

九阳股份 (002242)

证券研究报告

2021年09月01日

锅煲+炊具带动营收增长，外销营收占比上升

事件: 公司 2021 年 H1 实现营业收入 47.44 亿元, 同比+4.06%, 19H1-21H1 CAGR 为 6%; 归母净利润 4.51 亿元, 同比+8.06%, 19H1-21H1 CAGR 为 5%; 扣非净利润为 3.49 亿元, 同比-11.22%, 19H1-21H1 CAGR 为 -4%; 其中 2021Q2 实现营业收入 25.01 亿元, 同比-12.45%, 归母净利润 2.71 亿元, 同比+0.17%, 扣非净利润为 1.87 亿元, 同比-24.9%。

锅煲+炊具带动营收增长，受益疫情品类增速下降

分品类看, 21H1 营养煲系列销额同比 48.21%, 根据生意参谋数据显示, 电饭煲 Q2 销额同比 20%, 需求平稳增长。21H1 炊具系列销额同比 36.91%, 公司在 Q2 炊具类新品频出, 不仅外观设计时尚新颖, 同时材质上采用晶钻耐磨不粘锅的材料, 使产品颜值与品质并存, 推动炊具销售增长。21H1 食品加工系列/西式电器系列营收同比分别下降 14.44%/19.28%, 根据生意参谋数据显示, 公司核心品类破壁机和豆浆机 Q2 销额同比分别为 -28% 和 -41%, 去年受益于疫情的电烤箱品类销额同比 -82%, 需求有所减少。清洁电器方面, Shark 新品洗地机开始预售, 同时还有扫地机新品将推出, 预计下半年有望为公司贡献更多营收。

分地区看, 境内/境外营收同比 -6%/243%。根据公司披露的关联交易金额显示, 21H1 销售商品/采购商品同比 473%/-22%, 若 21 年披露的关联交易金额不变, 则下半年销售商品/采购商品同比 -61%/178%。根据母公司 JS 环球的中报显示, 海外需求良好, 我们预计不排除公司未来有上调关联收入的可能性。

外销比例上升影响毛利率，公司费用投入平稳增长

2021 年 H1 公司毛利率为 30.66%, 同比 -1.95pct, 净利率为 9.15%, 同比 +0.01pct; 其中 2021Q2 毛利率为 29.97%, 同比 -2.21pct, 净利率为 10.34%, 同比 +0.85pct。分品类看, 食品加工机/营养煲/西式电器毛利率同比分别为 -0.38/-2.76/+1.02pct。分地区看, 境内/境外毛利率同比分别为 +0.51%/+2.8%, 毛利率较低的海外营收占比由 20H1 的 4.09% 提升至 13.49%, 海外营收占比的提升使家电品类整体毛利率同比下降 2.23pct。21H1 公司的非经常性损益在政府的品牌研发投入专项补贴和理财收益上增加 1.15 亿元, 使公司 21H1 扣非净利润同比为 -11.22%, Q2 扣非净利润同比 -24.9%。

费用方面, 公司 2021 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.32%、3.01%、3.25%、-0.21%, 同比 +1、-0.25、+0.01、+0.12pct; 其中 21Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.83%、2.45%、3.01%、-0.16%, 同比 +0.67、-0.64、+0.51、+0.14pct。

投资建议

公司核心品类营养煲销售情况良好, 炊具销售显著增长, 目前 shark 已推出洗地机新品, 下半年有望推出新款扫地机产品, 为公司整体营收助力。根据公司中报的情况, 预计 21-23 年净利润为 10、12、15 亿元 (21-22 年前值为 11、12 亿元), 当前股价对应动态估值为 16x、13x、11x, 维持“增持”评级。

风险提示: 新品销售不及预期; Shark 品牌销售不及预期; 原材料价格波动风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,351.44	11,223.75	12,147.90	14,025.03	16,274.55
增长率(%)	14.48	20.02	8.23	15.45	16.04
EBITDA(百万元)	1,278.10	1,475.31	1,125.82	1,427.41	1,689.54
净利润(百万元)	824.11	940.08	1,010.69	1,249.58	1,479.13
增长率(%)	9.26	14.07	7.51	23.64	18.37
EPS(元/股)	1.07	1.23	1.32	1.63	1.93
市盈率(P/E)	19.58	17.17	15.97	12.92	10.91
市净率(P/B)	4.30	3.77	3.71	3.61	3.46
市销率(P/S)	1.73	1.44	1.33	1.15	0.99
EV/EBITDA	13.04	13.90	10.10	8.37	6.20

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	21.04 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	767.03
流通 A 股股本(百万股)	766.01
A 股总市值(百万元)	16,138.37
流通 A 股市值(百万元)	16,116.82
每股净资产(元)	5.18
资产负债率(%)	50.56
一年内最高/最低(元)	45.98/20.66

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《九阳股份-公司点评:产品结构改善,线上份额有所提升》2021-03-02
- 《九阳股份-公司点评:增持个股新赛道,进一步实现外延式拓展》2021-02-06
- 《九阳股份-季报点评:核心品类表现稳定, Q3 业绩符合预期》2020-10-27

事件：公司 2021 年 H1 实现营业收入 47.44 亿元，同比+4.06%，19H1-21H1 CAGR 为 6%；归母净利润 4.51 亿元，同比+8.06%，19H1-21H1 CAGR 为 5%；扣非净利润为 3.49 亿元，同比-11.22%，19H1-21H1 CAGR 为-4%；其中 2021Q2 实现营业收入 25.01 亿元，同比-12.45%，归母净利润 2.71 亿元，同比+0.17%，扣非净利润为 1.87 亿元，同比-24.9%。

图 1：公司营收及同比（百万元，%）

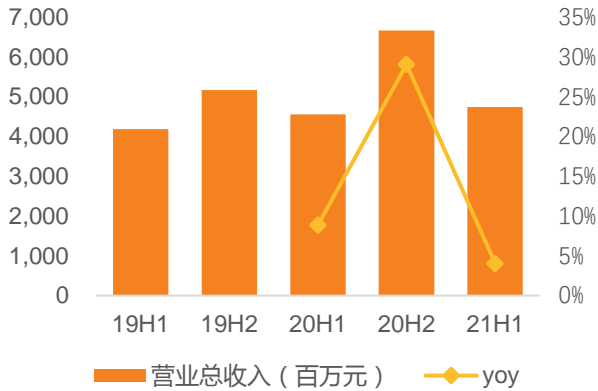
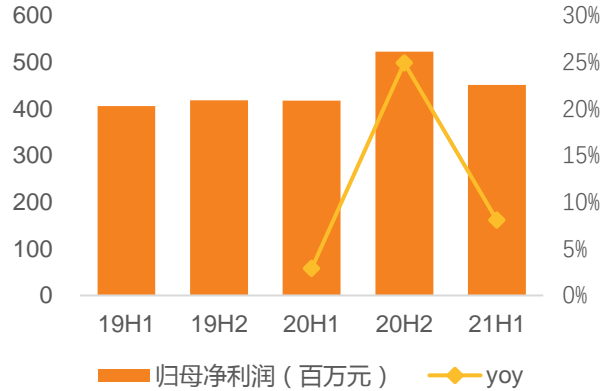


图 2：公司净利润及同比（百万元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

锅煲+炊具带动营收增长，受益疫情品类增速下降

分品类看，21H1 营养煲系列销额同比 48.21%，根据生意参谋数据显示，电饭煲 Q2 销额同比 20%，需求平稳增长。21H1 炊具系列销额同比 36.91%，公司在 Q2 炊具类新品频出，不仅外观设计时尚新颖，同时材质上采用晶钻耐磨不粘锅的材料，使产品颜值与品质并存，推动炊具销售增长。21H1 食品加工系列/西式电器系列营收同比分别下降 14.44%/19.28%，根据生意参谋数据显示，公司核心品类破壁机和豆浆机 Q2 销额同比分别为-28%和-41%，去年受益于疫情的电烤箱品类销额同比-82%，需求有所减少。清洁电器方面，Shark 新品洗地机开始预售，同时还有扫地机新品将推出，预计下半年有望为公司贡献更多营收。

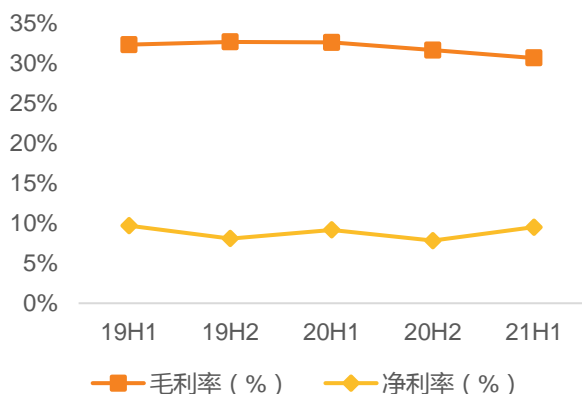
分地区看，境内/境外营收同比-6%/243%。根据公司披露的关联交易金额显示，21H1 销售商品/采购商品同比 473%/-22%，若 21 年披露的关联交易金额不变，则下半年销售商品/采购商品同比-61%/178%。根据母公司 JS 环球的中报显示，海外需求良好，我们预计不排除公司未来有上调关联收入的可能性。

外销比例上升影响毛利率，公司费用投入平稳增长

2021 年 H1 公司毛利率为 30.66%，同比-1.95pct，净利率为 9.15%，同比+0.01pct；其中 2021Q2 毛利率为 29.97%，同比-2.21pct，净利率为 10.34%，同比+0.85pct。**分品类看，**食品加工机/营养煲/西式电器毛利率同比分别为-0.38/-2.76/+1.02pct。**分地区看，**境内/境外毛利率同比分别+0.51%/+2.8%，毛利率较低的海外营收占比由 20H1 的 4.09%提升至 13.49%，海外营收占比的提升使家电品类整体毛利率同比下降 2.23pct。21H1 公司的非经常性损益在政府的品牌研发投入专项补贴和理财收益上增加 1.15 亿元，使公司 21H1 扣非净利润同比为-11.22%，Q2 扣非净利润同比-24.9%。

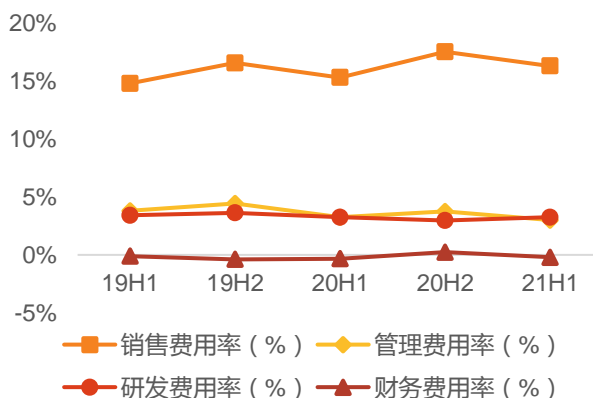
费用方面，公司 2021 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.32%、3.01%、3.25%、-0.21%，同比+1、-0.25、+0.01、+0.12pct；其中 21Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.83%、2.45%、3.01%、-0.16%，同比+0.67、-0.64、+0.51、+0.14pct。

图 3：公司利润率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司费用率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

周转情况保持良好，原材料上涨影响现金流

资产负债表方面，公司 2021 年 H1 货币资金+交易性金融资产为 30.83 亿元，同比 24.5%，存货为 7.7 亿元，同比+19.28%，应收票据和账款合计为 18.15 亿元，同比+37.63%。**周转方面**，公司 2021 年 H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 46.93、18.68 和 96.54 天，同比-3.81、+6.35 和+2.27 天。

现金流方面，公司 2021 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为-3.32 亿元，同比-163.1%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 45.65 亿元，同比+33.65%；其中 2021Q2 经营活动产生的现金流量净额为-1.52 亿元，同比-139.74%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 25.78 亿元，同比+38.08%。主要为公司支付上期原材料款所致。

投资建议

公司核心品类营养煲销售情况良好，炊具销售显著增长，目前 shark 已推出洗地机新品，下半年有望推出新款扫地机产品，为公司整体营收助力。根据公司中报的情况，预计 21-23 年净利润为 10、12、15 亿元（21-22 年前值为 11、12 亿元），当前股价对应动态估值为 16x、13x、11x，维持“增持”评级。

风险提示：新品销售不及预期；Shark 品牌销售不及预期；原材料价格波动风险等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,603.26	1,961.21	3,912.24	3,137.33	4,569.85
应收票据及应收账款	1,442.38	2,107.93	1,752.22	2,050.39	2,408.19
预付账款	16.76	16.24	53.75	20.24	55.05
存货	1,086.32	944.93	1,226.66	1,365.78	1,534.73
其他	1,373.37	2,269.40	1,055.25	1,268.57	1,232.01
流动资产合计	5,522.09	7,299.72	8,000.12	7,842.31	9,799.84
长期股权投资	255.07	182.67	182.67	182.67	182.67
固定资产	680.65	646.31	610.26	590.38	566.40
在建工程	25.68	11.01	42.61	73.56	74.14
无形资产	122.85	124.87	118.24	111.61	104.98
其他	861.46	870.25	607.41	747.02	739.72
非流动资产合计	1,945.71	1,835.11	1,561.18	1,705.25	1,667.91
资产总计	7,467.80	9,134.83	9,561.30	9,547.55	11,467.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,781.33	3,672.79	3,438.31	4,236.43	4,642.73
其他	918.75	1,126.88	1,778.99	870.67	2,207.60
流动负债合计	3,700.08	4,799.66	5,217.30	5,107.09	6,850.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.74	52.67	24.01	31.14	35.94
非流动负债合计	16.74	52.67	24.01	31.14	35.94
负债合计	3,716.82	4,852.33	5,241.31	5,138.24	6,886.28
少数股东权益	(2.08)	(1.27)	(34.92)	(60.62)	(88.50)
股本	767.31	767.17	767.03	767.03	767.03
资本公积	887.50	933.78	903.78	893.78	893.78
留存收益	2,953.56	3,495.01	3,587.87	3,702.90	3,902.93
其他	(855.30)	(912.20)	(903.78)	(893.78)	(893.78)
股东权益合计	3,750.99	4,282.49	4,319.99	4,409.32	4,581.46
负债和股东权益总计	7,467.80	9,134.83	9,561.30	9,547.55	11,467.75

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	805.76	916.31	1,010.69	1,249.58	1,479.13
折旧摊销	89.88	89.57	71.09	75.54	80.04
财务费用	(13.04)	12.71	(6.15)	1.40	1.63
投资损失	(79.22)	(75.32)	(85.57)	(69.14)	(72.05)
营运资金变动	(961.02)	2,026.21	865.76	(829.78)	1,250.34
其它	1,410.67	(960.18)	(35.29)	(25.83)	(28.15)
经营活动现金流	1,253.02	2,009.30	1,820.53	401.77	2,710.94
资本支出	51.73	(81.25)	88.66	72.87	45.20
长期投资	(2.07)	(72.40)	0.00	0.00	0.00
其他	(414.41)	(506.62)	973.46	(114.03)	(43.51)
投资活动现金流	(364.75)	(660.26)	1,062.12	(41.16)	1.69
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	106.98	34.47	(45.57)	(11.40)	(1.63)
其他	(744.45)	(814.84)	(886.06)	(1,124.12)	(1,278.47)
筹资活动现金流	(637.47)	(780.37)	(931.63)	(1,135.52)	(1,280.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	250.80	568.66	1,951.03	(774.91)	1,432.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,351.44	11,223.75	12,147.90	14,025.03	16,274.55
营业成本	6,310.18	7,626.33	8,300.53	9,501.25	10,992.31
营业税金及附加	47.04	59.05	57.38	70.13	81.37
营业费用	1,476.53	1,867.76	2,018.08	2,258.03	2,603.93
管理费用	388.89	398.10	431.49	490.88	569.61
研发费用	330.38	345.84	376.43	420.75	488.24
财务费用	(24.51)	1.06	(6.15)	1.40	1.63
资产减值损失	(0.35)	(1.42)	(5.06)	1.58	1.99
公允价值变动收益	12.89	65.52	0.13	0.30	0.36
投资净收益	60.42	61.79	85.57	69.14	72.05
其他	(192.82)	(266.70)	(238.11)	(221.10)	(234.68)
营业利润	942.79	1,066.42	1,127.60	1,432.67	1,697.74
营业外收入	6.14	6.03	10.32	7.49	7.95
营业外支出	9.01	9.57	4.08	7.56	7.07
利润总额	939.92	1,062.87	1,133.84	1,432.61	1,698.62
所得税	134.16	146.55	158.56	209.16	248.00
净利润	805.76	916.31	975.28	1,223.44	1,450.62
少数股东损益	(18.35)	(23.77)	(35.42)	(26.14)	(28.52)
归属于母公司净利润	824.11	940.08	1,010.69	1,249.58	1,479.13
每股收益(元)	1.07	1.23	1.32	1.63	1.93

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.48%	20.02%	8.23%	15.45%	16.04%
营业利润	7.34%	13.11%	5.74%	27.05%	18.50%
归属于母公司净利润	9.26%	14.07%	7.51%	23.64%	18.37%
获利能力					
毛利率	32.52%	32.05%	31.67%	32.26%	32.46%
净利率	8.81%	8.38%	8.32%	8.91%	9.09%
ROE	21.96%	21.95%	23.21%	27.96%	31.67%
ROIC	39.52%	83.07%	472.06%	-298.96%	509.26%
偿债能力					
资产负债率	49.77%	53.12%	54.82%	53.82%	60.05%
净负债率	-42.74%	-45.80%	-90.56%	-71.15%	-99.75%
流动比率	1.49	1.52	1.53	1.54	1.43
速动比率	1.20	1.32	1.30	1.27	1.21
营运能力					
应收账款周转率	4.66	6.32	6.29	7.38	7.30
存货周转率	10.20	11.05	11.19	10.82	11.22
总资产周转率	1.32	1.35	1.30	1.47	1.55
每股指标(元)					
每股收益	1.07	1.23	1.32	1.63	1.93
每股经营现金流	1.63	2.62	2.37	0.52	3.53
每股净资产	4.89	5.58	5.68	5.83	6.09
估值比率					
市盈率	19.58	17.17	15.97	12.92	10.91
市净率	4.30	3.77	3.71	3.61	3.46
EV/EBITDA	13.04	13.90	10.10	8.37	6.20
EV/EBIT	13.86	14.63	10.78	8.84	6.51

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com