

证券研究报告—动态报告

家用电器

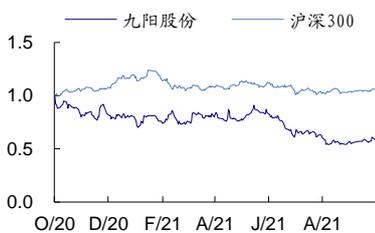
小家电 II

九阳股份(002242)
买入

2021 年三季度点评

(维持评级)

2021 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 767/766 |
| 总市值/流通(百万元) | 17,412/17,388 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,598/14,553 |
| 12 个月最高/最低(元) | 44.75/20.66 |

相关研究报告:

《九阳股份-002242-2021 年一季报点评: 表现符合预期, 年轻化龙头启航》——2021-05-04
 《九阳股份-002242-2020 年年报点评: 营收逐季加速, 股权激励助增长》——2021-04-03
 《九阳股份-002242-2020 年业绩快报点评: Q4 增长超预期, 龙头行稳致远》——2021-03-05
 《九阳股份-002242-重大事项点评: 向上趋势确立, 静待新品放量》——2014-06-09
 《九阳股份-002242-2014 年一季报点评: 产品创新、商业模式变革值得期待》——2014-04-24

证券分析师: 陈伟奇

E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110004

证券分析师: 王兆康

电话: 0755-81983063
 E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120004

联系人: 邹会阳

电话: 0755-81981518
 E-MAIL: zouhuiyang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
收入与盈利边际改善, 中外协同推进
● 收入与利润季度降幅收窄

公司发布 2021 三季报, 2021Q1-Q3 收入-0.7%至 70 亿元, 归母净利润+3%至 6.6 亿元。扣非净利润-9%至 5.5 亿元。单 Q3 收入-9.4%至 23 亿元, 归母净利润-6.4%至 2.1 亿元, 扣非利润-5.5%至 2.0 亿元。非经常性收益主要来自政府补贴及金融资产价值变动损益。

● 品类稳中有进, 龙头地位依然稳固

Q3 收入降幅较 Q2 收窄至个位数, 从奥维口径的市占率来看, 公司传统品类破壁机、电饭煲、压力锅等线上份额稳定在 45%/11%/16%, 同比波动分化但仍保持市场前三的稳定水平。而新拓展的锅具淘系销额市占率也从上年 4%的水平提升到 2021 年 9 月的 6.3%。另外 10 月华为开发者大会九阳发布了搭载鸿蒙系统的小家电, 同时还发布了豆浆机、破壁机领域的智能家电技术标准, 展现出智能领域的领军话语权。

● 盈利能力边际改善

公司 2021Q3 单季度毛利率变动已经由 Q2 转正, 同比基本持平至 28.4%, 但由于年初以来原材料成本叠加外销占比提升等影响, Q1-Q3 毛利率仍下滑 2.3pct 至 30%。费用整体维稳, 销售/管理/研发/财务费用率分别-0.1/+0.3/+0.3/-0.6pct 至 11.5%/3.8%/3.1%/-0.5%, 整体期间费用率较上年同期持平至 18%, 因此扣非净利润率在毛利率费用率维稳、投资收益略有增加的背景下略增 0.3pct 至 8.6%。

● 集团协同推进, 外销景气维持

根据公司关联交易公告, 公司 Q1-Q3 向母公司旗下 JS Global Trading 发生关联交易额 1.29 亿美元, 同比实现翻倍增长, 同时公司也将全年关联交易额由年初 1.68 亿美元调增 24%至 2.08 亿元。考虑到美国截至 8 月小家电销额仍保持 11%的稳健高增而母公司 JS 环球生活在欧洲仍处扩张期, 未来协同内销持续增长可期。

● 投资建议: 给予“买入”评级

考虑到成本压力, 下调 2021-2023 盈利预测至 9.7、10.9、12.9 (前值为 10.0/11.3/13.3 亿), 对应 PE 为 18/16/14 倍, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 行业竞争加剧; 原材料价格上涨; 外销拓展不及预期。
盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,224 | 12,885 | 14,882 | 17,084 |
| (+/-%) | 20.0% | 14.8% | 15.5% | 14.8% |
| 净利润(百万元) | 940 | 971 | 1093 | 1288 |
| (+/-%) | 14.1% | 3.3% | 12.6% | 17.9% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.23 | 1.27 | 1.42 | 1.68 |
| EBIT Margin | 8.3% | 7.6% | 7.4% | 7.7% |
| 净资产收益率(ROE) | 21.9% | 21.7% | 23.3% | 26.0% |
| 市盈率(PE) | 18.5 | 17.9 | 15.9 | 13.5 |
| EV/EBITDA | 22.3 | 21.8 | 20.2 | 17.8 |
| 市净率(PB) | 4.07 | 3.89 | 3.71 | 3.52 |

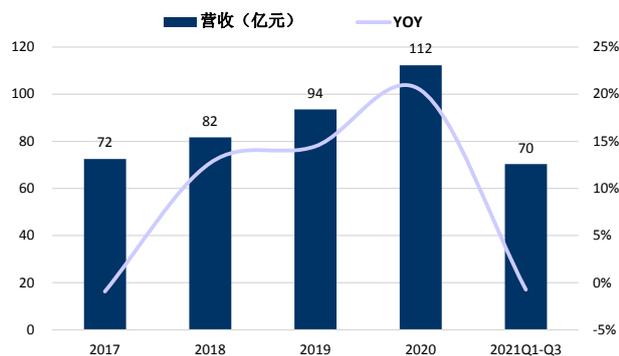
资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 211026 | 总市值 亿元 | EPS | | | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|--------------|-----------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|------|
| | | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E | |
| 002032.SZ | 苏泊尔 | 48.15 | 389 | 2.25 | 2.58 | 2.88 | 3.17 | 21 | 19 | 17 | 15 | 买入 |
| 000333.SZ | 美的集团 | 70.02 | 4,888 | 3.87 | 4.26 | 4.62 | 4.95 | 18 | 16 | 15 | 14 | 买入 |
| 002705.SZ | 新宝股份 | 20.52 | 170 | 1.35 | 1.59 | 1.93 | 2.23 | 15 | 13 | 11 | 9 | 买入 |
| 002959.SZ | 小熊电器 | 53.01 | 83 | 2.74 | 3.19 | 4.00 | 4.90 | 19 | 17 | 13 | 11 | 买入 |
| 平均 | | | | | | | | 19 | 16 | 14 | 12 | |
| 002242.SZ | 九阳股份 | 22.70 | 174 | 1.23 | 1.30 | 1.48 | 1.73 | 19 | 17 | 15 | 13 | 买入 |

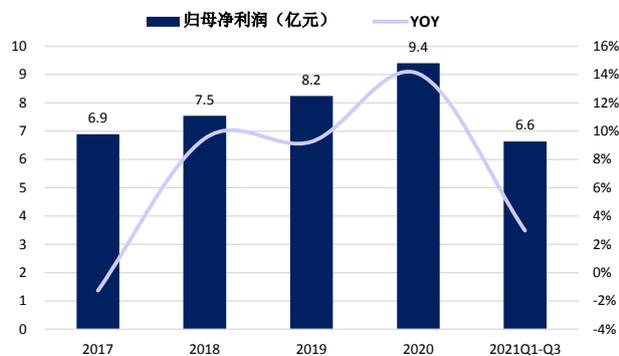
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

图 1: 公司营收及增速


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及增速


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

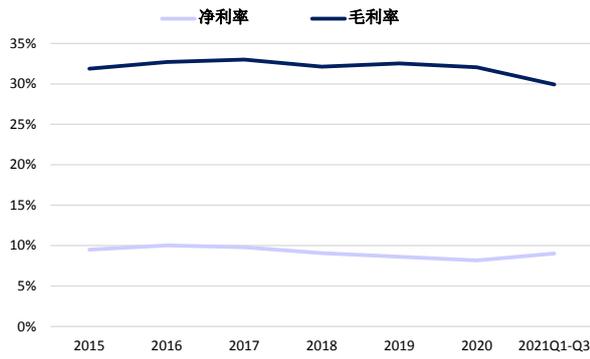
图 3: 公司归母净利润及增速


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速

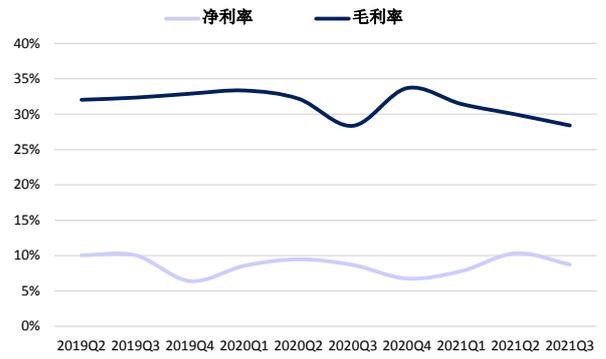

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率及净利率



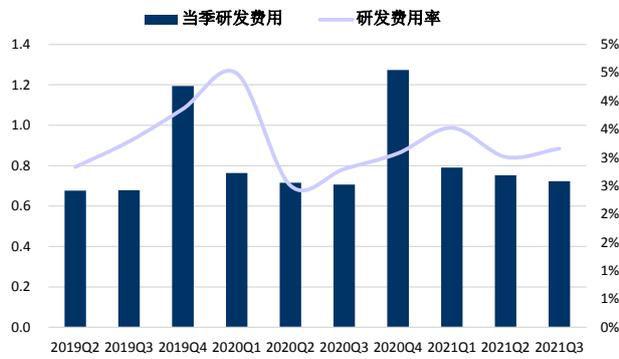
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率及净利率



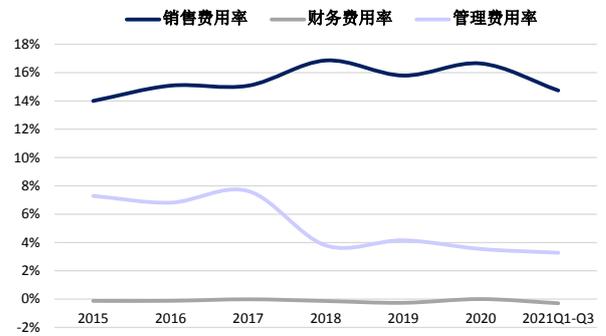
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司研发费用情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 公司期间费用情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 1961 | 2087 | 2266 | 2404 | 营业收入 | 11224 | 12885 | 14882 | 17084 |
| 应收款项 | 2277 | 2317 | 2676 | 3203 | 营业成本 | 7626 | 8893 | 10265 | 11781 |
| 存货净额 | 945 | 1280 | 1509 | 1631 | 营业税金及附加 | 59 | 68 | 78 | 90 |
| 其他流动资产 | 870 | 1126 | 1272 | 1467 | 销售费用 | 1868 | 2100 | 2456 | 2802 |
| 流动资产合计 | 7300 | 8242 | 9375 | 10602 | 管理费用 | 744 | 843 | 978 | 1098 |
| 固定资产 | 657 | 678 | 715 | 755 | 财务费用 | 1 | (30) | (31) | (34) |
| 无形资产及其他 | 125 | 120 | 115 | 110 | 投资收益 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| 投资性房地产 | 870 | 870 | 870 | 870 | 资产减值及公允价值变动 | 89 | 31 | 44 | 55 |
| 长期股权投资 | 183 | 145 | 91 | 45 | 其他收入 | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 9135 | 10055 | 11167 | 12382 | 营业利润 | 1066 | 1104 | 1243 | 1463 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外净收支 | (4) | (3) | (3) | (3) |
| 应付款项 | 3673 | 4216 | 4886 | 5607 | 利润总额 | 1063 | 1101 | 1239 | 1459 |
| 其他流动负债 | 1127 | 1300 | 1506 | 1724 | 所得税费用 | 147 | 154 | 174 | 204 |
| 流动负债合计 | 4800 | 5515 | 6392 | 7331 | 少数股东损益 | (24) | (25) | (28) | (33) |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 940 | 971 | 1093 | 1288 |
| 其他长期负债 | 53 | 68 | 90 | 114 | | | | | |
| 长期负债合计 | 53 | 68 | 90 | 114 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 4852 | 5584 | 6482 | 7446 | 净利润 | 940 | 971 | 1093 | 1288 |
| 少数股东权益 | (1) | (6) | (12) | (18) | 资产减值准备 | 23 | 1 | 1 | 1 |
| 股东权益 | 4284 | 4478 | 4697 | 4954 | 折旧摊销 | 74 | 74 | 78 | 83 |
| 负债和股东权益总计 | 9135 | 10055 | 11167 | 12382 | 公允价值变动损失 | (89) | (31) | (44) | (55) |
| | | | | | 财务费用 | 1 | (30) | (31) | (34) |
| | | | | | 营运资本变动 | 799 | 100 | 166 | 121 |
| | | | | | 其它 | (36) | (6) | (7) | (8) |
| | | | | | 经营活动现金流 | 1712 | 1110 | 1288 | 1431 |
| | | | | | 资本开支 | (131) | (60) | (68) | (64) |
| | | | | | 其它投资现金流 | (1068) | (185) | (222) | (245) |
| | | | | | 投资活动现金流 | (1127) | (207) | (235) | (263) |
| | | | | | 权益性融资 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (445) | (777) | (874) | (1031) |
| | | | | | 其它融资现金流 | 639 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 融资活动现金流 | (227) | (777) | (874) | (1031) |
| | | | | | 现金净变动 | 358 | 126 | 179 | 138 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 1603 | 1961 | 2087 | 2266 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 1961 | 2087 | 2266 | 2404 |
| | | | | | 企业自由现金流 | 1541 | 958 | 1127 | 1269 |
| | | | | | 权益自由现金流 | 2179 | 984 | 1154 | 1299 |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 每股收益 | 1.23 | 1.27 | 1.42 | 1.68 |
| 每股红利 | 0.58 | 1.01 | 1.14 | 1.34 |
| 每股净资产 | 5.58 | 5.84 | 6.12 | 6.46 |
| ROIC | 26% | 32% | 40% | 48% |
| ROE | 22% | 22% | 23% | 26% |
| 毛利率 | 32% | 31% | 31% | 31% |
| EBIT Margin | 8% | 8% | 7% | 8% |
| EBITDA Margin | 9% | 8% | 8% | 8% |
| 收入增长 | 20% | 15% | 16% | 15% |
| 净利润增长率 | 14% | 3% | 13% | 18% |
| 资产负债率 | 53% | 55% | 58% | 60% |
| 息率 | 2.7% | 4.5% | 5.0% | 5.9% |
| P/E | 17.3 | 17.9 | 15.9 | 13.5 |
| P/B | 3.8 | 3.9 | 3.7 | 3.5 |
| EV/EBITDA | 21.1 | 21.8 | 20.2 | 17.8 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032