

九阳股份 (002242.SZ) 疫情不改龙头本色，股权激励夯实增长信心

2021年04月06日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

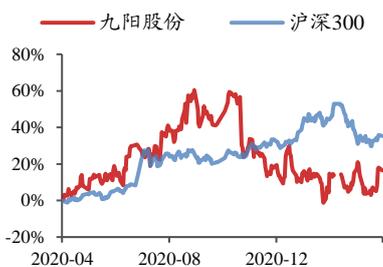
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/4/6
当前股价(元)	33.23
一年最高最低(元)	45.98/27.46
总市值(亿元)	254.93
流通市值(亿元)	253.97
总股本(亿股)	7.67
流通股本(亿股)	7.64
近3个月换手率(%)	43.06

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q3 公司收入端快速增长，利润端略低于预期》-2020.10.27

《公司信息更新报告-2020Q2 业绩超预期，新产品新渠道拉动增长》-2020.8.26

《公司首次覆盖报告-核心品类创新+品类拓展，小家电龙头有望提速增长》-2020.7.24

● Q4 收入逐步回暖，疫情不改国内小家电龙头本色，维持“买入”评级

2020/2020Q4 公司实现营收 112.24 亿元 (+20.02%) /41.41 亿元 (+33.73%)，Q4 收入端显著回暖。考虑原材料成本上升，行业竞争加剧影响，下调 2021-2022 年盈利预测。预计公司 2021-2023 年归母净利润 10.25/11.52/12.99 亿元（此前预测 2021-2022 年归母净利润为 10.98/12.61 亿元），以最新股本计算，对应 EPS 为 1.34/1.50/1.69 元，当前股价对应 PE 为 25.2/22.4/19.9 倍，公司作为小家电龙头，产品端聚焦核心主流品类推陈出新，渠道端电商优势不断扩大，线下销售网络持续优化，品牌端定位年轻化、品质生活形象，吸引更多 Z 世代消费群体，并采用服饰美妆打法，通过会员体系和私域流量运营提升附加值，维持“买入”评级。

● 西式小家电、与 SN 关联交易推动内外销收入增长，整体运营情况良好

分业务看，2020 年西式小家电业务收入同比增长 33%。分渠道，2020 年公司内销/外销收入 66.17 亿元 (+14%) /8.6 亿元 (+80%)，外销收入中与 SN 的关联交易贡献 7.41 亿元，根据公告 2021 年关联交易预计发生额约 11 亿元 (+48%)。费用管控良好，2020 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.64%/3.55%/3.08%/0.01%，同比变动+0.85pct/-0.61pct/-0.45pct/+0.27pct。利润端低利润率关联交易提升带来净利率略有下滑，现金流改善明显，运营指标良好。

● 股权激励方案夯实增长信心

公司在 3 月 31 日晚间发布股权激励草案公告。此次股权激励拟向 107 人（包含董事、高管及核心骨干人员）共计授予 1800 万份股票期权（占公告日股本的 2.35%），授予价格为 21.99 元/股。此次股权激励的业绩考核目标为以 2020 年为基数，2021-2023 年那边收入增长不低于 15%、33%、56%，净利润增长不低于 5%、16%、33%。以最低要求换算，2021-2023 年收入同比增速分别为 15%、15.7%、17.3%，利润增速为 5%、10.5%、14.7%。折合为复合增速，未来三年收入端 CAGR 不低于 16%，净利润 CAGR 不低于 10%。彰显公司未来发展信心。

● 风险提示：原材料价格上升、行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,351	11,224	12,330	14,020	17,314
YOY(%)	14.5	20.0	9.9	13.7	23.5
归母净利润(百万元)	824	940	1,025	1,152	1,299
YOY(%)	9.3	14.1	9.0	12.4	12.8
毛利率(%)	32.5	32.1	31.0	31.2	31.9
净利率(%)	8.8	8.4	8.3	8.2	7.5
ROE(%)	21.5	21.4	22.4	22.3	22.2
EPS(摊薄/元)	1.07	1.23	1.34	1.50	1.69
P/E(倍)	31.4	27.5	25.2	22.4	19.9
P/B(倍)	6.9	6.0	5.7	5.1	4.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 疫情不改国内小家电龙头本色	3
1.1、 分品类看：西式小家电业务表现优异	3
1.2、 分渠道看：内外销同比发展，推动公司收入增长	4
2、 Q4 毛利率逐步回升，费用整体管控良好	4
3、 股权激励彰显未来发展信心	6
4、 紧握行业趋势，产品、渠道、营销共同发力	6
5、 盈利预测	6
6、 风险提示	6
附： 财务预测摘要	7

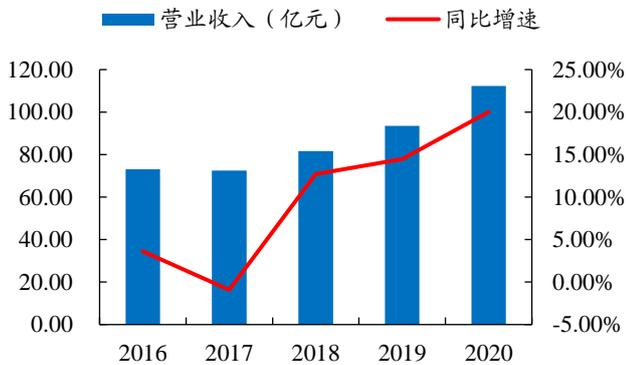
图表目录

图 1： 2020 年收入端稳步增长	3
图 2： 2020Q4 收入增速显著回暖	3
图 3： 受疫情及原材料影响，2020 年毛利率略有下滑	4
图 4： 2020Q4 毛利率改善显著	4
图 5： 2020 年公司整体费用管控良好	5
图 6： 关联交易占比提升带来净利率下滑	5
图 7： 2020 年归母净利润增速稳步提升	5
表 1： 西式小家电业务表现优异	3

1、疫情不改国内小家电龙头本色

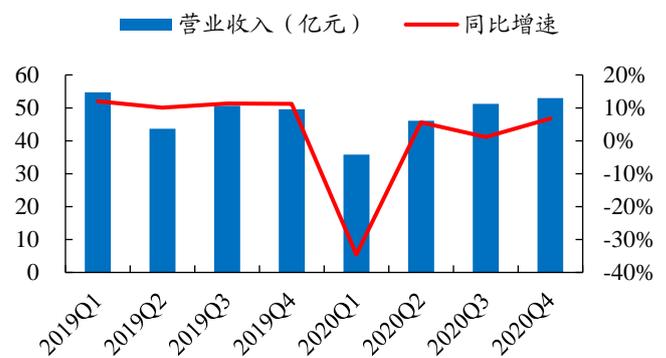
西式小家电业务表现优秀，与 SN 关联交易推动外销收入增长。2020 年公司实现营收 112.24 亿元 (+20.02%)。分单季度看，2020Q1-Q4 营业收入分别为 17.02 亿元 (-5.37%)、28.56 亿元(+19.60%)、25.24 亿元(+22.07%)、41.41 亿元(+33.73%)。

图1: 2020 年收入端稳步增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 2020Q4 收入增速显著回暖



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.1、分品类看: 西式小家电业务表现优异

2020 年西式小家电业务增速较快,食品加工机、营养煲系列产品保持稳步增长。

(1) 2020 年食品加工机业务实现收入 47.55 亿元 (+16%)，收入占比为 42%，毛利率为 38%。

(2) 2020 年营养煲系列业务实现收入 34.79 亿元 (+12%)，收入占比为 31%，毛利率为 23%。

(3) 2020 年西式小家电系列业务实现收入 15.32 亿元(+33%)，收入占比为 14%，毛利率为 33%。

表1: 西式小家电业务表现优异

		2016	2017	2018	2019	2020
食品加工机系列	收入 (亿元)	30.63	31.50	34.08	40.97	47.55
	收入占比	42%	43%	42%	44%	42%
	收入同比	-13%	3%	8%	20%	16%
	毛利率	39%	41%	39%	39%	38%
营养煲系列	收入 (亿元)	24.15	23.07	27.40	31.05	34.79
	收入占比	33%	32%	34%	33%	31%
	收入同比	21%	-4%	19%	13%	12%
	毛利率	28%	26%	26%	25%	23%
西式小家电系列	收入 (亿元)	8.35	8.89	10.75	11.53	15.32
	收入占比	11%	12%	13%	12%	14%
	收入同比	48%	6%	21%	7%	33%
	毛利率	30%	30%	32%	34%	33%

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、分渠道看：内外销同比发展，推动公司收入增长

分渠道来看，关联交易推动外销增长，内销线上抓住直播发展机遇，线下积极布局拓展新零售渠道，推进 Shopping Mall 为代表的高端品牌店建设。

(1) 2020 年公司外销收入 8.6 亿元(+79.88%)，其中与 SN 的关联交易贡献 7.41 亿元，关联交易大幅提升推动公司外销业务增长。根据关联交易预告，预计 2021 年关联交易发生额为 1.68 亿美元，折合人民币约 11 亿元，同比增长 48.44%，继续保持快速增长。

(2) 2020 年公司内销收入 66.17 亿元(+13.35%)，一方面公司抓住新经济发展趋势，线上积极与各大主流直播平台合作，搭建系统化的直播体系。另一方面，线下积极布局拓展新零售渠道，推进 Shopping Mall 为代表的高端品牌店建设，探索线下高成本，高客流，高价值渠道的运营战略。

2、Q4 毛利率逐步回升，费用整体管控良好

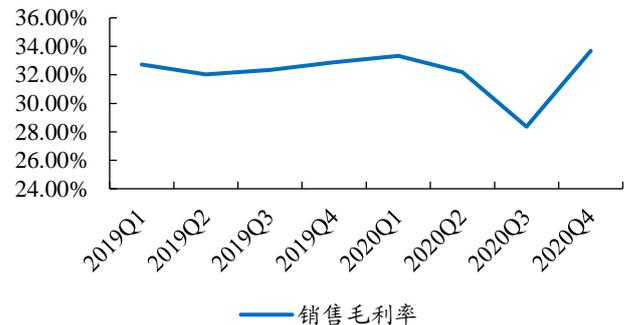
疫情影响及原材料成本提升造成 2020 年毛利率有所下滑，Q4 毛利率有所改善。2020 年公司毛利率为 32.05%，同比下滑 0.47pct。2020Q4 公司毛利率为 33.68%，同比提升 0.79pct，改善显著。

图3：受疫情及原材料影响，2020 年毛利率略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020Q4 毛利率改善显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

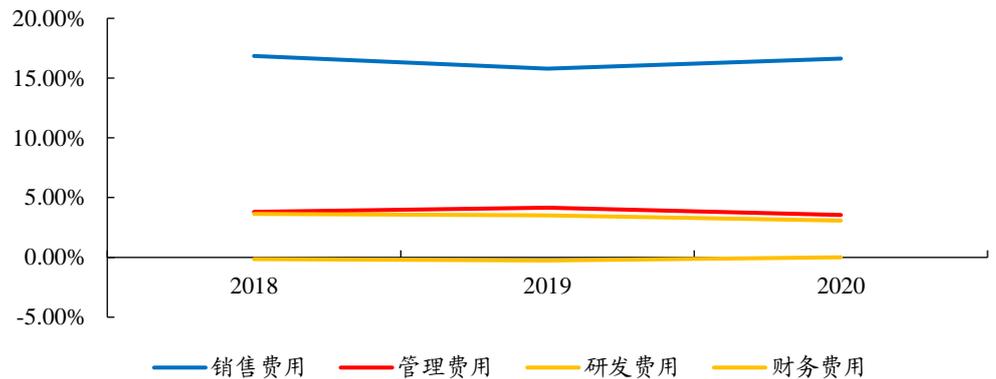
2020 年加码营销投入，整体费用端管控良好。2020 年期间费用率为 23.28%，较 2019 年同期提升 0.06pct。

(1) 公司销售费用率为 16.64%(+0.85pct)，其中销售费用 18.68 亿元(+26.50%)，具体来看主要系公司加大广告营销费用投入所致。

(2) 公司管理费用率为 3.55%(-0.61pct)，其中管理费用 3.98 亿元(+2.37%)。

(3) 公司研发费用率为 3.08%(-0.45pct)，其中研发费用 3.46 亿元(+4.68%)。

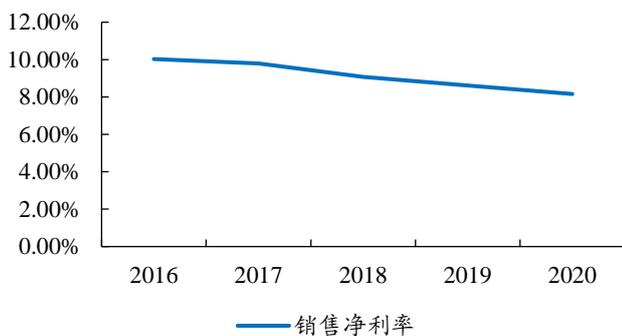
(4) 公司财务费用率为 0.01%(+0.27pct)，其中财务费用 106.25 万元(+104.34%)，主要系汇率波动带来的汇兑损益所致。

图5：2020 年公司整体费用管控良好


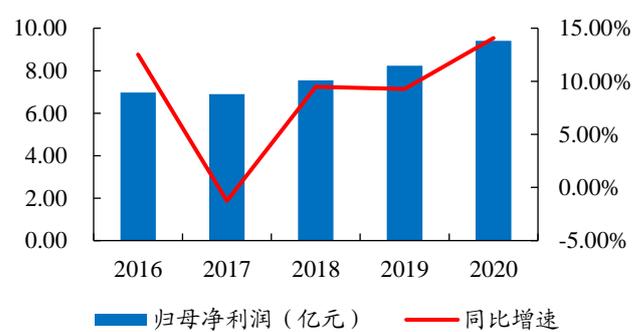
数据来源：Wind、开源证券研究所

低利润率关联交易提升带来净利率略有下滑。2020 年全年公司净利率 8.16%，较 2019 年同期下滑 0.46pct，其中 Q4 净利率 6.76%，较 2019Q4 提升 0.36pct。考虑非经常性损益 2020 年扣非净利率 6.06%，同比下滑 2pct，2020Q4 扣非净利率 1.89%，较 2019Q4 下滑 3.64pct。我们预计主要系低利润率的关联交易占比提升所致。

Q4 利润端回暖，非经常性损益影响扣非利润。利润端 2020 年公司实现归母净利润 9.40 亿元 (+14.07%)，扣非净利润 6.80 亿元 (-9.74%)。单季度看，2020Q4 归母净利润 2.96 亿元 (+43.54%)，2020Q4 扣非归母净利润 0.78 亿元 (-54.31%)。其中公司 2020 年非经常性损益 2.60 亿元，主要系杭州政府土地收储搬迁补偿款 2.3 亿元（其中 1.59 亿元发生在 Q4），佳木斯土地收储款 0.28 亿元、投资收益 1.24 亿元构成。

图6：关联交易占比提升带来净利率下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年归母净利润稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

整体运营指标良好：

(1) 存货：2020 年公司存货为 9.44 亿元，占总资产比重较 2019 年同期下滑 4.21pct 至 10.34%。

(2) 应收账款：2020 年公司应收账款为 2.12 亿元，占总资产比重较 2019 年同期下滑 0.42pct 至 2.33%。

(3) 经营性现金流：公司经营性净现金流净额为 20.09 亿元 (+62%)，现金流改善明显，整体运营指标良好。

3、股权激励彰显未来发展信心

公司在3月31日晚间发布股权激励草案公告。此次股权激励拟向107人（包含董事、高管及核心骨干人员）共计授予1800万份股票期权（占公告日股本的2.35%），授予价格为21.99元/股。

此次股权激励的业绩考核目标为以2020年为基数，2021-2023年那边收入增长不低于15%、33%、56%，净利润增长不低于5%、16%、33%。以最低要求换算，2021-2023年收入同比增速分别为15%、15.7%、17.3%，利润增速为5%、10.5%、14.7%。折合为复合增速，未来三年收入端CAGR不低于16%，净利润CAGR不低于10%。彰显公司未来发展信心。

4、紧握行业趋势，产品、渠道、营销共同发力

在疫情期间，公司从不同的人群和场景需求出发，推出品质过硬、用户愿意晒图并乐意推荐的好产品，进而实现产品和品牌的价值提升，努力保持市场占有率的稳步提升。

产品端，公司继续聚焦核心主流品类，通过洞察消费者需求，结合自建的三级研发体系不断推出解决用户生活中“痛点”的产品。九阳不用手洗破壁机和豆浆机、无涂层的蒸汽电饭煲表现优异。Shark（鲨客）稳居国内电动拖把和蒸汽拖把品类的行业第一，为中国家庭量身定制创新型产品，并已推出上市了较多本土化、轻量化、系列化产品。

渠道端，电商优势不断放大，线下销售网络持续优化。公司线上业务始终保持较快增长，电商优势不断扩大。疫情期间，公司抓住新经济发展红利，积极与各大主流直播平台合作，搭建了系统化的直播体系，由明星网红、KOL、KOC和店铺导购自播组成。线下公司积极布局拓展新零售渠道，推进Shopping Mall为代表的高端品牌店建设。与此同时，还通过高频次、多样化的线上直播和线下终端体验，以及数据化运营等方式结合，实现了O2O融合发展与用户的高价值转换，并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。

品牌端积极定位年轻化、品质生活小家电形象。在品牌运营方面，公司积极与高流量萌潮品牌IP跨界合作，推出LINE FRIENDS、可口可乐为代表的潮流新品，吸引更多Z世代年轻用户关注与购买。同时更多采用服饰美妆打法，通过会员体系和私域流量运营提升附加值。

5、盈利预测

考虑原材料成本上升，行业竞争加剧影响，下调2021-2022年盈利预测。预计公司2021-2023年归母净利润10.25/11.52/12.99亿元（此前预测2021-2022年归母净利润为10.98/12.61亿元），以最新股本计算，对应EPS为1.34/1.50/1.69元，当前股价对应PE为25.2/22.4/19.9倍，考虑公司作为小家电龙头，且在产品、渠道、品牌等方面具备较强的核心竞争力，维持“买入”评级。

6、风险提示

原材料价格提升、行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5522	7300	8405	9684	11439
现金	1603	1961	4206	4757	5285
应收票据及应收账款	1442	2108	1792	2642	2835
其他应收款	24	169	43	198	100
预付账款	17	16	20	21	30
存货	1086	945	1747	1365	2502
其他流动资产	1349	2101	596	700	689
非流动资产	1946	1835	1315	1310	1500
长期投资	255	183	133	80	22
固定资产	681	646	677	739	902
无形资产	123	125	110	95	79
其他非流动资产	887	881	395	395	497
资产总计	7468	9135	9720	10993	12940
流动负债	3700	4800	5136	5869	7146
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2781	3673	3527	4639	5343
其他流动负债	919	1127	1609	1230	1803
非流动负债	17	53	53	53	53
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	53	53	53	53
负债合计	3717	4852	5189	5922	7198
少数股东权益	-2	-1	-10	-32	-56
股本	767	767	767	767	767
资本公积	887	934	934	934	934
留存收益	2066	2561	2828	3137	3512
归属母公司股东权益	3753	4284	4541	5103	5797
负债和股东权益	7468	9135	9720	10993	12940

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1253	2009	1154	1014	1219
净利润	806	916	1016	1131	1275
折旧摊销	90	90	70	76	93
财务费用	-25	1	-55	-89	-92
投资损失	-60	-62	-86	-86	-74
营运资金变动	410	1159	229	6	48
其他经营现金流	32	-95	-20	-25	-31
投资活动现金流	-365	-660	1803	40	-180
资本支出	90	76	11	47	149
长期投资	122	20	50	58	58
其他投资现金流	-153	-565	1864	145	27
筹资活动现金流	-637	-780	-712	-502	-512
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	44	46	0	0	0
其他筹资现金流	-682	-827	-712	-502	-512
现金净增加额	253	553	2245	551	528

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9351	11224	12330	14020	17314
营业成本	6310	7626	8508	9650	11795
营业税金及附加	47	59	76	79	96
营业费用	1477	1868	1973	2285	2857
管理费用	389	398	370	449	689
研发费用	330	346	382	435	589
财务费用	-25	1	-55	-89	-92
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	46	37	0	0	0
公允价值变动收益	13	66	20	25	31
投资净收益	60	62	86	86	74
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	943	1066	1182	1322	1486
营业外收入	6	6	9	6	7
营业外支出	9	10	10	10	10
利润总额	940	1063	1181	1318	1483
所得税	134	147	166	188	209
净利润	806	916	1016	1131	1275
少数股东损益	-18	-24	-9	-21	-24
归母净利润	824	940	1025	1152	1299
EBITDA	982	1094	1159	1260	1426
EPS(元)	1.07	1.23	1.34	1.50	1.69

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.5	20.0	9.9	13.7	23.5
营业利润(%)	7.3	13.1	10.9	11.8	12.4
归属于母公司净利润(%)	9.3	14.1	9.0	12.4	12.8
获利能力					
毛利率(%)	32.5	32.1	31.0	31.2	31.9
净利率(%)	8.8	8.4	8.3	8.2	7.5
ROE(%)	21.5	21.4	22.4	22.3	22.2
ROIC(%)	20.4	20.2	20.6	19.9	19.7
偿债能力					
资产负债率(%)	49.8	53.1	53.4	53.9	55.6
净负债比率(%)	-42.7	-45.8	-92.8	-93.8	-92.0
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	4.7	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.23	1.34	1.50	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	2.62	1.50	1.32	1.59
每股净资产(最新摊薄)	4.89	5.58	5.92	6.65	7.56
估值比率					
P/E	31.4	27.5	25.2	22.4	19.9
P/B	6.9	6.0	5.7	5.1	4.5
EV/EBITDA	24.5	20.7	18.7	16.7	14.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn