

投资评级 优于大市 维持

外销及线上拉动整体 Q4 收入较快增长

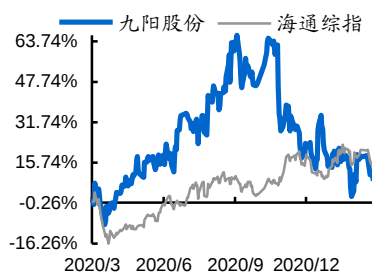
股票数据

03 月 01 日收盘价(元)	30.35
52 周股价波动(元)	25.03-45.98
总股本/流通 A 股(百万股)	767/765
总市值/流通市值(百万元)	23284/23203

相关研究

《Q2 收入及利润端双位数增长》2020.08.26
《疫情下内销实现正增长，经营改善持续进行》2020.04.30
《2019 年稳健增长，调整 2020 年激励考核目标》2020.04.01

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.4	-5.3	-10.7
相对涨幅(%)	5.3	-9.3	-17.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@htsec.com

证书:S0850511010026

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@htsec.com

证书:S0850518080005

分析师:朱默辰

Tel:(021)23154383

Email:zmc11316@htsec.com

证书:S0850519020001

分析师:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@htsec.com

证书:S0850519100003

投资要点:

- **公司发布 2020 年业绩快报，收入同比增长 20.44%，归母净利润同比增长 13.94%。**公司 2020 年实现收入 112.63 亿元，同比增长 20.44%，实现归母净利润 9.39 亿元，同比增长 13.94%，其中 2020Q4 实现收入 41.80 亿元，同比增长 34.99%，实现归母净利润 2.95 亿元，同比增长 43.00%。由于政府于 20Q4 收储九阳子公司部分土地补偿公司约 2.30 亿元，估计交易完成后可增加收益约 1.35 亿元，若剔除该部分影响(假设土地补偿款全部计入 Q4)，我们估计公司 20Q4 实现收入增长 28%，归母净利润有所下滑。
- **关联交易及线上拉动 Q4 收入较快增长，Q4 费用投放影响归母净利润。**收入端来看，公司 20Q4 多次上调年度关联交易预计，由调整前 5 亿元上调至 7.8 亿元，我们估计公司 Q4 实现关联交易额度超过 3 亿元，由此推测公司内销 Q4 实现 20%左右增长，由于全年受疫情影响，我们认为公司线下销售未能完全恢复，内销增长主要靠线上拉动。利润端来看，我们认为公司 Q4 加大了对终端销售的费用投放，归母净利润水平受到拖累。
- **盈利预测与投资建议。**长期来看，我们继续看好小家电行业的成长性及延展性，看好公司从豆浆机到品质小家电的品牌转型。公司拓展 SharkNinja 在中国地区业务，多品类共同发展，我们预计 2020-22 年公司归母净利润分别同比增长 14%、3%、9%，EPS 分别为 1.22、1.26、1.38 元，给予公司 2021 年 30-35 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 37.8-44.1 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动，下游竞争激烈。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8169	9351	11263	12728	14195
(+/-)YoY(%)	12.7%	14.5%	20.4%	13.0%	11.5%
净利润(百万元)	754	824	939	966	1055
(+/-)YoY(%)	9.5%	9.3%	13.9%	2.8%	9.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.98	1.07	1.22	1.26	1.38
毛利率(%)	32.1%	32.5%	31.3%	31.8%	31.8%
净资产收益率(%)	19.8%	22.0%	23.1%	22.0%	22.0%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 九阳股份可比公司估值水平

		收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元/每股）			PE（倍）		
		3 月 1 日	3 月 1 日	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002959.SZ	小熊电器	83.80	130.73	1.72	2.89	3.57	48.75	28.98	23.45
002032.SZ	苏泊尔	74.34	610.39	2.34	2.25	2.60	31.79	33.01	28.59
002705.SZ	新宝股份	44.37	366.82	0.83	1.36	1.68	53.37	32.71	26.49
603868.SH	飞科电器	46.58	202.90	1.57	1.54	1.70	29.59	30.34	27.39

资料来源：Wind 一致预测，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）					营业总收入	9351	11263	12728	14195
每股收益	1.07	1.22	1.26	1.38	营业成本	6310	7736	8687	9680
每股净资产	4.89	5.29	5.72	6.24	毛利率%	32.5%	31.3%	31.8%	31.8%
每股经营现金流	1.63	0.57	1.66	1.33	营业税金及附加	47	56	64	71
每股股利	0.00	0.82	0.83	0.85	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估（倍）					营业费用	1477	1661	2011	2257
P/E	28.25	24.80	24.11	22.06	营业费用率%	15.8%	14.8%	15.8%	15.9%
P/B	6.20	5.74	5.31	4.87	管理费用	389	465	528	596
P/S	2.49	2.07	1.83	1.64	管理费用率%	4.2%	4.1%	4.2%	4.2%
EV/EBITDA	19.93	23.92	22.44	20.36	EBIT	798	939	967	1051
股息率%	0.0%	2.7%	2.7%	2.8%	财务费用	-25	-20	-25	-30
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	32.5%	31.3%	31.8%	31.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	8.8%	8.3%	7.6%	7.4%	投资收益	60	68	76	85
净资产收益率	22.0%	23.1%	22.0%	22.0%	营业利润	943	1083	1132	1237
资产回报率	11.0%	11.2%	10.4%	10.3%	营业外收支	-3	-3	-3	-3
投资回报率	18.2%	19.9%	18.9%	18.8%	利润总额	940	1080	1129	1234
盈利增长（%）					EBITDA	888	967	1001	1083
营业收入增长率	14.5%	20.4%	13.0%	11.5%	所得税	134	156	164	179
EBIT 增长率	35.1%	17.6%	3.0%	8.7%	有效所得税率%	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润增长率	9.3%	13.9%	2.8%	9.3%	少数股东损益	-18	-15	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	824	939	966	1055
资产负债率	49.8%	51.8%	53.1%	53.5%					
流动比率	1.49	1.49	1.49	1.52	资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.19	1.19	1.20	1.22	货币资金	1603	1442	2115	2531
现金比率	0.43	0.33	0.43	0.46	应收账款及应收票据	1442	2340	2418	2781
经营效率指标					存货	1086	1235	1423	1573
应收帐款周转天数	8.03	7.89	7.93	7.92	其它流动资产	1390	1418	1419	1430
存货周转天数	62.84	58.29	59.81	59.30	流动资产合计	5522	6435	7375	8314
总资产周转率	1.25	1.34	1.37	1.38	长期股权投资	255	255	255	255
固定资产周转率	13.74	16.32	18.46	20.50	固定资产	681	690	690	692
					在建工程	26	39	54	68
					无形资产	123	112	104	95
					非流动资产合计	1946	1951	1947	1947
现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	7468	8386	9322	10261
净利润	824	939	966	1055	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-18	-15	0	0	应付票据及应付账款	2781	3094	3592	3959
非现金支出	90	28	34	32	预收账款	450	609	663	749
非经营收益	-98	-65	-73	-82	其它流动负债	469	624	682	768
营运资金变动	455	-448	344	15	流动负债合计	3700	4326	4937	5476
经营活动现金流	1253	439	1270	1020	长期借款	0	0	0	0
资产	-88	-36	-33	-34	其它长期负债	17	17	17	17
投资	122	0	0	0	非流动负债合计	17	17	17	17
其他	-399	68	76	85	负债总计	3717	4343	4954	5492
投资活动现金流	-365	31	43	51	实收资本	767	767	767	767
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3753	4060	4385	4786
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-2	-17	-17	-17
其他	-638	-632	-640	-655	负债和所有者权益合计	7468	8386	9322	10261
融资活动现金流	-637	-632	-640	-655					
现金净流量	253	-162	673	416					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 01 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
李阳 家电行业
朱默辰 家电行业
刘璐 家电行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器,公牛集团,美的集团,海信家电,欧普照明,苏泊尔,TCL 电子,石头科技,小熊电器,三花智控,新宝股份,海尔智家,北鼎股份,倍轻松,VESYNC,老板电器,浙江美大,科沃斯,九阳股份,兆驰股份,华帝股份,赛特新材

投资评级说明

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; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。