

九阳股份（002242）深度研究报告

内外兼修，小电龙头开启发展新篇章

强推（维持）

目标价：38.6 元

当前价：32.53 元

- ❖ **九阳，从豆浆机到品质生活小家电。**九阳股份成立于1994年，主要从事健康饮食电器的研发、生产和销售，深耕小家电领域二十余载，国民健康品牌形象深入人心。公司成立之初以生产销售豆浆机产品为主，对单一品类依赖较大，随着公司战略及时调整，逐步开始培育营养煲、西式小家电等系列产品以扩充产品矩阵，多元化产品结构为公司贡献新的收入增长点，公司正在从“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”转型。盈利能力方面，自上市以来，公司毛利率相对保持稳定，随着公司深度精细化成本管理，优化产品设计，生产成本有望得到缩减；从收入端来看，公司持续推进价值登高战略，高端新品频出，有望带动整体产品结构优化，未来公司盈利能力有望保持较高水平。
- ❖ **短期逻辑：产品升级、渠道优化、架构调整，三轮动力助增长。**1) **产品升级：**公司坚持进行纵向品类拓展，多元化产品矩阵日益完善。一方面公司坚定把握在食品加工机品类的优势，通过技术创新进行产品纵向升级；另一方面公司不断扩充产品线横向拓展品类，推出迎合年轻消费群体需求的西式小家电系列。此外公司坚持推进“价值登高”和“价值营销”策略，助推产品结构持续升级，“SKY”高端系列产品投放市场效果良好。2) **渠道优化：**公司主动进行渠道优化调整，线下渠道方面，经销商扁平化叠加门店升级，助力品牌形象转型；线上渠道方面，公司电商收入保持高速增长，持续领跑行业及竞争对手，线上份额稳中有升；新兴渠道方面，公司积极搭建系统化直播体系，全员拥抱内容电商，引流获客成效显著。3) **架构调整：**公司股权结构高度集中，现金分红比例亮眼，高分红率为股东提供了较为稳定的股息收益。2019年公司完成组织架构调整，由原先的总部+事业部的模式调整为BU制，助力产品端持续推新。
- ❖ **长期逻辑：小电行业前景广阔，协同效应开启发展新篇章。**我国小家电产品普及渗透率相对较低，消费升级趋势下推动小家电行业规模稳健增长。此外由于小家电品类繁多且消费者差异化需求凸显，未来料将多细分龙头并存，随着线上流量红利消退，内容电商正逐步成为主流消费方式之一，九阳产品研发创新能力突出以及渠道运营经验丰富，作为龙头企业料将优先受益。此外，九阳携手 SharkNinja 开启发展新篇章，SharkNinja 在美国小家电市场多个品类均占据龙头位置，九阳将借助 Shark 的品牌优势以及自身渠道优势布局国内清洁电器领域，协同优势将为双方提供更多的发展空间。2019年双方共同控股股东 JS 环球生活在港股上市，未来协同效应深化可期，关联交易订单有望持续为九阳贡献收入增量。
- ❖ **投资建议：**我们维持公司 20/21/22 年 EPS 预测分别为 1.22/1.38/1.57 元，对应 PE 分别为 27/24/21 倍。公司产品和渠道升级的效果有望进一步显现，多品牌协同效应将逐步释放，未来发展值得期待。参考可比公司估值，上调公司目标价至 38.6 元（原：35 元），对应 21 年 28 倍 PE，公司经营表现稳健，龙头优势依旧，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格大幅波动。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	9,351	10,755	12,143	13,544
同比增速(%)	14.5%	15.0%	12.9%	11.5%
归母净利润(百万)	824	934	1,062	1,202
同比增速(%)	9.3%	13.3%	13.8%	13.2%
每股盈利(元)	1.07	1.22	1.38	1.57
市盈率(倍)	30	27	24	21
市净率(倍)	7	7	6	6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 5 月 11 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：龚源月

电话：021-20572560

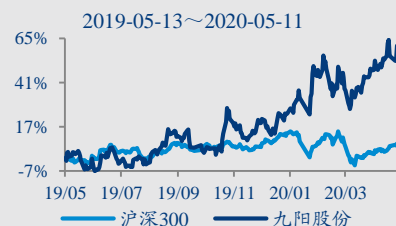
邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com

执业编号：S0360519060003

公司基本数据

总股本(万股)	76,731
已上市流通股(万股)	76,321
总市值(亿元)	249.61
流通市值(亿元)	248.27
资产负债率(%)	43.0
每股净资产(元)	5.1
12 个月内最高/最低价	33.5/18.56

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《九阳股份（002242）2019 年业绩快报点评：业绩表现符合预期，新品拓展助力增长》

2020-03-01

《九阳股份（002242）2019 年报点评：扣非净利高增，分红持续亮眼》

2020-04-01

《九阳股份（002242）2020 年一季度点评：龙头稳健优势显现，全年高质量发展可期》

2020-04-29

投资主题

报告亮点

在小家电行业竞争日益激烈的环境下，九阳股份积极拥抱变化，实现了从“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”转型。本篇报告分析梳理了九阳股份自上市以来在产品、渠道、组织架构等方面的调整优化，从长短期逻辑深度探索公司的领先之处，展望小家电龙头企业的发展新周期。

投资逻辑

短期逻辑：产品升级、渠道优化、架构调整，三轮动力助增长。产品升级方面，公司通过横纵向品类拓展，产品矩阵日益完善，同时坚持推进价值登高战略，助推产品结构持续升级。渠道优化方面，线下、线上、新兴渠道齐头并进，助力公司品牌形象转型。架构调整方面，2019 年公司完成组织架构调整，由原先的总部+事业部的模式调整为 BU 制，助力产品端持续推新。

长期逻辑：小电行业前景广阔，协同效应开启发展新篇章。我国小家电产品普及率相对较低，消费升级趋势下推动小家电行业规模稳健增长。九阳产品研发创新能力突出以及渠道运营经验丰富，作为龙头企业料将优先受益。此外，九阳携手美国清洁家居龙头企业 SharkNinja 开启发展新篇章，未来协同效应深化可期，关联交易订单有望持续为九阳贡献收入增量。

关键假设、估值与盈利预测

假设在消费升级驱动下，公司在原有主业厨房电器领域保持稳定增长，另随着公司与 SharkNinja 的协同深化，清洁电器新领域的开拓以及出口关联交易订单将持续为公司贡献收入增量，我们维持公司 20/21/22 年 EPS 预测分别为 1.22/1.38/1.57 元，对应 PE 分别为 27/24/21 倍。公司产品与渠道升级的效果有望进一步显现，多品牌协同效应将逐步释放，未来发展值得期待。参考可比公司估值，上调公司目标价至 38.6 元（原：35 元），对应 21 年 28 倍 PE，公司经营表现稳健，龙头优势依旧，维持“强推”评级。

目录

一、九阳，从豆浆机到品质生活小家电.....	6
（一）产品矩阵日益完善，多重动力助推增长.....	6
（二）盈利能力保持稳定，销售研发持续加码.....	9
二、短期逻辑：产品升级、渠道优化、架构调整，三轮动力助增长.....	10
（一）产品升级：品类拓展叠加价值登高，助推产品结构持续升级.....	10
1、品类拓展为公司提供多重收入增长点.....	10
2、价值登高助推产品结构持续升级.....	11
（二）渠道优化：渠道调整成效初显，全员拥抱直播渠道.....	12
1、线下渠道：扁平化叠加门店升级，助力品牌形象转型.....	12
2、线上渠道：电商收入高增，市场份额提升.....	13
3、新兴渠道：全员拥抱内容电商，引流获客成效显著.....	14
（三）架构调整：股权集中分红稳定，BU制助力产品持续推新.....	15
1、股权结构集中，现金分红稳定.....	15
2、组织架构调整完成，BU制大幅提升效率.....	16
三、长期逻辑：小电行业前景广阔，协同效应开启发展新篇章.....	17
（一）小家电赛道优秀，内容电商助力推新.....	17
1、小家电市场前景广阔，创意新兴品类留有空间.....	17
2、品类丰富+差异化需求，行业料将多龙头并存.....	18
3、小家电契合线上渠道，内容电商助力新品拓展.....	20
（二）携手 SharkNinja 拓展品类，协同效应深化可期.....	21
四、风险提示.....	23

图表目录

图表 1	九阳股份发展历程.....	6
图表 2	九阳旗下的主要产品类型.....	7
图表 3	2008-2020Q1 公司营业收入及同比增速.....	7
图表 4	2008-2020Q1 公司归母净利润及同比增速.....	7
图表 5	九阳股份产品结构愈加均衡.....	8
图表 6	公司主要产品收入及增速情况.....	8
图表 7	2019 年公司产品收入占比.....	8
图表 8	2018 年九阳主要品类在中国市场的零售额份额.....	9
图表 9	九阳股份与可比公司毛利率比较.....	9
图表 10	九阳股份产品拆分毛利率情况.....	9
图表 11	九阳股份各项费用率情况.....	10
图表 12	九阳股份与可比公司净利率比较.....	10
图表 13	破壁料理机行业规模及同比增速.....	11
图表 14	2019 年九阳破壁料理机销售额市占率.....	11
图表 15	九阳西式电器系列产品收入及同比增速.....	11
图表 16	西式电器产品收入占比提升显著.....	11
图表 17	九阳股份研发支出逐年提升.....	12
图表 18	九阳股份研发费用率处于行业前列.....	12
图表 19	九阳 SKY 系列高端产品.....	12
图表 20	九阳线下高端 Shopping Mall 店.....	13
图表 21	九阳线上销售额增速领先行业.....	14
图表 22	2020Q1 小家电各品牌线上份额变化.....	14
图表 23	明星网红直播宣传九阳产品.....	14
图表 24	九阳线下门店导购全员参与直播.....	14
图表 25	九阳股份股权结构（截至 2020 年一季报）.....	15
图表 26	九阳股份自上市以来平均现金分红率高达 80.38%.....	15
图表 27	九阳股份组织架构调整为 BU 制.....	16
图表 28	九阳与 LINE FRIENDS 合作款产品众多.....	17
图表 29	九阳一人食小型迷你 Ksolo 豆浆机：一次一杯.....	17
图表 30	2015-2019 年生活电器零售额规模及同比增速.....	17
图表 31	2019 年家电各主要品类零售额同比增速.....	17
图表 32	我国小家电保有量相对较低.....	18

图表 33	2018 年中国与发达国家吸尘器保有量	18
图表 34	小家电涵盖厨房小电、环境小电和个护小电	19
图表 35	小家电细分品类零售额份额变动	19
图表 36	我国单身人口比率持续提升	19
图表 37	我国平均每户人数下滑，单身经济凸显	19
图表 38	阿里渠道显示去年 2 年中一人用家电产品订单量高速增长	20
图表 39	2019 年小家电细分品类线上及线下零售额占比	20
图表 40	短视频带货和直播对用户购物决策的影响	21
图表 41	用户通过短视频平台购买的商品品类分布	21
图表 42	Shark、Ninja 品牌主要产品品类	22
图表 43	2018 年 Shark Ninja 主要品类在美国市场的零售额份额	22
图表 44	九阳关联交易金额增长情况	23
图表 45	Shark 蒸汽拖把百度搜索指数持续攀升	23

一、九阳，从豆浆机到品质生活小家电

（一）产品矩阵日益完善，多重动力助推增长

深耕小家电领域二十余载，国民健康品牌形象深入人心。九阳股份成立于 1994 年，主要从事健康饮食电器的研发、生产和销售，作为国民健康品牌，公司不断引领行业发展方向。1994 年九阳发明了世界首台豆浆机，并依托豆浆机产品起家创立了九阳品牌，自此深耕厨房小家电领域 26 年。2002 年，九阳确立了小家电多元化经营的发展战略，探索品类扩张之路，并持续创新性推出榨汁机、电压力煲、电磁炉、净水器、面包机等产品，全面丰富产品布局。2008 年，九阳股份在深交所上市。2015 年，公司正式进军大厨电市场领域，拓展更加多元的产品布局。2018 年，九阳与美国吸尘器第一品牌 Shark 展开合作，成为尚科宁家（中国）控股股东，借助对方品牌及自有渠道的优势向国内清洁家居电器市场进军。随着公司的不断发展，产品品类逐步完善，渠道资源和技术资源不断积累，九阳逐步成长为国内厨房小家电龙头企业，国民健康品牌形象深入人心。

图表 1 九阳股份发展历程

1994年	公司发明首台豆浆机，九阳品牌诞生
2002年	九阳股份前身山东九阳小家电有限公司成立
2003年	公司抓住KA/3C新兴渠道，抢占渠道优势
2004年	九阳豆浆机销量突破100万台
2007年	公司进军淘宝，抓住电商领域渠道优势
2008年	公司在深交所上市，九阳豆浆机销量突破1000万台
2014年	九阳豆浆机第1亿个用户诞生
2015年	公司正式进军大厨电市场
2017年	公司收购Shark中国运营公司尚科宁家51%股权，进军清洁家居电器市场
2019年	间接控股股东JS环球生活港股上市

资料来源：公司官网，华创证券

多品类矩阵不断丰富，从豆浆机向品质生活小家电拓展。公司成立之初以生产销售豆浆机产品为主，对单一品类依赖较大。2010 年以前，公司豆浆机产品收入占比一度高达七成以上，因此，公司在 2010-2012 年豆浆机行业需求下行期间受到较大影响，收入增速明显下挫。而后公司积极拓展新品类，产品品类不断丰富，2010 年以来，食品加工机系列收入占比持续下降，至 2019 年占比降至 43.81%。截至目前，公司主要产品涵盖豆浆机、料理机、破壁机、电饭煲、电炖锅、净水机、油烟机、燃气灶等 20 余个品类 300 多个型号，涉及厨房烹饪、厨房水料、环境家居和个人护理四大领域，坚持推进“价值登高”战略，通过技术创新实现产品价值与价格共同提升，公司正在从“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”转型。

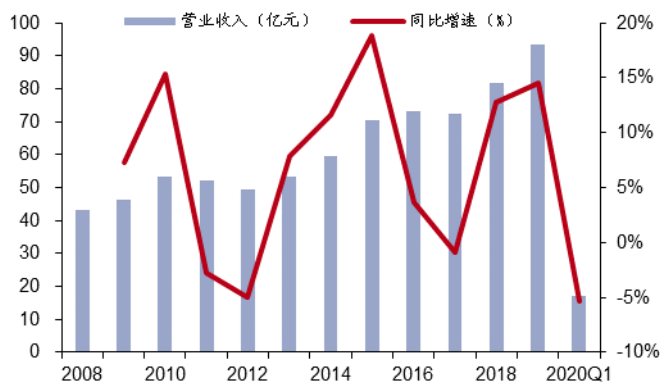
图表 2 九阳旗下的主要产品类型



资料来源：公司官网，华创证券

公司规模稳步增长，行业龙头优势稳固。2010-2012 年期间，豆浆机行业需求冲高后面临下滑压力，公司的收入业绩表现也随之下挫。随后公司及时调整战略，加强多品类布局的同时积极进行渠道调整，助力公司规模稳步增长。2014-2019 年公司收入 CAGR 为 9.49%，归母净利润 CAGR 为 9.14%，规模保持平稳较快增长。其中 2016-2017 年由于正处渠道改革期，公司主动削减部分经营不善的经销商，拖累收入利润增速短期回落，调整结束后成效显著，迅速重回高增长。2019 年公司实现营业收入 93.51 亿元，同比+14.48%，归母净利润 8.24 亿元，同比+9.26%，产品结构升级以及渠道改革成效渐显。2020 年一季度受疫情影响，公司实现营收 17.02 亿，同比-5.37%，归母净利润 1.47 亿元，同比-9.91%，虽小幅下滑但表现仍优于行业整体，其中内销业务实现正增长，尽显龙头稳健优势。

图表 3 2008-2020Q1 公司营业收入及同比增速



资料来源：wind，华创证券

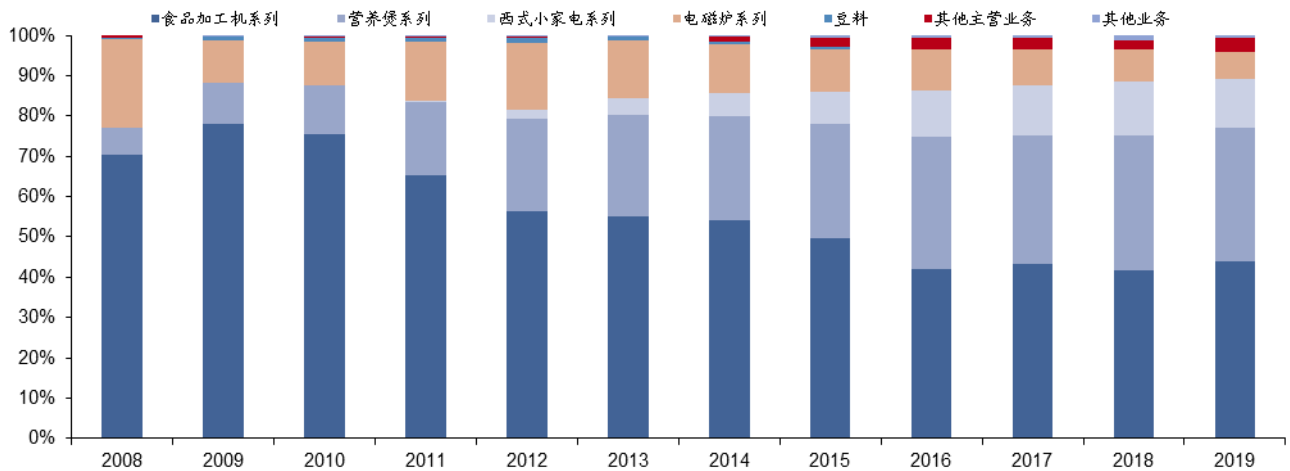
图表 4 2008-2020Q1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，华创证券

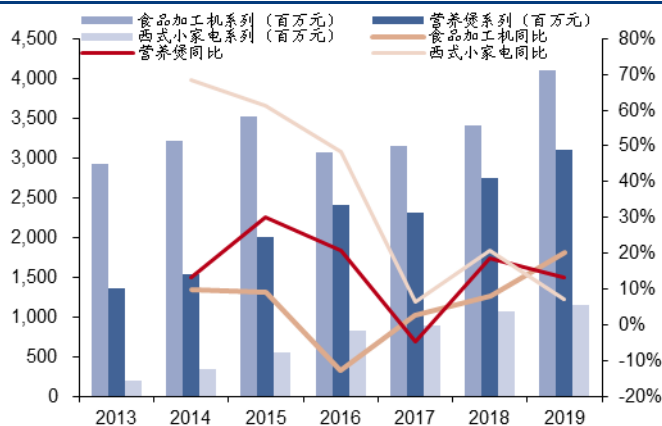
产品矩阵日益完善，多重动力助推规模增长。九阳凭借豆浆机起家，公司上市初期单一品类依赖程度较大，2008 年豆浆机占公司收入比重高达 70.34%。随着公司战略及时调整，逐步开始培育营养煲、西式小家电等系列产品以扩充产品矩阵，多元化产品结构为公司贡献新的收入增长点。2019 年以豆浆机、料理机为主的食物加工机系列实现收入 40.97 亿元，同比增长 20.20%，占比降至 43.81%。此外，营养煲系列、西式小家电系列均实现长足发展，2019 年分别实现收入 31.05 亿元、11.53 亿元，分别同比增长 13.32%、7.23%，占收入比重分别为 33.20%、12.33%，公司多元产品矩阵日益完善。

图表 5 九阳股份产品结构愈加均衡



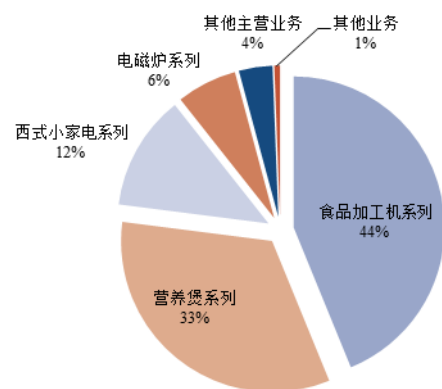
资料来源：公司年报，华创证券

图表 6 公司主要产品收入及增速情况



资料来源：公司年报，华创证券

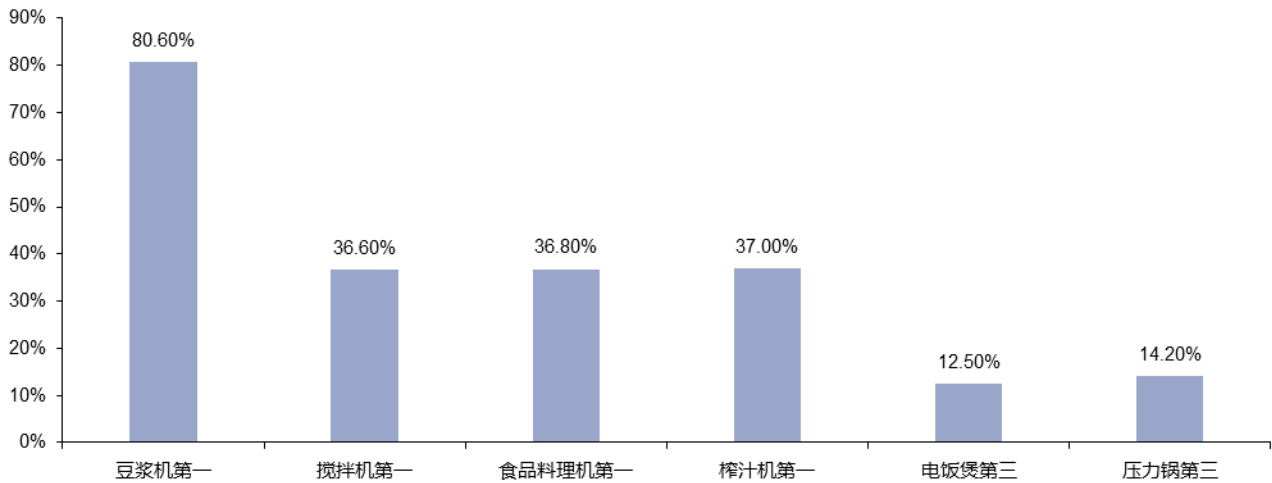
图表 7 2019 年公司产品收入占比



资料来源：公司年报，华创证券

九阳多品类市场份额领先，豆浆机品类拥有绝对优势。市占率方面，九阳多个主要产品品类市场份额持续领先。根据 JS 环球生活招股说明书披露，2018 年九阳品牌的豆浆机、搅拌机、食物料理机、榨汁机、电饭煲、压力锅零售额市场份额分别为 80.6%、36.6%、36.8%、37%、12.5%、14.2%，排名均位居前三。其中九阳豆浆机市占率高达 80.6%，排名稳居第一，处于绝对领先的市场地位。

图表 8 2018 年九阳主要品类在中国市场的零售额份额

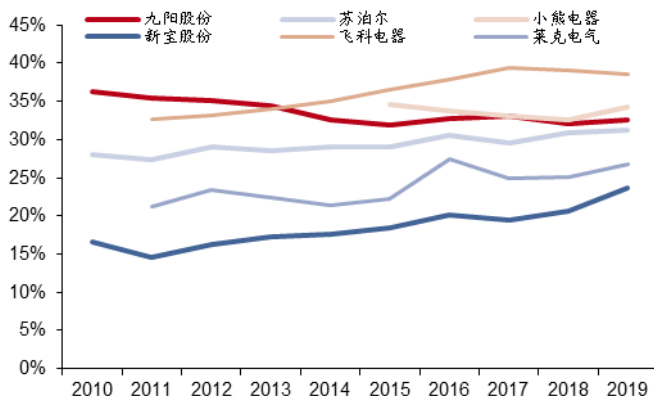


资料来源：JS 环球生活招股说明书，华创证券

（二）盈利能力保持稳定，销售研发持续加码

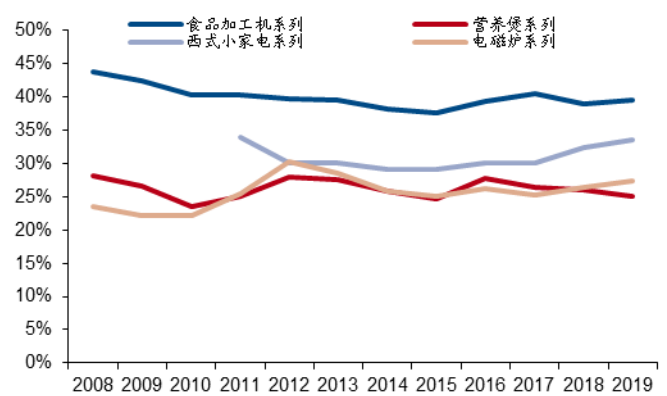
公司盈利能力较为稳定，西式小家电毛利率提升明显。自上市以来，公司毛利率相对保持稳定，波动较小，体现了公司较强的成本控制能力与稳健的盈利能力。与同行业竞争对手相比，公司盈利能力处于中等水平，2019 年公司毛利率为 32.52%，同比+0.39pct。分拆产品来看，2019 年公司食品加工机系列产品毛利率为 39.44%，显著高于其他品类。其他产品类型中，营养煲系列、西式小家电系列、电磁炉系列 2019 年毛利率分别为 25.02%、33.58%、27.35%，其中西式小家电毛利率提升明显，同比+1.18pct。我们认为，随着公司深度精细化成本管理，优化产品设计，生产成本有望得到缩减。从收入端来看，公司持续推进价值登高战略，高端新品频出，有望带动整体产品结构优化，未来公司盈利能力有望保持较高水平。

图表 9 九阳股份与可比公司毛利率比较



资料来源：wind，华创证券

图表 10 九阳股份产品拆分毛利率情况

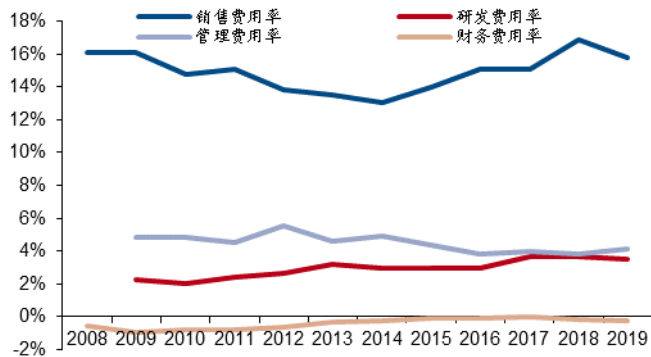


资料来源：wind，华创证券

销售研发持续加码。拆分费用来看，公司上市以来各项费用水平基本保持平稳，其中销售费用率大幅领先其他费用，且近年来有小幅增长趋势，主要是由于公司加大投入营销推广力度以及改变营销策略所致。此外公司重视技术及产品创新，近年来研发投入持续加码，为产品持续推新及结构升级提供保障。2019 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 15.79%、4.16%、3.53%、-0.26%，分别同比-1.06pct、+0.36pct、-0.11pct 以及-0.13pct。

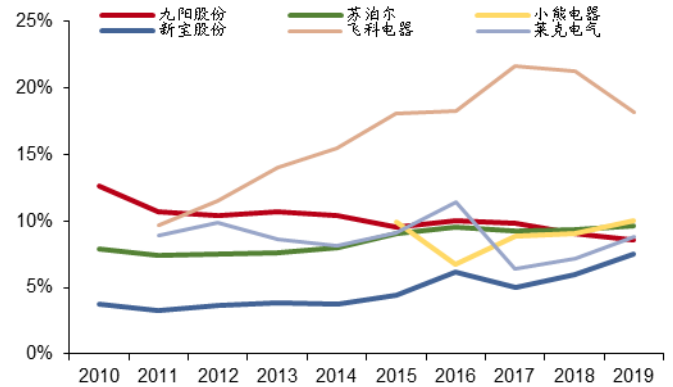
综合影响下，2019 年公司净利率为 8.62%，同比-0.46pct，在同行业中处于中等水平。

图表 11 九阳股份各项费用率情况



资料来源：wind，华创证券（注：17 年以前管理费用率按剔除研发费用后的数据计算）

图表 12 九阳股份与可比公司净利率比较



资料来源：wind，华创证券

二、短期逻辑：产品升级、渠道优化、架构调整，三轮动力助增长

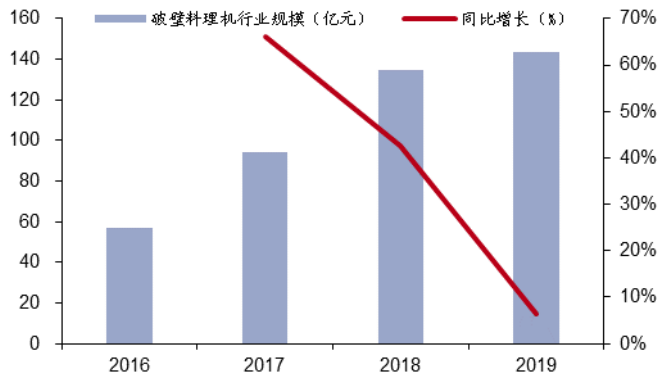
（一）产品升级：品类拓展叠加价值登高，助推产品结构持续升级

1、品类拓展为公司提供多重收入增长点

横纵向品类拓展助推公司产品矩阵日益完善。产品创新是九阳的核心能力，通过不断的品类扩展，九阳正在从“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”转型。在品类拓展过程中，一方面公司坚定把握在食品加工机品类的优势，通过技术创新进行产品纵向升级，推出普通豆浆机以外的破壁机、料理机、静音豆浆机等；另一方面公司不断扩充产品线横向拓展品类，推出迎合年轻消费群体需求的西式小家电系列，包括烤箱、净水机、洗碗机等。通过横纵向战略互补，公司多元化产品矩阵日益完善。

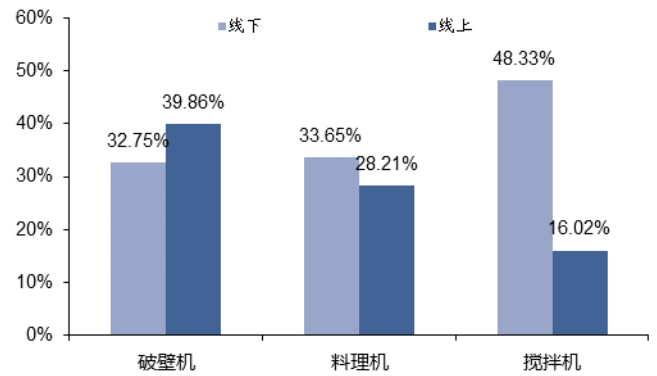
破壁料理机成为行业风口，九阳品牌市场地位领先。近年来随着居民生活水平不断提升，消费者对小家电产品的需求开始从必须型向改善型转变，品质生活小家电愈发受到消费者关注。破壁料理机集合了榨汁机、豆浆机、冰激凌机、料理机、研磨机等产品功能，完全实现一机多用，集成式功能解决了房价贵、厨房面积小等痛点，同时也符合当下消费升级趋势。近年来破壁料理机市场规模扩张显著，成为厨房小家电市场的下一个风口。九阳凭借多年来在食品加工机领域积累的技术及品牌优势，市场份额处于行业领先地位。根据奥维云网数据，2019 年九阳品牌的破壁机、料理机、搅拌机线下渠道零售额市占率分别为 32.75%、33.65%、48.33%；线上渠道零售额市占率分别为 39.86%、28.21%、16.02%，排名均处于行业前两位。

图表 13 破壁料理机行业规模及同比增速



资料来源：奥维云网，华创证券（注：行业规模为破壁机、料理机、搅拌机全渠道销售额加总值）

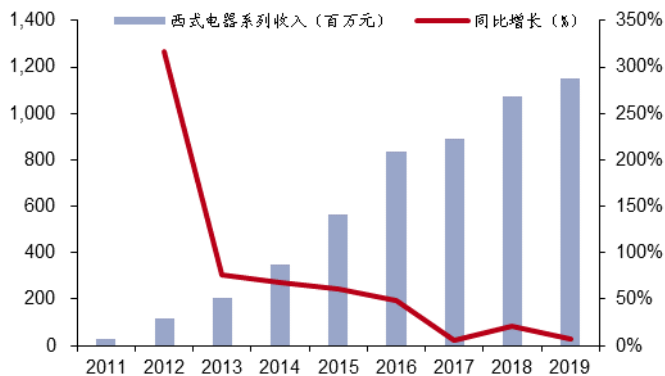
图表 14 2019 年九阳破壁料理机销售额市占率



资料来源：奥维云网，华创证券

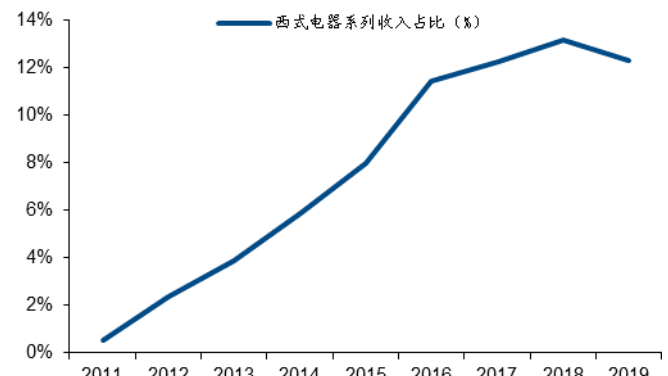
西式电器高速发展，推动公司战略转型。除食品料理机和电饭煲等传统优势产品以外，近年来公司积极横向扩充产品线，先后推出了包括烤箱、净水器、洗碗机、多功能锅等西式小家电产品。西式电器系列拓展成效显著，2019 年实现收入 11.53 亿元，同比增长 7.23%，收入占比为 12.33%。2014-2019 年西式电器系列五年收入复合增速高达 26.98%，占公司全部收入比重提升显著，带动公司真正实现从依赖单一品类到多元化产品多线发展的品牌战略转型。

图表 15 九阳西式电器系列产品收入及同比增速



资料来源：公司年报，华创证券

图表 16 西式电器产品收入占比提升显著

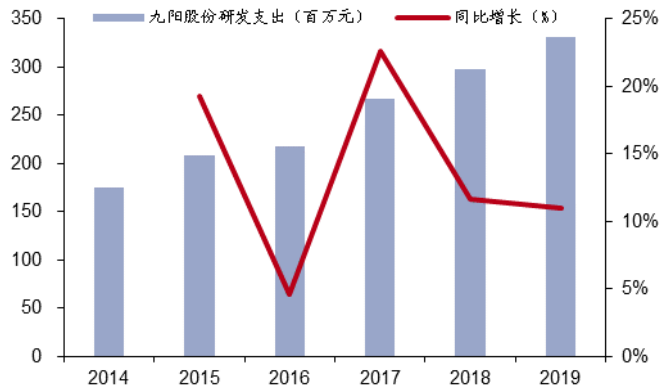


资料来源：公司年报，华创证券

2、价值登高助推产品结构持续升级

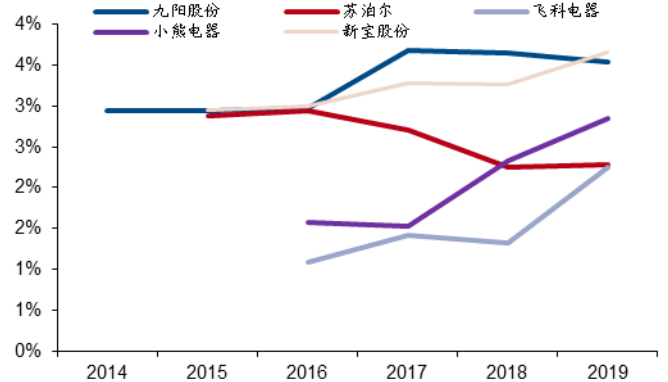
在品类扩张的同时，公司高度重视产品技术革新，研发投入持续加码，从产品技术端为实现“价值登高”和“价值营销”策略提供保障。公司独创三级研发体系：第一，由公司研究院负责进行前瞻性的技术研究；第二，事业部的研发部门负责将相关的前端技术应用于各自产品线，以开发更多创新型的产品；第三，技改部门就现有品类进行再创新、再升级。九阳以满足消费者对高品质生活小家电产品需求为目标，通过大数据挖掘用户体验信息，在产品研发、销售以及售后整个环节与客户进行沟通反馈，对市场需求做出迅速反应，保证产品的更新迭代。在研发费用方面，近年来公司研发投入持续提升，2019 年公司研发费用为 3.30 亿元，同比增长 10.99%，研发费用率为 3.53%，与行业竞争对手相比处于前列。

图表 17 九阳股份研发支出逐年提升



资料来源: wind, 华创证券

图表 18 九阳股份研发费用率处于行业前列



资料来源: wind, 华创证券

在核心品类层面，公司继续执行价值登高策略，“SKY”系列产品投放市场效果良好。2019 年上半年，九阳针对年轻人重点关注的产品颜值、品质和便捷三大痛点，先后推出“SKY”系列高端产品（S 系列无涂层蒸汽电饭煲、K 系列免手洗破壁豆浆机、Y 系列静音破壁机），主打“免洗”、“静音”、“多功能”等特点，完全实现了豆浆机、破壁机产品的全自动清洗。售价方面，当前“SKY”系列旗舰产品价格均在 3000 元以上，未来公司将逐步拓宽价格带，将免洗等高端功能进行下沉，在优势领域形成更为完善的产品矩阵。

图表 19 九阳 SKY 系列高端产品



资料来源: 天猫九阳官方旗舰店

（二）渠道优化：渠道调整成效初显，全员拥抱直播渠道

1、线下渠道：扁平化叠加门店升级，助力品牌形象转型

扁平化管理提升渠道效率，门店升级助力品牌形象转型。公司主要采取扁平化的经销商管理模式，2016 年为提升整体渠道效率，公司主动进行渠道调整，削减部分管理及盈利能力差的经销商，由优质经销商进行替代，调整后经销商数量从 400 多家减少到 300 多家，渠道效率大幅提升。此外，公司还对原有终端销售网点逐步进行升级改造，加

速推进九阳品牌向高端化形象转型。2019 年，在原有的全国 4 万余个销售终端的基础上，公司持续探索新零售业务模式，在优化提升传统终端门店的同时，稳步推进以 Shopping Mall 为代表的高端品牌店建设。据公司调研显示，自 2018 年开始拓展新零售渠道起，公司已开设数十家 Shopping Mall “九阳之家”门店和数百家九阳品牌旗舰店、品牌体验店及品牌专卖店。

差异化定位满足不同圈层需求。同时，公司针对不同圈层市场消费者的差异化需求，制定了相应差异化的渠道门店定位与产品定位。其中，在一二线城市以 Shopping Mall 中的高端店铺拓展为主，三四线城市则以新形象、全品类的品牌专卖店为主。差异化定位帮助公司在不同圈层市场更准确地满足消费者需求，灵活应对各层级的市场变化。

图表 20 九阳线下高端 Shopping Mall 店



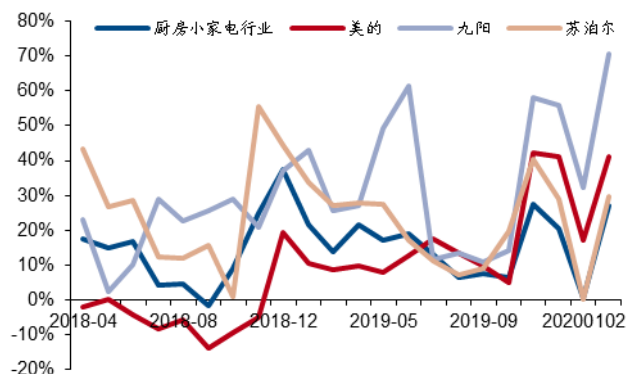
资料来源：公司官网

2、线上渠道：电商收入高增，市场份额提升

受产品特性影响，小家电线上渠道占比较大。由于小家电具备无需安装、单品价值量低、新品迭代快、易于配送等特性，相较大家电而言天然更适合电商渠道销售，因此近年来小家电行业电商渠道实现快速增长，线上销售额占比持续提升。在此背景下，九阳电商渠道同样持续较快增长，根据公司调研显示，2019 年线上渠道收入占比约 55%，已经超过线下渠道。此外，疫情期间消费者出行受阻，线下门店纷纷关停，加速消费需求由线下转移至线上，未来线上渠道占比预计仍将有所提升。

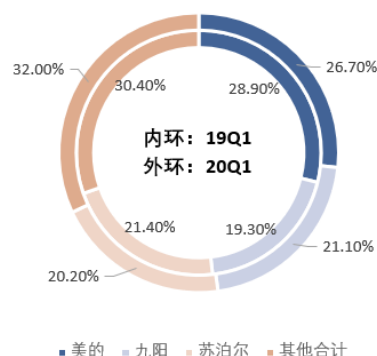
公司电商收入高速增长，市场份额稳中有升。2018 年底公司在天猫平台开设“Joyoung 九阳官方旗舰店”，该旗舰店为公司直营，已积累了百万多粉丝，实现线下体验、线上下单、就近配送、上门服务等全新的 O2O 购物体验。公司线上收入继续保持较快增长，根据淘数据显示，2019 年下半年以来九阳线上销售额增速持续领跑行业及竞争对手，线上渠道已经成为公司营收的重要组成部分。市占率方面，公司线上份额稳中有升，根据奥维云网数据，2020Q1 九阳品牌在小家电行业中的线上份额为 21.1%，同比提升 1.8pct。

图表 21 九阳线上销售额增速领先行业



资料来源：淘数据，华创证券

图表 22 2020Q1 小家电各品牌线上份额变化

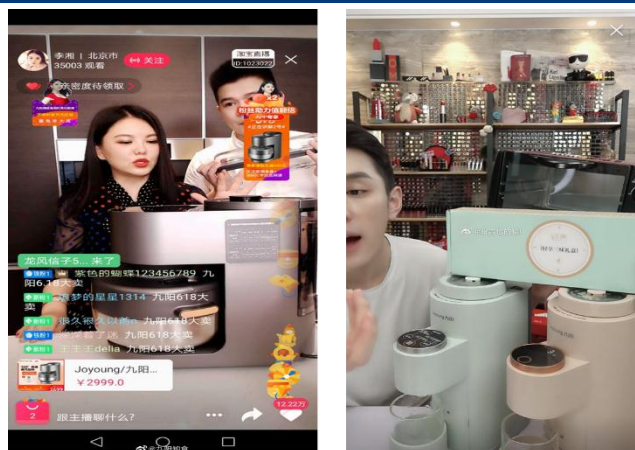


资料来源：奥维云网，华创证券（注：奥维云网监测数据小家电品类包含：煲、磁、压、豆、料、榨、水）

3、新兴渠道：全员拥抱内容电商，引流获客成效显著

积极搭建系统化直播体系，全员拥抱内容电商。公司通过与意见领袖合作推广，以新媒体为主要传播渠道（如微信、微博、淘宝直播、抖音、快手等），以更加时尚年轻的传播方式触及更为广泛的年轻消费群体，创造实现市场新需求。公司积极在新零售和在线直播等领域展开探索与实践，运用短视频、在线直播、内容种草、深度体验等新兴传播途径，高频高质地与粉丝、用户、消费者进行高效互动沟通，不断提高品牌影响力。疫情期间公司及时抓住在线直播的风口机会，搭建完成系统化直播体系，主要由明星网红、KOL（意见领袖）、KOC（意见消费者）组成。在此次居家防疫期间，公司通过线上线下店铺的直播、导购员自播等各种形式，创造了亿级以上的自媒体传播影响力，引流获客成效显著。

图表 23 明星网红直播宣传九阳产品



资料来源：淘宝直播

图表 24 九阳线下门店导购全员参与直播



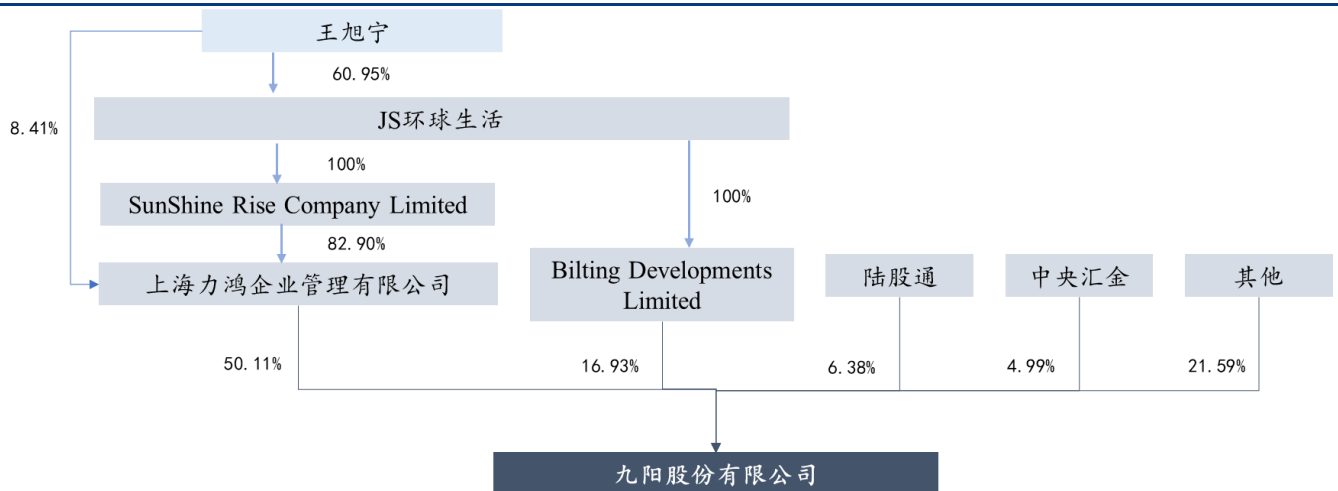
资料来源：淘宝直播

（三）架构调整：股权集中分红稳定，BU 制助力产品持续推新

1、股权结构集中，现金分红稳定

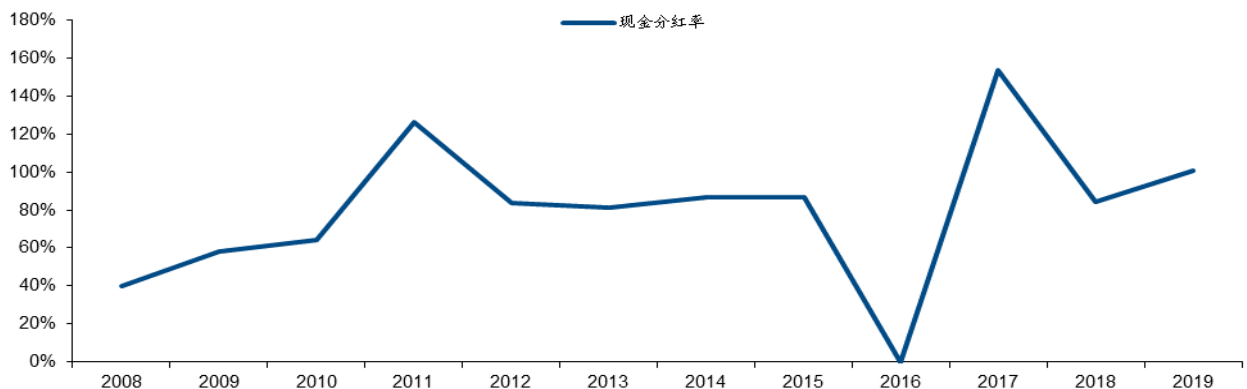
股权结构高度集中，现金分红比例亮眼。公司持股结构高度集中，截至 2020 年一季度，公司前十大股东持股比例合计高达 80.52%。其中上海力鸿企业管理有限公司持股 50.11%，Bilting Developments Limited 持股 16.93%，王旭宁先生通过控制 JS 环球生活有限公司间接控制公司 67.04% 股份，为公司的实际控制人。公司自上市以来始终保持稳定且较高的现金分红率，累计现金分红达 58.62 亿元，平均现金分红率高达 80.38%。2019 年公司进行两次利润分配，分别在年中及年末拟按每 10 股派发现金红利 5 元、5.8 元（含税），全年现金分红率高达 100.52%，高分红率为股东提供了较为稳定的股息收益。

图表 25 九阳股份股权结构（截至 2020 年一季报）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 26 九阳股份自上市以来平均现金分红率高达 80.38%



资料来源：公司年报，华创证券

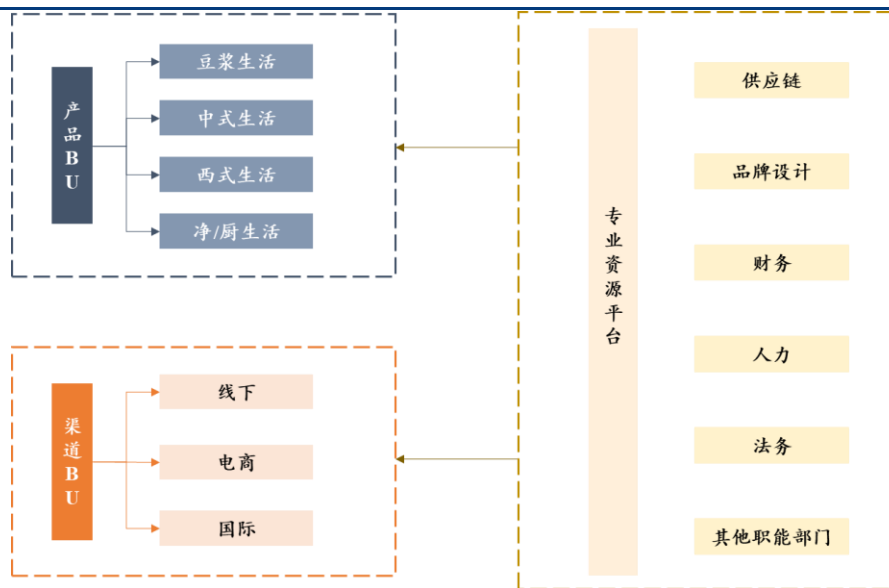
股权激励绑定员工利益，彰显公司长期发展信心。公司 2018 年通过股权激励议案，拟向 191 位激励对象授予限制性股票，原定业绩考核要求为 2018-2020 年销售额及净利润增长率不低于 6%、11%、17% 和 2%、8%、15%，要求营收与业绩增速逐年加快，彰显公司管理层对公司未来加速发展的信心。当前公司已完成 2018、2019 业绩考核目标，但由于受到年初疫情冲击，管理层调整 2020 年考核指标，根据销售额及净利润实现的不同增速分比例解除限售股份，

以此鼓励团队士气、充分调动员工积极性。公司通过股权激励绑定管理层、核心员工利益，保障公司长期发展。

2、组织架构调整完成，BU 制大幅提升效率

组织架构调整为 BU 制，助力产品端持续推新。为了适应公司高速发展的需要，2019 年初公司组织架构由原先的总部+事业部的模式调整为 BU 制，具体而言可分为产品 BU（豆浆生活+中式生活+西式生活+净厨）和渠道 BU（线下+电商等），同时放开考核机制和激励机制，员工绩效与 BU 考核挂钩，充分激励年轻员工的积极性。此外，公司整合专业资源共享平台，供应采购由原先的各个事业部独立采购改为公司集中采购。此次组织架构的调整对于公司而言：1）产品与渠道 BU 考核以结果导向，与绩效挂钩，充分激励员工积极性，推动产品端持续创新，更好地反映市场需求；2）整合资源共享，利于公司对上游供应商议价能力的提升，进而降低成本，提振公司盈利能力。组织架构调整效果在产品端显现，套系化、一人用及年轻化特点凸显。

图表 27 九阳股份组织架构调整为 BU 制



资料来源：公司调研，华创证券

组织架构调整效果在产品端显现，套系化、一人用及年轻化特点凸显。1) **套系化**：2019 年下半年起公司陆续与 LINE FRIENDS、皮卡丘合作推出联名款产品，IP 合作款产品拥有统一的风格与形象，凭借高颜值备受消费者青睐。此外，联名款产品与 IP 合作需要支付品牌使用费，但产品定价也相对同类产品更高，预计联名款产品的盈利能力较传统产品更高。2) **一人用**：随着我国每户平均人数逐年呈下滑趋势，单身经济日益凸显，九阳顺应消费趋势极拓展一人用产品品类，如小型迷你电饭煲、小型迷你豆浆机、小型电磁炉和小型茶吧机等，此外还推出了子品牌“独奏”，定位独处生活人群市场。3) **年轻化**：在“颜值经济”兴起的背景下，公司顺应消费需求推出年轻化产品，除与 IP 定制合作款外，传统产品上也愈加注重产品的外观设计，推出融合可爱动物形象的豆浆机和电炖锅等产品，以颜值俘获消费者。

图表 28 九阳与 LINE FRIENDS 合作款产品众多



资料来源：天猫九阳官方旗舰店

图表 29 九阳一人食小型迷你 Ksolo 豆浆机：一次一杯



资料来源：天猫九阳官方旗舰店

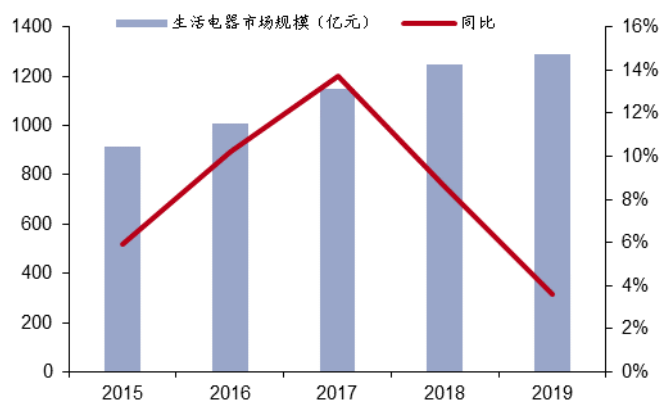
三、长期逻辑：小电行业前景广阔，协同效应开启发展新篇章

（一）小家电赛道优秀，内容电商助力推新

1、小家电市场前景广阔，创意新兴品类留有空间

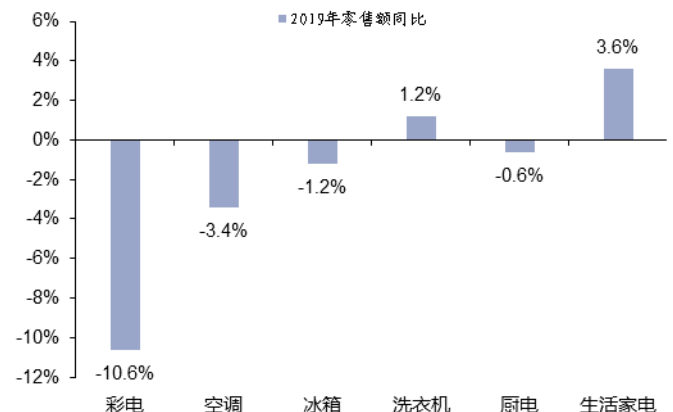
消费升级推动小家电行业稳健增长。随着人们收入水平的提高，消费者更加注重个性化和高品质的生活方式，各类层出不穷的小家电产品满足了消费者的不同需求，行业规模日益增长。与大家电相比，小家电行业具有地产业关联度低、品类丰富、渗透率较低等特点，新品频发且抗周期性较强，常年维持稳健增长态势，是我们跟踪的子板块当中表现最为稳健的行业之一。根据国家家用电器工业信息中心数据显示，2015 年-2019 年期间，生活小家电零售额规模保持稳步增长态势，2019 年国内生活电器实现市场规模（零售额）1289 亿元，同比增长 3.6%，表现明显优于家电行业整体（同比-2.2%）。分品类来看，2019 年国内家电各主要品类内销市场零售额普遍呈下滑态势，其中白电类空调、冰箱和洗衣机分别同比-3.4%、-1.2%和+1.2%，厨电受地产景气度影响整体同比下滑 0.6%，生活小家电品类表现优于各子品类，实现同比+3.6%的增长。

图表 30 2015-2019 年生活电器零售额规模及同比增速



资料来源：中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心、天猫消费电子和阿里数据联合发布的《2019 新兴小家电发展趋势白皮书》，全国家用电器工业信息中心《2019 年中国家电行业年度报告》，华创证券；备注：生活电器品类包含吸尘器、空气净化器、加湿器、电饭煲、煮水系列等共 21 类

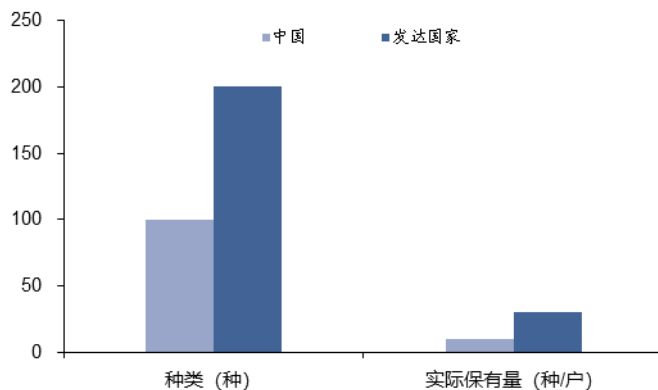
图表 31 2019 年家电各主要品类零售额同比增速



资料来源：全国家用电器工业信息中心《2019 年中国家电行业年度报告》，华创证券

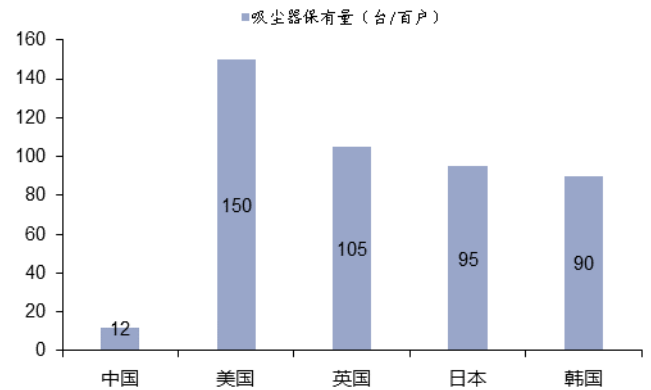
小家电普及率相对较低，未来市场前景广阔。与欧美等发达国家相比，我国小家电市场无论是从可选产品种类和实际拥有数量来看都存在较大的提升空间。产品种类方面：根据 CBNDATA 显示，欧美发达市场小家电品类约 200 种，而我国不足 100 种。实际普及方面：我国厨房小电中传统品类（电饭锅、电磁炉、电压力锅、电热水壶等）已基本完成普及，但多数品类仍处于较低水平。环境小电类：我国吸尘器保有量仅 12 台/百户，而美国和日本吸尘器保有量分别高达 150 和 95 台/百户；个护小电类：2016 年我国家庭美健（个护）电器的保有量为 30 台/百户，而美国和日本分别为 354 台/百户和 126 台/百户。根据欧睿国际数据显示，我国家庭小家电保有量不足 10 种/户，相较于欧美等发达国家（30 种/户）仍有较大提升空间，未来行业前景广阔。随着人们生活水平的提高以及小家电行业产品品类的日渐丰富，行业规模有望持续稳步增长。

图表 32 我国小家电保有量相对较低



资料来源：CBNDATA，小熊电器招股说明书，华创证券

图表 33 2018 年中国与发达国家吸尘器保有量



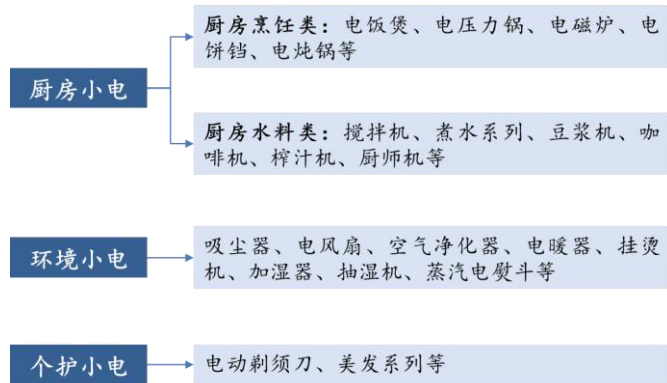
资料来源：JS 环球招股说明书，华创证券

传统厨房小电品类格局已定，创意新兴小家电仍有想象空间。在传统厨房小电领域，已基本完成普及，增长依靠产品结构升级拉动。格局方面，美的、九阳和苏泊尔已经形成三足鼎立，行业竞争格局稳定。小家电品类繁多，目前如酸奶机、厨师机、煮蛋器等诸多细分的新兴品类规模相对较小，且产品的普及率较低，市场格局尚未稳定，未来留有更多的成长空间。

2、品类丰富+差异化需求，行业料将多龙头并存

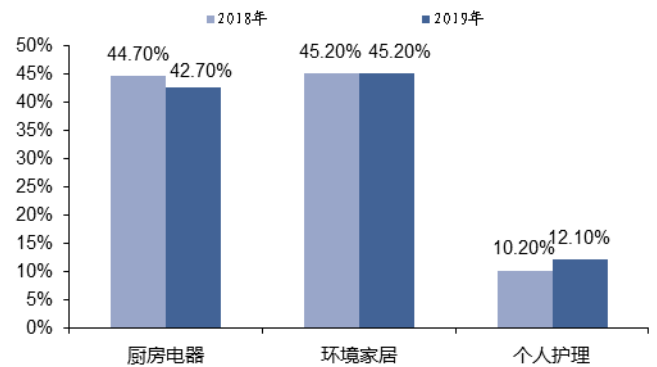
小家电品类丰富，厨房小电和环境小电贡献主要收入。小家电行业品类丰富，可以划分为厨房小电类（厨房烹饪类和厨房水料类）、环境家居小电类和个人护理小电类，其中厨房小电和环境小电收入贡献较高，19 年零售额份额分别为 42.7% 和 45.2%，较 2018 年全年分别下滑 2.0pct 以及持平，个护小电份额较低（19 年仅 12.1%），较 2018 年全年提升 1.9pct。

图表 34 小家电涵盖厨房小电、环境小电和个护小电



资料来源：全国家用电器工业信息中心，华创证券

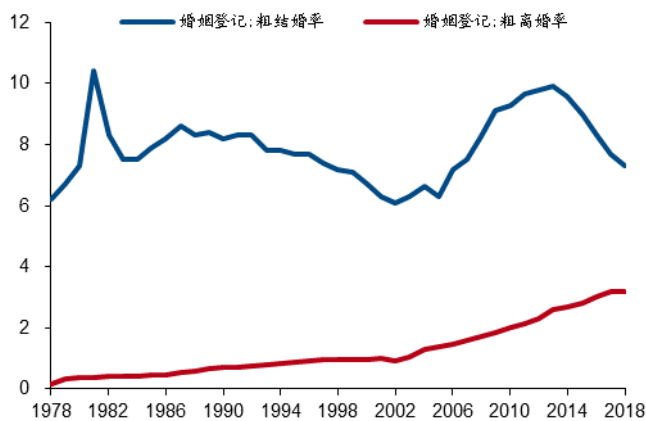
图表 35 小家电细分品类零售额份额变动



资料来源：全国家用电器工业信息中心，华创证券

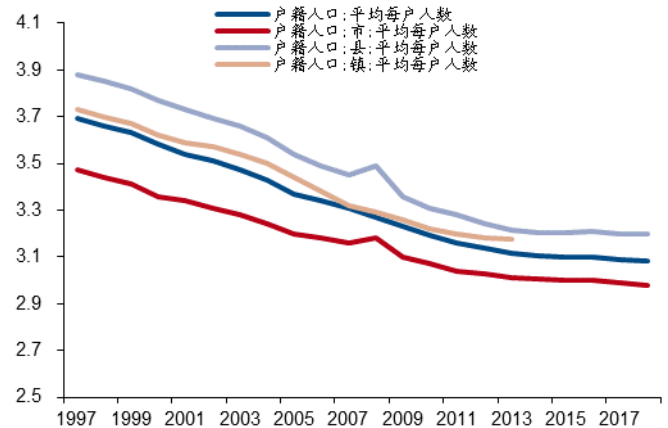
消费者差异化需求凸显，一人用、高颜值等受关注。随着人们生活水平的提高，消费者的需求愈发个性化，一人用、高颜值需求等备受关注。**一人用：**随着生活节奏的加快和工作压力的提升，我国单身人口数量持续攀升，根据民政局数据显示，我国离婚率自 2002 年起持续上升，结婚率自 2013 年起持续下滑。我国每户平均人数逐年呈下滑态势，单身经济日益凸显，单身用户的增加促进了一人用家用电器产品的需求逐步释放，根据阿里渠道发布的《家电行业消费洞察及营销启示》显示，过去的 2 年中，一人用家电产品订单量高速增长，其中一人份酸奶机、一人用榨汁机、一人用煮蛋器、一人用电水壶产品订单量分别年均同比+646%、+126%、+118%、+100%。**高颜值：**颜值即正义，颜值已经逐步成为消费者选择产品的重要考虑因素。根据尼尔森报告显示，64%的消费者会选择购买包装更吸引人的产品。阿里渠道的《家电行业消费洞察及营销启示》也表明消费者在家电消费时注重颜值，对产品外观具有较高要求，过去 2 年中具备科技美感的曲面屏电视、金属边框平板电视订单量分别年均增长 91%和 453%。

图表 36 我国单身人口比率持续提升



资料来源：wind，民政局，华创证券

图表 37 我国平均每户人数下滑，单身经济凸显



资料来源：wind，华创证券

图表 38 阿里渠道显示去年 2 年中一人用家电产品订单量高速增长



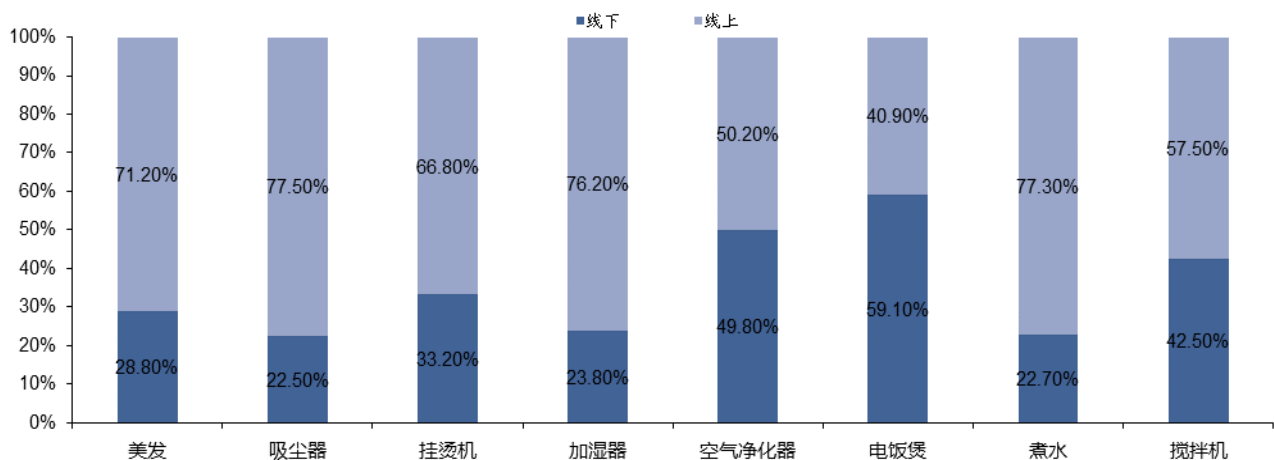
资料来源：阿里妈妈《家电行业消费洞察及营销启示》

行业料将多细分龙头并存，新品拓展能力或成发展关键。基于我国小家电行业细分品类众多，且消费者需求差异明显，我们认为小家电行业未来格局或呈现“百花齐放”态势，很大程度上可能孵化出多个细分品类龙头并立。小家电行业市场竞争日益激烈，如何在保持原有品类优势的同时确保每年均有一定新品拓展获效成为小家电企业未来持续发展的关键。小家电企业注重新品拓展以助力公司业务增长，并拓宽公司的成长边界，2019 年东菱上线加湿暖风机、暖手宝等，九阳推出智能炒菜机器人、厨房食物垃圾处理器等，小熊上线电暖器、颈椎按摩器等。

3、小家电契合线上渠道，内容电商助力新品拓展

线上成为小家电主导渠道。与大家电产品相比，小家电产品体积小，安装属性弱、客单价较低、更新换代周期短等特点鲜明，与线上渠道轻便快捷的购物方式更加契合。根据《2019 年中国家电行业年度报告》数据显示，2019 年小家电线上零售额份额高达 62.5%，同比提升 3.4pct，线上渠道已成为小家电的主导渠道。小家电细分品类中，吸尘器、煮水机、加湿器等新兴品类线上渠道份额占比较高，而电饭煲、空气净化器等传统品类份额相对较低。

图表 39 2019 年小家电细分品类线上及线下零售额占比

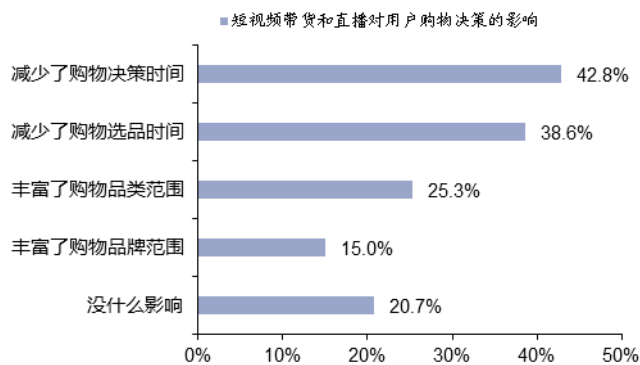


资料来源：全国家用电器工业信息中心，华创证券

线上流量红利消退，传统电商向内容电商倾斜。互联网流量红利逐步消退，根据 QuestMobile 数据显示，2019 年 Q2 中国移动互联网 MAU（月活跃人数）净降 193 万人，相较于 2018 年全年净增 4607 万人，移动互联网人数触顶下滑。随着互联网线上红利的消退，移动购物行业拉新成本愈发高涨，且行业粘性受到短视频的强烈冲击，使用时长增速放缓明显，传统电商向获客更加精准高效的内容电商倾斜。内容电商包括：1）传统电商平台内容化，传统电商巨头淘宝专注内容发展，借助短视频和淘宝直播构建消费场景；2）内容平台电商化，抖音、小红书等内容平台与电商平台的关系更加紧密，内容平台借助 KOL 推广或普通用户的使用体验测评等完成产品的种草，达成到电商渠道的导流。

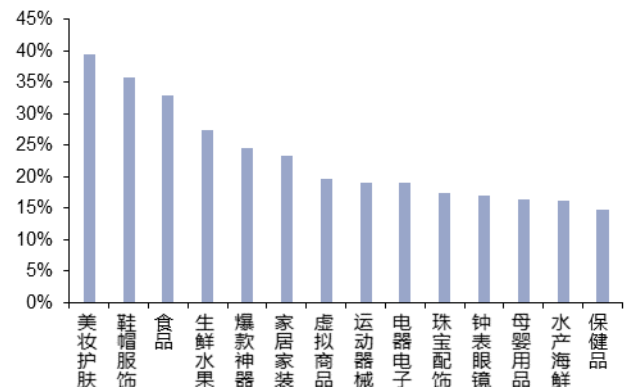
内容电商正逐步成为主流消费方式之一。直播及短视频带货将原先传统电商的“人找货”向“人与人”的模式转变，凭借着直观真实的商品展示、便捷的采购流程等备受消费者的青睐。根据 QuestMobile 数据显示，用户普遍认为直播与短视频帮助减少了购物决策和选品的时间，且在一定程度上丰富了产品的选择范围。目前直播和短视频带货已成为商品销售的重要渠道，约 19%的消费者会通过短视频购买电器电子类商品。

图表 40 短视频带货和直播对用户购物决策的影响



资料来源：QuestMobile，华创证券

图表 41 用户通过短视频平台购买的商品品类分布



资料来源：QuestMobile，华创证券

小家电营销方式愈发多样化，注重新媒体渠道的推广。线上已成为小家电的主导渠道，在传统电商向内容电商转变的过程中，小家电产品也愈发注重小红书、微博、抖音等新媒体渠道的推广。与传统的电视和地铁等广告宣传方式不同，新媒体渠道中往往以 KOL 带货、用户测评推荐等形式进行推广，相比之下新媒体的网红带货及网友测评分享能够以体验式的宣传吸引消费者，个人使用经验上的分享在一定程度会比单纯的广告宣传更具说服力。相比于大家电，小家电产品更契合新媒体渠道，主要原因：1）小家电客单价较低，消费者试错的成本相对较低，在新媒体渠道体验式推广下更容易吸引消费者冲动消费；2）小家电产品更新换代周期短，新品频发，与以美妆护肤这类高频产品为主导产品的新媒体渠道更契合。

内容电商+新媒体模式助力企业推新。在内容电商新销售及小红书等新媒体模式下，更容易吸引用户冲动消费，且企业能够及时快速响应市场的需求并根据用户反馈信息进行产品规划及功能改进，新品试错的时间成本会明显缩短，新品拓展的成功经验有望复制，产品研发创新能力突出和渠道运营经验丰富的小家电企业料将优先受益。

（二）携手 SharkNinja 拓展品类，协同效应深化可期

收购尚科宁家（中国），开启清洁家居新篇章。公司于 2018 年 9 月完成对尚科宁家(中国)公司 51% 股权的收购，尚科宁家(中国)为美国吸尘器与炊具龙头 SharkNinja Company Limited 在中国大陆成立的子公司，主要负责 SharkNinja 在中国的销售运营，此次收购宣告九阳将借助 Shark 的品牌优势以及自身渠道优势布局国内清洁电器领域。Shark 是美国吸尘器第一品牌，Ninja 是美国优质的厨房电器品牌，2018 年初 SharkNinja 开始与九阳合作开拓运营中国大陆市场。多年来 Shark Ninja 持续关注质量、可靠性、消费者满意度，不断进行产品创新，众多产品类别在美国市场保

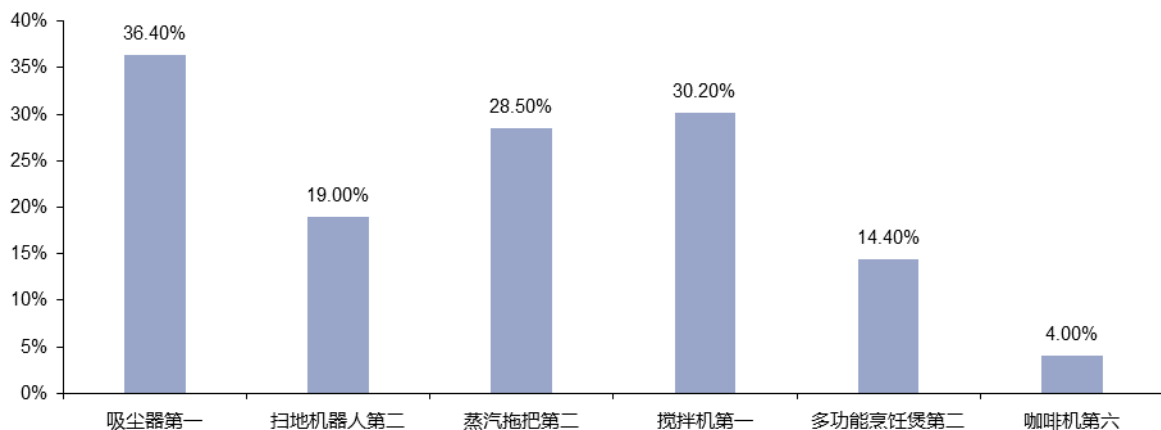
持领先。根据 JS 招股说明书披露，SharkNinja 在美国小家电市场多个品类均占据龙头位置。2018 年，按零售额口径，Shark 品牌在美国吸尘器市场排名第一，市场份额 36.4%；扫地机器人排名第二，市场份额 19%；蒸汽拖把排名第一，份额达到 28.5%。Ninja 品牌在美国的搅拌机市场份额第一，达 30.2%，多功能烹饪煲排名第二，零售额份额 14.4%。综合来看，2018 年 SharkNinja 市场份额为 8.1%，在美国小家电市场排名第二。

图表 42 Shark、Ninja 品牌主要产品品类



资料来源：JS 环球招股书

图表 43 2018 年 Shark Ninja 主要品类在美国市场的零售额份额



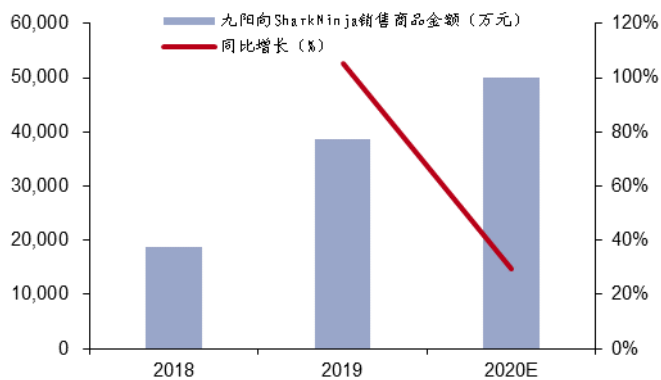
资料来源：JS 环球招股书，华创证券

协同效应优势为双方提供更多可能：九阳方面，关联交易持续贡献收入增量。九阳与 SharkNinja 的协同效应一方面体现在渠道端，九阳利用自有渠道优势帮助 Shark 迅速渗透中国市场；另一方面还体现在产品端，九阳凭借 Shark 品牌优势布局清洁家居市场，而同时也利用自身多年以来在厨房小家电领域多年积累研发技术优势为 Ninja 扩充产品品类。2018 年为顺应美国消费需求，九阳为 Ninja 品牌设计了原创性的 Foodi 系列，将空气炸锅和压力煲的产品原理结合而成“Tender Crisper”技术，很好地解决了美国消费者的痛点。Foodi 系列市场反响良好，一经上市就成为美国和加拿大市场畅销爆款，带动关联交易金额迅速增加。仅在 Foodi 刚上市的 2018 年九阳关联交易出口即达

到 1.88 亿元，2019 年为 3.86 亿元，关联交易出口金额实现翻倍增长。据公司公告披露，2020 年预计金额为 5 亿元。对于九阳来说，向 SharkNinja 的关联交易出口预计将持续为公司贡献可观的收入增量。

SharkNinja 方面，聚焦中式消费特点加速渗透中国市场。进入中国市场后，Shark 利用九阳现有渠道优势，聚焦中国家庭的清洁方式，不断推出符合中国家庭习惯的清洁电器，如杀菌消毒类产品蒸汽拖把、局部及时清洁产品随手吸以及扫地机器人等新品。此外受突发疫情影响，带有除菌功能的家庭清洁防护类产品需求量大增。疫情爆发期间 Shark 在天猫旗舰店以“高温除菌抗疫情”为主题标语为蒸汽拖把进行宣传。蒸汽拖把的工作原理是利用将水加热后产生的高温蒸汽来消毒除菌，在传统拖把的基础上，蒸汽拖把还具有杀菌除螨、即拖即干、安全无异味、操作便捷等优点，肺炎疫情下，这类优点更受消费者重视。Shark 新品投放市场效果良好，据九阳股份年报披露，Shark 蒸汽除菌拖把已连续 10 个月成为天猫蒸汽拖把行业 TOP1，协同效应优势渐显。未来随着双方合作深化，协同效应有望进一步显现。

图表 44 九阳关联交易金额增长情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 Shark 蒸汽拖把百度搜索指数持续攀升



资料来源：百度搜索指数

共同控股股东港股上市，未来协同效应深化可期。2019 年 10 月，九阳股份与 Shark Ninja 的共同控股股东 JS 环球生活有限公司成功在港股上市，JS 环球生活旗下主要拥有九阳、Shark、Ninja 三大品牌。根据 JS 环球生活招股说明书披露，此次上市募集资金将主要用于：1) 50%左右用于偿还商业银行部分定期贷款；2) 20%左右用于研发新产品及进一步整合、开发供应链；3) 15%左右用于全球市场开发、扩展及品牌形象与知名度提升；4) 10%左右用于营运资金和一般公司用途。据此规划，控股股东在港股成功上市一方面有助于深化公司全球供应链整合与全球研发合作，另一方面有助于提升公司的国内外品牌形象，加速全球市场布局。总的来看，公司与 SharkNinja 的合作有望得到进一步深化，协同发展将助力公司稳健增长。

四、风险提示

行业竞争加剧，原材料价格大幅波动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,603	1,751	2,034	2,262
应收票据	1,237	1,422	1,606	1,791
应收账款	206	237	267	298
预付账款	17	19	22	24
存货	1,086	1,241	1,394	1,542
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,373	1,553	1,729	1,909
流动资产合计	5,522	6,223	7,052	7,826
其他长期投资	163	163	163	163
长期股权投资	255	255	255	255
固定资产	681	653	629	607
在建工程	26	28	30	32
无形资产	123	117	111	105
其他非流动资产	698	694	691	688
非流动资产合计	1,946	1,910	1,879	1,850
资产合计	7,468	8,133	8,931	9,676
短期借款	0	0	0	0
应付票据	908	1,038	1,165	1,289
应付账款	1,873	2,140	2,403	2,658
预收款项	450	517	584	652
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	97	97	97	97
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	372	522	652	781
流动负债合计	3,700	4,314	4,901	5,477
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	3,717	4,331	4,918	5,494
归属母公司所有者权益	3,753	3,825	4,059	4,255
少数股东权益	-2	-23	-46	-73
所有者权益合计	3,751	3,802	4,013	4,182
负债和股东权益	7,468	8,133	8,931	9,676

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,253	781	904	1,025
现金收益	871	979	1,101	1,234
存货影响	-339	-155	-153	-148
经营性应收影响	1,164	-218	-216	-218
经营性应付影响	839	464	458	446
其他影响	-1,281	-289	-286	-289
投资活动现金流	-365	-42	-42	-42
资本支出	-82	-46	-45	-45
股权投资	2	0	0	0
其他长期资产变化	-285	4	3	3
融资活动现金流	-637	-591	-579	-755
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-997	-814	-986	-1,081
股东融资	0	0	0	0
其他影响	360	223	407	326

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,351	10,755	12,143	13,544
营业成本	6,310	7,210	8,097	8,956
税金及附加	47	54	61	68
销售费用	1,477	1,709	1,945	2,197
管理费用	389	490	551	611
研发费用	330	391	441	506
财务费用	-25	-11	-11	-11
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	13	23	23	23
投资收益	60	86	86	86
其他收益	46	46	46	46
营业利润	943	1,067	1,213	1,373
营业外收入	6	4	4	4
营业外支出	9	6	6	6
利润总额	940	1,065	1,211	1,371
所得税	134	152	173	196
净利润	806	913	1,038	1,175
少数股东损益	-18	-21	-24	-27
归属母公司净利润	824	934	1,062	1,202
NOPLAT	785	903	1,029	1,165
EPS(摊薄) (元)	1.07	1.22	1.38	1.57

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.5%	15.0%	12.9%	11.5%
EBIT 增长率	6.4%	15.1%	13.9%	13.3%
归母净利润增长率	9.3%	13.3%	13.8%	13.2%
获利能力				
毛利率	32.5%	33.0%	33.3%	33.9%
净利率	8.6%	8.5%	8.6%	8.7%
ROE	22.0%	24.5%	26.5%	28.7%
ROIC	31.0%	33.4%	34.3%	35.8%
偿债能力				
资产负债率	49.8%	53.2%	55.1%	56.8%
债务权益比	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
流动比率	149.2%	144.3%	143.9%	142.9%
速动比率	119.9%	115.5%	115.4%	114.7%
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.4
应收账款周转天数	7	7	7	8
应付账款周转天数	92	100	101	102
存货周转天数	52	58	59	59
每股指标(元)				
每股收益	1.07	1.22	1.38	1.57
每股经营现金流	1.63	1.02	1.18	1.34
每股净资产	4.89	4.98	5.29	5.55
估值比率				
P/E	30	27	24	21
P/B	7	7	6	6
EV/EBITDA	27	24	22	19

资料来源：公司公告，华创证券预测

家电组团队介绍

组长、首席分析师：龚源月

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：贺虹萍

上海财经大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500