



## 增持(维持)

所属行业: 家用电器  
当前价格(元): 33.51

### 证券分析师

谢丽媛

资格编号: S0120521030001

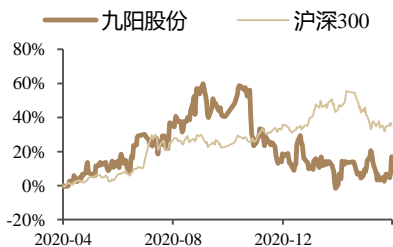
邮箱: xiely@tebon.com.cn

### 研究助理

邓颖

邮箱: dengying@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.41	16.31	4.59
相对涨幅(%)	16.10	21.98	6.52

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

# 九阳股份(002242.SZ): 转型调整成效初现, 长期看好新消费下半场竞争表现

## 投资要点

- **事件:** 九阳股份发布 2020 年度报告, 2020 年实现营业收入 112.24 亿元, 同比+20.02%, 实现归母净利润 9.40 亿元, 同比+14.07%; 对应 20Q4 实现营业收入 41.41 亿元, 同比+33.73%, 实现归母净利润 2.96 亿元, 同比+43.54%。公司已完成股权激励目标最高档(收入和净利润同比增速分别不低于 15%和 13%), 将解除当期 100%限售股份。

## ● 收入端: 产品创新促高增, 内外销齐发力

公司 2020 年实现营业收入 112.24 亿元, 同比+20.02%; 对应 20Q4 营业收入 41.41 亿元, 同比+33.73%。预计公司出让土地实现其他业务收入 2.3 亿元, 形成其他业务成本 0.71 亿元, 若剔除该部分, 2020 年公司实现营收 109.9 亿元, 同比+17.6%, 对应 20Q4 实现营业收入 39.11 亿元, 同比+26.3%; 2020 年实现归母净利润 7.81 亿元, 同比-5.2%, 对应 Q4 实现归母净利润 1.37 亿元, 同比-33.4%。公司把握新时代下小家电的消费新趋势, 积极进行产品创新及渠道革新, 实现营收高增。

## ● 利润端: 规模效应显著, 业绩稳健

公司 2020 年归母净利率为 8.38%, 同比-0.44pct, 对应 Q4 归母净利率 7.15%, 同比提升 0.49pct; 具体看, 2020 年公司毛利率为 32.05%, 同比-0.47pct, 对应 Q4 毛利率 33.68%, 同比提升 0.79pct, 预计由于内销盈利能力高的品类占比结构提升, 推动公司盈利能力小幅提升。公司 Q4 销售费用率为 21.18%, 同比+2.42pct, 四季度促销旺季, 公司加大营销投入, 把握在线直播及内容电商机遇。公司 Q4 管理/研发/财务费用率同比分别-0.5pct/-0.8pct/+0.9pct, 管理费用率、研发费用率均有所下降, 公司有效管理费用投放, 规模效应显著, 财务费用率小幅提升因为汇兑损失所致。

## ● 投资建议:

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 129.5、150.6、176.7 亿元, 同比分别增长 15.4%、16.3%、17.3%, 归母净利润分别为 10.4、11.7、13.6 亿元, 同比分别增长 10.1%、12.8%、16.7%, EPS 分别为 1.35、1.52、1.78 元/股, 当前股价分别对应 2021-2023 年 24.84x、22.02x、18.87xPE, 维持“增持”评级。

- **风险提示:** 疫情反复导致小家电线下消费及海外消费不及预期风险; 新品类扩张不及预期风险。

## 股票数据

总股本(百万股):	767.17
流通 A 股(百万股):	764.28
52 周内股价区间(元):	28.19-45.80
总市值(百万元):	25,707.83
总资产(百万元):	9,134.83
每股净资产(元):	5.58

资料来源: 公司公告

## 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,351	11,224	12,951	15,063	17,668
(+/-)YOY(%)	14.5%	20.0%	15.4%	16.3%	17.3%
净利润(百万元)	824	940	1,035	1,168	1,362
(+/-)YOY(%)	9.3%	14.1%	10.1%	12.8%	16.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.07	1.23	1.35	1.52	1.78
毛利率(%)	32.5%	32.1%	31.9%	31.7%	31.7%
净资产收益率(%)	22.0%	21.9%	19.5%	18.0%	17.4%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

事件: .....	4
1. 收入端: 产品创新促高增, 内外销齐发力 .....	4
2. 利润端: 规模效应显著, 业绩稳健 .....	5
3. 现金流: 经营现金流维持优异水平 .....	5
4. 股权激励: 稳定核心人才, 彰显发展信心 .....	5
投资建议: .....	6
风险提示: .....	6

## 图表目录

图 1: 九阳零售端销售情况 .....	4
图 2: 九阳股权激励考核指标.....	5

## 事件:

九阳股份发布 2020 年度报告, 2020 年实现营业收入 112.24 亿元, 同比+20.02%, 实现归母净利润 9.40 亿元, 同比+14.07%; 对应 20Q4 实现营业收入 41.41 亿元, 同比+33.73%, 实现归母净利润 2.96 亿元, 同比+43.54%。公司已完成股权激励目标最高档(收入和净利润同比增速分别不低于 15%和 13%), 将解除当期 100%限售股份。

## 1. 收入端: 产品创新促高增, 内外销齐发力

公司 2020 年实现营业收入 112.24 亿元, 同比+20.02%; 对应 20Q4 实现营业收入 41.41 亿元, 同比+33.73%。预计公司出让土地实现其他业务收入 2.3 亿元, 形成其他业务成本 0.71 亿元, 若剔除该部分, 2020 年公司实现营收 109.9 亿元, 同比+17.6%, 对应 20Q4 实现营业收入 39.11 亿元, 同比+26.3%; 2020 年实现归母净利润 7.81 亿元, 同比-5.2%, 对应 Q4 实现归母净利润 1.37 亿元, 同比-33.4%。公司把握新时代下小家电的消费新趋势, 积极进行产品创新及渠道革新, 实现营收高增。

分品类看, 食品加工机系列、营养煲系列、电磁炉系列和西式电器系列分别营收 47.6、34.8、5.4、15.3 亿元, 分别同比+16.07%、+12.06%、-9.49%、+32.86%; 预计主要由线上渠道推动营收增长, 根据奥维云网, 20Q4 九阳料理机、电饭煲线上销售额分别同增 36%/28%。

图 1: 九阳零售端销售情况

品牌	品类	指标	线下					线上				
			2002	2003	2004	21Q1截至W12		2002	2003	2004	21Q1截至W12	
						同比	复合2019				同比	复合2019
九阳	豆浆机	销售额同比	-55%	-53%	-30%	17%	-36%	-7%	-25%	-16%	-30%	-17%
		均价	790	826	982	1,033	685	415	377	403	370	416
		均价同比	-12%	0%	26%	31%	23%	-9%	-14%	-11%	-17%	-6%
九阳	料理机	销售额同比	-5%	-17%	-27%	20%	-14%	128%	48%	36%	1%	43%
		均价	951	886	926	882	980	285	320	362	289	280
		均价同比	-5%	-10%	-15%	-10%	-5%	52%	19%	-2%	-7%	2%
九阳	电饭煲	销售额同比	-15%	-28%	-28%	18%	-21%	2%	12%	28%	20%	12%
		均价	455	446	448	459	429	212	194	198	190	207
		均价同比	5%	-1%	-6%	7%	3%	-7%	-8%	-2%	-7%	-4%
九阳	电压力锅	销售额同比	-20%	-28%	-24%	4%	-25%	19%	12%	-4%	2%	9%
		均价	433	444	460	468	437	239	252	252	261	290
		均价同比	0%	0%	0%	10%	4%	-11%	-6%	2%	7%	-5%
九阳	台式电烤箱	销售额同比	8%	-20%	-22%	-42%	-20%	96%	23%	17%	-56%	-12%
		均价	352	306	340	370	350	224	200	209	209	254
		均价同比	14%	-7%	10%	33%	3%	-13%	-18%	-6%	-16%	-9%
九阳	洗碗机	销售额同比						-32%	-31%	7%	-50%	-28%
		均价						1,701	1,458	1,263	1,300	2,028
		均价同比						-14%	-24%	-34%	-38%	-20%
九阳	电水壶	销售额同比	-37%	-47%	-49%	-14%	-40%	-8%	-23%	-1%	4%	3%
		均价	140	141	144	145	130	82	80	84	84	93
		均价同比	6%	3%	1%	-2%	5%	-14%	-21%	-13%	-13%	-5%

资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

分地区看, 2020 年内销实现收入 102.9 亿元, 同比+16.5%, 对应 Q4 实现营收 37.8 亿元, 同比+27%左右; 外销方面, 在去年较低基数上, 2020 年实现外销收入 9.34 亿元(其中与 SharkNinja 关联交易 7.4 亿元), 同比+79.9%, 对应 Q4 实现外销收入 3.6 亿元, 同增 200%+。2021 年公司与 JS Global Trading HK Limited 预计关联交易为 168 百万美元(按交易发生时的即期汇率折算累计不超过人民币 11 亿元), 同比+48%, 外销将持续为公司收入提供稳定支撑。

## 2. 利润端：规模效应显著，业绩稳健

公司 2020 年归母净利率为 8.38%，同比-0.44pct，对应 Q4 归母净利率 7.15%，同比提升 0.49pct；具体看，2020 年公司毛利率为 32.05%，同比-0.47pct，食品加工机、营养煲、西式电器系列产品毛利率分别同比-1.54/-1.69/-0.68pct；对应 Q4 毛利率 33.68%，同比提升 0.79pct，预计由于内销盈利能力高的品类占比结构提升，推动公司盈利能力小幅提升。公司 Q4 销售费用率为 21.18%，同比+2.42pct，四季度促销旺季，公司加大营销投入，把握在线直播及内容电商机遇。公司 Q4 管理/研发/财务费用率同比分别-0.5pct/-0.8pct/+0.9pct，管理费用率、研发费用率均有所下降，公司有效管理费用投放，规模效应显著，财务费用率小幅提升主要由汇兑损失所致。

## 3. 现金流：经营现金流维持优异水平

公司 Q4 销售商品收到现金 40.4 亿元，同比+80.9%，Q4 经营活动产生净现金流 11.7 亿元，同比+254.3%，公司现金流情况优异。应收票据+应收账款 2020 年余额合计为 21.08 亿元，占营收比例 18.8%，同比+3.36pct；截至 2020 年度公司存货为 9.4 亿元，占营收比例为 8.4%，同比-3.2pct，库存情况持续优化。

## 4. 股权激励：稳定核心人才，彰显发展信心

公司同时发布 2021 年股权激励计划（草案），拟向公司董事、高管和核心骨干人员等共计 107 人授予 1,800 万份股票期权，占公司股本总额的 2.35%，行权价格为 21.99 元，其中首次授予股票期权 1,560 万份。本激励计划首次授予的股票期权在授权完成日起满 12 个月后分三期行权，每期行权的比例分别为 40%、30%、30%。

本次考核目标相对稳健，将有助于绑定公司核心管理层及关键人才，有利于公司长足发展。此外，业绩考核目标同时包含公司营收增速目标及净利润增速目标，收入及增速目标需同时完成方可行权，考核目标的设定说明业绩考核的质量更具保障。

图 2：九阳股权激励考核指标

归属安排	对应考核年度	业绩考核目标		业绩考核目标相对上年同比	
		主营业务收入同比2020年增长率	净利润同比2020年增长率	主营业务收入较上年同比增速	净利润较上年同比增速
第一个行权期	2021年	15%	5%	15%	5%
第二个行权期	2022年	33%	16%	16%	10%
第三个行权期	2023年	56%	33%	17%	15%

资料来源：公司公告，德邦研究所

### 投资建议:

公司及时适应新消费时代的变化, 提早大幅调整组织架构顺应新消费快速响应需求、品牌年轻化转型顺利, 成效初现, 同时公司兼具龙头规模及供应链、研发等能力基础优势, 长期看好公司新消费下半场竞争表现。我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 129.5、150.6、176.7 亿元, 同比分别增长 15.4%、16.3%、17.3%, 归母净利润分别为 10.4、11.7、13.6 亿元, 同比分别增长 10.1%、12.8%、16.7%, EPS 分别为 1.35、1.52、1.78 元/股, 当前股价分别对应 2021-2023 年 24.84x、22.02x、18.87xPE, 维持“增持”评级。

### 风险提示:

疫情反复导致小家电线下消费及海外消费不及预期风险; 新品类扩张不及预期风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.23	1.35	1.52	1.78
每股净资产	5.58	6.93	8.45	10.23
每股经营现金流	2.62	0.62	1.62	1.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	26.15	24.84	22.02	18.87
P/B	5.74	4.83	3.96	3.28
P/S	2.29	1.98	1.71	1.46
EV/EBITDA	22.26	27.56	23.94	18.53
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.1%	31.9%	31.7%	31.7%
净利润率	8.4%	8.0%	7.8%	7.7%
净资产收益率	21.9%	19.5%	18.0%	17.4%
资产回报率	10.3%	9.7%	9.2%	9.0%
投资回报率	18.7%	16.1%	14.9%	14.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.0%	15.4%	16.3%	17.3%
EBIT 增长率	16.1%	6.8%	12.6%	14.9%
净利润增长率	14.1%	10.1%	12.8%	16.7%
偿债能力指标				
资产负债率	53.1%	50.2%	49.4%	48.7%
流动比率	1.5	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.5	1.6	1.7
现金比率	0.4	0.6	0.8	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.9	7.4	7.3	7.3
存货周转天数	45.2	51.8	51.4	50.5
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
固定资产周转率	17.4	31.1	214.0	31.1

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	940	1,035	1,168	1,362
少数股东损益	-24	-24	-28	-32
非现金支出	113	-169	-253	-271
非经营收益	-57	-125	-115	-141
营运资金变动	1,037	-242	471	258
经营活动现金流	2,009	475	1,243	1,176
资产	45	421	608	649
投资	20	0	0	0
其他	-724	99	102	121
投资活动现金流	-660	520	710	770
债权募资	0	0	0	0
股权募资	25	0	0	0
其他	-805	0	0	0
融资活动现金流	-780	0	0	0
现金净流量	553	995	1,953	1,947

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 1 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	11,224	12,951	15,063	17,668
营业成本	7,626	8,823	10,295	12,075
毛利率%	32.1%	31.9%	31.7%	31.7%
营业税金及附加	59	69	79	93
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,868	2,150	2,500	2,951
营业费用率%	16.6%	16.6%	16.6%	16.7%
管理费用	398	466	554	641
管理费用率%	3.5%	3.6%	3.7%	3.6%
研发费用	346	453	520	627
研发费用率%	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	927	990	1,115	1,281
财务费用	1	-5	-30	-49
财务费用率%	0.0%	-0.0%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-1	5	7	7
投资收益	62	99	102	121
营业利润	1,066	1,181	1,330	1,551
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	1,063	1,177	1,326	1,547
EBITDA	1,016	826	869	1,017
所得税	147	166	186	217
有效所得税率%	13.8%	14.1%	14.0%	14.0%
少数股东损益	-24	-24	-28	-32
归属母公司所有者净利润	940	1,035	1,168	1,362

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,961	2,956	4,909	6,856
应收账款及应收票据	2,108	2,562	2,820	3,372
存货	945	1,251	1,451	1,671
其它流动资产	2,286	2,247	2,279	2,320
流动资产合计	7,300	9,016	11,459	14,219
长期股权投资	183	183	183	183
固定资产	646	416	70	-293
在建工程	11	11	8	5
无形资产	125	83	21	-44
非流动资产合计	1,835	1,609	1,267	908
资产总计	9,135	10,624	12,726	15,127
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,673	3,889	4,678	5,487
预收账款	1	351	325	351
其它流动负债	1,126	1,038	1,236	1,473
流动负债合计	4,800	5,278	6,239	7,310
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	53	53	53	53
非流动负债合计	53	53	53	53
负债总计	4,852	5,331	6,292	7,363
实收资本	767	767	767	767
普通股股东权益	4,284	5,319	6,486	7,849
少数股东权益	-1	-25	-52	-85
负债和所有者权益合计	9,135	10,624	12,726	15,127

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和平安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		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		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。