

家电

九阳股份 (002242.SZ)

上调

报告原因：业绩点评

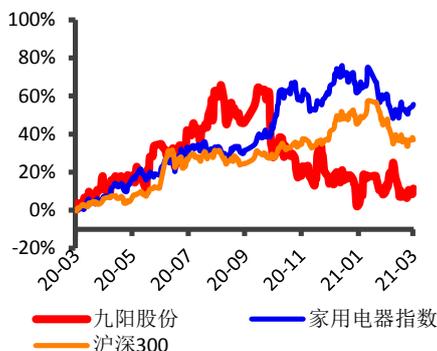
公司行业地位稳固，营销转化率表现良好

买入

2021年4月1日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年3月31日

收盘价(元):	30.79
年内最高/最低(元):	88.8/61.3
流通A股/总股本(亿):	7.65/7.67
流通A股市值(亿):	235
总市值(亿):	236

基础数据：2020年12月31日

每股净资产(元):	5.58
每股公积金(元):	1.22
每股未分配利润(元):	2.82

分析师：石晋 CFA

执业登记编码：S0760514050003

邮箱：shijin@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 2020年,公司实现营业收入112.24亿元,较上年同期增长20.02%;实现归母净利润9.4亿元,同比增长14.07%。基本每股收益1.23元。Q4实现营收41.4亿元,同比增长33.7%;当期归母净利润3亿元,同比增长43.5%。

事件点评

- 九阳在优势品类地位稳固** 2020年家电行业的线下门店受疫情冲击明显,线上小家电消费呈现爆发式增长,线上渗透率达到73%,较19年提升11pct。从品牌集中度来看,小家电三足鼎立(九苏美)之势稳固,品牌数量虽有增多但主要稀释的是长尾类份额。头部品牌以价换量,推动渗透率加速,破壁机品类规模大幅提升,同比增速基本维持在50%以上。九阳在豆浆机、破壁机、面条机、榨汁机等优势品类维持市场第一,其他大部分品类也位列行业前三。九阳具有在传统品类品牌联想度高的优势,在豆浆机等品类的市场份额将维持领先地位。
- “公域”+“私域”全渠道拓展提升营销转化率** 九阳以小家电为主并向清洁家电延伸。公司顺应市场趋势进行全面数字化转型,积极整合线上线下资源,构建全渠道发展策略。公司在渠道打通方面除了在京东、淘宝传统电商设立旗舰店外,还借助社交电商、在线直播、短视频等方式减少B2C的渠道环节,以立体化多层级的销售网络实现对不同圈层消费人群的精准化覆盖,实现产品精准投放,提升营销转化率。在维护公域流量的同时,九阳还提高对私域流量的重视。公司加大对品牌APP、小程序、社群、线下门店等媒介的重视,盘活私域流量,实现生态闭环,最终形成流量沉淀和产品复购,特别是小家电具有品类众多、更新迭代快、相对复购率高的特性,更加适合在私域流量发展。
- 公司重视客户培育** 公司以客户群体全面覆盖为目标,从以Z世代为代表的年轻人,到以宝妈为代表的中产家庭,以及注重健康养生为代表的中老年人。公司通过推出不同品牌、不同市场定位的产品,以满足不同消费人群的个性化需求,深度挖掘市场容量,保持公司市场占有率的稳步提升。如,公司与高流量萌潮品牌IP跨界合作,推出了以LINE FRIENDS、可口可乐为代表的联名超品,从几十元的净水产品



到近千元的面条机都有涉猎，吸引了众多 Z 世代年轻用户的关注与购买，以“萌趣”引导年轻用户转化为品牌粉丝，令九阳成功从小家电出圈。

➤ **公司盈利能力稳定，营运能力提升** 2020 年公司毛利率为 32.05%，下降 0.47pct，我们认为一方面是原材料成本增加，一方面是以价换量所致。销售费用率 16.64%，同比上升 0.85 个百分点；管理费用率 3.55%，同比下降 0.61pct；研发投入 34,584.19 万元，同比增长 4.68%，研发费用率 3.08%，同比下降 0.45pct。2020 年，公司继续加大研发投入，公司新增专利申请权 2,227 项（其中发明专利 307 项，实用新型 1,710 项，外观设计申请 210 项）。营运方面有明显提升：存货周转率为 7.51，同比提升 0.63；应收账款周转率 53.68，同比增加 3.94；固定资产周转率 16.92，同比提升 3.39。

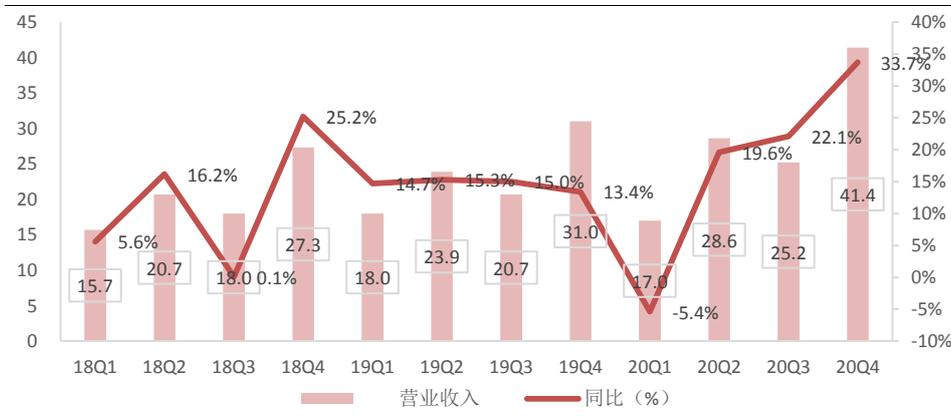
投资建议

➤ 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.54\1.83\2.17，PE 分别为 20/16.8/14.2，上调至“买入”评级。

存在风险

➤ 市场需求疲弱，原材料价格波动大，行业壁垒偏低。

图 1：公司营业收入（亿元）及同比增长（%）



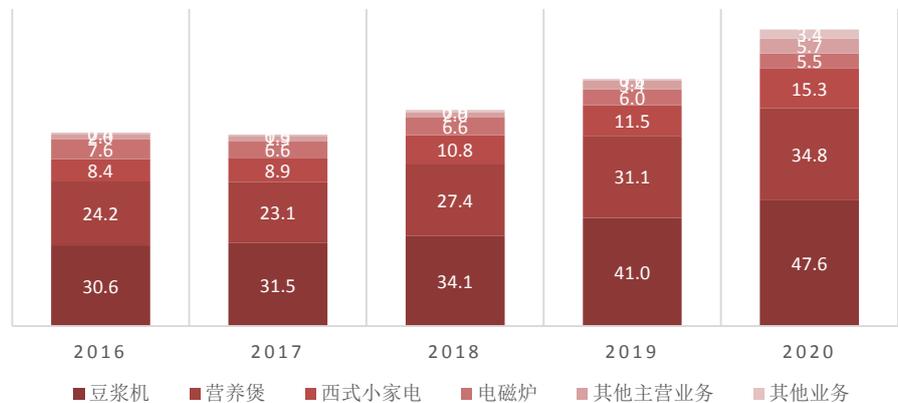
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：公司归母净利润（亿元）及同比增长（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：公司主营收入构成（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：公司产品毛利率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	单位 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,961.2	1,508.5	1,854.8	2,114.5	营业收入合计	11,223.7	12,570.5	14,267.6	16,265.0
应收账款	2,107.9	2,011.3	2,282.8	2,602.4	营业成本	7,626.3	8,573.1	9,673.4	10,978.9
存货	944.9	1,028.8	1,160.8	1,317.5	税金及附加	59.1	62.9	71.3	81.3
预付	16.2	34.3	48.4	54.9	销售费用	1,867.8	2,074.1	2,354.1	2,683.7
其它流动资产	1,022.8	980.5	1,112.9	1,268.7	管理费用	398.1	465.1	527.9	601.8
流动资产合计	7,299.7	6,490.8	7,391.3	8,195.2	研发费用	345.8	414.8	470.8	536.7
长期投资	182.7	182.7	182.7	182.7	财务费用 (利息)	1.1	(26.0)	(25.2)	(29.8)
固定资产 (净值)	646.3	757.7	895.9	1,050.3	资产减值损失	(1.4)	3.8	4.5	5.3
无形资产	124.9	126.0	123.6	120.0	其他经营收益	(77.7)	(113.1)	(128.4)	(146.4)
其它非流动资产	881.2	765.7	870.7	967.4	投资净收益	61.8	75.4	85.6	97.6
资产总计	9,134.8	8,322.9	9,464.2	10,515.6	营业利润	1,066.4	1,383.6	1,623.2	1,900.2
预收款项	1.3	540.1	667.5	614.8	营业外净收支	(3.5)	(12.6)	14.3	32.5
应付款项	3,672.8	2,143.3	2,128.2	2,195.8	利润总额	1,062.9	1,371.1	1,637.5	1,932.8
其他流动负债	1,125.6	771.6	890.0	922.2	所得税	146.6	191.9	229.2	270.6
流动负债合计	4,799.7	3,455.0	3,685.6	3,732.8	净利润	916.3	1,179.1	1,408.2	1,662.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(23.8)	(21.2)	(25.3)	(29.9)
长期应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	归母净利润	940.1	1,200.3	1,433.6	1,692.1
其它	52.6	52.6	52.6	52.6	现金流量表百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4,852.3	3,507.6	3,738.2	3,785.4	净利润 (含少数股东)	916.3	1,179.1	1,408.2	1,662.2
少数股东权益	(1.3)	(26.4)	(22.7)	(18.6)	折旧	67.5	64.6	75.8	89.6
股本	767.2	767.2	767.2	767.2	摊销	6.6	6.9	6.9	6.8
资本公积	933.8	951.6	969.8	988.3	财务费用	1.1	(26.0)	(25.2)	(29.8)
留存收益	2,582.8	3,123.0	4,011.8	4,993.2	投资净收益	(61.8)	(75.4)	(85.6)	(97.6)
归属母公司股	4,283.8	4,841.8	5,748.8	6,748.7	营运资金变动	1,196.8	(1,846.6)	(446.8)	(538.7)
权益合计	4,282.5	4,815.4	5,726.1	6,730.2	其它	(917.2)	1,273.4	(54.3)	112.5
负债和股东权益	9,134.8	8,322.9	9,464.2	10,515.6	经营活动现金流合计	1,209.3	576.0	879.0	1,205.0
财务比率					(固定资产构建)	(33.2)	(176.0)	(214.0)	(244.0)
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	(无形资产构建)	(8.6)	(8.0)	(4.5)	(3.2)
营业收入	11,223.7	12,570.5	14,267.6	16,265.0	非经常性或非经营损益	61.8	75.4	85.6	97.6
归属母净利润	940.1	1,200.3	1,433.6	1,692.1	非流动资产减少(增加)	5.9	115.5	(105.0)	(96.7)
每股收益(EPS)	1.19	1.54	1.83	2.17	其它	(686.3)	(191.9)	(79.1)	(32.7)
市盈率(P/E)	25.79	20.04	16.78	14.22	投资活动现金流合计	(660.3)	(185.0)	(317.0)	(279.0)
毛利率	0.32	0.32	0.32	0.33	(财务费用)	(1.1)	26.0	25.2	29.8
净利率	0.08	0.09	0.10	0.10	短期借款增加(减少)	(448.6)	538.8	127.4	(52.6)
净资产收益率(ROE)	0.21	0.24	0.25	0.25	长期借款增加(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率	0.53	0.42	0.39	0.36	(归母股东红利)	(455.6)	(660.2)	(544.8)	(710.7)
流动比率	1.52	1.88	2.01	2.20	(归少数股东的红利)	24.6	(3.9)	29.1	34.1
速动比率	1.32	1.58	1.69	1.84	股本及资本公积增+/-	46.3	17.8	18.2	18.5
应收款帐周转率	16.92	17.91	17.26	16.71	其它	53.9	(511.1)	(269.1)	194.0
固定资产周转率	5.27	5.45	5.85	5.84	筹资活动现金流合计	(780.4)	(592.5)	(614.0)	(487.0)

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

