

九阳股份(002242)/家电

多引擎驱动增长延续，空间可期

——2019 年报点评

评级：买入(维持)

分析师：邓欣

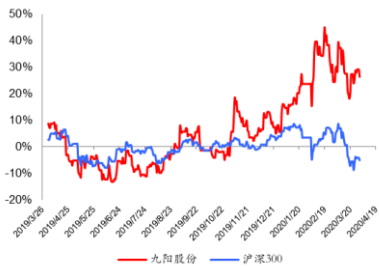
执业证书编号：S0740518070004

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	767
流通股本(百万股)	763
市价(元)	28.15
市值(百万元)	217
流通市值(百万元)	215

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《协同效应释放，收入业绩高增》

2020.03.01

《增势延续，未来空间可期》

2019.10.31

《从研发整合到供应链协同、空间可期》2019.8.15

《增速环比提升，改革渐出成效》

2019.4.1

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,169	9,351	10,548	11,972	13,409
营业收入增速	12.71%	14.48%	12.80%	13.50%	12.00%
归属于母公司的净利润	754	824	933	1,065	1,206
净利润增长率	9.48%	9.26%	13.27%	14.04%	13.29%
摊薄每股收益(元)	0.98	1.07	1.19	1.36	1.54
每股净资产(元)	4.96	4.89	6.41	7.77	9.31
P/E	28.64	26.21	23.65	20.74	18.31

投资要点

公司披露 2019 年报：收入、归母、扣非 93.5 亿、8.2 亿、7.5 亿，同比+14.5%、+9.3%、+32.5%；
对应 2019Q4：收入、归母、扣非 31.0 亿、2.1 亿、1.7 亿，同比+13.4%、+11.5%、+65.1%。
公司拟每 10 股派发现金红利 5.8 元(含税)，合计派发现金红利 4.45 亿元(含税)，占 2019 年归母净利润的 54%。

一、经营分析：产品、渠道两开花，助力收入高增

①架构：BU 制改革改革，提升经营效率

2019 年初，公司组织架构从事业部制调整为 BU 制，将事业部拆分为产品 BU 和渠道 BU，考核更加细致，大幅提升经营效率。

②产品：价值登高战略，聚焦核心产品

SKY 系列表现突出。2019 年九阳推出豆浆机、破壁机、电饭煲在内的中高端 SKY 系列新品，2019 预计 K 系列、Y 系列、S 系列分别占到豆浆机、破壁机、电饭煲销售的 30%\20%\10%，带动量价齐升。为适应消费分级，2019 下半年起 SKY 系列产品价格带向下拓宽，主销价位降至 1000 元左右。

合作知名 IP，推出潮流新品。2019 年公司与 LINE FRIENDS、宝可梦等在年轻人中广为流行的 IP 合作，推出联名款潮流新品，吸引新时代年轻用户群体关注与购买。

③渠道：拥抱新兴业态，探索新零售+直播带货

线上线下积极拓展：线上：公司 2019 年开始自营天猫旗舰店；线下：公司积极推进以 Shopping Mall 为代表的高端品牌店建设，2019 全年公司新开品牌店数十家，专卖店数百家。

探索新零售+直播带货：公司积极探索线上线下新零售融合，建立数字化信息系统，可以实现线下 100 余家 shopping mall 店、1000 多家品牌店与线上自营旗舰店相互导流。此外公司加大直播营销力度，与李湘、杨迪等

明星合作开设明星直播间，与头部主播李佳琦、薇娅合作，并开展线下门店导购全员直播，线上线下互联互通，融合发展。

④协同：联手 SharkNinja，协同效应有望进一步释放

外销：借关联出口打开外销市场。九阳为 SharkNinja 提供 ODM 服务，2019 年合作的 Foodi 系列空气炸锅在美国畅销。2019 年九阳与关联公司 SharkNinja (HongKong) Company Limited 销售额 3.86 亿元（同比 +104.83%），占年度销售总额比例 4.16%。

内销：引入 SharkNinja 品牌进入中国市场。公司积极推进 Shark 产品本土化、轻量化、系列化，重点发展蒸汽拖把品类。2019 年子公司尚科宁家（中国）贡献收入 1.07 亿元，成为新增长点，未来协同效应有望进一步释放。

■ 二、盈利分析：费用端控制良好，真实盈利能力提升

从利润率看，2019 年毛利率 32.52%，同比+0.39pct，净利率 8.62%，同比-0.46pct。

全年毛利率同比+0.39pct，主因①中高端 SKY 系列占比增加，改善收入结构，②原材料价格下降；③BU 制改革后，供应链优化实现降本增效。

全年净利率同比-0.46pct，主因本期投资收益减少（2018 年出售子公司苏州九阳获得投资收益 7700 万）。公司费用端控制良好，销售费用率同比-1.06pct，管理费用率+0.36pct，财务费用率-0.13pct，研发费用率-0.11pct。2019 全年扣非后净利润增速 32.5%，明显高于收入增速，公司真实盈利能力应有提升。

■ 三、现金分析：在手现金充裕，现金流表现优秀

公司现金流表现优秀。公司 2019 年货币资金 16.03 亿，在手现金充裕。2019 年公司经营现金流 12.53 亿元，较去年大幅提升（2018 年 4.09 亿元）。经营现金流与归母净利润比值为 1.53，盈利质量高。

■ 四、股权激励调整

疫情影响下，公司对股权激励目标进行调整，降低了第三期解除限售条件。

调整前：以 2019 年度为基准年，2020 年销售额增长率不低于 17%，2020 年净利润增长率不低于 15%。**调整后：**以 2019 年度为基准年，按如下标准解除限售：① 2020 年销售额增长率低于 11%，或 2020 年净利润增长率不低于 9%，当期限售股份不予解除；② 2020 年销售额增长率不低于 11%，且 2020 年净利润增长率不低于 9%，解除当期 60%限售股份；③ 2020 年销售额增长率不低于 13%，且 2020 年净利润增长率不低于 11%，解除当期 80%限售股份；④ 2020 年销售额增长率不低于 15%，且 2020 年净利润增长率不低于 13%，解除当期 100%限售股份。

我们认为，公司对股权激励目标的调整是基于突发疫情下的应对措施，有利于更好地激发核心团队工作活力。

■ 五、投资建议：维持买入评级

2020年Q1在疫情影响下，虽然公司线上销售表现较好，且居民宅家时长增加拉动小家电需求，但公司线下销售及出口表现难免承压。不过长期来看，疫情不影响公司长期的经营能力改善，且公司现金流优秀，高分红高股息（2019全年累计分红8.28亿，分红率100.52%），加之股权激励保障业绩，我们认为公司安全边际较高，长期配置价值仍然突出。

2020年公司核心看点在于：①SKY系列产品价格带拓宽，②Shark系列产品放量，③与SharkNinja协同进一步发酵释放。基于本年疫情影响，我们调整盈利预测，预计2020-2022年归母净利润分别为9.33、10.65、12.06亿，同比+13%、14%、13%，EPS1.19、1.36、1.54元，对应PE24、21、18X。维持买入。

■ 风险提示

新品拓展不及预期风险、Shark产品销售不及预期、行业竞争恶化、原料成本上升、出口订单不及预期。

盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,169	9,351	10,548	11,972	13,409
增长率	12.7%	14.5%	12.8%	13.5%	12.0%
营业成本	-5,544	-6,310	-7,136	-8,105	-9,065
% 销售收入	67.9%	67.5%	67.7%	67.7%	67.6%
毛利	2,624	3,041	3,412	3,867	4,345
% 销售收入	32.1%	32.5%	32.3%	32.3%	32.4%
营业税金及附加	-49	-47	-53	-60	-67
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,377	-1,477	-1,624	-1,832	-2,052
% 销售收入	16.9%	15.8%	15.4%	15.3%	15.3%
管理费用	-310	-389	-738	-838	-912
% 销售收入	3.8%	4.2%	7.0%	7.0%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	889	1,129	996	1,137	1,314
% 销售收入	10.9%	12.1%	9.4%	9.5%	9.8%
财务费用	11	25	11	12	15
% 销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	10	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	0	0	0
投资收益	135	60	88	98	85
% 税前利润	13.1%	4.9%	8.1%	7.9%	6.0%
营业利润	1,045	1,226	1,095	1,247	1,413
营业利润率	12.8%	13.1%	10.4%	10.4%	10.5%
营业外收支	-7	-3	-3	-3	-3
税前利润	1,038	1,223	1,093	1,244	1,410
利润率	12.7%	13.1%	10.4%	10.4%	10.5%
所得税	-129	-134	-159	-179	-204
所得税率	12.5%	11.0%	14.6%	14.4%	14.5%
净利润	742	806	933	1,065	1,206
少数股东损益	-13	-18	0	0	0
归属于母公司的净利润	754	824	933	1,065	1,206
净利率	9.2%	8.8%	8.8%	8.9%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	742	806	933	1,065	1,206
加: 折旧和摊销	77	90	146	149	151
资产减值准备	10	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	-13	0	0	0
财务费用	0	-13	-11	-12	-15
投资收益	-135	-79	-88	-98	-85
少数股东损益	-13	-18	0	0	0
营运资金的变动	-8	-1,594	-1,196	210	179
经营活动现金净流	409	1,253	-216	1,314	1,437
固定资本投资	-79	711	-60	-60	-50
投资活动现金净流	342	-365	61	71	62
股利分配	-614	-614	0	0	0
其他	98	-24	360	8	15
筹资活动现金净流	-516	-637	360	8	15
现金净流量	234	251	205	1,393	1,514

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,091	1,603	1,808	3,201	4,715
应收款项	2,597	1,442	2,278	2,586	2,896
存货	747	1,086	987	1,368	1,266
其他流动资产	383	1,390	1,432	1,400	1,442
流动资产	4,819	5,522	6,507	8,556	10,320
% 总资产	72.4%	73.9%	78.2%	83.5%	86.9%
长期投资	886	418	387	357	333
固定资产	702	0	-109	-220	-334
% 总资产	10.5%	0.0%	-1.3%	-2.1%	-2.8%
无形资产	126	123	113	103	92
非流动资产	1,841	1,946	1,812	1,685	1,557
% 总资产	27.6%	26.1%	21.8%	16.5%	13.1%
资产总计	6,660	7,468	8,319	10,241	11,877
短期借款	0	0	4	0	0
应付款项	2,489	3,231	2,800	3,661	4,091
其他流动负债	338	469	469	469	469
流动负债	2,828	3,700	3,273	4,130	4,560
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	17	17	17	17
负债	2,830	3,717	3,290	4,147	4,577
普通股股东权益	3,810	3,753	5,031	6,096	7,302
少数股东权益	20	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	6,660	7,468	8,319	10,241	11,877

比率分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.98	1.07	1.19	1.36	1.54
每股净资产 (元)	4.96	4.89	6.41	7.77	9.31
每股经营现金净流 (元)	0.53	1.63	-0.28	1.68	1.83
每股股利 (元)	0.80	0.80	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	19.80%	21.96%	18.55%	17.46%	16.52%
总资产收益率	11.14%	10.79%	11.22%	10.40%	10.15%
投入资本收益率	33.61%	39.52%	230.72%	69.39%	97.51%
增长率					
营业总收入增长率	12.71%	14.48%	12.80%	13.50%	12.00%
EBIT增长率	33.43%	18.56%	-9.83%	13.90%	13.25%
净利润增长率	9.48%	9.26%	13.27%	14.04%	13.29%
总资产增长率	24.47%	12.13%	11.39%	23.10%	15.97%
资产管理能力					
应收账款周转天数	7.7	7.7	7.4	7.3	7.3
存货周转天数	27.8	35.3	35.4	35.4	35.4
应付账款周转天数	77.4	92.4	93.4	92.4	92.4
固定资产周转天数	29.4	13.5	-1.9	-4.9	-7.4
偿债能力					
净负债/股东权益	-41.86%	-48.21%	-63.57%	-77.37%	-85.25%
EBIT利息保障倍数	-94.0	-49.1	-97.6	-105.3	-96.2
资产负债率	42.50%	49.77%	39.54%	40.49%	38.54%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。