

相关研究

《深度报告: 突破边界, 以“变”应“变”》
 《九阳股份——Q4 收入显著回暖, 股权激励彰显发展信心》
 《Q1 营收维持高增, 科技驱动产品助力中国航天》

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

短期业绩承压, 海外收入高速增长

2021年09月02日

事件: 2021年H1公司实现营业收入47.44亿元, 同比+4.06%; 实现归母净利润4.51亿元, 同比+8.06%。Q2公司实现营业收入25.01亿元, 同比-12.45%; 实现归母净利润2.71亿元, 同比+0.17%。

点评:

- **收入短期承压, 海外营收增长亮眼。** Q2实现营业收入25.01亿元, 同比20/19年分别-12.45/4.71%。分地区来看, 21H1公司境内/境外收入分别同比-6.14/243.20%。境外收入占比稳定上升, 占公司总营收的13.49%, 较去年同期提升9.40pct, 境外收入的快速增长主要来源于公司与JS Global Trading HK Limited销售的增加。
- **原材料上涨成本承压, 毛利率小幅下滑。** Q2毛利率29.97%, 同比-2.21pct。为了应对成本压力, 公司对内部效率进行一定优化, Q2公司销售/管理/研发/财务费用分别同比-8.84/-30.49/+5.21/-53.64%, 费用率率分为为16.83/2.45/3.01/-0.16%, 分别同比+0.67/-0.64/+0.51/+0.14pct。因此, 在毛利下滑的情况, Q2公司净利率达到10.34%, 同比+0.85pct, 实现小幅提升。
- **现金流状况不佳, 未来收入增长潜力良好。** 1) 21H1期末公司货币资金+交易性金融资产合计30.83亿元, 同比+24.50%, 应收票据和应收账款合计181.50亿元, 同比+37.63%, 体现出较好的收入增长能力; 预付款项0.74亿元, 同比+47.53
- **5, 主要原因是公司为应对原材料上涨, 采取预付款项锁定原材料价格。** 2) 从周转率来看, 21H1存货、应收账款和应付账款周转天数分别-3.81/+6.35/+2.27天, 公司存货周转能力明显有所提升。3) 21H1公司经营活动产生的现金流量净额-3.23亿元, 同比-163.10%, Q2经营活动产生的现金流量净额-1.52亿元, 同比-139.74%, 主要系本期支付上期原材料款所致。
- **积极推进新兴渠道布局, Shark品类拓张提供新可能。** 公司策略明确, 借助Shark倾力进入清洁小家电领域, 上半年推出了Shark吸拖一体机V5、Shark蒸汽电动拖把T21, 通过技术创新推动公司产品拓展做大做强。同时, 公司协调发展传统电商与内容电商、O2O新零售与下沉市场, 逐渐完善数字化经营, 为消费者提供更加高效、便捷的体验。
- **盈利预测与投资评级: 尽管九阳短期收入、业绩增长承压, 但公司通过不断调整产品结构, 拓宽产品矩阵, 积极向清洁类家电和个人护理类产品扩展, 与SharkNinja的关联收入不断增加, 我们认为公司下半年公司经营情况将逐渐好转, 我们预计公司21-23年收入为129.96/151.84/179.50亿元, 同比+15.8/16.8/18.2%; 归母净利润10.39/11.76/13.55亿元, 同比+10.5/13.2/15.2%, 对应PE为15.69/13.86/12.03倍, 维持“买入”评级。**

- **风险因素：**原材料价格持续上涨、新品开拓不及预期、品牌竞争加剧、疫情反复导致销售生产停滞

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	9,351	11,224	12,996	15,184	17,950
增长率 YoY %	14.5%	20.0%	15.8%	16.8%	18.2%
归属母公司净利润 (百万元)	824	940	1,039	1,176	1,355
增长率 YoY%	9.3%	14.1%	10.5%	13.2%	15.2%
毛利率%	32.5%	32.1%	30.6%	31.1%	31.3%
净资产收益率ROE%	22.0%	21.9%	22.8%	23.6%	24.4%
EPS(摊薄)(元)	1.07	1.23	1.35	1.53	1.77
市盈率 P/E(倍)	23.42	26.14	15.69	13.86	12.03
市净率 P/B(倍)	5.14	5.74	3.58	3.28	2.93

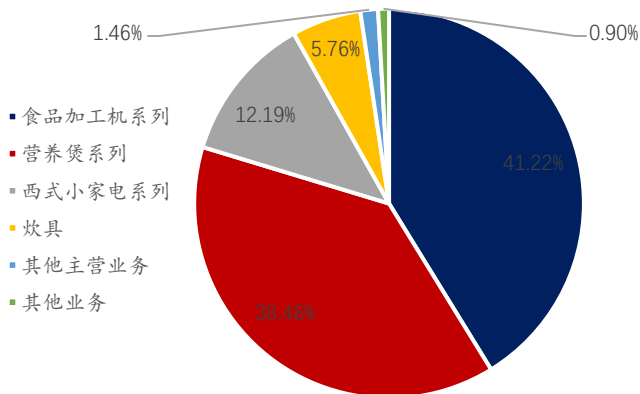
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年09月01日收盘价

一：收入分析：业绩符合预期，海外业务稳定增长

2021年H1公司实现营业收入47.44亿元，同比20/19年分别同比+4.06%/+13.29%；Q2实现营业收入25.01亿元，同比20/19年分别-12.45%/4.71%。

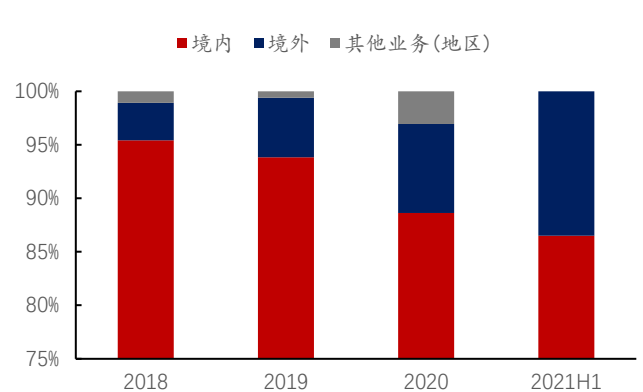
从细分业务来看，为了适应小家电市场发展趋势，公司多元化布局将炊具系列发展成公司重点产品线之一，因此从21H1起单独披露炊具系业务数据。21H1公司食品加工机系列/营养包系列/西式小家电系列/炊具/其他主营业务/其他业务营业收入分别同比-14.44%/+48.21%/-19.28%/+36.90%/-2.87%/-22.11%。从业务占总营收比例来看，食品加工机和西式小家电占公司总营收比例均略有下滑，营养包系列、炊具占比小幅提升，21H1各品类产品营业收入占公司总营收比例分别为42.22%/38.46%/12.19%/5.76%/1.46%/0.90%。

图1：21H1公司营业收入按产品分%



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图2：公司境内外收入占比 (%)



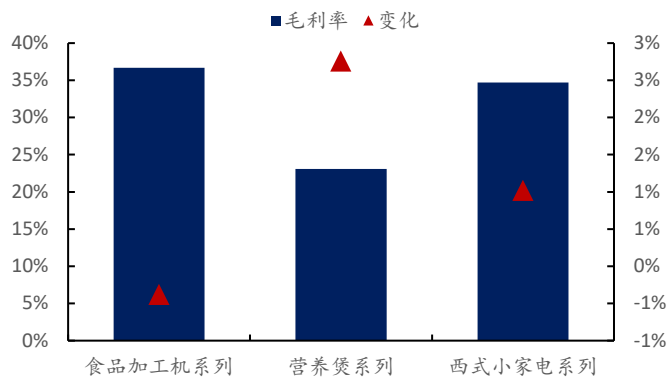
资料来源：WIND，信达证券研发中心

分地区来看，21H1公司境内/境外收入分别达到41.04/6.40亿元，分别同比-6.14%/+243.20%。境外收入占比稳定上升，21H1境内/外收入分别占公司总营收的86.51%/13.49%，境外收入占比较去年同期提升9.40pct，境外收入的快速增长主要来源于公司与JS Global Trading HK Limited销售的增加。

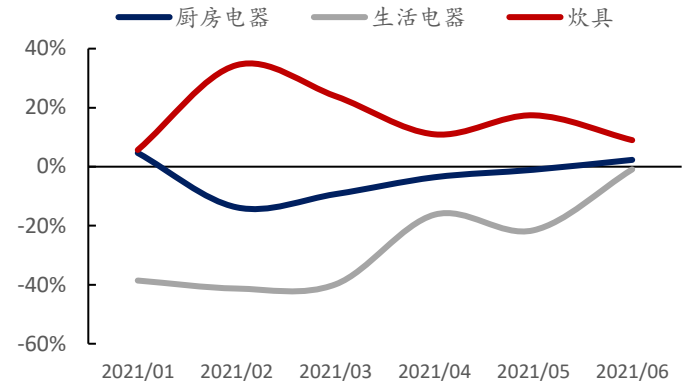
二：盈利能力分析：成本压力导致毛利水平下滑

Q2公司实现净利润5.59亿元，同比20/19年分别同比-4.57%/+7.62%，归母净利润2.71亿元，同比20/19年分别同比+0.17%/+11.68%。受到原材料价格大幅上涨影响，公司毛利率水平小幅下滑。21H1公司实现毛利率30.66%，同比-1.95pct，Q2毛利率29.97%，同比-2.21pct。

分业务来看，食品加工机系列/营养包系列/西式电器系列产品毛利率分别为36.71%/23.07%/34.71%，分别同比-0.38%/-2.76%/+1.02pct。由于终端需求不振，为了提升销售量，公司并未大幅采取涨价策略转嫁成本压力。Q2根据淘数据，公司淘系平台厨房电器、生活电器、厨房烹饪用具均价分别同比-0.79%/-13.39%/+12.34%。

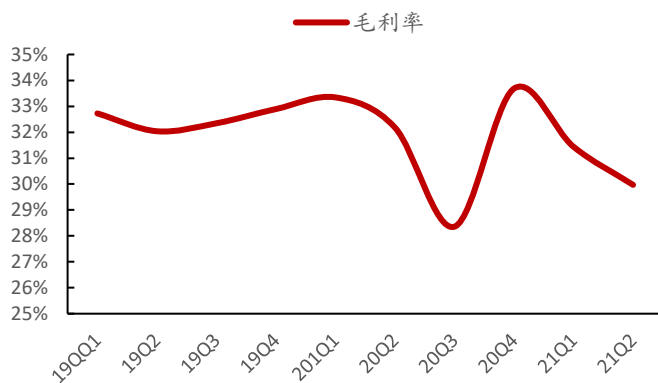
图 3：公司细分产品毛利率变化（单季，%）


资料来源：WIND，信达证券研发中心

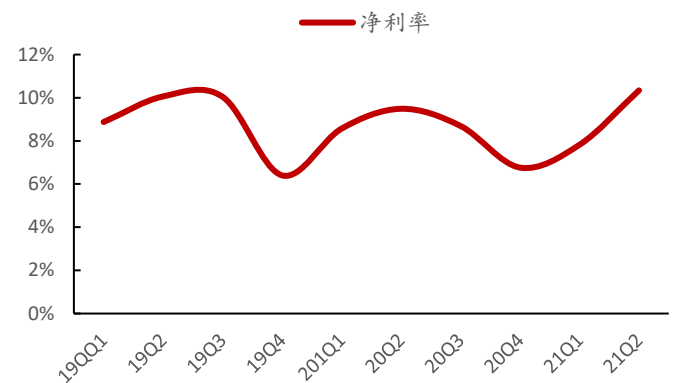
图 4：淘系平台公司主要品类均价变化（%）


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

从费用率角度看，公司加强了费用管控，Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别同比-8.84/-30.49/+5.21/-53.64%，费用率分别为 16.83/2.45/3.01/-0.16%，分别同比+0.67/-0.64/+0.51/+0.14pct。受益于公司费用管控，在毛利率下滑的情况下公司净利率不降反升，Q2 公司净利率实现 10.34%，同比+0.85pct。

图 5：公司毛利率变化（单季，%）


资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 6：公司净利率变化（单季，%）


资料来源：WIND，信达证券研发中心

三、经营分析：现金流状况不佳，未来收入增长潜力良好

- 1、未来收入增长潜力良好，预付锁定原材料价格。21H1 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 30.83 亿元，同比+24.50%，应收票据和应收账款合计 181.50 亿元，同比+37.63%，体现出较好的收入增长能力；预付款项 0.74 亿元，同比+47.53%，主要原因是公司为应对原材料上涨，采取预付款项锁定原材料价格。
- 2、从周转率来看，21H1 存货、应收账款和应付账款周转天数分别-3.81/+6.35/+2.27 天，公司存货周转能力明显有所提升。
- 3、现金流状况不佳。21H1 公司经营活动产生的现金流量净额-3.23 亿元，同比-163.10%，Q2 经营活动产生的现金流量净额-1.52 亿元，同比-139.74%，主要系本期支付上期原材料款所致。

报告期内公司投资性活动产生的现金流净额为-0.77亿元，去年同期为-10.89亿元，主要原因为本期收回固定资产处置款所致；21H1公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.25亿元，去年同期为-0.52亿元，主要原因为本期尚未支付股利。

四、小家电龙头企业，未来发展前景光明

1、小家电行业龙头企业，品类拓展寻找发展新机遇。高基数叠加终端消费需求不振导致公司 Q2 营业收入增长短期承压。但公司策略明确，借力 Shark 倾力进入清洁小家电领域，上半年推出了 Shark 吸拖一体机 V5、Shark 蒸汽电动拖把 T21，通过不断地技术创新，推动公司品类拓展做大做强。

2、集团内协同增长，提升海外业务收入占比。未来，公司有能力进一步发挥与 JS 环球和 SharkNinja 的协同作用，提升整体供应链、产品、研发协同。同时借助集团平台，获得更多海外市场机会，扩大公司境外营业收入。

3、积极推动线上线下渠道发展，数字化运营提供更多可能。渠道方面，公司继续布局线上新兴渠道，协调发展传统电商与内容电商、O2O 新零售与下沉市场，打通线上线下渠道。上半年线下新开设 200 家 Shopping Mall 高端门店，提升品牌形象，为客户提供更加生动的产品体验。同时，公司自建数字化中台网络，逐渐完善数字化经营，借助用户数据提高全渠道效率，为消费者提供更加高效、便捷的消费服务。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	5,522	7,300	9,572	10,358	12,382	
货币资金	1,603	1,961	3,475	3,760	4,927	
应收票据	1,237	1,895	2,307	2,537	3,067	
应收账款	206	212	263	305	358	
预付账款	17	16	31	30	36	
存货	1,086	945	1,279	1,475	1,705	
其他	1,373	2,269	2,216	2,251	2,288	
非流动资产	1,946	1,835	1,798	1,768	1,725	
长期股权投资	255	183	183	183	183	
固定资产	681	646	611	581	551	
无形资产	123	125	100	75	35	
其他	887	881	904	929	956	
资产总计	7,468	9,135	11,370	12,126	14,107	
流动负债	3,700	4,800	6,788	7,153	8,578	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	908	1,228	1,266	1,548	1,819	
应付账款	1,873	2,445	3,212	3,501	4,183	
其他	919	1,127	2,309	2,105	2,576	
非流动负债	17	53	53	53	53	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	17	53	53	53	53	
负债合计	3,717	4,852	6,840	7,206	8,630	
少数股东权益	-2	-1	-25	-53	-85	
归属母公司	3,753	4,284	4,555	4,974	5,561	
负债和股东权益	7,468	9,135	11,370	12,126	14,107	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	9,351	11,224	12,996	15,184	17,950	
同比	14.5%	20.0%	15.8%	16.8%	18.2%	
归属母公司净利润	824	940	1,039	1,176	1,355	
同比	9.3%	14.1%	10.5%	13.2%	15.2%	
毛利率(%)	32.5%	32.1%	30.6%	31.1%	31.3%	
ROE%	22.0%	21.9%	22.8%	23.6%	24.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.07	1.23	1.35	1.53	1.77	
P/E	23.42	26.14	15.69	13.86	12.03	
P/B	5.14	5.74	3.58	3.28	2.93	
EV/EBITDA	19.93	22.26	11.40	10.22	7.88	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	9,351	11,224	12,996	15,184	17,950	
营业成本	6,310	7,626	9,018	10,467	12,326	
营业税金及	47	59	65	76	90	
销售费用	1,477	1,868	1,839	2,293	2,755	
管理费用	389	398	494	592	718	
研发费用	330	346	468	536	628	
财务费用	-25	1	0	0	0	
减值损失合	0	-1	0	0	0	
投资净收益	60	62	45	46	54	
其他	60	80	23	70	52	
营业利润	943	1,066	1,182	1,336	1,539	
营业外收支	-3	-4	0	0	0	
利润总额	940	1,063	1,182	1,336	1,539	
所得税	134	147	167	188	216	
净利润	806	916	1,015	1,148	1,323	
少数股东损	-18	-24	-24	-28	-32	
归属母公司	824	940	1,039	1,176	1,355	
EBITDA	888	1,016	1,125	1,227	1,443	
EPS(当	1.07	1.23	1.35	1.53	1.77	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1,253	2,009	2,209	973	1,845	
净利润	806	916	1,015	1,148	1,323	
折旧摊销	90	90	12	7	9	
财务费用	-13	13	0	0	0	
投资损失	-79	-75	-45	-46	-54	
营运资金变	455	1,037	1,229	-136	568	
其它	-6	29	-1	-2	-2	
投资活动现金流	-365	-660	72	69	89	
资本支出	-88	45	27	24	35	
长期投资	122	20	0	0	0	
其他	-399	-724	45	46	54	
筹资活动现金流	-637	-780	-767	-757	-767	
吸收投资	0	25	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-997	-445	-767	-757	-767	
现金流净增加额	253	553	1,514	285	1,167	

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监（主持工 作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监 （主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。