改革成效较好，成长潜力可期

九阳股份（002242）2019 年年报点评丨2020.4.1

中信证券研究部

纪敏
家电分析师
S1010520030002

汪浩
首席家电分析师
S1010518080005

联系人：林昱昊

联系人：吴汉翔

九阳股份	002242
评级	买入（维持）
当前价	28.15 元
目标价	34.25 元
总股本	767 百万股
流通股本	763 百万股
52 周最高/最低价	31.46/19.25 元
近 12 月绝对涨幅	29.80%

核心观点

公司 2019Q4 收入同比+13.4%，已连续 8 个季度稳健增长，价值登高和渠道改革成效凸显。同时，剔除非经损益影响，全年扣非净利润增速达+32.5%，四季度单季度归母同比+11.5%，盈利表现良好，主要受益于 SKY 放量带来的毛利率提升和所得税减免影响。中长期，我们继续看好公司实现从豆浆机到品质小家电的蜕变，维持"买入"评级。

- **2019Q4 业绩表现较好，系列改革成效凸显，连续 8 个季度实现稳健增长。**公司发布 2019 年报，全年实现收入 93.5 亿元，同比+14.5%；净利润 8.2 亿元，同比+9.3%。其中，Q4 单季收入 31 亿元，同比+13.4%，净利润 2.1 亿元，同比+11.5%。Q4 收入/利润均实现双位数增长，已连续 8 个季度实现稳健增长，系列变革成效凸显。收入端看，去年 Q4 表现优异，预计 Shark 蒸汽拖把放量带动尚科宁家实现较快增长。利润端，2018 年 Q4 仍有超过 8000 万的政府收储土地收益，2019Q4 净利润增速在高基数背景下，环比大幅提升近 5pcts。
- **SKY 带动内销提速，食品加工机表现优异。**内销方面，根据奥维云网，SKY 系列新拓产品线中，定价 1999 元的不用手洗破壁机 Y1 在 Q4 期间表现优异，单品市占率从 10 月约 6%提升至年底 10%+，与 Y88 合计市占率已达到约 15%。在 Q4 加速的带动下，破壁机全年增速有望突破+30%，2019 全年食品加工机增速达+20%，同比提升 12pcts。此外，Shark 品牌全年收入达 1.1 亿，同比增长超过 4 倍，净利润-0.4 亿，未能实现扭亏，但预期 2020 年收入有望翻番，成为新增长点。外销方面，2019 全年收入达 5.2 亿，同比+81.7%，主要系受益于 Ninja 关联交易出口的大幅增长。
- **盈利能力基本稳健，全年实现 100%现金分红。**盈利能力方面，公司 2019Q4 单季毛利率约 32.9%，同比约+1.3pcts，环比约+0.6pcts，增幅较大，预计主要系 Q4 期间 SKY 系列、蒸汽拖把的产品发力，产品结构升级并叠加成本红利所致。由于 2018 年同期存在较大额非经损益，因此 Q4 营业利润同比基本持平，若剔除非经损益影响，预计全年扣非净利润增速达+32.5%，远高于收入增速，主要系产品结构升级+费用控制得当，继续看好公司"价值登高"策略以及与 SharkNinja 的协同发展。公司年报每 10 股拟派 5.8 元，拟现金分红 8.3 亿，全年分红率达 100%，对应股息率约 2%，稳健回馈股东。
- **产品+渠道有望形成合力，实现从豆浆机到品质小家电的蜕变。**公司迎合行业发展趋势，产品端和渠道端先后完成调整，边际改善较为明显。产品端，公司近期新品的创新理念、设计风格大幅改进，"颜值"飙升并渐成套系化；渠道端，公司线下渠道已摆脱连续负增长，在组织架构调整基础上，联合经销商自建渠道，核心在于：1. 执掌终端信息流，及时把握消费者需求变化，增强快反能力；2. 统一输出风格设计，着力打造品牌轻奢化形象。中长期来看，产品+渠道有望形成合力，助力公司实现从豆浆机到品质小家电的蜕变。
- **风险因素。**新品终端零售不达预期；新技术迭代周期偏长；渠道变革不确定性；Shark 国内拓展不达预期；
- **投资建议。**近期，在组织架构调整背景下，公司迎合行业发展趋势，在产品端和渠道端都存在较大边际改善，中期有望真正实现从豆浆机到品质小家电的蜕变。结合年报数据和疫情影响，小幅调整 2020-2022 年 EPS 预测至 1.20/1.37/1.55 元（2019 年 EPS 为 1.07 元，原 20~21 年预测为 1.24/1.43 元），对应 PE 23/21/18 倍，维持"买入"评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,168.71	9,351.44	10,631.26	12,238.19	14,009.15
营业收入增长率	12.7%	14.5%	13.7%	15.1%	14.5%
净利润(百万元)	754.26	824.11	922.80	1,050.60	1,191.40
净利润增长率	9.5%	9.3%	12.0%	13.8%	13.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.99	1.07	1.20	1.37	1.55
毛利率%	32.1%	32.5%	32.6%	33.3%	33.6%
净资产收益率 ROE%	19.80%	21.96%	21.81%	22.72%	23.39%
每股净资产（元）	4.97	4.89	5.51	6.03	6.64
PE	28	26	23	21	18
PB	5.7	5.8	5.1	4.7	4.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

利润表 （百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,169	9,351	10,631	12,238	14,009
营业成本	5,544	6,310	7,164	8,163	9,306
毛利率	32.13%	32.52%	32.61%	33.30%	33.57%
营业税金及附加	49	47	69	71	81
销售费用	1,377	1,477	1,680	1,976	2,241
营业费用率	16.85%	15.79%	15.80%	16.15%	16.00%
管理费用	310	389	436	514	595
管理费用率	3.80%	4.16%	4.10%	4.20%	4.25%
财务费用	(11)	(25)	3	44	45
财务费用率	-0.13%	-0.26%	0.03%	0.36%	0.32%
投资收益	135	60	95	97	84
营业利润	878	943	1,071	1,213	1,373
营业利润率	10.75%	10.08%	10.07%	9.92%	9.80%
营业外收入	4	6	10	6	7
营业外支出	11	9	10	10	10
利润总额	871	940	1,071	1,210	1,371
所得税	129	134	151	174	196
所得税率	14.85%	14.27%	14.10%	14.41%	14.26%
少数股东损益	(13)	(18)	(3)	(15)	(16)
归属于母公司股东的净利润	754	824	923	1,051	1,191
净利率	9.23%	8.81%	8.68%	8.58%	8.50%

资产负债表 （百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,091	1,603	1,410	1,785	2,101
存货	747	1,086	986	1,210	1,421
应收账款	170	206	215	257	295
其他流动资产	2,810	2,627	3,767	4,071	4,087
流动资产	4,819	5,522	6,378	7,323	7,904
固定资产	702	681	734	783	824
长期股权投资	257	255	255	255	255
无形资产	126	123	128	138	143
其他长期资产	757	887	1,075	1,333	1,664
非流动资产	1,841	1,946	2,192	2,508	2,885
资产总计	6,660	7,468	8,570	9,831	10,789
短期借款	0	0	1,568	1,860	1,938
应付账款	1,365	1,873	1,798	2,161	2,521
其他流动负债	1,462	1,827	961	1,189	1,256
流动负债	2,828	3,700	4,327	5,209	5,715
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	17	17	17	17
非流动性负债	3	17	17	17	17
负债合计	2,830	3,717	4,344	5,226	5,732
股本	768	767	767	767	767
资本公积	843	887	887	887	887
归属于母公司所有者权益合计	3,810	3,753	4,231	4,625	5,093
少数股东权益	20	-2	-5	-20	-36
股东权益合计	3,830	3,751	4,226	4,605	5,057
负债股东权益总计	6,660	7,468	8,570	9,831	10,789

现金流量表 （百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	871	940	1,071	1,210	1,371
所得税支出	-129	-134	-151	-174	-196
折旧和摊销	77	90	41	47	53
营运资金的变化	-170	410	-1,994	21	162
其他经营现金流	-240	-53	-91	-60	-47
经营现金流合计	409	1,253	-1,125	1,044	1,344
资本支出	-112	-90	-99	-108	-99
投资收益	135	60	95	97	84
其他投资现金流	319	-335	-180	-239	-319
投资现金流合计	342	-365	-183	-251	-334
发行股票	37	0	0	0	0
负债变化	0	0	1,563	282	74
股息支出	-537	-614	-445	-656	-723
其他融资现金流	-16	-24	-3	-44	-45
融资现金流合计	-516	-637	1,115	-418	-694
现金及现金等价物净增加额	234	251	-193	375	316

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	12.71%	14.48%	13.69%	15.12%	14.47%
营业利润增长率	8.74%	7.34%	13.57%	13.33%	13.16%
净利润增长率	9.48%	9.26%	11.98%	13.85%	13.40%
毛利率	32.13%	32.52%	32.61%	33.30%	33.57%
EBITDA Margin	11.51%	10.75%	10.51%	10.75%	10.60%
净利率	9.23%	8.81%	8.68%	8.58%	8.50%
净资产收益率	19.80%	21.96%	21.81%	22.72%	23.39%
总资产收益率	11.33%	11.04%	10.77%	10.69%	11.04%
资产负债率	42.50%	49.77%	50.69%	53.16%	53.13%
所得税率	14.85%	14.27%	14.10%	14.41%	14.26%
股利支付率	81.41%	54.00%	71.13%	68.85%	64.66%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	**股票评级**	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。