

## 核心业务稳健成长 协同拓展初显增量

——九阳股份（002242.SZ）2019 年报点评 家用电器/白色家电

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

3月31日公司发布2019年报，报告期内实现营业总收入93.5亿元，同比增长14.5%；实现归母净利润8.2亿元，同比增长9.3%，其中扣非归母净利润7.5亿元，同比增速32.5%。公司拟每10股派利5.8元，共计4.45亿元。

## 投资摘要：

**营收盈利双高增，现金流大幅优化。**2019年公司营收93.5亿元，同比高增14.5%，其中Q4营收实现31亿元，同比增速13.4%。2019年归母净利润8.2亿元，增速9.3%，其中Q4为2.1亿元，增速11.5%。全年经营性现金流12.5亿元，增速高达206.6%，营收增长及回款改善带来现金流优化。

**核心食品加工机、营养煲业务保持高成长性。**食品加工机与营养煲系列分占营收的43.8%和33.2%，同比分别有20.2%和13.3%的较高成长，相较19年整体料理机、豆浆机、榨汁机、电饭煲零售额增速分别仅7.6%、-15.7%、-8.2%、6.6%，公司两大核心业务增速远高于市场平均，竞争格局持续改善。这一方面因公司19年产品创新重心的K系免手洗豆浆机、Y系免手洗破壁机、S系蒸汽电饭煲所构成的SKY系列创新推动下，产品技术刺激需求释放，另一方面外销规模扩张下营养煲等业务增厚，从而推动核心产品格局改善。

**协同作用下吸尘器、外销业务开启高速发展。**在母公司JS环球收购Shark、Ninja两大优势海外品牌下，九阳+SharkNinja协同国内外业务初现高增长。其中外品内销的尚科宁家（中国）19年营收1.07亿元，初步覆盖期实现增速430%；而内品外销下境外销售实现5.2亿元，增速达81.7%，其中协同销售的SharkNinja(HK)关联交易3.9亿元，占总销售额的4.2%，强力推进海外市场拓展。伴随九阳与SharkNinja逐步协同加深、市场推广、渠道成熟，新产品、新区域业务拉动的新增量空间值得期待。

**传播升级，渠道融合，多维宣传提升影响力。**19年公司全新品牌主张“悦享健康”发布，品牌定位趋向年轻化，同期签约一线流量明星邓伦为品牌代言人进一步明晰目标群体。在传统媒介传播基础上，推进户外新媒体、社交媒体、垂直媒体等渠道推广，多种新兴模式提升对年轻主力群体的影响力，本次疫情期间组织的“宅居免疫大挑战”活动更是创造亿级自媒体传播影响力。品牌渠道力持续增强，使公司在已具产品技术优势的背景下获得更大边际增长空间。

**投资策略：**公司核心产品具稳健高成长性，同时海外协同初步兑现增量空间可观，伴随公司对品牌渠道优化，业绩边际进一步提升值得期待。我们给予公司20-22年EPS预测为1.28/1.49/1.69元，对应PE为22/19/17倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；海外协同业务拓展不及预期；原材料价格大幅上涨。

评级

买入（维持）

2020年04月01日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

秦一超

研究助理

qinyichao@shgsec.com

021-20639326

## 交易数据

时间 2020.03.31

总市值/流通市值（亿元）	216.0/214.82
总股本（万股）	76,731.2
资产负债率（%）	49.77
每股净资产（元）	4.89
收盘价（元）	28.15
一年内最低价/最高价（元）	19.0/31.5

## 公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《九阳股份半年报点评：核心品类助增长 渠道技术潜力可期》2019-08-16
- 2、《九阳股份半年报点评：核心品类助增长 渠道技术潜力可期》2019-08-15
- 3、《破壁而后立：九阳股份（002242）深度报告》2019-05-15

**财务指标预测**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,168.71	9,351.44	10,749.28	12,337.72	13,991.60
增长率 (%)	12.71%	14.48%	14.95%	14.78%	13.41%
归母净利润(百万)	754.26	824.11	983.88	1,141.88	1,298.92
增长率 (%)	9.48%	9.26%	19.39%	16.06%	13.75%
净资产收益率 (%)	19.80%	21.96%	26.18%	31.19%	35.79%
每股收益(元)	0.99	1.07	1.28	1.49	1.69
PE	28.43	26.31	21.95	18.92	16.63
PB	5.67	5.76	5.75	5.90	5.95

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

**公司单季度财务指标**

指标	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
主营收入(百万元)	2071.47	1798.54	2730.58	1798.6	2388.37	2068.02	3096.45
增长率 (%)	16.16%	0.08%	25.16%	14.70%	15.30%	14.98%	13.40%
毛利率 (%)	34.15%	31.12%	31.60%	32.73%	32.04%	32.35%	32.89%
期间费用率 (%)	27.12%	20.95%	26.68%	21.20%	22.49%	21.07%	26.39%
净利润(百万元)	224.20	193.43	176.31	159.58	240.30	207.71	198.18
增长率 (%)	-1.54%	4.28%	12.96%	8.02%	7.18%	7.38%	12.41%
每股盈利(季度, 元)	0.29	0.26	0.24	0.21	0.32	0.28	0.27
资产负债率 (%)	31.84%	30.37%	42.50%	33.38%	38.37%	43.17%	49.77%
净资产收益率 (%)	6.60%	5.35%	4.60%	3.94%	6.50%	5.87%	5.28%

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8168.71	9351.44	10749.28	12337.72	13991.60	流动资产合计	4818.90	5522.09	5952.04	6527.25	7164.47				
营业成本	5544.22	6310.18	7200.04	8216.96	9263.25	货币资金	1090.75	1603.26	1830.48	1998.29	2199.85				
营业税金及附加	48.76	47.04	54.07	62.06	70.38	应收账款	170.33	205.67	236.41	271.34	307.72				
营业费用	1376.71	1476.53	1664.99	1911.03	2167.20	其他应收款	25.22	23.97	27.56	31.63	35.87				
管理费用	310.30	388.89	436.27	500.73	567.86	预付款项	50.14	16.76	25.52	8.78	4.98				
研发费用	297.67	330.38	379.76	435.88	494.31	存货	747.35	1086.32	1239.52	1414.58	1594.71				
财务费用	(10.79)	(24.51)	(17.17)	(12.97)	(2.78)	其他流动资产	212.10	96.30	96.30	96.30	96.30				
资产减值损失	9.89	(0.35)	(0.35)	(0.35)	(0.35)	非流动资产合计	1841.19	1945.71	1829.36	1714.43	1600.79				
公允价值变动收益	0.00	12.89	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	257.14	255.07	255.07	255.07	255.07				
投资净收益	135.43	60.42	94.52	96.79	83.91	固定资产	701.56	680.65	578.55	476.45	374.35				
营业利润	878.34	942.79	1169.30	1364.27	1558.75	无形资产	125.80	122.85	110.57	99.51	89.56				
营业外收入	3.75	6.14	0.00	0.00	0.00	商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
营业外支出	11.05	9.01	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	32.02	32.02	32.02	32.02				
利润总额	871.04	939.92	1169.30	1364.27	1558.75	资产总计	6660.09	7467.80	7781.40	8241.68	8765.25				
所得税	129.37	134.16	164.88	192.38	219.80	流动负债合计	2827.60	3700.08	3960.28	4492.25	5010.69				
净利润	741.66	805.76	1004.42	1171.89	1338.95	短期借款	0.00	0.00	0.00	205.82	401.08				
少数股东损益	(12.59)	(18.35)	20.53	30.02	40.02	应付账款	1365.21	1873.05	2107.91	2405.62	2711.94				
归属母公司净利润	754.26	824.11	983.88	1141.88	1298.92	预收款项	539.25	449.86	347.11	229.18	95.43				
EBITDA	939.19	993.91	1266.51	1464.46	1668.01	一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
EPS (元)	0.99	1.07	1.28	1.49	1.69	非流动负债合计	2.63	16.74	13.12	9.53	5.52				
主要财务比率						长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
						应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
成长能力						负债合计	2830.23	3716.82	3973.39	4501.79	5016.21				
营业收入增长	12.71%	14.48%	14.95%	14.78%	13.41%	少数股东权益	19.57	(2.08)	18.46	48.47	88.50				
营业利润增长	8.74%	7.34%	24.02%	16.67%	14.26%	实收资本(或股本)	767.51	767.31	767.31	767.31	767.31				
归属于母公司净利润增长	9.48%	9.26%	19.39%	16.06%	13.75%	资本公积	843.20	887.50	887.50	887.50	887.50				
获利能力						未分配利润	1807.94	1668.24	1209.06	546.96	(132.72)				
毛利率(%)	32.13%	32.52%	33.02%	33.40%	33.79%	归属母公司股东权益合计	3810.29	3753.07	3758.63	3660.51	3629.63				
净利率(%)	9.08%	8.62%	9.34%	9.50%	9.57%	负债和所有者权益	6660.09	7467.80	7781.40	8241.68	8765.25				
总资产净利润(%)	11.33%	11.04%	12.64%	13.85%	14.82%	现金流量表					单位:百万元				
ROE(%)	19.80%	21.96%	26.18%	31.19%	35.79%	经营活动现金流					408.70	1253.02	887.79	1095.46	1253.06
偿债能力						净利润					741.66	805.76	1004.42	1171.89	1338.95
资产负债率(%)	42.50%	49.77%	51.06%	54.62%	57.23%	折旧摊销					71.64	75.63	102.10	102.10	102.10
流动比率	1.70	1.49	1.50	1.45	1.43	财务费用					(10.79)	(24.51)	(17.17)	(12.97)	(2.78)
速动比率	1.44	1.20	1.19	1.14	1.11	应付帐款减少					(41.80)	(35.33)	(30.74)	(34.93)	(36.37)
营运能力						预收帐款增加					357.28	(89.39)	(102.75)	(117.93)	(133.74)
总资产周转率	1.36	1.32	1.41	1.54	1.65	投资活动现金流					341.61	(364.75)	273.29	97.14	84.27
应收账款周转率	54.66	49.74	48.63	48.60	48.33	公允价值变动收益					0.00	12.89	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	6.85	5.78	5.40	5.47	5.47	长期股权投资减少					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						投资收益					135.43	60.42	94.52	96.79	83.91
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.07	1.28	1.49	1.69	筹资活动现金流					(516.14)	(637.47)	(933.85)	(1024.80)	(1135.77)
每股净现金流(最新摊薄)	0.31	0.33	0.30	0.22	0.26	应付债券增加					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.96	4.89	4.90	4.77	4.73	长期借款增加					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率						普通股增加					0.00	(0.20)	0.00	0.00	0.00
P/E	28.43	26.31	21.95	18.92	16.63	资本公积增加					(53.19)	44.29	0.00	0.00	0.00
P/B	5.67	5.76	5.75	5.90	5.95	现金净增加额					234.17	250.80	227.23	167.81	201.56
EV/EBITDA	21.84	20.12	15.61	13.53	11.87										

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 研究助理简介

**秦一超**，家电及轻工首席研究员，2018年wind平台影响力家电行业第三名。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018年初于东兴证券负责家电行业研究。2019年3月加入申港证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上