中信证券
CITIC SECURITIES

九阳股份（002242.SZ）投资价值分析报告

从豆浆机到品质小家电

中信证券研究部 家电研究团队

汪浩/陈俊斌

2019年09月17日

报告框架

Joyoung 九阳　dyson　Shark

小家电行业

两大核心竞争要素

↓

创新型技术
为功能+设计奠基

+

渠道新动向
信息化+轻奢化布局

→

九阳股份

双重边际改善

↓

技术积累深厚，创新理念转变
新品技术领先，设计改善

+

渠道调整成效初显
长期新布局符合行业新动向

→

主要结论

当前视角最具发展潜力

↑

当前产品力最强
同时边际改善最大

+

短期边际改善
长期渠道布局更前瞻

豆浆机龙头，发力品质小家电

- **公司是豆浆机创始人，市占率高达70%**

豆料榨、面包机、空气炸锅等产品位列行业市占率No.1

其他众多品类跨入行业市占率Top 3

全面调整后的2018年，主要品类增长良好，品质小家电持续发力

- **豆浆机收入占比下降至20%，单品依赖度降低**

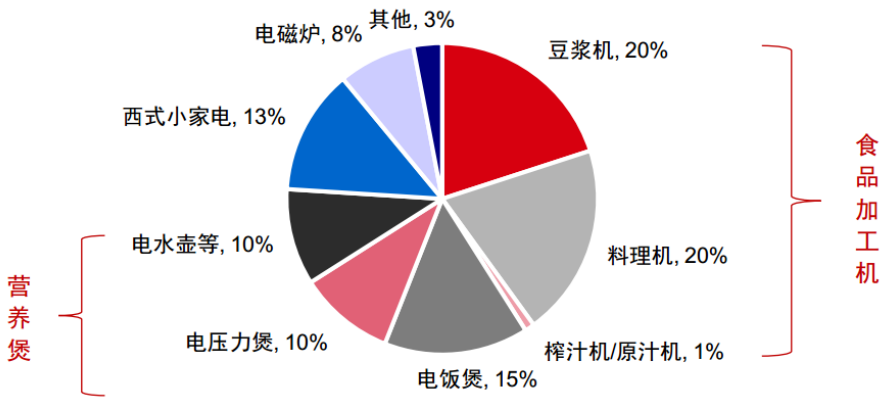
核心“两机+双煲”：豆浆机、料理机、电饭煲、电压力煲

豆浆机趋势下滑，料理机接力增长，市占率超过40%

公司主要产品布局情况

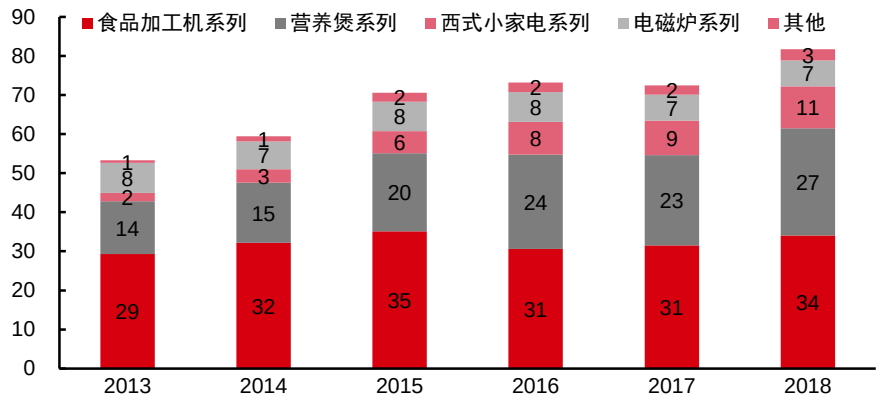
资料来源：公司官网，中信证券研究部

2018年公司主要收入构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部估算

2013-2018年公司主要收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

行业：细分品类众多，消费属性更强

中信证券 CITIC SECURITIES

- **小家电具备消费频次高、单品价值量低、生命周期短、售后要求低、刚需程度低等特征，消费属性更强**

白电、黑电、厨电和小家电的多维度对比

	品牌认知	消费频次	销售单价	生命周期	售后安装	电商渗透	刚需程度
白电（空、冰、洗）	★★★★	★	★★★	★★★★	★★★	★★	★★★★
黑电（彩电）	★★★	★★	★★★	★★★	★★	★★★	★★
厨电（燃气灶、油烟机等）	★★★	★	★★★	★★★★	★★★★	★	★★★
小家电（厨房、家居、个护）	★★	★★★★	★	★	★	★★★★	★

资料来源：中信证券研究部

- **小家电的好赛道**

厨房小家电占比70-80%

豆料榨等食品加工机约200亿规模

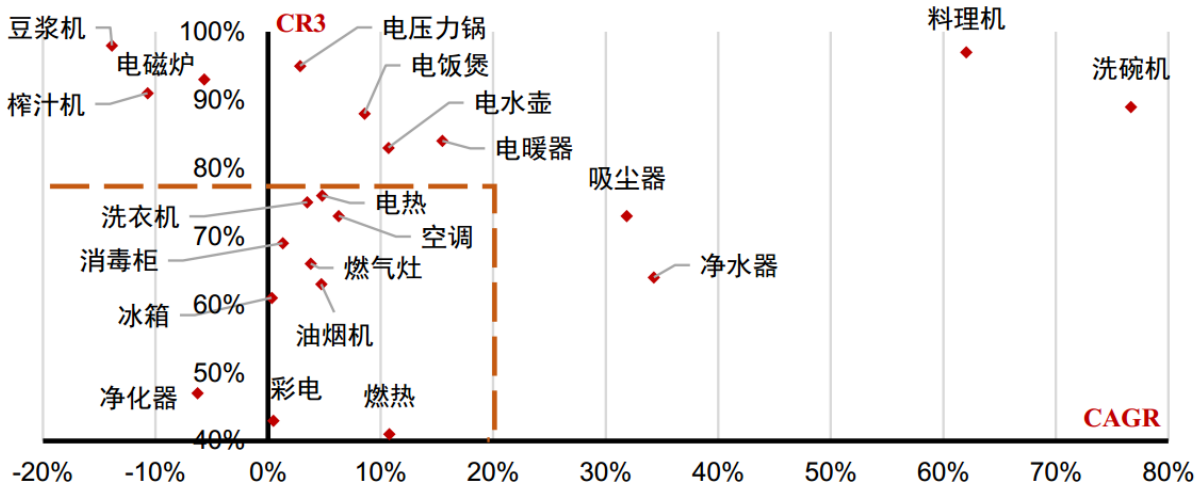
电饭煲等营养煲系列约300亿规模

料理机：量价存在提升空间

渗透率：中28%、美82%、日68%

均价：对标海外，仍有翻倍空间

主要家电品类依据复合增长率（CAGR）以及市场集中度（CR3）划分图谱



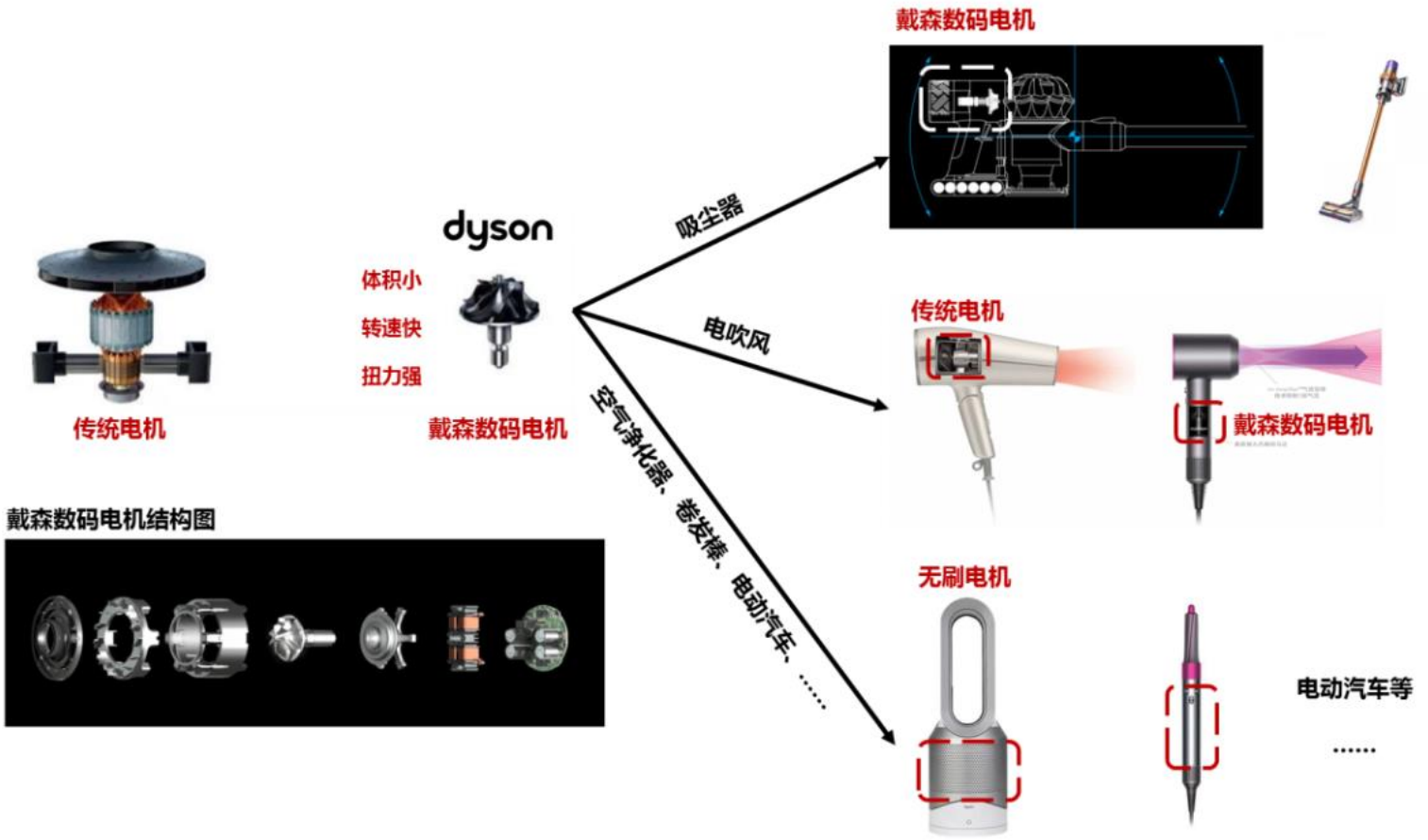
资料来源：奥维云网，中怡康，中信证券研究部

产品：技术奠基，颜值引流

- **技术积累是小家电品质+功能的保障，同时为工业设计（“颜值”）奠基**

戴森（Dyson）碾压性的电机技术，带来爆款吸尘器和吹风机，是国内目前最好的实践者和成功者

戴森小家电主要以数码电机为核心，实现品类拓展+高端定价



资料来源：戴森官网，中信证券研究部绘制

渠道：信息化布局，轻奢化风靡

- **小家电渠道布局：**

线上占比均超过40%，多为经销

线下KA和类KA占比均超过50%

品牌商掌握渠道占比普遍不到25%

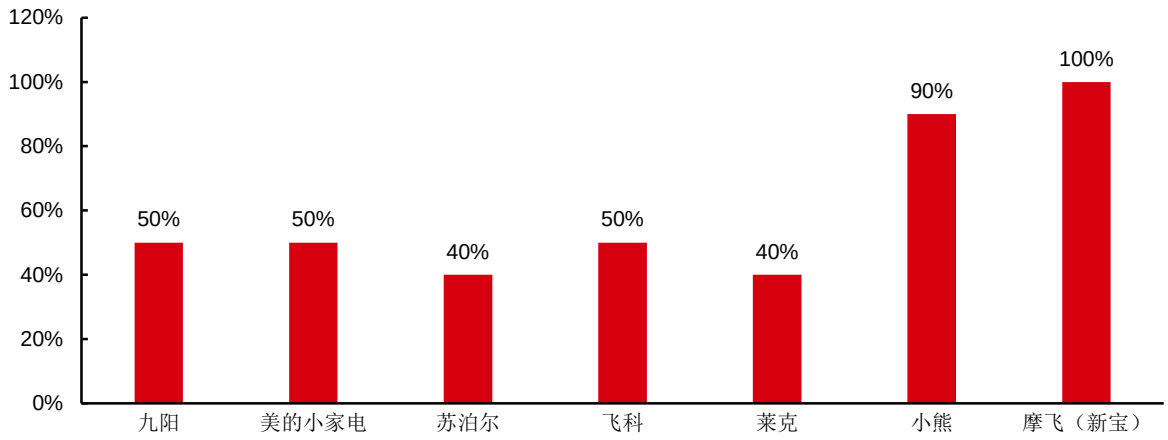
在小家电日渐成熟和竞争激化大背景下，已难以动态捕捉消费者需求变化

- **新动向1：O2O+信息化**

举措：线下线上相融、自建渠道

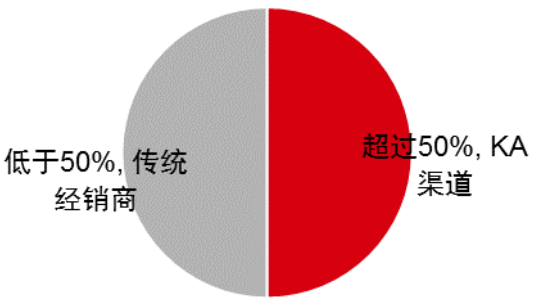
核心：品牌商亟需扩大终端数据信息来源

国内主要小家电公司线上收入占比均超过40%



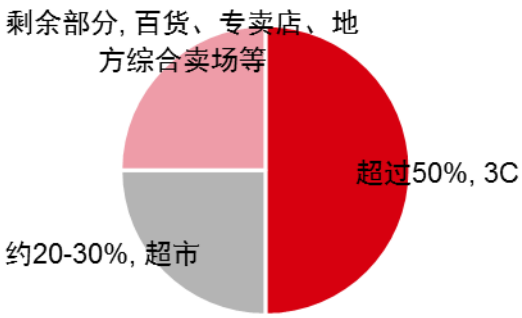
资料来源：相关公司调研，中信证券研究部

九阳线下布局



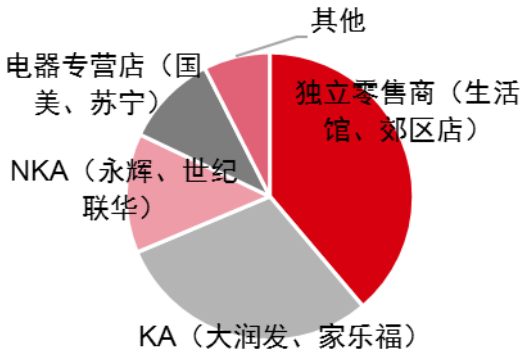
资料来源：公司调研，中信证券研究部

美的线下布局



资料来源：公司调研，中信证券研究部

苏泊尔线下布局



资料来源：公司调研，中信证券研究部

渠道：信息化布局，轻奢化风靡

中信证券 CITIC SECURITIES

- **新动向2：轻奢化**

逐步实现从快消化到轻奢化的演进

品牌形象+产品结构双重升级，持续均价提升

目前国内做得最好的是戴森（Dyson）

重点城市、核心商圈自建高端旗舰店和体验店

黑科技+品牌形象=“天价”吹风机

但目前小家电领域还少有人走戴森的路

戴森吹风机与其他品牌外观和价格对比

资料来源：各品牌天猫旗舰店

戴森品牌旗舰店示意图1

资料来源：戴森官网

戴森品牌旗舰店示意图2

资料来源：品途智库

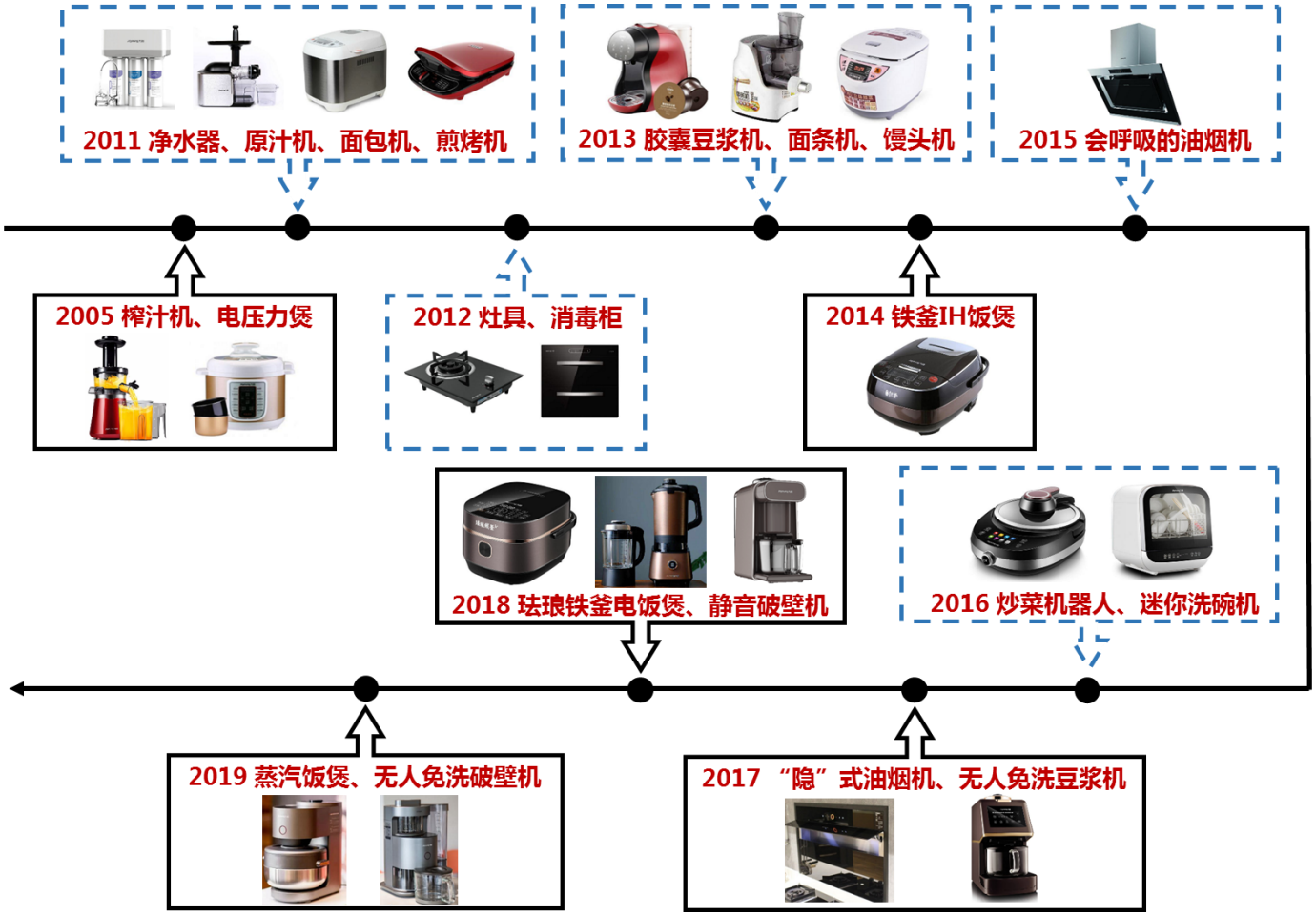
九阳产品：创新理念转变，有望形成势能

中信证券 CITIC SECURITIES

- **2017年完成产品结构调整后，整体创新理念良性转变**

过去创新多集中在非核心品类，并非“特长”，转化率偏低，18-19年实现重大转变，回归核心品类，市场认可度高

九阳产品演进+品类拓展路线图



资料来源：九阳官网，中信证券研究部

九阳产品：长年累月，持续创新

中信证券 CITIC SECURITIES

- **九阳是一家持续创新的公司，主要围绕“功能便利”+“食物营养”两大方面展开**

以豆浆机为例，九阳基本每年都有创新，每隔几年就有重大创新，更容易强调“营养健康”品类拓展成功

九阳豆浆机近25年来技术演进历程汇总

年份	新晋技术	年份	新晋技术
1994年	电机上置——全自动家用豆浆机诞生	2008年	五谷精磨器——精磨更细
1995年	外加豆——易操作，浓度可调	2010年	智能全营养——特香浓
1996年	智能不粘——不粘、不糊、易清洗	2011年	植物奶牛——全营养
1999年	浓香技术营养——豆浆更香浓	2012年	倍浓技术——豆浆口感更香甜
2002年	文火熬煮——豆浆熬得透，喝着香	2013年	IH电磁加热技术——实现全机水洗,领先全球
2004年	营养萃取——营养更充分	2014年	免滤豆浆机——家庭自制豆浆进入不过滤的全营养时代
2005年	拉法尔网——易清洗多功能	2015年	实现预约功能
2006年	无网简易——简单易洗	2016年	破壁豆浆机+胶囊豆浆机，快速成品
2007年	环绕立体加热——熬煮更彻底	2018年	自动清洗

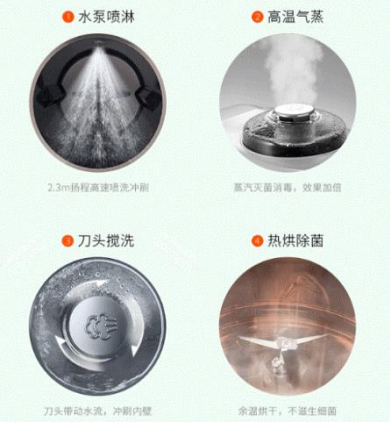
资料来源：厨房有约，中信证券研究部

九阳产品：技术领先，产品力强

中信证券 CITIC SECURITIES

- **自动清洗**：自动水路+高压喷嘴+720度立体喷淋装置进行全方位自动清洗

自动清洗：水泵喷淋、高温气蒸、刀头搅洗、热烘除菌



资料来源：公司官网

无人免洗破壁料理机自动清洗示意图

资料来源：公司官网

未来新品影响收入比例
可能达到15-20%甚至更高

- **纯蒸汽加热**：不再受内胆加热限制，实现一机多用，蒸汽萃取实现更好烹饪

蒸汽饭煲S5蒸汽加热原理图

资料来源：公司官网

蒸汽饭煲蒸汽萃取技术示意图

资料来源：公司官网

九阳产品：“颜值”即“正义”

中信证券 CITIC SECURITIES

■ “颜值”飙升，引流能力提升

纵向对比：“极客感”显著增强

资料来源：九阳官网，中信证券研究部

■ “九阳橙环“增强识别度，套系化开始显现

横向对比：以料理机、电饭煲为例，“极客感”、“套系化”显著增强

资料来源：九阳官网，各品牌天猫旗舰店，中信证券研究部

九阳产品：全新增量，初步布局

中信证券 CITIC SECURITIES

- **美国科技清洁第一品牌Shark**

控股股东收购，上市公司合营，持股51%

10年美国市占率从1%到20%，超越Dyson

产品力强：“痛点”创新技术

“DuoClean”双刷头技术—不同表面清洁
“MultiFLEX”折叠臂技术—不弯腰清洁

国内渠道：18年4月进入，正值前期积累

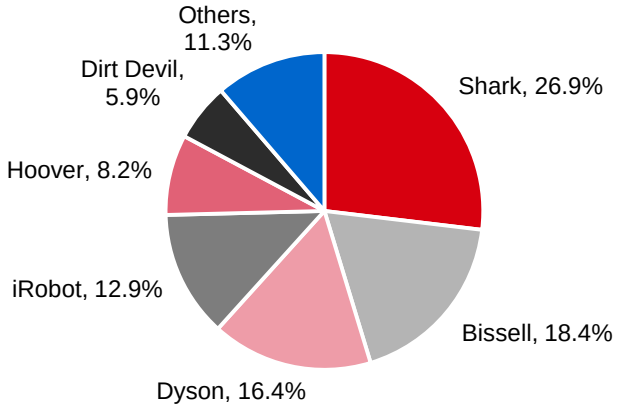
去年品牌店100+，今年预计新增100+

Shark品牌2019新品示意图

资料来源：京东

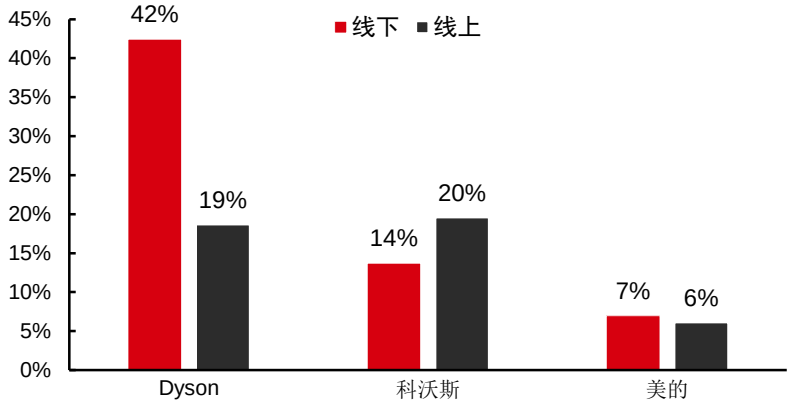
- **Shark定位中高端，美国吸尘器市占率第一，国内吸尘器行业格局未来面临挑战**

2017美国吸尘器市场份额，Shark超越Dyson



资料来源：SharkNinja Confidencial Information Memorandum，中关村在线，中信证券研究部

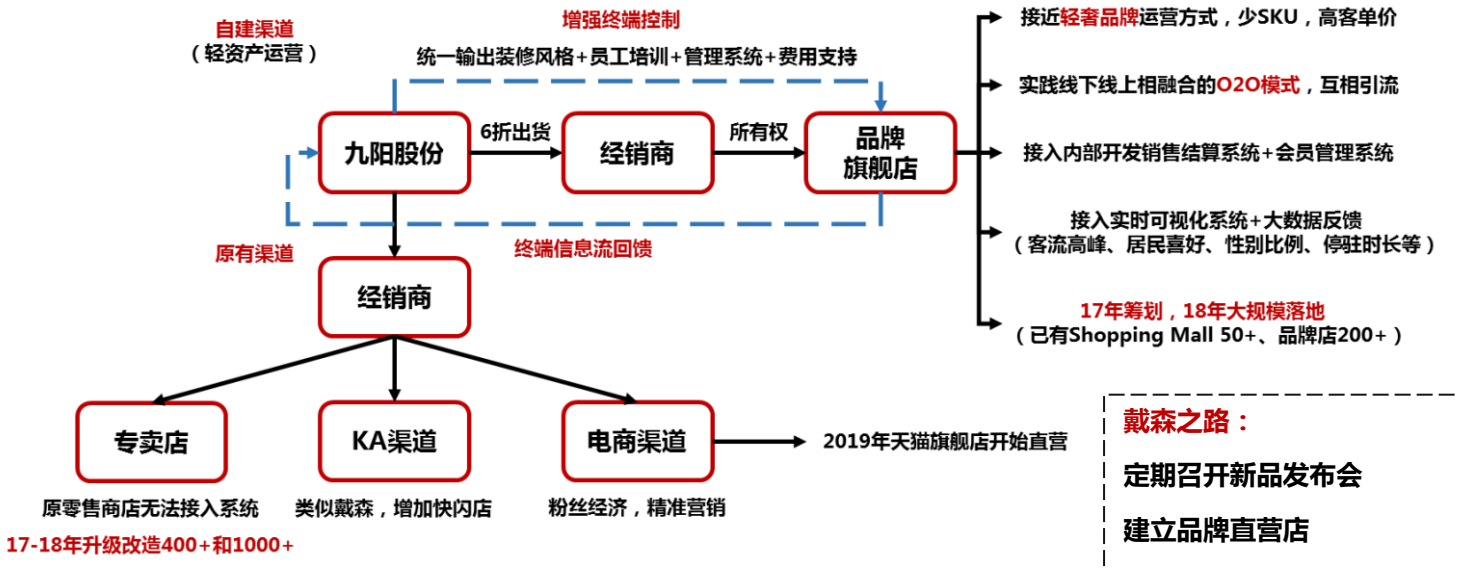
2018年国内吸尘器市占率



资料来源：奥维云网，中信证券研究部

九阳渠道：大刀阔斧变革，期待形成合力

最新渠道调整：核心是执掌终端信息流，增强需求把握和快速反应能力



资料来源：公司调研，中信证券研究部

戴森之路：

- 定期召开新品发布会
- 建立品牌直营店
- 核心商圈自建高端概念店
- 发力电商，打造“粉丝经济”

- **全新渠道布局与戴森不谋而合，迎合行业最新动向**

今年3月“悦享健康”新品发布会

资料来源：中关村在线

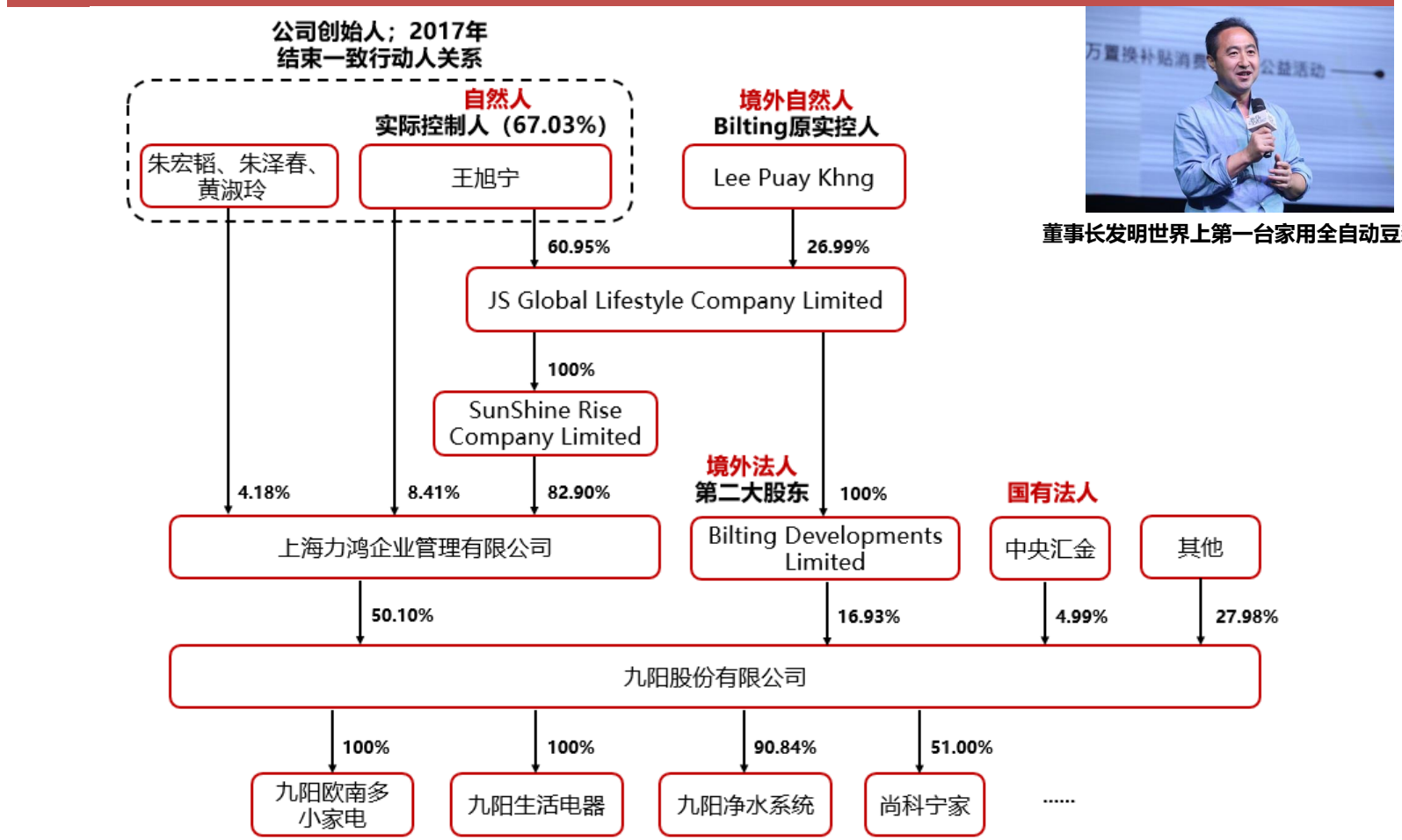
“轻奢”风格品牌旗舰店

资料来源：联商网

工程师创始人，延续工匠精神

- 创始人工程师出身，从无到有一手发明豆浆机，具备工匠精神，有望延续至新品

公司最新股权结构：创始人间接持股高达67%



董事长发明世界上第一台家用全自动豆浆机

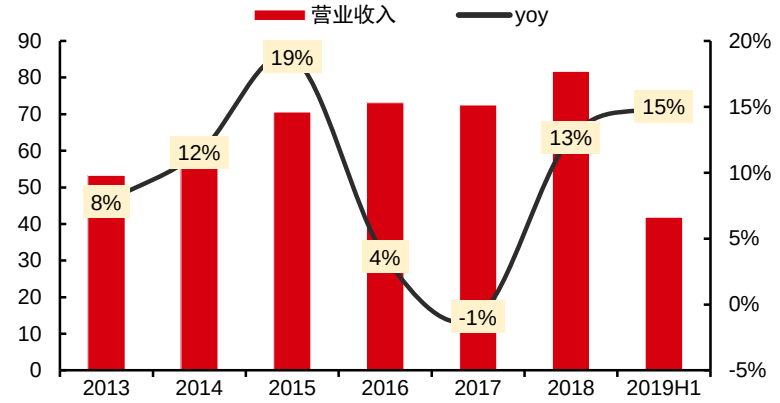
资料来源：公司公告，中信证券研究部

短期调整结束，业绩恢复增长

中信证券 CITIC SECURITIES

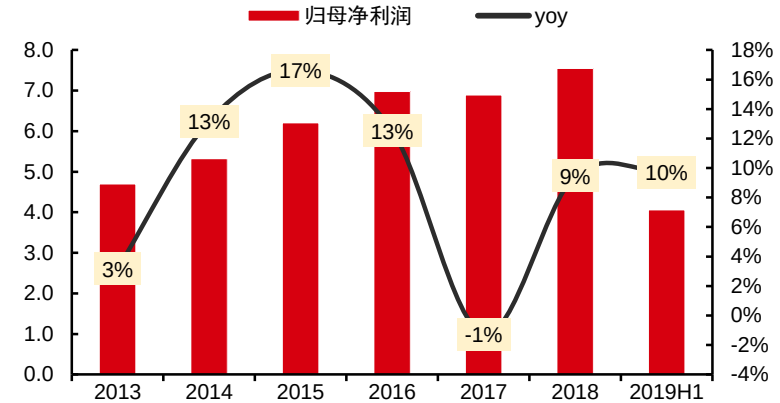
■ 变化节点：阵痛结束，业绩反弹

2013-2019H1的营业收入规模及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

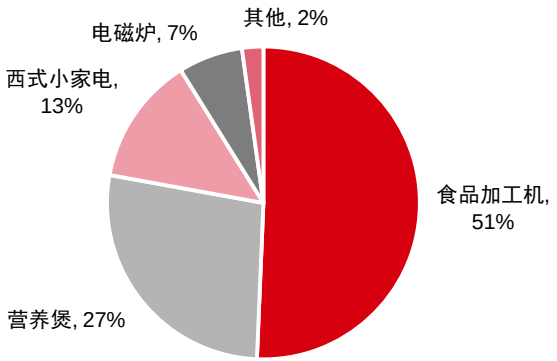
2013-2019H1的归母净利润规模及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

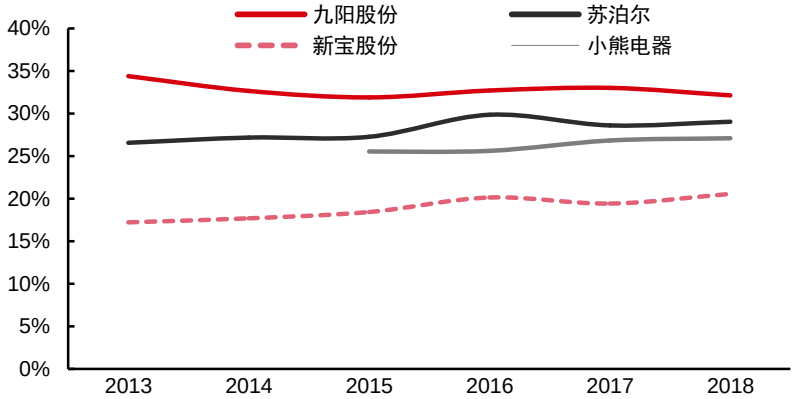
■ 盈利能力：厨房小家电领域名列前茅

2018年毛利构成



资料来源：Wind，中信证券研究部

厨房小家电可比公司毛利率对比

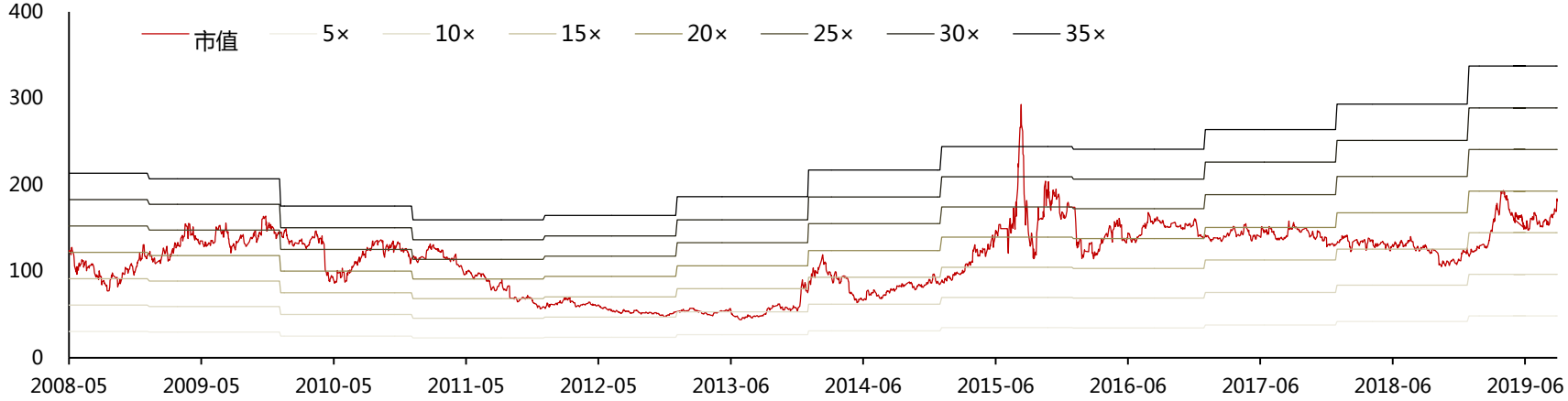


资料来源：Wind，中信证券研究部

公司估值

- **纵向来看，当前预测估值相当于16-17年渠道调整期间的业绩低点水平，后续仍有提升空间**

历史长周期的PE Band（此处PE=股价/下一年实际或一致预测EPS）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- **横向来看，新宝、莱克ODM出口为主，估值偏低；苏泊尔、科沃斯、飞科国内自主品牌，估值更可比**

国内小家电可比公司估值表

股票代码	公司简称	币种	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE（倍）				PB（倍）
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2019E
000333.SZ	美的集团	CNY	54.31	3.08	3.45	3.91	4.39	12	16	14	12	3.8
自主品牌小家电龙头												
002032.SZ	苏泊尔	CNY	71.52	2.04	2.38	2.80	3.26	26	30	26	22	8.4
603486.SH	科沃斯	CNY	25.00	1.27	0.92	1.19	1.47	38	27	21	17	4.8
603868.SH	飞科电器	CNY	35.83	1.94	1.94	2.07	2.30	20	18	17	16	5.2
平均值								28	25	21	18	6.1
ODM代工出口												
002705.SZ	新宝股份	CNY	12.69	0.62	0.77	0.89	1.01	15	16	14	13	2.4
603355.SH	莱克电气	CNY	21.00	1.05	1.26	1.45	1.61	20	17	15	13	2.8
平均值								18	17	14	13	2.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　*注：股价为2019年9月03日收盘价；除美的集团外，其余公司盈利预测均采用Wind一致预期

投资建议及盈利预测

中信证券 CITIC SECURITIES

- **投资建议与盈利预测：**

公司短期渠道调整负面影响基本结束，业绩重回双位数增长。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，维持2019-2021年EPS预测1.10/1.26/1.46元。给予公司2019年合理估值为23-25倍PE，维持 “买入”评级。

九阳股份（002242.SZ）盈利预测表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,247.52	8,168.71	9,414.59	11,047.12	12,869.48
营业收入增长率	-0.9%	12.7%	15.3%	17.3%	16.5%
净利润(百万元)	688.92	754.26	840.86	969.12	1,119.39
净利润增长率	-1.3%	9.5%	11.5%	15.3%	15.5%
每股收益EPS(基本)(元)	0.90	0.99	1.10	1.26	1.46
毛利率%	33.0%	32.1%	33.4%	33.6%	33.8%
净资产收益率ROE%	19.27%	19.80%	20.83%	22.36%	23.93%
每股净资产（元）	4.66	4.97	5.26	5.65	6.10
PE	26	24	22	19	16
PB	5.1	4.8	4.5	4.2	3.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为2019年9月3日收盘价

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

中信证券
CITIC SECURITIES

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

汪 浩（家电首席分析师）

执业证书编号：S1010116080102

陈俊斌（制造产业首席分析师 ）

执业证书编号：S1010512070001

免责声明

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；在欧盟由 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、35及36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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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2019版权所有。保留一切权利。