



# 九阳股份(002242.SZ)：把握产品红利，构建品牌壁垒

## ——公司首次覆盖报告

### 投资要点

- 公司作为厨房小家电龙头，有望受益于行业空间的进一步扩张。从单一豆浆机品类起家，公司通过积极创新逐步拓宽产品矩阵，并逐步转型生活品质小家电，向清洁电器品类扩张。我国家庭平均小家电数量显著低于发达国家水平，预计行业未来仍有较大成长空间，在行业格局高度集中的背景下，公司有望受益于行业扩张。
- 聚焦刚需品类并加强中腰部产品布局，公司在空气炸锅、炊具等品类的深耕仍值得期待。公司加强中腰部布局，主打高性价比，以适应经济环境波动下消费者的偏好。拉长时间维度，公司积极创新打造长尾品类，并在多个品类做到行业领先，说明公司有产品研发及快速落地的能力。未来品类拓展将成为公司业绩增长的重要驱动力，同时公司能够紧密围绕市场痛点对已有核心品类精耕细作，今年以来太空技术商用化也有望为九阳提供品质背书，进而助推品牌升级。公司在联名款上的大胆尝试也有望进一步开拓年轻化客户群体，增强品牌粘性。
- 九阳与 SharkNinja 协同效应逐步显现，清洁电器有望开启新周期。一方面，九阳与 SharkNinja 在中国的供应体系整合后，合并采购预计有助于降低单位成本，提高盈利能力；另一方面，九阳与 Ninja 协同研发生产的 Foodi 系列产品在海外成为爆款，有望拉动九阳外销代工业务；同时九阳计划推出与 Shark 品牌差异化定价的清洁电器，Shark 品牌在国外的成功经验叠加本土化策略，利于九阳在清洁电器领域分得一杯羹。
- 完善的供应链使公司具有应对快速变换的市场和抓住爆款风口的能力。厨小电市场的长尾特征使得企业抓爆款的能力变得重要，在此过程中，拥有完善供应链的公司能迅速应对热点需求，并依托品牌影响力产生后来居上的优势。九阳不断完善的供应体系、渠道方面的大胆尝试及对经销商考核的转变，为后续抓住新风口奠定基础。
- 公司首次覆盖给予“推荐”评级。我们预测公司2022年到2024年归母净利润分别同比增长17.52%/14.73%/13.97%。基于2022年8月10日收盘价15.57元，对应EPS分别为1.14/1.31/1.49元。2022-2024年PE预计为13.85/12.07/10.59倍。

### 风险提示

宏观经济下行，原材料价格持续上涨，新产品拓展不达预期。

### 盈利预测

项目(单位：百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10540.47	11822.50	13567.70	15489.42
增长率(%)	-6.09	12.16	14.76	14.16
归母净利润	745.60	876.26	1005.37	1145.79
增长率(%)	-20.69	17.52	14.73	13.97
EPS(元/股)	0.97	1.14	1.31	1.49
市盈率(P/E)	23.92	13.85	12.07	10.59

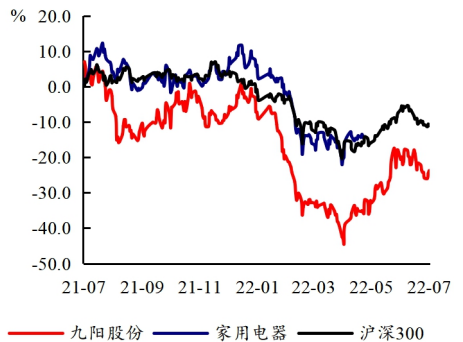
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，基于2022年8月10日收盘价15.57元

评级 推荐(首次覆盖)

### 报告作者

作者姓名 汪玲  
资格证书 S1710521070001  
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

### 股价走势



### 基础数据

总股本(百万股)	767.03
流通A股/B股(百万股)	767.03/0.00
资产负债率(%)	47.78
每股净资产(元)	5.82
市净率(倍)	3.05
净资产收益率(加权)	4.12
12个月内最高/最低价	26.52/13.74

### 相关研究

## 正文目录

1. 概况：国内厨房小家电龙头.....	4
1.1. 发展历程及股权结构.....	4
1.2. 财务情况：新品放量+上游价格企稳有望带动业绩回升.....	5
2. 行业：厨小电行业规模有望继续扩大.....	8
2.1. 行业仍有成长空间，厨小电迈入平稳发展阶段.....	8
2.2. 行业格局稳定，美苏九稳居前三.....	9
3. 公司看点：双“1+3”策略助力公司向品质生活家电转型.....	11
3.1. 产品：采取“1+3”产品策略，定位生活品质小家电.....	11
3.1.1. 聚焦刚需品类，加强中腰部产品布局.....	11
3.1.2. 与 SharkNinja 协同发展，由厨房到客厅.....	12
3.2. 品牌：研发实力和营销投入为依托，助推品牌升级.....	14
3.2.1. 研发投入高于行业平均，紧密围绕市场痛点推出新品.....	14
3.2.2. 九阳品牌粘性较高，联名新品助推品牌年轻化.....	17
3.3. 供应链：公司快速市场响应能力的根本保障.....	18
3.3.1. 代工模式及物流新模式保障公司对市场响应速度.....	18
3.3.2. 渠道：采取“1+3”渠道策略，加大新兴电商发力.....	19
4. 盈利预测.....	21
4.1. 估值假设.....	21
4.2. 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1. 公司上市后积极推进多元化布局.....	4
图表 2. 公司控股股东 JS 环球生活于 2019 年港股上市.....	4
图表 3. 公司股利支付率近五年平均水平约 80%.....	5
图表 4. 公司股息率维持行业较高水平.....	5
图表 5. 营收端 2022Q1 增速回暖.....	6
图表 6. 公司净利润增速.....	6
图表 7. 公司毛利率处于行业中上游水平.....	7
图表 8. 公司净利率行业比较.....	7
图表 9. 公司核心品类营收增速同比.....	7
图表 10. 上游原材料价格高位波动（铜、铝：元/吨）.....	8
图表 11. 全球小家电市场规模.....	9
图表 12. 2021 年家庭平均小家电数.....	9
图表 13. 国内外厨小电市场规模（亿美元）.....	9
图表 14. 2016-2021 年我国厨小电零售量（万台）.....	9
图表 15. 2021H1 美国小家电品牌市占率.....	10
图表 16. 2021H1 我国小家电品牌市占率.....	10
图表 17. 公司各品类营业收入占比.....	11
图表 18. 公司有较宽的产品价格带.....	12
图表 19. Shark 当前热销产品梳理.....	13
图表 20. 公司原材料占营业成本比重逐渐走低.....	14
图表 21. 九阳研发费率维持在同行业中上等水平.....	15
图表 22. 公司销售费用率维持较高水平.....	15
图表 23. 广告费用支出对比（亿元）.....	15

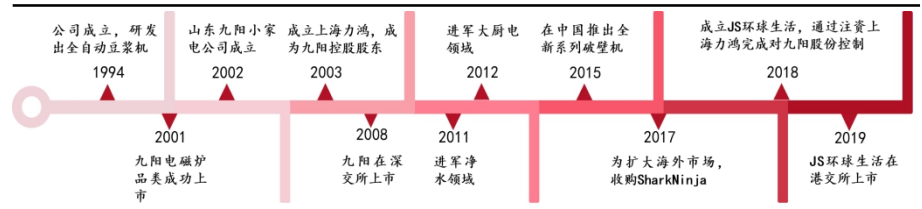
图表 24. 公司产品创新能力强.....	16
图表 25. 公司历年新品推出.....	17
图表 26. 九阳店铺订阅用户数比较.....	17
图表 27. 九阳联名产品获取消费者情感认同.....	18
图表 28. 各品牌旗舰店口碑及纠纷退款率（截至 2022 年 7 月）.....	19
图表 29. 公司受益于历次渠道转型.....	20
图表 30. 2021Q3 九阳销售额 top5 抖音自播号数据.....	20
图表 31. 2022 年 6 月粉丝数量 top5 抖音自播号数据.....	21
图表 32. 2021 年九阳品牌账号数量领先（个）.....	21
图表 33. 公司营销投入情况.....	21
图表 34. 可比家电公司估值情况.....	22

## 1. 概况：国内厨房小家电龙头

### 1.1. 发展历程及股权结构

公司成立于1994年，凭借豆浆机品类起家，并于2001年拓展了九阳电磁炉品类。2002年公司前身山东九阳小家电有限公司成立，确立了小家电多元化经营的发展战略。公司2007年引入Bilting和鼎晖资本的投资，并于2008年5月在A股上市。公司上市后持续推动渠道与产品多元化策略，拓宽家电产品线，分别于2011、2012年进军净水和大厨电领域，并于2014年打入电饭煲领域，推出铁釜系列电饭煲。2017年公司收购SharkNinja的中国运营公司尚科宁家，由此“走出厨房，进入客厅”，开始涉足清洁市场领域。

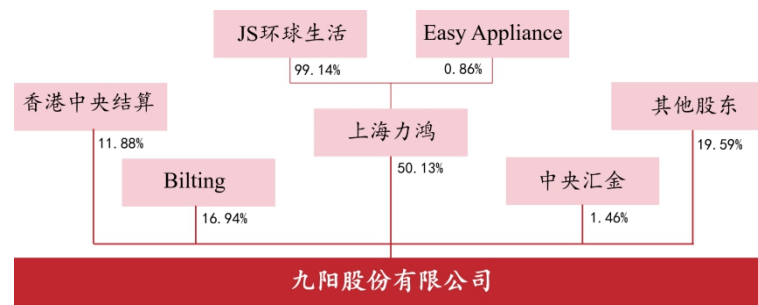
图表 1. 公司上市后积极推进多元化布局



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司第一、二大股东分别为上海力鸿企业管理有限公司、Bilting Developments Limited，截至2022Q1两大股东分别持有公司50.13%、16.94%的股份。JS环球生活（1691.HK）通过全资控股上海力鸿与Bilting，成为九阳的间接控股股东，并于2019年赴港股上市，JS环球生活的大股东JS Holding的间接控股股东为九阳创始人王旭宁先生。作为全球小家电龙头公司，JS环球拥有Shark、Ninja、九阳等市场领先品牌。九阳主要为JS的厨房小家电板块业务，SharkNinja则为JS扩大海外业务版图及进军国际市场的重要抓手，目前JS业务已经覆盖中国、美国、加拿大、英国等市场。

图表 2. 公司控股股东 JS 环球生活于 2019 年港股上市



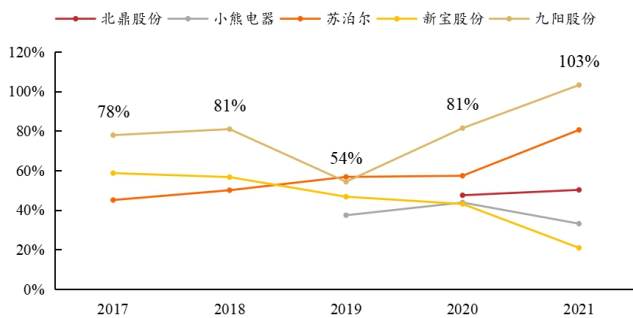
资料来源：公司公告,东亚前海证券研究所

公司通过股票期权、员工持股计划等方式绑定股东及核心员工利益。公司2021年3月30日公告推出新一期股票期权激励计划，拟向107名激励对象授予1,800万份股票期权，其中首次授予股票期权1,560万份。激励

覆盖对象广泛且股票期权配置比例较高，行权价格为 21.99 元/股。本次激励计划期权有效期为 48 个月，考核目标需满足主营业务收入和净利润增长目标：以公司 2020 年主营业务收入和净利润为基数，2021-2023 年主营业务收入增速不低于 15%、33%、56%；净利润增速不低于 5%、16%、33%。2021 年因未达到相应业绩目标（2021 收入/净利润同比-6%/ -23%）而注销部分期权。在此基础上，为进一步绑定核心员工利益，2022 年 4 月公司发布公告拟推出第一期员工持股计划，其中拟通过二级市场购买股票不超过 2 亿元，以 3 月 29 日收盘价计算，购买股份数量约占总股本的 1.59%。本次持股计划的持有人总数预计不超过 30 人，主要包括公司的高级管理人员和核心管理人员，业绩考核以 2022-2026 年 5 年为评估年度，存续期为 72 个月，分 5 期等比例解锁，以实现股东与核心管理人员利益统一。

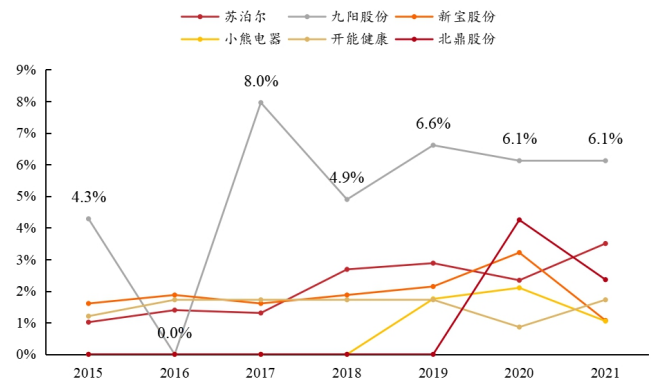
九阳历年分红比例高。公司自 2008 年上市以来已累计分红超 65 亿元，近五年公司平均股利支付率约 80%，近五年股息率均值大于 6%，明显高于同行业平均水平。

图表 3. 公司股利支付率近五年平均水平约 80%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 4. 公司股息率维持行业较高水平

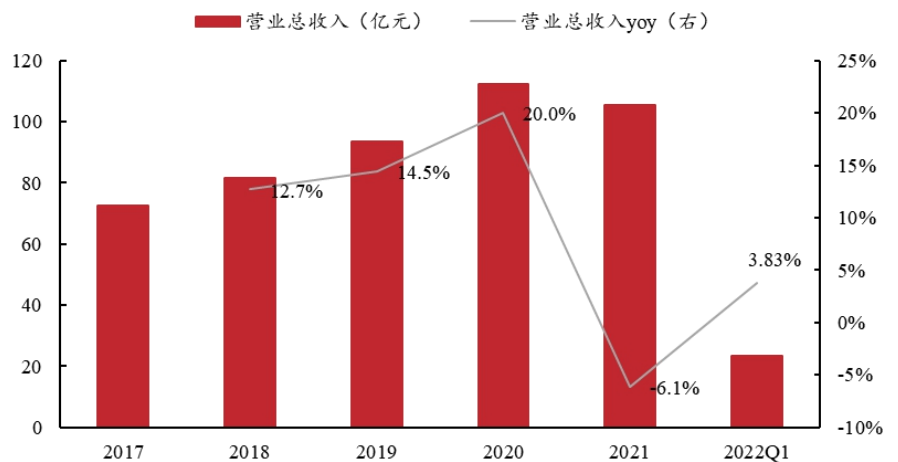


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 1.2. 财务情况：新品放量+上游价格企稳有望带动业绩回升

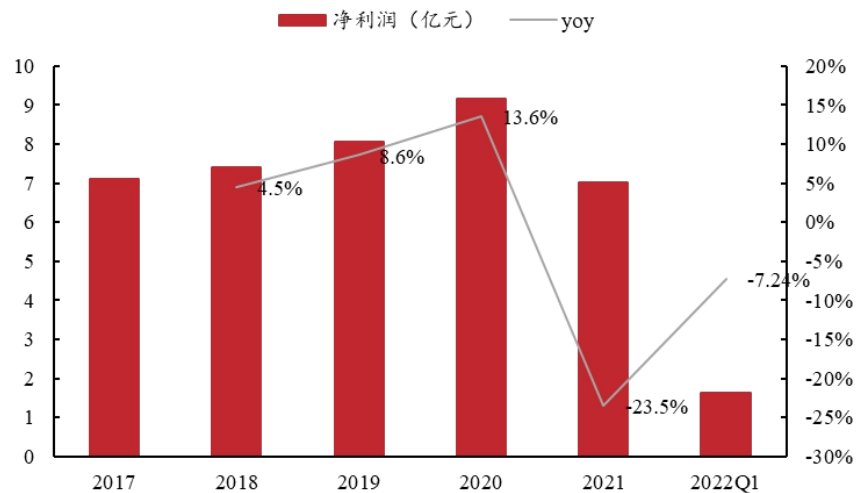
2022 Q1 公司实现营业收入 23.29 亿元（同比+3.83%），归母净利润 1.66 亿元（同比-7.70%）。预计后续随太空科技概念带动新品放量、中腰部产品锚定更大市场以及 JS 环球生活的订单转移带动外销增长，公司业绩水平有望回升。

图表 5. 营收端 2022Q1 增速回暖



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

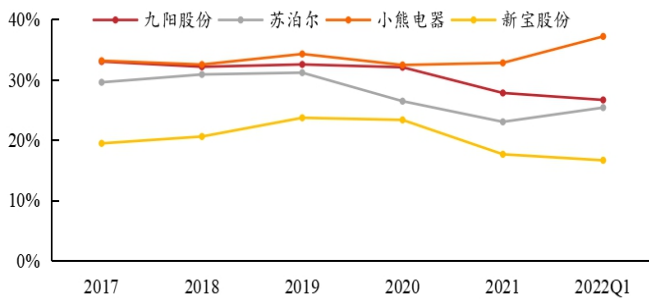
图表 6. 公司净利润增速



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

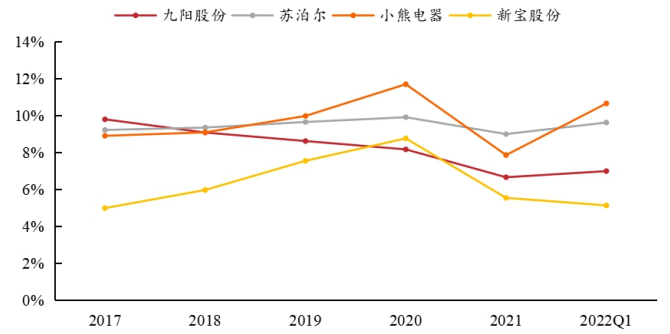
2022Q1 毛利率环比改善。公司毛利率维持行业中上游水平，原材料价格上涨叠加会计准则调整，2022Q1 毛利率为 26.63%，同比-4.81pct，环比改善+3.14pct，盈利能力的修复主要得益于产品结构优化带来的均价提升。

图表 7. 公司毛利率处于行业中上游水平



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

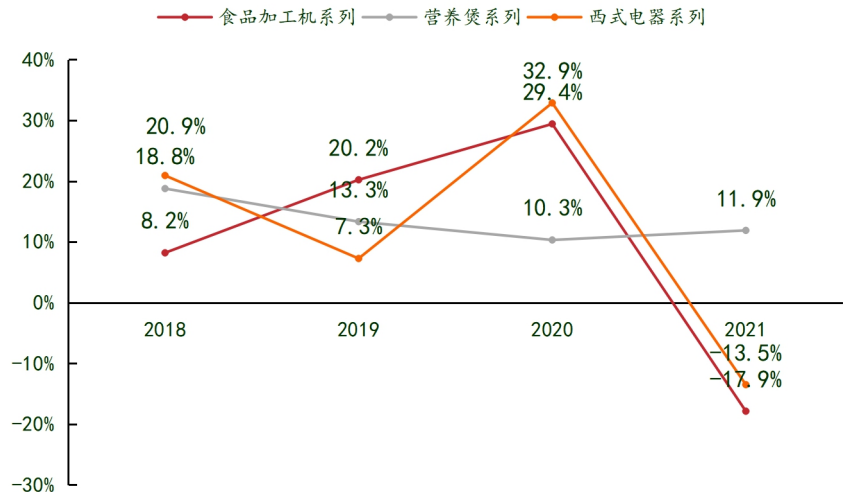
图表 8. 公司净利率行业比较



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

分品类来看, 2021 年受高基数及线下消费恢复较慢等因素影响, 更偏消费升级类的食品加工机/西式电器系列营收承压, 同比-17.87%/-13.49%, 但偏刚需类的营养煲系列和炊具增长亮眼, 同比+11.87%/+68.7%, 主要因为饭煲等品类作为刚性需求产品, 受经济环境波动影响较小, 抵御冲击和平滑外部波动的能力更强。

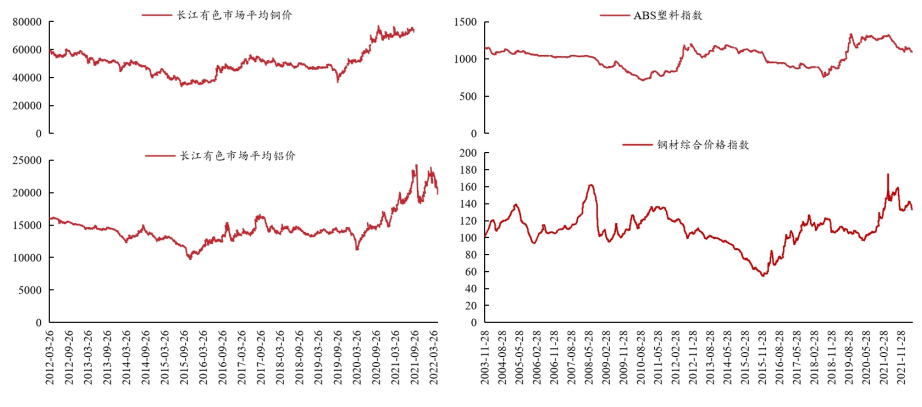
图表 9. 公司核心品类营收增速同比



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

九阳产品主要原材料及其核心部件为各类铜、冷轧带钢、304 不锈钢及 ABS 聚合物等。从上游原材料价格来看, 铜、铝、钢材及塑料等近期有所回调, 年初以来, 铜、铝价格回调 10-20%, 钢材指数、ABS 指数较年初回落约 16%。预计随上游成本压力减轻, 公司盈利能力有望逐季改善。

图表 10. 上游原材料原材料价格高位波动 (铜、铝：元/吨)



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

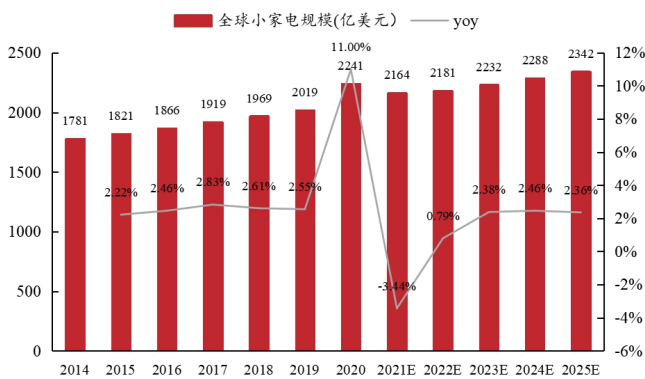
## 2. 行业：厨小电行业规模有望继续扩大

### 2.1. 行业仍有成长空间，厨小电迈入平稳发展阶段

我国小家电市场仍有广阔增长空间。根据 Statista 数据，2019 年度全球小家电市场规模约 2019 亿美元，2012-2019 年均复合增长率约为 2.73%，预计 2019-2025 年均复合增长率将保持在 2.50% 左右，是家电行业中增速最快的赛道。根据前瞻产业研究院数据，2019 年中国小家电行业市场规模 4015 亿元，2012 至 2019 年年均复合增长率为 13.3%。2020 年受到疫情爆发影响，居家时长增加催化全球小家电的市场规模增速提升至 11%。2021 年以来，我国小家电内销市场整体承压，由于 2020 年需求透支的高基数及疫情缓和后居家场景减少，2021 年销售端面临下滑。我们认为伴随国内疫情缓和、消费刺激政策暖风频吹以及企业品类创新对需求的激发，小家电行业有望转暖。

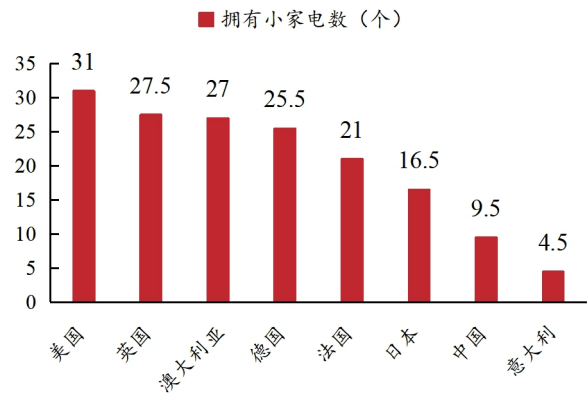
我国家庭平均小家电数量显著少于发达国家水平。2021 年中国家庭平均拥有小家电数量约 9.5 件，而美国家庭平均小家电数达到了 31.5 件，欧洲国家普遍在 20 件以上。相比欧美国家市场上小家电品种约为 200 种，中国仅有不到 100 种。同时，小家电的生命周期一般为 3-6 年，产品更新换代速度快于传统家电，消费者对小家电的换购需求也将为市场带来增量。

图表 11. 全球小家电市场规模



资料来源: Statista, 东亚前海证券研究所

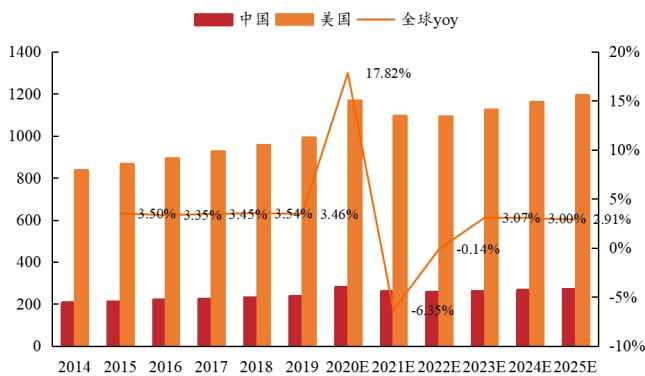
图表 12. 2021 年家庭平均小家电数



资料来源: 观研天下, 东亚前海证券研究所

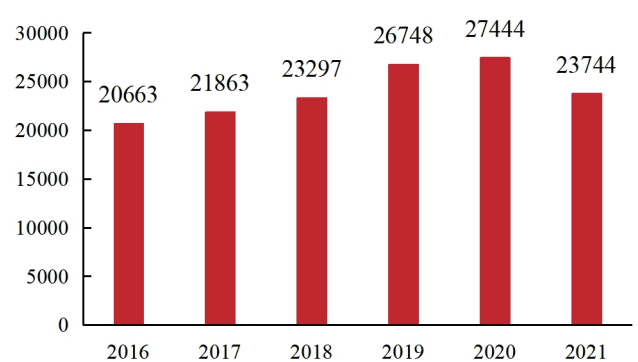
厨房小家电作为小家电中最大的组成部分, 已迈入行业发展平稳增长阶段。2020 年全球厨房小家电市场规模约 1170 亿美元。我国厨房小家电行业起步于改革开放后, 落后于发达国家近 30 年, 但受益于国内巨大的消费购买力及海外市场的拓展, 厨房小家电行业快速壮大。根据北鼎招股书, 2019 年我国厨房小家电市场规模约 240 亿美元, 占全球市场 24%。2016-2020 年国内厨房小家电市场零售量从 2.07 亿台提升至 2.74 亿台, CAGR 为 2.82%。2021 厨小电零售量下滑至 2.37 亿台(同比-13.5%), 根据奥维云网数据, 2022Q1 国内电饭煲/豆浆机/榨汁机/破壁机产品线上零售额同比分别-13.9%/-21.2%/-26.2%/-15.8%。公司的核心品类豆浆机及破壁机作为可选消费品受经济波动影响较大, 终端表现承压, 但具有刚需属性的电饭煲及景气度向上的空气炸锅等品类预计亮眼, 因此公司整体收入端压力不必过于悲观。

图表 13. 国内外厨小电市场规模(亿美元)



资料来源: Statista, 东亚前海证券研究所

图表 14. 2016-2021 年我国厨小电零售量(万台)



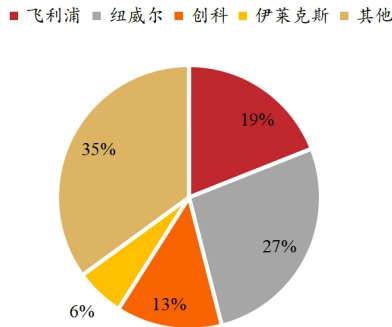
资料来源: Statista, 东亚前海证券研究所

## 2.2. 行业格局稳定, 美苏九稳居前三

从行业格局来看, 我国厨房小家电行业集中度高, 美苏九稳居前三。据奥维云网数据, 2021H1 厨房小家电线上市场份额中, 美的、苏泊尔、九阳分别占比 24.3%/22.3%/18%, CR3 达 64.3%; 线下市场份额中分别占比 38.7%/31.2%/22.6%, CR3 达 92.5%。厨房小家电行业头部品牌高度集中, 行业格局相对稳定, 与相对成熟的美国小家电集中度(CR3 约 60%) 水平

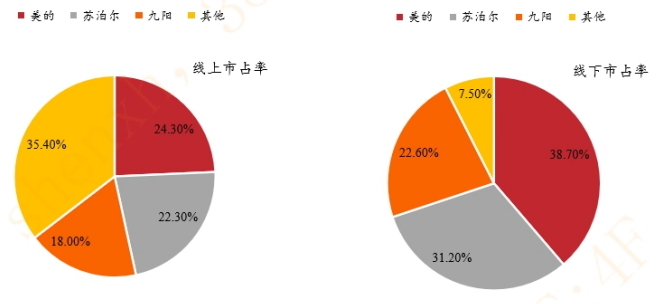
相似。厨房小家电行业技术壁垒不高，产品同质化程度严重，较难产生技术性的颠覆，产品未来是在功能完善、外形设计美观上的比拼，对于企业来说更是在供应链、营销能力方面的考验。

图 15. 2021H1 美国小家电品牌市占率



资料来源：QY Research，东亚前海证券研究所

图 16. 2021H1 我国小家电品牌市占率



资料来源：奥维云网，东亚前海证券研究所

### 公司多个品类在行业中排名前列：

**1) 料理用电器：**动力类产品处于公司优势范围。根据弗若斯特沙利文数据，2018 年九阳在国内搅拌机、料理机、榨汁机市占率分别为 36.6%/36.8%/37%，均排名第一。2019 年，公司的料理机销售量已达 4061 万台，远超豆浆机 357 万台与榨汁机 560 万台，成为九阳的重要品类；2021 上半年公司破壁机在淘系平台市占率为 36.39%（同比+5.66pct），破壁机等新兴产品仍处市场导入期，未来仍有扩市场和产品结构升级的空间；九阳豆浆机市占率略有下滑但维持在 55% 以上，作为九阳的核心品类依然保持竞争优势。

**2) 饭煲类：**根据前瞻产业数据，2020 年九阳电饭煲及压力锅市场占有率均排名第三，市场份额分别为 11%/14%。虽然饭煲行业整体呈下滑趋势，但九阳凭借品牌的加持和品类的深耕，有望在饭煲类保持优势。根据魔镜数据显示，2021 上半年公司电饭煲在天猫平台销售额同比增长 20.06%，市占率为 8.14%，增速快于行业。

**3) 炊具类：**公司炊具系列产品高速增长，2021 年实现收入 7.52 亿元，同比+68.7%。2022 年九阳新推出定位高端的大魔王不粘锅，满足了消费者对炒锅耐磨又不粘的需求，主流类型定价在 500-700 元之间。炊具品类有望借助公司强大的销售网络及运营经验实现较大突破。

**4) 空气炸锅类：**疫情催化下，空气炸锅品类表现良好，需求景气度高增。空气炸锅凭借其健康、便利等烹饪特性已被越来越多的消费者认可和接受，并逐渐向刚需品类靠拢，也成为公司的深耕品类。根据奥维云网数据，2022 年 1-4 月九阳空炸品类线上市占率约 15%，排名前三。在京东空气炸锅排行榜中，九阳 3L 容量的空气炸锅在热卖榜中排名第三，618 期间

销售超 3 万件。

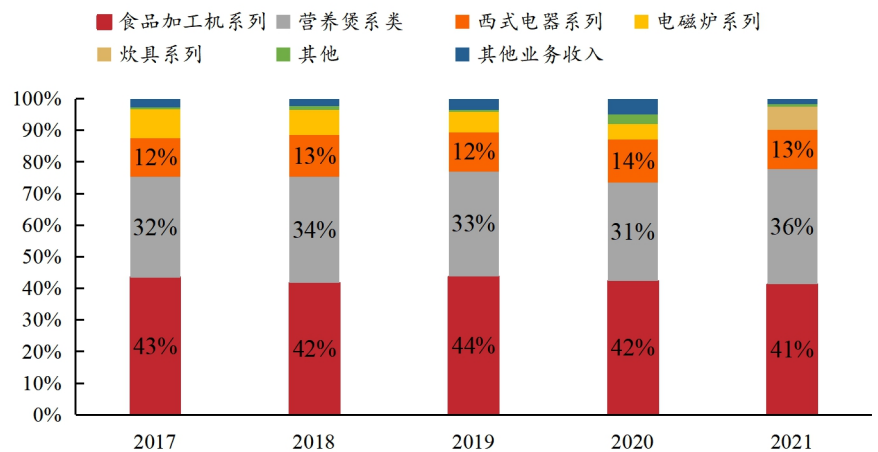
### 3. 公司看点：双“1+3”策略助力公司向品质生活家电转型

#### 3.1. 产品：采取“1+3”产品策略，定位生活品质小家电

##### 3.1.1. 聚焦刚需品类，加强中腰部产品布局

九阳由豆浆机向品质生活小家电战略转型的效果逐步显现。公司产品采取“1+3”策略，“1”代表厨房小电品类，“3”代表清洁电器、炊具、净水器品类。公司当前产品包含 20 余个品类 300 多个型号。2015 年以前公司的食品加工系列产品（豆浆机、破壁机等）占据半壁江山，近些年来随产品多元化布局，品类丰富度逐步提升。当前公司聚焦刚需品类，同时注重打造中腰部产品，主打高性价比，以适应经济环境波动下消费者的偏好。

图表 17. 公司各品类营业收入占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

注：公司 2021 年将炊具系列单独进行披露

公司以更宽阔的价格带匹配更多层次的消费群体。公司深挖市场需求，在优势单品基础上不断进行技术与产品创新，并根据消费者痛点与市场热点开拓新品类。2019 年公司为豆浆机等核心品类推出“SKY”高端线产品，售价定位在 1500 元以上；另一方面，公司也在进行部分高端功能下沉，通过拓宽产品价格带来满足更多消费群体的需求，给市场更多选择空间。根据对公司官网列示产品的统计，部分品类如豆浆机最高与最低价款产品价格相差近 10 倍，空气炸锅最高与最低价款产品价格相差 5 倍。

图表 18. 公司有较宽的产品价格带

品类		价格(元)	型号	产品样式	品类	价格(元)	型号	产品样式
豆浆机	最高价	3999	k2s		炊具	499	CLT3255D	
	最低价	399	G1			169	TLL1622D	
破壁机	最高价	2999	JYL-Y20		压力煲	2499	50K5	
	最低价	1999	Y1			499	50C88	
电饭煲	最高价	2999	F-40T11s		原汁机	1999	JYZ-E18	
	最低价	399	F-40FY3			699	JYZ-V15	
空气炸锅	最高价	1599	KL50-SF5		开水煲	399	F3	
	最低价	299	VF171			149	K17-F67	

资料来源：公司官网, 东亚前海证券研究所

### 3.1.2. 与 SharkNinja 协同发展，由厨房到客厅

2018 年公司以 1249.5 万元人民币收购了 SharkNinja (Hong Kong) Company Limited 所持有的尚科宁家（中国）科技有限公司 51% 的股权。公司外销部分目前主要为 Ninja 品牌的 Foodi 系列做代工，并对 SharkNinja 提供部分研发服务。2021 年公司于境外业务实现收入 14.58 亿元，同比增长 56.09%，海外业务成长迅速。根据关联交易公告，公司及子公司 2021 年与 JS Global Trading HK 及 SharkNinja Europe 的关联交易 11.88 亿元，预期 2022 年与 SharkNinja 的关联交易金额不超 13.5 亿。

**Shark (鲨客) 品牌有望受益于我国清洁电器市场的渗透率提高。** Shark 品牌连续 7 年蝉联北美清洁类电器销售额第一，凭借在美国市场的成功经验，Shark 于 2014 年左右将产品复制到与北美市场环境类似的英国市场，并实现快速扩张，取得 2021 年英国真空吸尘器市场份额第一的成果。Shark 自 2018 年初进入中国市场，尚科宁家（中国）公司主要负责 Shark (鲨客) 品牌在中国的品牌推广和市场营销，主要定位高端市场，目前其旗下产品包括洗地机、折叠吸尘器、蒸汽除菌拖把、电动拖把、随手吸、扫地机器人等。Shark 品牌刚引入中国时，由于未充分考虑本土消费者需求而导致水土不服，公司反思后立即进行团队重组，让更了解中国消费需求的团队加入到 Shark 品牌的开发当中，预计今年 Shark 会推出更多产品。根据欧睿国际数据,我国 2020 年清洁电器渗透率为 15.67%，远低于欧美日等发达国家 90% 的渗透率，Shark 品牌有望受益于国内清洁电器市场的巨大成长空间。

图表 19. Shark 当前热销产品梳理

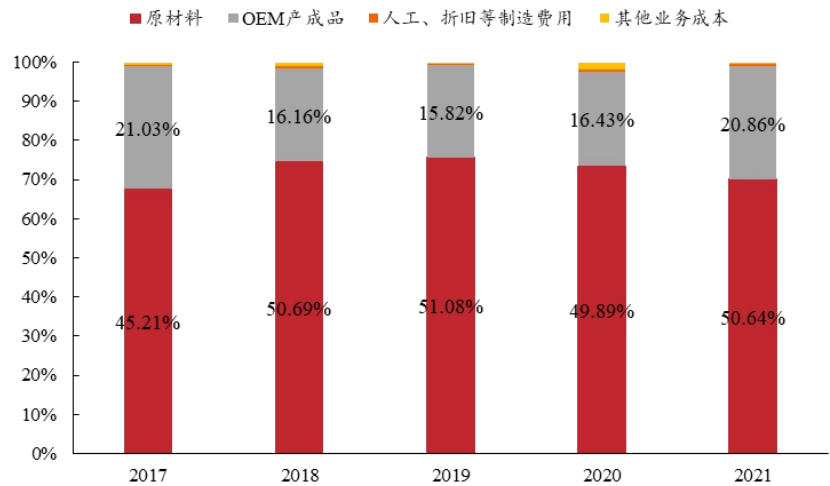


资料来源：公司官网，京东,东亚前海证券研究所

Ninja 的 Foodi 系列产品成为爆款有望带动九阳外销业务。Ninja 品牌主要面向北美市场销售西式厨房小家电，2019 年九阳与 SharkNinja 合作协同研发生产的 Foodi 系列空气炸锅上市并成为爆款，拉动 SharkNinja 烹饪电器销售额增长了 2 倍。公司基于生产及技术优势为 Foodi 产品做代工，有望受益于 Foodi 系列空气炸锅在海外的进一步拓展。

我们认为九阳与尚科宁家在供应链及产品拓展上有明显的协同效应。在供应链环节，九阳部分境外业务为给 SharkNinja 做代工，而 SharkNinja 原有供应体系也位于中国，整合后两者集中大规模采购有利于形成规模效应，压低单位采购成本，提高盈利能力；在产品上，公司产品矩阵进一步丰富，实现“由厨房到客厅”。今年九阳和 Shark 计划双品牌推动清洁类产品发展，并实施差异化产品定位，九阳主要定位中端，Shark 则瞄准高端市场。国内清洁电器景气度高、缺乏领头品牌的背景下，Shark 品牌在国外的成功经验叠加本土化策略，利于九阳在清洁电器领域分得一杯羹。

图表 20. 公司原材料占营业成本比重逐渐走低



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

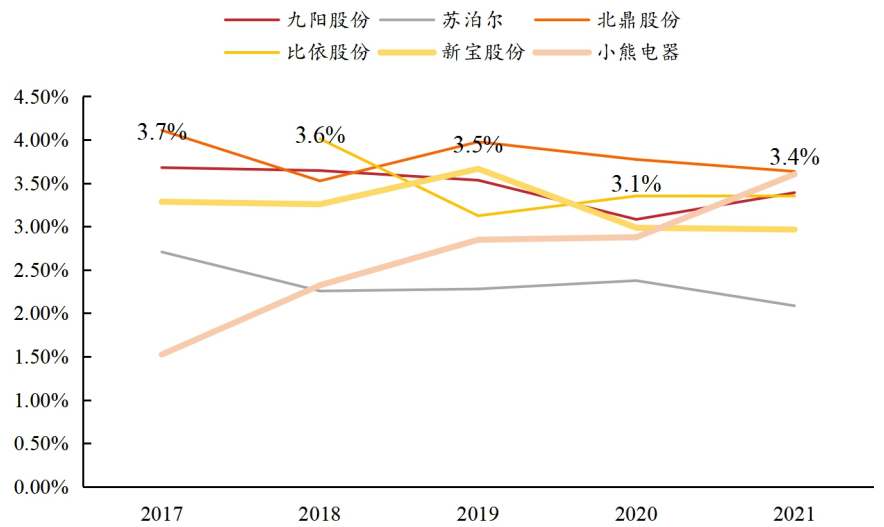
## 3.2. 品牌：研发实力和营销投入为依托，助推品牌升级

### 3.2.1. 研发投入高于行业平均，紧密围绕市场痛点推出新品

产品的快速推新依赖于较强的研发实力，是公司在竞争激烈的行业中保持领先地位的关键。厨小电行业的技术已基本成熟，新品的更换与迭代频率加快，产品生命周期不断缩短。比起传统的必需类小家电，可选消费类的创新型小家电更多依靠供给刺激新增需求，而不仅仅是供给满足需求。现有产品的竞争不仅存在于保证其功能和品质，更是围绕品质的升级、功能的完善和设计外观的美化，以及通过降本增效、结构优化保持价格优势，以抵御同行业竞争。

公司近五年研发费率维持在3%以上，处于行业中上等水平，截至2021年底公司研发人员631位，占总体人员比例为21.7%，远高于行业均值11%。根据计入研发费用的薪酬计算，近三年研发人员人均薪酬的平均增长率为1.2%，保持稳健增长。且公司借助股东JS环球生活位于中国、美国及英国研发中心的设施及人才，受益于股东全天候运转的全球创新中心，与SharkNinja在研发方面形成协同效应，利于缩短新品研发及上市周期。截至2021年，公司共拥有专利技术10,129项（其中发明专利543项，实用新型8,277项，外观专利1,309项）。

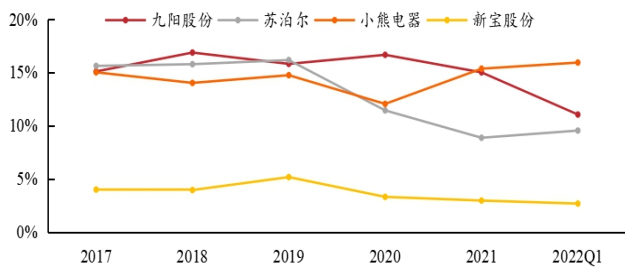
图表 21. 九阳研发费率维持在同行业中上等水平



资料来源：公司官网,东亚前海证券研究所

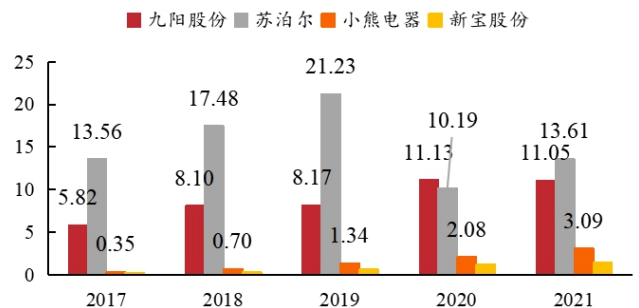
公司在销售费用率上高于行业平均水平。2022Q1 公司销售费用率为 11%，主要受到会计政策调整的影响，以及由于国内市场复苏较慢的背景下，公司在营销费用支出上较为谨慎。随市场情况好转，公司将优化在营销端的投入。在广告费用投放方面，公司近年来也保持稳定增长。

图表 22. 公司销售费用率维持较高水平



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 23. 广告费用支出对比（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所  
注：九阳数据中包含渠道和售后费用

公司敏锐捕捉市场痛点，有对核心品类不断进行技术迭代和功能改进的能力。如九阳豆浆机由原装系列，到 2009 年推出免浸泡豆浆机，到 2014 年推出免滤豆浆机，到 2017 年推出加热、静音机免手洗全自动豆浆机，针对消费者痛点的功能逐步精准完善。破壁机也于 2016 年创新了全新品类，并不断延伸定制化的产品功能，包括加热、静音、免清洗功能，从而实现了该系列产品的快速增长。

图表 24. 公司产品创新能力强

原创型产品：基于原创或市场首例推出的产品



创新类产品：具有市场颠覆性的产品



资料来源：JS 环球生活公告, 东亚前海证券研究所

公司推出定位高端的太空科技系列产品。2013 年公司接到中国空间站太空厨房研制任务，2021 年 4 月公司研制的太空厨房成功入驻中国空间站，今年公司将太空技术商用化，推出定位高端的太空系列产品。太空科技产品五大品类分别是空气炸锅、净水器、饭煲、炒锅、豆浆机和破壁机：其中空气炸锅应用了航空航天技术的空间站立体热风加热技术，解决了受热不均匀和操作中需要翻面的问题；净水器运用了空间站净水技术去掉重金属，并使用太空抑菌的材质；饭煲涂层使用太空水膜技术，使用太空氧化锌材质抑菌率高达 99.99%；炒锅使用晶钻整合的技术，实现 20 万次钢丝球干磨也不会损坏，达到了国家一级标准的 13 倍水准，同时使用了钛结晶取代碳结晶，提高炒锅抗油污、耐腐蚀及耐高温的能力；豆浆和破壁机也运用到了更好的抑菌材质，并做了噪音的优化。得到国家认可的太空厨房技术给公司产品提供了品质及技术的背书，利于提高品牌认知深度和鲜明度。

图表 25. 公司历年新品推出

年份	新品推出
2017	√推出真空破壁料理机、93°C增香铁釜T9、新一代炒菜机器人J7、轻奢派锅具、隐系列油烟机、胶囊咖啡机Onecup、航天专供的太空厨房净水设备,启动“高价值、高品质、高颜值”的价值升级之路
2018	√无人破壁豆浆机K1、珐琅铁釜电饭煲、双变频静音破壁机、新一代炒菜机器人、净水机、“隐”烟机、水冷速开盖的压力煲、小红绳保温杯等一系列新产品,无人豆浆机将整个制作过程从制浆到清洗全部做到无人化、全自动完成 √进军家居清洁类小家电领域,推出Shark双刷头吸尘器S9,采用MultiFLEX折叠臂技术,定位高端吸尘器市场
2019	√推出核心产品高端线“SKY”系列,包括S系列无涂层蒸汽电饭煲、K系列免手洗破壁豆浆机和Y系列免手洗破壁机,向高端系列进军 √Shark(鲨客)推出号称别墅机皇的超大吸力双刷头吸尘器Mufasa、“蒸汽拖把+厨房清洁机+挂烫机”三合一的蒸汽清洁机/蒸汽除菌拖把、定位于局部即时清洁、适合年轻人的第一台吸尘器随手吸、扫地机器人、折叠吸尘器S11,在中国市场大力推进本土化、轻量化、系列化产品
2020	√推出了一系列具备蒸汽杀菌功能的厨房小家电产品,如高温蒸汽除菌的不用手洗豆浆机和L6-Ymini免手洗多功能破壁料理机
2021	√重点推出了鸿蒙智联免手洗破壁机Y521、全新一代九阳不用手洗破壁机Y536、可视化的蒸汽空气炸锅SF系列、智能炭钢釜电饭煲F921、晶钻耐磨不粘锅、热小净RO反渗透净热一体机等 √Shark(鲨客)推出了Shark吸拖一体洗地机V5、Shark蒸汽电动拖把T21、Shark洗地机ED200、蒸汽电动拖把T21、吸拖一体洗地机V5
2022H1	√2022年公司主打推出了高端化太空科技系列产品

资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

### 3.2.2. 九阳品牌粘性较高,联名新品助推品牌年轻化

公司拥有粘性较高的消费者群体。2019年初,公司在微信平台拥有超500万订阅用户,线上分销三大平台(淘宝、京东及苏宁易购)合计有超1300万订阅用户。截至2022年6月,京东自营、淘宝及苏宁自营的九阳旗舰店订阅用户数分别为1563.5万/355万/4.9万,合计超1900万,订阅用户数年复合增长率超11%,九阳已有会员复购率约40%(抖音平台中家电整体行业复购率约10%),会员购买的客单价是非会员的2倍。会员率稳步提升一方面增强了九阳的品牌粘性,提高营销效率,另一方面利于提高平均客单价,推动利润水平的改善。

图表 26. 九阳店铺订阅用户数比较

店铺订阅用户数 (万人)	京东自营	淘宝旗舰店	苏宁自营	合计
九阳	1563.5	355	4.9	1923.4
苏泊尔	376.5	615.3	45.2	1037
小熊	266	434.9	31.1	732
摩飞	88.1	101.2	9.3	198.6

资料来源:天猫,东亚前海证券研究所

注:截止时间为2022年6月

联名新品助推品牌年轻化,获取年轻化用户。公司与高流量萌潮品牌IP跨界联合,推出以LINE FRIENDS、可口可乐、宝可梦、HELLO KITTY等为代表的潮流新品,积极迎合Z世代年轻消费者的需求,推出了一系列

高颜值、可爱的萌潮小家电。公司与 LINE FRIENDS 联名新品的消费人群中，18~25 岁年龄层的消费者数量比九阳常规产品多了 16%，对公司在获取年轻用户方面起到了明显的作用。消费者赋予联名新品更多的情感认同，利于彰显品牌价值，比如 LINE FRIENDS 联名新品的投资回报率较常规产品提升了 3 倍。根据飞瓜数据统计，抖音平台中联名厨电商品中，有六成来自九阳品牌，可见公司对联名产品的大胆尝试领先于行业，通过联名打破固有受众圈层，有效提高产品曝光度和传播性。

图表 27. 九阳联名产品获取消费者情感认同



资料来源：百度,东亚前海证券研究所

### 3.3. 供应链：公司快速市场响应能力的根本保障

#### 3.3.1. 代工模式及物流新模式保障公司对市场响应速度

在生产方面，厨房小家电产品生命周期短，对产品外观及功能的升级迭代快，且每年“618”及“双十一”节日销售高峰明显，因此厨小电企业需要更灵活的生产模式，我们认为对于厨小电企业来说生产端与 OEM 厂商合作是更有效率的选择。公司产地主要位于杭州及济南，主要生产九阳品牌的核心或新型产品，其他产品大部分依靠 OEM 代工厂来保障生产。为保障产品质量稳定性，在研发阶段，公司各项产品平均接受 30-40 项测试；在生产环节，公司会为代工厂商指定主要部件以及原材料供应商，或直接向代工厂商提供统一采购的原材料。

我们对天猫平台各品牌厨小电的旗舰店或官方旗舰店做出统计，从消费者评价入手对比公司产品质量：截至 2022 年 6 月中旬，近半年内产品相符度打分中，九阳与苏泊尔处于行业平均水平；九阳官方旗舰店 30 天内的纠纷退款率为 0.0077%，低于美的和苏泊尔，且显著低于行业平均水平 0.0171%。一定程度上说明公司产品质量问题少于同行业水平。

图表 28. 各品牌旗舰店口碑及纠纷退款率（截至 2022 年 7 月）

店铺名称	宝贝与描述相符-半年内	比同行业平均水平高	评价数量	5星好评率	纠纷退款率-30天内
美的厨房电器旗舰店	4.92424分	50.8%	14499	96.96%	0.0104%
摩飞电器厨房旗舰店	4.89617分	39.8%	26891	94.76%	0.0000%
东菱旗舰店	4.87324分	26.5%	19368	93.13%	0.0589%
山本旗舰店	4.87122分	25.3%	103608	92.56%	0.0082%
小熊电器官方旗舰店	4.85549分	16.2%	259488	92.45%	0.0004%
LIVEN利仁官方旗舰店	4.83778分	5.9%	50026	91.89%	0.0065%
九阳官方旗舰店	4.82648分	----	301086	91.76%	0.0077%
苏泊尔官方旗舰店	4.82049分	----	212064	91.10%	0.0126%

资料来源：天猫,东亚前海证券研究所

在仓储物流方面，随我国物流速度的提高，公司将仓库由 6 仓精简到济南、杭州、广州 3 个仓，并与供应链公司合作，减少仓间货流调配失误率，提高物流效率。同时公司采用“一盘货”模式，将经销商与物流环节分离，使经销商专注于零售端。公司的全渠道平台可以在接收消费者订单后，根据消费者所在地自动规划最近区域的经销商发货，或进行不同区域间货物的调配，以避免经销商库存与需求的错配，或者仓储距离较远等问题。

在经销商管理方面，2022 年起，公司对经销商的出货考核转为动销考核。传统的考核模式下，经销商将重点放在进货端而忽视了零售端，考核策略的转变一方面可以为经销商减负，使其重心投入到动销中去，可以将更多资源投入到客户和市场端，进而增强零售能力；另一方面，有利于缩短销售链路，提升渠道效率，让公司更好地了解终端消费者的需求变化，提升对于整个市场的反应速度，同时增加品牌曝光率。

### 3.3.2. 渠道：采取“1+3”渠道策略，加大新兴电商发力

公司在发展中把握住每一次渠道转型，稳固了行业龙头地位。21 世纪初，公司抓住百货向商超转型的机遇，乘上 KA、3C 渠道的东风；2009 年左右公司精细划分市场渠道，推动三四级渠道下沉，合作经销商及销售终端数量快速增长：2008 年公司上市时，拥有 450 名一级经销商，2 万多个零售终端，以及 200 多家售后服务网点。截至 2019 年，九阳在国内已拥有超 4 万个销售网点，其中约 1000 个为九阳品牌店；2011 年公司开始大力布局电商平台，2014 年开始推动线上线下渠道融合发展，实现线下体验、线上下单、就近配送、上门服务等全新的 O2O 购物体验。2019 年公司及时抓住在线直播的营销风口机会，领先于行业试水直播模式。公司对渠道的精准把握和勇于试错的基因，是公司稳步于行业领先地位的必要条件。

图表 29. 公司受益于历次渠道转型

时间	渠道拓展
21 世纪初	百货向商超转型，发力 KA、3C 渠道
2009	精细划分市场渠道，推动三四线渠道下沉
2014	线上线下渠道融合发展
2019	领先于行业试水直播模式
2021	海外渠道推出空炸及榨汁机

资料来源：公司公告,东亚前海证券研究所

公司当前采取“1+3”的渠道策略，“1”主要是指 KA、3C 这些传统的渠道，“3”主要指的是 Shopping mall、下沉市场以及社区团购新零售等渠道。线下渠道方面，公司针对不同的购物需求，按店铺的功能、位置和需求将品牌店划分为九阳之家、旗舰店、体验店或专卖店。2021 年公司在数万个销售终端基础上不断探索新业务模式，在入流量相对更高的 Shopping Mall 新开品牌店百余家，加强对消费者触达的同时加强与消费者的互动，通过线下体验引流到线上。在线上渠道方面，公司 50% 以上收入来自线上销售渠道，其中约 20% 来自新兴平台。公司在传统线上领域已经形成完善的线上直销（天猫旗舰店、微信平台运营九阳商城等）和经销（天猫、京东、苏宁易购等）体系，同时也加快抖快、小红书等内容电商布局：一方面，公司进行店铺和产品结构的调整，加强中腰部产品的布局；另一方面，公司除了与带货主播进行合作，也逐步形成强大的直播矩阵，提高自播与售后能力，通过自播账号的差异化运营，可以有效触达不同的受众群体，赢得更多曝光量。

图表 30. 2021Q3 九阳销售额 top5 抖音自播号数据

排名	名称	主推品类	核心粉丝
1	九阳厨具旗舰店	烹饪用具、空气炸锅	25-30 岁，女，新一线城市
2	九阳破壁机官方旗舰店	破壁机、豆浆机	31-35 岁，女，三线城市
3	九阳官方旗舰店	破壁机、空气炸锅	41+ 岁，女，三线城市
4	九阳杭州中坤专卖店	破壁机、空气炸锅	41+ 岁，女，三线城市
5	九阳生活旗舰店	烹饪用具、空气炸锅	25-30 岁，女，三线城市

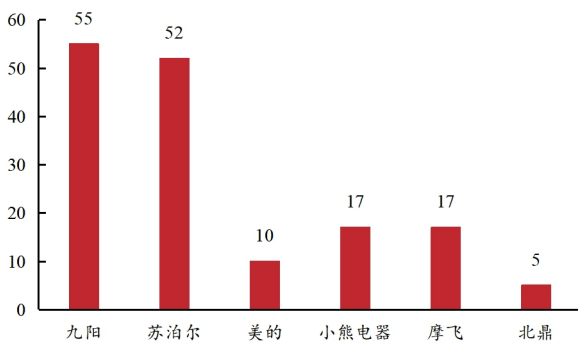
资料来源：飞瓜数据，东亚前海证券研究所

图表 31. 2022 年 6 月粉丝数量 top5 抖音自播号数据

九阳品牌销售额 TOP5 自播号数据			
排名	名称	粉丝数	主推品类
1	九阳双闪专卖店	271.0w	绞肉机、破壁机
2	九阳旗舰店	197.5w	绞肉机、破壁机
3	Joyoung 九阳厨具旗舰店	139.9w	菜板、筷子、锅铲等厨具
4	九阳官方旗舰店	135.5w	绞肉机、空气炸锅
5	九阳小家电官方旗舰店授权号	24.2w	绞肉机、空气炸锅

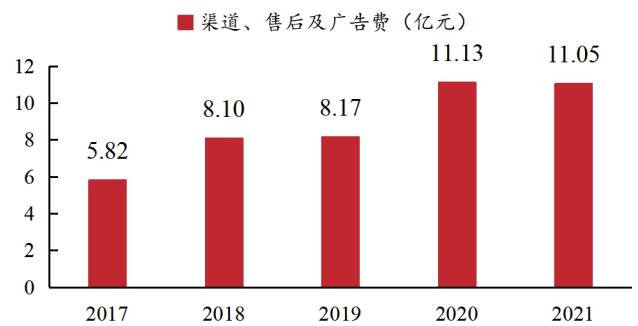
资料来源：抖音，东亚前海证券研究所

图表 32. 2021 年九阳品牌账号数量领先（个）



资料来源：飞瓜数据，东亚前海证券研究所

图表 33. 公司营销投入情况



资料来源：抖音，东亚前海证券研究所

完善的供应链是公司应对快速变换的市场和抓住爆款风口的必要条件。我们认为，厨小电市场的长尾特征使得企业抓爆款的能力变得重要，在此过程中，拥有完善供应链的企业能迅速应对热点需求，并依托品牌影响力展现后来居上的优势。以空气炸锅为例，最先搭上行业东风的品牌“山本”于 2014 年便率先布局，于 2019 年 7-8 月的天猫空气炸锅类目榜单中蹿升至第一，但很快便被品牌和供应链优势更显著的美九苏超越。根据奥维云网数据，2022 年 1-4 月九阳空炸品类线上市占率约 15%，排名前三。

总结来说，公司作为厨房小家电龙头，在完善供应链和渠道优化的保障下具有产品落地和抓住爆款的能力，长时间以来公司品牌声誉资本的建设也为公司增厚了竞争壁垒。当前公司紧抓景气度向上的空气炸锅，并在短期抓住刚需品类的机会，向中腰部产品布局，同时清洁电器品类也有望开启公司业绩增长的新周期。

## 4. 盈利预测

### 4.1. 估值假设

1) 小家电行业稳定增长，新兴品类渗透率有望进一步提升，行业格局成熟，龙头公司市占率稳定。

2) 核心品类保持平稳增长, 公司深耕炊具品类, 低基数保持较快增长。

3) 随中腰部产品的拓展、太空系列等高端产品的布局, 以及上游原材料成本的企稳, 公司毛利率将保持稳定, 预计 2022~2024 年毛利率分别为 30.9%/30.4%/29.8%; 同时预计公司费用率保持稳定。

## 4.2. 投资建议

九阳股份是国内厨房小家电行业的龙头公司之一。我们认为随新品推出及渗透率提升, 市场规模有望继续扩大, 公司作为厨房小家电行业龙头有望继续受益于市场规模的扩张。另外, 公司在产品、渠道上采用双“1+3”战略, 有望继续受益于品类拓展和渠道扩张, 尤其在与 SharkNinja 协同发展下清洁电器品类有望开启新篇章。同时我们认为, 基于品牌及成熟供应链优势, 公司有能力在行业爆款产品中具备后来居上的优势, 并享受爆款产品红利。

首次覆盖, 给予“推荐”评级。我们预测公司 2022 年到 2024 年实现归母净利润分别为 8.76 亿/10.05 亿/11.46 亿元, 分别同比增长 17.52%/14.73%/13.97%。基于 2022 年 8 月 10 日收盘价 15.57 元, 对应 EPS 分别为 1.14/1.31/1.49 元, 2022-2024 年 PE 预计为 13.85/12.07/10.59 倍。

图表 34. 可比家电公司估值情况

证券代码	简称	归母净利润增速 (%)			PE (倍)			
		2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002032.SZ	苏泊尔	17.98	13.46	12.58	18.80	19.94	17.57	15.60
002959.SZ	小熊电器	22.54	19.37	16.25	28.13	27.75	23.24	19.99
002705.SZ	新宝股份	27.80	19.37	13.70	22.01	17.76	14.88	13.09
	均值	22.77	17.40	14.18	22.98	21.81	18.56	16.23
002242.SZ	九阳股份	17.52	14.73	13.97	23.92	13.85	12.07	10.59

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

苏泊尔、小熊、新宝数据来自于一致预期, 股价基于 2022 年 8 月 10 日收盘价 15.57 元

## 5. 风险提示

宏观经济下行风险: 疫情影响下居民消费力受损, 对可选消费品购买能力下降, 购买意愿下降。

原材料价格上涨: 若上游原材料涨价, 则增加公司成本端压力, 若公司不能将成本进行转嫁, 则会挤压公司利润, 降低盈利能力。

新产品拓展不达预期: 若公司推出的新品未被市场如期接受, 则可能面临原有品类销量下滑+新品类未放量的局面, 可能导致营收增速不及预期。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>10540.47</b>	<b>11822.50</b>	<b>13567.70</b>	<b>15489.42</b>
%同比增速	-6%	12%	15%	14%
营业成本	7611.66	8167.21	9445.30	10869.48
毛利	2928.82	3655.29	4122.40	4619.95
%营业收入	28%	31%	30%	30%
税金及附加	42.99	56.63	63.36	72.33
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	1580.33	1937.35	2156.50	2385.22
%营业收入	15%	16%	16%	15%
管理费用	350.77	450.23	522.36	596.34
%营业收入	3%	4%	4%	4%
研发费用	357.28	394.24	443.47	515.95
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	-17.46	-22.78	-36.96	-51.83
%营业收入	-0%	-0%	-0%	-0%
资产减值损失	-2.35	-0.02	-0.02	-0.02
信用减值损失	-4.13	-0.04	-0.04	-0.04
其他收益	83.85	63.54	76.14	86.92
投资收益	49.62	65.71	69.28	79.09
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	31.56	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.18	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>773.64</b>	<b>968.80</b>	<b>1119.03</b>	<b>1267.88</b>
%营业收入	7%	8%	8%	8%
营业外收支	16.86	3.48	5.60	8.65
<b>利润总额</b>	<b>790.50</b>	<b>972.28</b>	<b>1124.63</b>	<b>1276.53</b>
%营业收入	7%	8%	8%	8%
所得税费用	89.19	127.52	143.15	157.98
净利润	701.31	844.76	981.47	1118.55
%营业收入	7%	7%	7%	7%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>745.60</b>	<b>876.26</b>	<b>1005.37</b>	<b>1145.79</b>
%同比增速	-21%	18%	15%	14%
少数股东损益	-44.30	-31.50	-23.90	-27.24
EPS (元/股)	0.97	1.14	1.31	1.49

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.97	1.14	1.31	1.49
BVPS	5.56	6.69	7.99	9.48
PE	23.92	13.85	12.07	10.59
PEG	—	0.79	0.82	0.76
PB	4.17	2.36	1.98	1.67
EV/EBITDA	19.95	8.48	6.20	4.38
ROE	17%	17%	16%	16%
ROIC	14%	14%	13%	13%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1987	3511	5103	6682
交易性金融资产	493	493	493	493
应收账款及应收票据	2370	2234	2230	2419
存货	1048	1181	1366	1571
预付账款	21	21	24	27
其他流动资产	604	707	791	883
流动资产合计	6522	8146	10006	12076
长期股权投资	181	156	123	103
投资性房地产	115	35	-44	-123
固定资产合计	577	543	521	498
无形资产	123	119	118	116
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	81	81	81	81
其他非流动资产	918	908	898	889
资产总计	8516	9989	11704	13640
短期借款	0	0	0	0
<b>应付票据及应付账款</b>	<b>3428</b>	<b>3737</b>	<b>4322</b>	<b>4974</b>
预收账款	0	190	218	249
应付职工薪酬	169	229	264	304
应交税费	118	156	179	204
其他流动负债	464	502	571	647
流动负债合计	4179	4813	5554	6378
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	61	61	61	61
其他非流动负债	35	35	35	35
负债合计	4275	4909	5650	6474
归属于母公司的所有者权益	4264	5133	6131	7270
<b>少数股东权益</b>	<b>-22</b>	<b>-53</b>	<b>-77</b>	<b>-105</b>
股东权益	4242	5079	6054	7166
负债及股东权益	8516	9989	11704	13640

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-35</b>	<b>1517</b>	<b>1585</b>	<b>1571</b>
投资	-12	2	9	-4
资本性支出	42	-53	-65	-61
其他	759	66	69	79
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>789</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	24	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-768	-7	-7	-7
其他	-45	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-788</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-38</b>	<b>1524</b>	<b>1592</b>	<b>1579</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**汪玲**，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>