

证券研究报告
公司研究
公司点评报告
九阳股份 (002242. SH)
投资评级 买入
上次评级 买入

 罗岸阳 家电行业首席分析师
 执业编号: S1500520070002
 联系电话: +86 13656717902
 邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究

 《突破边界, 以“变”应“变”》
 ——九阳股份深度报告(20210203)

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

受让乐秀科技股权, 加速布局个护电器领域

2021年02月07日

事件: 2月5日公司控股孙公司横琴玖玖与公司监事朱泽春和其他投资方共同签署《股份转让协议》及《增资协议》, 横琴玖玖拟以现金出资346.15万元受让乐秀科技0.35%股份, 并以现金形式向乐秀科技增资1453.85万元, 前述交易完成后横琴玖玖持有乐秀科技1.4239%股份。

点评:

- **九阳拓宽战略布局, 加码投资进军个护领域。** 此次交易前, 九阳股份实际控制人及董事长王旭宁控制的旭宁投资已持有乐秀科技10%股权。此次加码投资或释放出公司加速进军个护电器领域的积极信号, 意在整合公司产业资源、完善公司产品结构、拓宽公司战略布局。九阳多年来深耕厨房小电领域, 而乐秀科技主要从事于个人护理电器产品的研发与销售业务, 与九阳可以做到优势互补、有机结合。
- **乐秀科技快速壮大, 未来成长空间可期。** 乐秀科技成立于2017年2月, 法定代表人喻金明, 企业定位于精致生活品牌运营商, 主营个人护理电器产品。2019年与2020年乐秀科技分别实现营收3.25/6.31亿元, 同比增长94.15%; 实现净利润152.9/2048.5万元, 同比增长1239.76%, 业绩取得飞跃式增长。若此次交易顺利达成, 九阳系公司及个人将合计持有乐秀科技12.2262%的股权, 仅次于乐秀CEO喻金明。
- **双品牌驱动, 乐秀旗下产品获市场好评:** 乐秀科技旗下拥有个人护理电器品牌“直白”和家居清洁护理品牌“乐秀”。爆款产品直白高速吹风机获得iF、红点、IDEA等多项国际设计大奖, 2020年天猫双11国产品牌全渠道排名第一, 明星宋轶及多位头部KOL为其代言推介。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看好九阳股份未来依旧能在小家电赛道保持龙头地位, 同时九阳不断拓展家居、个护电器等领域也将为公司带来新的收入增长点。我们预计公司20-22年收入为103.28/118.24/134.59亿元, 同比+10.4/14.5/13.8%; 归母净利润9.05/10.45/11.76亿元, 同比+9.8/15.4/12.6%, 对应PE为27.79/24.08/21.39, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济波动、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,169	9,351	10,328	11,824	13,459
增长率YoY%	12.7%	14.5%	10.4%	14.5%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	754	824	905	1,045	1,176
增长率YoY%	9.5%	9.3%	9.8%	15.4%	12.6%
毛利率%	32.1%	32.5%	32.3%	32.6%	32.9%
净资产收益率ROE%	19.8%	22.0%	23.3%	25.0%	25.6%
EPS(摊薄)(元)	0.98	1.07	1.18	1.36	1.53
市盈率P/E(倍)	33.34	30.52	27.79	24.08	21.39
市净率P/B(倍)	6.60	6.70	6.46	6.02	5.48

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2021年2月5日收盘价

一、九阳孙公司受让乐秀科技股权，加速布局个护电器领域

2月5日，九阳股份控股孙公司横琴玖玖与公司监事朱泽春和其他投资方共同签署《股份转让协议》及《增资协议》，横琴玖玖拟以现金出资 346.15 万元受让乐秀科技 0.35% 股份，并以现金形式向乐秀科技增资 1453.85 万元，前述交易完成后横琴玖玖持有乐秀科技 1.4239% 股份。

九阳拓宽战略布局，加码投资进军个护领域。此次交易前，九阳股份实际控制人及董事长王旭宁控制的旭宁投资已持有乐秀科技 10% 股权。此次加码投资或释放出公司加速进军个护电器领域的积极信号，意在整合公司产业资源、完善公司产品结构、拓宽公司战略布局。九阳自 1994 年创立多年来深耕厨房小家电领域，主营产品涵盖豆浆机、料理机、破壁机、电饭煲等健康饮食电器，后于 2015 年和 2017 年进入大厨电与清洁电器赛道，开启厨房电器和家居电器双驱动发展模式。而乐秀科技主要从事于个人护理电器产品的研发与销售业务，主要产品覆盖吹风机、卷发棒、挂烫机等，与九阳可以做到优势互补、有机结合。

乐秀科技快速壮大，未来成长空间可期。乐秀科技成立于 2017 年 2 月，法定代表人喻金明，企业定位于精致生活品牌运营商，主营个人护理电器产品。同年 4 月，乐秀获得小米科技和顺为资本的联合投资，进入小米生态链。2019 年与 2020 年乐秀科技分别实现营收 3.25/6.31 亿元，同比增长 94.15%；实现净利润 152.9/2048.5 万元，同比增长 1239.76%，业绩取得飞跃式增长。若此次交易顺利达成，九阳股份董事长王旭宁控制的旭宁投资与九阳孙公司横琴玖玖及九阳股份监事朱泽春合计持有乐秀科技股份 12.2262% 的股权，仅次于乐秀实控人喻金明所持有的 36.6102%。

表 1：乐秀科技交易后股权结构

喻金明	36.6102%	旭宁投资	9.1411%	江苏现代服务业发展创投	3.1613%
肖钊贤	2.4681%	西藏三友资本	8.2270%	朱泽春	1.6612%
天津小米投资	12.1691%	宁波乐秀投资	8.2270%	横琴玖玖	1.4239%
拉萨顺盈投资	12.1691%	中小企业发展基金	3.1613%	新余元创宸通企业管理	1.5807%
合计			100%		

资料来源：九阳股份公告，信达证券研发中心

双品牌驱动，乐秀旗下产品获市场好评。乐秀科技旗下拥有个人护理电器品牌“直白”和家居清洁护理品牌“乐秀”。品牌“乐秀”天猫旗舰店粉丝数 9.5 万，近 30 天销售额 1.19 万元，平均成交价 340.71 元。在售产品包括挂烫机、取暖器、电动牙刷、饮水机、电风扇等 13 件产品，产品设计简约大方，目标客群为注重生活品质的年轻群体。品牌“直白”攻克吹风机水离子护发技术壁垒，拥有 100+ 项核心专利。天猫旗舰店粉丝数 10.9 万，近 30 天销售额 476.42 万元，平均成交价 551.60 元；去年 11 月月销售额达到 2769.73 万元。在售产品包括 10 款吹风机与 3 款卷发棒，吹风机产品价格位于 199~1999 元区间，卷发棒产品价格位于 169~449 元之间。爆款产品直白高速吹风机获得 iF、红点、IDEA 等多项国际设计大奖，2020 年天猫双 11 国产品牌全渠道排名第一，明星宋轶及多位头部 KOL 为其代言推介。

表 2：品牌“直白”天猫旗舰店部分产品及价格

					
品名	高速吹风机	三层水润吹风机	太空高速吹风机	速干吹风机	风塑卷发棒
均价	1388.35 元	398.38 元	2420.05 元	223.26 元	695.24 元
月销量	864 件	222 件	19 件	3008 件	2693 件

资料来源：淘数据，信达证券研发中心

表 3：品牌“乐秀”天猫旗舰店部分产品及价格

				
品名	挂烫机	踢脚线取暖器	恒温杯垫	直流变频风扇
价格	199 元	586.5 元	99 元	225.67 元
月销量	4 件	16 件	7 件	3 件

资料来源：淘数据，信达证券研发中心

二、盈利预测与投资评级

我们看好九阳股份未来依旧能在小家电赛道保持龙头地位，同时九阳不断拓展家居、个护电器等领域也将为公司带来新的收入增长点。我们预计公司 20-22 年收入为 103.28/118.24/134.59 亿元，同比+10.4%/14.5%/13.8%；归母净利润 9.05/10.45/11.76 亿元，同比+9.8%/15.4%/12.6%，对应 PE 为 27.79/24.08/21.39，维持“买入”评级。

三、风险因素

宏观经济波动、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险、业务发展不及预期等。

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,819	5,522	5,673	6,661	7,704
货币资金	1,091	1,603	901	1,454	2,066
应收票据	2,402	1,237	2,103	2,305	2,522
应收账款	170	206	216	251	286
预付账款	50	17	32	37	39
存货	747	1,086	1,040	1,230	1,402
其他	358	1,373	1,381	1,384	1,388
非流动资产	1,841	1,946	1,890	1,840	1,775
长期股权投资	257	255	255	255	255
固定资产(合计)	702	681	646	616	586
无形资产	126	123	98	73	33
其他	757	887	891	897	901
资产总计	6,660	7,468	7,563	8,501	9,479
流动负债	2,828	3,700	3,661	4,327	4,911
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	399	908	673	862	993
应付账款	1,365	1,873	1,857	2,175	2,476
其他	1,064	919	1,131	1,290	1,442
非流动负债	3	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	17	17	17	17
负债合计	2,830	3,717	3,677	4,343	4,928
少数股东权益	20	-2	-5	-20	-36
归属母公司股东权益	3,810	3,753	3,890	4,178	4,586
负债和股东权益	6,660	7,468	7,563	8,501	9,479

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,169	9,351	10,328	11,824	13,459
同比(%)	12.7%	14.5%	10.4%	14.5%	13.8%
归属母公司净利润	754	824	905	1,045	1,176
同比(%)	9.5%	9.3%	9.8%	15.4%	12.6%
毛利率(%)	32.1%	32.5%	32.3%	32.6%	32.9%
ROE%	19.8%	22.0%	23.3%	25.0%	25.6%
EPS(摊薄)(元)	0.98	1.07	1.18	1.36	1.53
P/E	33.34	30.52	27.79	24.08	21.39
P/B	6.60	6.70	6.46	6.02	5.48
EV/EBITDA	36.02	26.51	23.08	20.49	17.40

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,169	9,351	10,328	11,824	13,459
营业成本	5,544	6,310	6,993	7,974	9,024
营业税金及附加	49	47	52	59	67
销售费用	1,377	1,477	1,521	1,797	2,079
管理费用	310	389	392	461	538
研发费用	298	330	361	417	471
财务费用	-11	-25	0	0	0
减值损失合计	10	0	0	0	0
投资净收益	135	60	31	35	40
其他	131	60	12	53	35
营业利润	878	943	1,052	1,203	1,354
营业外收支	-7	-3	0	0	0
利润总额	871	940	1,052	1,203	1,354
所得税	129	134	150	173	194
净利润	742	806	902	1,030	1,160
少数股东损益	-13	-18	-3	-15	-16
归属母公司净利润	754	824	905	1,045	1,176
EBITDA	668	888	1,051	1,157	1,326
EPS(当年)(元)	0.98	1.07	1.18	1.36	1.53

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	409	1,253	19	1,266	1,321
净利润	742	806	902	1,030	1,160
折旧摊销	77	90	42	42	48
财务费用	0	-13	0	0	0
投资损失	-135	-79	-31	-35	-40
营运资金变动	-157	455	-893	231	154
其它	-118	-6	-1	-1	-1
投资活动现金流	342	-365	46	44	59
资本支出	72	-88	15	9	19
长期投资	51	122	0	0	0
其他	219	-399	31	35	40
筹资活动现金流	-516	-637	-767	-757	-767
吸收投资	37	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-538	-997	-767	-757	-767
现金流净增加额	236	253	-703	553	612

研究团队简介

罗岸阳，分析师 SAC 执业编号：S1500520070002，曾就职于天风证券，国金证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。