



## 增持(维持)

所属行业: 家用电器  
当前价格(元): 33.45

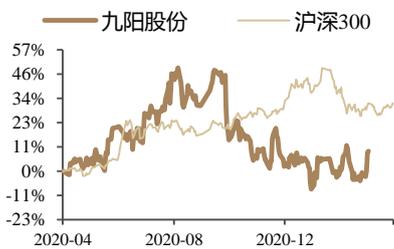
### 证券分析师

谢丽媛  
资格编号: S0120521030001  
邮箱: xiely@tebon.com.cn

### 研究助理

贺虹萍  
邮箱: hehp@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.33	12.60	19.55
相对涨幅(%)	10.97	15.83	23.05

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

# 九阳股份(002242.SZ): 内外市场表现亮眼, 盈利水平保持稳健

## 投资要点

- **事件:** 九阳股份发布2021年第一季度报告, 21Q1公司实现营业总收入22.43亿元, 同比+31.77%, 较19Q1复合+11.7%; 归母净利润1.80亿元, 同比+22.63%, 较19Q1复合+5.1%; 扣非后归母净利润1.62亿元, 同比+12.57%, 较19Q1复合+2.5%。

## 收入端: 出口业务增长强劲, 内销全渠道表现亮眼

**内销方面,** 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。预计一季度公司线下渠道迎来复苏、线上表现景气延续(预计实现双位数增长), 共同推动内销市场的优异表现(收入预计同比+20%左右)。**外销方面,** 公司预计2021全年向JS Global Trading HK Limited销售商品的金额1.68亿美元, 截至21Q1已完成25.65百万美元, 约人民币1.68亿元(按3月31日美元兑人民币即期汇率:6.5566折算), 较20年同期(向SharkNinja(Hong Kong) Company Limited销售商品704.05万元)增长近23倍。

## 利润端: 加码优质营销投入, 盈利能力保持稳健

21Q1公司毛利率31.4%, 同比下降1.9pct, 或主要系业务结构变动的影 响, 公司低毛利率(20A仅8%左右)的出口业务占比明显提升(其中向JS Global Trading HK Limited销售商品的金额占营收的比例预计在7.5%左右)。费用率方面, 21Q1公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为15.8%、3.6%、3.5%和-0.3%, 同比分别+1.8pct、+0.1pct、-1.0pct和+0.1pct。另外21Q1公司投资净收益达0.36亿元, 同比增长1126%, 或主要系理财收入有所增加。综合影响下, 21Q1公司归母净利率8.0%, 同比略微下滑0.6pct。

## 现金流: 经营现金流情况良好

21Q1公司销售商品、提供劳务收到现金25.75亿元, 同比增长11.17%, 绝对数额与收入规模吻合。截至21Q1应收票据+应收账款合计19.97亿元, 占营收比例89.03%; 存货7.72亿元, 占营收比例为34.43%, 库存水平与20Q1相比有所下降, 较19年同期相比则较为平稳。

## 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24.79x、21.99x、18.84xPE, 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):	25,661.80
总资产(百万元):	8,621.16
每股净资产(元):	5.82

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	15,064	17,671
(+/-)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
1. 收入端: 出口业务增长强劲, 内销全渠道表现亮眼.....	4
2. 利润端: 加码优质营销投入, 盈利能力保持稳健.....	5
3. 现金流: 经营现金流情况良好.....	5
投资建议: .....	5
风险提示: .....	5

## 图表目录

图 1：九阳零售端情况 .....	4
-------------------	---

## 事件:

九阳股份发布 2021 年第一季度报告, 21Q1 公司实现营业总收入 22.43 亿元, 同比+31.77%, 较 19Q1 复合+11.7%; 归母净利润 1.80 亿元, 同比+22.63%, 较 19Q1 复合+5.1%; 扣非后归母净利润 1.62 亿元, 同比+12.57%, 较 19Q1 复合+2.5%。

## 1. 收入端: 出口业务增长强劲, 内销全渠道表现亮眼

21Q1 公司营业总收入 22.43 亿元, 同比增长 31.77%, 较 19Q1 复合增长 11.7%, 经营表现回暖显著超 19 年同期水平。

- **内销方面**, 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。**产品端**: 持续聚焦 SKY 系列等主流刚需品类的同时积极布局契合年轻消费者的高颜值萌潮产品; **渠道端**: 线上布局全域直播模式、联动各短视频触达更多消费群体, 线下持续布局以 Shopping Mall 为主的高价值渠道。受益于以上积极的举措及疫情的负面影响逐渐消退, 公司线下渠道迎来复苏、线上表现景气延续 (预计双位数增长), 共同推动内销市场的优异表现 (预计同比增长 20% 左右)。
- **外销方面**, 公司预计 2021 全年向 JS Global Trading HK Limited 销售商品的金额 1.68 亿美元, 截至 21Q1 已完成 25.65 百万美元, 约人民币 1.68 亿元 (按 3 月 31 日美元兑人民币即期汇率: 6.5566 折算), 较 20 年同期 (向 SharkNinja (Hong Kong) Company Limited 销售商品 704.05 万元) 增长近 23 倍。

奥维云网数据显示, 21Q1 九阳豆浆机、料理机和电饭煲线下销售额分别同比增长 20%、17% 和 18%, 九阳电饭煲、电压力锅线上销售额分别增长 17% 和 3%。

图 1: 九阳零售端情况

品牌	品类	指标	线下						线上					
			20Q4		21Q1		21Q2截至W16		20Q4		21Q1		21Q2截至W16	
			同比	复合2019	同比	复合2019	同比	复合2019	同比	复合2019	同比	复合2019	同比	复合2019
九阳	豆浆机	销额同比	-30%	20%	-32%	-20%	-36%	-16%	-31%	-18%	-44%	-21%		
		均价	982	1,025	685	1,026	804	403	369	415	349	437		
九阳	料理机	销额同比	-27%	17%	-11%	-40%	-27%	36%	-1%	42%	-22%	38%		
		均价	926	882	980	863	962	362	290	276	287	190		
九阳	电饭煲	销额同比	-28%	18%	-19%	-33%	-23%	28%	17%	13%	1%	16%		
		均价	448	460	429	463	423	198	190	207	194	208		
九阳	电压力锅	销额同比	-24%	2%	-23%	-37%	-28%	-4%	3%	10%	-34%	-2%		
		均价	460	469	437	457	436	252	261	289	267	272		
九阳	台式电烤箱	销额同比	-22%	-43%	-18%	-48%	-21%	17%	-59%	-13%	-71%	-22%		
		均价	340	370	350	323	303	209	209	254	206	254		
九阳	洗碗机	销额同比						7%	-51%	-29%	-66%	-44%		
		均价						1,263	1,299	2,033	1,372	2,017		
九阳	电水壶	销额同比	-49%	-14%	-38%	-31%	-36%	-1%	3%	3%	-16%	-9%		
		均价	144	145	130	142	128	84	84	93	81	100		
		销额同比	1%	-2%	5%	-3%	6%	-13%	-13%	-5%	-2%	-10%		

资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

## 2. 利润端：加码优质营销投入，盈利能力保持稳健

21Q1 公司毛利率 31.4%，同比下降 1.9pct，或主要系业务结构变动的影响，公司低毛利率(20A 仅 8%左右)的出口业务占比明显提升(其中向 JS Global Trading HK Limited 销售商品的金额占营收的比例预计在 7.5%左右)。费用率方面，21Q1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 15.8%、3.6%、3.5%和-0.3%，同比分别+1.8pct、+0.1pct、-1.0pct 和+0.1pct，其中销售费用率明显提升主要系公司持续加码线上战略流量入口的费用投放及优质线下 Shopping Mall 门店的入驻。另外 21Q1 公司投资净收益达 0.36 亿元，同比增长 1126%，或主要系理财收入有所增加。综合影响下，21Q1 公司归母净利率 8.0%，同比略微下滑 0.6pct。

## 3. 现金流：经营现金流情况良好

21Q1 公司销售商品、提供劳务收到现金 25.75 亿元，同比增长 11.17%，绝对数额与收入规模吻合。截至 21Q1 应收票据+应收账款合计 19.97 亿元，占营收比例 89.03%；存货 7.72 亿元，占营收比例为 34.43%，库存水平与 20Q1 相比有所下降，与 19 年同期相比则较为平稳。

### 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 24.79x、21.99x、18.84xPE，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	24.79	21.99	18.84
P/B	5.74	4.82	3.96	3.27
P/S	2.29	1.98	1.70	1.45
EV/EBITDA	22.26	21.12	18.16	14.71
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%	7.7%	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%	13.1%	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	470	258
经营活动现金流	2,009	739	1,549	1,506
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	1,554	1,520

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 29 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	15,064	17,671
营业成本	7,626	8,823	10,295	12,076
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	2,486	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	1,130	1,301
财务费用	1	-3	-22	-37
财务费用率%	0.0%	-0.0%	-0.1%	-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	1,329	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	1,183	1,358
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	4,169	5,690
应收账款及应收票据	2,108	2,562	2,820	3,372
存货	945	1,251	1,450	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	10,719	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	12,725	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	7,311
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	12,725	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
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。	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。
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。	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。