国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

家用电器业/可选消费品

九阳股份(002242)

核心品类优势扩大，品类扩张驱动增长

——九阳股份 2020 年半年报点评

	范杨(分析师)	李树建(研究助理)	颜晓晴(分析师)
	021-38031722	021-38031655	021-38032024
	fanyang021430@gtjas.com	lishujian@gtjas.com	yanxiaoqing@gtjas.com
证书编号	S0880519050001	S0880118090151	S0880519050002

本报告导读:

核心品类创新、品类扩张与渠道改善共振带来公司经营改善，具备差异化卖点的 SKY 系列价格带拓宽进一步打开成长空间，公司业绩步入增长新周期，增持。

投资要点:

维持盈利预测，上调目标价，增持。核心品类创新、品类扩张与渠道改善共振带来公司经营改善，维持 2020-2022 年 EPS1.25/1.43/1.63 元，考虑到公司作为小家电龙头优秀的全球扩张能力，业绩步入增长新周期，参考可比公司，给予 20 年 41XPE，上调目标价至 51.25 元（原 39.28 元，+30%），增持。

公司发布半年度业绩，收入与净利润符合预期。2020H1 公司收入 45.59 亿元(+8.87%)，归母净利润 4.18 亿元(+2.90%)，毛利率 32.6%(+0.29pct)，净利率 9.14%（-0.41pct）。Q2 单季收入 28.56 亿元（+19.6%），归母净利润 2.71 亿元（+11.5%），毛利率 32.2%(+0.1pct)，净利率 9.5%（-0.6pct）。

核心品类优势扩大，品类扩张驱动增长。H1 线上高速增长带动内销同比+13%。破壁机等厨房小家电核心品类份额进一步提升，炊具、净水器等产品定位性价比快速抢占市场份额，Shark 蒸汽拖把增长亮眼，全年尚科宁家向关联方采购有望到 2.5 亿元，同比+190%。SharkNinja 关联出口销售同比下滑 42%至 1.86 亿，下半年海外代工收入有望显著回升。

积极拥抱渠道变革，高端 SKY 系列价格带拓宽打开成长空间。国内方面，公司搭建系统化直播营销体系，“全员+全域直播”抓住行业红利。SKY 系列产品从高端市场进入主销价位段，有望带动破壁机、双煲等核心品类持续高增长。出口方面，与兄弟公司 SharkNinja 协同成长，预计 20 年向 SharkNinja 的关联出口销售有望达 5 亿元，同比增长 29%。

核心风险：疫情进一步恶化带来竞争加剧，新品推出不及预期。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,169	9,351	10,707	12,206	13,793
(+/-)%	*13%*	*14%*	*14%*	*14%*	*13%*
经营利润（EBIT）	591	798	975	1,156	1,251
(+/-)%	*-14%*	*35%*	*22%*	*19%*	*8%*
净利润（归母）	754	824	957	1,097	1,250
(+/-)%	*9%*	*9%*	*16%*	*15%*	*14%*
每股净收益（元）	0.98	1.07	1.25	1.43	1.63
每股股利（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	7.2%	8.5%	9.1%	9.5%	9.1%
净资产收益率(%)	19.8%	22.0%	20.5%	19.0%	17.8%
投入资本回报率(%)	22.0%	34.8%	30.0%	30.1%	32.8%
EV/EBITDA	16.76	19.93	29.30	23.66	20.81
市盈率	44.41	40.64	35.01	30.54	26.80
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	51.25
上次预测:	39.28
当前价格:	43.66

2020.08.25

交易数据

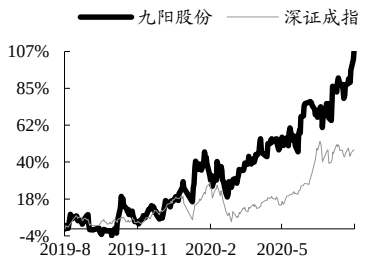
52 周内股价区间（元）	20.60-43.66
总市值（百万元）	33,495
总股本/流通 A 股（百万股）	767/765
流通 B 股/H 股（百万）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	6.36
日均成交值（百万元）	229.66

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	3,909
每股净资产	5.10
市净率	8.6
净负债率	-50.45%

EPS（元）	2019A	2020E
Q1	0.21	0.19
Q2	0.32	0.35
Q3	0.28	0.35
Q4	0.27	0.36
全年	1.07	1.25

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	24%	37%	111%
相对指数	18%	8%	65%

相关报告

疫情线下冲击落地，步入增长新周期 2020.04.30

产品渠道双引擎驱动，步入增长新周期 2020.04.01

核心品类优势扩大，增长路径清晰稳健 2020.02.28

核心品类优势扩大，海外协同增厚业绩 2019.10.31

经营持续向好，增长动能清晰 2019.08.14

模型更新时间：2020.08.25

股票研究

可选消费品

家用电器业

九阳股份(002242)

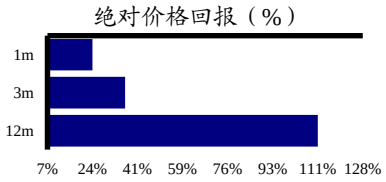
评级:		**增持**
	上次评级:	增持
目标价格:		**51.25**
	上次预测:	39.28
当前价格:		43.66

公司网址

www.joyoung.com

公司简介

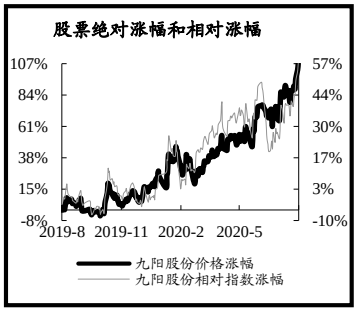
公司主要从事厨房小家电系列产品的研发、生产和销售。主要产品有豆浆机、电磁炉、料理机、榨汁机、开水煲、紫砂煲、电压力煲等七大系列一百多个型号，同时还开发了专供酒店、写字楼的商用豆浆机。

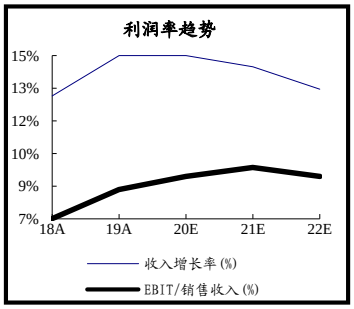


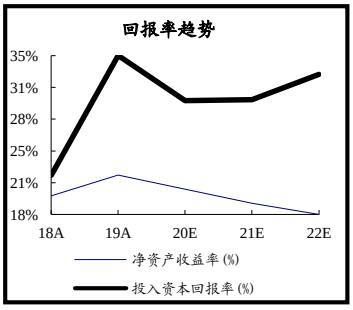
52 周内价格范围	20.60-43.66
市值（百万）	33,495

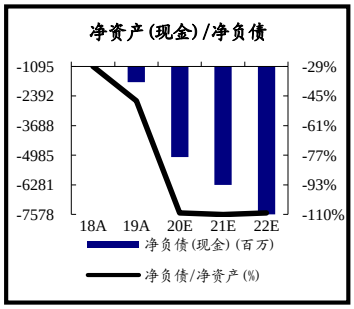
财务预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	**8,169**	**9,351**	**10,707**	**12,206**	**13,793**
营业成本	5,544	6,310	7,302	8,330	9,413
税金及附加	49	47	74	83	94
销售费用	1,377	1,477	1,606	1,782	2,069
管理费用	310	389	749	854	965
EBIT	**591**	**798**	**975**	**1,156**	**1,251**
公允价值变动收益	0	13	0	0	0
投资收益	135	60	105	37	100
财务费用	-11	-25	-24	-74	-92
营业利润	**878**	**943**	**1,104**	**1,267**	**1,443**
所得税	129	134	164	188	214
少数股东损益	-13	-18	-16	-18	-21
净利润	**754**	**824**	**957**	**1,097**	**1,250**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,091	1,782	5,085	6,325	7,638
其他流动资产	3,728	3,740	450	502	542
长期投资	257	255	255	255	255
固定资产合计	702	681	681	681	681
无形及其他资产	882	1,010	747	862	1,059
资产合计	**6,660**	**7,468**	**7,218**	**8,624**	**10,175**
流动负债	2,828	3,700	2,555	2,884	3,206
非流动负债	3	17	5	4	4
股东权益	3,830	3,751	4,657	5,736	6,965
投入资本(IC)	**2,285**	**1,969**	**-428**	**-589**	**-673**
现金流量表					
NOPLAT	503	684	830	984	1065
折旧与摊销	77	90	1	0	0
流动资金增量	-70	-624	-2,266	-276	-282
资本支出	72	-88	-10	5	3
自由现金流	**582**	**62**	**-1,446**	**713**	**787**
经营现金流	409	1,253	3,002	1,299	1,410
投资现金流	342	-365	330	-58	-97
融资现金流	-516	-637	-29	-1	0
现金流净增加额	**234**	**251**	**3,304**	**1,240**	**1,313**
财务指标					
成长性					
收入增长率	12.7%	14.5%	14.5%	14.0%	13.0%
EBIT 增长率	-13.7%	35.1%	22.1%	18.5%	8.2%
净利润增长率	9.5%	9.3%	16.1%	14.6%	14.0%
利润率					
毛利率	32.1%	32.5%	31.8%	31.8%	31.8%
EBIT 率	7.2%	8.5%	9.1%	9.5%	9.1%
净利润率	9.2%	8.8%	8.9%	9.0%	9.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.8%	22.0%	20.5%	19.0%	17.8%
总资产收益率(ROA)	11.3%	11.0%	13.3%	12.7%	12.3%
投入资本回报率(ROIC)	22.0%	34.8%	30.0%	30.1%	32.8%
运营能力					
存货周转天数	42	53	0	0	0
应收账款周转天数	99	99	5	6	6
总资产周转周转天数	268	276	250	237	249
净利润现金含量	54.2%	152.0%	313.8%	118.4%	112.8%
资本支出/收入	-0.9%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	42.5%	49.8%	35.5%	33.5%	31.5%
净负债率	-28.6%	-47.5%	-108.8%	-109.6%	-108.8%
估值比率					
PE	44.41	40.64	35.01	30.54	26.80
PB	3.22	5.14	7.16	5.80	4.77
EV/EBITDA	16.76	19.93	29.30	23.66	20.81
P/S	4.10	3.58	3.13	2.74	2.43
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%









本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com