

# 九阳股份 (002242.SZ)

## 20Q4 内销表现稳健，出口高增长

**事件：公司公布 2020 年业绩快报。**公司预计 2020 年实现收入 112.63 亿元，同比增长 20.44%；实现归母净利润 9.39 亿元，同比增长 13.94%。其中，公司 20Q4 单季度实现收入 41.80 亿元，同比增长 35.00%；实现归母净利润 2.95 亿元，同比增长 43.02%。公司 2020 年 12 月披露政府收储子公司土地的金额补偿公告，若排除本次土地交易影响，预计公司实际业绩增速或低于快报增速数据。

**20Q4 收入增速较高，主要系外销表现亮眼。**公司 20Q4 实现收入 41.80 亿元，同比增长 35.00%，环比 2020Q3 增速 (22.07%) 提升 12.93pct，主要系外销业务高增长。**外销方面：**公司披露三季报后调增 2020 全年关联交易出口金额 2.0 亿元至 7.0 亿元，对应 20Q4 约 3.1 亿元外销收入，同比增加 2 亿元以上。**内销方面：**淘宝网显示，10-12 月“九阳”品牌线上零售额增速为 49%/17%/7%，逐月增速略有放缓。**21Q1 收入预判：**公司于 2020 年 12 月 23 日再次调增与 SharkNinja (Hong Kong) 关联交易额度 8000 万元至 7.8 亿元，预计 21Q1 外销增速仍维持高景气。

**20Q4 毛利率小幅提升。**2020Q4 公司利润端增速为 43.02%，环比 2020Q3 增速 (6.80%) 大幅提升 36.22pct。毛利率方面，公司 2020 年度综合毛利率为 31.86%，同比下降 0.66pct，其中 2020Q4 公司毛利率为 33.15%，同比提升 0.25pct。主要原因可能系线下市场回暖带动毛利较高的 SKY 系列销售增长，改善整体盈利能力。

**公司收入端、利润端增速可解锁 100%限售股份。**公司 2020 年收入端、利润端增速分别为 20.44%/13.94%，达到“2020 年销售额、净利润增长率不低于 15%、13%，解除当期 100%限售股份”的限售解除条件。2021 年公司将进一步发挥九阳和 shark 的协同效应。同时，公司将继续推动年轻化营销，不断拓展增加 IP 联名款产品的布局，目前旗下已拥有 Line Friends、宝可梦、Hello Kitty、喜茶、哆啦 A 梦等多个萌潮 IP 系列产品。2021 年 2 月，公司受让乐秀科技股权，布局进军个护领域，或打造公司第二增长曲线。

**盈利预测与投资建议。**我们略微上调盈利预测，预计 2020-2022 年收入分别为 112.63/126.24/137.43 亿元，同比增速分别为 20.4%/12.1%/8.9%；归母净利润分别为 9.38/10.25/11.06 亿元，同比增速分别为 13.9%/9.2%/7.9%。公司未来发展可期，维持此前“买入”评级。

**风险提示：**新品拓展不及预期、价格战导致盈利受损。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,169	9,351	11,263	12,624	13,743
增长率 yoy (%)	12.7	14.5	20.4	12.1	8.9
归母净利润 (百万元)	754	824	938	1,025	1,106
增长率 yoy (%)	9.5	9.3	13.9	9.2	7.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.98	1.07	1.22	1.34	1.44
净资产收益率 (%)	19.4	21.5	22.3	21.0	20.0
P/E (倍)	30.9	28.3	24.8	22.7	21.1
P/B (倍)	6.1	6.2	5.5	4.8	4.2

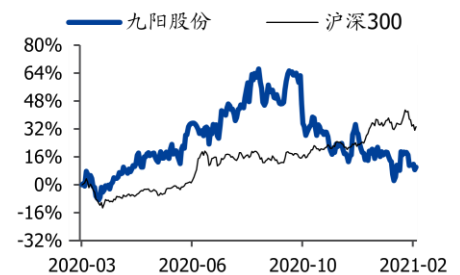
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	白色家电
前次评级	买入
最新收盘价	30.35
总市值 (百万元)	23,283.58
总股本 (百万股)	767.17
其中自由流通股 (%)	99.65
30 日日均成交量 (百万股)	2.61

### 股价走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 杨凡仪

邮箱：yangfanyi@gszq.com

### 相关研究

- 《九阳股份 (002242.SZ)：Q3 收入超预期，产品持续年轻化》2020-10-27
- 《九阳股份 (002242.SZ)：Q2 收入超预期，逆境之下凸显经营能力》2020-08-26
- 《九阳股份 (002242.SZ)：疫情之下的内销增长更显珍贵》2020-04-29



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4819	5522	7420	7564	9426
现金	1091	1603	1432	3090	2677
应收票据及应收账款	2572	1442	3784	2173	4332
其他应收款	26	24	44	28	53
预付账款	50	17	64	27	72
存货	747	1086	1143	1370	1371
其他流动资产	332	1349	952	877	922
<b>非流动资产</b>	1841	1946	2028	2065	2076
长期投资	257	255	268	285	307
固定资产	702	681	787	830	840
无形资产	126	123	101	83	64
其他非流动资产	757	887	871	868	864
<b>资产总计</b>	6660	7468	9448	9630	11501
<b>流动负债</b>	2828	3700	5177	4734	6007
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1764	2781	3613	3594	4265
其他流动负债	1064	919	1565	1140	1742
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	2830	3717	5194	4751	6024
少数股东权益	20	-2	7	7	-1
股本	768	767	767	767	767
资本公积	843	887	887	887	887
留存收益	2206	2066	2502	2973	3478
归属母公司股东权益	3810	3753	4246	4872	5479
<b>负债和股东权益</b>	6660	7468	9448	9630	11501

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	409	1253	352	2066	53
净利润	742	806	948	1024	1098
折旧摊销	77	90	87	89	100
财务费用	-11	-25	-17	-36	-52
投资损失	-135	-60	-72	-78	-87
营运资金变动	-170	410	-591	1070	-1002
其他经营现金流	-94	32	-3	-3	-4
<b>投资活动现金流</b>	342	-365	-95	-46	-20
资本支出	112	90	69	21	-13
长期投资	-43	122	-13	-21	-23
其他投资现金流	411	-153	-39	-46	-55
<b>筹资活动现金流</b>	-516	-637	-428	-363	-447
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	-428	-363	-447
<b>现金净增加额</b>	236	253	-171	1658	-413

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8169	9351	11263	12624	13743
营业成本	5544	6310	7673	8648	9431
营业税金及附加	49	47	68	76	82
营业费用	1377	1477	1706	1915	2089
管理费用	310	389	481	540	587
研发费用	298	330	323	362	412
财务费用	-11	-25	-17	-36	-52
资产减值损失	10	-0	-0	-0	-1
其他收益	43	46	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	3	3	4
投资净收益	135	60	72	78	87
资产处置收益	108	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	878	943	1103	1200	1285
营业外收入	4	6	14	6	6
营业外支出	11	9	12	11	10
<b>利润总额</b>	871	940	1105	1195	1280
所得税	129	134	158	171	183
<b>净利润</b>	742	806	948	1024	1098
少数股东损益	-13	-18	9	-0	-8
<b>归属母公司净利润</b>	754	824	938	1025	1106
EBITDA	915	982	1147	1216	1294

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.7	14.5	20.4	12.1	8.9
营业利润(%)	8.7	7.3	17.0	8.8	7.1
归属于母公司净利润(%)	9.5	9.3	13.9	9.2	7.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.1	32.5	31.9	31.5	31.4
净利率(%)	9.2	8.8	8.3	8.1	8.0
ROE(%)	19.4	21.5	22.3	21.0	20.0
ROIC(%)	18.7	20.4	21.4	19.8	18.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	42.5	49.8	55.0	49.3	52.4
净负债比率(%)	-28.4	-42.7	-33.7	-63.3	-48.9
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.6	1.6
速动比率	1.3	0.9	1.1	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	3.7	4.7	4.3	4.2	4.2
应付账款周转率	4.0	2.8	2.4	2.4	2.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.07	1.22	1.34	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.63	0.46	2.69	0.07
每股净资产(最新摊薄)	4.97	4.89	5.54	6.35	7.14
<b>估值比率</b>					
P/E	30.9	28.3	24.8	22.7	21.1
P/B	6.1	6.2	5.5	4.8	4.2
EV/EBITDA	24.3	21.9	18.9	16.5	15.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

事件：公司发布 2020 年业绩快报 .....	4
收入端：外销收入贡献 20Q4 收入主要增量 .....	4
利润端：成本红利减弱，20Q4 毛利率仍小幅提升 .....	5
公司收入端、利润端增速可解锁 100%限售股份。 .....	6
年轻化营销叠加多元化扩张拓宽成长空间 .....	6
盈利预测与投资建议 .....	6
风险提示 .....	7

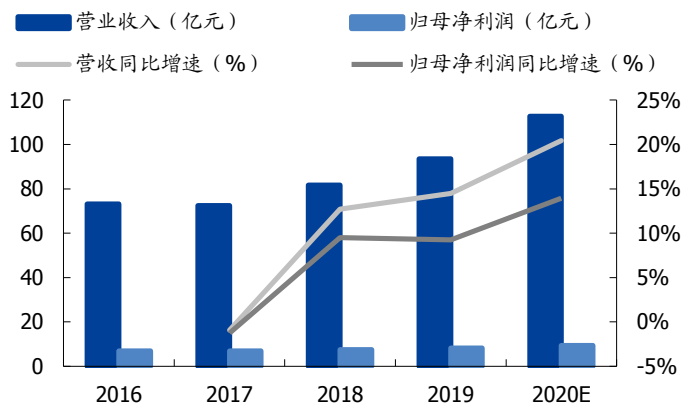
## 图表目录

图表 1：公司年度收入及利润情况（亿元） .....	4
图表 2：公司 Q4 收入及净利润情况（亿元） .....	4
图表 3：2020 年公司单季度收入增速情况（亿元） .....	5
图表 4：沪铜指数变动 .....	5
图表 5：九阳 2020 年双十一销售情况 .....	5
图表 6：2020 年公司单季度净利润情况（亿元） .....	6

## 事件：公司发布 2020 年业绩快报

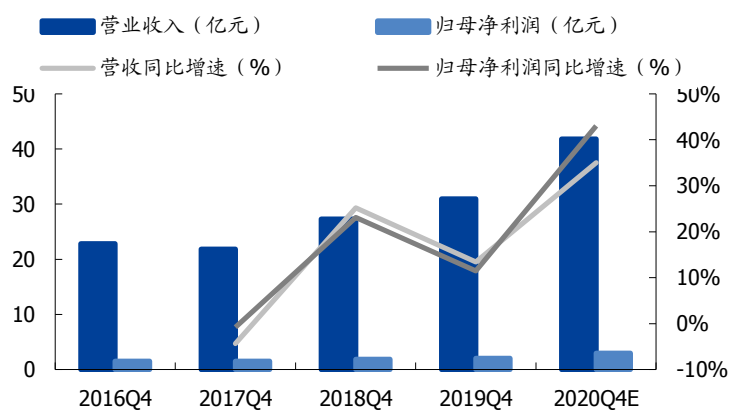
公司预计 2020 年实现收入 112.63 亿元,同比增长 20.44%;实现归母净利润 9.39 亿元,同比增长 13.94%。其中,公司 20Q4 单季度实现收入 41.80 亿元,同比增长 35.00%;实现归母净利润 2.95 亿元,同比增长 43.02%。公司 Q4 业绩增速超预期。公司 2020 年 12 月披露政府收储子公司土地的金额补偿公告,若排除本次土地交易影响,预计公司实际业绩增速或略低于快报增速数据。

图表 1: 公司年度收入及利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司 Q4 收入及净利润情况 (亿元)



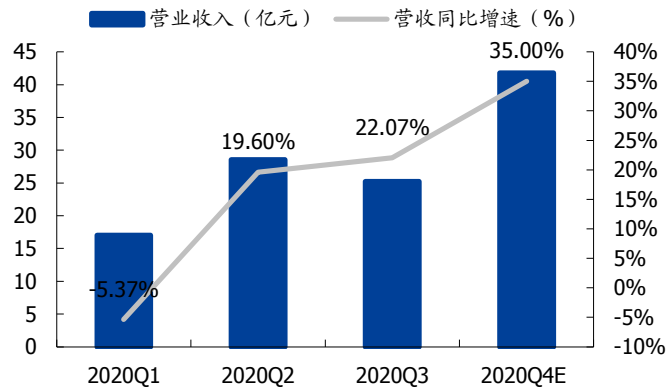
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 收入端：20Q4 收入增速较高，主要系外销表现亮眼

**20Q4 收入增速较高,主要系外销表现亮眼。**2020Q4 公司收入端增速为 35.00%,环比 2020Q3 增速 (22.07%) 提升 12.93pct。

- **外销方面:** 由于 Q4 海外疫情加剧叠加海外需求高景气,公司外销订单预计仍大幅增长。公司披露三季报后调增 2020 全年关联交易出口金额 2.0 亿元至 7.0 亿元,对应 20Q4 约 3.1 亿元收入,同比增加 2 亿元以上,推动外销收入增长。**21Q1 收入预判:**公司于 2020 年 12 月 23 日再次调增与 SharkNinja (Hong Kong) 关联交易额度 8000 万元至 7.8 亿元,预计 21Q1 外销增速仍维持高景气。
- **内销方面:** 淘宝网显示,10-12 月“九阳”品牌线上零售额增速为 49%/17%/7%,逐月增速略有放缓。同时,九阳重视对线上渠道的资源投入,加大直播带货和社交电商等营销力度,进而应对渠道和市场的快速变化。2020 年双十一期间,九阳品牌全网销售额突破 12 亿元,同比增长超 70%。

图表 3: 2020 年公司单季度收入增速情况 (亿元)



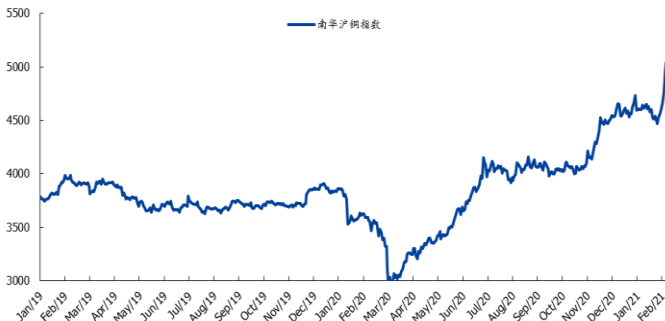
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 利润端: 成本红利减弱, 20Q4 毛利率仍小幅提升

2020Q4 公司利润端增速为 43.02%，环比 2020Q3 增速（6.80%）大幅提升 36.22pct。毛利率方面，公司 2020 年度综合毛利率为 31.86%，同比下降 0.66pct，其中 2020Q4 公司毛利率为 33.15%，同比提升 0.25pct。

- 费率端：考虑到 20Q4 为全年促销旺季，且 2020 年双十一促销周期较长，预计公司费率端略有同比小幅增长。
- 20Q4 毛利率略有提升，我们判断主要原因可能系毛利较高的核心主流品类 SKY 系列产品主要集中于线下渠道，随着线下市场的回暖，预计高端系列产品销售有所回升，改善整体盈利能力。同时 2020 年“双十一”大促，公司通过“邓伦的萌潮厨房”活动打通线上线下渠道，毛利率得到改善。据官方微信公众号数据，双 11 期间，九阳全网销售额 12 亿元，高端系列 SKY 产品售出 7 万台，萌潮系列售出 33 万台。

图表 4: 沪铜指数变动



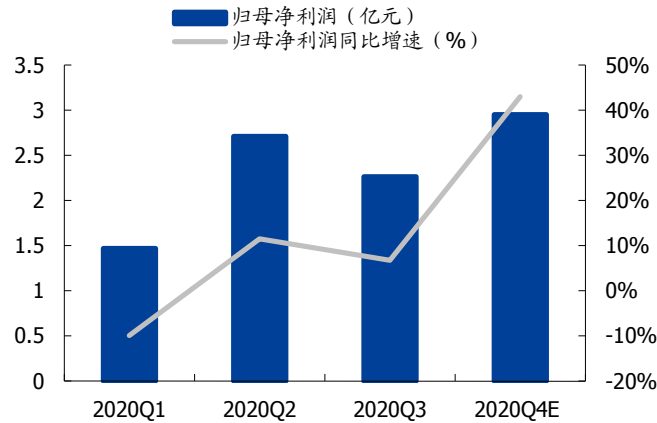
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 九阳 2020 年双十一销售情况



资料来源: 新浪财经, 国盛证券研究所

图表 6: 2020 年公司单季度净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司季报, 国盛证券研究所

## 公司收入端、利润端增速可解锁 100%限售股份。

公司 2020 年考核目标为: 2020 年销售额、净利润增长率不低于 11%、9%, 解除 60%限售股份, 低于上述目标不解除限售; 2020 年销售额、净利润增长率不低于 13%、11%, 解除当期 80%限售股份; 2020 年销售额、净利润增长率不低于 15%、13%, 解除当期 100%限售股份。据快报数据, 公司 2020 年收入端、利润端预计增速分别为 20.44%/13.94%, 达到“2020 年销售额、净利润增长率不低于 15%、13%, 解除当期 100%限售股份”的限售解除条件。

## 年轻化营销叠加多元化扩张拓宽成长空间

公司在年轻化营销方面持续发力, 如聘请流量明星邓伦作为品牌代言人, 并不断拓展增加 IP 联名款产品的布局, 从而更好地触达年轻消费群体。目前, 公司旗下已拥有 Line Friends、宝可梦、Hello Kitty、喜茶、哆啦 A 梦等多个萌潮 IP 系列产品, 倾力打造“萌潮厨房”。2021 年 2 月, 公司受让乐秀科技股权, 布局进军个护领域, 或打造公司第二增长曲线。

## 盈利预测与投资建议

我们略微上调盈利预测, 预计 2020-2022 年收入分别为 112.63/126.24/137.43 亿元, 同比增速分别为 20.4%/12.1%/8.9%; 归母净利润分别为 9.38/10.25/11.06 亿元, 同比增速分别为 13.9%/9.2%/7.9%。公司未来发展可期, 维持此前“买入”评级。

## 风险提示

新品拓展不及预期、价格战导致盈利受损。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38934111  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com