

九阳股份 (002242.SZ) 2020Q2 业绩超市场预期, 新产品新渠道拉动增长

2020年08月26日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

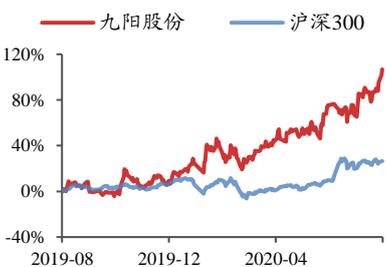
证书编号: S0790120040004

日期	2020/8/25
当前股价(元)	43.66
一年最高最低(元)	43.69/20.32
总市值(亿元)	334.95
流通市值(亿元)	333.78
总股本(亿股)	7.67
流通股本(亿股)	7.65
近3个月换手率(%)	53.38

● 2020H1 收入、净利润均超预期, 维持“买入”评级

2020H1, 公司实现营收 45.59 亿元 (+8.87%), 归母净利润 4.18 亿元 (+2.90%), 扣非归母净利润 3.93 亿元 (+4.12%), EPS 为 0.54 (+1.89%)。2020H1 公司收入、利润均转负为正实现增长, 主要系国内疫情缓解。2020Q2 收入为 28.56 亿元 (+19.60%), 归母净利润为 2.71 亿元 (+11.49%), 业绩改善显著。考虑疫情后业绩继续恢复, 上调 2020-2022 年归母净利润为 9.48/11.12/12.72 亿元 (原值 9.30/10.83/12.38 亿元), 对应 EPS 为 1.24/1.45/1.66 元, 当前股价对应 PE 为 35.3/30.1/26.3 倍, 考虑疫情后公司收入有望继续增长, 维持“买入”评级。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-核心品类创新+品类拓展, 小家电龙头有望提速增长》-2020.7.24

● 收入拆分: 2020H1 食品加工机、西式电器核心业务表现较好, 拉动收入增长

分业务看: 2020H1, 食品加工机系列、营养煲系列、西式电器系列、电磁炉系列分别实现营收 20.62 亿元 (+14.58%)、12.42 亿元 (-13.46%)、7.16 亿元 (+34.78%)、2.23 亿元 (-21.06%)。其中, 食品加工机与西式电器系列表现较好, 拉动整体业绩改善。2020H1, 九阳推出蒸汽杀菌厨房小电新品, 如高温蒸汽除菌的免手洗豆浆机和破壁机及与高流量萌潮 IP 跨界合作的产品, 如三明治机、Mini 烤箱等; Shark 品牌蒸汽除菌拖把等清洁电器在天猫、京东等平台名列前茅。

● 2020H1 食品加工机、西式电器拉动毛利率略增长, 净利率环比有所回升

1) 毛利率: 公司 2020H1 毛利率为 32.62%, 同比增长 0.29pct。由于食品加工机系列、西式电器系列合计占比达 60.95%, 同比提升 5.27pct, 且毛利率较高分别为 38.27%、33.69%, 拉动公司整体毛利率提升。2) 净利率: 公司 2020H1 净利率为 9.14%, 同比下滑 0.41pct, 相比 2019 年底提升 0.53pct。3) 营运能力: 2020H1 存货周转天数较 2019 年略下滑至 50.74 天、应收账款周转天数显著提升至 12.33 天, 营运周期拉长主要系疫情影响。4) 现金流: 2020H1, 公司经营性现金流净额回升至 5.27 亿元 (2020Q1 为 1.43 亿元), 主要系营收增长且回款较好所致。

● 风险提示: 疫情形势恶化; 行业竞争加剧; 新品拓展不及预期; SharkNinja 国内业务拓展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,169	9,351	10,689	12,388	14,023
YOY(%)	12.7	14.5	14.3	15.9	13.2
归母净利润(百万元)	754	824	948	1,112	1,272
YOY(%)	9.5	9.3	15.0	17.3	14.4
毛利率(%)	32.1	32.5	32.7	32.9	33.1
净利率(%)	9.2	8.8	8.9	9.0	9.1
ROE(%)	19.4	21.5	22.5	22.3	22.0
EPS(摊薄/元)	0.98	1.07	1.24	1.45	1.66
P/E(倍)	44.4	40.6	35.3	30.1	26.3
P/B(倍)	8.8	8.9	7.9	6.7	5.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q2 业绩改善显著，2020H1 食品加工机、西式电器核心业务表现较好	3
2、 食品加工机与西式电器系列占比提升拉动 2020H1 毛利率略增长，2020H1 净利率环比有所回升	3
3、 推出新产品发展新渠道，积极拉动业绩增长.....	5
4、 盈利预测与投资建议	5
5、 风险提示	5
附： 财务预测摘要	6

图表目录

图 1： 2020H1 公司毛利率为 32.62%	4
图 2： 2020H1 公司净利率为 9.14%	4
图 3： 公司 2020H1 存货周转天数略微下降.....	4
图 4： 公司 2020H1 应收账款周转天数显著增加	4
图 5： 公司经营性现金流净额 2020H1 回升.....	4
表 1： 2020Q2 疫情缓解，拉动 2020H1 整体业绩改善.....	3
表 2： 2020H1 公司食品加工机、西式电器系列表现较好.....	3

1、2020Q2 业绩改善显著，2020H1 食品加工机、西式电器核心业务表现较好

2020H1，公司实现营收 45.59 亿元(+8.87%)，归母净利润 4.18 亿元(+2.90%)，扣非归母净利润 3.93 亿元(+4.12%)，EPS 为 0.54(+1.89%)。2020H1 公司收入、利润均转负为正实现增长，主要系 2020Q2 国内疫情有所缓解。

1) 分季度看：食品加工机与西式电器两大系列 2020Q2 收入同比增长较好，推动整体收入与归母净利润均实现正增长，分别同比增长 19.60%、11.49%。

表1: 2020Q2 疫情缓解，拉动 2020H1 整体业绩改善

	2020Q1	2020Q2	2020H1
收入(亿元)	17.02	28.56	45.59
同比	-5.37%	19.60%	8.87%
归母净利润(亿元)	1.47	2.71	4.18
同比	-9.91%	11.49%	2.90%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2) 分业务看：2020H1，食品加工机系列、营养煲系列、西式电器系列、电磁炉系列分别实现营收 20.62 亿元(+14.58%)、12.42 亿元(-13.46%)、7.16 亿元(+34.78%)、2.23 亿元(-21.06%)。其中，食品加工机系列与西式电器系列表现较好，拉动整体业绩改善。2020H1，九阳推出蒸汽杀菌厨房小电新品，如：高温蒸汽除菌的免手洗豆浆机和破壁机及与高流量萌潮 IP 跨界合作的产品，如：三明治机、Mini 烤箱等；Shark 品牌蒸汽除菌拖把等清洁电器在天猫、京东等平台名列前茅。

表2: 2020H1 公司食品加工机、西式电器系列表现较好

项目	营业收入(亿元)	占比	同比
食品加工机系列	20.62	45.24%	14.58%
营养煲系列	12.42	27.24%	-13.46%
西式电器系列	7.16	15.71%	34.78%
电磁炉系列	2.23	4.90%	-21.06%
其他产品	2.60	5.71%	115.07%
其他业务	0.55	1.20%	219.41%
合计	45.59	100.00%	8.87%

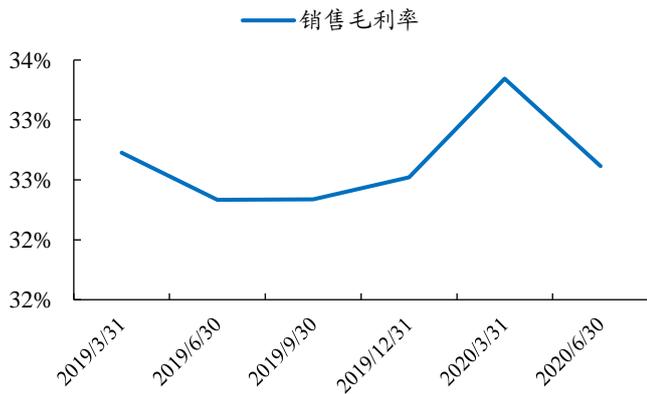
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、食品加工机与西式电器系列占比提升拉动 2020H1 毛利率略增长，2020H1 净利率环比有所回升

食品加工机与西式电器系列占比提升拉动 2020H1 毛利率略增长。公司 2020H1 毛利率为 32.62%，同比增长 0.29pct。由于食品加工机系列、西式电器系列合计占比达 60.95%，同比提升 5.27pct，且毛利率较高分别为 38.27%、33.69%，拉动公司整体毛利率提升。

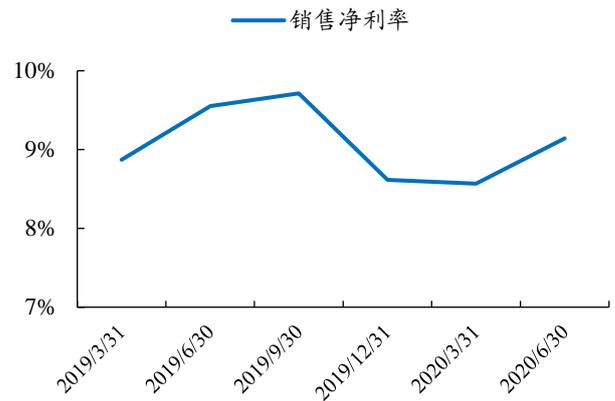
公司 2020H1 净利率环比有所回升。公司 2020H1 净利率为 9.14%，同比下滑 0.41pct，相比 2019 年底提升 0.53pct。

图1: 2020H1 公司毛利率为 32.62%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

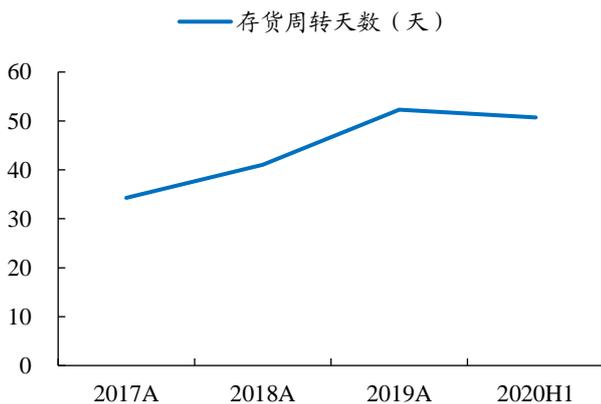
图2: 2020H1 公司净利率为 9.14%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

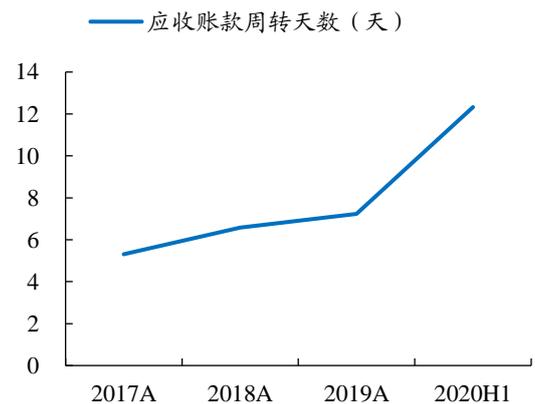
公司 2020H1 存货周转天数略微下降、应收账款周转天数明显增加，整体营运周期拉长。2020H1，存货周转天数较 2019 年略微下滑至 50.74 天、应收账款周转天数显著提升至 12.33 天，整体营运周期拉长，主要系疫情的持续影响。

图3: 公司 2020H1 存货周转天数略微下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

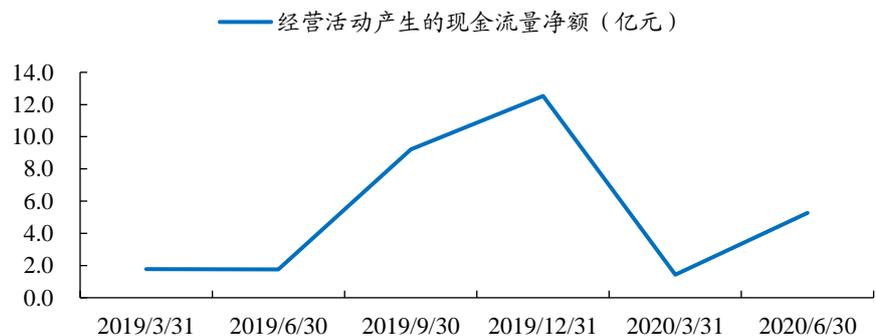
图4: 公司 2020H1 应收账款周转天数显著增加



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司经营性现金流净额 2020H1 显著回升。2020H1，经营性现金流净额回升至 5.27 亿元（2020Q1 为 1.43 亿元），主要系本期营收增长且回款较好所致。

图5: 公司经营性现金流净额 2020H1 回升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、推出新产品发展新渠道，积极拉动业绩增长

1) 新产品：聚焦主流品类进行产品创新

2020 年疫情时期，催生了宅家自主烹饪与深度清洁的刚性需求，消费者对家电产品的健康属性越来越关注，“除菌消毒”、“提升免疫力”成为爆款产品的必备标签。2020H1，九阳品牌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破壁机、无涂层的蒸汽电饭煲以及与高流量萌潮品牌 IP 跨界合作的产品，如三明治机、便携式原汁机、养生壶、面条机、Mini 烤箱等主动迎合年轻消费群体的主流刚需产品；Shark（鲨客）品牌主打的蒸汽除菌拖把、吸尘器等清洁电器产品也受到了消费者喜爱，部分主打产品在天猫、京东等平台名列前茅。

2) 新渠道：品牌营销升级，利用新渠道发展业务

公司积极与各大主流直播平台进行合作，及时抓住了在线直播的营销风口机会，拓展了更为宽广的传播渠道，搭建完成了系统化的公司直播体系，主要由明星网红、KOL、KOC 组成。在此次居家防疫期间，公司组织的“宅居免疫大挑战”活动中，通过线上线下店铺的直播、导购员自播等各种形式，创造了亿级以上的自媒体传播影响力。2020 年，公司将继续布局电商直播，推进数字化和裂变式新零售，培养新用户、吸引新粉丝、建立新渠道，努力实现全面数字化转型，在社交电商、在线直播、O2O 新零售等不同领域实现跨界运营。

4、盈利预测与投资建议

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，行业空间较大，市场规模有望继续扩大，尤其料理机等新兴品类增长迅速。公司作为厨房小家电行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有品牌、渠道和产品优势的基础上，继续扩产品、拓渠道和进行品牌年轻化，还进行架构改革和收购海外清洁类小家电 Shark 品牌等，公司有望实现进一步的业绩增长。

公司在品牌上进行年轻化，渠道上拓展线下自有品牌店，产品上进行核心和创意单品的创新，架构上转型 BU 制，另外收购 SharkNinja 拓展业务至清洁类小家电领域。其中，SKY 高端系列新品推出将拉动毛利率提升，预计 2020~2022 年毛利率分别为 32.7%，32.9%，33.1%；预计公司费用率保持稳定。

考虑疫情后业绩继续恢复，上调 2020-2022 年归母净利润为 9.48/11.12/12.72 亿元（原值 9.30/10.83/12.38 亿元），对应 EPS 为 1.24/1.45/1.66 元，当前股价对应 PE 为 35.3/30.1/26.3 倍，考虑疫情后公司收入有望继续增长，维持“买入”评级。

5、风险提示

疫情形势恶化；行业竞争加剧；新品拓展不及预期；SharkNinja 在国内拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4819	5522	6352	8049	8578
现金	1091	1603	2982	3836	4516
应收票据及应收账款	2572	1442	3146	2172	3848
其他应收款	26	24	33	33	42
预付账款	50	17	60	29	71
存货	747	1086	0	1279	0
其他流动资产	332	1349	130	700	100
非流动资产	1841	1946	1601	1679	1834
长期投资	257	255	273	298	322
固定资产	702	681	739	813	867
无形资产	126	123	101	83	64
其他非流动资产	757	887	487	484	581
资产总计	6660	7468	7953	9728	10412
流动负债	2828	3700	3673	4736	4656
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1764	2781	2398	3591	3166
其他流动负债	1064	919	1275	1145	1490
非流动负债	3	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	17	17	17	17
负债合计	2830	3717	3689	4752	4673
少数股东权益	20	-2	7	7	-3
股本	768	767	767	767	767
资本公积	843	887	887	887	887
留存收益	2206	2066	2513	2883	3339
归属母公司股东权益	3810	3753	4256	4969	5742
负债和股东权益	6660	7468	7953	9728	10412

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	409	1253	1263	1251	1249
净利润	742	806	957	1112	1263
折旧摊销	77	90	85	86	100
财务费用	-11	-25	-40	-71	-88
投资损失	-135	-60	-80	-91	-92
营运资金变动	-170	410	344	219	71
其他经营现金流	-94	32	-3	-4	-5
投资活动现金流	342	-365	521	-69	-159
资本支出	112	90	21	53	31
长期投资	-43	122	-18	-20	-24
其他投资现金流	411	-153	524	-37	-152
筹资活动现金流	-516	-637	-405	-328	-410
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	-53	44	0	0	0
其他筹资现金流	-463	-682	-405	-328	-410
现金净增加额	236	253	1379	854	680

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8169	9351	10689	12388	14023
营业成本	5544	6310	7190	8314	9380
营业税金及附加	49	47	72	81	85
营业费用	1377	1477	1688	1956	2214
管理费用	310	389	387	465	547
研发费用	298	330	385	451	513
财务费用	-11	-25	-40	-71	-88
资产减值损失	10	-0	0	0	0
其他收益	43	46	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	3	4	5
投资净收益	135	60	80	91	92
资产处置收益	108	1	0	0	0
营业利润	878	943	1090	1288	1469
营业外收入	4	6	35	16	15
营业外支出	11	9	11	10	10
利润总额	871	940	1114	1294	1474
所得税	129	134	157	182	211
净利润	742	806	957	1112	1263
少数股东损益	-13	-18	9	-0	-10
归母净利润	754	824	948	1112	1272
EBITDA	915	982	1131	1278	1448
EPS(元)	0.98	1.07	1.24	1.45	1.66

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.7	14.5	14.3	15.9	13.2
营业利润(%)	8.7	7.3	15.6	18.2	14.0
归属于母公司净利润(%)	9.5	9.3	15.0	17.3	14.4
获利能力					
毛利率(%)	32.1	32.5	32.7	32.9	33.1
净利率(%)	9.2	8.8	8.9	9.0	9.1
ROE(%)	19.4	21.5	22.5	22.3	22.0
ROIC(%)	18.7	20.4	21.1	20.6	20.1
偿债能力					
资产负债率(%)	42.5	49.8	46.4	48.9	44.9
净负债比率(%)	-28.4	-42.7	-70.0	-77.1	-78.7
流动比率	1.7	1.5	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.3	0.9	1.7	1.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	3.7	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	4.0	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.07	1.24	1.45	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.63	1.65	1.63	1.63
每股净资产(最新摊薄)	4.97	4.89	5.55	6.48	7.48
估值比率					
P/E	44.4	40.6	35.3	30.1	26.3
P/B	8.8	8.9	7.9	6.7	5.8
EV/EBITDA	35.4	32.3	27.0	23.2	20.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn