力提升；2) 拓品能力提升；3) 相较于美、苏具备竞争优势。在本篇我们对上述三个问题定性分析，下一篇报告中我们进一步进行定量分析。

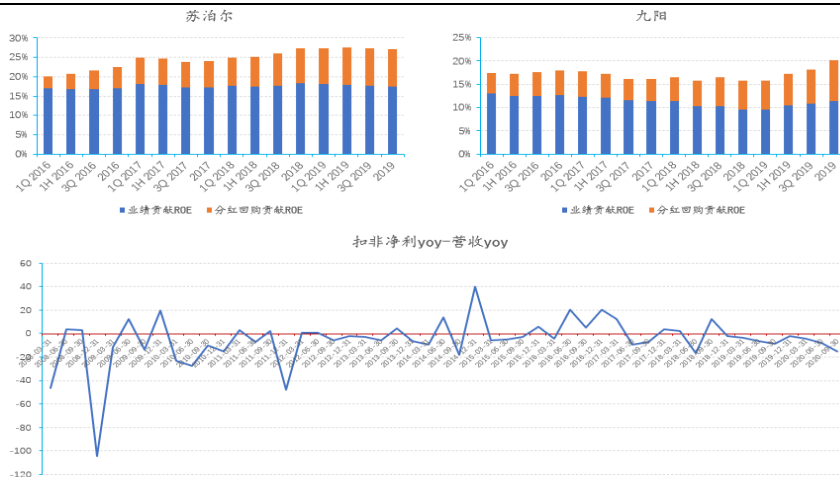
1. 盈利能力弱能不能解决，怎么解决？

九阳过去盈利能力不强，扣非净利增速略慢于营收增速。我们对 ROE 进行业绩贡献和分红贡献的拆分（计算原理及过程可参考我们于 2019 年 9 月 26 日发布的《家电公司 ROE 未来会怎么走？》报告），公司业绩贡献 ROE 较弱。

主要原因在于：1) 激进多元化；2) 创新转化率不高。目前公司已经通过回归主品类、主销价格段的战略聚焦主业，把创新能力变现。

未来九阳通过价值登高能够持续提升盈利能力。SKY 系列在产业链内部的生产环节能产生协同，高加价倍率提振渠道资源积极性，同时外部的竞争格局也较为有利，具备持续推进的基础。而高端套系化除了改善产品结构，还能提升品牌调性。

图3：过去九阳业绩贡献 ROE（TTM）能力较弱，净利增速略慢于营收增速（单季）



资料来源：Wind，公司财报，东兴证券研究所

1.1 两个回归聚焦创新变现

回归主品类、回归主销价格段助力九阳强劲的创新力在报表层面体现。九阳具有创新基因，豆浆机就是一个从无到有的产品，创始人王总也是工程师出身，公司内部最大的奖项就是年度创新大奖。回归主品类指在核心品类上创新以解决消费者痛点，对过去激进多元化进行纠偏；回归主销价格段指将创新成果运用在大众化的产品上，对过去创新转化率不高进行纠偏。

九阳过去为了降低单品依赖，做了诸多多元化的尝试。从跨界拓品来看，公司于 2011 年推出前端净水产品；2012 年进军大厨电推出灶具、消毒柜，2015 年进一步推出油烟机。两项业务营收做到千万级别之后很难更进一步，利润方面也仅能维持盈亏平衡。我们在《为什么苏泊尔可以持续成长？（一）》的报告中提到，内部的产业链协同和外部的竞争格局是成功与否的重要影响因素。当所拓领域能形成产业链协同，且竞争格局又较为分散时，跨界大牌低价更容易取得成效。

图4：内部产业链协同和外部的竞争格局影响品类扩张



资料来源：东兴证券研究所

图5：九阳跨界拓品终端价格没有竞争力



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

其跨界拓品成效低的主要原因是：1) 不具备成本优势。净水及大厨电外包给代工厂，难以和自身的原材料采购、研发投入、固定资产折旧摊销产生协同。2) 现有渠道资源很难产生协同。净水及大厨电均具有前端装修属性，现有小电渠道推广产品作用有限，开发新的分销商又耗费物力财力。3) 终端价格没有竞争力。产品定位中高端，但没有明确的差异化，也缺乏响当当的品牌力支撑。

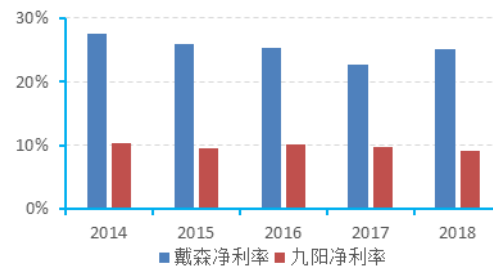
其小家电领域多元化成效显著，但创新转化率不高的主要原因是：1) 营养煲类起步较美的、苏泊尔晚，需要对下游分销商做出更大的资源倾斜，同时需要更多的营销投入。2) 对一些非大众需求的产品投入较多的研发资源，如炒菜机器人、馒头机、面条机。但这些品类一来并不像喝豆浆具备广泛的需求基础，二来没有解决核心痛点，但是终端定价并不便宜。3) 单品创新的研发协同性不够，没有实现在一个核心技术上进行多个品类的延伸，从而也导致创新成本较高。

图6：九阳单品创新的研发协同性不够



资料来源：戴森官网，九阳官网，东兴证券研究所

图7：具备创新势能的戴森净利率远超九阳

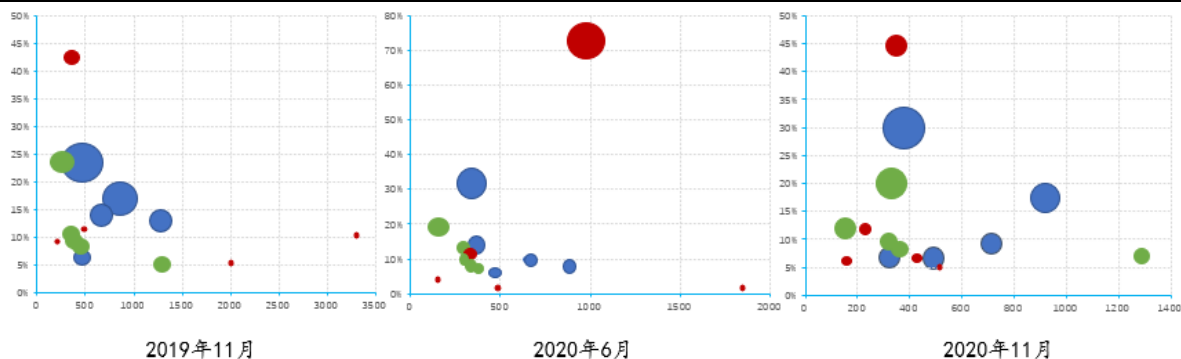


资料来源：戴森披露，公司财报，Wind，东兴证券研究所

饭煲作为九阳传统大单品中较为弱势的品类在两个回归战略下取得了成效。尽管受到疫情影响今年线上增速高是必然，同业比较来看九阳销量增速处于前列。由于大促节是品牌力和产品力的集中反馈，官方旗舰店能更直接地反映公司销售导向，我们选取了美、苏、九三家官方旗舰店在6月和11月两个大促月TOP5机型的销售数据。横轴为成交均价；纵轴为该机型销售额占自身品类销售额的份额以观察销售结构；圆圈大小为成交额。

从热销机型销售结构可以明显看到九阳 1) 回归主销价格段，目前销售额前五的机型均位于主销价格段；2) 机型实力均衡化，销售结构较之前的尖峰长尾有所优化；3) 拳头产品开始具备同业竞争力，S160上市以来在今年6月和11月销额十分可观。

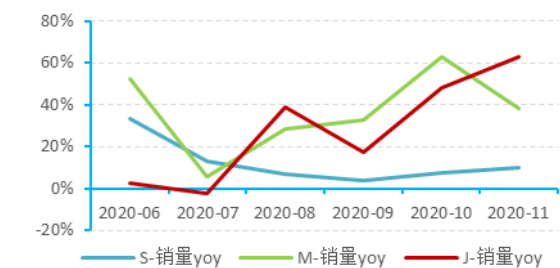
图8：从饭煲热销机型结构得到九阳饭煲在两个回归战略下取得了成效（横轴均价，纵轴销售结构）



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：红色九阳、蓝色苏泊尔、绿色美的（由于只取官方旗舰店销售数据，故美的的销售额较小）

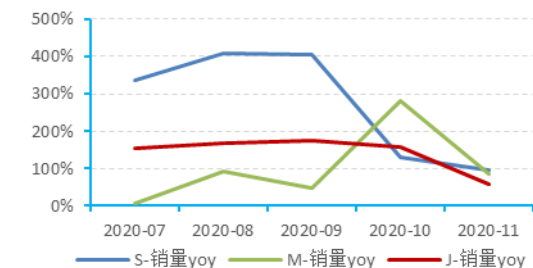
图9：下半年来九阳电饭煲线上销量增速处于前列



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：由于数据权限，从2020年06月开始同比测算

图10：下半年来九阳破壁机线上销量增速较好

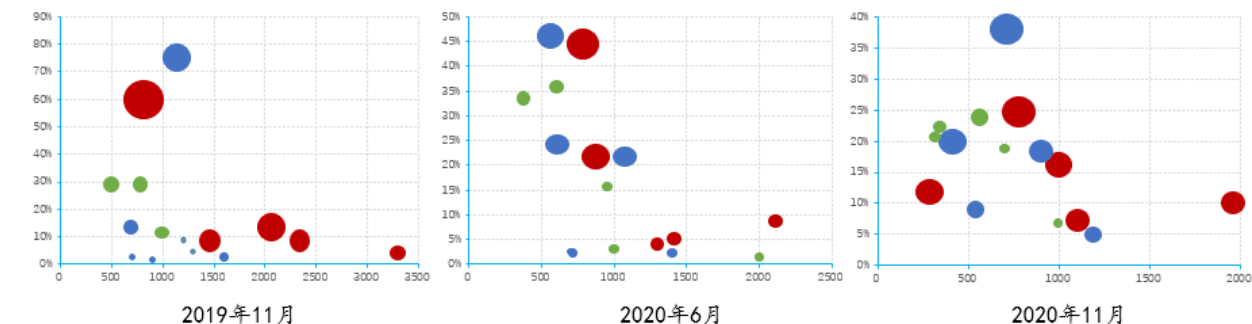


资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：由于数据权限，从2020年07月开始同比测算

破壁机在两个回归战略下强者恒强。从热销机型销售结构可以明显看到九阳 1) 回归主销价格段，目前销售额前五的机型单价均不超过两千元；2) 机型实力均衡，各价格段均有竞争力强劲的拳头产品；3) 高端市场一骑绝尘，在三个大促月内九阳热门机型的最高价远超美、苏，且销售额更大。

图11：从破壁机热销机型结构得到九阳破壁机在两个回归战略下强者恒强（横轴均价，纵轴销售结构）

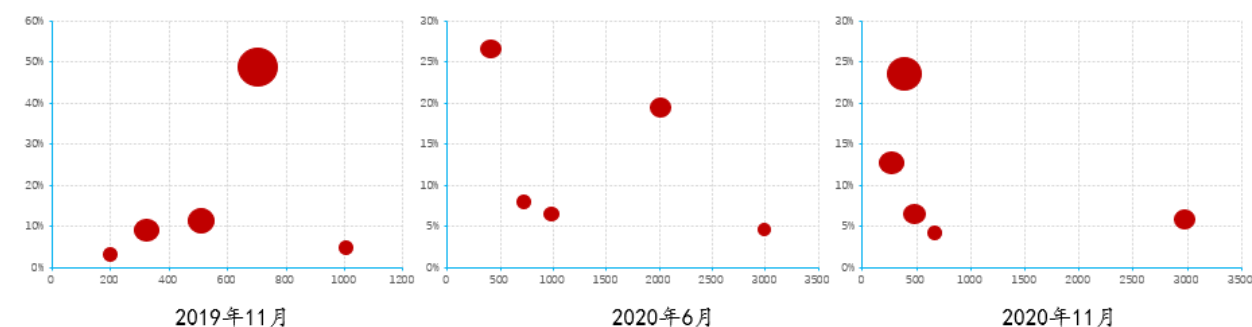


资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：红色九阳、蓝色苏泊尔、绿色美的（由于只取官方旗舰店销售数据，故美的的销售额较小）

豆浆机则呈现杠铃结构。从热销机型销售结构可以明显看到九阳 1) 主销价格段下移，破壁机作为替代品挤压了中端市场空间；2) 高端机型依然具备竞争力。

图12：九阳豆浆机在两个回归战略下呈现杠铃结构（横轴均价，纵轴销售结构）



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：九阳在豆浆机品类具有较高的份额，故不再赘列美、苏数据

1.2 SKY 系列助力价值登高

SKY 系列提升九阳在中高端市场的竞争力。从九阳销售结构不难看出，其在三大核心品类的高端市场均具有热销单品，背后是 SKY 系列对消费者核心痛点的把握和解决。S 对应蒸汽加热、无涂层的电饭煲，K、Y 对应不用手洗、降噪的豆浆机、破壁机。

对 SKY 系列我们关注三个问题：1) 现在做成什么样？2) 未来能做成什么样？

图13：九阳 SKY 系列对消费者核心痛点加以把握和解决



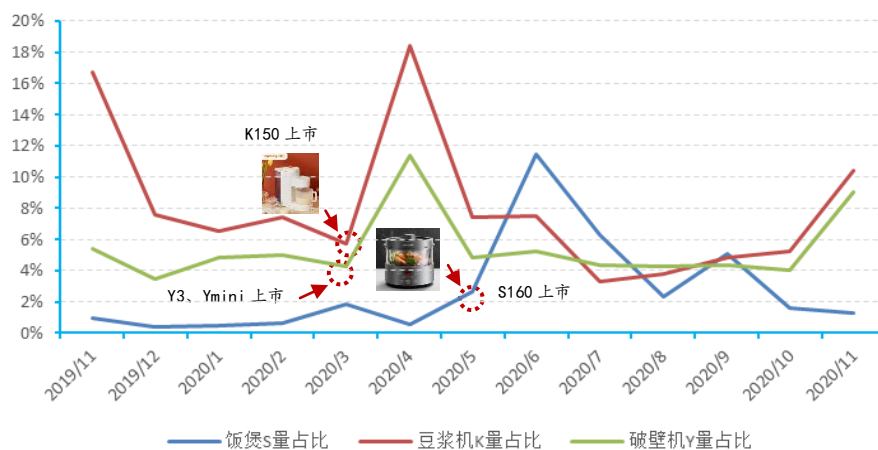
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

➤ 现在做成什么样？

SKY 系列销量占对应品类销量份额的中枢上移。今年 11 月 Y 破壁机、S 电饭煲销量占比较去年均有所抬升；豆浆机高端化受到了替代品的一定影响，但 K 豆浆机销量份额仍然处于 SKY 第一。

产品矩阵不断丰富。目前线上在售单品不断增加，新品上市也能通过营销的配合带来销量的明显提振。

图14：SKY 系列销量占九阳对应品类销量份额的中枢上移

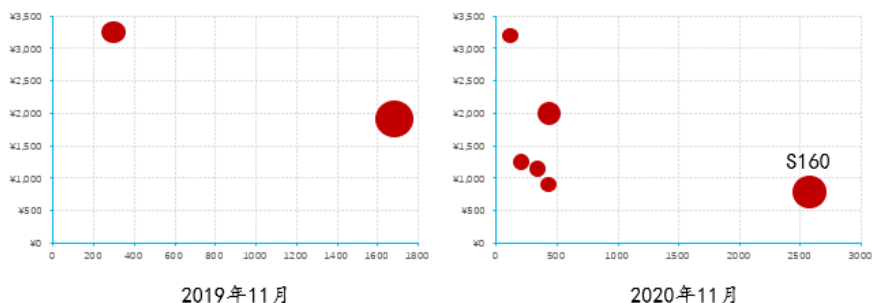


资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：统计范围包括 S 系列 6 个型号、Y 系列 6 个型号，K 系列 18 个型号

SKY 系列通过产品深化实现人群溢出。高端天然意味着“小众”，目前 SKY 均推出 solo 或 mini 系列这一小容量或简配版的 SKU 来拓展更多的消费人群。虽然不同的人群会有不同的渗透率，但是新人群需求的被满足总是能带来新的增量，同时产品深化并不影响主流产品的定价和品牌定位。

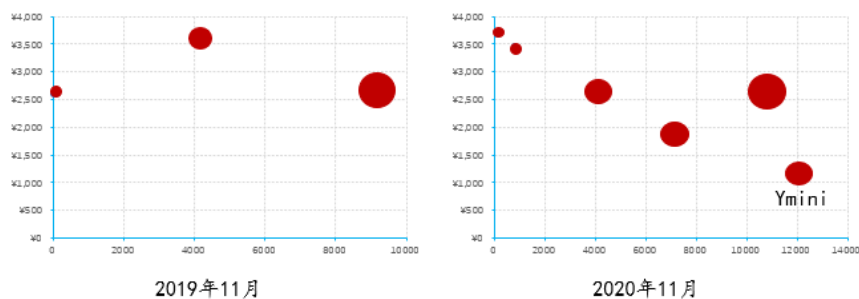
图15：S 电饭煲产品矩阵进一步丰富，产品深化下探价格带（横轴：销量，台；纵轴：均价，元）



资料来源：淘数据，东兴证券研究所（圆圈大小代表销售额，比例尺仅适用同一品类，不能和下文跨品类比较）

注：统计范围包括 S3、S5、Ssolo、S160、S1、S501

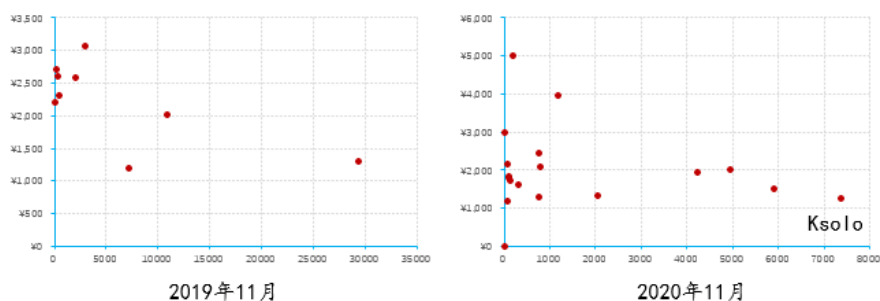
图16：Y 破壁机产品矩阵进一步丰富，产品深化下探价格带（横轴：销量，台；纵轴：均价，元）



资料来源：淘数据，东兴证券研究所（圆圈大小代表销售额，比例尺仅适用同一品类，不能和上文跨品类比较）

注：统计范围包括 Y1、Y88、Y966、Y3、Ymini、Y1 pro

图17：K 豆浆机产品矩阵进一步丰富，产品深化下探价格带（横轴：销量，台；纵轴：均价，元）



资料来源：淘数据，东兴证券研究所（豆浆机型号较多，故不再以圆圈大小赘列销售额）

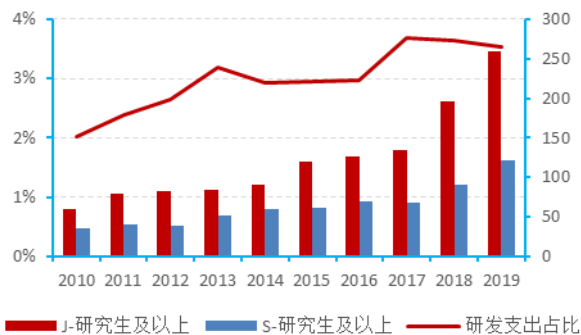
注：统计范围包括 Ksolo、Kmini、K560、K150 等 18 个型号

➤ 未来能做成什么样？

从竞争格局来看，我们认为未来 SKY 能更上一层楼。当前美、苏在中高端价格带尚未推出套系化产品，单品作战的营销、品牌势能相对较弱。破壁机和豆浆机的研发协同性非常高，也具有一定的品牌延伸性；而相对弱勢的电饭煲品类，走无涂层蒸汽加热路径，和美、苏高端机型强调真空 IH 加热形成了差异化竞争。

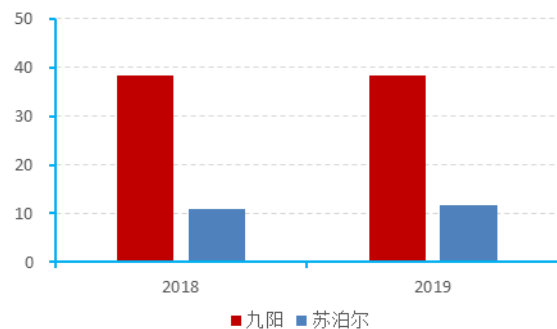
从商业模式来看，我们认为九阳也能够胜任。从 SKY 系列销量占比不难看出，新品驱动显著，要求具有 1) 推新能力。其一，九阳研发投入较多，2019 年研发支出占比为 3.53%。由于苏泊尔和母公司 SEB 具有专利共享机制，九阳又是轻资产运营模式，直接进行研发支出占比、研发人员占比比较并非“同一口径”，我们以员工受教育程度-研究生及以上和研发人员平均薪酬窥得九阳的战略决心。其二，当前九阳的三级研发体系架构能够实现产品设计及技改的快速迭代，洞察消费者需求从而保持竞争力。

图18：九阳研发投入较多



资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所（J为九阳，S为苏泊尔）

图19：九阳研发人员平均薪酬较高（万元/人/年）

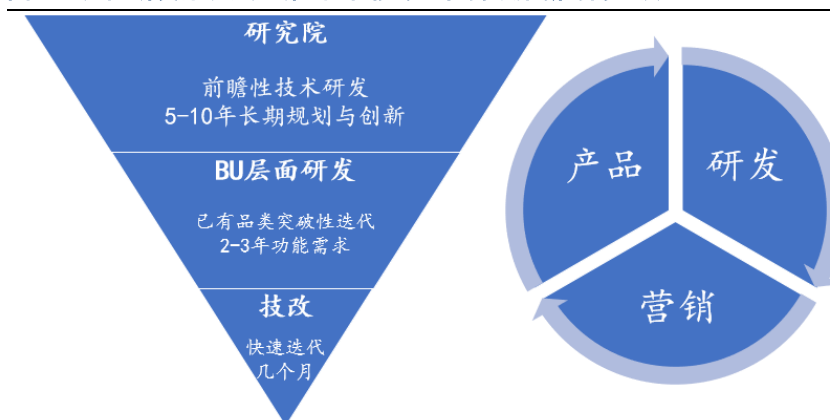


资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所

注：以研发费用中的职工薪酬除以研发人员数量进行估测

2) 推新意愿。其一，新品持续上市会伴随着旧款均价下行，这种情况需要公司对渠道具有极强的把控和管理能力以保障坚决推新和保持旧款价格的相对稳定。九阳 2016 年开始进行渠道调整，淘汰了部分不积极的经销商，加大数字化建设以加强对终端动销的管控能力。其二，SKY 单价并不低，需要相匹配的渠道形式。九阳 2016 年开始陆续入驻 Shopping Mall 开设九阳品牌店，渠道调性和 SKY 相辅相成。其三，在种草文化的大环境下，成功的推新具有较为可观的回报率，九阳已经摸索出一套产品-研发-营销之间配合的打法。

图20：九阳研发体系及产研销配合能够胜任持续推新的商业模式

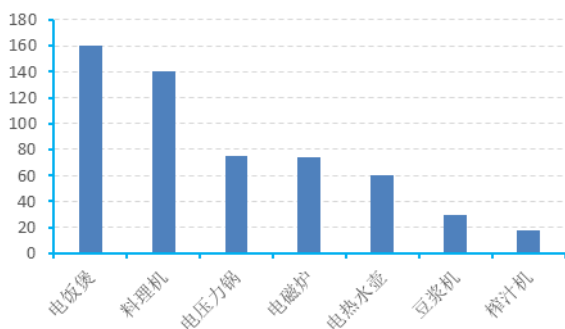


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2. 未来拓品能做成什么样?

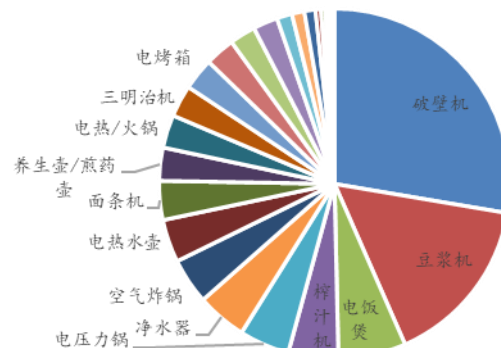
拓品是厨房小家电公司持续成长的必经之路。单品天花板不高,电饭煲 2018 年终端销售额 160 亿元,以 5 折出货、30%的市占率进行估测,反应至报表层面也仅 24 亿元的收入,所以我们看到了苏泊尔过去在厨房场景中的品类拓展以及厨房之外的场景拓展。九阳过去在厨房小家电拓品取得了一定成绩,可以看到新品销售占比持续提升。但是在厨房小电之外,和美、苏还是具有较大的品类实力差距。

图21: 2018 年主要厨房小家电零售额 (亿元)



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

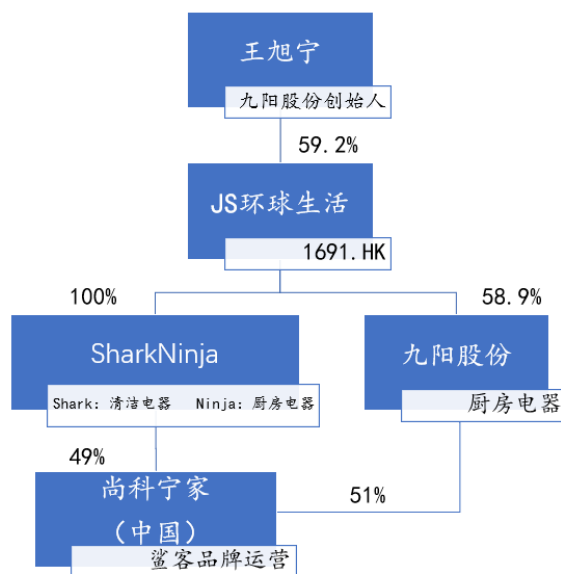
图22: 2020 年 1-11 月九阳线上销售结构



资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

与 SharkNinja 协同发展打开品类成长空间。2017 年公司控股股东收购了美国吸尘器龙头 SharkNinja, 次年公司通过增资持有尚科宁家 (中国) 51% 股权, 开始 Shark 品牌在中国大陆市场的运营。我们认为未来两者的协同主要体现在: 1) 为 Ninja 代工形成研发协同和外销增量; 2) 运营 Shark 品牌形成销售协同和品类增量。

图23: 九阳与 SharkNinja 协同发展打开品类成长空间 (浓缩穿透图)



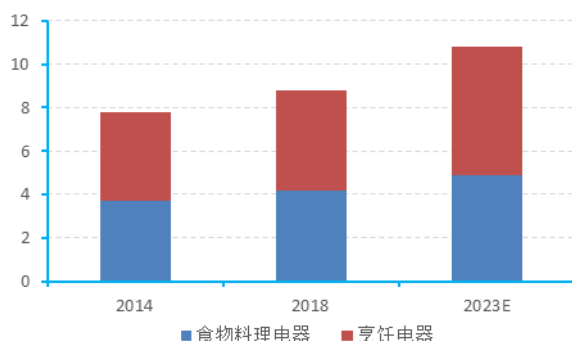
资料来源: JS 环球生活招股说明书, 公司公告, Wind, 东兴证券研究所

2.1 为 Ninja 代工形成研发协同和外销增量

美国厨房小电空间大且 Ninja 具有品牌认知，代工空间较大。据弗若斯特沙利文统计，2018 年美国食物料理及烹饪电器市场规模达 88 亿美元，空间巨大。Ninja 品牌搅拌机在美国的市场份额为 30.2%，高居第一，具备品牌认知基础。但是由于搅拌机之外的品类布局较少，品牌整体份额并不高。

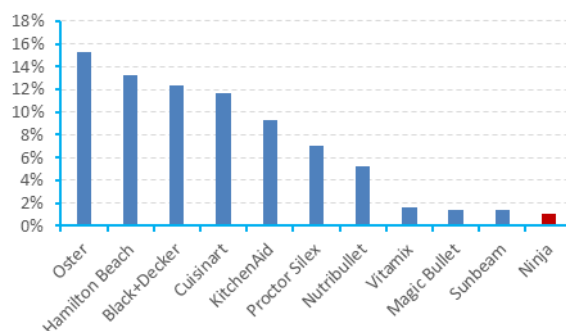
我们认为，美国食品加工电器格局较为分散，未来九阳能够持续为 Ninja 料理类产品创新赋能，同时加强电热类资源整合补齐 Ninja 短板，进一步提升其市场份额。

图24：美国食物料理及烹饪电器空间大（十亿美元）



资料来源：JS 环球生活招股说明书，弗若斯特沙利文报告，东兴证券研究所

图25：美国食品加工电器格局较分散，Ninja 有望提升份额（2019 年）



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

表1：九阳向 SharkNinja（HK）Company Limited 销售商品（代工）

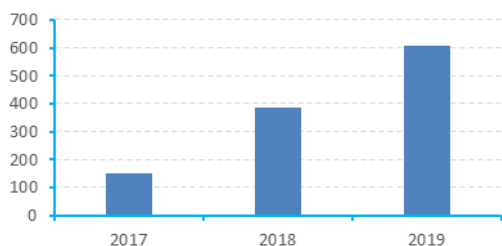
年度	关联交易类别	预计金额（万元人民币）	实际发生额（万元人民币）
2018 年	九阳向关联人销售商品	7000（年初）	
		17000（调增）	
		19000（再次调增）	18845
2019 年	九阳向关联人销售商品	45000（年初）	38635.56
2020 年	九阳向关联人销售商品	50000（年初）	
		70000（调增）	
		78000（再次调增）	65288.71（截至 2020-12-24）

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

研发资源进一步协同，有效提高新品开发效率和缩短进入市场的时间。九阳在 Ninja 过去实力较弱的烹饪类产品上具有充分的研发储备，两者合作推出了 Foodi，其由 Ninja 团队调研需求，再由九阳结合电热类的技术成果，进行产品研发。2018 年首款集加热蒸煮及空气油炸的 foodi 压力锅一经上市就成为北美市场的爆款产品，成为美国排名第二的多功能烹饪煲。受益于 Foodi 的热烈市场反馈，2019 年 Ninja 分部的烹饪电器也增长至 3.5 亿美元。

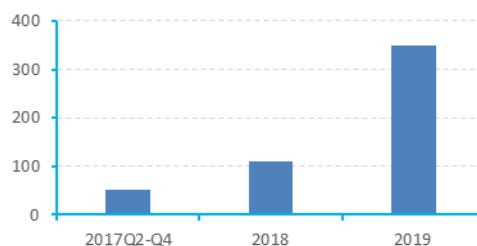
当前 Foodi 已经上市五合一室内烤架、数码化空气炸锅、可翻转烤箱等新品，我们认为未来 Foodi 还会继续扩充产品矩阵，成为一个特色产品线，这也意味着九阳可以进一步获取外销代工订单，同时产生研发层面的规模经济。

图26: Ninja 分部收入增长较快（百万美元）



资料来源: JS 环球生活招股说明书, JS 环球生活财务报告, 东兴证券研究所

图27: Ninja 分部的烹饪电器收入增长显著（百万美元）



资料来源: JS 环球生活招股说明书, JS 环球生活财务报告, 东兴证券研究所

注: 由于收购并表, 2017 年度只有后三个季度数据

图28: Foodi 逐步扩充产品矩阵



资料来源: JS 环球生活招股说明书, JS 环球生活财务报告, Amazon, 东兴证券研究所

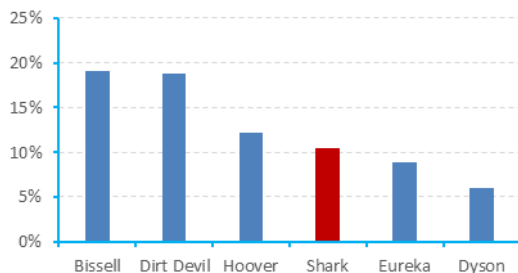
2.2 运营 Shark 品牌形成销售协同和品类增量

Shark 是美国市占率靠前的清洁电器品牌。据弗若斯特沙利文报告, 2018 年其扫地机器人、蒸汽拖把销售额在美国排名第二, 吸尘器在美国排名第一; 据欧瑞国际统计, 2019 年 Shark 清洁电器销量份额排名第四, 比我们所熟知的 Dyson 更高。

Shark 品牌在中国运营, 我们认为需要关注两个问题: 1) Shark 对应的品类在中国有没有市场空间? 2) 在中国市场是否也具备做的不错的条件?

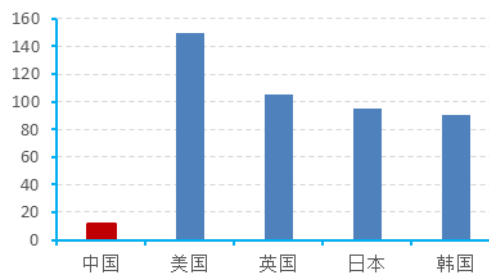
- **Shark 对应的品类在中国有没有市场空间?**毫无疑问, 我国的清洁电器刚步入成长期, 每百户保有量和发达国家仍有较大差距。随着我国经济发展水平进一步提升, 具有劳动替代属性的清洁电器能够进一步提升渗透率。

图29: Shark 清洁电器在美国销量份额居前列 (2019 年)



资料来源: JS 环球生活招股说明书, Euromonitor, 东兴证券研究所

图30: 我国吸尘器每百户保有量和发达国家有很大差距



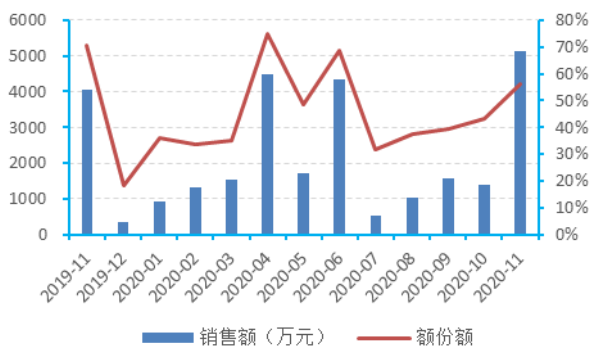
资料来源: JS 环球生活招股说明书, 弗若斯特沙利文报告, 东兴证券研究所

➤ 在中国市场是否也具备做的不错的条件？

我们认为 Shark 在中国市场具备持续提升渗透率的基础。

Shark 在中国已经建立起了清洁电器品牌认知。其通过差异化竞争，推出了目前国内主流清洁电器品牌尚未布局的蒸汽拖把，市场份额高居第一。但是蒸汽拖把的替代品非常多，行业空间也不够大，仅仅靠这一个品类出圈是远远不够的。

图31：Shark 蒸汽拖把线上份额高居第一



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

图32：Shark 品牌在中国市场的品类布局



资料来源：天猫，东兴证券研究所

未来 Shark 吸尘器品类能否取得一定成绩主要在于：1）竞争格局；2）定价策略；3）竞争优势。

我们统计了2019年11月至2020年11月淘系线上销售数据，均价2000+的价格带多为国外品牌占据，戴森市场份额达40%高居第一；而500以内的价格带竞争最为激烈。目前 Shark 主推的两款中端机型售价分别为699元和1499元，对应价格带竞争阻力较小；3599元的高端机型采用折叠臂技术，在同等价位具有差异化卖点和产品竞争力。

图33：Shark 主要吸尘器产品定价面临的竞争阻力较小（横轴：均价；纵轴：销额市占率）



资料来源：淘数据，天猫，东兴证券研究所

注：根据2019年11月至2020年11月数据进行汇总

和九阳的销售协同也是一大竞争优势。一方面其可通过九阳团队进行市场调研，了解中国市场对清洁电器的本地化需求及用户痛点，再具有针对性地进行商业化研发；另一方面，同等价位段的吸尘器品牌互联网特质显著，线下渠道布局欠缺，但 Shark 借助九阳遍布中国的销售网络和强大的客户服务能力，加速实现对腰部市场的渗透。

表2：尚科宁家（中国）向 SharkNinja（HK）Company Limited 采购商品

年度	关联交易类别	预计金额（万元人民币）	实际发生额（万元人民币）
2018 年	尚科宁家（中国）向关联人采购商品	4000（年初）	2300
2019 年	尚科宁家（中国）向关联人采购商品	6000（年初）	
		9500（调增）	8623.78
2020 年	尚科宁家（中国）向关联人采购商品	25000（年初）	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3. 与美、苏相比，竞争优势在哪里？

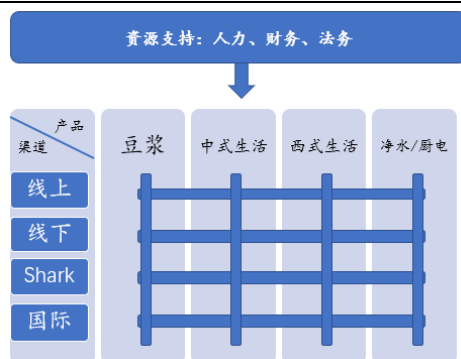
发掘九阳的投资价值，肯定绕不开一个问题：同为厨房小家电龙头，九阳相较美、苏有什么样的竞争优势？从过去的表现来看，落脚点似乎在于产品力。但是我们认为，产品力是九阳竞争优势的必要而非充分条件。因为九阳相较美、苏处在一个可选性更强的赛道，通过持续的产品创新和迭代来保持竞争力是其商业模式重要的一环，有更强的产品力无可厚非。

我们认为，九阳真正的竞争优势在于当前形成了一个能持续输出产品力的机制和平台，从而赋予九阳品牌的独特性。后来者的确可以模仿其产品，却难以在短期内复制 1) 从管理到研发再到渠道，更快应对市场变化的组织架构；2) 强大的供应链整合能力，通过研发和营销提升品牌附加值。

3.1 快速应对市场变化的组织架构

公司具备快速应对市场变化的组织架构。2019 年公司由事业部制调整为 BU 制，按产品划分为豆浆、中式生活、西式生活、净水/厨电四个 BU，按渠道划分为线上、线下、Shark 和国际四个渠道 BU。BU 制之下效率有效提升在于：1) 考核更细化，激励落实到每一个业务单元，能够激发作战灵活性。2) 减少不必要的资源浪费，供应链、研发资源统一支持，渠道 BU 统一对接产品 BU。3) 加快内部反馈协作，渠道 BU 能更快地将销售信息反馈至产品 BU，缩短决策链条。

图34：BU 制能够快速应对市场变化



资料来源：公司财报，投资者关系活动记录表，东兴证券研究所

图35：九阳具有快速反应的研发体系



资料来源：公司财报，投资者关系活动记录表，东兴证券研究所

研发体系确保产品持续进步。九阳有三级研发体系，第一层是以研究院层面为主导的更具前瞻性技术的研发，需要 5-10 年长期规划与大创新。第二层为 BU 层面已有品类的突破性迭代，需要 2-3 年，满足即将催生的需求；第三层为产品线上设计及技改层面的快速迭代，只需一年甚至几个月，洞察消费者需求，进行提升优化。比同业更加迅速。

对新渠道的态度更开放和包容。九阳经销商建设难度比美、苏要大。本质上九阳是产品迭代更快、可选性更强的商业模式，经销商推新坚决程度、价格体系稳定程度、消费者习惯教育程度等各个因素权衡的难度更大。美的有大家电业务打响品牌知名度，苏泊尔炊具和小家电能产生渠道协同且获得了 SEB 的赋能。所以传统渠道建设时期，九阳确实不及美、苏，也正因为如此九阳探索新渠道做了很多尝试，扁平化+信息化能在未来洞察消费者需求中持续发力。

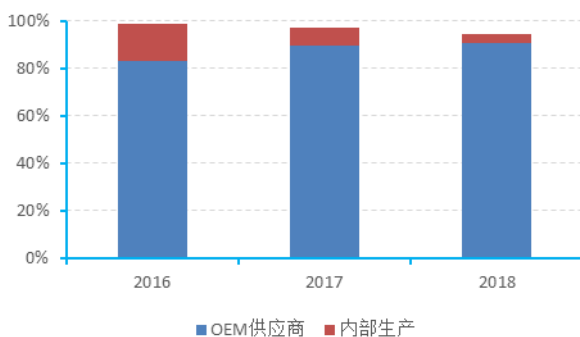
3.2 专注研发和营销的互联网特质

九阳具有互联网企业的特质，具备强大的供应链整合能力，从而使得自身能够持续专注于研发和营销提升品牌附加值，同时不断地形成正回馈。

九阳生产主要以外包实现。与美、苏有所不同，其主要购买 OEM 供应商的制成品。据招股说明书，JS 环球生活 2016 年、2017 年及 2018 年从 OEM 供应商采购的制成品成本分别占同期销售成本的 83.2%、89.3% 及 90.8%，而原材料及组件仅占 15.7%、7.4% 及 3.9%；九阳生产人员占比也比较同业显著更低。在保障知识产权和产品质量的同时实现与供应商稳定的合作，足以见九阳供应链整合的能力。

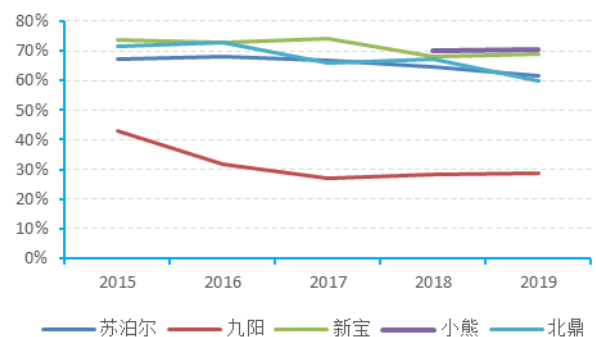
内部产能主要用于加强和研发团队的实时反馈，通过分析实时生产及测试数据，有效完善产品。位于杭州及济南的生产基地主要生产若干核心或新型产品以及样机。

图36：JS 环球生活的销售成本结构以 OEM 供应商为主



资料来源：JS 环球生活招股说明书，东兴证券研究所

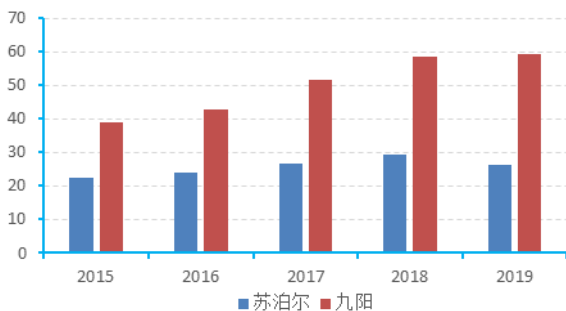
图37：九阳生产人员占比较同业最低



资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所

专注于研发和营销。产品经理进行市场调研发现需求端的机会，研发人员据此开展设计，销售人员再进行针对性推广，三者之间形成紧密的合作。九阳一直以开放的心态进行各种营销尝试，最初通过九阳厨房推广企业文化，15 年起开始关注 KOL、KOL 等新媒体传播方式，当前已经积累了 600 万微信公众号粉丝，约 2000 万用户粉丝，可以实现直接与用户进行互动。

图38：九阳销售人员平均薪酬较高（万元/人/年）



资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所

注：以销售费用中的职工薪酬除以销售人员数量进行估算

图39：九阳尝试多样化的营销方式具有成效



资料来源：小红书，东兴证券研究所

如果说过去还面临营销投入转化率无法衡量的问题，在当前社交裂变驱动需求的大背景之下，能够形成产品设计和营销提升品牌附加值的正回馈。公司通过 IP 合作，在年轻消费群体关注的品类和价格带上推出了系列化产品，一方面套系化能够运用成熟、热销品类拉动新产品关注度，另一方面能够并提升品牌在年轻消费者中的受欢迎程度。

图40：九阳通过 IP 联名推出了系列化产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

IP 联名的边际成本很低，但可以持续提升品牌溢价，卖的更贵却能卖的更好无疑是体现。九阳在今年 7 月开始逐步在 SKY 系列中运用联名 IP，选取的型号为 S160、Ksolo、Ymini。这三个型号本身在容量和价格带就面向年轻消费者，和 IP 相契合。可以看到：

- 1) 联名款价格更高，但是销量占对应型号的比重持续提升，相当于拉高了整个机型的均价。
- 2) 由于联名款的拉动，对应机型销量占整个品类的比重持续上升，相当于拉高了 SKY 系列的销售占比。
- 3) 由于联名款是系列化产品，销售势能很高。

图41: Ksolo 联名款占比持续提升，同时带动 Ksolo 占豆浆机品类提升（量）



资料来源：淘数据，天猫，东兴证券研究所

图42: Ymini 联名款占比持续提升，同时带动 Ymini 占破壁机品类提升（量）



资料来源：淘数据，天猫，东兴证券研究所

图43: S160 联名款占比持续提升（量）



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

4. 投资建议

九阳过去是一家产品驱动的公司，未来能够走向品牌驱动，当前市场对九阳品牌力塑造的认知还不够充分。

未来可以看到九阳：1) 通过聚焦主业和 SKY 价值登高提升创新转化率，从而提升盈利能力；2) 通过 Ninja 打开外销空间，借力 Shark 品牌补齐品类短板；3) 快速应对市场变化的组织架构，专注的研发营销能力赋予区别于美、苏的品牌调性。

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.15、1.29 和 1.48 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 28、25 和 21 倍。看好公司由产品驱动走向品牌驱动，上调评级为“强烈推荐”。

5. 风险提示

SKY 系列发展不及预期、Shark 品牌发展不及预期、供应链出现重大变动、研发和营销团队出现重大变动。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	4819	5522	5886	6847	8186	营业收入	8169	9351	10680	12190	14084
货币资金	1091	1603	1816	2335	3111	营业成本	5544	6310	7348	8272	9511
应收账款	170	206	234	267	309	营业税金及附加	49	47	54	61	71
其他应收款	25	24	27	31	36	营业费用	1377	1477	1762	1975	2282
预付款项	50	17	24	32	42	管理费用	310	389	374	488	563
存货	747	1086	906	1020	1173	财务费用	-11	-25	-43	-43	-43
其他流动资产	212	96	163	238	333	研发费用	298	330	246	341	451
非流动资产合计	1841	1946	1902	1862	1826	资产减值损失	9.89	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
长期股权投资	257	255	255	255	255	公允价值变动收益	0.00	12.89	0.00	0.00	0.00
固定资产	702	681	626	574	523	投资净收益	135.43	60.42	60.42	20.00	30.00
无形资产	126	123	115	109	102	加: 其他收益	43.10	45.83	20.00	30.00	40.00
其他非流动资产	0	32	32	32	32	营业利润	878	943	1022	1147	1320
资产总计	6660	7468	7788	8709	10012	营业外收入	3.75	6.14	6.14	6.14	6.14
流动负债合计	2828	3700	3299	3412	3785	营业外支出	11.05	9.01	9.01	9.01	9.01
短期借款	0	0	166	0	0	利润总额	871	940	1019	1144	1317
应付账款	1365	1873	1611	1813	2085	所得税	129	134	153	172	198
预收款项	539	450	450	450	450	净利润	742	806	866	972	1119
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-13	-18	-18	-18	-18
非流动负债合计	3	17	17	17	17	归属母公司净利润	754	824	884	991	1138
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2830	3717	3316	3428	3802	成长能力					
少数股东权益	20	-2	-20	-39	-57	营业收入增长	12.71%	14.48%	14.21%	14.14%	15.54%
实收资本 (或股本)	768	767	767	767	767	营业利润增长	8.74%	7.34%	8.35%	12.25%	15.09%
资本公积	843	887	887	887	887	归属于母公司净利润增长	7.30%	12.03%	7.30%	12.03%	14.84%
未分配利润	1808	1668	2393	3206	4138	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3810	3753	4493	5320	6267	毛利率 (%)	32.13%	32.52%	31.20%	32.14%	32.47%
负债和所有者权益	6660	7468	7788	8709	10012	净利率 (%)	9.08%	8.62%	8.11%	7.98%	7.95%
现金流量表						总资产净利润 (%)	11.33%	11.04%	11.35%	11.37%	11.36%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)	19.80%	21.96%	19.68%	18.62%	18.15%
经营活动现金流	409	1253	119	822	935	偿债能力					
净利润	742	806	866	972	1119	资产负债率 (%)	42%	50%	43%	39%	
折旧摊销	188.86	191.09	0.00	66.32	67.84	流动比率	1.70	1.49	1.78	2.01	2.16
财务费用	-11	-25	-43	-43	-43	速动比率	1.44	1.20	1.51	1.71	1.85
应收账款减少	0	0	-28	-33	-42	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.36	1.32	1.40	1.48	1.50
投资活动现金流	342	-365	43	-2	3	应收账款周转率	55	50	49	49	49
公允价值变动收益	0	13	0	0	0	应付账款周转率	6.85	5.78	6.13	7.12	7.23
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	135	60	60	20	30	每股收益 (最新摊薄)	0.99	1.07	1.15	1.29	1.48
筹资活动现金流	-516	-637	50	-301	-161	每股净现金流 (最新摊薄)	0.31	0.33	0.28	0.68	1.01
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.96	4.89	5.86	6.93	8.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	32.83	30.37	28.20	25.17	21.92
资本公积增加	-53	44	0	0	0	P/B	6.55	6.64	5.55	4.69	3.98
现金净增加额	234	251	212	519	776	EV/EBITDA	22.58	21.03	22.16	19.21	16.16

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	如何看待北鼎股份的高端品牌定位？	2020-10-09
公司深度报告	为什么苏泊尔可以持续成长？（一）	2020-08-27
行业深度报告	家电行业报告：网红小家电能成为常青树吗？	2020-06-22
行业深度报告	家电行业专题：“精装修”和“消费升级”背景下，中央空调行业的“国进外退”	2020-06-10
公司普通报告	新宝股份：摩飞“种草”与“长草”背后的商业逻辑	2020-05-27
行业普通报告	渠道专题研究之一：美的渠道的开源与节流	2020-04-23
行业深度报告	“后疫情”专题之家电行业：世界家电工厂的“湿雪”和“长坡”。	2020-04-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

闵繁皓

金融硕士研究生，2017年5月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

徐程颖

北京大学硕士，对外经济贸易大学学士，2019年7月加入东兴证券研究所，主要从事小家电、白电研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526