

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 收入显著回暖,股权激励彰显发展信心

2021年04月01日

事件: 公司 2020 年营业收入 112.24 亿元,同比增长 20.02%,归母净利润 9.40 亿元,同比增长 14.07%。公司 Q4 营业收入 41.41 亿元,同比增长 33.73%,Q4 归母净利润 2.96 亿元,同比增长 43.54%。分红方案 10 股派 10 元,分红率 81.6%,对应当前股息率为 3.25 %。

点评:

- **产品结构持续优化,海外业务快速发展。**分业务来看,公司 2020 年业务结构相对稳定,食品加工机、营养煲、西式小家电、电磁炉系列产品营业收入分别为 47.55/34.79/15.32/5.46 亿元,分别同比增长 16.06/12.05/32.87/-9.45%。分地区来看,大陆业务同比增长 13.34%,而海外及其他地区业务分别同比增长 79.96%、501.02%,海外业务的高速增长主要收益于 Foodi 系列产品在海外热销及海外小家电生产停滞带来的需求转移。
- **Q4 毛利率有所提升,营销费用持续加码。**公司 2020 年实现综合毛利率为 32.05pct,同比下降 0.5pct, Q4 毛利率 33.68%,同比+0.79pct。同比增长食品加工机、营养煲、西式小家电、电磁炉系列产品毛利率水平均有所下滑,分别下降 1.54/1.69/0.68/0.54pct。从费用率看公司 2020 年销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.85/-0.61/-0.45/+0.27pct, Q4 销售、管理、研发、财务费用率分别+2.42/-0.45/-0.78/+0.91pct,整体期间费用率同比大幅上升 2.1pct,公司 Q4 加码两大购物节宣传显著提升销售费用率,汇率波动带来的汇兑损益导致财务费用率明显提高。
- **预收账款快速增长,经营性现金流表现优异。**1) 20 年公司现金+其他流动资产合计 20.56 亿元,同比+21%;合同负债+其他流动负债(原预付账款)合计 6.42 亿元,同比+42.62%,体现了公司未来强劲的收入增长潜力;应收票据和应收账款合计 21.08 亿元,扣除收储应收同比+36.58%。2) 从周转情况来看,公司存货、应收账款周转天数分别同比-4.37、-0.53 天,整体周转效率明显提升。3) 20 年公司经营性现金流净额 20.10 亿元,同比+60.36%,Q4 经营性现金流净额 17 亿,同比+208.06%。
- **SharkNinja 关联交易贡献新增长点,品牌协同发展未来可期。**2020 年公司与 SharkNinja(HongKong)发生销售商品类关联交易金额 7.41 亿元,同比增长 91.86%,占公司年度销售收入的 6.81%。公司预计 2021 年销售类关联交易不超过 168 百万美元(11 亿人民币),同比 21 年增长约 45%。公司通过 SharkNinja 积极向清洁家电品类拓展,疫情推动了健康家电需求的释放,未来随着 Shark 进一步向中国市场渗透,九阳与 Shark 在研发、渠道等方面协同优势将进一步显现。
- **股权激励绑定员工利益,业绩目标彰显公司未来发展信心。**公司发布新一期股权激励计划,拟向任职董事、高管和核心骨干人员等 107 人授予

1800 万份股票期权。以 20 年为基数，业绩考核要求 21-23 年营收分别增长不低于 15/33/56%，换算对应每年同比增长 15/15.65/17.29%，业绩增长不低于 5/16/33%，换算对应每年同比增长 5/10.48/14.66%。股权激励深度绑定员工与公司利益，较高的业绩考核目标体现公司未来发展信心。未来，公司也将贯彻落实“价值登高”战略，努力优化产品结构，推动公司产品升级，实现可持续高速发展。

- **投资建议：**九阳不断调整产品结构，实现价值推高，线上线下渠道同步拓展，积极向清洁类家电和个人护理类产品扩展，与 SharkNinja 关联交易成为公司新增长点，股权激励计划彰显公司发展信心，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 21-23 年收入为 129.96/151.84/179.50 亿元，同比+15.8/16.8/18.2%；归母净利润 10.36/11.70/13.47 亿元，同比+10.2/13.0/15.1%，对应 PE 为 22.81/20.19/17.54 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	9,351	11,224	12,996	15,184	17,950
增长率 YoY %	14.5%	20.0%	15.8%	16.8%	18.2%
归属母公司净利润 (百万元)	824	940	1,036	1,170	1,347
增长率 YoY%	9.3%	14.1%	10.2%	13.0%	15.1%
毛利率%	32.5%	32.1%	30.6%	31.1%	31.3%
净资产收益率ROE%	22.0%	21.9%	22.8%	23.6%	24.3%
EPS(摊薄)(元)	1.07	1.23	1.35	1.52	1.76
市盈率 P/E(倍)	28.66	25.13	22.81	20.19	17.54
市净率 P/B(倍)	6.29	5.51	5.19	4.76	4.26

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 03 月 31 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,522	7,300	9,518	10,238	12,189
货币资金	1,603	1,961	3,421	3,639	4,734
应收票据	1,237	1,895	2,307	2,537	3,067
应收账款	206	212	263	305	358
预付账款	17	16	31	30	36
存货	1,086	945	1,279	1,475	1,705
其他	1,373	2,269	2,216	2,251	2,288
非流动资产	1,946	1,835	1,850	1,880	1,901
长期股权投资	255	183	183	183	183
固定资产	681	646	611	581	551
无形资产	123	125	107	90	59
其他	887	881	949	1,026	1,108
资产总计	7,468	9,135	11,367	12,118	14,090
流动负债	3,700	4,800	6,788	7,153	8,578
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	908	1,228	1,266	1,548	1,819
应付账款	1,873	2,445	3,212	3,501	4,183
其他	919	1,127	2,309	2,105	2,576
非流动负债	17	53	53	53	53
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	53	53	53	53
负债合计	3,717	4,852	6,840	7,206	8,630
少数股东权益	-2	-1	-25	-53	-84
归属母公司	3,753	4,284	4,552	4,965	5,544
负债和股东权益	7,468	9,135	11,367	12,118	14,090

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,351	11,224	12,996	15,184	17,950
同比	14.5%	20.0%	15.8%	16.8%	18.2%
归属母公司净利润	824	940	1,036	1,170	1,347
同比	9.3%	14.1%	10.2%	13.0%	15.1%
毛利率(%)	32.5%	32.1%	30.6%	31.1%	31.3%
ROE%	22.0%	21.9%	22.8%	23.6%	24.3%
EPS(摊薄)(元)	1.07	1.23	1.35	1.52	1.76
P/E	28.66	25.13	22.81	20.19	17.54
P/B	6.29	5.51	5.19	4.76	4.26
EV/EBITDA	24.79	21.31	18.88	17.22	13.79

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,351	11,224	12,996	15,184	17,950
营业成本	6,310	7,626	9,018	10,467	12,326
营业税金及	47	59	65	76	90
销售费用	1,477	1,868	1,849	2,308	2,773
管理费用	389	398	494	592	718
研发费用	330	346	468	536	628
财务费用	-25	1	0	0	0
减值损失合	0	-1	7	8	9
投资净收益	60	62	45	46	54
其他	60	80	23	70	52
营业利润	943	1,066	1,178	1,329	1,530
营业外收支	-3	-4	0	0	0
利润总额	940	1,063	1,178	1,329	1,530
所得税	134	147	166	187	215
净利润	806	916	1,012	1,142	1,315
少数股东损	-18	-24	-24	-28	-32
归属母公司	824	940	1,036	1,170	1,347
EBITDA	888	1,016	1,070	1,160	1,369
EPS(当	1.07	1.23	1.35	1.52	1.76

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现	1,253	2,009	2,155	907	1,773
金流					
净利润	806	916	1,012	1,142	1,315
折旧摊销	90	90	-33	-45	-46
财务费用	-13	13	0	0	0
投资损失	-79	-75	-45	-46	-54
营运资金变	455	1,037	1,229	-136	568
其它	-6	29	-8	-10	-10
投资活动现	-365	-660	72	69	89
资本支出	-88	45	27	24	35
长期投资	122	20	0	0	0
其他	-399	-724	45	46	54
筹资活动现	-637	-780	-767	-757	-767
吸收投资	0	25	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或	-997	-445	-767	-757	-767
现金流净增	253	553	1,459	219	1,094
加额					

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	wangyufei@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。