

国内品质生活小家电领导者，产品、渠道持续创新求变

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **以创新为基因，由豆浆机第一稳步成长为品质生活小家电领导品牌。**九阳品牌自 1994 年创立以来，通过产品、渠道持续创新，逐步实现“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略转型。当前厨房小家电构成公司主要收入来源，2020 年食品加工机系列、营养煲系列收入占比达 76%；2018 年公司通过收购 Shark 中国运营公司尚科宁家 51% 的股权进军家庭清洁电器领域，当前收入占比仅 2%，正快速增长。2021 年新一期股权激励方案落地，行权条件为 2021-2023 年主营业务收入同比增长 15%、16%、17%，净利润同比增长 5%、10%、15%，彰显公司增长信心。
- **九阳品牌：依托产品、渠道双引擎持续创新求变，实现年轻化转型升级。**以豆浆机、破壁机为主的家庭食品加工机系列为公司现金牛及明星业务，公司一方面以“SKY 系列”原创产品持续深耕传统核心品类、推进价值登高，并逐步拓宽价格带，实现不同圈层的消费升级；另一方面面向 Z 世代，推出子品牌“独奏”定位一人食，同时联合 LINE FRIENDS 等 IP 推出潮流小家电产品，把握新兴品类需求快速增长的趋势。与 SharkNinja 研发协同持续推进下，公司为 Ninja 品牌代工的 Foodi 系列自 2018 年推出以来快速增长，2020 年收入达 7.41 亿元，同比增速达 92%；未来伴随 Foodi 系列品类持续延展，公司该部分外销 ODM 收入有望延续高增长。渠道侧，公司以“渠道围绕客流”的策略搭建起覆盖不同圈层的立体渠道网络，积极推进品牌年轻化转型。
- **Shark 品牌：与 SharkNinja 协同持续发挥，有望乘行业快速扩容之势实现高增。**中国当前清洁电器渗透率仅 12%，技术升级驱动下未来有望快速提升，预计未来十年行业销量 CAGR 将达 10% 以上。Shark 品牌主营产品含蒸汽拖把、电动拖把等，清洁电器产品矩阵正日益丰富；根据淘数据统计，近 12 个月 Shark 品牌蒸汽拖把、电动拖把线上份额分别位居行业第一、第二，市占率分别达 52%、10%；Shark 自 2018 年并表以来收入快速增长，2020 年同比增长 118% 至 2.34 亿元，未来与 SharkNinja 协同效应持续发挥，有望乘清洁电器行业快速扩容之势实现高增长。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.97/11.71/13.33 亿元。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 30 倍，考虑到九阳品牌通过产品、渠道创新双引擎驱动，转型成效已逐步显现，Shark 则有望受益中国清洁电器渗透率快速提升实现高增长，且二者协同效应正持续提升，共同驱动公司业绩稳健增长，给予公司 2021 年 30 倍市盈率估值，对应目标价 38.98 元，首次给予“增持”评级。

风险提示

- 研发创新能力不足导致品类扩张进度不达预期；行业竞争加剧；贸易政策大幅变化

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,351	11,224	13,076	15,171	17,437
同比增长(%)	14.5%	20.0%	16.5%	16.0%	14.9%
营业利润(百万元)	943	1,066	1,152	1,360	1,590
同比增长(%)	7.3%	13.1%	8.0%	18.1%	17.0%
归属母公司净利润(百万元)	824	940	997	1,171	1,333
同比增长(%)	9.3%	14.1%	6.0%	17.5%	13.8%
每股收益(元)	1.07	1.23	1.30	1.53	1.74
毛利率(%)	32.5%	32.1%	32.1%	32.4%	32.4%
净利率(%)	8.8%	8.4%	7.6%	7.7%	7.6%
净资产收益率(%)	21.8%	23.4%	21.9%	22.7%	22.6%
市盈率	31.6	27.7	26.2	22.3	19.6
市净率	6.9	6.1	5.4	4.7	4.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月25日)	33.89 元
目标价格	38.98 元
52 周最高价/最低价	45.98/27.46 元
总股本/流通 A 股(万股)	76,717/76,436
A 股市值(百万元)	25,999
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021 年 06 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.23	7.69	10.75	-8.5
相对表现	-1.46	7.09	7.39	-27.8
沪深 300	1.69	0.6	3.36	19.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001

证券分析师 吴瑾
021-63325888*6088
wujin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 九阳股份：从豆浆机到品质生活小家电，转型调整成效显著.....	5
1.1 以创新为基因，由豆浆机第一品牌稳步成长为品质生活小家电领导品牌.....	5
1.2 股权结构较为集中，股权激励彰显增长信心.....	9
1.3 杜邦分析：盈利能力稳定，ROE 处于行业中位偏上水平.....	11
2 九阳品牌：产品、渠道双引擎持续创新求变，打造年轻化的国内品质小家电领导品牌.....	14
2.1 行业：中国小家电渗透率提升空间仍广阔，传统龙头地位稳固.....	14
2.2 产品：依托三级研发体系，持续深耕传统核心单品、积极推进新兴品类创新.....	16
通过“SKY 系列”深耕传统核心单品，建立差异化优势.....	17
以子品牌、IP 联名款持续扩展萌潮新兴品类，把握年轻消费者需求.....	19
自建三级研发体系，为产品管线可持续、与 SN 协同铸造坚实基础.....	20
2.3 渠道：“渠道围绕客流”，搭建覆盖不同圈层的多维度立体渠道网络.....	22
2.4 品牌：线上、线下联动，打造年轻化的国内品质小家电领导品牌.....	23
3 Shark 品牌：掘金国内清洁电器高成长赛道，集团协同下高增长可期.....	24
3.1 中国清洁电器市场规模快速扩张，渗透率提升空间广阔.....	24
3.2 Shark：与 SharkNinja 协同持续发挥，有望乘行业快速扩容之势实现高增长.....	26
盈利预测与投资建议.....	28
盈利预测.....	28
投资建议.....	29
风险提示.....	30

图表目录

图 1: 二十多年深耕厨房小家电行业，稳步成长为中国品质生活小家电领导品牌.....	5
图 2: 公司当前已开启厨房电器、家居电器双驱动的发展模式，产品品类多元丰富	6
图 3: 2017-2020 年公司营业收入 CAGR 达 15.70%	7
图 4: 2017-2020 年公司归母净利润 CAGR 为 10.92%.....	7
图 5: 食品加工机系列、营养煲系列产品是公司收入的主要来源.....	8
图 6: 2020 年食品加工机系列、营养煲系列收入分别占主营业务收入的 44%、32%.....	8
图 7: 2020 年公司境内收入占比达 91.41%.....	8
图 8: 2017-2020 年公司境外总收入 CAGR 为 99.28%.....	8
图 9: 九阳股份实际控制人为王旭宁，通过上海力鸿和 JS 环球生活合计持有公司股份比例达 67.06%.....	9
图 10: 九阳股份 ROE 位居行业中位水平.....	11
图 11: 公司毛利率处于行业中位水平.....	12
图 12: 公司净利率处于行业中位水平.....	12
图 13: 公司期间费用率整体处于行业较高水平	12
图 14: 公司销售费用率处于行业较高水平.....	12
图 15: 公司管理费用率（含研发）处于行业中位水平.....	13
图 16: 公司财务费用率处于行业中位水平.....	13
图 17: 公司总资产周转率整体高于行业平均水平.....	13
图 18: 公司存货周转率处于行业较高水平.....	13
图 19: 九阳股份权益乘数整体高于行业平均水平.....	14
图 20: 中国小家庭保有量与其他发达国家相比，仍有较大提升空间	15
图 21: 中国小家电市场中，厨房电器、家居环境电器、个人护理分别占比约 53%、36%、11%	15
图 22: 中国城镇居民家庭人均可支配收入稳步提升，近 5 年年均复合增长率达 7%	15
图 23: 2019 年中国家庭户中一人、二人户占比达 48%，相较 2010 年提升约 9pct.....	15
图 24: 中国小家电行业整体呈现美的、九阳、苏泊尔三足鼎立的局势.....	16
图 25: 小家电行业中规模相对较小品类，集中度相对更低.....	16
图 26: 以豆浆机、破壁机为主的食品加工机系列为公司现金牛及明星业务，公司同时积极扩品类、把握市场增长机遇	16
图 27: 公司在食品加工机系列（即动力料理类）小家电行业中市占率领先，其他品类仍有提升空间（以淘数据近 12 个月数据为例）.....	17
图 28: 公司聚焦核心主流品类推出 SKY 系列产品，于同质化竞争中建立差异化优势	18
图 29: 依托产品升级，2016-2019 年九阳豆浆机均价稳步提升至行业领先水平	18

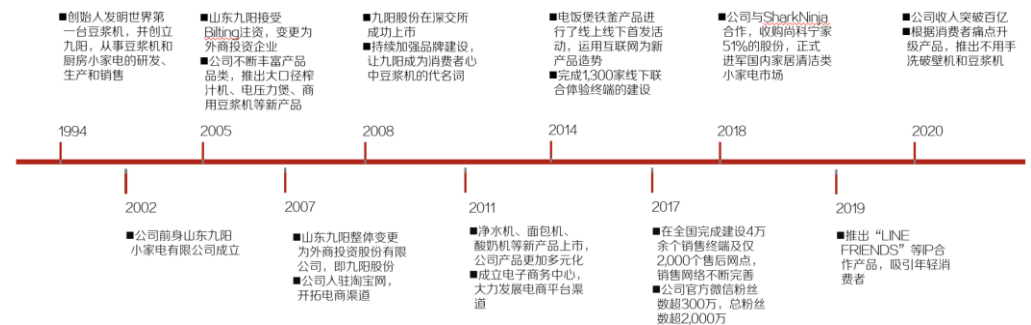
图 30: 2016-2019 年九阳破壁机均价稳步提升, 2019 年起行业竞争加剧导致价格下行, 但九阳均价仍高于可比公司.....	18
图 31: 2020 年豆浆机线上主销 top10 机型中, 九阳共两款不用手洗 K 系列豆浆机上榜	19
图 32: 2020 年破壁机线上主销 top10 机型中, 九阳共两款单价超 1000 元的型号上榜.....	19
图 33: 依托于产品创新, 2017 年以来公司食品加工机系列、营业煲系列收入陆续恢复至两位数增长.....	19
图 34: 九阳豆浆机市占率稳居行业前列, 2016 年起破壁机、料理机、电饭煲市占率持续提升	19
图 35: 公司联合高流量萌潮品牌 IP 跨界合作, 推出早餐机、榨汁杯等高颜值萌潮小家电.....	20
图 36: 公司自建三级研发体系, 持续推进产品创新	21
图 37: 公司研发费用率整体高于行业平均水平, 2020 年达 3.1%.....	21
图 38: Ninja Foodi 系列产品品类有望持续延展	22
图 39: 公司为 Foodi 代工的关联交易收入自 2018 年推出以来快速增长, 2020 年达 7.41 亿元.....	22
图 40: 根据奥维云网 (AVC) 监测数据, 2020 年中国小家电行业销售额线上渠道占比达 65%.....	22
图 41: 线上渠道愈发多样化, 除电商平台外, 短视频、直播、社群平台等渠道逐步崛起	22
图 42: 公司根据不同产品品类布局拓展相应线上品类旗舰店, 并加大内容电商平台布局	23
图 43: 九阳携手 LINE FRIENDS、苏宁易购联合打造的全国首家萌潮厨房主题店落户南京淮海苏宁店	23
图 44: 公司携手品牌大使张哲瀚, 积极推进直播带货、内容投放、主题门店打卡等一系列线上、线下互动活动	24
图 45: 2020 年中国清洁电器零售规模达 240 亿元, 近 5 年年均复合增速达 26%.....	25
图 46: 2020 年中国清洁电器行业中, 扫地机器人、吸尘器销售额占比达 76% (2020 年线上零售额口径)	25
图 47: 以洗地机、电动/蒸汽拖为代表的清洁电器新兴品类零售规模正快速扩张	25
图 48: 与欧、美、日、韩等国相比, 中国大陆清洁电器渗透率未来仍有较大提升空间.....	26
图 49: 韩国清洁电器渗透率在 1990 年代呈现爆发式提升的态势.....	26
图 50: Shark (鲨客) 品牌主营家庭清洁类电器, 当前主要品类包含蒸汽拖把、电动拖把、吸尘器、扫地机器人等	27
图 51: 2020 年尚科宁家 (中国) 实现收入 2.34 亿元, 同比增速达 118%.....	28
图 52: 鲨客品牌蒸汽拖把、电动拖把市占率分别位居行业第一、第二.....	28
表 1: 公司主要股东均通过 JS 环球生活和上海力鸿间接控制九阳股份	9
表 2: 公司新一轮股权激励行权条件为 2021-2023 年主营业务收入同比增长 15%、16%、17%; 净利润同比增长 5%、10%、15%.....	10
表 3: 参考韩国发展史, 乐观情形下若中国清洁电器渗透率于 2030 年达 50%, 则 2020-2030 年销量年均复合增速将达 15%	26
表 4: 可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 21 倍.....	30

1 九阳股份：从豆浆机到品质生活小家电，转型调整 成效显著

1.1 以创新为基因，由豆浆机第一品牌稳步成长为品质生活小家电领导品牌

二十余年深耕厨房小家电行业，稳步成长为中国品质生活小家电领导品牌。自创立以来，九阳股份以豆浆机为起点，专注厨房小家电的研发、生产和销售，以健康、创新为核心，逐步实现“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略与品牌提升转型。公司创始人王旭宁于 1994 年发明豆浆机品类，并于 2002 年成立公司前身山东九阳小家电有限公司，2007 年变更为外商股份有限公司，于 2008 年在深圳证券交易所成功上市。近年来公司持续创新、优化产品结构，基于消费者“品质健康生活”的需求推出破壁机、空气炸锅等新品，并于 2018 年通过收购 Shark 中国运营公司尚科宁家 51% 的股权，开启厨房电器和家居电器双驱动的发展模式；2019 年起陆续推出与高流量萌潮 IP 合作的联名款产品，积极迎合 Z 世代年轻消费者的需求、把握新兴品类增长机遇。依托类别丰富多元的产品矩阵和覆盖不同圈层市场的立体渠道网络，九阳现已稳步成长为中国品质生活小家电领导品牌。

图 1：二十多年深耕厨房小家电行业，稳步成长为中国品质生活小家电领导品牌



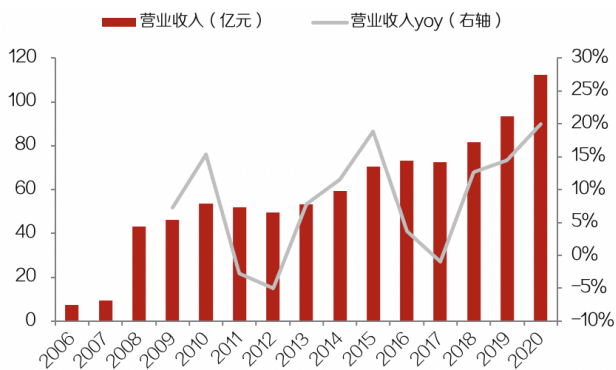
资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

图 2：公司当前已开启厨房电器、家居电器双驱动的发展模式，产品品类多元丰富



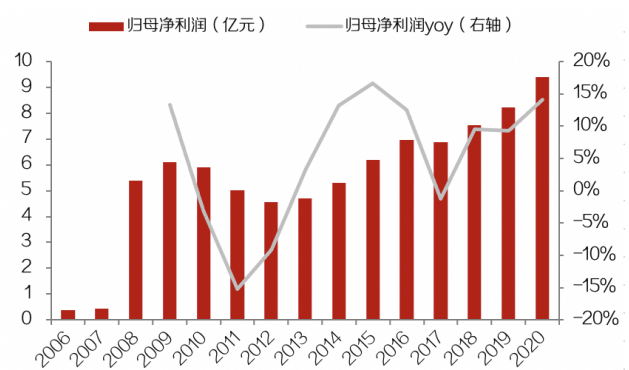
资料来源：天猫旗舰店，公司官网，公司公告，东方证券研究所

公司营业收入、归母净利润稳定增长，近三年年均复合增长率分别达 **15%、11%**。豆浆机作为公司的明星产品，自推出以来常年稳居行业市占率首位，是公司发展初期的主要收入来源；然而随着豆浆机市场逐步饱和、行业规模增长放缓，公司收入、利润相应出现波动。为突破发展瓶颈，公司于 2014 年新推出“铁釜”饭煲、2015 年推出破壁系列产品，持续通过研发创新优化产品及收入结构，使得电饭煲、破壁机接力豆浆机，成为公司第二、第三个突破 10 亿收入的产品线，并依托于自身的创新基因持续研发扩充新品；公司同时积极拓展建设覆盖更广的销售渠道，推动品牌年轻化转型以吸引年轻消费者，成功收入、利润规模实现进一步增长。得益于公司多元化战略和品牌转型的成果，2020 年公司实现营业收入 112.24 亿元，同比增长 20.02%，近三年（2017 年-2020 年）CAGR 达 15.70%；公司归母净利率为 9.40 亿元，同比增长 14.07%，近三年 CAGR 达 10.92%。

图 3：2017-2020 年公司营业收入 CAGR 达 15.70%


注：2007、2008 年营业收入 yoy 为 24.45%、362.99%，此处未予显示

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2017-2020 年公司归母净利润 CAGR 为 10.92%


注：2007、2008 年净利润 yoy 为 13.66%、1141.48%，此处未予显示

资料来源：公司公告，东方证券研究所

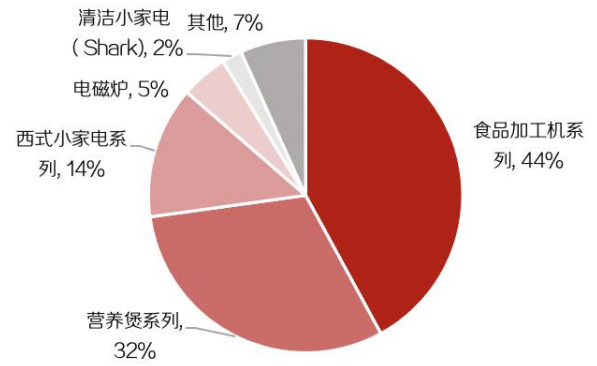
厨房小家电构成公司目前主要的收入来源，2020 年食品加工机系列、营养煲系列产品收入占比达 **44%、32%**。九阳股份以豆浆机为起点，专注厨房小家电领域，在九阳豆浆机业务发展到极致后，公司持续优化产品结构、推出多元化厨房电器产品，2018 年以 Shark（鲨客）品牌进军家居清洁类小家电领域，为公司成长不断注入活力。拆分收入来看，2020 年食品加工机系列、营养煲系列产品分别贡献收入 47.55 亿元、34.79 亿元，同比增速分别为 16.07%、12.06%，占据主营业务收入的比重分别为 43.71%、31.98%；随着疫情期间人们居家时间的增加、消费者追求更加多样的烹饪方式，2020 年公司西式小家电系列收入同比增长 32.86%至 15.32 亿元，占主营业务收入比重达 14.08%，构成公司第三大收入来源。此外，Shark 品牌清洁电器自 2018 年推出以来成长迅速，2020 年实现收入 2.34 亿元，同比增长 118.31%，占公司主营业务收入比重达 2.16%。

图 5：食品加工机系列、营养煲系列产品是公司收入的主要来源



资料来源：公司公告，东方证券研究所

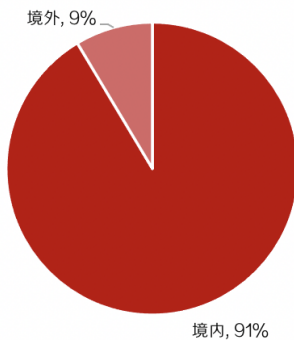
图 6：2020 年食品加工机系列、营养煲系列收入分别占主营业务收入的 44%、32%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

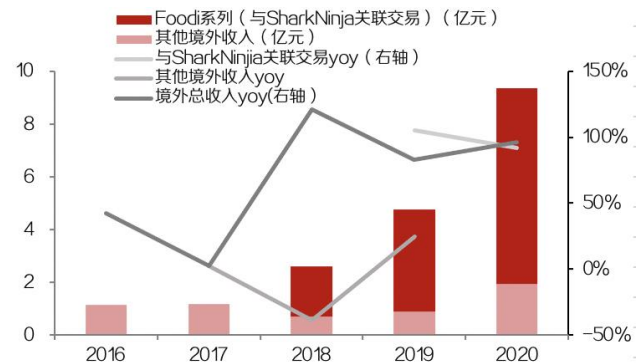
公司收入以内销为主，占比超过 90%；与 SharkNinja 合作的 Foodi 系列推动境外收入增长迅速，近三年 CAGR 达 99%。公司主要产品为豆浆机、电饭煲、电压力锅等适应中国居民烹饪习惯的厨房小家电，2020 年公司境内收入占比为 91.41%，构成收入的主要来源。公司外销收入近年快速增长，2020 年实现境外收入 9.34 亿元，近三年年均复合增速达 99.28%，其背后一方面来源于九阳品牌出海稳步增长，另一方面则主要源于公司与 SharkNinja 协同性持续提升，自 2018 年下半年起，公司向 SharkNinja 出口自主研发的电压力锅、空气炸锅等 Foodi 系列厨房小家电（2020 年该部分外销 ODM 收入规模达 7.41 亿元，同比快速增长 91.85%），推动公司境外销售收入规模快速扩张。

图 7：2020 年公司境内收入占比达 91.41%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：2017-2020 年公司境外总收入 CAGR 为 99.28%

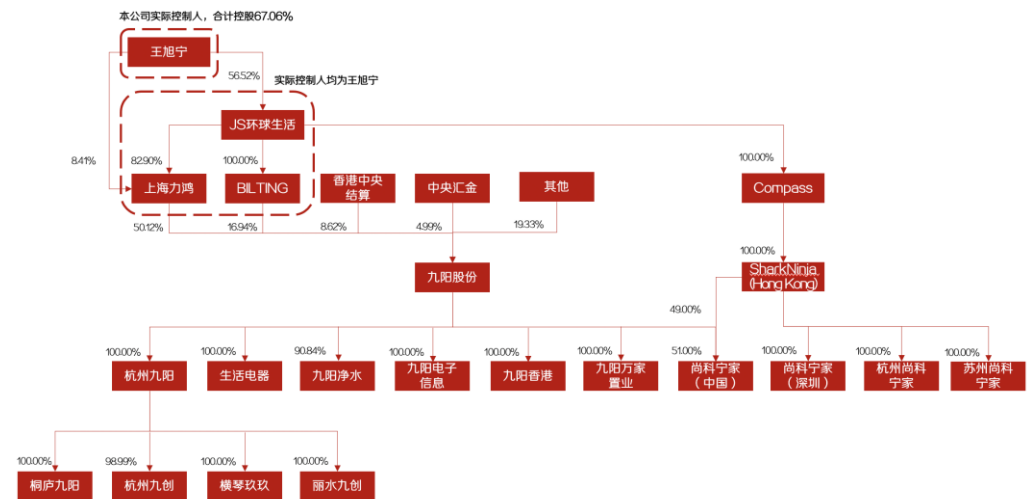


资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 股权结构较为集中，股权激励彰显增长信心

公司实际控制人王旭宁先生合计控股 67.06%，股权结构较为集中、决策能力较强。1994 年，王旭宁、朱泽春、许发刚和黄淑玲共同创办山东九阳小家电有限公司，系九阳股份的前身。王旭宁先生作为 JS 环球生活和上海力鸿公司的实际控制人，通过这两家公司间接控制九阳股份股权的 67.06%，股权结构较为集中，实控人决策能力强。公司旗下九阳品牌主要经营厨房小家电业务，2018 年公司向 SharkNinja 收购子公司尚科宁家（中国）51.00%的股权，以“Shark（鲨客）”品牌开展家居清洁电器业务。

图 9：九阳股份实际控制人为王旭宁，通过上海力鸿和 JS 环球生活合计持有公司股份比例达 67.06%



注：JS 环球生活相关数据截至 2020 年 12 月底，九阳股份相关数据截至 2021 年 3 月底

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：公司主要股东均通过 JS 环球生活和上海力鸿间接控制九阳股份

姓名	在九阳股份任职情况	在关联企业任职情况	学历	所持 JS 环球股份比例*	所持上海力鸿股份比例
王旭宁	董事长	JS 环球生活董事长、首席执行官，上海力鸿董事，BILTING 董事，尚科宁家（中国）董事	中欧国际工商学院工商管理硕士	56.52%	8.41%
杨宁宁	董事、总经理	尚科宁家（中国）董事长	香港城市大学工商管理硕士	-	0.59%

姓名	在九阳股份任职情况	在关联企业任职情况	学历	所持 JS 环球股份比例*	所持上海力鸿股份比例
韩润	董事、总经理	JS 环球生活董事、首席财务官，上海力鸿监事	北京大学光华管理学院工商管理硕士	45.96%	0.16%
朱宏韬	监事会主席	上海力鸿董事	新加坡南洋理工大学工商管理硕士	45.96%	2.09%
朱泽春	监事	上海力鸿董事	中欧国际工商学院工商管理硕士	45.96%	1.30%
黄淑玲	—	JS 环球生活董事，上海力鸿董事长、总经理	山东经济学院统计系硕士	45.96%	0.79%
姜广勇	董事	—	长江商学院工商管理硕士	45.96%	0.25%

*指与其他人士共同持有的权益于 JS 环球生活股权的概约百分比

注：JS 环球生活相关数据截至 2020 年 12 月底，九阳股份相关数据截至 2021 年 3 月底

资料来源：公司公告，东方证券研究所

新一期股权激励方案落地，业绩考核目标为 2021-2023 年净利润同比增速分别达 5%、10%、15%，彰显公司发展信心。公司于 2014 年、2018 年陆续推出两期股权激励计划，且于行权期中均顺利达成业绩考核目标，成功加强了员工凝聚力和公司竞争力。2021 年公司推出第三期股权激励计划，计划激励对象人数为 103 人（占 2020 年员工总人数比重为 3.62%），计划授予的股票期权数量为 1800 万份（占公司 2020 年股份总额的比重为 2.35%），业绩考核目标为 2021-2023 年分年度主营业务收入分别达 125.31 亿元、144.71 亿元、169.74 亿元，同比增长 15%、16%、17%；净利润分别达 9.62 亿元、10.63 亿元、12.19 亿元，同比增速分别达 5%、10%、15%，彰显公司业绩增长的信心，同时进一步深度绑定了核心员工与公司利益，常态化股权激励计划为公司长远发展提供动力。

表 2：公司新一轮股权激励行权条件为 2021-2023 年主营业务收入同比增长 15%、16%、17%；净利润同比增长 5%、10%、15%

	2020	2021 (E)	2022 (E)	2023 (E)
主营业务收入 (亿元)	108.81	125.13	144.71	169.74
相比 2020 年增速		15%	33%	56%
同比增速		15%	16%	17%
净利润 (亿元)	9.16	9.62	10.63	12.19
相比 2020 年增速		5%	16%	33%

同比增速

5%

10%

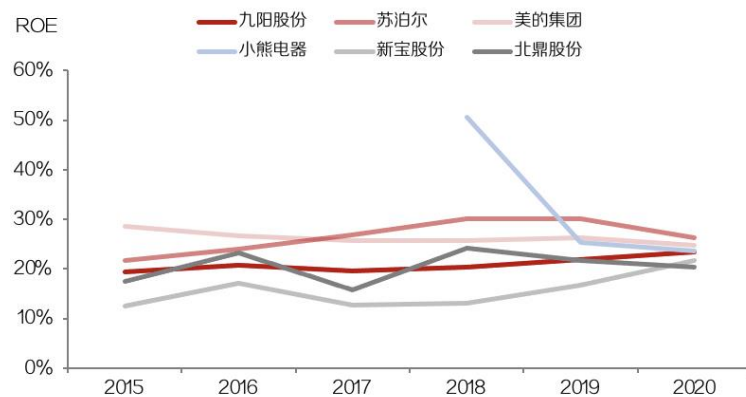
15%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 杜邦分析：盈利能力稳定，ROE 处于行业中位偏上水平

公司 ROE 整体高于行业平均水平，周转效率行业领先。凭借过硬的产品品质和优秀的品牌口碑，九阳股份 ROE 处于行业中位偏上水平，2020 年公司 ROE 达 23.39%，同比提升 1.60pct，整体高于新兴小家电企业，略低于同为小家电传统龙头的苏泊尔、美的集团。

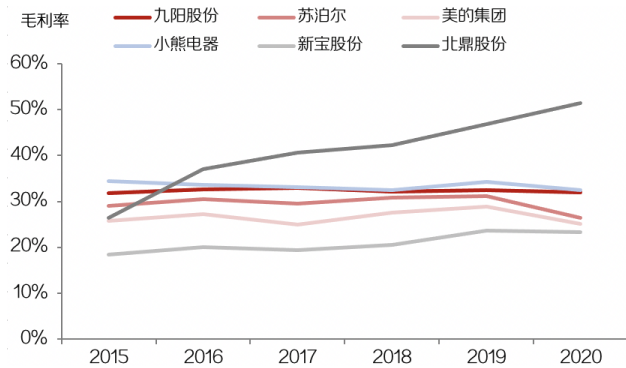
图 10：九阳股份 ROE 位居行业中位水平



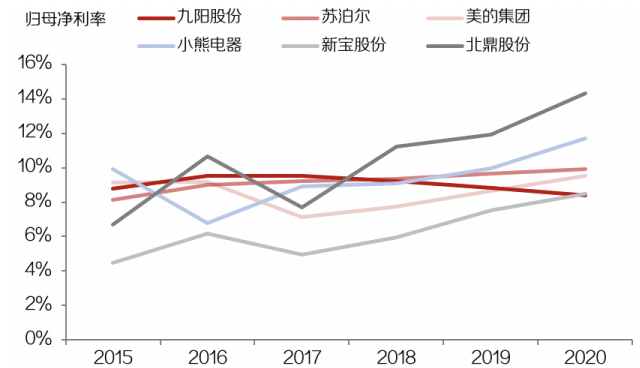
注：小熊电器 2015-2017 年 ROE 分别为 302.49%、130.31%、75.77%。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司深耕小家电行业多年，积累了丰富的优秀供应商和经销商资源，盈利能力稳健、整体处于行业中位水平。公司作为中国小家电传统龙头，于行业内深耕多年，现已建立起品类丰富多元、质量优质的产品矩阵，并积累了丰富的行业内优秀供应商和经销商资源，盈利能力整体较为稳健。2020 年公司毛利率、净利率分别达 32.05%、8.38%，横向对比同行业上市公司，公司盈利能力处于行业中位水平，盈利能力与苏泊尔、美的集团相近，低于产品定位高端、以直营模式为主的北鼎股份；纵向来看，公司毛利率、净利率近年基本稳定在 32%-33%、8%-9% 区间，并持续通过优化产品结构、拓展销售渠道等方式迎合消费者多样化需求，实现自身高质量发展。

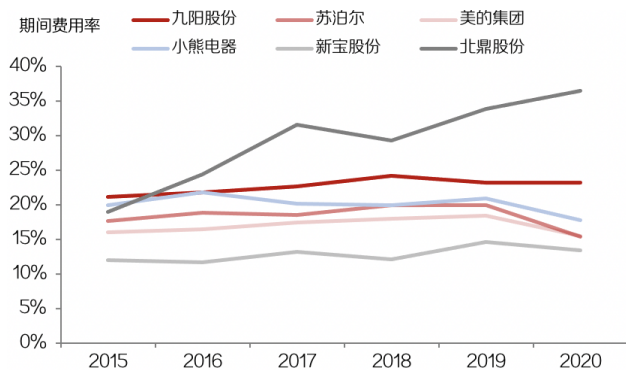
图 11：公司毛利率处于行业中位水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

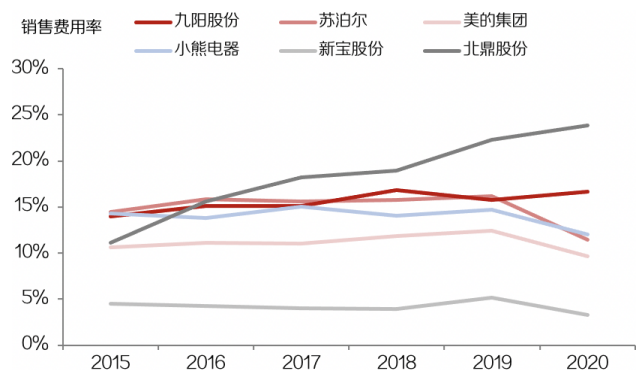
图 12：公司净利率处于行业中位水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

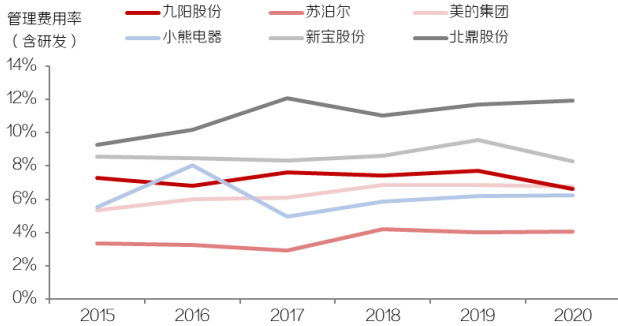
公司近年于渠道拓展、品牌营销等方面投入加大，期间费用率整体高于行业平均水平。2020 年九阳股份期间费用率为 23.28%，整体高于行业平均水平；其中销售费用率达 16.64%、高于可比公司，且其中渠道、售后和广告费用达 59.57%，占收入比重同比提升 1.18pct 至 9.91%，主要源于近年来公司积极顺应年轻人群的生活和消费方式，持续建设线上线下相结合的立体化渠道网络，并通过聘请新生代流量代言人、携手达人直播带货等多元化营销手段实现品牌推广，使得销售费用率有所提升；2020 年公司管理费用率（含研发）、财务费用率分别为 6.63%、0.01%，均处于行业平均水平。

图 13：公司期间费用率整体处于行业较高水平


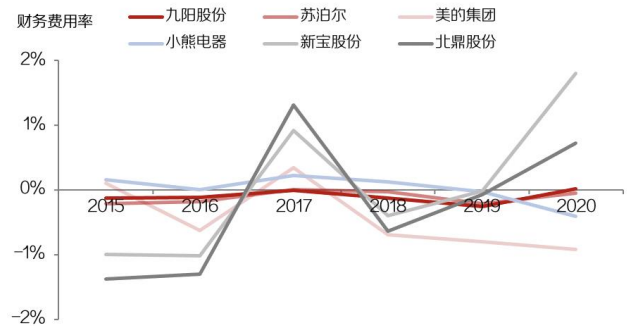
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：公司销售费用率处于行业较高水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

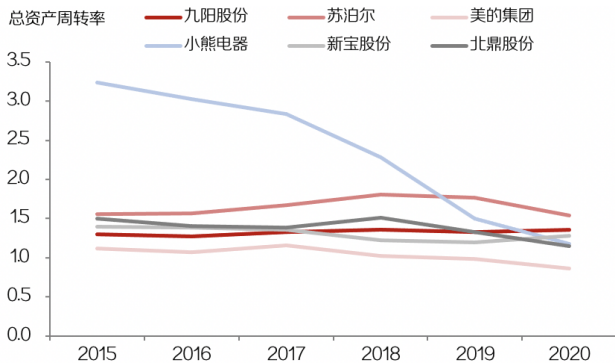
图 15：公司管理费用率（含研发）处于行业中位水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

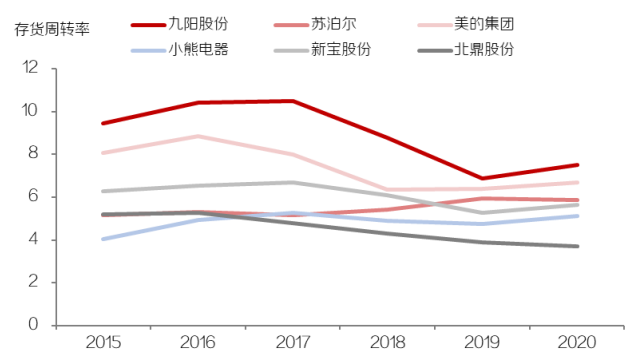
图 16：公司财务费用率处于行业中位水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

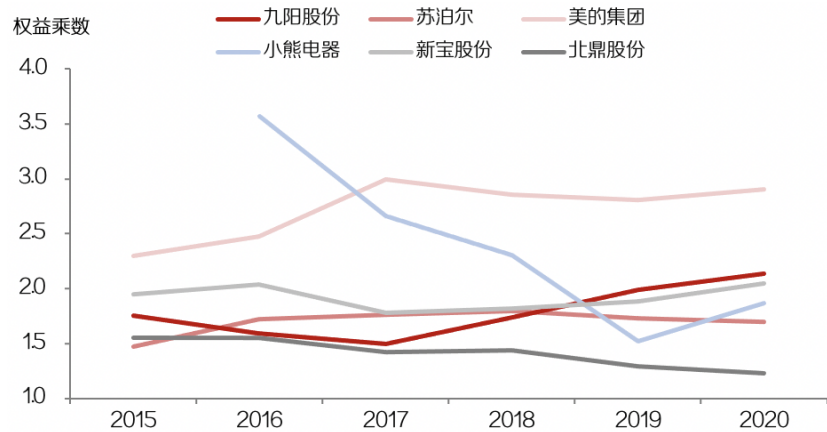
公司整体周转效率高于行业平均水平，杠杆率高于可比公司。2020年九阳股份总资产周转率为1.35，整体高于行业平均水平，其中公司2020年存货周转率为7.51，处于行业领先水平，主要源于公司约70%的比例为ODM外包生产，为长期合作的ODM供应商指定主要组件、原材料供应商后进行制造生产，存货管理效率表现突出。公司2020年权益乘数为2.13，处于行业较高水平。

图 17：公司总资产周转率整体高于行业平均水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：公司存货周转率处于行业较高水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：九阳股份权益乘数整体高于行业平均水平


注：小熊电器 2015 年权益乘数分别为 11.59，此处未予显示

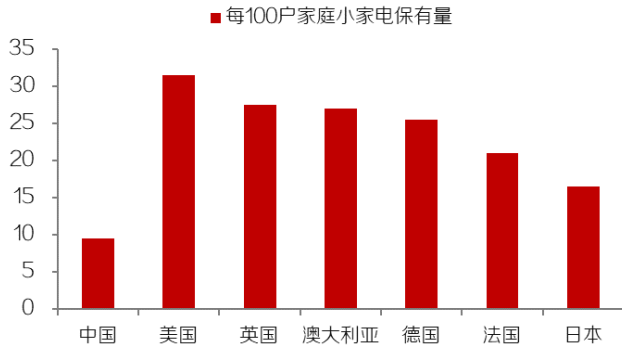
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 九阳品牌：产品、渠道双引擎持续创新求变，打造年轻化的国内品质小家电领导品牌

2.1 行业：中国小家电渗透率提升空间仍广阔，传统龙头地位稳固

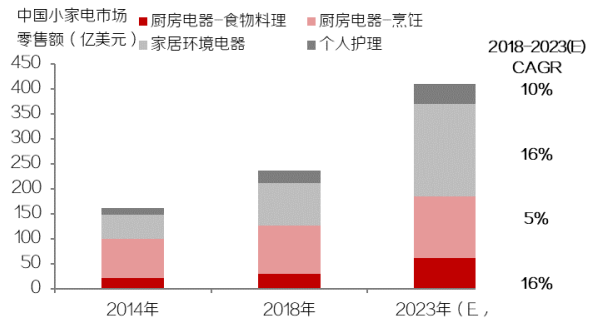
中国小家电保有量当前仍较低，未来供给端产品创新驱动+需求端居民可支配收入提升、一人户占比提升，未来中国小家电行业规模仍有较大增长空间。当前中国每百户家庭小家电保有量约为 9.5 台，与美国（31.5 台）、英国（27.5 台）、日本（16.5 台）等发达国家相比，中国小家电保有量仍有较大提升空间。根据 Frost & Sullivan 的统计，2018 年中国小家电市场零售额达 237 亿美元；小家电作为供给驱动型产品，未来供给端产品创新持续驱动下，以及需求端居民消费能力提升、一人户占比提升等因素催化下，预计未来 5 年中国小家电行业零售额年均复合增速将达 12%；分品类来看，2018 年中国小家电行业零售额中，烹饪厨房电器、食物料理厨房电器、家居环境电器、个人护理电器占比分别达 12%、41%、36%、11%，预计未来 5 年以上四类品类零售额年均复合增速将分别达 16%、5%、16%、10%，以破壁机、搅拌机为例的食物料理厨房小家电，以吸尘器、扫地机器人为例的家庭环境电器，以及以按摩仪为例的个人护理小家电未来渗透率提升空间尤为广阔，行业增长可期。

图 20：中国小家庭保有量与其他发达国家相比，仍有较大提升空间



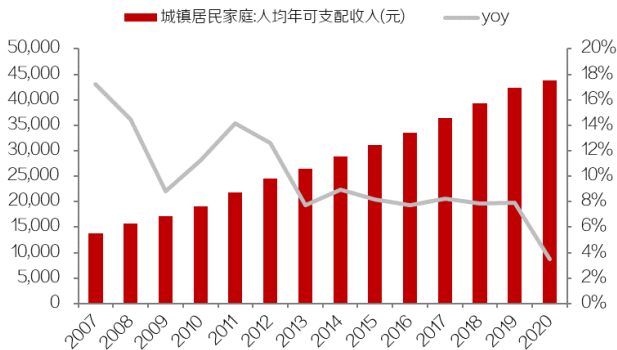
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 21：中国小家电市场中，厨房电器、家居环境电器、个人护理分别占比约 53%、36%、11%



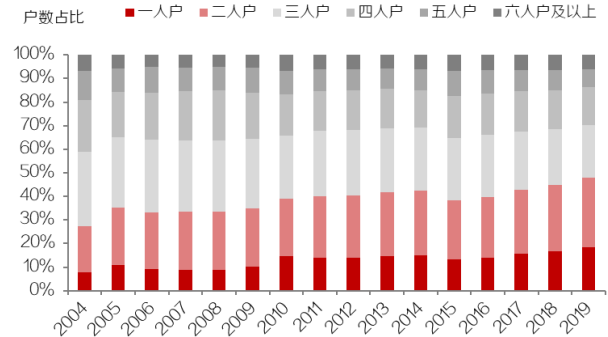
资料来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

图 22：中国城镇居民家庭人均可支配收入稳步提升，近 5 年年均复合增长率达 7%



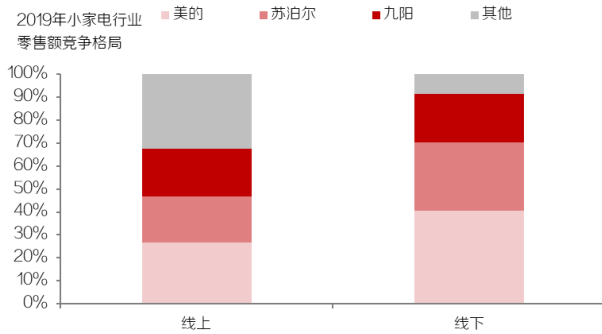
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 23：2019 年中国家庭户中一人、二人户占比达 48%，相较 2010 年提升约 9pct

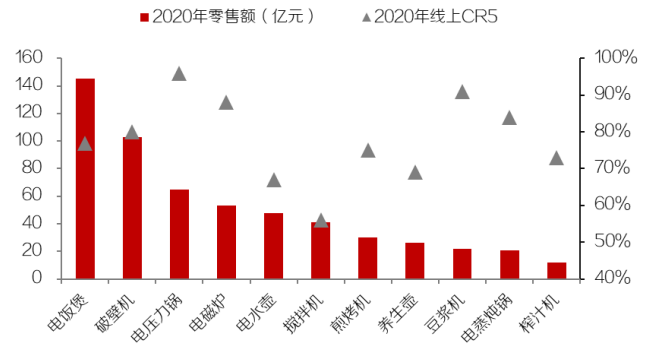


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

小家电行业品类繁多，当前传统大单品竞争格局已较为稳定，长尾新兴品类为创意小家电企业留有发展空间。中国小家电行业整体呈现美的、九阳、苏泊尔三足鼎立的局势，根据奥维云网全渠道监测数据显示，2019 年中国小家电行业线上、线下零售额 CR3 分别达 68%、91%，“美苏九”线下渠道优势尤为稳固。具体来看，电饭煲、破壁机、电压力锅、电磁炉等规模较大的传统品类集中度整体较高，2020 年线上 CR5 分别达 77%、80%、96%、88%；而规模相对较小的品类集中度则相对更低，以搅拌机、煎烤机、养生壶为例，CR5 分别达 56%、75%、69%。其背后原因主要在于，多元化、个性化需求下小家电行业涉及品类繁多，表现出较为明显的长尾效应（根据全国家用电器工业信息中心统计的数据，2020 年国内生活小家电零售额为 1284 亿元，将图 25 中厨房小家电、吸尘器等主要品类零售额加总，合计占比仅为 44%），传统小家电龙头企业难以全面覆盖全品类，如早餐机、榨汁杯等不断涌现的新兴品类需求也为其他品牌留有了发展空间。

图 24：中国小家电行业整体呈现美的、九阳、苏泊尔三足鼎立的局势


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 25：小家电行业中规模相对较小品类，集中度相对更低


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

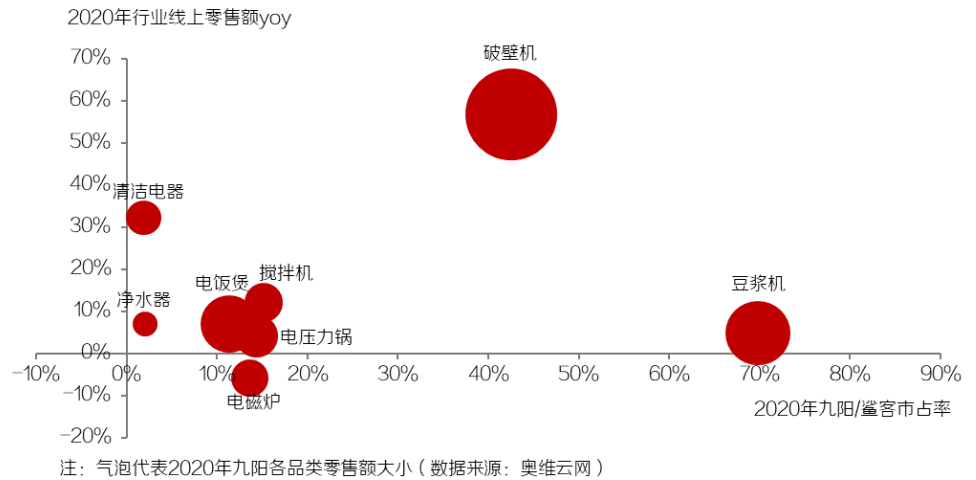
公司结合行业趋势积极推进产品、渠道侧创新，打造年轻化的品质小家电领导品牌。基于中国小家电行业当前所处阶段的发展特征，公司一方面持续深耕传统核心品类竞争优势，通过 SKY 系列等原创产品积极推进传统大单品价值登高，同时将优势技术的品类进行技术下沉，以实现不同圈层消费者的消费升级；另一方面面向 Z 世代推动品牌年轻化转型，推出子品牌“独奏”定位一人食，同时联合 LINE FRIENDS、可口可乐、哆啦 A 梦、HELLO KITTY、喜茶等 IP 推出萌潮小家电产品，把握新兴品类需求快速增长的趋势。公司同时积极创新营销方式，以“渠道围绕客流”的策略搭建起覆盖不同圈层的立体渠道网络，通过产品、渠道侧双引擎驱动，并积极推进品牌年轻化转型，九阳作为国内品质小家电领导品牌的形象已深入人心。

2.2 产品：依托三级研发体系，持续深耕传统核心单品、积极推进新兴品类创新

以豆浆机、破壁机为主的食品加工机系列为公司当前现金牛及明星业务，公司同时积极推进品类扩张，把握新兴品类增长机遇。根据公司年报披露，2020 年公司收入贡献来源主要包含食品加工机系列（豆浆机、破壁机、搅拌机等）、营养煲系列（电饭煲、电压力锅、养生壶等）、西式电器系列（烘焙类、净水器等），2020 年占据公司收入比重分别达 42%、31%、14%；根据奥维云网监测数据，依据公司主要品类市占率与行业增速绘制波士顿矩阵，可以看到以豆浆机、破壁机为主的食品加工机系列为公司当前现金牛及明星业务，其背后源于公司持续深耕核心大单品，通过研发创新推出 SKY 系列等原创产品，不断夯实自身在动力料理类行业的龙头地位；公司同时积极进行新兴品类扩张，如通过 Shark 品牌进入行业规模快速增长的清洁电器领域，把握市场增长机遇。

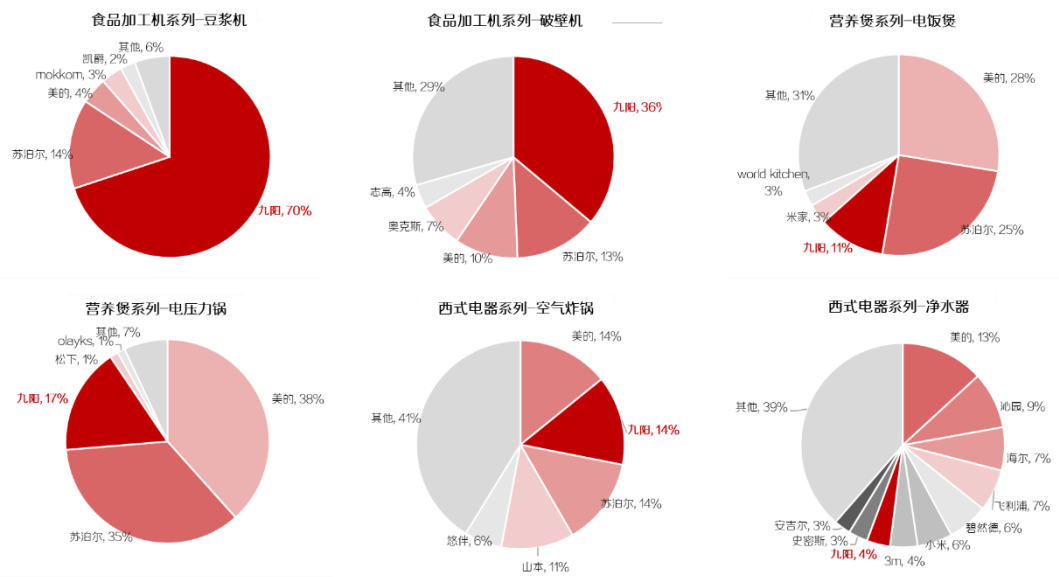
图 26：以豆浆机、破壁机为主的食品加工机系列为公司现金牛及明星业务，公司同时积极扩品

类、把握市场增长机遇



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 27：公司在食品加工机系列（即动力料理类）小家电行业中市占率领先，其他品类仍有提升空间（以淘数据近 12 个月数据为例）



资料来源：淘数据，东方证券研究所

通过“SKY 系列”深耕传统核心单品，建立差异化优势

价值登高策略下深耕传统核心大单品，推出“SKY 系列”等原创高端产品，并在此基础上拓宽价格带，于同质化竞争中建立差异化优势。基于对消费者需求痛点的持续深刻洞察，公司在豆浆机品

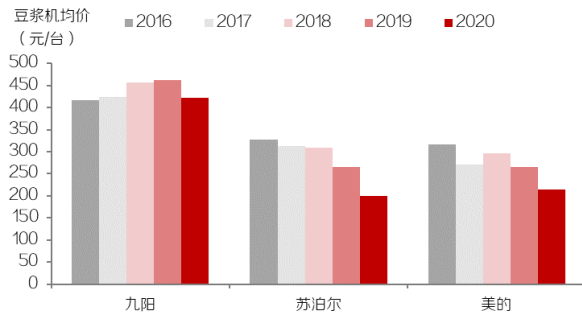
类优势基础上持续创新，于 2016 年开创了全新的破壁机产品品类，并针对加热、静音、自动清洗等功能持续延展，突破性的产品创新推动公司第一大业务食品加工机系列收入于 2017 年起重获正增长。2018 年公司重点推出了以 K 系列不用手洗破壁豆浆机、Y 系列不用手洗破壁机、S 系列无涂层蒸汽饭煲等为代表的 SKY 系列创新产品，实现价值登高；并持续将 SKY 产品系列化，丰富其不同价位段的布局，于同质化竞争中建立差异化优势。根据奥维云网（AVC）监测数据显示，依托产品升级，2016-2019 年九阳豆浆机均价稳步提升至行业领先水平，2020 年小幅回落至 422 元/台，仍远高于可比公司平均价格（207 元/台）；九阳破壁机均价亦于 2016-2019 年实现稳步提升，2019 年起行业竞争加剧导致价格下行，但九阳均价（2020 年为 624 元/台）仍高于同期可比公司平均值（557 元/台）。得益于产品结构持续优化升级，九阳豆浆机市占率稳居行业前列，奥维云网监测数据显示 2020 年市占率达 70%；2016 年以来九阳破壁机、料理机、电饭煲市占率持续提升，2020 年分别达 42.6%、33.6%、11.4%。

图 28：公司聚焦核心主流品类推出 SKY 系列产品，于同质化竞争中建立差异化优势



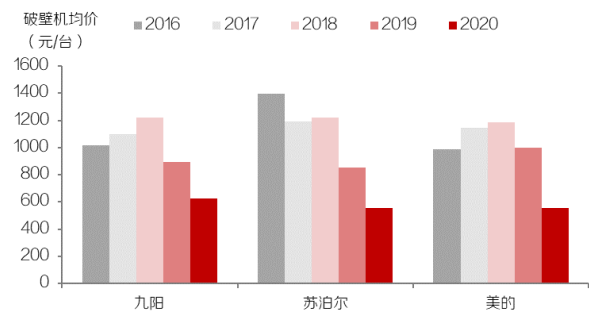
资料来源：京东，淘宝，东方证券研究所

图 29：依托产品升级，2016-2019 年九阳豆浆机均价稳步提升至行业领先水平



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 30：2016-2019 年九阳破壁机均价稳步提升，2019 年起行业竞争加剧导致价格下行，但九阳均价仍高于可比公司



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 31：2020 年豆浆机线上主销 top10 机型中，九阳共两款不用手洗 K 系列豆浆机上榜

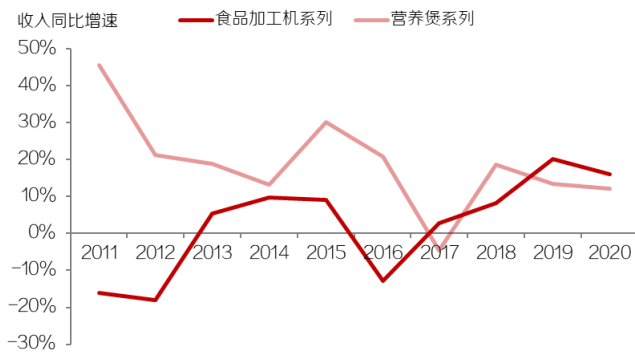
品牌	机型	销售额市占率	均价（元/台）
九阳	DJ06X-D561	6.02%	338
九阳	DJ12B-A11	4.27%	208
九阳	DJ13B-D08EC	4.08%	299
苏泊尔	DJ12B-Y58E	3.65%	187
九阳	DJ12D-K580	3.14%	1841
九阳	DJ12B-A11EC	2.98%	212
九阳	DJ15E-K350	2.83%	893
苏泊尔	DJ12B-P65	2.47%	194
九阳	DJ13E-Q8	2.44%	439
九阳	DJ03X-D110	2.07%	197

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

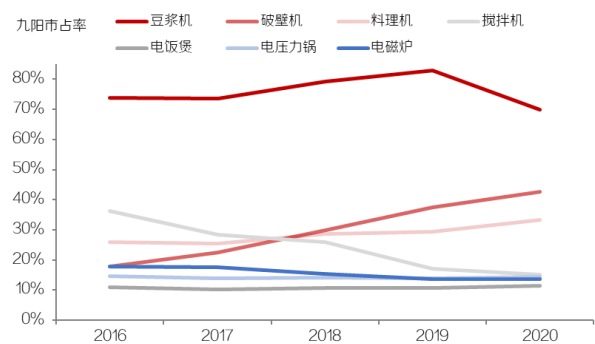
图 32：2020 年破壁机线上主销 top10 机型中，九阳共两款单价超 1000 元的型号上榜

品牌	机型	销售额市占率	均价（元/台）
奥克斯	HX-PB9322	3.33%	450
九阳	JYL-Y921	3.12%	656
九阳	L18-Y915S	3.00%	365
九阳	JYL-Y1	2.77%	2060
九阳	L13-Y91S	2.67%	373
九阳	L18-Y928S	2.54%	458
九阳	JYL-Y912	1.98%	488
苏泊尔	JP719A	1.85%	410
苏泊尔	SP815S	1.84%	646
九阳	L12-Y3	1.84%	1435

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 33：依托于产品创新，2017 年以来公司食品加工机系列、营养煲系列收入陆续恢复至双位数增长


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 34：九阳豆浆机市占率稳居行业前列，2016 年起破壁机、料理机、电饭煲市占率持续提升


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

以子品牌、IP 联名款持续扩展萌潮新兴品类，把握年轻消费者需求

推出子品牌“独奏”定位一人食、联合高流量萌潮品牌 IP 跨界合作推出潮流新兴套系化小家电，结合年轻消费者需求大力推进产品设计创新。小家电主力消费人群正逐步更迭至年轻、注重品牌及品质的 90 后和 Z 世代人群，面向该部分消费群体，公司联合以 LINE FRIENDS、可口可乐、哆啦 A 梦、喜茶等为代表的高流量萌潮品牌 IP 跨界合作，推出早餐机、榨汁杯、豆浆机、烤箱、面条机、电火锅等高颜值、套系化的联名萌潮小家电产品；并于 2019 年发布互联网子品牌 Solista 独奏，定位一人食，覆盖破壁机、三明治机、电热水壶、电动拖把等产品，从而把握年轻消费者多元化、个性化需求推动的新兴小家电品类增长机遇。

图 35：公司联合高流量萌潮品牌 IP 跨界合作，推出早餐机、榨汁杯等高颜值萌潮小家电

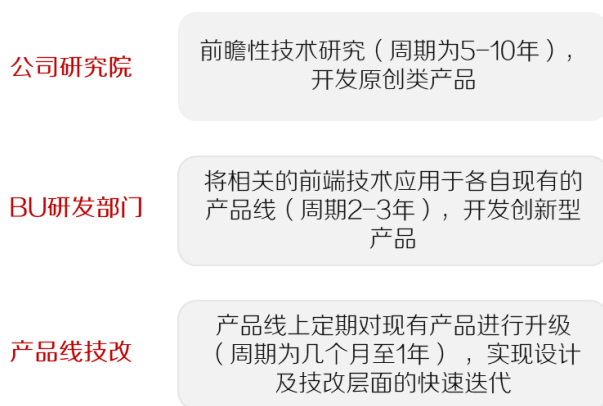


资料来源：公司官网，京东，东方证券研究所

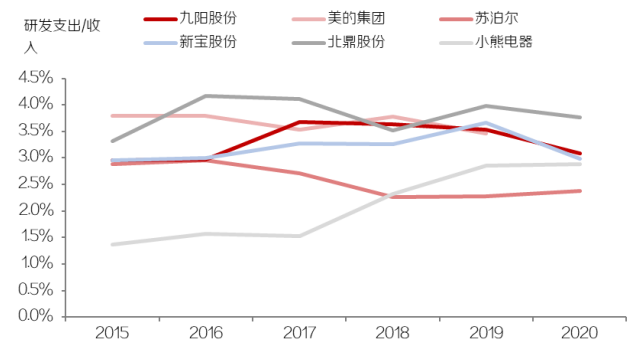
自建三级研发体系，为产品管线可持续、与 SN 协同铸造坚实基础

公司创新不竭的动力源于自建的三级研发体系，稳健推进产品管线可持续发展。小家电行业具备供给创造需求的特征，使得针对消费者需求痛点进行持续推新成为企业实现收入规模增长的关键

能力。无论是深耕核心品类推动产品升级，还是推出新兴品类把握增长机遇，公司创新不竭的动力均源于自建的三级研发体系。具体而言，其第一层由公司研究院负责进行前瞻性的技术研究（周期为 5-10 年），基于消费者需求准确分析及预测开发出原创类产品；第二层为事业部的研发部门负责将相关的前端技术应用于各自现有的产品线，以开发更多创新型的产品（周期为 2-3 年），实现 BU 层面亦有品类的突破性迭代；第三层为产品线上定期对现有产品进行升级，实现设计及技改层面的快速迭代（周期为几个月至 1 年），满足更广泛的消费者群体的需求。对比小家电可比公司，公司研发投入力度整体高于行业平均水平，2017 年以来稳定在 3%-4% 区间；截至 2020 年底，公司共拥有专利技术 8378 项，为未来持续进行产品创新奠定坚实基础。

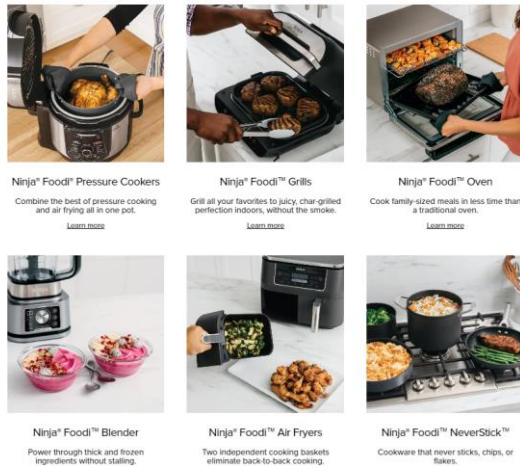
图 36：公司自建三级研发体系，持续推进产品创新


资料来源：公司公告，东方证券研究所

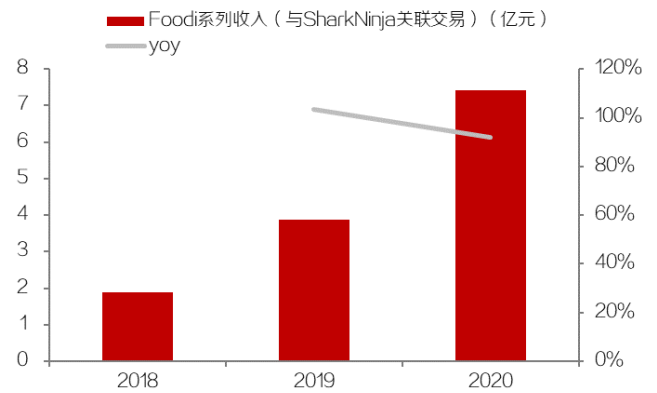
图 37：公司研发费用率整体高于行业平均水平，2020 年达 3.1%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

与 SharkNinja 研发体系的协同效应持续提升，Foodi 系列自推出以来实现收入快速增长。公司和 SharkNinja 的研发体系均以消费者需求洞察为基础，通过不同的研发层级体系分别开发出研发周期依次递减的原创类、创新类及更新迭代类产品。基于此，九阳与 SharkNinja 现已通过中国、美国及英国的五个研发中心建立起全天候运转的全球创新平台，并持续推进研发协同，Ninja 品牌于 2018 年在美国、加拿大市场推出的 Foodi 系列即是典型成果，通过美国团队调研需求、中国团队结合九阳在国内厨房小家电领域持续积累的技术优势，二者共同针对消费者需求通力合作开发 Foodi（一款结合空气油炸和高压锅技术的产品），推出后即迅速畅销于北美市场，并助力 Ninja 品牌于 2018 年美国多功能烹饪煲市场实现 14.4% 的市占份额，排名行业第二；相应地，公司作为 Foodi 系列产品的代工方，该部分关联交易收入规模自 2018 年推出以来快速增长，2020 年达 7.41 亿元，同比增速达 91.85%，推动公司境外销售收入规模快速扩张。2021 年公司预计关联销售规模将达 1.68 亿美元（约合人民币 11 亿元），未来伴随 Foodi 系列品类持续延展，公司该部分外销 ODM 收入规模有望延续高增长态势。

图 38: Ninja Foodi 系列产品品类有望持续延展


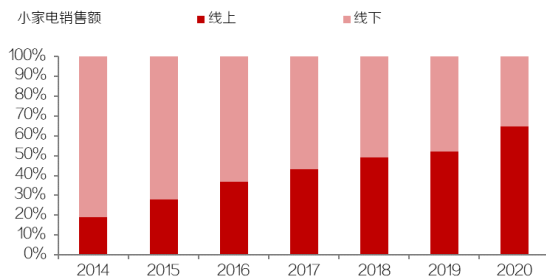
资料来源: Ninja 官网, 东方证券研究所

图 39: 公司为 Foodi 代工的关联交易收入自 2018 年推出以来快速增长, 2020 年达 7.41 亿元


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

2.3 渠道：“渠道围绕客流”，搭建覆盖不同圈层的多维度立体渠道网络

小家电行业线上销售占比稳步提升，短视频、直播以及社群平台等新兴渠道崛起。与白电、厨电等其他家电品类相比，小家电由于体积相对更小、单价较低、无需安装，更适合于电商渠道销售，近年来小家电行业线上销售占比稳步提升，并于 2019 年实现过半比重；受疫情影响线下消费转移至线上，2020 年小家电线上销售额占比快速提升至 65%，小家电企业线上渠道布局的重要性愈发突出。与此同时，线上渠道也愈发展现出多样化特征，除了淘系、京东等电商平台外，短视频、直播以及社群平台等新兴渠道正逐步崛起。

图 40: 根据奥维云网 (AVC) 监测数据, 2020 年中国小家电行业销售额线上渠道占比达 65%


资料来源: 奥维云网, 东方证券研究所

图 41: 线上渠道愈发多样化, 除电商平台外, 短视频、直播、社群平台等渠道逐步崛起


资料来源: 奥维云网, 东方证券研究所

秉承“渠道围绕客流”的经营策略，公司积极布局覆盖不同圈层的线上、线下立体渠道网络。公司自 2011 年即成立电子商务中心，与时俱进搭建起线上销售渠道，2018 年公司线上销售收入占比达 50%；当前公司已根据不同产品品类布局拓展相应线上品类旗舰店，同时快速推进多平台、多时段、高频次的线上直播，加大抖音、快手等内容电商平台布局，实现线上销售占比稳步提升。线下渠道方面，公司在原有的全国 4 万余个销售终端基础上，积极布局线下新零售渠道，持续推进以 Shopping Mall 为代表的高端品牌店建设，将“直播+短视频”赋能与线下新零售体验相结合，并通过数据化运营实现 O2O 融合发展与用户的高价值转换，积极布局覆盖不同圈层消费者的线上、线下立体化渠道网络。

图 42：公司根据不同产品品类布局拓展相应线上品类旗舰店，并加大内容电商平台布局



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 43：九阳携手 LINE FRIENDS、苏宁易购联合打造的全国家首家萌潮厨房主题店落户南京淮海苏宁店



资料来源：公司官网，东方证券研究所

2.4 品牌：线上、线下联动，打造年轻化的国内品质小家电领导品牌

公司积极推动品牌年轻化转型，通过线上、线下联动的方式打造国内品质小家电领导品牌。以健康和创新为核心，公司近年大力推动品牌年轻化，积极打造“网红潮牌”，通过线上、线下联动的方式不断强化九阳品牌在年轻人心智中的占位，具体举措包括：（1）布局达人直播带货及店铺自播相结合的全域直播模式，持续提升消费者线上产品及品牌体验，通过最短链条、时尚潮流的方式触达年轻消费者；同时联合全网 KOL 及 KOC 实现短视频图文种草，持续加大内容营销力度；（2）启用新生代优质流量明星代言，2019 年 3 月起聘请邓伦作为品牌代言人，2021 年 4 月签约张哲瀚作为品牌大使，并携手推广直播带货、内容投放、主题门店打卡等一系列线上、线下互动活动，有效提升九阳品牌在年轻消费者中的认知度；（3）联合流量萌潮品牌 IP 推出合作款产品并使之常态化，建立消费者与公司联动的重要桥梁，通过 IP 的影响力吸引众多年轻用户群体的关注与购买，积极打造年轻化的国内品质小家电领导品牌。

图 44：公司携手品牌大使张哲瀚，积极推进直播带货、内容投放、主题门店打卡等一系列线上、线下互动活动



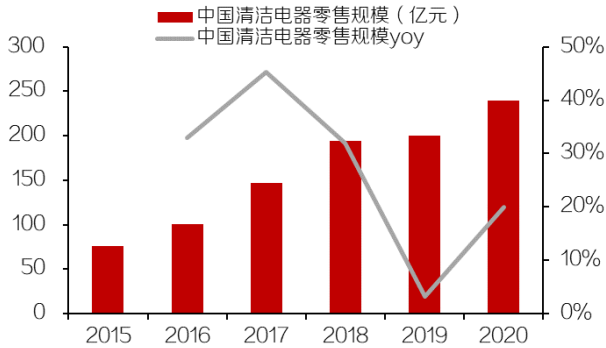
资料来源：微博，抖音，东方证券研究所

3 Shark 品牌：掘金国内清洁电器高成长赛道，集团协同下高增长可期

3.1 中国清洁电器市场规模快速扩张，渗透率提升空间广阔

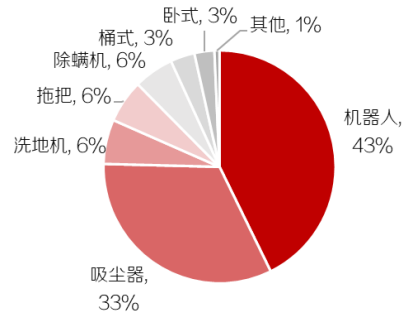
中国清洁电器市场规模持续增长，近五年年均复合增速达 26%，其中洗地机、电动/蒸汽拖把等新兴品类零售规模快速扩张。随着产品技术更新迭代以及新品类的不断推出，中国清洁电器市场规模持续扩大，据奥维云网（AVC）全渠道推总数据，2020 年中国清洁电器零售规模为 240 亿元，同比增长 20%，近 5 年（2015-2020 年）年均复合增速达 26%。清洁电器主要包括扫地机器人、吸尘器、洗地机、电动/蒸汽拖把等品类，其中扫地机器人、吸尘器作为核心品类，2020 年线上零售额口径占比分别达 43%、33%，2020 年同比增速分别达 27%、28%；洗地机、电动/蒸汽拖把作为新兴品类，2020 年线上零售额占比分别达 6%、6%，同比增速高达 1885%、260%，零售规模快速扩张。

图 45：2020 年中国清洁电器零售规模达 240 亿元，近 5 年年均复合增速达 26%



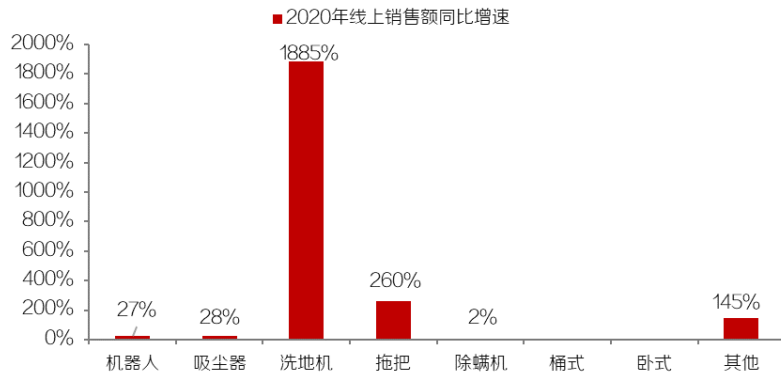
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 46：2020 年中国清洁电器行业中，扫地机器人、吸尘器销售额占比达 76%（2020 年线上零售额口径）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 47：以洗地机、电动/蒸汽拖把为代表的清洁电器新兴品类零售规模正快速扩张

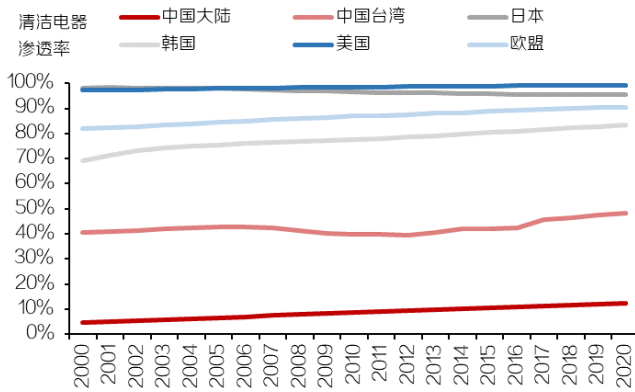


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

中国当前清洁电器渗透率水平仅 12%，技术升级有望驱动未来渗透率快速提升，未来十年行业销量 CAGR 预计将达 10%以上。根据 Euromonitor 统计的数据，2020 年中国清洁电器渗透率为 12.4%，较 2010 年提升 3.7pct，整体处于缓慢增长阶段；与欧、美、日、韩等国高于 80%的渗透率相比，未来中国市场仍有较大提升空间。对标 1990 年代的韩国，其清洁电器渗透率由 1989 年的 19%爆发式地增长到了 2000 年的 69%，我们认为其主要源于，韩国市场彼时以人均收入提升、住宅建设计划推行为主的需求侧刺激，和以产业转型升级、产品不断推陈出新为主的供给端驱动是推动清洁电器加速渗透的主要原因。未来随着扫地机器人、洗地机、电动拖把等代表产品在智能化、关键性能等技术方面持续迭代升级，有望推动中国清洁电器渗透率快速提升。中性情形下，假设 2030 年中国清洁电器渗透率将由当前的 12%提升至 30%，预计 2030 年中国清洁电器销量将达

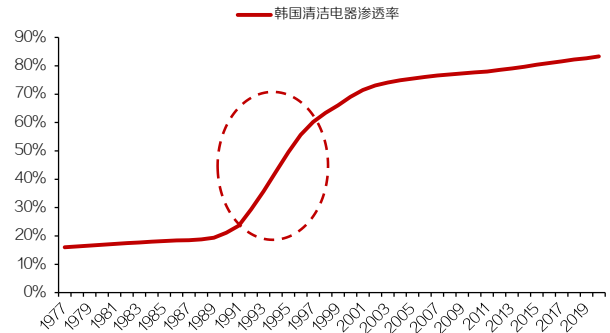
4795 万台，未来 10 年年均复合增速为 9%；乐观情形下，若 2030 年中国渗透率达 50%，预计 2030 年销量将达 8325 万台，未来 10 年年均复合增速达 15%。

图 48：与欧、美、日、韩等国相比，中国大陆清洁电器渗透率未来仍有较大提升空间



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 49：韩国清洁电器渗透率在 1990 年代呈现爆发式提升的态势



注：1990 年代韩国清洁电器仅包括吸尘器等产品，不包含扫地机器人

资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

表 3：参考韩国发展史，乐观情形下若中国清洁电器渗透率于 2030 年达 50%，则 2020-2030 年销量年均复合增速将达 15%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国人口数量（百万人）	1383	1390	1395	1400	1405	1409	1414	1419	1424	1428	1433	1438	1443	1448	1452
YOY	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
中国家庭户数（百万户）	461	463	465	467	468	470	471	473	475	476	478	479	481	483	484
①中性情形															
中国清洁电器渗透率	11.0%	11.4%	11.7%	12.1%	12.4%	14.0%	15.7%	17.3%	18.9%	20.5%	22.2%	23.8%	25.4%	27.0%	30.0%
保有量（百万台）	50.7	52.8	54.4	56.5	58.1	65.9	73.8	81.7	89.7	97.8	105.9	114.0	122.2	130.5	145.2
销量（百万台）	12.4	15.0	17.2	17.9	20.2	22.8	25.1	25.9	28.2	30.9	33.2	34.0	36.4	39.1	47.9
YOY	36.8%	20.6%	14.9%	4.2%	12.4%	13.2%	10.0%	3.1%	8.8%	9.6%	7.6%	2.5%	6.9%	7.6%	22.5%
①乐观情形															
中国清洁电器渗透率	11.0%	11.4%	11.7%	12.1%	12.4%	15.8%	19.3%	22.7%	26.2%	29.6%	33.1%	36.5%	40.0%	43.4%	50.0%
保有量（百万台）	50.7	52.8	54.4	56.5	58.1	74.4	90.9	107.5	124.2	141.1	158.0	175.0	192.2	209.5	242.1
销量（百万台）	12.4	15.0	17.2	17.9	20.2	31.4	33.7	34.5	36.9	48.2	50.6	51.6	54.0	65.5	83.2
YOY	36.8%	20.6%	14.9%	4.2%	12.4%	55.5%	7.5%	2.5%	6.8%	30.7%	5.1%	1.9%	4.8%	21.1%	27.2%

注：假设一户家庭有 3 口人

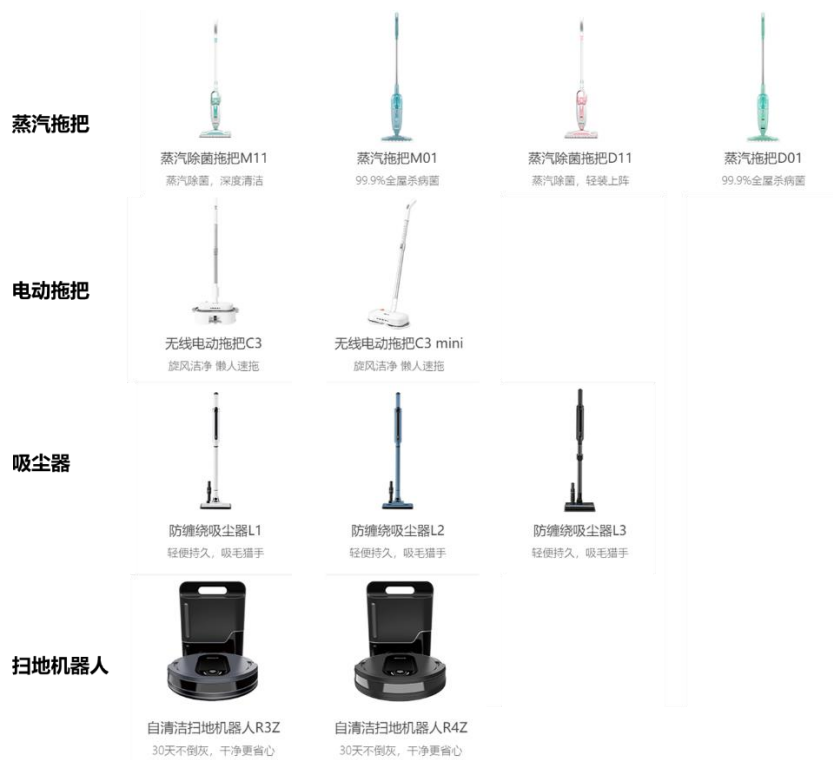
注：清洁电器更换速度假设为 4 年一换

资料来源：Euromonitor，wind，东方证券研究所

3.2 Shark：与 SharkNinja 协同持续发挥，有望乘行业快速扩容之势实现高增长

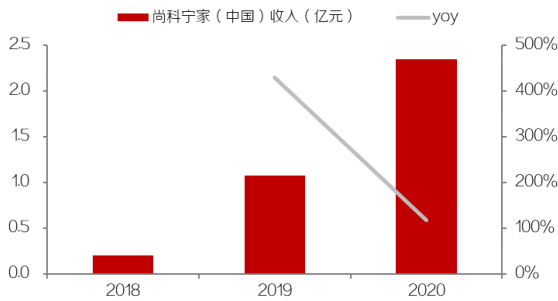
通过收购 SharkNinja 切入家庭清洁电器领域，Shark（鲨客）品牌收入规模快速扩张。公司大股东上海力鸿联手鼎辉于 2017 年 9 月跨境收购美国高端清洁类小家电公司 SharkNinja 的 70% 股权，随后 2018 年 7 月九阳股份出资 1250 万元收购 SharkNinja 中国营运公司尚科宁家（中国）51% 的股权，以 Shark（鲨客）品牌进军国内家庭清洁电器领域，当前主营产品包含蒸汽拖把、电动拖把、吸尘器、扫地机器人等，可为消费者提供一站式的全屋清洁解决方案。根据淘数据平台的淘系平台销售额数据，近 12 个月（2020 年 5 月-2021 年 4 月）鲨客品牌蒸汽拖把、电动拖把份额分别位居行业第一、第二，市占率分别达 52%、10%。据公司年报披露，2020 年尚科宁家（中国）实现收入 2.34 亿元，同比增长 118%，Shark 品牌收入规模自 2018 年并表以来呈快速增长态势。

图 50：Shark（鲨客）品牌主营家庭清洁类电器，当前主要品类包含蒸汽拖把、电动拖把、吸尘器、扫地机器人等



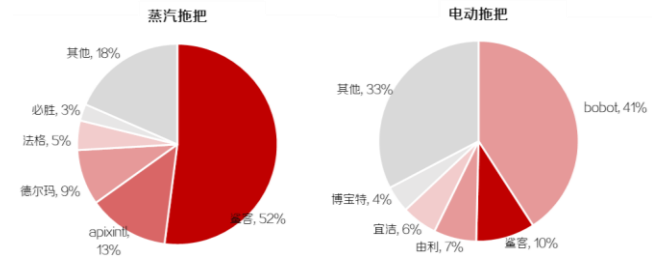
资料来源：鲨客官网，东方证券研究所

图 51：2020 年尚科宁家（中国）实现收入 2.34 亿元，同比增速达 118%



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 52：鲨客品牌蒸汽拖把、电动拖把市占率分别位居行业第一、第二



注：以 2020 年 5 月-2021 年 4 月近 12 个月淘系平台线上销售数据为例

资料来源：淘数据，东方证券研究所

公司与 SharkNinja 协同效应持续发挥，未来 Shark 品牌有望乘清洁电器行业快速扩容之势，高增长可期。（1）产品侧，Shark 作为美国第一吸尘器品牌，在清洁电器领域技术积淀深厚，通过中国团队根据市场调研、用户数据对本地化需求痛点的深挖，以及 SharkNinja 美国团队开展相关研发工作，有望于产品侧持续通过研发协同，推进清洁电器全品类及本土化的布局。（2）渠道侧，截至 2019 年上半年，Shark 品牌在国内拥有独立品牌店 200 家左右，主要定位在高端 Shopping Mall 以及 KA 门店，公司同时优选九阳品牌头部门店、设置 Shark 独立展柜，与九阳终端发挥渠道协同效应；与此同时，依托于线上、线下联动的丰富营销经验，公司助力 Shark 品牌在多个电商平台构建直营店铺，打造短视频、直播及图文等内容抓手，持续沉淀转化客户群体。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 依托于“SKY 系列”深耕传统核心单品，以及通过子品牌、IP 联盟款持续推出潮萌新兴品类，九阳品牌各品类收入有望实现稳健增长，其中，我们预测 2021-2023 年食品加工机系列收入同比增速将分别达 15.58%、13.55%、10.68%；与 SharkNinja 协同持续提升，Foodi 系列外销收入有望快速扩张，预计 2021-2023 年营养煲系列收入将同比分别增长 11.47%、12.03%、11.83%；通过与 SharkNinja 在产品、渠道等方面的协同效应持续发挥，未来 Shark 品牌有望乘中国清洁电器行业渗透率快速提升之势实现高增长，预计 2021-2023 年 Shark 收入增速将分别达 100.00%、80.00%、60.00%；净水器、烘焙类收入稳步增长，预计西式小家电系列收入增速将分别达 34.52%、31.99%、30.01%。
- 2) 受原材料涨价等因素影响，假设 2021 年公司毛利率将小幅回落；价值登高策略下，公司有望持续通过“SKY 系列”等原创产品实现毛利率稳步上行，预计 2021-2023 年公司毛利率将分别达 32.15%、32.37%、32.41%。

- 3) 我们预计公司 2021-2023 年销售费用率将维持 16.60%；考虑股权激励摊销费用影响，预计管理费用率将分别达 4.50%、4.40%、4.14%；假设研发费用率将维持 3.10%。
- 4) 假设 2021-2023 年公司所得税率将维持 15.00%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
食品加工机系列					
销售收入 (百万元)	4,096.9	4,755.5	5,496.6	6,241.5	6,908.3
增长率	20.2%	16.1%	15.6%	13.6%	10.7%
毛利率	39.4%	37.9%	37.7%	38.0%	38.0%
营养煲系列					
销售收入 (百万元)	3,105.0	3,479.4	3,878.5	4,344.9	4,858.9
增长率	13.3%	12.1%	11.5%	12.0%	11.8%
毛利率	25.0%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
西式小家电系列					
销售收入 (百万元)	1,153.0	1,532.0	2,060.8	2,720.2	3,536.5
增长率	7.2%	32.9%	34.5%	32.0%	30.0%
毛利率	33.6%	32.9%	32.9%	32.9%	32.9%
电磁炉系列					
销售收入 (百万元)	603.5	546.2	518.9	518.9	518.9
增长率	-8.7%	-9.5%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.3%	26.8%	26.8%	26.8%	26.8%
其他产品					
销售收入 (百万元)	336.1	567.5	709.3	851.2	1,021.5
增长率	70.6%	68.8%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利率	20.0%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务					
销售收入 (百万元)	56.9	343.2	411.9	494.2	593.1
增长率	-35.0%	503.7%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	50.6%	56.4%	56.4%	56.4%	56.4%
合计	9,351.4	11,223.7	13,076.0	15,170.9	17,437.1
增长率	14.5%	20.0%	16.5%	16.0%	14.9%
综合毛利率	32.5%	32.1%	32.1%	32.4%	32.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们采用相对估值法对公司进行估值。本篇报告分别选取了苏泊尔、新宝股份、小熊电器、北鼎股份等小家电以及莱克电气、石头科技等清洁电器企业作为可比公司。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.97、11.71、13.33 亿元，对应的 EPS 分别 1.30、1.53、1.74 元。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 30 倍，考虑到九阳作为国内品质生活小家电领导品牌，有望通过产品、渠道侧创新双引擎驱动，持续积极推进年轻化转型，Shark 品牌则有望受益乘中国清洁电器行业

渗透率快速提升之势实现高增长，且二者协同效应正持续提升，共同驱动公司业绩稳健增长。我们给予公司 2021 年 30 倍市盈率估值，对应目标价 38.98 元，首次给予“增持”评级。

表 4：可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 30 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)						市盈率						一致预期净利润增速	
		2021年6月27日	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2018A	2020A	2020E	2021E	2022E	2023E	2022E	2023E
苏泊尔	002032.SZ	64.45	2.03	2.34	2.34	2.59	2.93	3.32	31.70	27.56	27.56	24.88	21.97	19.42	13.2%	13.1%
小熊电器	002959.SZ	67.00	2.06	2.23	2.23	3.27	4.11	4.90	32.51	29.98	29.98	20.50	16.29	13.66	25.9%	19.2%
北鼎股份	300824.SZ	24.40	0.42	0.40	0.40	0.60	0.80	1.01	58.49	60.49	60.49	40.42	30.52	24.06	32.4%	27.0%
新宝股份	002705.SZ	27.55	0.62	0.86	0.86	1.63	1.96	2.21	44.52	32.12	32.12	16.91	14.05	12.46	20.5%	12.8%
石头科技	688169.SH	1279.00	6.15	15.66	15.66	27.23	35.13	44.58	207.97	81.69	81.69	46.98	36.40	28.69	29.0%	26.9%
莱克电气	603355.SH	62.16	1.06	1.25	1.25	1.85	2.31	2.80	58.92	49.63	49.63	33.54	26.88	22.18	24.8%	21.2%
	最大值								207.97	81.69	81.69	46.98	36.40	28.69	32%	27%
	最小值								31.70	27.56	27.56	16.91	14.05	12.46	13%	13%
	平均数								72.35	46.91	46.91	30.54	24.35	20.08	24%	20%
	调整后平均								48.61	43.05	43.05	29.83	23.91	19.83	25%	20%

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **研发创新能力不足导致品类扩张进度不达预期、估值下滑的风险：**丰富多元的多品类矩阵扩张是公司未来收入规模、毛利率稳步提升的主要驱动力，若公司研发新品的创新能力不足、消费者接受力度不达预期，公司或将面临收入增长不达预期、估值下降的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**小家电行业进入壁垒相对较低，若行业竞争加剧导致价格战，公司收入或将存在不达预期的风险。
- **中美贸易政策发生大幅变化的风险：**受益于 Ninja 旗下 Foodi 系列代工收入快速增长，2020 年公司外销收入占比达 9%；若未来中美贸易政策发生较大幅度变化，如加征关税等，或将导致公司外销 ODM 代工、品牌自主出海对应的收入增长受限。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,603	1,961	2,525	3,246	4,093	营业收入	9,351	11,224	13,076	15,171	17,437
应收票据、账款及款项融资	2,517	2,867	3,340	3,875	4,454	营业成本	6,310	7,626	8,872	10,260	11,786
预付账款	17	16	19	22	25	营业税金及附加	47	59	69	80	92
存货	1,086	945	1,099	1,271	1,460	营业费用	1,477	1,868	2,176	2,525	2,902
其他	299	1,511	1,539	1,570	1,604	管理费用及研发费用	719	744	992	1,135	1,261
流动资产合计	5,522	7,300	8,522	9,984	11,636	财务费用	(25)	1	(21)	(25)	(30)
长期股权投资	255	183	183	183	183	资产、信用减值损失	(0)	23	0	0	0
固定资产	681	646	704	750	795	公允价值变动收益	13	66	66	66	66
在建工程	26	11	0	0	0	投资净收益	60	62	62	62	62
无形资产	123	125	118	111	104	其他	46	37	37	37	37
其他	861	870	731	731	731	营业利润	943	1,066	1,152	1,360	1,590
非流动资产合计	1,946	1,835	1,735	1,774	1,812	营业外收入	6	6	6	6	6
资产总计	7,468	9,135	10,257	11,758	13,449	营业外支出	9	10	10	10	10
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	940	1,063	1,148	1,356	1,587
应付票据及应付账款	2,781	3,673	4,273	4,941	5,676	所得税	134	147	172	203	238
其他	919	1,127	1,148	1,255	1,370	净利润	806	916	976	1,153	1,349
流动负债合计	3,700	4,800	5,421	6,196	7,046	少数股东损益	(18)	(24)	(21)	(18)	16
长期借款	0	0	44	88	132	归属于母公司净利润	824	940	997	1,171	1,333
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.07	1.23	1.30	1.53	1.74
其他	17	53	0	0	0						
非流动负债合计	17	53	44	88	132						
负债合计	3,717	4,852	5,465	6,284	7,178						
少数股东权益	(2)	(1)	(22)	(41)	(25)						
实收资本(或股本)	767	767	767	767	767						
资本公积	887	934	934	934	934						
留存收益	2,066	2,561	3,113	3,814	4,595						
其他	32	22	0	0	0						
股东权益合计	3,751	4,282	4,792	5,474	6,271						
负债和股东权益总计	7,468	9,135	10,257	11,758	13,449						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	806	916	976	1,153	1,349
折旧摊销	56	69	20	16	17
财务费用	(25)	1	(21)	(25)	(30)
投资损失	(60)	(62)	(62)	(62)	(62)
营运资金变动	859	749	(37)	33	44
其它	(383)	336	(4)	(65)	(65)
经营活动现金流	1,253	2,009	872	1,050	1,254
资本支出	(27)	15	(55)	(55)	(55)
长期投资	469	144	0	0	0
其他	(806)	(820)	127	127	127
投资活动现金流	(365)	(660)	72	72	72
债权融资	0	0	44	44	44
股权融资	49	46	0	0	0
其他	(686)	(827)	(424)	(445)	(523)
筹资活动现金流	(637)	(780)	(380)	(401)	(479)
汇率变动影响	2	(16)	-0	-0	-0
现金净增加额	253	553	564	721	847

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.5%	20.0%	16.5%	16.0%	14.9%
营业利润	7.3%	13.1%	8.0%	18.1%	17.0%
归属于母公司净利润	9.3%	14.1%	6.0%	17.5%	13.8%
获利能力					
毛利率	32.5%	32.1%	32.1%	32.4%	32.4%
净利率	8.8%	8.4%	7.6%	7.7%	7.6%
ROE	21.8%	23.4%	21.9%	22.7%	22.6%
ROIC	20.8%	22.9%	21.1%	21.8%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	49.8%	53.1%	53.3%	53.4%	53.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.49	1.52	1.57	1.61	1.65
速动比率	1.20	1.32	1.37	1.41	1.44
营运能力					
应收账款周转率	49.7	53.7	56.8	56.7	56.5
存货周转率	6.9	7.5	8.7	8.6	8.6
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益	1.07	1.23	1.30	1.53	1.74
每股经营现金流	1.63	2.62	1.14	1.37	1.63
每股净资产	4.89	5.58	6.28	7.19	8.21
估值比率					
市盈率	31.6	27.7	26.2	22.3	19.6
市净率	6.9	6.1	5.4	4.7	4.1
EV/EBITDA	23.0	19.7	19.5	16.6	14.2
EV/EBIT	24.4	21.0	19.8	16.8	14.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn