

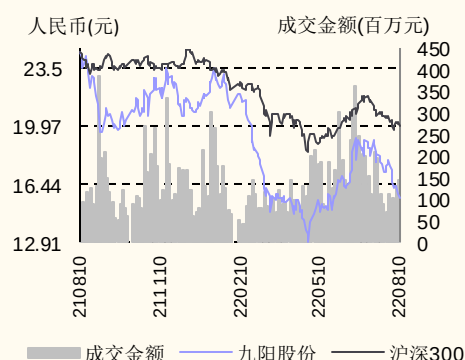
九阳股份 (002242.SZ) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 15.57 元

目标价格 (人民币): 17.90 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.67
已上市流通 A 股(亿股)	7.66
总市值(亿元)	119.42
年内股价最高最低(元)	24.52/12.91
沪深 300 指数	4110
深证成指	12224

**向阳而生，迈向品质小家电龙头****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,224	10,540	11,631	13,200	14,833
营业收入增长率	20.02%	-6.09%	10.34%	13.49%	12.38%
归母净利润(百万元)	940	746	844	972	1,100
归母净利润增长率	14.07%	-20.69%	13.19%	15.12%	13.26%
摊薄每股收益(元)	1.225	0.972	1.100	1.267	1.435
每股经营性现金流净额	2.62	-0.05	0.87	1.20	1.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.95%	17.49%	19.44%	21.38%	22.56%
P/E	26.15	23.87	14.15	12.29	10.85
P/B	5.74	4.17	2.75	2.63	2.45

资料来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **豆破料等传统厨小龙头地位巩固，向品质小家电迈进升级。**公司以豆浆机起家，28 年以来始终专注小家电产品的研发、生产和销售，持续拓展丰富产品矩阵，实现由“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活家电”的战略转型。公司在厨房小家电领域优势地位突出，奥维云网显示公司在豆浆机、破壁机、料理机等品类占据市场第一，其余多数厨小电领域亦跻身行业前三。2017 年-2020 年公司营收和归母净利润分别以 16% 和 11% 的复合增速增长，21 年严峻外部环境压力下经营有所承压，21 年公司营业总收入 105.4 亿元，同比-6%，归母净利润 7.5 亿元，同比-21%。
- 公司在厨房小家电领域优势突出，后续将通过品类丰富、渠道深化、加强与 SN 协同来推动自身的长远发展。具体来看：
 - ✓ **产品端：**巩固厨房小家电优势地位，抓住空气炸锅爆发红利有望推动其所在的西式类业务实现较好增长；此外公司近年积极拓展炊具品类且已获成效，21 年炊具收入+69%。我们预计公司 22-24 年西式 (+28%、+23% 和 +20%) 和炊具 (+20%、+19% 和 +17%) 品类营收增速有望优于食物加工、营养煲等品类。
 - ✓ **渠道端：**动销转型，考核从以出货为主向以动销零售调整，更加关注终端产品销售及用户的反馈。此外公司积极推进线上线下渠道融合，线上加强抖音等内容平台布局，线下探索新零售模式。
 - ✓ **业务协同：**公司与 SharkNinja (同一实际控制人王旭宁控制) 加强业务协同，一方面加强研发协同助力 Shark 品牌在国内清洁市场发展，另一方面九阳为 SN 分部提供厨小电产品助力公司外销业务快速增长，22 年公司预计向关联人销售商品的金额约 2.11 亿美元 (同比+14% 左右)。

投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 116.31、132.00、148.33 亿元，同比分别+10.34%、+13.49%、+12.38%，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 8.44、9.72、11.00 亿元，同比分别+13.19%、+15.12%、+13.26%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 14x、12x、11x。我们选取苏泊尔等主要小家电企业作为可比公司，给予公司 2022 年 16 倍估值，对应目标价 17.9 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险

- 新品表现不及预期，行业竞争加剧风险，原材料价格大幅上涨风险，人民币汇率大幅波动风险，关联交易风险，股东质押风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
 xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
 hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人
 dengying@gjzq.com.cn

内容目录

1. 从豆浆机领导者到品质小家电龙头.....	4
2. 品类丰富+渠道深化，协同助力长远发展.....	5
2.1 产品：厨小龙头地位巩固，炊具、净水、清洁有望发力	5
2.2 渠道：动销转型逐步获效，全面深化渠道布局	10
2.3 九阳与 SN 协同获效，外销收入快速增长	11
3. 财务分析	12
4. 盈利预测	14
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1：2015-22Q1 公司营业总收入及同比.....	4
图表 2：2015-22Q1 公司归母净利润及同比.....	4
图表 3：2017-2021 年公司分业务收入占比.....	5
图表 4：2017-2021 年公司分地区收入占比.....	5
图表 5：22H1 主要厨房小家电品类线上品牌份额	5
图表 6：22H1 主要厨房小家电品类线下品牌份额	5
图表 7：22H1 线上渠道厨房小家电主要品类销售额及同比	6
图表 8：22H1 线上空气炸锅主要品牌份额及均价	6
图表 9：22H1 线上空气炸锅主要品牌分价位段份额.....	6
图表 10：九阳空气炸锅产品积累多年持续迭代.....	7
图表 11：2015-2021 年我国炊具线上渠道占比走势	7
图表 12：2021 年公司分业务收入同比增速.....	7
图表 13：21M7-22M6 淘系烹饪用具九阳品牌销额占比.....	8
图表 14：淘系 22M6 九阳烹饪用具细分品类收入结构.....	8
图表 15：九阳炊具代言人.....	8
图表 16：九阳净水公司营业收入及同比.....	9
图表 17：九阳净水公司营收占比.....	9
图表 18：2019-2021 年主要小家电公司研发费用率.....	9
图表 19：九阳太空系列产品包括空气炸锅、电饭煲、净水器等.....	10
图表 20：2020-2021 年公司分渠道收入占比.....	11
图表 21：抖音渠道九阳品牌销售额（万元）.....	11
图表 22：2018-2021 年尚科宁家收入及同比.....	11
图表 23：清洁电器线上市场细分品类销售额占比.....	11
图表 24：2018-2022 公司向关联人销售商品收入及同比.....	12
图表 25：2018-2021 年公司向关联人销售收入占境外比重	12

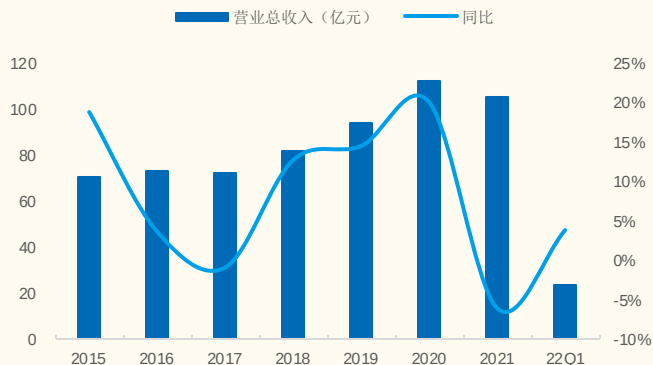
图表 26: 2017-2021 主要可比公司营业总收入 (亿元)	12
图表 27: 2018-2021 年主要可比公司营收同比增速	12
图表 28: 2017-2021 年主要可比公司毛利率	13
图表 29: 2017-2021 年主要可比公司销售费用率	13
图表 30: 2018-2021 年主要可比公司管理费用率	13
图表 31: 2017-2021 年主要可比公司净利率	13
图表 32: 2017-2021 年主要可比公司存货周转天数	13
图表 33: 2017-2021 年主要可比公司应收账款周转天数	13
图表 34: 2017-2021 年主要可比公司应付账款周转天数	14
图表 35: 公司盈利预测拆分	15
图表 36: 主要可比公司估值表	16

1. 从豆浆机领导者到品质小家电龙头

豆浆机领导者，全面向品质小家电龙头迈进升级。公司创立于 1994 年，以豆浆机起家，28 年以来始终专注小家电产品的研发、生产和销售，持续拓展丰富产品矩阵，实现由“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活家电”的战略转型，奥维数据显示公司在豆浆机、破壁机、料理机等优势品类占据市场第一，其余多数厨小品类亦跻身行业前三。2017 年九阳收购 Shark 中国运营公司一尚科宁家 51% 的股权，开启厨房家电+家居电器双驱动模式。2019 年公司与高流量萌潮品牌 IP 跨界合作，吸引众多年轻用户的关注与购买；2022 年公司明确“1+3”策略，产品端聚焦厨房小家电品类，同时发力炊具、净水与清洁品类；渠道端动销转型逐步获效，加大力度布局内容电商平台，助力公司开启发展新阶段。

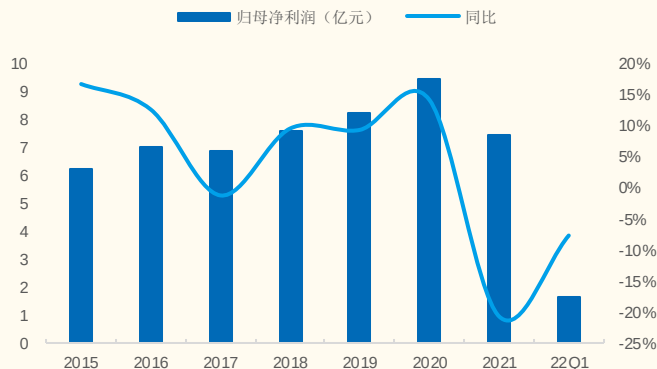
近年经营保持快速发展，短期原材料影响盈利表现。公司作为厨房小家电龙头地位巩固，持续推出优质创新产品，推动经营表现保持快速发展，2017 年-2020 年期间公司营业总收入以 15.7% 的复合增速扩张至 112 亿元，归母净利润以 10.9% 的复合增速提升至 9.4 亿元。21 年厨房小家电行业景气度稍弱且原材料大幅提升，严峻外部环境压力下公司经营短期有所承压，21 年营业总收入 105.4 亿元，同比下滑 6.1%，归母净利润 7.5 亿元，同比下滑 20.7%。

图表 1：2015-22Q1 公司营业总收入及同比



来源：公司公告，国金证券研究所

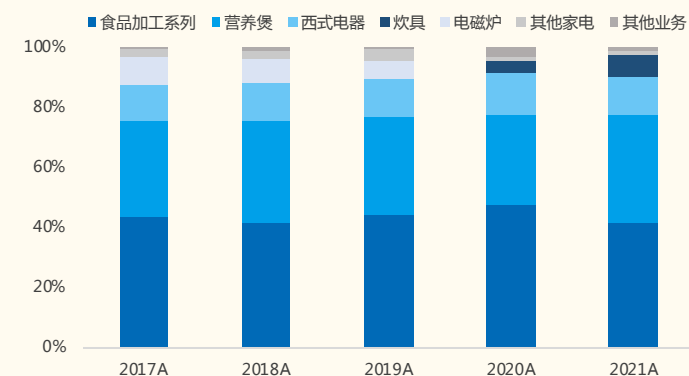
图表 2：2015-22Q1 公司归母净利润及同比



来源：公司公告，国金证券研究所

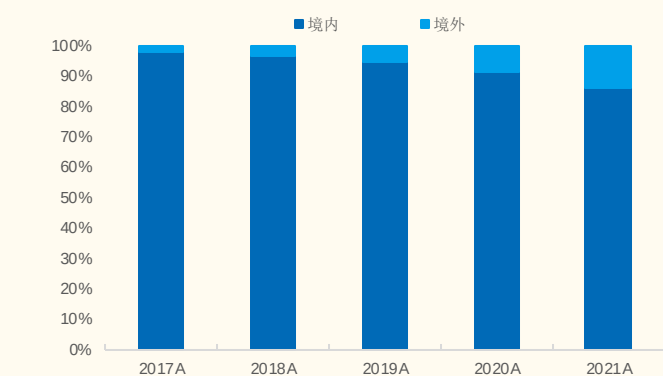
厨小电仍为主要收入来源，关联交易推动境外占比快速提升。分品类来看，近年来公司持续丰富品类矩阵，巩固厨房小家电的同时布局炊具、家居环境等品类，目前厨房小家电仍为主要收入来源，21 年食品加工机和营养煲收入分别为 43.5 亿元和 38.3 亿元，合计占比约 78%，此外炊具品类培育有所获效，21 年炊具品类收入 7.5 亿元（占比约 7%），逆势高增 69%（公司总收入增速-6%）。**分地区来看**，18H2 开始公司加强与 Shark Ninja 协同合作，为 SN 提供 Foodi 系列厨房小家电产品，关联交易助力公司境外收入保持快速增长，2018 年-2021 年公司境外收入以 72% 的复合增速扩张至 14.6 亿元，占营业总收入比重提升至 14%（2018A: 3%）。

图表 3：2017-2021 年公司分业务收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2017-2021 年公司分地区收入占比



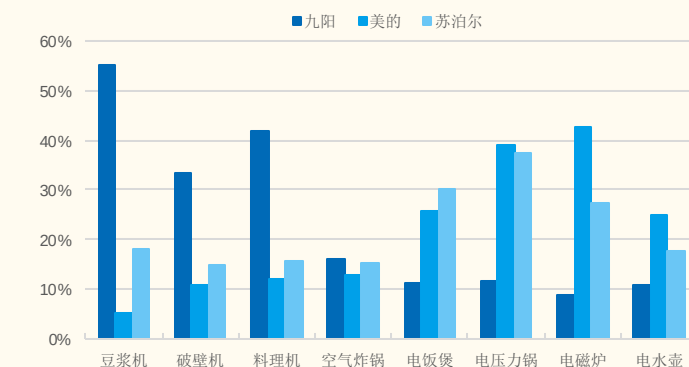
来源：公司公告，国金证券研究所

2. 品类丰富+渠道深化，协同助力长远发展

2.1 产品：厨小龙头地位巩固，炊具、净水、清洁有望发力

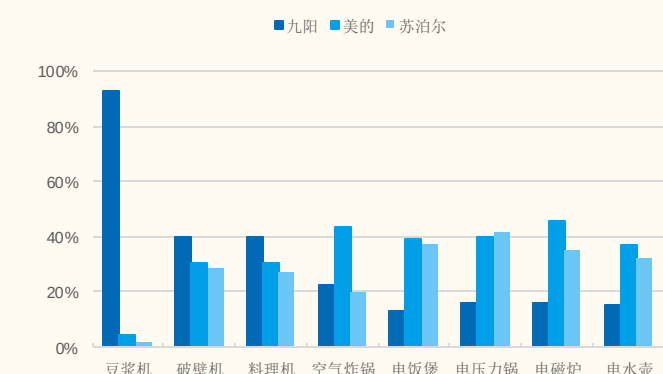
厨小电龙头优势突出，豆破料品类位居行业第一。公司目前已经覆盖厨房小家电众多品类，根据奥维云网的数据显示，公司在豆浆机、破壁机、料理机品类位居行业全渠道第一，空气炸锅跻身线上渠道品牌第一，其余主要厨房小家电品类（电饭煲、电水壶等）亦跻身行业前三。

图表 5：22H1 主要厨房小家电品类线上品牌份额



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 6：22H1 主要厨房小家电品类线下品牌份额

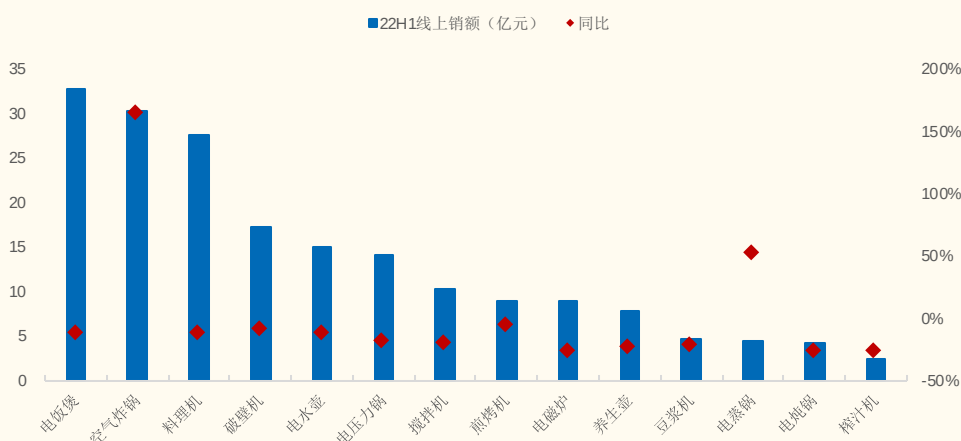


来源：奥维云网，国金证券研究所

空气炸锅持续高增，九阳太空系列引领高端趋势

空气炸锅在疫情需求叠加流量催化下迎来爆发增长，从众多中长尾需求的厨小电中脱颖而出，持续扩容成长为新一代厨房小家电大单品，奥维云网数据显示 22H1 线上渠道空气炸锅销售额达 30 亿元，同比增长 164%，累计销额规模已仅次于电饭煲品类且目前仍处于快速扩容期。

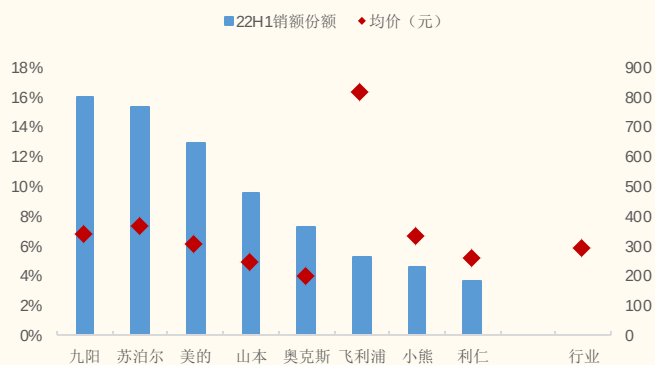
图表 7：22H1 线上渠道厨房小家电主要品类销售额及同比



来源：奥维云网，国金证券研究所

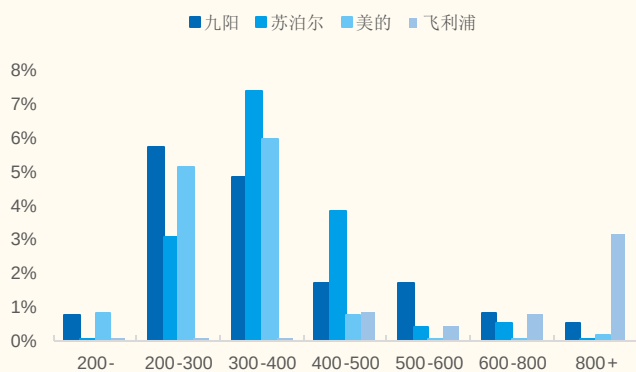
九阳主打太空系列空气炸锅，引领高端发展趋势。目前空气炸锅行业线上热销产品处于主流价位段，奥维数据显示 22H1 空气炸锅线上行业均价约 290 元。九阳在空气炸锅领域积累多年，今年新推出空气炸锅 VF736（售价 579.9 元），具备可视化、立体热风循环不用翻面等特点，提振九阳品牌在高端空气炸锅领域的优异表现。奥维云网数据显示，22H1 线上空气炸锅市场中九阳以 16% 的销售额占比跻身行业第一；分价位段来看，500 元以上空气炸锅行业销售额占比达 12.4%，该价位段中九阳品牌份额约 24%，仅次于高端定位的飞利浦（35%），而苏泊尔（8%）、美的（2%）在高端市场的份额较低。

图表 8：22H1 线上空气炸锅主要品牌份额及均价



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 9：22H1 线上空气炸锅主要品牌分价位段份额



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 10：九阳空气炸锅产品积累多年持续迭代

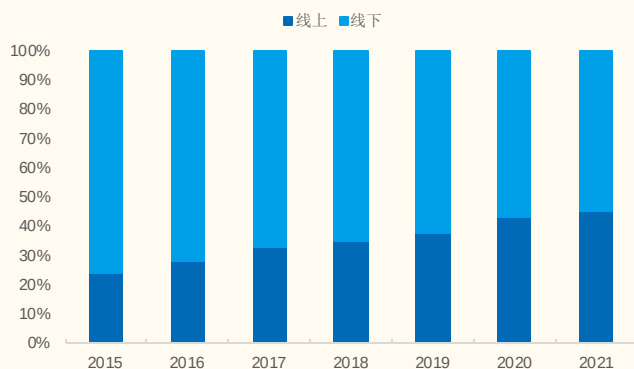


来源：天猫九阳官方旗舰店，国金证券研究所

炊具线上渠道突破，保持良好增长趋势

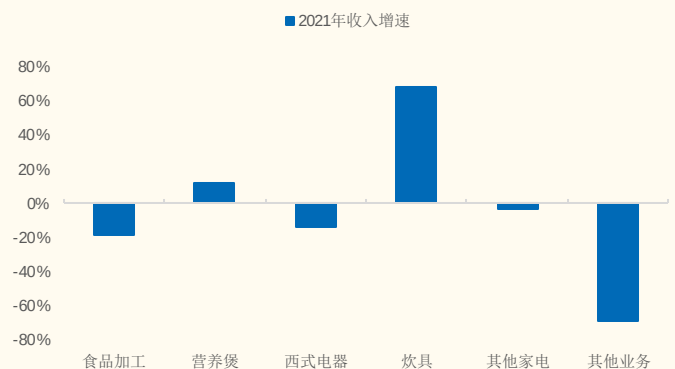
疫情加速炊具向线上渠道转移，亦为九阳提供较好突破机会。近年来明火炊具线上渠道占比持续提升，奥维云网数据显示 2021 年炊具线上占比达 45%（2015A：24%）。炊具线上的加速助力打破线下龙头品牌垄断格局，为九阳品牌发展提供较好突破机会。叠加公司在炊具领域的技术储备，推动公司炊具业务实现较好增长，2021 年炊具实现规模 7.5 亿元，同比增长 69%，增速表现明显领先其余主要业务。

图表 11：2015-2021 年我国炊具线上渠道占比走势



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 12：2021 年公司分业务收入同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：21M7-22M6 淘系烹饪用具九阳品牌销额占比

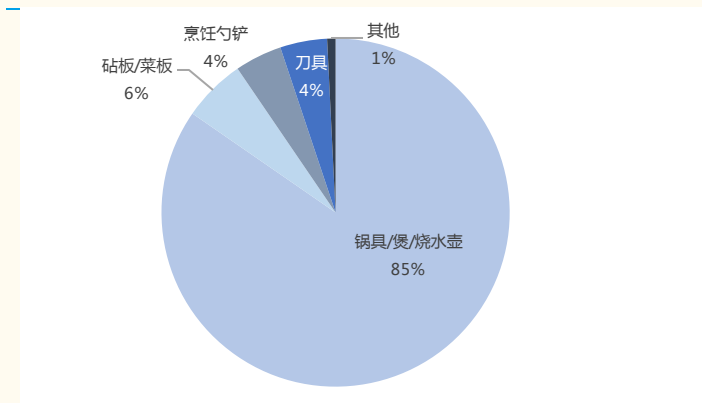
21M7		21M8		21M9		21M10		21M11		21M12	
supor/苏泊尔	11.5%	kbh/康巴赫	15.1%	supor/苏泊尔	12.8%	supor/苏泊尔	13.0%	supor/苏泊尔	14.5%	supor/苏泊尔	10.3%
joyoung/九阳	4.4%	supor/苏泊尔	10.7%	joyoung/九阳	5.4%	kbh/康巴赫	11.7%	双立人	7.5%	joyoung/九阳	3.5%
kbh/康巴赫	3.0%	joyoung/九阳	4.3%	双立人	2.7%	joyoung/九阳	5.1%	kbh/康巴赫	5.1%	kbh/康巴赫	3.3%
双立人	2.0%	张小泉	2.1%	kbh/康巴赫	2.6%	张小泉	2.3%	joyoung/九阳	4.7%	双立人	2.4%
asd/爱仕达	1.9%	双立人	1.8%	carote/卡罗特	2.2%	carote/卡罗特	2.1%	staub/珐宝	2.8%	张小泉	1.9%
CR5	22.8%	CR5	34.0%	CR5	25.7%	CR5	34.2%	CR5	34.7%	CR5	21.4%

22M1		22M2		22M3		22M4		22M5		22M6	
supor/苏泊尔	11.2%	supor/苏泊尔	12.3%	supor/苏泊尔	14.5%	supor/苏泊尔	11.7%	supor/苏泊尔	11.0%	supor/苏泊尔	14.6%
kbh/康巴赫	3.6%	joyoung/九阳	4.5%	joyoung/九阳	4.3%	joyoung/九阳	4.6%	staub/珐宝	7.8%	joyoung/九阳	4.5%
joyoung/九阳	3.6%	kbh/康巴赫	2.9%	kbh/康巴赫	4.0%	张小泉	3.1%	双立人	6.9%	kbh/康巴赫	4.5%
张小泉	2.5%	张小泉	2.2%	双立人	2.4%	kbh/康巴赫	3.0%	joyoung/九阳	3.6%	双立人	3.8%
双立人	2.3%	双立人	1.9%	sowe	2.0%	carote/卡罗特	2.9%	kbh/康巴赫	3.2%	张小泉	2.5%
CR5	23.1%	CR5	23.8%	CR5	27.2%	CR5	25.3%	CR5	32.5%	CR5	29.9%

来源：炼丹炉，国金证券研究所

从锅具延伸至砧板、刀具等产品，后续有望保持较好发展。公司以锅具为切入点，21年下半年推出的晶钻耐磨炒锅，具备耐磨、不粘、无涂层、更轻巧等特点，亦受到消费者青睐。后续公司将围绕炒锅持续丰富晶钻产品系列，计划推出煎锅、蒸锅、炖锅等产品矩阵，品类上公司亦将从锅具延伸至刀具、砧板等产品，为消费者提供多样化选择。另外今年公司官宣田亮和叶一茜夫妇作为炊具品类代言人，或有望进一步提升九阳炊具的传播声量。

图表 14：淘系 22M6 九阳烹饪用具细分品类收入结构



来源：炼丹炉，国金证券研究所

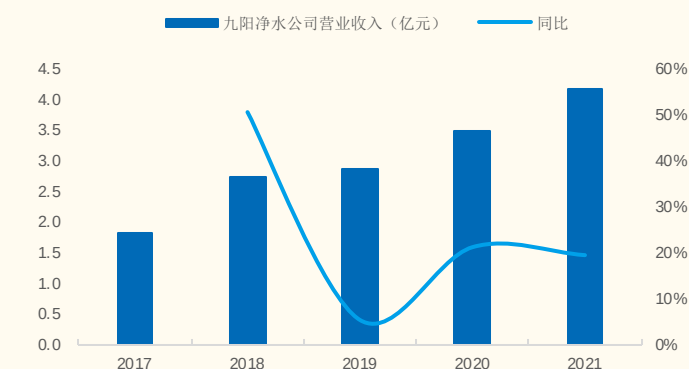
图表 15：九阳炊具代言人



来源：九阳官方微博，国金证券研究所

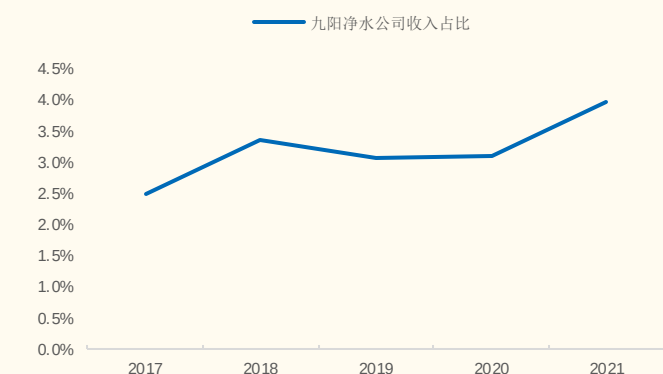
净水清洁空间广阔，九阳尚处发展成长期。公司产品策略亦布局净水与清洁品类，两者在中国市场未来空间较为广阔，但公司仍处于布局发展初期，对营收整体贡献仍相对有限。**净水品类：**九阳品牌推出热小净 RO 反渗透净热一体机；**清洁品类：**依托于 Shark 品牌布局蒸汽拖把、洗地机等产品，今年将以九阳与 Shark 双品牌布局，从国内热门洗地机产品切入，有望贡献一定增量。

图表 16：九阳净水公司营业收入及同比



来源：公司公告，国金证券研究所

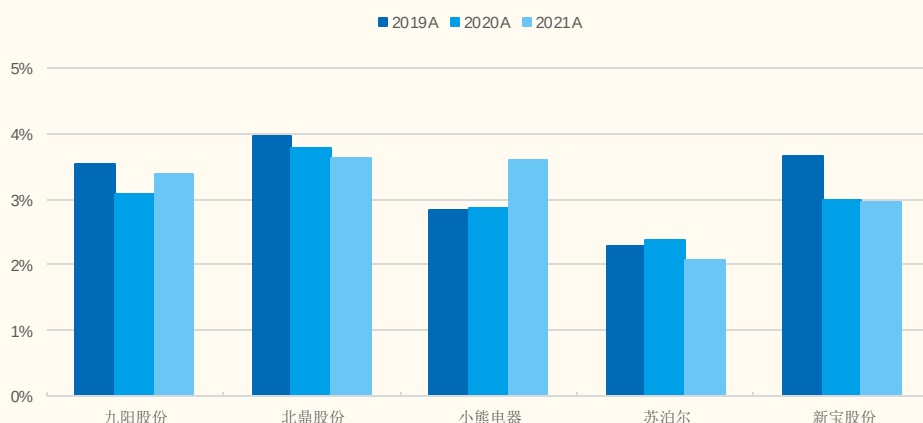
图表 17：九阳净水公司营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

三级研发体系，持续创新升级产品。公司高度重视自主研发和创新力度，搭建创新三级研发体系，以满足消费者对高品质生活小家电产品需求为目标，及时挖掘消费者需求并做出迅速反应，持续引领行业发展方向。21 年公司研发投入 3.57 亿元，研发费用率约 3.4%，处于小家电企业中等水平。截至 21 年底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 18：2019-2021 年主要小家电公司研发费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

主打太空科技系列，产品聚焦主流价位。2014 年公司承接中国航天员科研训练中心空间站厨房科研任务，主要包括空间站内的饮水分配器、热风加热装置、太空厨房智能 APP 等，成功为航天员解决了在空间站的饮水和就餐生活问题，2021 年这些科研成果及相关产品已经在中国空间站投入使用。2022 年公司推出空气炸锅、热小净、0 涂层饭煲、高速破壁机、小魔王不粘锅等在内的太空系列产品。价位段上，公司今年将重点布局中腰部定价，饭煲、空气炸锅等太空系列产品定价在 400-600 元区间，亦处于目前的主流价位段。

图表 19：九阳太空系列产品包括空气炸锅、电饭煲、净水器等



来源：九阳官方微博，国金证券研究所

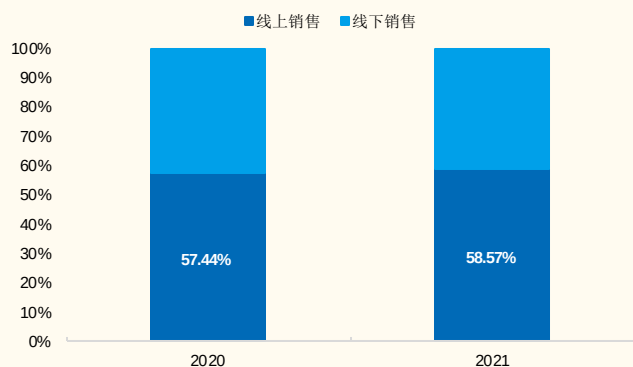
2.2 渠道：动销转型逐步获效，全面深化渠道布局

动销转型聚焦终端销售，助力公司了解用户偏好。公司对渠道的考核从以出货为主向以动销零售为主调整，即以往对经销商考核主要聚焦于从公司的提货数量，但动销调整后更加关注终端产品的销售情况及用户的反馈，动销转型配合一盘货模式，可以帮助公司更好了解终端消费者的产品喜好，同时也可推动经销商向更健康的经营模式转变（此模式下经销商可以不考虑融资仓储等，能更好聚焦于终端零售）。

深化全渠道布局，加强抖音等内容电商培育。公司积极推进线上线下渠道融合：

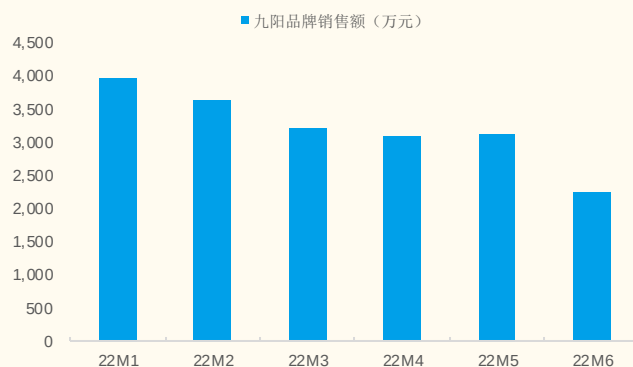
- ✓ **线上：**公司根据不同品类、不同渠道、不同客群，布局拓展了相对应的线上品牌旗舰店和直播间，并快速推进抖音、快手等内容电商平台的布局，其中抖音渠道公司逐步以自播为主，结合达人带货方式目前亦有所成效，蝉妈妈数据显示 22H1 抖音渠道九阳品牌厨卫品类成交额达 1.93 亿元；
- ✓ **线下：**不断完善优化销售网络，持续探索新零售业务模式，新开 Shopping Mall 品牌店百余家。且通过线上直播、线下终端体验、数据化运营等方式结合实现了 O2O 融合发展。但多地疫情反复使得线下流量恢复较慢，2021 年公司线下渠道收入 43.7 亿元，同比-8.6%，表现弱于公司整体。

图表 20: 2020-2021 年公司分渠道收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 抖音渠道九阳品牌销售额 (万元)



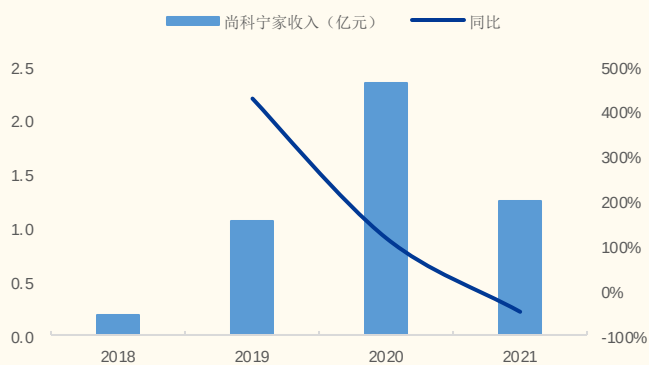
来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所

2.3 九阳与 SN 协同获效, 外销收入快速增长

国内 Shark 品牌: 2018 年公司出资收购 Shark 中国运营公司—尚科宁家 51% 股权, 在国内市场运营 Shark 品牌 (美国清洁电器品牌), 围绕国内家庭的拖地需求推出蒸汽拖把、电动拖把、洗地机等产品, 其中 Shark 在蒸汽拖把领域优势突出 (20H1 蒸汽拖把份额第一)。但中国市场需求迭代较快, 而公司与 SN 的研发协同链路相对偏长, 导致公司布局洗地机品类速度相对较慢, 而优势品类拖把行业受洗地机替代份额有所走弱, 综合影响下 2021 年尚科宁家表现有所承压 (收入-46%)。

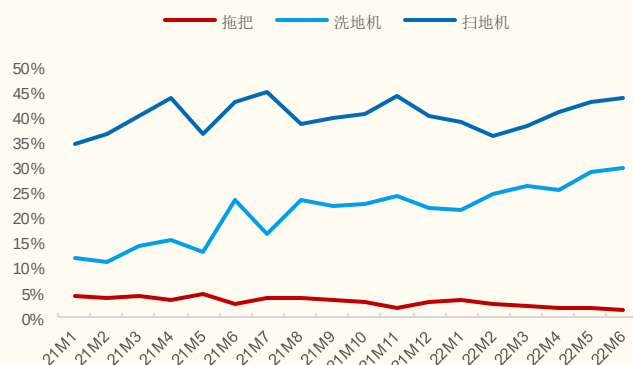
Shark+九阳双品牌锚定清洁电器, 后续有望贡献一定增量。基于 Shark 品牌在国内市场的发展略弱于预期, 公司亦开始有所调整, 21 年新增国内清洁 BU, 专注满足国内家庭清洁需求的产品研发, 且与 Shark 协同提供技术支持, 后续有望加快新品推出速度。此外, 公司亦将采取九阳+Shark 双品牌布局, 以满足不同消费者的需求, 目前 Shark 品牌与九阳品牌均已推出洗地机新品, 后续清洁业务或有望有所放量。

图表 22: 2018-2021 年尚科宁家收入及同比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 清洁电器线上市场细分品类销售额占比



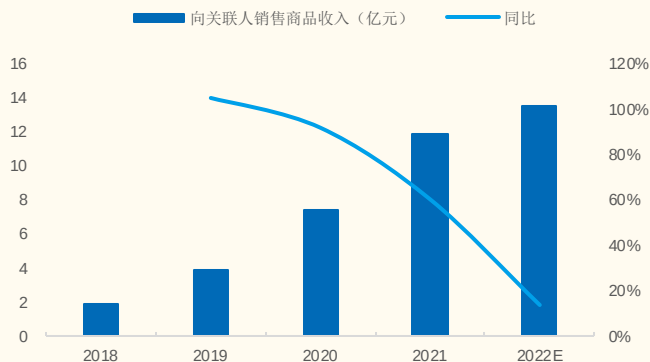
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

协同为 SN 提供厨小产品, 助力推动公司外销快增。2019 年同一实际控制人下属的 SharkNinja 和九阳股份合并搭建的“JS 环球生活”在香港交易所上市, JS 环球生活持有 SharkNinja 100%股权, 持有九阳股份 67%股权, 从业务上主要包括 SN 分部和九阳分部。九阳股份持续与 SN 分部加强协同, 发挥自身在厨房小家电领域多年的技术沉淀与积累, 将美国研发团队洞察的消费需求快速落地输出成品, 近年来合作 Foodi 系列获得较好表现。近年来公司向关联人

(主要系 SN 分部) 销售商品的成交额保持快速增长, 2018-2021 年以 85% 复合增速扩张至 11.9 亿元, 亦成为外销业务主要收入来源 (21A: 占比约 81%)。

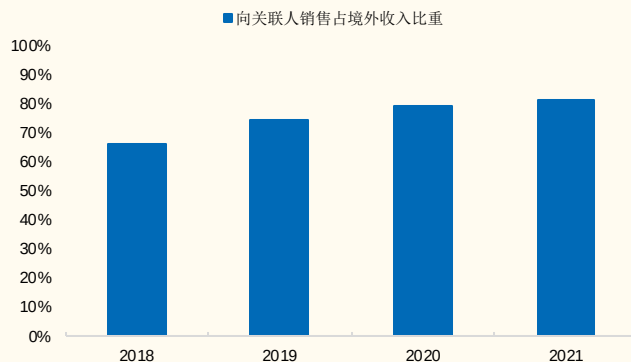
2022 年公司通过子公司杭州九阳及孙公司杭州九创与 JS Global Trading HK Limited (JS 环球生活全资子公司, 亦由九阳股份实际控制人王旭宁先生控制) 进行销售商品的关联交易, 预计总金额不超过 211 百万美元 (约 13.5 亿人民币), 同比增长 14% 左右。随着 SharkNinja 在全球的扩张及公司持续输出更多技术赋能的新品, 未来公司外销业务料将保持较好增长。

图表 24: 2018-2022 公司向关联人销售商品收入及同比



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 备注: 2022E 为公司披露预计金额

图表 25: 2018-2021 公司向关联人销售收入占境外比重



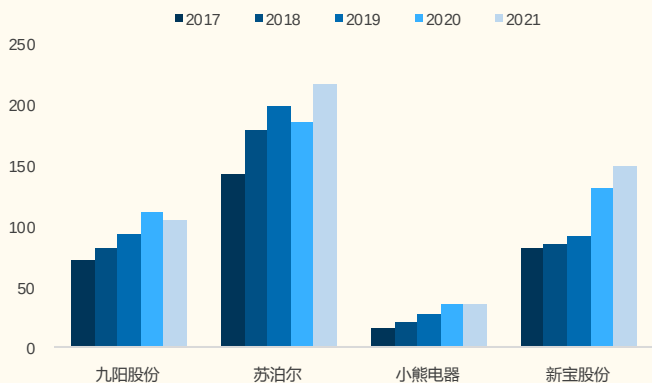
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3. 财务分析

21 年公司营业总收入 105.4 亿元, 17-21 年复合增速约 10%, 与苏泊尔较为接近。毛利率方面, 近年来公司毛利率水平较为平稳, 21 年受会计准则调整 (将销售费用调整计入营业成本)、原材料价格上涨及业务结构调整 (低盈利能力的外销业务占比提升) 毛利率有所下探 (21A: 27.8%, 同比-4.3pct), 整体处于可比中上水平。费用率方面, 公司销售费用率、管理费用率处于中高水平, 研发费用率适中, 综合来看公司净利率 (21A: 7.1%) 处于可比的中等水平。

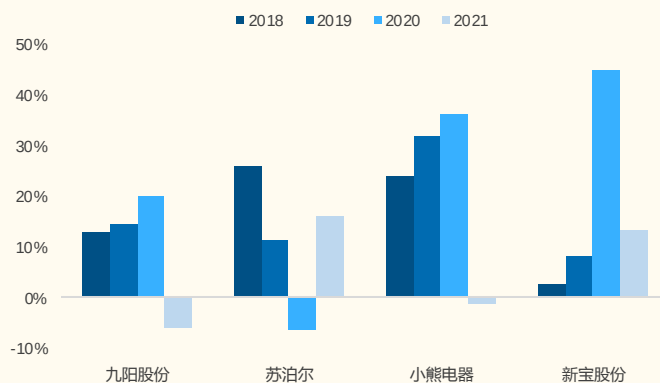
从营运能力来看, 公司存货周转天数、应收账款周转天数低于主要可比公司, 应付账款周转天数高于可比公司。

图表 26: 2017-2021 主要可比公司营业总收入 (亿元)



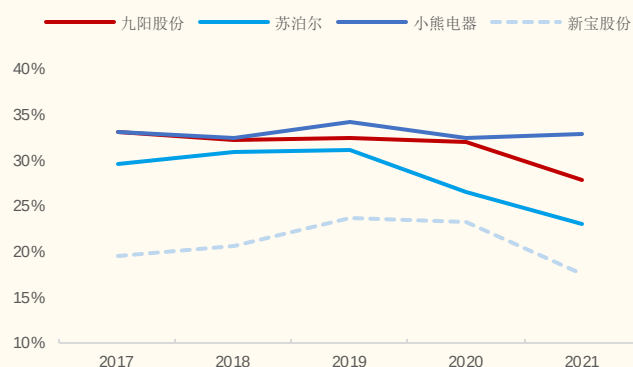
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 2018-2021 年主要可比公司营收同比增速



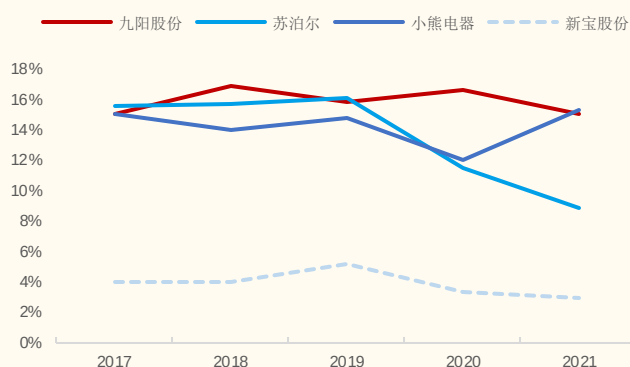
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 2017-2021 年主要可比公司毛利率



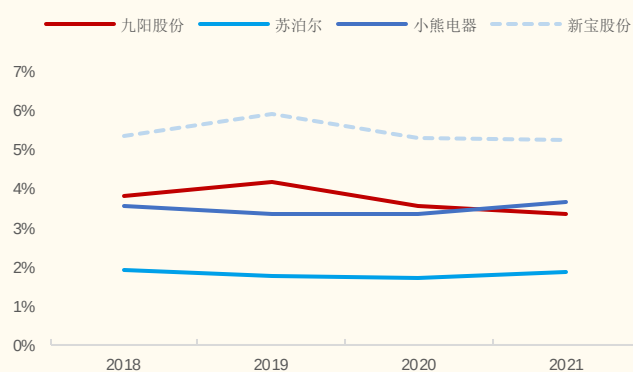
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 2017-2021 年主要可比公司销售费用率



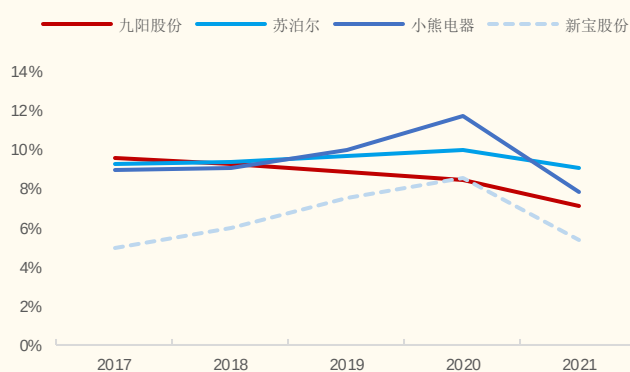
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 2018-2021 年主要可比公司管理费用率



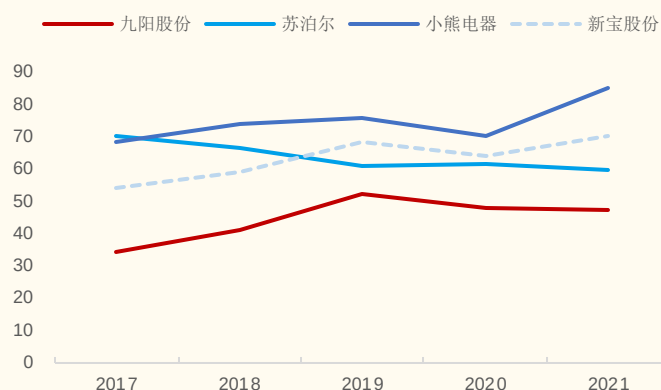
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 2017-2021 年主要可比公司净利率



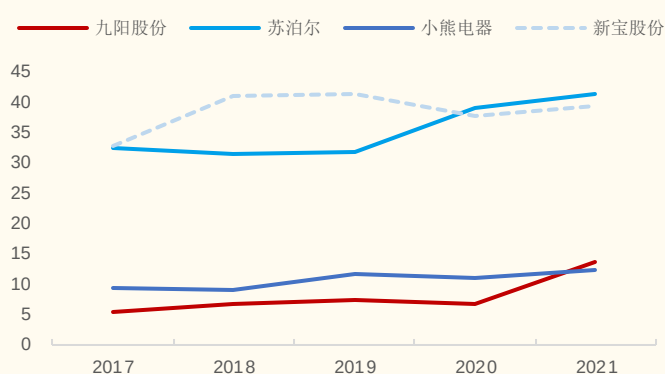
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 2017-2021 年主要可比公司存货周转天数



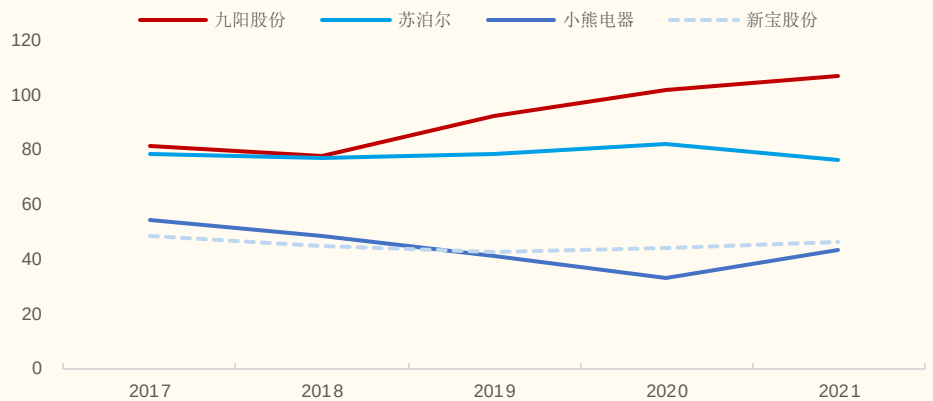
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 2017-2021 年主要可比公司应收账款周转天数



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34：2017-2021 年主要可比公司应付账款周转天数



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 盈利预测

公司在厨房小家电领域龙头地位巩固，且积极拓展炊具、净水、清洁品类，渠道端动销转型逐步获效、加大力度布局内容电商平台，有望助力公司开启发展新阶段。

收入端：

- ✓ 食品加工与营养煲类贡献主要收入来源，公司将持续推新巩固该领域的优势地位，预计 22 年受疫情及线下渠道恢复的影响收入端或实现个位数增长，但 23/24 年有望恢复常态增长；
- ✓ 西式类：公司抓住空气炸锅爆发红利，有望推动其所在的西式类业务实现较好增长，我们预计 22/23/24 年公司西式电器品类收入有望实现 28%/23%/20% 的增长；
- ✓ 炊具：公司近年积极拓展炊具品类且已获成效，21 年炊具收入+69%。随着延伸拓展，我们预计 22/23/24 年公司炊具品类收入有望实现 20%/19%/17% 的增长；
- ✓ 其他家电与其他业务预计将实现平稳发展。

费用端：公司将积极拓展新品类布局，预计 22/23/24 年销售费用率、管理费用率及研发费用率稳中有升。

利润端：21 年受运输费调整至营业成本及原材料大幅上涨影响，公司主要产品毛利率均有不同幅度下滑，食品加工、营养煲、西式电器毛利率分别下滑 2.14pct、3.72pct、3.83pct。目前家电主要原材料价格有所回落，22M7 铜、铝、钢和塑料的价格同比分别-17%、-6%、-28%和-3%，7 月底价格较年初分别-15%、-8%、-8%和-7%。受益于原材料价格回落及公司产品结构的升级优化，公司利润率有望持续修复向好，预计后续业绩端增速表现优于收入端。

图表 35：公司盈利预测拆分

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
食品加工					
收入 (百万元)	5,302	4,354	4,580	5,047	5,514
yoy	29%	-18%	5%	10%	9%
毛利率	37%	35%	36%	37%	37%
营养煲					
收入 (百万元)	3,425	3,832	4,171	4,699	5,250
yoy	10%	12%	9%	13%	12%
毛利率	23%	19%	21%	22%	22%
西式电器					
收入 (百万元)	1,532	1,325	1,697	2,092	2,519
yoy	33%	-13%	28%	23%	20%
毛利率	33%	29%	30%	31%	31%
炊具					
收入 (百万元)	446	752	903	1,077	1,263
yoy		69%	20%	19%	17%
毛利率	27%	26%	28%	29%	30%
其他家电					
收入 (百万元)	176	171	168	168	168
yoy	-48%	-3%	-2%	0%	0%
毛利率	22%	20%	20%	20%	20%
其他业务					
收入 (百万元)	343	106	111	116	119
yoy	504%	-69%	5%	4%	3%
毛利率	56%	62%	62%	62%	62%
营业总收入					
收入 (百万元)	11,224	10,540	11,631	13,200	14,833
yoy	20%	-6%	10%	13%	12%
毛利率	32.1%	27.8%	29.2%	29.8%	30.2%
费用率					
销售费用率	16.6%	15.0%	15.0%	15.4%	15.5%
管理费用率	3.5%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%
研发费用率	3.1%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%

来源：国金证券研究所

公司厨房小家电龙头地位巩固，且积极拓展炊具、净水、清洁品类，渠道端动销转型逐步获效、加大力度布局内容电商平台，有望助力公司开启发展新阶段。我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 116.31、132.00、148.33 亿元，同比分别+10.34%、+13.49%、+12.38%，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 8.44、9.72、11.00 亿元，同比分别+13.19%、+15.12%、+13.26%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 14x、12x、11x。我们选取苏泊尔等主要小家电企业作为可比公司，给予公司 2022 年 16 倍估值，对应目标价 17.9 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 36：主要可比公司估值表

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE (X)			
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
苏泊尔	44.07	356	18.5	19.4	22.3	25.4	28.6	18.3	16.0	14.0	12.5
小熊电器	50.70	79	4.3	2.8	3.5	4.1	4.8	27.9	22.8	19.1	16.4
新宝股份	20.20	167	11.2	7.9	10.9	12.7	14.6	21.1	15.4	13.2	11.5
平均								20.0	16.4	14.3	12.6
九阳股份	15.57	119	9.4	7.5	8.4	9.7	11.0	16.0	14.2	12.3	10.9

来源：wind，国金证券研究所；备注：PE 采用 2022 年 8 月 10 日收盘价计算

5. 风险提示

新品表现不及预期：公司将积极拓展炊具、净水、清洁品类，存在新品拓展及销售表现不及预期的风险；

行业竞争加剧风险：随着众多新加入者进入行业，可能存在竞争加剧致使收入增长不及预期，利润率降低的风险；

原材料价格大幅上涨风险：原材料价格大幅上涨将带来明显的成本压力；

人民币汇率大幅波动风险：汇率大幅波动将影响公司毛利率与财务费用等；

关联交易风险：近年来公司外销业务对关联交易的依赖有所增强，22 年公司披露预计将与 JS Global Trading HK Limited（JS 环球生活全资子公司，亦由九阳股份实际控制人王旭宁先生控制）进行销售商品的关联交易，预计总金额不超过 211 百万美元，同比增长 14%左右，若关联交易表现不及预期或影响公司经营表现；

股东质押风险：目前公司控股股东（上海力鸿企业管理有限公司）及其一致行动人（BILTING DEVELOPMENTS LIMITE）合计累计质押 4.12 亿股，占其所持有股份比例略低于 80%，占公司总股本的 53.66%，存在质押风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	9,351	11,224	10,540	11,631	13,200	14,833
增长率		20.0%	-6.1%	10.3%	13.5%	12.4%
主营业务成本	-6,310	-7,626	-7,612	-8,231	-9,260	-10,356
%销售收入	67.5%	67.9%	72.2%	70.8%	70.2%	69.8%
毛利	3,041	3,597	2,929	3,400	3,939	4,477
%销售收入	32.5%	32.1%	27.8%	29.2%	29.8%	30.2%
营业税金及附加	-47	-59	-43	-47	-54	-61
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,477	-1,868	-1,580	-1,750	-2,030	-2,297
%销售收入	15.8%	16.6%	15.0%	15.0%	15.4%	15.5%
管理费用	-389	-398	-351	-399	-459	-523
%销售收入	4.2%	3.5%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%
研发费用	-330	-346	-357	-406	-474	-547
%销售收入	3.5%	3.1%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	798	927	597	798	922	1,049
%销售收入	8.5%	8.3%	5.7%	6.9%	7.0%	7.1%
财务费用	25	-1	17	38	39	43
%销售收入	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	0	-23	-6	0	0	0
公允价值变动收益	13	66	32	0	0	0
投资收益	60	62	50	65	78	85
%税前利润	6.4%	5.8%	6.3%	7.2%	7.5%	7.2%
营业利润	943	1,066	774	902	1,039	1,177
营业利润率	10.1%	9.5%	7.3%	7.8%	7.9%	7.9%
营业外收支	-3	-4	17	0	0	0
税前利润	940	1,063	790	902	1,039	1,177
利润率	10.1%	9.5%	7.5%	7.8%	7.9%	7.9%
所得税	-134	-147	-89	-102	-117	-133
所得税率	14.3%	13.8%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
净利润	806	916	701	800	922	1,044
少数股东损益	-18	-24	-44	-44	-50	-56
归属于母公司的净利润	824	940	746	844	972	1,100
净利率	8.8%	8.4%	7.1%	7.3%	7.4%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	806	916	701	800	922	1,044
少数股东损益	-18	-24	-44	-44	-50	-56
非现金支出	90	113	127	73	81	90
非经营收益	-98	-57	-69	-72	-74	-84
营运资金变动	455	1,037	-793	-135	-10	-17
经营活动现金净流	1,253	2,009	-35	666	919	1,033
资本开支	-88	45	42	-100	-100	-110
投资	122	20	-12	0	0	0
其他	-399	-724	759	65	78	85
投资活动现金净流	-365	-660	789	-35	-22	-25
股权募资	0	25	25	0	0	0
债权募资	0	0	0	12	7	5
其他	-638	-805	-812	-768	-768	-768
筹资活动现金净流	-637	-780	-788	-757	-761	-763
现金净流量	253	553	-38	-126	136	245

资料来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,603	1,961	1,987	1,855	1,986	2,228
应收款项	2,541	3,035	2,836	3,276	3,718	4,178
存货	1,086	945	1,048	1,128	1,269	1,419
其他流动资产	291	1,358	652	711	722	745
流动资产	5,522	7,300	6,522	6,970	7,695	8,571
%总资产	73.9%	79.9%	76.6%	77.5%	79.0%	80.5%
长期投资	969	913	1,010	1,010	1,010	1,010
固定资产	706	657	660	676	683	693
%总资产	9.5%	7.2%	7.8%	7.5%	7.0%	6.5%
无形资产	143	129	125	140	153	166
非流动资产	1,946	1,835	1,994	2,029	2,049	2,074
%总资产	26.1%	20.1%	23.4%	22.5%	21.0%	19.5%
资产总计	7,468	9,135	8,516	8,998	9,744	10,645
短期借款	0	0	31	30	32	32
应付款项	2,878	3,816	3,583	3,811	4,289	4,797
其他流动负债	822	983	564	782	887	996
其他长期负债	3,700	4,800	4,179	4,622	5,208	5,825
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	53	96	101	107	114
负债	3,717	4,852	4,275	4,724	5,315	5,938
普通股股东权益	3,753	4,284	4,264	4,341	4,545	4,878
其中：股本	767	767	767	767	767	767
未分配利润	1,668	2,163	2,139	2,216	2,421	2,754
少数股东权益	-2	-1	-22	-66	-116	-172
负债股东权益合计	7,468	9,135	8,516	8,998	9,744	10,645

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.074	1.225	0.972	1.100	1.267	1.435
每股净资产	4.891	5.584	5.559	5.659	5.926	6.360
每股经营现金净流	1.633	2.619	-0.045	0.868	1.198	1.347
每股股利	1.080	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	21.96%	21.95%	17.49%	19.44%	21.38%	22.56%
总资产收益率	11.04%	10.29%	8.75%	9.38%	9.97%	10.34%
投入资本收益率	18.17%	18.43%	12.23%	16.23%	18.07%	19.36%
增长率						
主营业务收入增长率	14.48%	20.02%	-6.09%	10.34%	13.49%	12.38%
EBIT增长率	35.09%	16.06%	-35.53%	33.61%	15.50%	13.80%
净利润增长率	9.26%	14.07%	-20.69%	13.19%	15.12%	13.26%
总资产增长率	12.13%	22.32%	-6.77%	5.66%	8.29%	9.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.3	6.8	13.9	17.0	17.0	17.0
存货周转天数	53.0	48.6	47.8	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	93.7	103.3	108.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	26.6	21.0	20.0	18.3	16.0	14.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.50%	-74.91%	-57.73%	-54.22%	-55.25%	-57.13%
EBIT利息保障倍数	-32.6	872.1	-34.2	-20.8	-23.8	-24.5
资产负债率	49.77%	53.12%	50.19%	52.50%	54.54%	55.79%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	15	20	65
增持	0	0	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.17	1.20	1.00

资料来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402