

公司研究/年报点评

2020年04月01日

家用电器/小家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 28.15
合理价格区间(元): 32.00~33.28

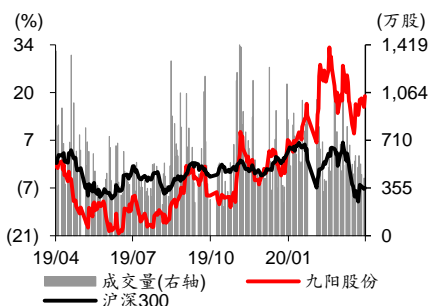
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《九阳股份(002242 SZ,买入): 聚焦核心品类, 提升发展质量》2020.03
- 2 《九阳股份(002242 SZ,买入): 创新升级, 收入维持双位数增长》2019.10
- 3 《九阳股份(002242,买入): 扣非净利增29%, 分红率超九成》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

扣非净利增 32.5%，看好新品表现

九阳股份(002242)

2019 全年收入同比增 14.5%、归母净利同比增 9.3%，维持“买入”评级

公司披露 2019 年报, 符合此前预期, 2019 年公司实现营业总收入 93.51 亿元, 同比+14.48%, 归母净利 8.24 亿元, 同比+9.26%, 扣非后归母净利 7.54 亿元, 同比+32.48%。其中, 公司 2019Q4 收入 30.96 亿元, 同比+13.40%, 归母净利同比+11.47%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.8 元, 分红率为 54%。SKY 系列产品提升品牌形象, 核心品类有望继续增长, Shark 合作效果显现, 清洁电器及外销长动能或能持续。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.28、1.47、1.66 元, 维持“买入”评级。

传统产品具备优势, 与 Shark 协同带来增量空间

2019 年公司食品加工机收入 40.97 亿元, 同比+20.20%, 营养煲收入 31.05 亿元, 同比+13.32%, 西式电器收入 11.53 亿元, 同比+7.23%, 电磁炉收入 6.03 亿元, 同比-8.68%。一方面, 公司破壁机及免清洗豆浆机继续获得市场认可, 带动食品加工业务快速增长, 另一方面, 公司与 Shark 的协同发展加速, 为 Ninja Foodie 提供 ODM 代工业务带动出口增长, 同时将 Shark 清洁电器技术优势与国内市场需求快速结合, 快速渗透国内市场。

收入结构优化, 实现毛利率提升

公司受益于整体产品结构调整, K 系列免洗豆浆机重新激活豆浆机市场需求, S 系列饭煲及 Y 系列破壁机有效拓展公司核心品类, 提升产品高端形象, 带来更高的毛利率水平。2019 年公司毛利率为 32.52%, 同比+0.39pct, 其中, 食品加工机业务毛利率为 39.44%, 同比+0.43pct (受益于破壁及免洗产品结构升级), 营养煲业务毛利率为 25.02%, 同比-1.03pct (受到 Shark 合作 ODM 业务毛利率较低影响), 西式电器业务毛利率为 33.58%, 同比+1.18pct (受到新引入国内市场的清洁电器业务毛利率更高的带动)。

精准营销, 优化费用支出、提升营销效率

2019 年公司期间费用率整体优化。公司调整销售模式, 削减线下支出, 并积极拥抱直播营销和社交媒体, 与 KOL 及网红合作、强化线上精准营销投入, 销售费用率为 15.79%, 同比-1.06pct。管理费用率为 4.16%, 同比+0.36pct。公司保持较高新产品研发投入, 研发费用率为 3.53%, 同比-0.11pct。受益于利息收入增加, 财务费用率为-0.26%, 同比-0.13pct。

核心品类聚焦, Shark 协同合作效果已显

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.28、1.47、1.66 元 (2020-2021 年前值为 1.30、1.50), 截止 2020 年 3 月 31 日, 可比行业 2020 年平均 PE 19x, 对比行业基准, 公司作为 A 股厨房小家电龙头公司, 核心产品新品储备领先, 立足年轻人需求、优化产品结构, 有望享受小家电行业中高端需求提速红利。同时与 Shark 协同合作效果已经显现, 有望持续拓展公司收入天花板。认可给予公司 2020 年 25-26x PE, 对应目标价格 32.00~33.28 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧;原材料等价格不利波动;新品不及预期;疫情海外蔓延。

公司基本资料

总股本 (百万股)	767.31
流通 A 股 (百万股)	763.04
52 周内股价区间 (元)	19.25-31.46
总市值 (百万元)	21,600
总资产 (百万元)	222.34
每股净资产 (元)	4.89

资料来源: 公司公告

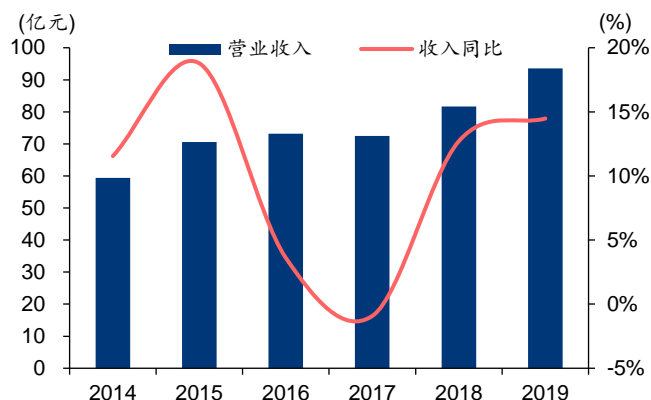
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,169	9,351	10,315	11,583	13,240
+/-%	12.71	14.48	10.30	12.30	14.30
归属母公司净利润 (百万元)	754.26	824.11	985.01	1,126	1,277
+/-%	9.48	9.26	19.53	14.27	13.45
EPS (元, 最新摊薄)	0.98	1.07	1.28	1.47	1.66
PE (倍)	28.64	26.21	21.93	19.19	16.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

经营指标概览

图表1: 2019年营业总收入同比+14.48%



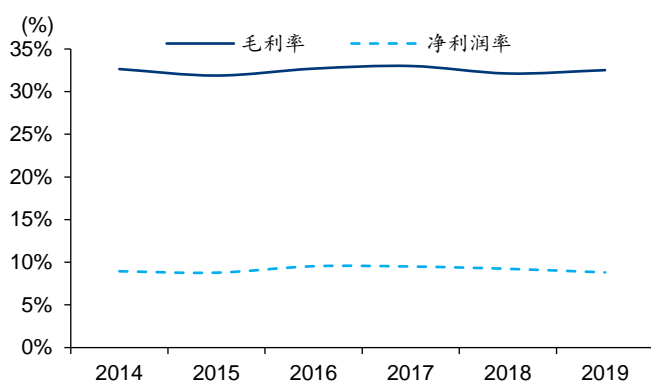
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2019年归母净利润同比+9.26%



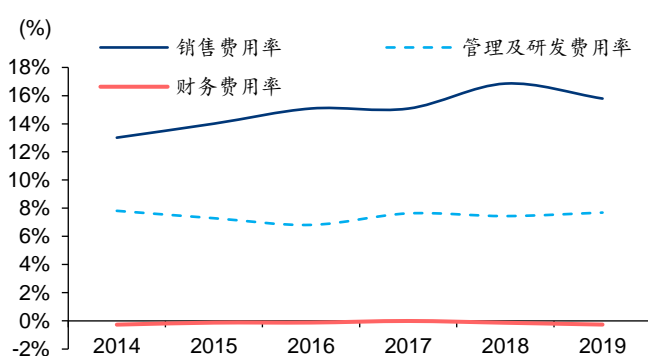
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 2019年公司毛利率为32.52%, 同比+0.39pct



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 2019年公司费用率优化, 销售费率有较大下降



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

盈利预测调整说明

图表5: 关键指标的盈利预测调整说明

	新预测值		调整幅度		调整原因
	2020E	2021E	2020E	2021E	
营业收入 (百万元)	10314.64	11583.34	-7.34%	-8.50%	疫情冲击及部分老产品线收入下降。
毛利率	32.79%	32.90%	-0.24%	-0.30%	需求端景气度下降, 产品毛利率水平提升幅度或有所减小。
销售费用率	15.50%	15.50%	-0.60%	-0.60%	继续维持线上精准化营销态势, 减少线下费用支出, 优化费用率水平
管理及研发费用率	7.59%	7.40%	0.89%	1.28%	1) 继续通过新品提升在年轻人中影响力, 研发费用保持较高增 2) 产品类别提升, 管理复杂度提升
归母净利润 (百万元)	985.01	1125.61	-11.71%	-15.20%	受到收入、毛利率及费用率预测调整影响

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 对比行业基准 Wind 预期

	PE		ROE (%)		净利润增速	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
九阳股份	21.93	19.19	20.73	21.32	19.53%	14.27%
申万小家电行业	19.18	17.08	16.52	20.47	30.12%	12.31%

注: 九阳股份数据为华泰家电预测, 申万小家电行业数据为 Wind 一致预测, 数据截至 2020/3/31

资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 小厨电市场竞争加剧。如果小厨电市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。

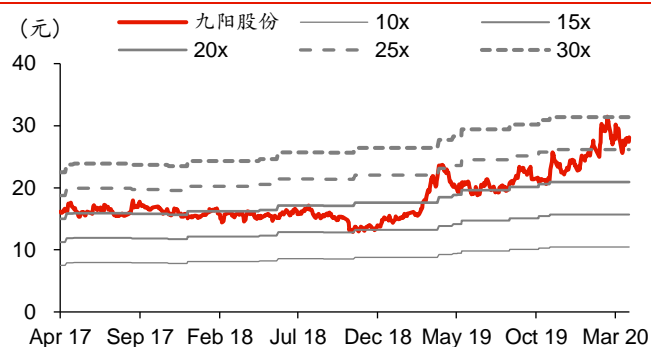
(2) 原材料等价格不利波动。如果原材料价格大幅度上升，公司成本有可能上升，盈利能力有可能下降。

(3) 公司新品推进情况低于预期。如果新品推广不利，将对整体收入增速与毛利率水平造成影响。

(4) 疫情海外蔓延。目前新冠疫情已经在全球产生影响，如果疫情对海外需求影响超预期，未来外销订单可能出现较大下滑。

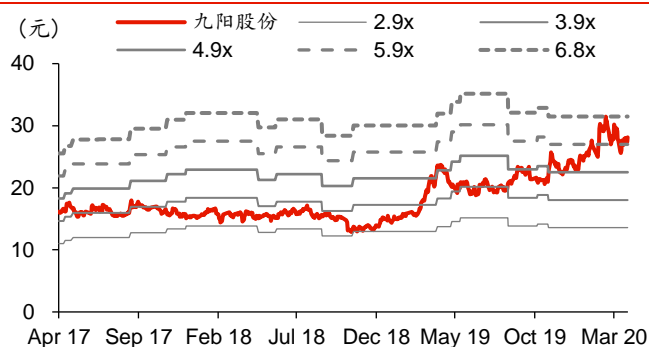
PE/PB - Bands

图表7: 九阳股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 九阳股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,819	5,522	6,180	7,116	8,323
现金	1,091	1,603	1,986	2,341	2,753
应收账款	170.33	205.67	208.31	243.44	278.96
其他应收账款	26.31	23.97	34.60	35.74	40.03
预付账款	50.14	16.76	30.53	41.72	36.64
存货	747.35	1,086	954.51	1,152	1,350
其他流动资产	2,734	2,586	2,966	3,302	3,863
非流动资产	1,841	1,946	1,779	1,703	1,628
长期投资	257.14	255.07	258.64	256.95	256.89
固定投资	701.56	680.65	626.44	564.87	499.63
无形资产	125.80	122.85	102.38	80.34	62.73
其他非流动资产	756.68	887.15	791.40	800.84	808.63
资产总计	6,660	7,468	7,959	8,819	9,950
流动负债	2,828	3,700	3,220	3,575	4,126
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,365	1,873	1,740	2,057	2,396
其他流动负债	1,462	1,827	1,480	1,517	1,730
非流动负债	2.63	16.74	8.49	9.29	11.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.63	16.74	8.49	9.29	11.50
负债合计	2,830	3,717	3,229	3,584	4,137
少数股东权益	19.57	(2.08)	(22.08)	(44.08)	(68.08)
股本	767.51	767.31	767.31	767.31	767.31
资本公积	843.20	887.50	887.50	887.50	887.50
留存公积	2,206	2,066	3,083	3,595	4,182
归属母公司股东权益	3,810	3,753	4,752	5,279	5,881
负债和股东权益	6,660	7,468	7,959	8,819	9,950

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	408.70	1,253	442.72	787.71	934.22
净利润	741.66	805.76	965.01	1,104	1,253
折旧摊销	77.07	89.88	82.68	85.08	86.58
财务费用	(10.79)	(24.51)	(30.00)	(33.00)	(35.99)
投资损失	(135.43)	(60.42)	(103.12)	(108.26)	(90.60)
营运资金变动	(170.00)	410.26	(876.88)	(209.44)	(216.48)
其他经营现金	(93.81)	32.06	405.03	(50.28)	(62.31)
投资活动现金	341.61	(364.75)	(90.57)	148.49	132.75
资本支出	112.32	89.87	0.00	0.00	0.00
长期投资	43.32	(121.76)	316.22	(54.63)	(68.99)
其他投资现金	497.25	(396.64)	225.65	93.85	63.77
筹资活动现金	(516.14)	(637.47)	30.11	(580.85)	(654.60)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	(0.20)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(53.19)	44.29	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(462.95)	(681.57)	30.11	(580.85)	(654.60)
现金净增加额	235.99	252.81	382.26	355.34	412.38

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,169	9,351	10,315	11,583	13,240
营业成本	5,544	6,310	6,932	7,773	8,845
营业税金及附加	48.76	47.04	51.00	55.00	59.00
营业费用	1,377	1,477	1,599	1,795	2,065
管理费用	310.30	388.89	782.83	857.17	979.74
财务费用	(10.79)	(24.51)	(30.00)	(33.00)	(35.99)
资产减值损失	(9.89)	(0.35)	1.00	2.00	0.93
公允价值变动收益	0.00	12.89	14.00	15.00	16.00
投资净收益	135.43	60.42	103.12	108.26	90.60
营业利润	878.34	942.79	1,096	1,257	1,433
营业外收入	3.75	6.14	34.00	36.00	35.38
营业外支出	11.05	9.01	8.00	8.50	9.00
利润总额	871.04	939.92	1,122	1,285	1,459
所得税	129.37	134.16	157.10	181.15	206.09
净利润	741.66	805.76	965.01	1,104	1,253
少数股东损益	(12.59)	(18.35)	(20.00)	(22.00)	(24.00)
归属母公司净利润	754.26	824.11	985.01	1,126	1,277
EBITDA	944.61	1,008	1,149	1,309	1,483
EPS (元, 基本)	0.98	1.07	1.28	1.47	1.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.71	14.48	10.30	12.30	14.30
营业利润	8.55	7.34	16.26	14.70	13.96
归属母公司净利润	9.48	9.26	19.53	14.27	13.45
获利能力 (%)					
毛利率	32.13	32.52	32.79	32.90	33.19
净利率	9.23	8.81	9.55	9.72	9.65
ROE	19.80	21.96	20.73	21.32	21.71
ROIC	41.62	86.61	54.19	58.18	62.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.50	49.77	40.57	40.64	41.58
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.70	1.49	1.92	1.99	2.02
速动比率	1.44	1.20	1.62	1.67	1.69
营运能力					
总资产周转率	1.36	1.32	1.34	1.38	1.41
应收账款周转率	49.18	44.59	44.58	46.00	45.42
应付账款周转率	4.65	3.90	3.84	4.09	3.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.07	1.28	1.47	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.63	0.58	1.03	1.22
每股净资产(最新摊薄)	4.97	4.89	6.19	6.88	7.66
估值比率					
PE (倍)	28.64	26.21	21.93	19.19	16.91
PB (倍)	5.67	5.76	4.55	4.09	3.67
EV_EBITDA (倍)	20.50	19.21	16.86	14.79	13.06

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、王森泉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司