



增持（维持）

所属行业：家用电器
当前价格(元)：32.49

证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120521030001

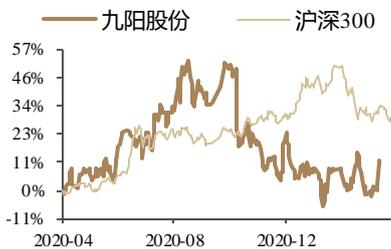
邮箱：xiely@tebon.com.cn

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(%)	10.46	3.72	5.31
相对涨幅(%)	13.10	18.21	14.32

资料来源：德邦研究所，聚源数据

九阳股份（002242.SZ）：股权激励趋常态化，彰显长远发展信心

投资要点

● **事件：**2021年4月17日公司发布《九阳股份有限公司2021年股票期权激励计划》公告，公司计划向激励对象授予1,800万份股票期权，占本激励计划草案公告日公司股本总额的2.35%。

● 股权激励趋于常态，激励力度有所加大

公司从2011年以来逐步将股权激励常态化，本次激励计划公司拟向激励对象授予1,800万份股票期权，占本激励计划草案公告日公司股本总额的2.35%，其中首次授予股票期权1,560万份，约占本激励计划拟授出股票期权总数的86.67%；预留股票期权240万份，约占本激励计划拟授出股票期权总数的13.33%。此次股权激励力度有所加大，授予的股权占公司总额的比例（2.35%）较此前明显提升（2018年限制性股票激励计划：授予数量占总股本的0.65%）。

● 激励对象覆盖广泛，绑定各级员工利益

本激励计划涉及的激励对象共计107人，包含公司（含子公司）董事、高级管理人员及核心骨干人员，其中核心骨干人员（103人）获授1260万份的股票期权，占本次激励计划授予总数的70%，占公司总股本的1.64%。此次激励计划覆盖对象广泛，且为核心骨干人员授予配置较高比例股票期权，利于深度绑定各级员工利益。

● 考核目标相对稳健，彰显长远发展信心

公司本次激励计划考核目标需同时满足主营业务收入和净利润增长目标，其中首次授予的股票期权业绩指标：以公司2020年主营业务收入为基数，2021-2023年主营业务收入增长率分别不低于15%、33%、56%；与以2020年净利润为基数，2021年-2023年公司净利润增长率目标将分别不低于5%、16%、33%。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。

● 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24.08x、21.35x、18.30xPE，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)：	25,853.60
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	1,167	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
点评: 股权激励趋常态化, 彰显长远发展信心	4
投资建议:	5
风险提示:	5

图表目录

图 1: 2021 年股票期权激励对象名单及拟授出权益分配情况	4
图 2: 本激励计划业绩考核目标	5

事件：

2021年4月17日公司发布《九阳股份有限公司2021年股票期权激励计划》公告，公司计划向激励对象授予1,800万份股票期权，占本激励计划草案公告日公司股本总额的2.35%。本次激励计划草案摘要已于2021年4月1日发布，此次激励计划公告新增“公司/激励对象各自的权利与义务”、“公司/激励对象发生异动时本激励计划的处理”。

点评：股权激励趋常态化，彰显长远发展信心

股权激励趋于常态，激励力度有所加大。公司从2011年以来逐步将股权激励常态化，继2018年限制性股票激励计划后再次推出2021年股票期权激励计划。本次激励计划公司拟向激励对象授予1,800万份股票期权，占本激励计划草案公告日公司股本总额的2.35%，其中首次授予股票期权1,560万份，约占本激励计划拟授出股票期权总数的86.67%；预留股票期权240万份，约占本激励计划拟授出股票期权总数的13.33%。此次股权激励力度有所加大，授予的股权占公司总额的比例（2.35%）较此前明显提升（2018年限制性股票激励计划：授予数量占总股本的0.65%）。

激励对象覆盖广泛，绑定各级员工利益。本激励计划涉及的激励对象共计107人，包含公司（含子公司）董事、高级管理人员及核心骨干人员，其中核心骨干人员（103人）获授1260万份的股票期权，占本次激励计划授予总数的70%，占公司总股本的1.64%。此次激励计划覆盖对象广泛，且为核心骨干人员授予配置较高比例股票期权，利于深度绑定各级员工利益。

图 1：2021 年股票期权激励对象名单及拟授出权益分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数(万份)	占本激励计划授予	占股本总额
杨宁宁	董事、总经理	150	8.33%	0.20%
韩润	副董事长	90	5.00%	0.12%
姜广勇	董事	30	1.67%	0.04%
袁剑调	财务总监	30	1.67%	0.04%
核心骨干人员 (103人)		1,260	70.00%	1.64%
	预留	240	13.33%	0.31%
合计		1,800	100.00%	2.35%

资料来源：公司公告，德邦研究所

考核目标相对稳健，彰显长远发展信心。公司本次激励计划考核目标需同时满足主营业务收入和净利润增长目标，其中首次授予的股票期权业绩指标：以公司2020年主营业务收入为基数，2021-2023年主营业务收入增长率分别不低于15%、33%、56%；与以2020年净利润为基数，2021年-2023年公司净利润增长率目标将分别不低于5%、16%、33%。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。

图 2：本激励计划业绩考核目标

	行权期	年份	营收较2020A	净利润较2020A	营收同比	净利润同比	行权比例
首次授予的股票期权	第一个行权期	2021A	15%	5%	15%	5%	40%
	第二个行权期	2022A	33%	16%	16%	10%	30%
	第三个行权期	2023A	56%	33%	17%	15%	30%
预留授予的股票期权	第一个行权期	2022A	33%	16%			50%
	第二个行权期	2023A	56%	33%	17%	15%	50%

备注：预留激励对象指本激励计划获得股东大会批准时尚未确定但在本计划有效期内纳入激励计划的激励对象

资料来源：公司公告，德邦研究所

投资建议：

公司积极适应新消费时代趋势，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的竞争表现。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 24.08x、21.35x、18.30xPE，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	0.96	2.02	1.96
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	26.15	24.08	21.35	18.30
P/B	5.74	4.69	3.84	3.18
P/S	2.22	1.92	1.65	1.41
EV/EBITDA	22.26	20.44	17.56	14.18
股息率%	3.1%	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%	16.2%	15.1%	14.4%
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%	7.8%	13.0%	15.1%
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	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.3	1.4	1.5	1.6
现金比率	0.4	0.5	0.7	0.8
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	17.5	19.5	21.8

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	940	1,035	1,167	1,362
少数股东损益	-24	-24	-28	-32
非现金支出	113	95	55	59
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	739	1,550	1,505
资产	45	-184	-97	-106
投资	20	0	0	0
其他	-724	99	102	121
投资活动现金流	-660	-85	4	15
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	654	1,555	1,520

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 16 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	2,137	2,485	2,933
营业费用率%	16.6%	16.5%	16.5%	16.6%
管理费用	398	470	556	644
管理费用率%	3.5%	3.6%	3.7%	3.6%
研发费用	346	453	519	624
研发费用率%	3.1%	3.5%	3.4%	3.5%
EBIT	927	999	1,128	1,299
财务费用	1	-3	-24	-39
财务费用率%	0.0%	-0.0%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-1	-2	-1	-1
投资收益	62	99	102	121
营业利润	1,066	1,181	1,330	1,550
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	1,063	1,178	1,326	1,547
EBITDA	1,016	1,091	1,182	1,356
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	1,167	1,362

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,961	2,616	4,170	5,690
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	8,675	10,720	13,053
长期股权投资	183	183	183	183
固定资产	646	739	771	811
在建工程	11	11	8	5
无形资产	125	146	157	169
非流动资产合计	1,835	1,950	2,006	2,073
资产总计	9,135	10,625	12,726	15,126
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	7,848
少数股东权益	-1	-25	-52	-85
负债和所有者权益合计	9,135	10,625	12,726	15,126

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。曾在天风证券和华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；	类别	评级	说明
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。