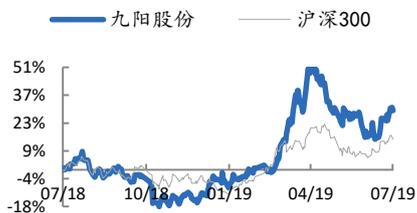


投资评级：增持(首次评级)

 当前价格(元): 20.15
合理价格区间(元): 23.00~25.00

证券分析师
罗文琪

 资格编号: S0120519020002
电话: 021-68761616-8610
邮箱: luowq@tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	8.6	-1.1	-13.8
相对涨幅 (%)	1.0	-0.1	-9.1

资料来源: 德邦研究

相关研究

品类扩张持续，国际突破可期

九阳股份(002242)

投资要点:

豆浆机起家，向多品类生活小家电拓展。九阳以豆浆机起家，1994年九阳的第一台豆浆机诞生；1995年九阳成立销售部、生产部、研发部，开始专业化运作；2002年确立小家电多元化经营的发展战略；2008年，九阳股份在深交所上市。九阳从豆浆机向多元化的品质小家电不断扩张，实现稳健发展。2018年，九阳在料理机、榨汁机及豆浆机中分别占比28%、26%和67%，市场份额遥遥领先，在电饭煲、电磁炉等烹饪电器品类位于行业第三位，地位稳固。

品类扩张与产品升级持续：公司从豆浆机出发，持续进行品类扩张。豆浆机在收入中的占比从2007年的五成下降至2018年的两成左右。一方面，公司凭借在食品加工机品类的优势，进行产品升级，从普通豆浆机到无人清洗豆浆机、静音豆浆机、破壁机等等，不断实现产品升级；另一方面，公司通过不断品类扩张丰富在厨房小家电领域的优势，18年收购尚科宁家（中国）将产品线拓展至家居清洁领域。

线上高速增长，线下零售终端升级完善：公司不断完善渠道布局，线上线下共同发展，2018年，公司约有50%的收入来自于线上。公司在今年正式开始直营天猫平台的“joyoung九阳官方旗舰店”业务，实现线下体验、线上下单、就近配送、上门服务等全新的O2O购物体验。公司拥有一级经销商300多个，零售终端4万个，公司坚持执行“渠道围绕客流”的经营理念，继续优化提升传统渠道终端门店，同时大力推进自有渠道门店建设，逐渐形成了覆盖不同层级市场的立体化渠道销售网络。

控股股东收购 Sharkninja，海内外协同助力增长：控股股东JS环球在2017年收购sharkninja，2018年起受益于订单转移，公司海外收入大幅增长102.2%至2.86亿元，预计2019年外销订单继续大幅增长，同时，借助shark在清洁小家电的优势，九阳推出吸尘器、蒸汽拖把、扫地机器人等产品，内销品类扩张动力增强。

盈利预测及投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。基于公司新品推动销售高速增长，同时与sharkninja在产品与渠道的协同助力品类扩张与海外销售的增长，我们预计公司2019-21年收入分别为92.73/103.96/115.18亿元，归母净利润7.66/8.61/9.46亿元，对应EPS为1.00/1.12/1.23元，当前股价对应19-21年市盈率为20/18/16倍。公司历史估值在20-23倍PE，考虑到公司渠道调整完毕，18年起加大新品推出、价值登高，叠加股东收购sharkninja后海外订单增加、内销品类扩张动力增强，我们认为公司合理估值水平为对应2019年23-25倍估值，对应目标价23.00-25.00。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：股权质押比例大、新品销售不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧

股票数据

总股本(百万)	767.37
流通A股(百万)	767.37
52周内股价区间(元)	25.18-13.7
总市值(百万)	16,590.56
总资产(百万)	6,084.72
每股净资产(元)	5.26

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	7248	8169	9273	10396	11518
(+/-) YoY (%)	-0.9	12.7	13.5	12.1	10.8
净利润(百万元)	689	754	766	861	946
(+/-) YoY (%)	-1.3	9.5	1.6	12.4	9.8
全面摊薄 EPS	0.90	0.98	1.00	1.12	1.23
毛利率 (%)	33.0	32.1	32.6	33.0	33.1
净资产收益率	19.3	19.8	19.5	21.1	22.1

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 从豆浆机到品质生活小家电	5
1.1 豆浆机起家，向多品类生活小家电拓展	5
1.2 股权结构集中，分红率高	7
1.3 渠道调整结束、新品发布推动业绩回暖	8
2. 行业概况：九阳在食物料理机领域遥遥领先	9
2.1 烹饪电器与食物料理市场升级趋势显著，环境家居渗透率快速提升	9
2.2 行业格局稳定，九阳在食物料理市场独占鳌头	10
3. 渠道优化，品类扩张动力增强	11
3.1 从豆浆机到生活品质小家电	11
3.1.1 对食品加工机依赖程度不断降低	11
3.1.2 新品频出，助推销售	13
3.2 线上高速增长，线下渠道精简升级	15
3.2.1 渠道布局完善，线上收入占半壁江山	15
3.2.2 线上高速增长，线下渠道完善升级	16
3.3 全球化战略：海内外协同加强，	17
3.3.1 股东收购 SharkNinja，海内外协同效应提升公司竞争力	17
3.3.2 从厨房小家电拓展至家居环境小家电市场，海外收入翻倍增长	18
4. 盈利预测和投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值及投资建议	20
5. 风险提示	20

图表目录

图 1 2018 年营业收入构成（分产品）	5
图 2 2018 年营业收入构成（分区域）	5
图 3 产品结构更加均衡	5
图 4 各品类收入规模（百万元）	6
图 5 股权结构（2019 年 Q1）	7
图 6 持续高分红	7
图 7 股息率（对应当年年末市值）	7
图 8 营业收入（百万元）	8
图 9 归母净利润（百万元）	8
图 10 毛利率与净利率相对平稳（%）	8
图 11 分品类毛利率（%）	8
图 12 中国小家电市场规模（亿美元）	9
图 13 食物料理市场升级趋势明显	9
图 14 2018 年小家电市场分品类零售额（亿元）及增速	10
图 15 2018 年小家电市场分品类零售量（万台）及增速	10
图 16 食物料理品类市场份额：九阳遥遥领先	10
图 17 烹饪电器品类市场份额	11
图 21 收入规模主要依靠销量增长驱动	11
图 19 通过产品生命周期的叠加获得收入增长动力	12
图 18 收入增速的贡献拆分：食品加工机波动驱动整体收入增速	13
图 19 总体收入增速与各业务收入增速	13
图 20 总体收入增速与各业务收入增速	13
图 22 2019 年新品	15
图 24 电商收入（百万）及增速	16
图 23 中国家电市场网购渗透率	16
图 24 2018 年各品类线上线下零售额占比	16
图 25 JS 环球收入构成（按品牌）	17
图 26 JS 环球收入构成（按地区）	17
图 27 SharkNinja 主要品类的市场份额（2018 年，零售额口径，美国市场）:	17
图 28 九阳与 Sharkninja 的协同模式	18
图 29 尚科宁家（中国）股权结构	18

图 30 海外收入爆发式增长 (百万, %)	18
图 31 PE Band	20
图 32 PB Band	20

1.从豆浆机到品质生活小家电

1.1 豆浆机起家，向多品类生活小家电拓展

九阳以豆浆机起家，1994年九阳的第一台豆浆机诞生；1995年九阳成立销售部、生产部、研发部，开始专业化运作；2002年山东九阳小家电有限公司成立，确立小家电多元化经营的发展战略；2008年，九阳股份在深交所上市。九阳从豆浆机向多元化的品质小家电不断扩张，实现稳健发展。

公司以豆浆机起家，产品矩阵不断丰富。以豆浆机为主的食品加工机系列产品及电磁炉曾在过去各占收入的半壁江山，随着产品品类的不断丰富，目前已经形成四大类别产品。

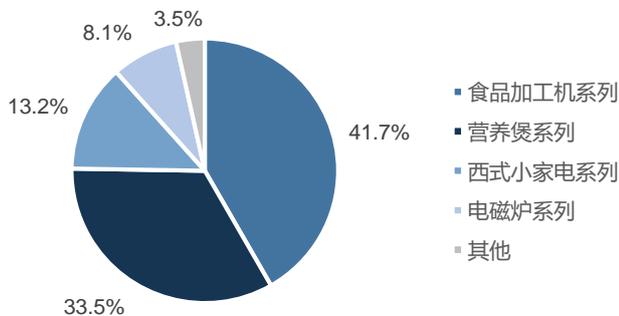
表1 主要产品品类

产品系列	主要品类
食品加工机系列	豆浆机、破壁机、料理机、绞肉机、炒菜机
营养煲系列	电饭锅、电压力锅、开水壶
西式小家电系列	净水器、油烟机、热水器、消毒柜、洗碗机等
电磁炉系列	电磁炉

资料来源：公司公告，德邦研究

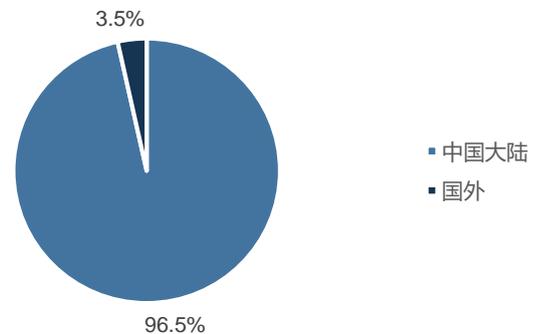
食品加工机与营养煲系列贡献了公司主要收入来源，2018年，公司食品加工机实现收入34.08亿元（占比41.7%，YoY+8.21%），营养煲收入27.40亿元（占比33.5%，YoY+18.74%），西式小家电收入10.75亿元（占比13.2%，YoY+20.99%），电磁炉收入6.61亿元（占比8.1%，YoY+0.08%）。按区域看，2018年内销收入78.83亿元（占比96.5%，YoY+11.66%），海外收入2.86亿元（占比3.5%，YoY+102.2%）。

图1 2018年营业收入构成（分产品）



资料来源：德邦研究

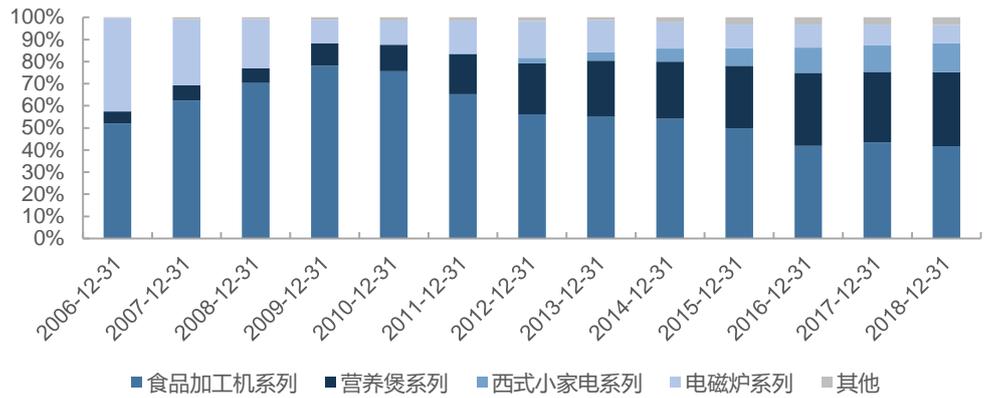
图2 2018年营业收入构成（分区域）



资料来源：德邦研究

公司产品结构愈趋均衡，从豆浆机向多元化生活小家电拓展。2006年至2018年，食品加工机系列收入占比从51.9%下降至41.7%，营养煲系列占比从5.4%提升至33.5%，西式小家电收入占比2012年的2.4%提升至2018年的13.2%。

图3 产品结构更加均衡



资料来源: wind, 德邦研究

公司经历三个发展阶段，以豆浆机起家，2002年起拓展多品类小家电，2015年提出“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的转型。

第一阶段（1994年-2001年）：专注豆浆机业务

1994年九阳创始人王旭宁先生发明了第一台豆浆机，开启了豆浆机行业先河，九阳成为豆浆机的代名词，到2007年，豆浆机收入达9.7亿元。

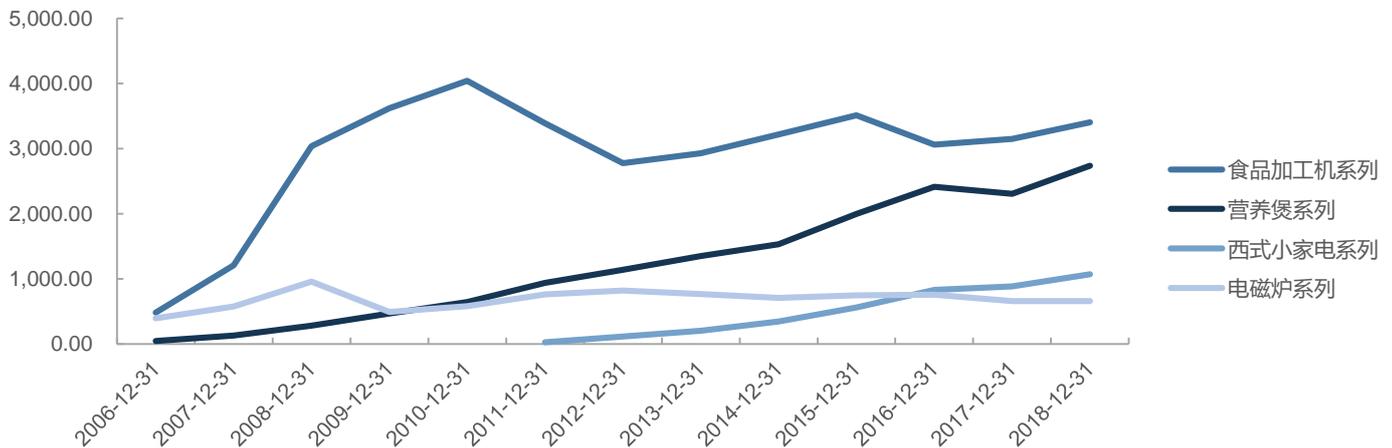
第二阶段（2002-2014年）：专注于小家电行业，探索多元化

2002年，随着山东九阳的成立，公司开始确立小家电多元化经营的发展战略。受豆浆机行业增速下降和润滑油事件的负面影响，公司在2011-12年业务发展遇到瓶颈，食品加工机业务一度出现下滑，2009年到2014年，食品加工机在收入中的占比从78%下降至54%。但是其他品类的小家电开始逐步增长，营养煲系列收入从4.7亿元增长至15.3亿元，收入占比从10%提升至26%，支撑收入规模继续提升。

第三阶段（2015年）：“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的转型

2015年公司提出“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略与品牌提升转型。公司继续拓展品类，推出油烟机、洗碗机、铁斧电饭煲、水冷压力煲等新品，营养煲系列与西式小家电系列增长亮眼。2015年至2018年，西式小家电系列收入从5.6亿元提升至10.8亿元，收入占比从8.0%提升至13.2%；营养煲系列收入从20.0亿元增长至27.4亿元，收入占比从28.3%提升至33.5%。2018年，公司通过投资尚科宁家（中国）进军家居清洁领域，当年外销就实现100%的增长。

图4 各品类收入规模 (百万元)

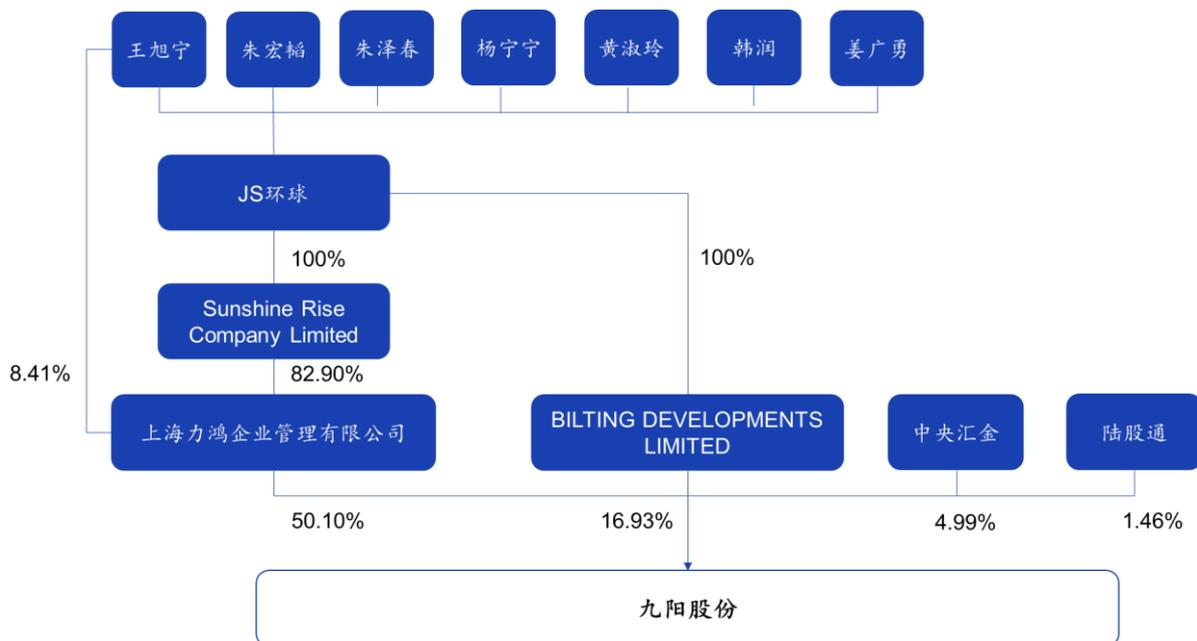


资料来源: wind, 德邦研究

1.2 股权结构集中，分红率高

公司持股结构集中，上海力鸿企业管理有限公司持股 50.10%，Bilting Developments Limited 持股 16.93%，股东集团（王旭宁、朱宏韬等 7 人）合计持有公司股权约 67%。王旭宁先生为实际控制人。

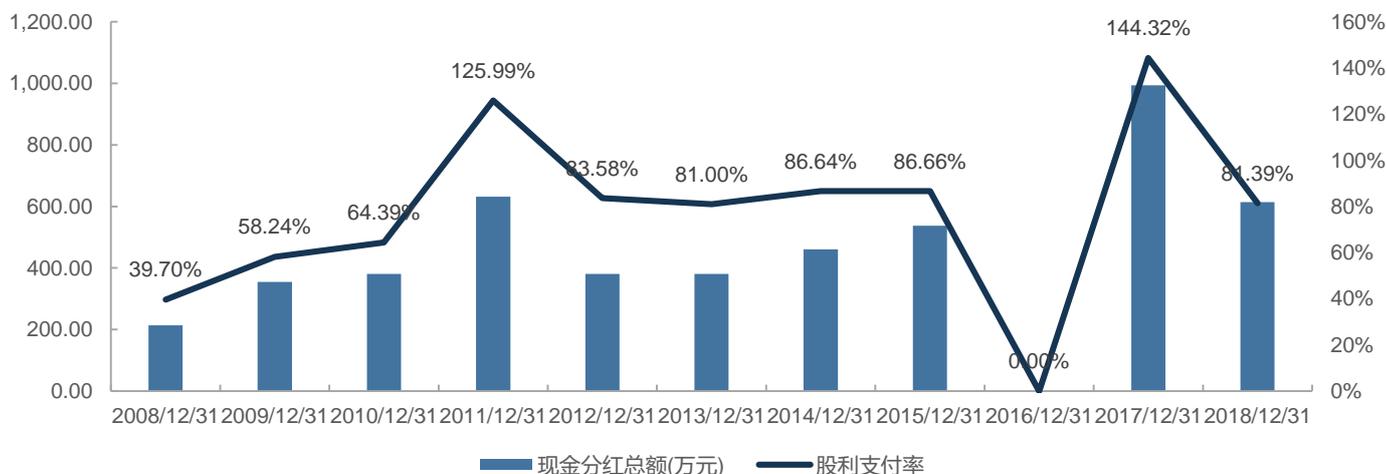
图 5 股权结构（2019 年 Q1）



资料来源: 公司公告, JS 环球招股书, 德邦研究

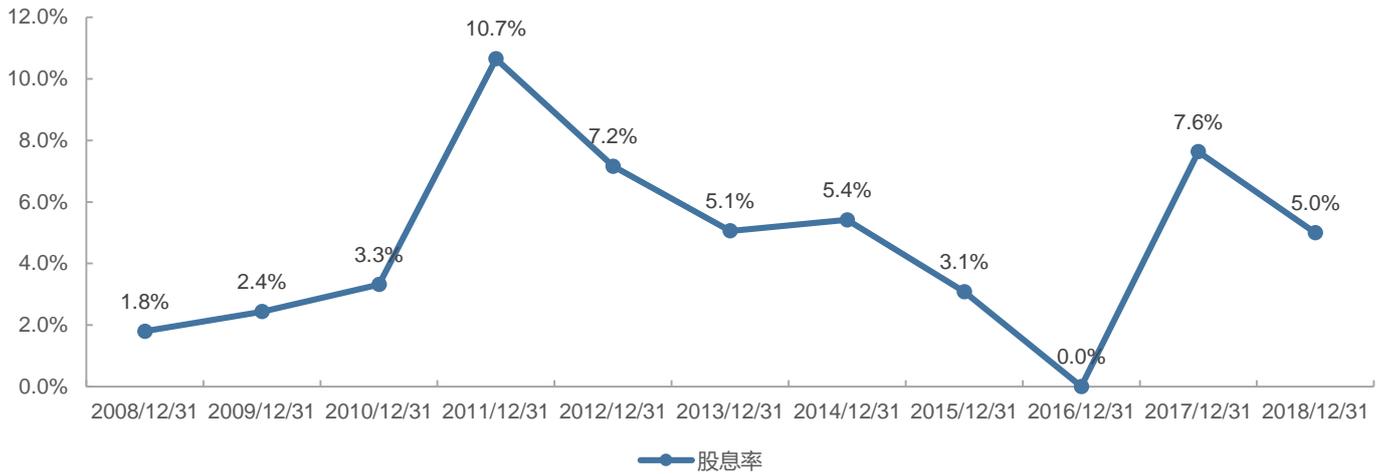
公司分红率高，上市以来平均分红率到 74.73%，2017 年和 2018 年分红率分别为 144.32% 和 81.39%。

图 6 持续高分红



资料来源: wind, 德邦研究

图 7 股息率（对应当年年末市值）

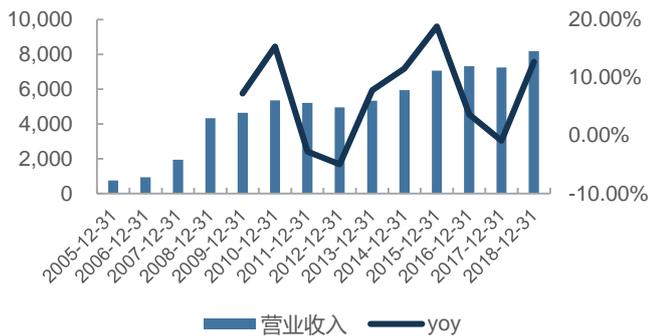


资料来源: wind, 德邦研究

1.3 渠道调整结束、新品发布推动业绩回暖

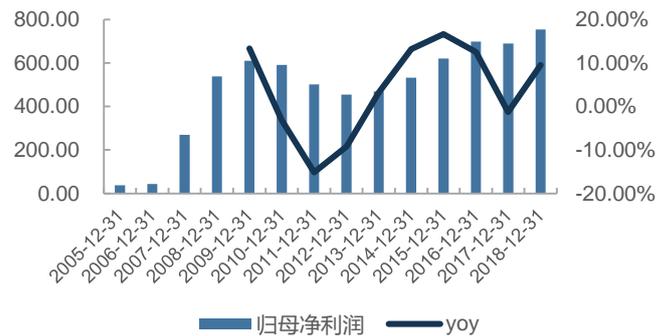
2016 年和 2017 年公司进行渠道调整, 对销售产生短期影响, 2018 年起公司推出无人清洗豆浆机、静音破壁机等多个新品, 销售回暖, 2018 年实现收入 81.69 亿元, 同比增长 12.7%, 归母净利润为 7.54 亿元, 同比增长 9.5%。

图 8 营业收入 (百万元)



资料来源: wind, 德邦研究

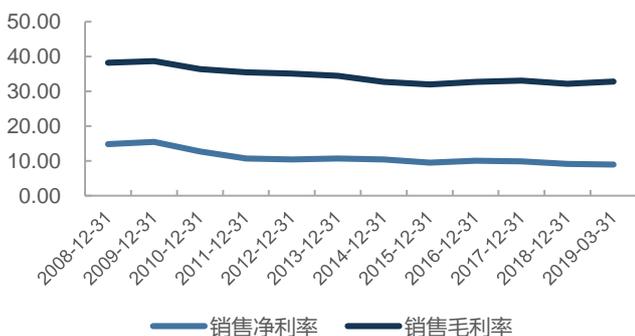
图 9 归母净利润 (百万元)



资料来源: wind, 德邦研究

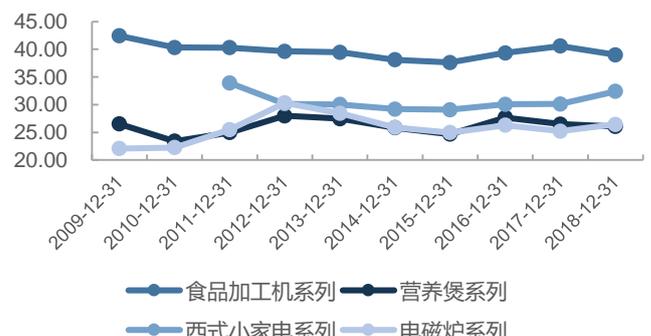
公司毛利率与净利率较为稳定, 2018 年实现毛利率 32.13%, 净利率 9.08%。分品类看, 食品加工机毛利率 39.01%, 高于其他品类, 营养煲毛利率 26.05%, 西式小家电 32.40%, 电磁炉系列毛利率 26.44%。

图 10 毛利率与净利率相对平稳 (%)



资料来源: wind, 德邦研究

图 11 分品类毛利率 (%)



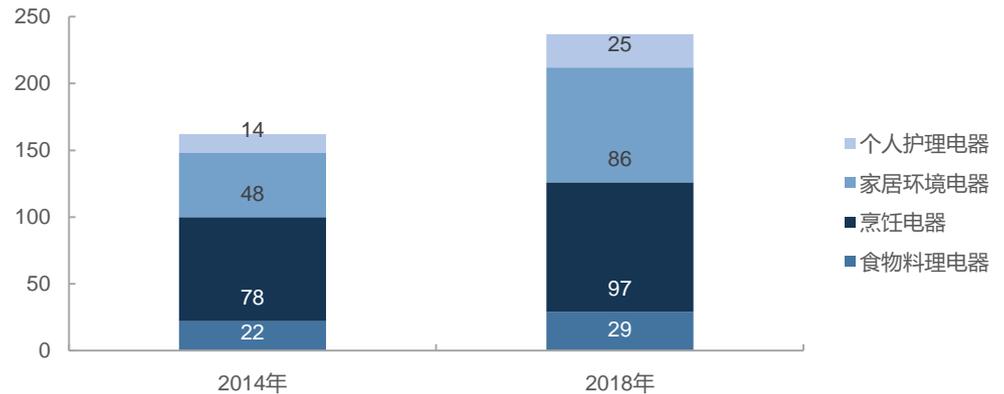
资料来源: 德邦研究

2.行业概况：九阳在食物料理机领域遥遥领先

2.1 烹饪电器与食物料理市场升级趋势显著，环境家居渗透率快速提升

根据 Frost & Sullivan，小家电可分为四类：食物料理电器（如破壁机、食物料理机及豆浆机）；烹饪电器（如电饭煲、电压力锅）；家居环境电器（如吸尘器及扫地机器人）以及个人护理电器（如剃须刀、吹风机和电动牙刷）。美国和中国是主导小家电行业的两个最大的市场，按 2018 年零售额计算，分别占全球市场份额的 25.5%和 24.1%。中国小家电市场从 2014 年的 162 亿美元增长至 2018 年的 237 亿元，复合增速达 10%。

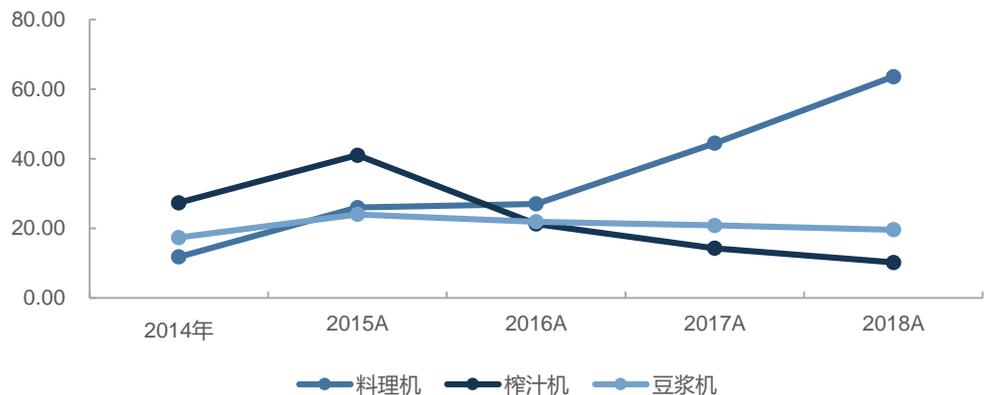
图 12 中国小家电市场规模（亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan, 德邦研究

食物料理机市场规模从 2014 年的 22 亿美元增长至 2018 年的 29 亿美元，复合增速达 7.5%。2018 年破壁机在食物料理市场中占比 58%，是最大的品类，破壁机市场规模从 2014 年的 2.54 亿美元增长至 2018 年的 17.07 亿美元，复合增速达 23.9%。

图 13 食物料理市场升级趋势明显



资料来源：奥维云网，德邦研究

烹饪电器市场从 2014 年的 78 亿美元增长至 97 亿美元，年复合增速 5.7%。电饭煲和电压力锅是烹饪电器市场中最大的品类，规模占比 41%。电饭煲渗透率较高，但产品升级趋势明显，从传统电饭煲升级至铁釜电饭煲，2014-2018 年，铁釜电饭煲在电饭煲市场中国的占比从 29%提升至 47%。

环境家居市场规模从 2014 年的 48 亿美元增长至 86 亿美元，复合增速达 16%。吸

尘器和扫地机器人市场规模分别为 18 亿美元和 12 亿美元，是环境家居最大的两个品类。吸尘器及扫地机器人目前在中国市场渗透率较低，分别约为 15%和 5%，过去几年高速增长是驱动环境家居市场高速增长的主要因素。

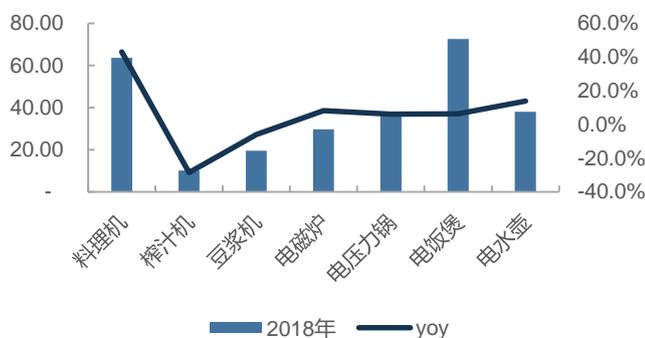
表 2 中国小家电市场分类

单位: 亿美元	2014 年	2018 年	CAGR	占比	主要品类
食物料理电器	22	29	7.2%	12.2%	破壁机市场 17.07 亿美元, 占 58%
烹饪电器	78	97	5.6%	40.9%	电饭锅及压力锅合计 40 亿美元, 占 40.8%; 水壶是第二大品类
家居环境电器	48	86	15.7%	36.3%	吸尘器 18 亿美元, 扫地机器人 12 亿美元, 合计 占比 35%
个人护理电器	14	25	15.6%	10.5%	剃须刀、吹风机
合计	162	237	10.0%		

资料来源: JS 环球招股书, 德邦研究

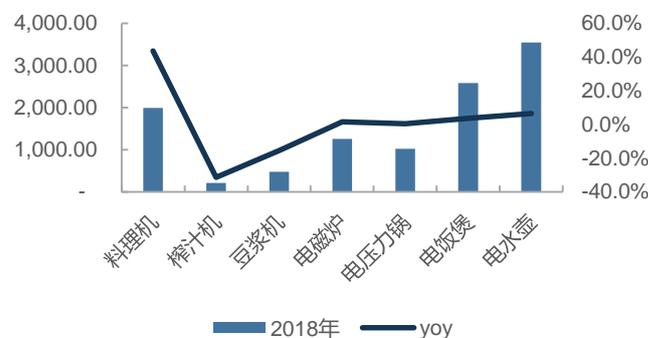
2018 年, 在厨房小家电主要品类当中, 料理机市场增速最为亮眼。

图 14 2018 年小家电市场分品类零售额 (亿元) 及增速



资料来源: 奥维云网, 德邦研究

图 15 2018 年小家电市场分品类零售量 (万台) 及增速

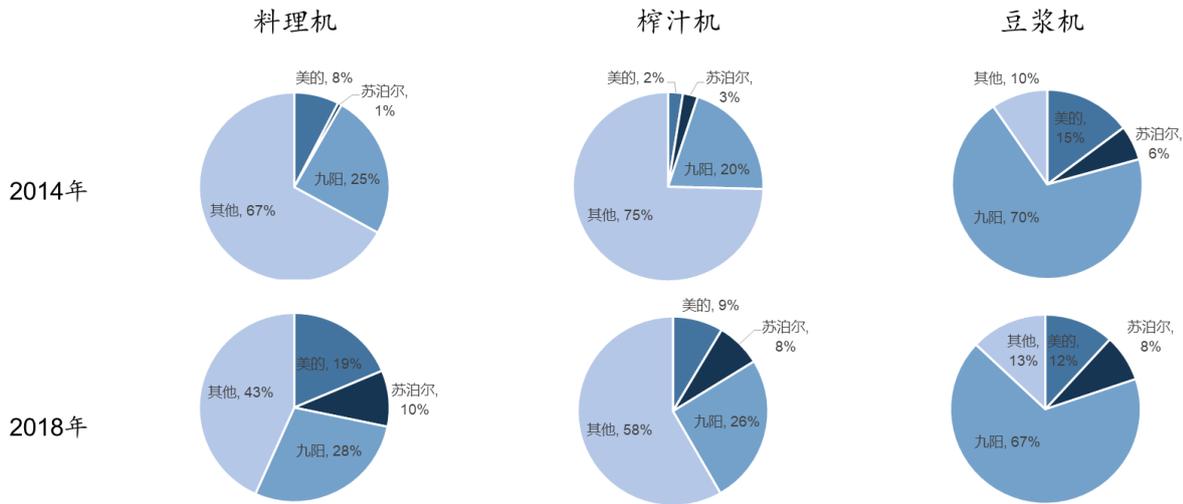


资料来源: 奥维云网, 德邦研究

2.2 行业格局稳定, 九阳在食物料理市场独占鳌头

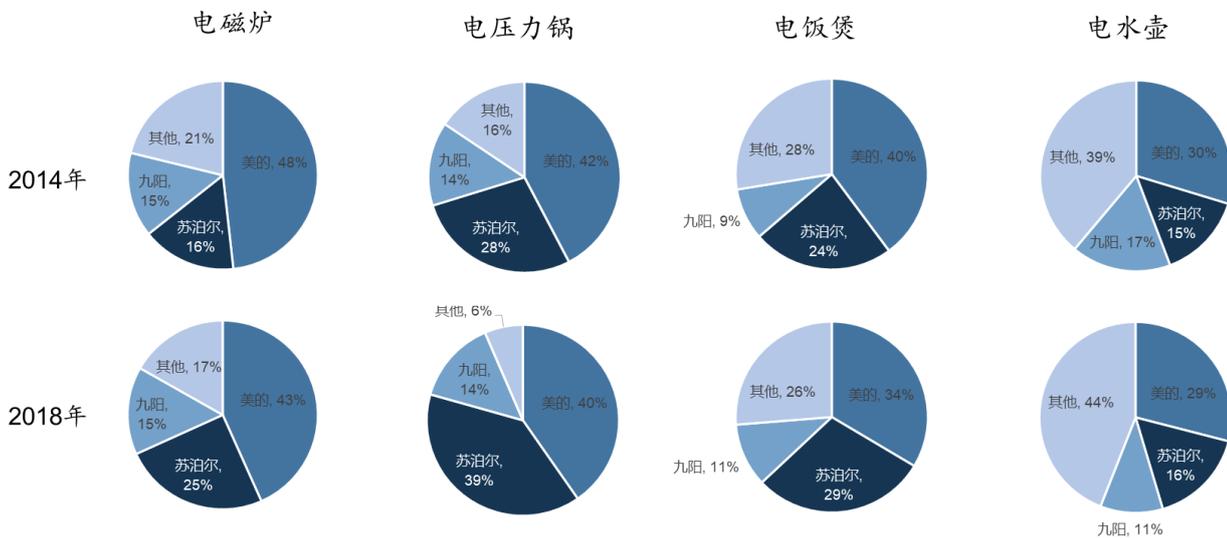
九阳在食物料理市场始终占据主导地位, 市场份额遥遥领先, 在烹饪电器品类位于行业第三位, 地位稳固。2018 年, 九阳在料理机、榨汁机及豆浆机中分别占比 28%、26%和 67%。九阳在烹饪电器仅次于美的与苏泊尔, 2018 年, 在电磁炉、电压力锅、电饭煲和电水壶中市场份额分别为 15%, 14%, 11%和 11%

图 16 食物料理品类市场份额: 九阳遥遥领先



资料来源：奥维云网，德邦研究

图 17 烹饪电器品类市场份额



资料来源：奥维云网，德邦研究

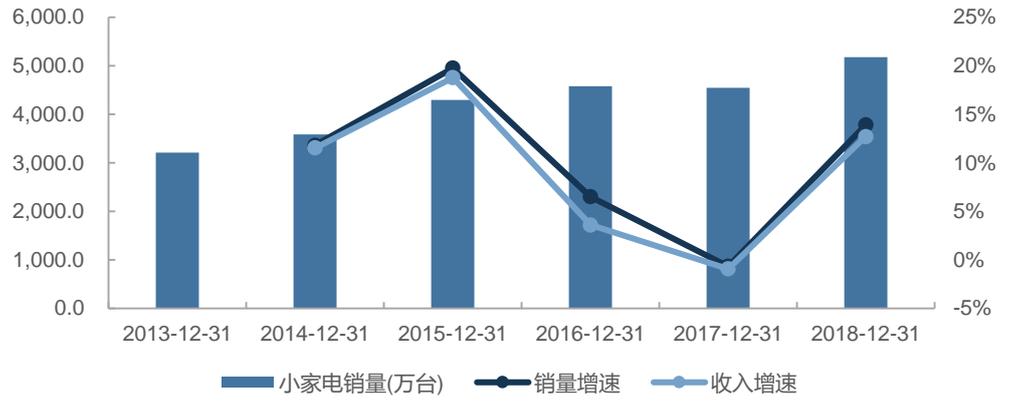
3. 渠道优化，品类扩张动力增强

3.1 从豆浆机到生活品质小家电

3.1.1 对食品加工机依赖程度不断降低

公司收入增长主要依靠销量增长驱动，2013年到2018年，公司销量从3210万台增长至5183万台，收入从53.28亿元增长至81.69亿元，分别增长61.5%和53.3%。小家电具有冲动消费属性，使用周期大约3年左右，远远低于空调等大家电的使用周期，公司通过产品升级与品类扩张，持续推出新品，激发消费者的购买欲望，从而不断获得销量增长，推动收入规模的扩张。

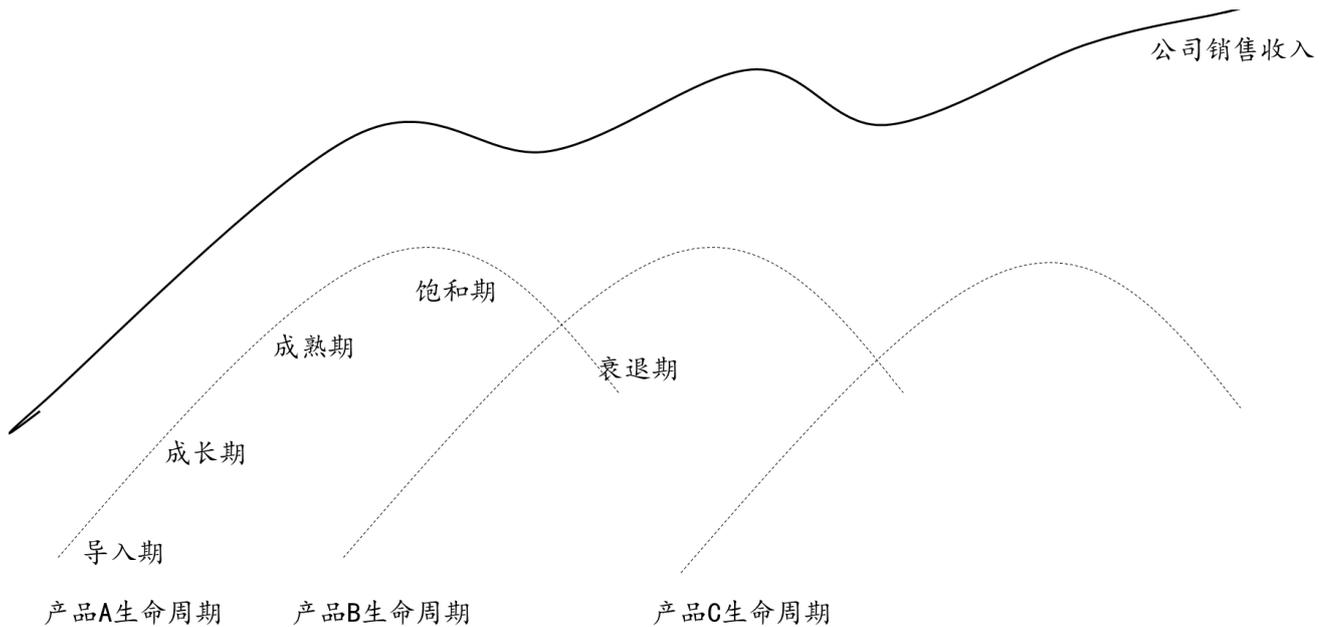
图 18 收入规模主要依靠销量增长驱动



资料来源: wind, 德邦研究

根据产品生命周期理论, 一个产品的生命周期一般分为导入(进入)期、成长期、成熟期、饱和期、衰退(衰落)期五个阶段, 对于小家电产品来说, 随着产品的渗透率的提升, 行业销量增速在成熟期过后趋于放缓。且由于小家电产品的刚需属性弱于大家电, 更新需求较弱, 产品饱和后销量难以长期维持。通过产品技术升级、外观改变等方式激发消费者的需求, 能够产生新一轮的产品生命周期, 从而获得持续的增长。

图 19 通过产品生命周期的叠加获得收入增长动力



资料来源: 德邦研究整理

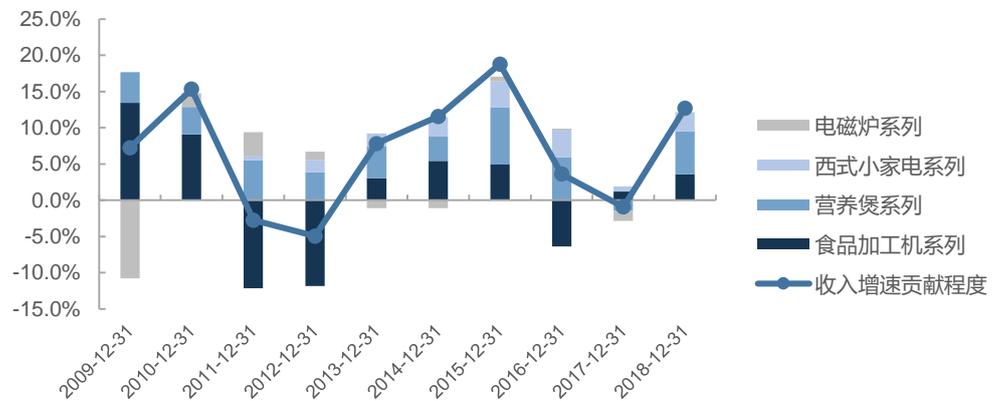
通过拆分各系列产品对收入增速的贡献程度, 食品加工机收入波动与总体收入呈现较强的一致性。豆浆机在收入中的高占比导致豆浆机行业的波动对公司整体收入产生较大影响, 随着品类扩张, 收入对单一品类的依赖程度降低。2018年, 公司新品频出, 四大系列产品共同发力, 推定收入大幅增长 12.71%。食品加工机/营养煲/西式小家电/电磁炉同比增长 8.21%/18.74%/20.99%/0.08%。分阶段看, 销售收入增速与新品推出高度相关:

- 2011-2012 年公司收入增速分别为-12.1%和-11.8%, 主要是由于 11 年豆浆机润滑剂事件使得行业增速下滑所致。豆浆机在收入中占比约 50%, 对豆浆机依赖程度高, 公司豆浆机市场份额约 70%。豆浆机增速下滑拖累整体收入负增长。

- 2013 年下半年起,受益于豆浆机行业回暖,公司收入重回正增长,增速为 7.8%。
- 2014 年和 2015 年,公司分别推出第一代铁釜电饭煲 699 元以及的第二代铁釜电饭煲 1399 元,销售火爆,产品单价大大高于普通电饭煲,根据奥维云网,九阳电饭煲市场份额从 7%提升至 15%,营养煲系列驱动公司收入增速在 2015 年达到 18.8%。
- 2016 年和 2017 年,公司进行渠道调整,一级经销商数量从 470 个精简至约 300 个,收入增速放缓。
- 2018 年,渠道调整结束,公司推出无人清洗豆浆机、静音破壁机等新品,使得食品加工机系列对收入增速的贡献程度提升,整体收入增速回暖,达 12.7%。

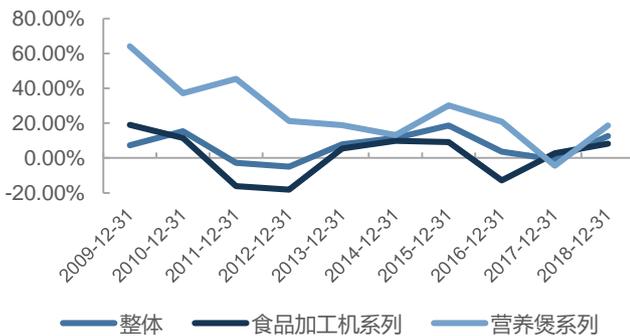
公司以豆浆机起家,通过不断成功推出新品上市,目前已形成以“豆浆机、电饭煲、破壁机三大品类为主,净水器与破壁机高速增长”的多品类小家电收入结构。公司将通过研发创新不断推出新品上市,销售有望获得持续的增长动力。

图 20 收入增速的贡献拆分: 食品加工机波动驱动整体收入增速



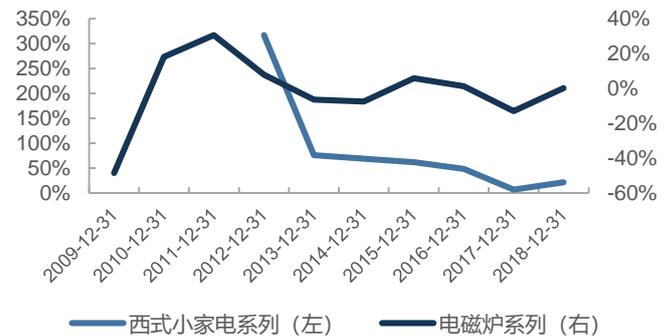
资料来源: wind, 德邦研究

图 21 总体收入增速与各业务收入增速



资料来源: 德邦研究

图 22 总体收入增速与各业务收入增速



资料来源: 德邦研究

3.1.2 新品频出, 助推销售

公司从豆浆机出发,持续进行品类扩张。豆浆机在收入中的占比从 2007 年的五成下降至 2018 年的两成左右。一方面,公司凭借在食品加工机品类的优势,进行产品升级,从普通豆浆机到无人清洗豆浆机、静音豆浆机、破壁机等等,从传统电饭煲向铁釜电饭煲升级,传统压力锅向水冷压力锅升级,刺激消费升级需求,推动产品生命周期延长,实现价值持续登高;另一方面,公司通过不断扩张产品线实现品类扩张,横向拓展品类,不断丰富在厨房领域的优势,2018 年,公司通过投资尚科宁家(中国)从厨房消费场景拓展至家居清洁领域,品类扩张与产品升级有望持续。

表 3 九阳持续推出新品

年份	食品加工机系列	营养煲系列	西式电器系列	电磁炉系列	家居清洁领域
1994	发明第一台豆浆机并成立九阳				
2009	“温暖系列”、“雅谷系列”“T 系列”豆浆机			电磁灶	
2011	E 技术榨汁机煎烤机、超微原磨技术豆浆机、煎烤机、面包机、酸奶机等	沸腾技术电压力锅	并购海狼星资产切入净水领域		
2013	面条机、快速面包机、馒头机、Onecup 胶囊豆浆机			超薄电磁炉	
2014		第一代铁釜电饭煲、瓷宝煲			
2015	发布智能破壁原浆机	第二代铁釜电饭煲、智能养生壶	智能净水机		
2016	炒菜机器人		迷你洗碗机和隐形油烟机		
2017	真空破壁料理机、新一代炒菜机器人 J7	93°C 增香铁釜 T9			
2018	无人自动清洗豆浆机、静音破壁料理机	水冷压力煲、珐琅铁釜电饭煲			投资尚科宁家（中国）进入家居清洁领域
2019	K1s、K 迷你、Ksolo 等三款 K 系列不用手洗的豆浆机，全球第一台不用手洗的破壁料理机 Y88	蒸汽饭煲 S5			蒸汽除菌拖把/蒸汽清洁机、随手吸、扫地机器人

资料来源：公司公告，德邦研究

2018 年，食品加工机系列增长 8.6%至 34.08 亿元，主要由于破壁机强势增长。破壁机功能涵盖豆浆机、食物料理机以及榨汁机的功能，反映消费者对产品升级的需求。破壁机的公司推出。

营养煲系列收入大幅增长 18.74%至 27.40 亿元，主要由于公司推出新铸铁锅铁斧电饭煲以及具备水冷技术的压力锅等新产品，同时，电火锅、炒菜机器人及空气炸锅等新品销量继续增长。

表 4 破壁机功能多元，升级趋势显著

	豆浆机	榨汁机	原汁机	破壁机
转速	18000-25000 转/分钟	7000—12000 转/分钟	40-80 转/分钟	16000-30000 转/分钟
原理	刀片粉碎	刀片粉碎	螺旋挤压	刀片粉碎
功能	制作豆浆	榨汁、碎肉、碎冰	榨汁、做面条、做馅料、做冰沙	榨汁、制作豆浆、绞肉、研磨
外观				
主要价格区间（元）	299-2999 元	99-499 元	399-799 元	999-3599 元

资料来源：网络公开资料，天猫，德邦研究整理

2019 年，公司继续推出 K1s、K 迷你、Ksolo 等三款 K 系列不用手洗的豆浆机，全球第一台不用手洗的破壁料理机 Y88，以及新物种蒸汽饭煲 S5 等众多新产品。

图 23 2019 年新品



资料来源：公司官网，德邦研究

3.2 线上高速增长，线下渠道精简升级

3.2.1 渠道布局完善，线上收入占半壁江山

公司不断完善渠道布局，线上线下共同发展，目前已经形成以电商、KA 和商超为主的渠道体系，收入占比约为 50%/25%/25%。

- **第一阶段：抓住 KA 渠道。**2003 年，公司在 2003 年起进驻 KA/3C 渠道，抓住百货到 KA 的渠道变革；
- **第二阶段：渠道下沉。**到 2008 年，公司已经拥有 450 个一级经销商，建立起 2 万个零售终端；
- **第三阶段：布局线上渠道。**2011 年起布局线上渠道，到 2018 年，线上收入占比已经达到约 50%；
- **第四阶段：精简渠道、终端门店升级。**2014 年起，公司完善终端体验，进行体验式终端建设。截至 2015 年末，已完成近 2,000 家联合体验终端的升级建设；2016 年对经销渠道进行精简，经销商数量从 470 个减少至 300 多个；2017 年起，稳步推进 Shopping Mall 等新兴业态商业综合体渠道的门店拓展，大力推进自有渠道门店建设。

表 5 线上高速增长，线下渠道精简升级

年份	线下	线上
2003	抓住 KA/3C 新兴渠道，九阳抓住从百货到商超的渠道变迁	
2008	450 个一级经销商，建立起 2 万个零售终端，豆浆生活馆 1000 多家	
2011		成立电子商务中心，专设市场部并专人对接各大电商平台
2012		电商收入同比增长六成
2014	在线下领域持续推动极致体验落地到终端，用“厨房体验吧台”取代“传统货架摆放售卖”，截至 2014 年末已完成 1,300 家联合体验终端的建设	电商收入同比增长 57%
2015	一级经销商 470 个，全国范围内建立 4 万余个销售终端；线下领域继续进行体验式终端建设，截至 2015 年末，已完成近 2,000 家联合体验终端的升级建设	收入增长 47%
2016	线下渠道调整，经销商数量从 400 多家调整至 300 多家，渠道效率提升	
2017	探索一、二线城市 Shopping Mall 渠道，在北京、深圳、沈阳、南阳等多地开立 Shopping Mall 门店	

2018

新开 Shopping Mall“九阳之家”门店数十家，品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等门店数百家

线上收入占比约 50%

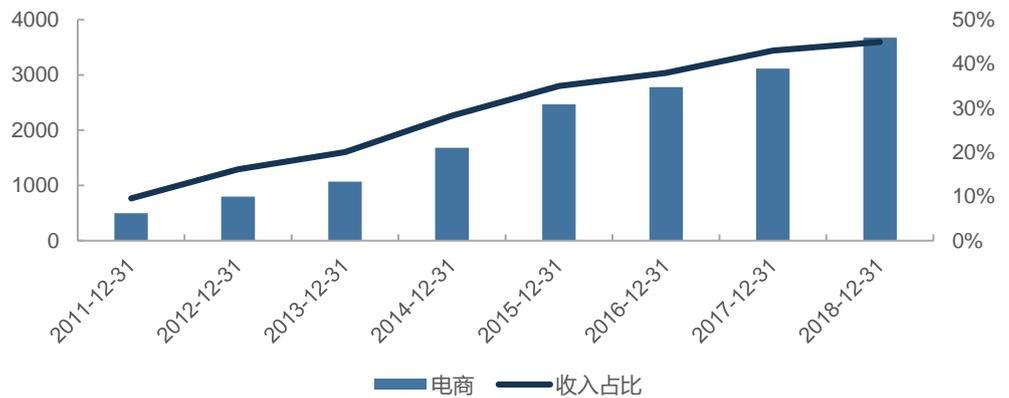
资料来源：公司公告，德邦研究

3.2.2 线上高速增长，线下渠道完善升级

家电市场网购渗透率不断提升，从 2013 年的 8% 提升至 2018 年的 35%。小家电有体积小、单价低、无需安装的特性，相对大家电更加适合线上销售，小家电的线上零售占比达到约 60%，远高于白电与厨电的 30%-40%。公司抓住电商发展先机，在 2007 年就进军淘宝，2011 年成立电子商务中心，专设市场部并专人对接各大电商平台，收入获得大幅增长。

2018 年，公司约有 50% 的收入来自于线上。公司拥有自营的九阳品牌天猫旗舰店，也通过天猫、京东及苏宁易购等电商平台进行分销。公司也不断探索新的电商模式，例如通过社交电商渠道发展的“小微合伙人”计划等，推广产品的终端销售。为了更好地推进新零售业务，公司在今年正式开始直营天猫平台的“joyoung 九阳官方旗舰店”业务，实现线下体验、线上下单、就近配送、上门服务等全新的 O2O 购物体验。

图 24 电商收入（百万）及增速



资料来源：公司公告，德邦研究测算

2016 年二季度起，公司对线下渠道进行调整，经销商数量从 400 多家调整至 300 多家，渠道效率提升。目前公司拥有一级经销商 300 多个，零售终端 4 万个，2014 年起对终端门店改造升级。2018 年，公司坚持执行“渠道围绕客流”的经营理念，继续优化提升传统渠道终端门店，同时大力推进自有渠道门店建设，包括 2018 年新开 Shopping Mall“九阳之家”店 10 家、新开品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等，全年完成新开品牌店数百家，逐渐形成了覆盖不同层级市场的立体化渠道销售网络。

图 25 中国家电市场网购渗透率

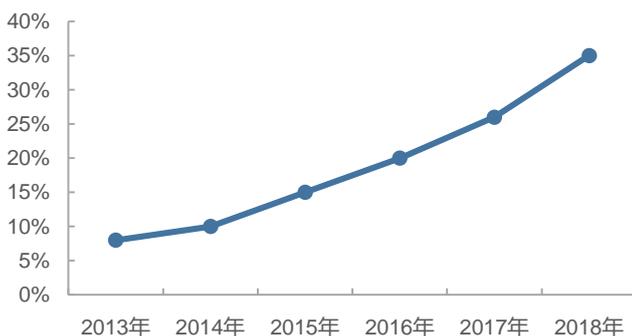
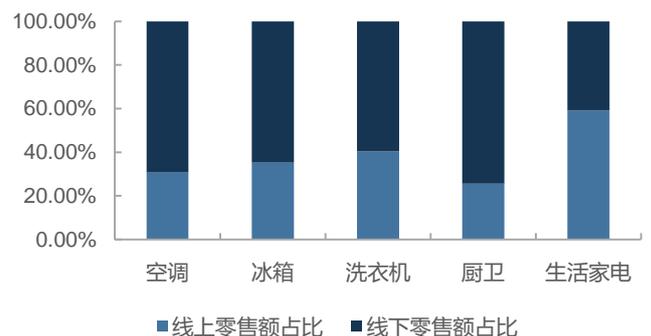


图 26 2018 年各品类线上线下零售额占比



资料来源：中国家电网购报告，德邦研究

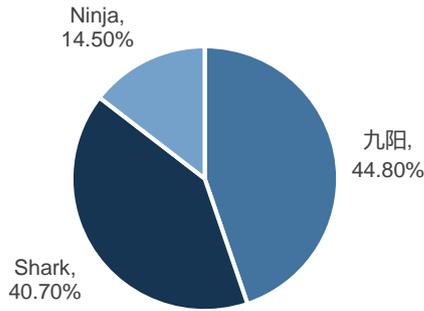
资料来源：中国家电网购报告，德邦研究

3.3 全球化战略：海内外协同加强，

3.3.1 股东收购 SharkNinja，海内外协同效应提升公司竞争力

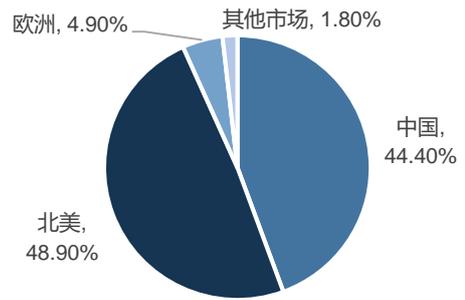
控股股东 JS 环球在 17 年 9 月收购 Sharkninja 后，新增北美及欧洲区域收入，形成九阳股份与 Sharkninja 两大主体，“九阳”、“Shark”和“Ninja”三大品牌。

图 27 JS 环球收入构成（按品牌）



资料来源：JS 环球招股书，德邦研究

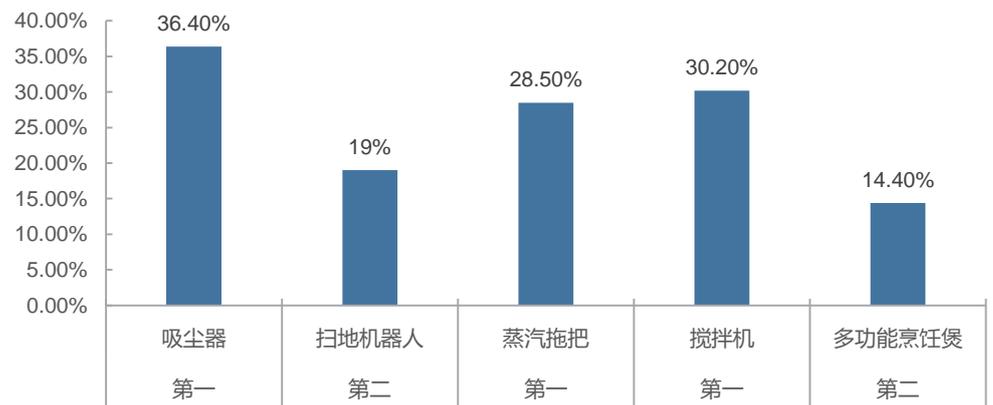
图 28 JS 环球收入构成（按地区）



资料来源：JS 环球招股书，德邦研究

根据 Frost & Sullivan，Sharkninja 在美国小家电市场排名第二，多个品类在占据龙头位置。2018 年，按零售额口径，shark 品牌在美国吸尘器市场排名第一，市场份额 36.4%；扫地机器人在美国第二，市场份额 19%；蒸汽拖把销售额第一，份额达到 28.5%。Ninja 品牌在美国的搅拌机市场份额第一，达 30.2%，多功能烹饪煲排名第二，零售额份额 14.4%，于 2018 年推出 Foodi 品牌，一款结合空气油炸和高压锅技术的产品。

图 29 SharkNinja 主要品类的市场份额（2018 年，零售额口径，美国市场）:



资料来源：JS 环球招股书，德邦研究

JS 环球致力于持续提升作为全球领先小家电企业的市场地位，九阳与 Sharkninja 有望在包括研发、供应链、产品及销售网络整个价值链产生协同效应。研发方面，建立了位于中国、美国及英国的全天候运转的全球创新中心，显著提升了新品研发的效率并缩短产品上市时间。生产方面，与 SharkNinja 整合后的大规模采购及供应链管理经验的互通产能规模效应，使得公司更具备成本优势。产品技术与销售网络方面，通过九阳在中国的销售网络加速 Shark 和 Ninja 在中国的渗透，同时通过九阳在厨房小家电方面的技术优势，加速 Ninja 在美国推出更多新品。

图 30 九阳与 Sharkninja 的协同模式

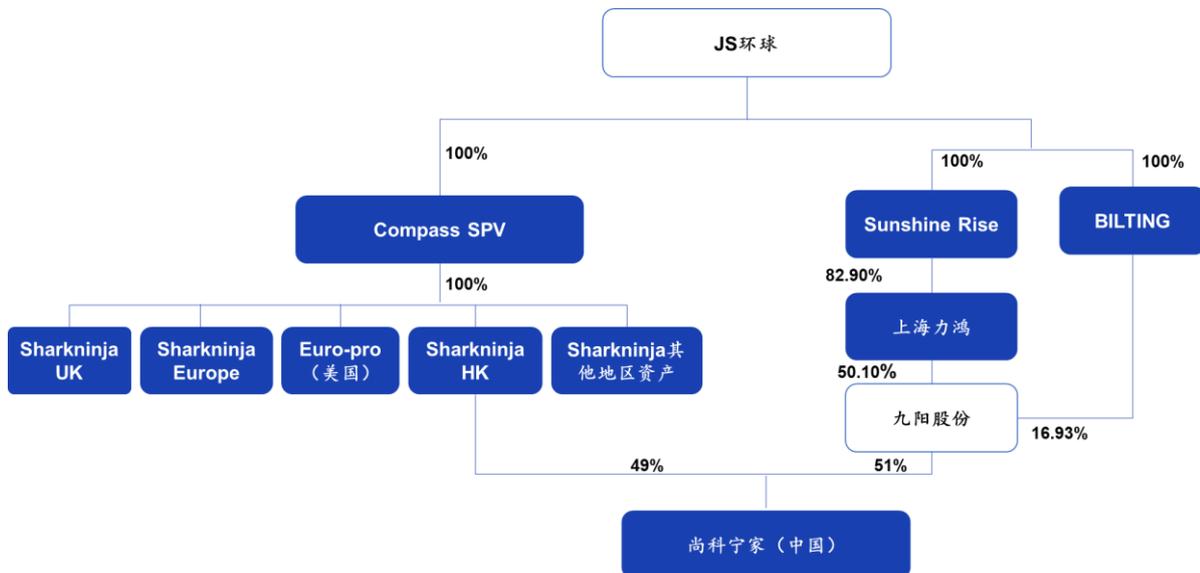


资料来源: JS 环球, 德邦研究

3.3.2 从厨房小家电拓展至家居环境小家电市场, 海外收入翻倍增长

2018年4月,董事会同意公司以自有资金 1,249.50 万元从 SharkNinja (Hong Kong) Company Limited 收购尚科宁家(中国)科技有限公司 51% 股权。当年,海外收入大幅增长 102.2% 至 2.86 亿元,主要是 SharkNinja 订单转移,关联销售金额约 1.9 亿元,预计 2019 年外销订单继续大幅增长,同时,受益于 shark 在清洁小家电的优势,通过推出吸尘器、蒸汽拖把、扫地机器人等产品,有望推动内销持续扩张。

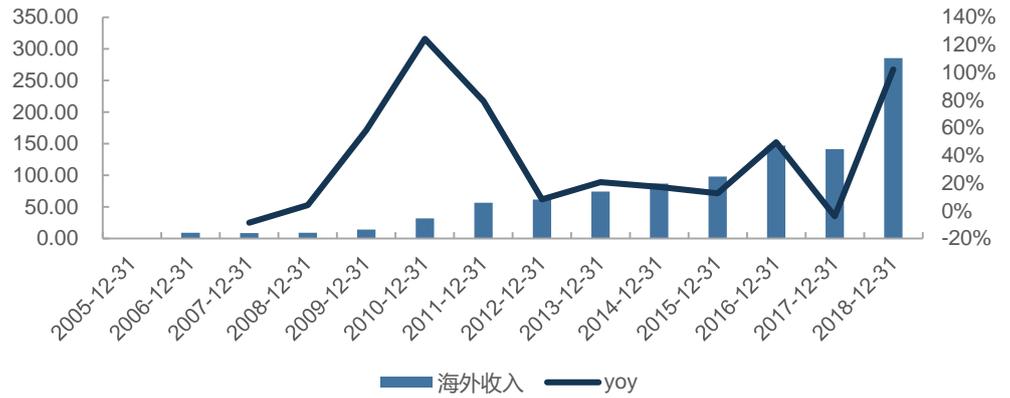
图 31 尚科宁家(中国)股权结构



资料来源: JS 环球招股书, 德邦研究

注: Compass 为 sharkninja 集团公司的控股公司

图 32 海外收入爆发式增长 (百万, %)



资料来源: wind, 德邦研究

4. 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

19-21E 分别实现总收入 92.73/103.96/115.18 亿元, 分别增长 13.5%/12.1%/10.8%, 其中, 食品加工机实现收入 38.45/43.13/48.09 亿元, 增速为 12.8%/12.2%/11.5%, 营养煲系列实现收入 31.64/35.55/39.19 亿元, 增速为 15.5%/12.4%/10.3%, 西式小家电实现收入 12.90/15.22/17.51 亿元, 增速为 20%/18%、15%, 电磁炉实现收入 6.61/6.61/6.62。2018 年由于土地收储原因产生一次性的资产处置收益 1.08 亿元, 因此 2019 年归母净利润增速低于收入增速, 预计 19-21E 归母净利润分别为 7.66/8.61/9.46 亿元, 增速分别为 1.6%/12.4%/9.8%。

表 6 未来三年的收入与毛利率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总营业收入	7,314.80	7,247.52	8,168.71	9,272.93	10,395.68	11,518.07
YOY	3.61%	-0.92%	12.71%	13.52%	12.11%	10.80%
总毛利率	32.70%	33.01%	32.13%	32.60%	33.02%	33.08%
食品加工机系列						
销售收入	3063.18	3149.79	3408.35	3844.98	4313.43	4808.66
YOY	-12.8%	2.8%	8.2%	12.81%	12.18%	11.48%
毛利率	39.33%	40.57%	39.01%	39.50%	40.00%	40.00%
营养煲系列						
销售收入	2415.47	2307.47	2739.94	3164.04	3554.80	3919.17
YOY	20.89%	-4.47%	18.74%	15.48%	12.35%	10.25%
毛利率	27.68%	26.49%	26.05%	26.50%	27.00%	27.50%
西式小家电系列						
销售收入	835.29	888.72	1075.26	1290.31	1522.57	1750.95
YOY	48.24%	6.40%	20.99%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	30%	30%	32%	32.00%	32.00%	32.00%
电磁炉系列						
销售收入	760.04	660.26	660.78	660.78	660.78	660.78
YOY	1.20%	-13.13%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	26.28%	25.24%	26.44%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: 德邦研究预测

4.2 估值及投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。基于公司新品推动销售高速增长，同时与 sharkninja 在产品与渠道的协同助力品类扩张与海外销售的增长，我们预计公司 2019-21 年收入分别为 92.73/103.96/115.18 亿元，归母净利润 7.66/8.61/9.46 亿元，对应 EPS 为 1.00/1.12/1.23 元，当前股价对应 19-21 年市盈率为 20/18/16 倍。

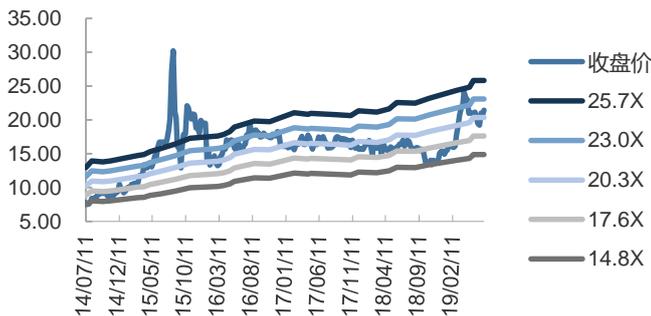
公司历史估值在 20-23 倍 PE，考虑到公司渠道调整完毕，18 年起加大新品推出、价值登高，叠加股东收购 sharkninja 后海外订单增加、内销品类扩张动力增强，我们认为公司合理估值水平为对应 2019 年 23-25 倍估值，对应目标价 23.00-25.00。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7 可比公司估值

代码	公司名称	现价	EPS				PE			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002032.SZ	苏泊尔	74.70	2.04	2.43	2.87	3.38	36.56	30.76	26.05	22.11
603868.SH	飞科电器	38.32	1.94	2.18	2.40	2.65	19.75	17.60	15.94	14.45
603355.SH	莱克电气	21.37	1.05	1.30	1.48	1.59	20.35	16.39	14.44	13.43
002705.SZ	新宝股份	11.53	0.62	0.75	0.88	1.00	18.63	15.36	13.18	11.51
	行业平均					-	23.83	20.03	17.40	15.37
002242.SZ	九阳股份	21.62	0.99	1.07	1.20	1.32	21.84	20.30	18.00	16.32

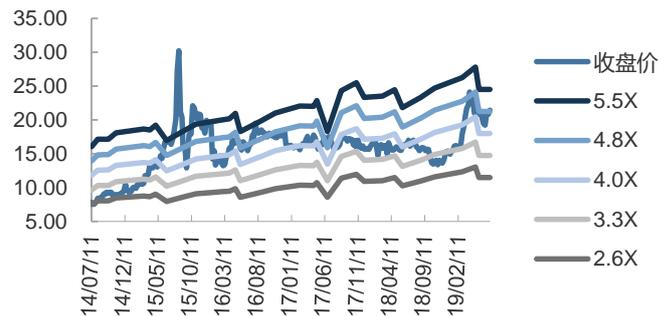
资料来源: wind, 德邦研究

图 33 PE Band



资料来源: wind, 德邦研究

图 34 PB Band



资料来源: wind, 德邦研究

5. 风险提示

- 股权质押比例大: 大股东上海力鸿未解押股权 3.39 亿股, 占其持有股份数的 88.23%, 占总股本 44.21%
- 新品销售不及预期: 公司推出新品, 若新品推广与销售不及预期, 将影响公司业绩
- 原材料价格波动: 原材料价格上涨导致毛利率下降
- 小家电市场竞争加剧: 小米、小熊等企业进入小家电领域, 对原有的九阳、美的和苏泊尔三巨头格局进行冲击, 价格竞争激烈, 影响公司业绩

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	8169	9273	10396	11518
每股收益	0.98	1.00	1.12	1.23	营业成本	5544	6250	6961	7704
每股净资产	4.97	5.12	5.33	5.58	毛利率%	32.1	32.6	33.0	33.1
每股经营现金流	0.53	0.76	1.02	1.15	营业税金及附加	49	55	62	69
每股股利	0.00	0.85	0.91	0.98	营业税金率%	0.6	0.6	0.6	0.6
价值评估 (倍)					营业费用	1377	1563	1752	1941
P/E	16.29	20.65	18.37	16.72	营业费用率%	16.9	16.9	16.9	16.9
P/B	3.22	4.03	3.87	3.69	管理费用	310	325	364	403
P/S	1.94	1.71	1.52	1.37	管理费用率%	3.8	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA	16.76	17.80	15.13	13.46	研发费用	298	325	364	403
股息率%	0.0	4.1	4.4	4.7	研发费用率%	3.6	3.5	3.5	3.5
盈利能力指标 (%)					EBIT	591	756	893	998
毛利率	32.1	32.6	33.0	33.1	财务费用	-11	-11	-12	-14
净利率	9.2	8.3	8.3	8.2	财务费用率%	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
净资产收益率	19.8	19.5	21.1	22.1	资产减值损失	10	3	4	4
资产回报率	11.3	11.4	11.9	12.2	投资收益	135	80	80	85
投资回报率	22.0	27.4	32.8	37.2	营业利润	878	890	1022	1134
盈利增长 (%)					营业外收支	-7	10	0	0
营业收入增长率	12.7	13.5	12.1	10.8	利润总额	871	900	1022	1134
EBIT 增长率	-13.7	27.9	18.1	11.7	EBITDA	668	827	963	1066
净利润增长率	9.5	1.6	12.4	9.8	所得税	129	134	152	168
偿债能力指标					有效所得税率%	14.9	14.9	14.9	14.9
资产负债率%	42.5	41.3	43.0	44.2	少数股东损益	-13	0	9	19
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.8	归属母公司所有者净利润	754	766	861	946
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.5					
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.4	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	1091	1107	1265	1473
应收帐款周转天数	98.7	98.7	98.7	98.7	应收款项	2572	2508	2812	3116
存货周转天数	41.6	41.6	41.6	41.6	存货	747	712	793	878
总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5	其它流动资产	409	620	631	641
固定资产周转率	12.3	13.8	16.9	20.9	流动资产合计	4819	4948	5501	6107
					长期股权投资	257	257	257	257
					固定资产	702	643	584	520
					在建工程	10	5	0	0
					无形资产	126	88	51	15
					非流动资产合计	1841	1780	1719	1660
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	6660	6728	7220	7767
净利润	754	766	861	946	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-13	0	9	19	应付账款	1764	1573	1753	1940
非现金支出	87	74	74	73	预收账款	539	612	686	760
非经营收益	-263	-91	-81	-86	其它流动负债	525	592	661	732
营运资金变动	-157	-166	-78	-71	流动负债合计	2828	2778	3100	3432
经营活动现金流	409	583	786	881	长期借款	0	0	0	0
资产	72	42	32	32	其它长期负债	3	3	3	3
投资	51	-40	-40	-40	非流动负债合计	3	3	3	3
其他	219	80	80	85	负债总计	2830	2781	3102	3434
投资活动现金流	342	82	72	77	实收资本	768	768	768	768
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	3810	3928	4089	4285
股权募资	37	0	0	0	少数股东权益	20	20	28	48
其他	-553	-649	-700	-750	负债和所有者权益合计	6660	6728	7220	7767
融资活动现金流	-516	-649	-700	-750					
现金净流量	234	16	157	208					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 11 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。