

九阳股份 (002242)

证券研究报告

2021年02月06日

增持个护新赛道，进一步实现外延式拓展

事件：公司控股孙公司横琴玖玖以现金 346 万元受让卢玲女士持有乐秀科技 0.35% 的股权，并以现金 1454 万元增资乐秀科技，交易完成后横琴玖玖持有乐秀科技 1.42% 股权，王旭宁、朱泽春与珠海横琴久久合计持有乐秀科技约 12% 股权。

乐秀科技成立于 2017 年，获得了小米科技及顺为资本的联合投资，为小米生态链企业。公司主要从事个护及生活电器的研发和销售业务，旗下有浙江焕美科技、直白科技和杭州乐潮汇科技三家子公司，包括家居清洁护理电器品牌“乐秀”和个人护理电器品牌“直白”，其中，“直白”品牌聚焦个护领域，产品涵盖自动洗手液机、负离子吹风机、电动牙刷、负离子卷发棒等，“乐秀”品牌聚焦生活电器领域，产品涵盖挂烫机、即热式开水机、加湿器、电暖气、电风扇等。

2020 年，乐秀科技实现营业收入 6.32 亿元，同比+95%，净利润 2048 万元，同比 1239%。优质的个护企业乐秀科技可与公司在主营业务在战略上形成有机结合，在帮助公司迈向个护及智能家居领域拓展的同时，有利于公司整合产业资源，实现可持续性发展。

除此之外，乐秀科技大股东喻金明曾任职九阳事业部经理，更利于公司发挥产业协同效应，形成互惠互利的发展态势。乐秀核心创业团队和研发设计团队由九阳、美的、飞利浦、松下等一线家电品牌专业人员组成在产品、供应链管理、品牌营销等方面已有 20 余年经验。大股东喻金明在本次交易后持股达 37%，在成立乐秀科技之前，喻金明曾担任九阳净水事业部经理，与公司长久的渊源更有利于二者发挥产业协同效应，共同发展。

投资建议

对个护品牌的增持体现了公司对优质新赛道的进一步尝试，更有利于公司健康可持续发展；主业方面公司对细分市场的挖掘下持续推出创新产品，有望实现高质量发展；伴随 SKY 系列产品在主销价位段持续发力，公司核心刚需品类在主销市场的份额有望持续提升；公司新媒体销售渠道的完善和 Shark Ninja 的协同效应逐步显现，公司业务有望进一步扩大。考虑到本次收购对公司目前业绩影响还不大，我们暂时不对业绩进行调整，预计 20-22 年净利润分别为 9.35/12.75/15.12 亿元，对应动态估值分别为 26.9/19.7/16.6xPE，维持“增持”评级。

风险提示：新品销售不达预期；原材料价格波动风险；shark 品牌不达预期

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 8,168.71 | 9,351.44 | 10,764.85 | 12,498.57 | 14,663.68 |
| 增长率(%) | 12.71 | 14.48 | 15.11 | 16.11 | 17.32 |
| EBITDA(百万元) | 1,085.90 | 1,278.10 | 1,094.65 | 1,538.29 | 1,822.12 |
| 净利润(百万元) | 754.26 | 824.11 | 934.68 | 1,275.24 | 1,511.85 |
| 增长率(%) | 9.48 | 9.26 | 13.42 | 36.44 | 18.55 |
| EPS(元/股) | 0.98 | 1.07 | 1.22 | 1.66 | 1.97 |
| 市盈率(P/E) | 33.34 | 30.52 | 26.91 | 19.72 | 16.63 |
| 市净率(P/B) | 6.60 | 6.70 | 6.97 | 6.91 | 6.97 |
| 市销率(P/S) | 3.08 | 2.69 | 2.34 | 2.01 | 1.71 |
| EV/EBITDA | 9.64 | 13.04 | 20.66 | 14.89 | 12.43 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 家用电器/白色家电 |
| 6 个月评级 | 增持（维持评级） |
| 当前价格 | 32.78 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 767.17 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 764.50 |
| A 股总市值(百万元) | 25,147.80 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 25,060.34 |
| 每股净资产(元) | 5.19 |
| 资产负债率(%) | 47.53 |
| 一年内最高/最低(元) | 45.98/25.03 |

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《九阳股份-季报点评:核心品类表现稳定, Q3 业绩符合预期》2020-10-27
- 《九阳股份-半年报点评:西式小家电推动营收增长, 公司现金流整体向好》2020-08-26
- 《九阳股份-季报点评:积极推出热点新品, 加强扩张线上业务》2020-05-01

事件

公司控股孙公司横琴玖玖以现金 346 万元受让卢玲女士持有乐秀科技 0.35%的股权，并以现金 1454 万元增资乐秀科技，交易完成后横琴玖玖持有乐秀科技 1.42%股权，王旭宁、朱泽春与珠海横琴久久合计持有乐秀科技约 12%股权。

乐秀科技成立于 2017 年，获得了小米科技及顺为资本的联合投资，为小米生态链企业。公司主要从事个护及生活电器的研发和销售业务，旗下有浙江焕美科技、直白科技和杭州乐潮汇科技三家子公司，包括家居清洁护理电器品牌“乐秀”和个人护理电器品牌“直白”，其中，“直白”品牌聚焦个护领域，产品涵盖自动洗手液机、负离子吹风机、电动牙刷、负离子卷发棒等，“乐秀”品牌聚焦生活电器领域，产品涵盖挂烫机、即热式开水机、加湿器、电暖气、电风扇等。

2020 年，乐秀科技实现营业收入 6.32 亿元，同比+95%，净利润 2048 万元，同比 1239%。优质的个护企业乐秀科技可与公司在主营业务在战略上形成有机结合，在帮助公司在个护及智能家居领域进一步迈向外延式拓展的同时，有利于公司整合产业资源，实现可持续性发展。

除此之外，乐秀科技大股东喻金明曾任职九阳事业部经理，更利于公司发挥产业协同效应，形成互惠互利的发展态势。乐秀核心创业团队和研发设计团队由九阳、美的、飞利浦、松下等一线家电品牌专业人员组成在产品设计、供应链管理、品牌营销等方面已有 20 余年经验。大股东喻金明在本次交易后持股达 37%，在成立乐秀科技之前，喻金明曾担任九阳净水事业部经理，与公司长久的渊源更有利于二者发挥产业协同效应，共同发展。

投资建议

对个护品牌的增持体现了公司对优质新赛道的进一步尝试，更有利于公司健康可持续发展；主业方面公司对细分市场的挖掘下持续推出创新产品，有望实现高质量发展；伴随 SKY 系列产品在主销价位段持续发力，公司核心刚需品类在主销市场的份额有望持续提升；公司新媒体销售渠道的完善和 Shark Ninja 的协同效应逐步显现，公司业务有望进一步扩大。考虑到本次收购对公司目前业绩影响还不大，我们暂时不对业绩进行调整，预计 20-22 年净利润分别为 9.35/12.75/15.12 亿元，对应动态估值分别为 26.9/19.7/16.6xPE，维持“增持”评级。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,090.75 | 1,603.26 | 1,861.34 | 1,475.89 | 1,622.51 |
| 应收票据及应收账款 | 2,572.24 | 1,442.38 | 2,517.07 | 2,016.22 | 3,245.54 |
| 预付账款 | 50.14 | 16.76 | 43.07 | 37.88 | 54.47 |
| 存货 | 747.35 | 1,086.32 | 676.47 | 1,431.00 | 913.49 |
| 其他 | 358.41 | 1,373.37 | 933.16 | 995.58 | 1,177.47 |
| 流动资产合计 | 4,818.90 | 5,522.09 | 6,031.11 | 5,956.57 | 7,013.49 |
| 长期股权投资 | 257.14 | 255.07 | 255.07 | 255.07 | 255.07 |
| 固定资产 | 701.56 | 680.65 | 648.02 | 628.92 | 604.10 |
| 在建工程 | 9.53 | 25.68 | 51.41 | 78.85 | 77.31 |
| 无形资产 | 125.80 | 122.85 | 115.55 | 108.25 | 100.95 |
| 其他 | 747.16 | 861.46 | 452.84 | 516.91 | 602.07 |
| 非流动资产合计 | 1,841.19 | 1,945.71 | 1,522.89 | 1,587.99 | 1,639.49 |
| 资产总计 | 6,660.09 | 7,467.80 | 7,554.00 | 7,544.56 | 8,652.98 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 1,763.79 | 2,781.33 | 2,715.32 | 2,758.89 | 3,642.13 |
| 其他 | 1,063.81 | 918.75 | 1,230.89 | 1,153.76 | 1,415.32 |
| 流动负债合计 | 2,827.60 | 3,700.08 | 3,946.21 | 3,912.65 | 5,057.45 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 2.63 | 16.74 | 8.49 | 9.28 | 11.50 |
| 非流动负债合计 | 2.63 | 16.74 | 8.49 | 9.28 | 11.50 |
| 负债合计 | 2,830.23 | 3,716.82 | 3,954.70 | 3,921.93 | 5,068.95 |
| 少数股东权益 | 19.57 | (2.08) | (9.61) | (15.85) | (23.21) |
| 股本 | 767.51 | 767.31 | 767.17 | 767.17 | 767.17 |
| 资本公积 | 843.20 | 887.50 | 857.50 | 847.50 | 847.50 |
| 留存收益 | 3,048.96 | 2,953.56 | 2,841.74 | 2,871.31 | 2,840.07 |
| 其他 | (849.38) | (855.30) | (857.50) | (847.50) | (847.50) |
| 股东权益合计 | 3,829.86 | 3,750.99 | 3,599.29 | 3,622.62 | 3,584.03 |
| 负债和股东权益总计 | 6,660.09 | 7,467.80 | 7,554.00 | 7,544.56 | 8,652.98 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 741.66 | 805.76 | 934.68 | 1,275.24 | 1,511.85 |
| 折旧摊销 | 77.07 | 89.88 | 74.19 | 78.97 | 83.66 |
| 财务费用 | 0.25 | (13.04) | (11.02) | 12.50 | 14.66 |
| 投资损失 | (135.43) | (79.22) | (45.62) | (80.00) | (80.00) |
| 营运资金变动 | (9.58) | (961.02) | 427.17 | (377.76) | 171.56 |
| 其它 | (265.28) | 1,410.67 | (8.00) | (6.34) | (7.52) |
| 经营活动现金流 | 408.70 | 1,253.02 | 1,371.40 | 902.61 | 1,694.21 |
| 资本支出 | 121.13 | 51.73 | 68.25 | 79.20 | 47.78 |
| 长期投资 | (6.58) | (2.07) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 227.07 | (414.41) | (114.14) | (109.20) | (37.78) |
| 投资活动现金流 | 341.61 | (364.75) | (45.89) | (30.00) | 10.00 |
| 债权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 19.48 | 106.98 | (51.32) | (22.50) | (14.66) |
| 其他 | (535.62) | (744.45) | (1,016.10) | (1,235.57) | (1,542.92) |
| 筹资活动现金流 | (516.14) | (637.47) | (1,067.42) | (1,258.06) | (1,557.58) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 234.17 | 250.80 | 258.09 | (385.46) | 146.63 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 8,168.71 | 9,351.44 | 10,764.85 | 12,498.57 | 14,663.68 |
| 营业成本 | 5,544.22 | 6,310.18 | 7,459.13 | 8,375.82 | 9,793.87 |
| 营业税金及附加 | 48.76 | 47.04 | 62.73 | 68.74 | 73.32 |
| 营业费用 | 1,376.71 | 1,476.53 | 1,524.50 | 1,874.79 | 2,199.55 |
| 管理费用 | 310.30 | 388.89 | 384.74 | 424.95 | 498.57 |
| 研发费用 | 297.67 | 330.38 | 358.85 | 374.96 | 439.91 |
| 财务费用 | (10.79) | (24.51) | (11.02) | 12.50 | 14.66 |
| 资产减值损失 | 9.89 | (0.35) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 12.89 | (0.07) | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 135.43 | 60.42 | 45.62 | 80.00 | 80.00 |
| 其他 | (421.81) | (192.82) | (128.41) | (206.00) | (206.00) |
| 营业利润 | 878.34 | 942.79 | 1,068.78 | 1,492.82 | 1,769.80 |
| 营业外收入 | 3.75 | 6.14 | 8.16 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 11.05 | 9.01 | 4.22 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 871.04 | 939.92 | 1,072.72 | 1,492.82 | 1,769.80 |
| 所得税 | 129.37 | 134.16 | 145.97 | 223.92 | 265.47 |
| 净利润 | 741.66 | 805.76 | 926.75 | 1,268.89 | 1,504.33 |
| 少数股东损益 | (12.59) | (18.35) | (7.93) | (6.34) | (7.52) |
| 归属于母公司净利润 | 754.26 | 824.11 | 934.68 | 1,275.24 | 1,511.85 |
| 每股收益(元) | 0.98 | 1.07 | 1.22 | 1.66 | 1.97 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 12.71% | 14.48% | 15.11% | 16.11% | 17.32% |
| 营业利润 | 8.74% | 7.34% | 13.36% | 39.67% | 18.55% |
| 归属于母公司净利润 | 9.48% | 9.26% | 13.42% | 36.44% | 18.55% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 32.13% | 32.52% | 30.71% | 32.99% | 33.21% |
| 净利率 | 9.23% | 8.81% | 8.68% | 10.20% | 10.31% |
| ROE | 19.80% | 21.96% | 25.90% | 35.05% | 41.91% |
| ROIC | 33.61% | 39.52% | 82.49% | 119.03% | 109.14% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 42.50% | 49.77% | 52.35% | 51.98% | 58.58% |
| 净负债率 | -28.48% | -42.74% | -51.71% | -40.74% | -45.27% |
| 流动比率 | 1.70 | 1.49 | 1.53 | 1.52 | 1.39 |
| 速动比率 | 1.44 | 1.20 | 1.36 | 1.16 | 1.21 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.70 | 4.66 | 5.44 | 5.51 | 5.57 |
| 存货周转率 | 12.93 | 10.20 | 12.21 | 11.86 | 12.51 |
| 总资产周转率 | 1.36 | 1.32 | 1.43 | 1.66 | 1.81 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.98 | 1.07 | 1.22 | 1.66 | 1.97 |
| 每股经营现金流 | 0.53 | 1.63 | 1.79 | 1.18 | 2.21 |
| 每股净资产 | 4.97 | 4.89 | 4.70 | 4.74 | 4.70 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 33.34 | 30.52 | 26.91 | 19.72 | 16.63 |
| 市净率 | 6.60 | 6.70 | 6.97 | 6.91 | 6.97 |
| EV/EBITDA | 9.64 | 13.04 | 20.66 | 14.89 | 12.43 |
| EV/EBIT | 10.32 | 13.86 | 22.16 | 15.69 | 13.02 |

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |