

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

九阳股份(002242)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 首席研究员

执业编号: S1500520070002

联系电话: 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究

《突破边界,以“变”应“变”》(20210203)

《九阳股份:受让乐秀科技股权,加速布局个护电器领域》(20210207)

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

Q4 营业收入超预期, 单季毛利率有所提升

2021 年 03 月 02 日

事件: 公司 2020 年营业总收入 112.63 亿元, 同比增长 20.44%; 营业利润 10.66 亿元, 同比增长 13.07%; 归母净利润 9.39 亿元, 同比增长 13.94%; 平均每股收益 1.23 元/股, 同比增长 14.95%。Q4 营业收入 41.80 亿元, 同比增长 34.99%; Q4 归母净利润 2.95 亿元, 同比增长 43.00%。

点评:

- **Q4 营业收入超预期, 增速持续回暖。**公司 2020 年营业总收入 112.63 亿元, 同比增长 20.44%, 公司 2020 年 Q4 营业收入 41.80 亿元, 同比增长 34.99%, 增速较 Q2、Q3 (22.07%、19.60%) 继续回暖。扣除关联交易额, 我们预计单季度原有业务收入增速约为 25%-30%。政府拟收储公司子公司杭州九阳地块, 搬迁补偿总金额为 2.39 亿元, 预计可增加收益 1.35 亿元, 对当期收入没有影响, 对归母净利润有明显贡献。
- **线上渠道增速放缓, 线下收入恢复显著。**根据淘数据全网口径数据, 九阳厨房电器、大家电、生活电器三大品类 2020Q4 销量、销额分别同比增长 28.09%, 18.30%, 较三季度增速 (47.73%、26.98%) 有所放缓。我们预计线下渠道收入显著恢复, 且预计 Q4 季度费用率投放也明显上升。
- **原材料涨价影响滞后, 均价上涨带动 Q4 毛利率稳步回升。**根据淘数据全网口径, Q4 九阳线上单品均价较第 3 季度提升 60 元, 较去年同期提价幅度 (+41 元) 明显上升。Q4 毛利率我们预计同比上涨 0.26 个百分点, 达 33.15%。尽管 2020Q4 铜铝钢等大宗原料价格延续大幅上涨趋势, 但公司拥有一定原材料储备, 且产业链地位保证公司受原材料价格影响有限。随着原材料价格上行势头不减, 成本端承压或将在 2021 年 Q1、Q2 体现。
- **投资建议和盈利预测:** 九阳不断调整产品结构, 实现价值推高, 线上线渠道同步拓展, 不断拓宽产品矩阵, 积极向清洁类家电和个人护理类产品扩展, 与 SharkNinja 关联交易也将为公司带来新增长点, 我们预计公司未来将继续保持稳定高速增长, 我们预计公司 20-22 年收入为 107.60/123.33/140.23 亿元, 同比+15.1/14.6/13.7%; 归母净利润 9.54/10.51/11.87 亿元, 同比+15.8/10.2/12.9%, 对应 PE 为 24.54/22.27/19.73 倍, 给予“买入”评级。
- **风险因素:** 行业竞争加剧, 新品开拓不及预期, 国内外疫情原材料价格大幅上涨等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,169	9,351	10,760	12,333	14,023
增长率 YoY %	12.7%	14.5%	15.1%	14.6%	13.7%
归属母公司净利润 (百万元)	754	824	954	1,051	1,187
增长率 YoY%	9.5%	9.3%	15.8%	10.2%	12.9%
毛利率%	32.1%	32.5%	31.9%	32.2%	32.6%
净资产收益率ROE%	19.8%	22.0%	24.2%	24.8%	25.5%
EPS(摊薄)(元)	0.98	1.07	1.24	1.37	1.55
市盈率 P/E(倍)	31.04	28.41	24.54	22.27	19.73
市净率 P/B(倍)	6.14	6.24	5.94	5.53	5.03

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 03 月 01 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	4,819	5,522	7,238	7,684	9,001	
货币资金	1,091	1,603	2,316	2,304	3,176	
应收票据	2,402	1,237	2,191	2,404	2,628	
应收账款	170	206	225	262	298	
预付账款	50	17	34	39	41	
存货	747	1,086	1,090	1,290	1,468	
其他	358	1,373	1,382	1,385	1,390	
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	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	9,128	9,525	10,776	
流动负债	2,828	3,700	5,185	5,305	6,156	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	399	908	705	904	1,040	
应付账款	1,365	1,873	2,611	2,660	3,093	
其他	1,064	919	1,869	1,740	2,022	
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	5,202	5,322	6,172	
少数股东权益	20	-2	-14	-31	-49	
归属母公司	3,810	3,753	3,940	4,234	4,653	
负债和股东权益	6,660	7,468	9,128	9,525	10,776	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	8,169	9,351	10,760	12,333	14,023	
同比	12.7%	14.5%	15.1%	14.6%	13.7%	
归属母公司净利润	754	824	954	1,051	1,187	
同比	9.5%	9.3%	15.8%	10.2%	12.9%	
毛利率(%)	32.1%	32.5%	31.9%	32.2%	32.6%	
ROE%	19.8%	22.0%	24.2%	24.8%	25.5%	
EPS (摊薄)(元)	0.98	1.07	1.24	1.37	1.55	
P/E	31.04	28.41	24.54	22.27	19.73	
P/B	6.14	6.24	5.94	5.53	5.03	
EV/EBITDA	33.43	24.56	19.36	18.24	15.20	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	8,169	9,351	10,760	12,333	14,023	
营业成本	5,544	6,310	7,331	8,365	9,451	
营业税金及附加	49	47	54	62	70	
销售费用	1,377	1,477	1,531	1,875	2,167	
管理费用	310	389	409	481	561	
研发费用	298	330	387	435	491	
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	38	37	42	
其他	131	60	14	55	38	
营业利润	878	943	1,100	1,208	1,364	
营业外收支	-7	-3	0	0	0	
利润总额	871	940	1,100	1,208	1,364	
所得税	129	134	157	174	195	
净利润	742	806	943	1,034	1,168	
少数股东损益	-13	-18	-11	-17	-19	
归属母公司	754	824	954	1,051	1,187	
EBITDA	668	888	1,090	1,158	1,331	
EPS (当	0.98	1.07	1.24	1.37	1.55	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	409	1,253	1,428	699	1,579	
净利润	742	806	943	1,034	1,168	
折旧摊销	77	90	42	42	48	
财务费用	0	-13	0	0	0	
投资损失	-135	-79	-38	-37	-42	
营运资金变动	-157	455	482	-339	406	
其它	-118	-6	-1	-1	-1	
投资活动现金流	342	-365	53	46	61	
资本支出	72	-88	15	9	19	
长期投资	51	122	0	0	0	
其他	219	-399	38	37	42	
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	
支付利息或股利	-538	-997	-767	-757	-767	
现金流净增加额	236	253	713	-12	872	

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	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@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	wangyupei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。