

公司研究/动态点评

2020年07月27日

家用电器/小家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 34.90
合理价格区间(元): 40.32~42.88

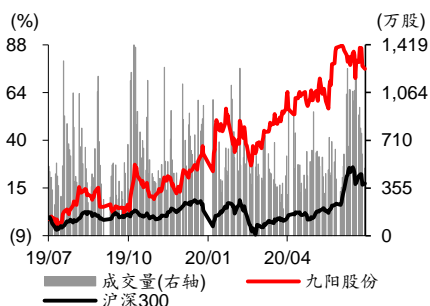
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《九阳股份(002242 SZ,买入): 扣非净利增32.5%, 看好新品表现》2020.04
- 2 《九阳股份(002242 SZ,买入): 聚焦核心品类, 提升发展质量》2020.03
- 3 《九阳股份(002242 SZ,买入): 创新升级, 收入维持双位数增长》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

品牌认知度高, 看好多元渠道表现

九阳股份(002242)

需求展望正面, 维持“买入”评级

消费者向线上转移, 优势品牌更利于汇聚流量, 公司在传统品类中具备消费者品牌认知基础, 已建立起较好的产品口碑, 有望继续获取线上流量红利。同时公司积极拥抱新零售, 打造 O2O 线上线下结合模式, 继续巩固多元渠道份额。我们认为公司在高端产品、多元产品上继续投入, 有望继续提升品牌形象, 构筑新增长点。同时我们看好 2020H2 小家电零售线下需求改善, 公司有望继续巩固提升市场份额。我们预计 2020-2022 年 EPS 为 1.28、1.47、1.66 元, 维持公司“买入”评级。

线下提供用户体验服务及树立品牌形象

2020 年小家电线下流量偏弱, 但公司线下主推高端、刚需品类, 为消费者提供产品体验, 同时加大 O2O 模式, 提升线下经销商竞争力。奥维云网数据显示, 2020 年 1-6 月, 九阳四大品类豆浆机、料理机、电饭煲、电压力锅线下零售量同比分别-63.3%、-19.5%、-23.3%、-32.8%, 其中, 6 月线下料理机已恢复增长, 同比+2.6%, 同时四大品类线下维持均价稳定, 1-6 月均价分别同比+4.1%、+5.7%、+3.9%、+0.8%。线下市场加速市场出清, 1-6 月公司四大品类线下零售额份额分别同比+9.3、-2.5、+2.3、+1.2pct。

线上渠道发力市场热点营销模式, 获取新兴消费流量

疫情后, 公司积极发展直播、短视频内容种草等方式, 且积极跟进市场动向, 拉动线上增长。奥维云网数据显示, 2020 年 1-6 月, 九阳四大品类豆浆机、料理机、电饭煲、电压力锅线上零售量同比分别-3.3%、+60.8%、+8.3%、+34.2%。但线上消费者价格弹性较高, 且各品牌加大线上促销, 导致线上均价调整, 公司四大品类中仅料理机均价提升, 奥维云网数据显示, 2020 年 1-6 月, 公司四大品类线上均价分别同比-2.0%、+34.3%、-2.8%、-12.6%。

Shark 新品类享受高增长

疫情以来, 消费者对于家庭清洁需求提升, 且公司旗下 Shark 品牌推出便携吸尘器、蒸汽拖把产品, 强化线上精准营销投入, 分享了线上市场的快速增长。由于 Shark 内销去年同期基数较低, 奥维云网数据显示, 2020 年 1-6 月, Shark 吸尘器及蒸汽拖把品类销售额同比+1194.0%。

核心品类线上表现稳健, Shark 国内市场已显爆款趋势

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.28、1.47、1.66 元, 截至 2020 年 7 月 27 日, 可比申万小家电行业 2020 年平均 PE 30x, 对比行业基准, 公司作为 A 股厨房小家电龙头公司, 主要品类线上有较好表现, 且近年持续较高研发投入, 在新品储备领先, 有望享受行业线上渠道聚焦及中高端需求提速红利。同时与 Shark 协同合作效果已经显现, 部分产品已经展现出线上爆款趋势, 有望持续拓展公司收入天花板。认可给予公司 2020 年 31.5-33.5x PE, 对应目标价格 40.32~42.88 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧;原材料等价格不利波动;新品不及预期;疫情海外蔓延。

公司基本资料

总股本 (百万股)	767.17
流通 A 股 (百万股)	764.18
52 周内股价区间 (元)	20.00-37.28
总市值 (百万元)	26,774
总资产 (百万元)	6,857
每股净资产 (元)	5.10

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,169	9,351	10,315	11,583	13,240
+/-%	12.71	14.48	10.30	12.30	14.30
归属母公司净利润 (百万元)	754.26	824.11	985.02	1,126	1,276
+/-%	9.48	9.26	19.53	14.27	13.38
EPS (元, 最新摊薄)	0.98	1.07	1.28	1.47	1.66
PE (倍)	35.50	32.49	27.18	23.79	20.98

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 对比行业基准 Wind 预期

	PE		ROE (%)		净利润增速	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
九阳股份	27.2	23.8	22.6%	22.8%	19.5%	14.3%
申万小家电行业	30.4	24.5	16.1%	20.0%	13.2%	24.2%

注：九阳股份数据为华泰家电预测，申万小家电行业数据为 Wind 一致预测，数据截至 2020/7/27

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 小厨电市场竞争加剧。如果小厨电市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。

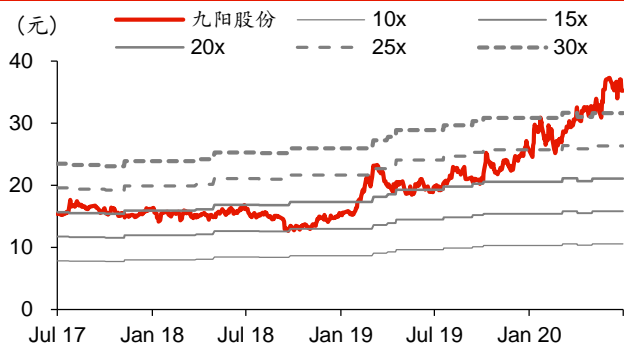
(2) 原材料等价格不利波动。如果原材料价格大幅度上升，公司成本有可能上升，盈利能力有可能下降。

(3) 公司新品推进情况低于预期。如果新品推广不利，将对整体收入增速与毛利率水平造成影响。

(4) 疫情海外蔓延。目前新冠疫情已经在全球产生影响，如果疫情对海外需求影响超预期，未来外销订单可能出现较大下滑。

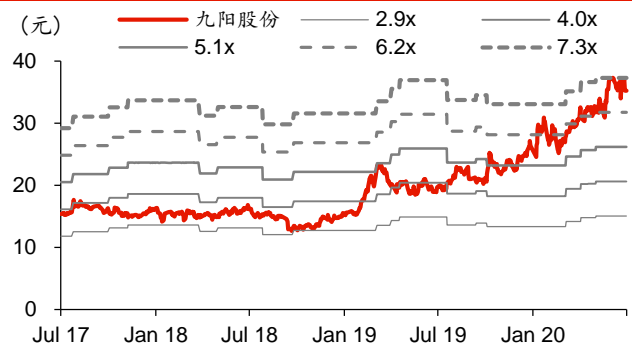
PE/PB - Bands

图表2： 九阳股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 九阳股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,819	5,522	7,120	7,355	8,665
现金	1,091	1,603	1,768	2,631	2,270
应收账款	170.33	205.67	209.06	256.68	275.66
其他应收账款	26.31	23.97	31.49	30.80	40.39
预付账款	50.14	16.76	57.03	25.84	68.88
存货	747.35	1,086	928.06	1,331	1,240
其他流动资产	2,734	2,586	4,126	3,080	4,771
非流动资产	1,841	1,946	1,943	1,979	2,029
长期投资	257.14	255.07	263.68	279.39	290.37
固定投资	701.56	680.65	708.06	749.79	810.84
无形资产	125.80	122.85	101.17	83.37	63.80
其他非流动资产	756.68	887.15	870.50	866.91	864.25
资产总计	6,660	7,468	9,064	9,334	10,694
流动负债	2,828	3,700	4,776	4,475	5,113
短期借款	0.00	0.00	1,341	0.00	689.94
应付账款	1,365	1,873	1,684	2,304	2,235
其他流动负债	1,462	1,827	1,750	2,171	2,189
非流动负债	2.63	16.74	16.74	16.74	16.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.63	16.74	16.74	16.74	16.74
负债合计	2,830	3,717	4,793	4,492	5,130
少数股东权益	19.57	(2.08)	(22.08)	(44.08)	(68.08)
股本	767.51	767.31	767.17	767.17	767.17
资本公积	843.20	887.50	887.50	887.50	887.50
留存公积	2,206	2,066	2,345	2,688	3,131
归属母公司股东权益	3,810	3,753	4,293	4,887	5,633
负债和股东权益	6,660	7,468	9,064	9,334	10,694

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	408.70	1,253	(796.55)	2,697	(519.86)
净利润	741.66	805.76	965.02	1,104	1,252
折旧摊销	77.07	89.88	83.84	81.65	94.07
财务费用	(10.79)	(24.51)	(30.00)	(32.99)	(36.00)
投资损失	(135.43)	(60.42)	(103.12)	(108.26)	(90.60)
营运资金变动	(170.00)	410.26	(1,698)	1,669	(1,723)
其他经营现金	(93.81)	32.06	(14.10)	(15.10)	(16.18)
投资活动现金	341.61	(364.75)	35.58	5.57	(37.19)
资本支出	112.32	89.87	72.92	101.98	132.90
长期投资	(43.32)	121.76	(8.61)	(15.71)	(10.98)
其他投资现金	410.61	(153.12)	99.89	91.84	84.72
筹资活动现金	(516.14)	(637.47)	(415.19)	(498.91)	(494.20)
短期借款	0.00	0.00	1,341	(1,341)	689.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	(0.20)	(0.14)	0.00	0.00
资本公积增加	(53.19)	44.29	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(462.95)	(681.57)	(1,756)	842.38	(1,184)
现金净增加额	235.99	252.81	(1,176)	2,204	(1,051)

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,169	9,351	10,315	11,583	13,240
营业成本	5,544	6,310	6,932	7,773	8,845
营业税金及附加	48.76	47.04	51.00	55.00	59.00
营业费用	1,377	1,477	1,599	1,795	2,065
管理费用	310.30	388.89	421.82	451.75	516.35
财务费用	(10.79)	(24.51)	(30.00)	(32.99)	(36.00)
资产减值损失	(9.89)	(0.35)	(0.90)	(1.90)	(1.90)
公允价值变动收益	0.00	12.89	14.00	15.00	16.00
投资净收益	135.43	60.42	103.12	108.26	90.60
营业利润	878.34	942.79	1,121	1,283	1,459
营业外收入	3.75	6.14	9.00	10.00	8.38
营业外支出	11.05	9.01	8.00	8.50	9.00
利润总额	871.04	939.92	1,122	1,285	1,458
所得税	129.37	134.16	157.10	181.15	205.96
净利润	741.66	805.76	965.02	1,104	1,252
少数股东损益	(12.59)	(18.35)	(20.00)	(22.00)	(24.00)
归属母公司净利润	754.26	824.11	985.02	1,126	1,276
EBITDA	915.38	981.70	1,196	1,341	1,500
EPS (元, 基本)	0.98	1.07	1.28	1.47	1.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.71	14.48	10.30	12.30	14.30
营业利润	8.74	7.34	18.91	14.46	13.68
归属母公司净利润	9.48	9.26	19.53	14.27	13.38
获利能力 (%)					
毛利率	32.13	32.52	32.79	32.90	33.19
净利率	9.08	8.62	9.36	9.53	9.46
ROE	19.37	21.48	22.59	22.79	22.50
ROIC	38.89	78.79	35.72	102.87	42.53
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.50	49.77	52.88	48.12	47.97
净负债比率 (%)	(28.42)	(42.74)	(10.00)	(54.33)	(28.39)
流动比率	1.70	1.49	1.49	1.64	1.69
速动比率	1.30	0.88	1.04	1.08	1.21
营运能力					
总资产周转率	1.36	1.32	1.25	1.26	1.32
应收账款周转率	3.70	4.66	4.66	4.66	4.66
应付账款周转率	3.97	2.78	2.78	2.78	2.78
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.07	1.28	1.47	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	2.19	(1.04)	3.52	(0.68)
每股净资产(最新摊薄)	4.97	4.89	5.60	6.37	7.34
估值比率					
PE (倍)	35.50	32.49	27.18	23.79	20.98
PB (倍)	7.03	7.13	6.24	5.48	4.75
EV_EBITDA (倍)	28.08	25.46	21.86	17.84	16.64

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、王森泉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司