

九阳股份 (002242)

证券研究报告

2021年03月02日

产品结构改善，线上份额有所提升

事件：根据公司2020年业绩快报，公司实现营业收入112.63亿元，同比+20.44%；公司综合毛利率31.86%，同比-0.66pct；归母净利润9.39亿元，同比+13.94%；其中，20Q4实现营业收入41.8亿元，同比+35%；归母净利润2.95亿元，同比+43.5%。

Q4核心品类收入大幅上涨，海外及线上贡献主要增量

Q4总营收42亿，同比+11亿。**出口业务方面**，12月24号公告上调关联交易总额，销售相关关联交易总额全年7.8亿，根据公告，截至10月26日公司与SharkNinja(Hong Kong)累计已发生的各类交易的总金额为4.29亿元，由此我们预计20年Q4约3.8亿，假设19年Q4约0.6个亿，则20Q4同比约+3.2亿，去除关联交易部分公司Q4营收约+7.8亿。

国内方面，随着SKY系列产品在主销价位段持续发力，公司核心刚需品类同比得到提升。根据天猫数据显示，20Q4九阳破壁机销额同比+25%。西式电器类产品保持着平稳发展，公司产品结构构成不断优化，对单一品类的依赖程度不断降低。根据天猫数据，20Q4九阳净水器同比增速达26%。Shark主打的蒸汽除菌拖把备受消费者喜爱，根据天猫数据，20年11-12月shark蒸汽拖把同比+33%。

从渠道的角度看，通过运用5G移动互联，努力实现全面数字化转型，在社交电商、在线直播、O2O新零售等不同领域实现跨界运营，让品牌、产品、用户无缝连接。假设20Q4线上占比为65%，以扣除关联交易后的营收来计算，则线上收入约24.2亿元，线下收入约13.02亿元。对比19Q4营收31亿元来看，线上收入增长成为公司收入增量的重要贡献因素。

20全年公司毛利率31.86%，同比-0.66pct，我们预计公司毛利率的下滑或与快速增长的关联交易有关。20Q4公司归母净利润2.95亿元，同比+43.5%。如果假设公司收储补偿款到账，那么扣除税后，预计公司归母净利润约1.81亿，同比约-12%。如果到账属实，我们预计公司利润端下降或是大规模投放费用所致。

公司对细分市场的挖掘下持续推出创新产品，有望实现高质量发展；伴随SKY系列产品在主销价位段持续发力，公司核心刚需品类在主销市场的份额有望持续提升；公司新媒体销售渠道的完善和Shark Ninja的协同效应逐步显现，公司业务有望进一步扩大。考虑到关联交易的增加对公司毛利率的影响，我们预计20-22年净利润分别为9.39/10.71/12.36亿元（前值：9.35/12.75/15.12亿元），对应动态估值分别为24.8/21.7/18.8x，维持“增持”评级。

风险提示：新品销售不及预期；Shark品牌销售不及预期；原材料价格波动风险；业绩快报是初步核算结果，以年报披露数据为准等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,168.71	9,351.44	11,262.98	12,633.98	14,436.38
增长率(%)	12.71	14.48	20.44	12.17	14.27
EBITDA(百万元)	1,085.90	1,278.10	1,034.06	1,205.34	1,398.72
净利润(百万元)	754.26	824.11	939.00	1,071.16	1,236.45
增长率(%)	9.48	9.26	13.94	14.07	15.43
EPS(元/股)	0.98	1.07	1.22	1.40	1.61
市盈率(P/E)	30.87	28.25	24.80	21.74	18.83
市净率(P/B)	6.11	6.20	6.45	6.41	6.46
市销率(P/S)	2.85	2.49	2.07	1.84	1.61
EV/EBITDA	9.64	13.04	20.09	17.37	14.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	30.35元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	767.17
流通A股股本(百万股)	764.50
A股总市值(百万元)	23,283.58
流通A股市值(百万元)	23,202.61
每股净资产(元)	5.19
资产负债率(%)	47.53
一年内最高/最低(元)	45.98/25.03

作者

蔡雯娟 分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《九阳股份-公司点评:增持个股新赛道，进一步实现外延式拓展》2021-02-06
- 《九阳股份-季报点评:核心品类表现稳定，Q3业绩符合预期》2020-10-27
- 《九阳股份-半年报点评:西式小家电推动营收增长，公司现金流整体向好》2020-08-26



事件

根据公司 2020 年业绩快报，公司实现营业收入 112.63 亿元，同比+20.44%；公司综合毛利率 31.86%，同比-0.66pct；归母净利润 9.39 亿元，同比+13.94%；其中，20Q4 实现营业收入 41.8 亿元，同比+35%；归母净利润 2.95 亿元，同比+43.5%。

Q4 核心品类收入大幅上涨，海外及线上贡献主要增量

Q4 总营收 42 亿，同比+11 亿。**出口业务方面**，12 月 24 号公告上调关联交易总额，销售相关关联交易总额全年 7.8 亿，根据公告，截至 10 月 26 日公司与 SharkNinja(Hong Kong) 累计已发生的各类交易的总金额为 4.29 亿元，由此我们预计 20 年 Q4 约 3.8 亿，假设 19 年 Q4 约 0.6 个亿，则 20Q4 同比约+3.2 亿，去除关联交易部分公司 Q4 营收约+7.8 亿。

国内方面，随着 SKY 系列产品在主销价位段持续发力，公司核心刚需品类同比得到提升。根据天猫数据显示，20Q4 九阳破壁机销额同比+25%。西式电器类产品保持着平稳发展，公司产品结构构成不断优化，对单一品类的依赖程度不断降低。根据天猫数据，20Q4 九阳净水器同比增速达 26%。Shark 主打的蒸汽除菌拖把备受消费者喜爱，根据天猫数据，20 年 11-12 月 shark 蒸汽拖把同比+33%。

从渠道的角度看，通过运用 5G 移动互联，努力实现全面数字化转型，在社交电商、在线直播、O2O 新零售等不同领域实现跨界运营，让品牌、产品、用户无缝连接。假设 20Q4 线上占比为 65%，以扣除关联交易后的营收来计算，则线上收入约 24.2 亿元，线下收入约 13.02 亿元。对比 19Q4 营收 31 亿元来看，线上收入增长成为公司收入增量的重要贡献因素。

20 年全年公司毛利率 31.86%，同比-0.66pct，我们预计公司毛利率的下滑或与快速增长的关联交易有关。20Q4 公司归母净利润 2.95 亿元，同比+43.5%。如果假设公司收储补偿款到账，那么扣税后，预计公司归母净利润约 1.81 亿，同比约-12%。如果到账属实，我们预计公司利润端下降或是大规模投放费用所致。

投资建议

公司对细分市场的挖掘下持续推出创新产品，有望实现高质量发展；伴随 SKY 系列产品在主销价位段持续发力，公司核心刚需品类在主销市场的份额有望持续提升；公司新媒体销售渠道的完善和 Shark Ninja 的协同效应逐步显现，公司业务有望进一步扩大。考虑到关联交易的增加对公司毛利率的影响，我们预计 20-22 年净利润分别为 9.39/10.70/12.36 亿元（前值：9.35/12.75/15.12 亿元），对应动态估值分别为 24.8/21.7/18.8x，维持“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,090.75	1,603.26	1,914.71	2,147.78	2,454.19
应收票据及应收账款	2,572.24	1,442.38	2,700.28	1,882.11	3,298.09
预付账款	50.14	16.76	44.79	38.66	52.94
存货	747.35	1,086.32	727.39	1,445.60	879.89
其他	358.41	1,373.37	936.56	993.04	1,178.60
流动资产合计	4,818.90	5,522.09	6,323.73	6,507.20	7,863.70
长期股权投资	257.14	255.07	255.07	255.07	255.07
固定资产	701.56	680.65	648.02	628.92	604.10
在建工程	9.53	25.68	51.41	78.85	77.31
无形资产	125.80	122.85	115.55	108.25	100.95
其他	747.16	861.46	452.84	516.91	602.07
非流动资产合计	1,841.19	1,945.71	1,522.89	1,587.99	1,639.49
资产总计	6,660.09	7,467.80	7,846.63	8,095.19	9,503.19
短期借款	0.00	0.00	79.32	576.63	910.32
应付票据及应付账款	1,763.79	2,781.33	2,874.10	2,770.30	3,578.83
其他	1,063.81	918.75	1,288.46	1,124.73	1,419.70
流动负债合计	2,827.60	3,700.08	4,241.88	4,471.66	5,908.85
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
其他	2.63	16.74	8.49	9.28	11.50
非流动负债合计	2.63	16.74	8.49	9.28	11.50
负债合计	2,830.23	3,716.82	4,250.37	4,480.94	5,920.35
少数股东权益	19.57	(2.08)	(12.27)	(17.52)	(23.38)
股本	767.51	767.31	767.17	767.17	767.17
资本公积	843.20	887.50	857.50	847.50	847.50
留存收益	3,048.96	2,953.56	2,841.36	2,864.60	2,839.05
其他	(849.38)	(855.30)	(857.50)	(847.50)	(847.50)
股东权益合计	3,829.86	3,750.99	3,596.26	3,614.25	3,582.84
负债和股东权益总计	6,660.09	7,467.80	7,846.63	8,095.19	9,503.19

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	741.66	805.76	939.00	1,071.16	1,236.45
折旧摊销	77.07	89.88	74.19	78.97	83.66
财务费用	0.25	(13.04)	(4.92)	12.63	14.44
投资损失	(135.43)	(79.22)	(20.62)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(9.58)	(961.02)	404.26	(251.21)	(9.53)
其它	(265.28)	1,410.67	(10.83)	(5.33)	(6.00)
经营活动现金流	408.70	1,253.02	1,381.08	826.23	1,239.01
资本支出	121.13	51.73	68.25	79.20	47.78
长期投资	(6.58)	(2.07)	0.00	0.00	0.00
其他	227.07	(414.41)	(139.11)	(109.20)	(37.78)
投资活动现金流	341.61	(364.75)	(70.86)	(30.00)	10.00
债权融资	0.00	0.00	79.32	576.63	910.32
股权融资	19.48	106.98	(57.42)	(22.63)	(14.44)
其他	(535.62)	(744.45)	(1,020.66)	(1,117.15)	(1,838.49)
筹资活动现金流	(516.14)	(637.47)	(998.76)	(563.16)	(942.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	234.17	250.80	311.45	233.07	306.41

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,168.71	9,351.44	11,262.98	12,633.98	14,436.38
营业成本	5,544.22	6,310.18	7,674.60	8,636.22	9,714.49
营业税金及附加	48.76	47.04	65.72	69.49	72.18
营业费用	1,376.71	1,476.53	1,784.85	2,002.49	2,309.82
管理费用	310.30	388.89	404.67	429.56	534.15
研发费用	297.67	330.38	386.14	442.19	563.02
财务费用	(10.79)	(24.51)	(4.92)	12.63	14.44
资产减值损失	9.89	(0.35)	7.67	7.67	7.67
公允价值变动收益	0.00	12.89	(0.10)	0.00	0.00
投资净收益	135.43	60.42	20.62	80.00	80.00
其他	(421.81)	(192.82)	(155.16)	(300.18)	(300.18)
营业利润	878.34	942.79	1,078.90	1,253.92	1,440.81
营业外收入	3.75	6.14	4.16	0.00	0.00
营业外支出	11.05	9.01	5.00	0.00	0.00
利润总额	871.04	939.92	1,076.84	1,253.92	1,440.81
所得税	129.37	134.16	149.00	188.09	210.36
净利润	741.66	805.76	927.84	1,065.83	1,230.45
少数股东损益	(12.59)	(18.35)	(10.73)	(5.33)	(6.00)
归属于母公司净利润	754.26	824.11	939.00	1,071.16	1,236.45
每股收益(元)	0.98	1.07	1.22	1.40	1.61

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.71%	14.48%	20.44%	12.17%	14.27%
营业利润	8.74%	7.34%	14.44%	16.22%	14.90%
归属于母公司净利润	9.48%	9.26%	13.94%	14.07%	15.43%
获利能力					
毛利率	32.13%	32.52%	31.86%	31.64%	32.71%
净利率	9.23%	8.81%	8.34%	8.48%	8.56%
ROE	19.80%	21.96%	26.02%	29.49%	34.29%
ROIC	33.61%	39.52%	83.47%	98.06%	96.62%
偿债能力					
资产负债率	42.50%	49.77%	54.17%	55.35%	62.30%
净负债率	-28.48%	-42.74%	-51.04%	-43.47%	-43.09%
流动比率	1.70	1.49	1.49	1.46	1.33
速动比率	1.44	1.20	1.32	1.13	1.18
营运能力					
应收账款周转率	3.70	4.66	5.44	5.51	5.57
存货周转率	12.93	10.20	12.42	11.63	12.42
总资产周转率	1.36	1.32	1.47	1.59	1.64
每股指标(元)					
每股收益	0.98	1.07	1.22	1.40	1.61
每股经营现金流	0.53	1.63	1.80	1.08	1.62
每股净资产	4.97	4.89	4.70	4.73	4.70
估值比率					
市盈率	30.87	28.25	24.80	21.74	18.83
市净率	6.11	6.20	6.45	6.41	6.46
EV/EBITDA	9.64	13.04	20.09	17.37	14.91
EV/EBIT	10.32	13.86	21.64	18.59	15.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com