信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

突破边界，以“变”应“变”

—九阳股份(002242)公司深度报告

2021 年 02 月 03 日

罗岸阳 首席研究员
S1500520070002
13656717902
luoanyang@cindasc.com

证券研究报告

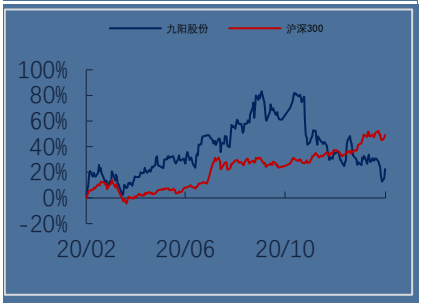
公司研究

公司深度报告

九阳股份(002242)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	30.62
52 周内股价波动区间（元）	45.80-25.00
最近一月涨跌幅(%)	-69.38
总股本(亿股)	7.67
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	234.91

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

突破边界，以“变”应“变”

2021 年 02 月 03 日

本期内容提要：

◆**九阳，从豆浆机到品质小家电。** 1994 年，九阳第一台豆浆机诞生。从此豆浆走进了寻常百姓家，也让九阳股份有限公司开启了专注健康饮食电器研发、生产和销售的旅程。迄今为止，九阳深耕小家电领域 26 年，公司主要产品覆盖豆浆机、面条机、料理机、破壁机、电饭煲、净水机等多个系列三百多个型号。

◆**品类扩张谋求可持续发展之路。**公司逐渐摆脱对于豆浆机等食品处理类小家电的单一品类依赖，中式小家电向西式小家电延伸，满足消费者多样化的需求。中低端产品向高端扩展，坚持价值推高，扩宽产品价格带。厨房到客厅，打破产品矩阵边界。收购尚科宁家，进军清洁类电器市场。

◆**看好小家电行业赛道红利，中长期大有可为。**我国小家电市场从品类丰富和保有量上远未到达天花板，年轻消费者的增多也会带来更多个性化需求，从而带来小家电产品长尾化。同时在新零售渠道红利加持下，我们看好行业在未来 3-5 年内仍处于高速增长赛道。

◆**公司以“变”应“变”，持续领跑小家电行业。**1）内部架构变革适应消费者导向市场，三级研发系统保证公司可持续推新；2）公司扁平化渠道管理，提高公司存货、应收账款等管理能力；快速适应线上渠道新变革，巧妙利用内容电商、直播等方式拓宽公司线上渠道；3）抓住核心消费人群，开启品牌营销年轻化战略。

◆**母公司 JS 环球生活助力公司内外协同发展。**2017 年 10 月九阳控股股东上海力鸿企业管理有限公司投资并购 SharkNinja，随后经过整合 SharkNinja 与九阳归入境外平台 JS 环球生活旗下，JS 环球生活全资控股 SharkNinja 及九阳 59%股权，九阳控股尚科宁家（中国）。JS 环球生活现拥有九阳、Shark 和 Ninja。JS 为九阳带来的协同效应主要可以分为 3 点：1) 供应链协同化。共享优质供应商，生产规模化相应降低成本；2）销售网络协同化。线上：借鉴九阳线上经验，运用于海外市场拓展；线下：依托 SharkNinja 原有海外渠道探索新可能。3）研发协同化。共享 5 大全球研发平台，借鉴九阳三级开发体系。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年收入为 103.28/118.24/134.59 亿元，同比+10.4/14.5/13.8%；归母净利润 9.05/10.45/11.76 亿元，同比+9.8/15.4/12.6%，对应 PE 为 25.96/22.49/19.98 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**行业竞争加剧，新品开拓不及预期，国内外疫情原材料价格大幅上涨等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,169	9,351	10,328	11,824	13,459
增长率 YoY %	12.7%	14.5%	10.4%	14.5%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	754	824	905	1,045	1,176
增长率 YoY%	9.5%	9.3%	9.8%	15.4%	12.6%
毛利率%	32.1%	32.5%	32.3%	32.6%	32.9%
净资产收益率ROE%	19.8%	22.0%	23.3%	25.0%	25.6%
EPS(摊薄)(元)	0.98	1.07	1.18	1.36	1.53
市盈率 P/E(倍)	31.14	28.50	25.96	22.49	19.98
市净率 P/B(倍)	6.17	6.26	6.04	5.62	5.12

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2021 年 02 月 02 日收盘价

投资逻辑

从公司角度来看，九阳作为深耕小家电领域多年的龙头企业，拥有丰富的技术储备和成熟的经销渠道。1）在豆浆机市场饱和后，公司积极探索厨房小家电新可能，公司现拥有豆浆机、破壁机、电饭煲等多项市场排名绝对领先的产品，将公司产品矩阵向西式小家电、厨房大电等品类延伸，对于食品处理类产品的依赖逐年降低，多板块稳定发展。2）公司投资收购尚科宁家股份，将业务扩展至清洁电器领域，满足市场日益增加的对于清洁小家电的需求，为公司提供新增长点。3）公司快速适应行业变化，在研发新 SKU 和营销方式等方面快速调整。4）与母公司 JS 环球旗下 Shark Ninja 在研发、销售、供应链等方面都形成协同发展效应。

从行业角度来看，看好小家电行业中长期赛道。随着经济发展，消费者对于电器的需求从必选品向可选品转变，我国人均小家电消费额远低于发达国家，与人均 GDP 亦不匹配，所以未来随着生活水平的提高，小家电行业潜在增长空间巨大。随着居民生活习惯的变化和需求场景不断细化，小家电产品长尾化趋势明显，为企业制造和推新提供巨大空间。

与市场不同的观点：

很多人认为九阳会被市场上很多新兴小家电品牌逐渐挤占市场份额，优势将会不断被削弱，但我们认为：

1）小家电行业虽然进入壁垒相对较低，品牌竞争激烈，但若想要持续推新且保证产品质量，从而做大做强，依旧需要深厚的研发技术、营销网络、供应链的积累，公司在各方面都有着扎实的基础，是维持公司竞争优势的核心之一。

2）公司针对市场需求和趋势变化已经做出了快速调整，积极迎合变化。且公司内部架构和研发体系能很好适应以消费者需求为导向的产品研发逻辑。

3）除原有厨房品类以外，公司通过 Shark 品牌积极向清洁类电器品类扩张，形成产品矩阵多样化，向“品质化小家电”的目标又迈进一步。同时，公司这一布局也恰好对应了 2020 年疫情过后消费者对于清洁健康产品的不断增加的需求，未来将成为公司重要增长点。

4）我国小家电市场从品类丰富和保有量上远未到达天花板，年轻消费者的增多也会带来更多个性化需求，同时在新零售渠道红利加持下，我们预计行业在未来 3-5 年内将处于高红利期。

5）公司在母公司 JS 环球生活的规划下，与集团其他品牌将产生更多内外协同效应，给公司未来业务扩展带来多样化可能性。

目 录

一、品类拓张扩公司上限，中长期赛道景气 6
1. 从豆浆机到品质小家电，品类扩张谋求可持续发展之路 6
1.1 从中式到西式，摆脱豆浆机单品依赖 6
1.2 从中端到高端，坚持价值推高，扩宽产品价格带 8
1.3 从厨房到客厅，打破产品矩阵边界 9
2. 乘风小家电行业赛道红利，中长期大有可为 12
2.1 行业规模增长进行时，疫情背景逆势上扬 12
2.2 从必选品到可选品，消费升级带动行业需求增长 13
2.3 产品不断升级，应用场景细化推动产品长尾化，线上渠道助力品牌推新 15
二、以"变"应"变"，九阳持续领跑小家电行业 18
1. 内部架构变革适应消费者导向市场，三级研发体系推动产品可持续 18
2. 扁平化渠道管理，快速适应线上渠道新变革 20
3. 抓准核心消费人群，开启品牌营销年轻化战略 22
三、母公司 JS 环球生活助力公司内外协同发展 26
1. 九阳股权结构集中，激励措施到位，推动可持续发展 26
2. JS 环球生活：布局全球化小家电品牌 27
3. 从九阳到 JS 环球生活，集团内协同发展 28

表 目 录

表 1：我国 GDP 水平和小家电消费花费于发达国家对比（美元） 13
表 2：公司股权激计划 26
表 3：公司营业收入预测及同比增速（百万元，%） 30
表 4：可比家电公司估值情况 31

图 目 录

图 1：九阳股份有限公司发展历程 6
图 2:九阳不断改进豆浆机技术 6
图 3：九阳豆浆机 2019 年线上销售额份额占比(%) 7
图 4：美苏九豆浆机均价变化（元） 7
图 5：公司产品矩阵 7
图 6：公司营业收入按产品拆分（%） 8
图 7：公司营业收入及同比增速（百万，%） 8
图 8：公司归母净利润及总比增速（百万，%） 8
图 9：公司 SKY 高端系列热销产品 9
图 10：厨房小家电各品牌线上均价（元） 9
图 11：SharkNinja 产品矩阵 10
图 12：SharkNinja 核心品类市占率（2018，%） 10
图 13：Shark 线上线下快速扩张。 11
图 14：Shark 国内热销产品 11
图 15：Shark2020 年双十一战报 12
图 16：2018 年中国与发达国家吸尘器保有量 12
图 17：小家电主要分类 12
图 18：我国小家电市场规模（亿元） 12
图 19：2020H1 小家电零售及增速（万台、百万元、%） 13
图 20：2020H1 主要家电销售增速和小家电对比（%） 13
图 21：日本家电渗透率变化（台/百户） 14
图 22：中国城镇家庭耐用品保有量（台/百户） 14
图 23：炊具电器化 推动厨房小家电发展 15
图 24：使用电器解决原来人工完成的工作 15
图 25：线上厨房小电品类市占额（按销售额） 16
图 26：线上厨房小电品类市占额（按销量） 16
图 27：2019 年各国户均人口数（个） 16
图 28：2020 年 1-11 月不同容量榨汁机销量变化（万台） 16
图 29："萌系"、IP 联名盛行 17
图 30：主要小家电品类线上渠道占比（%） 17

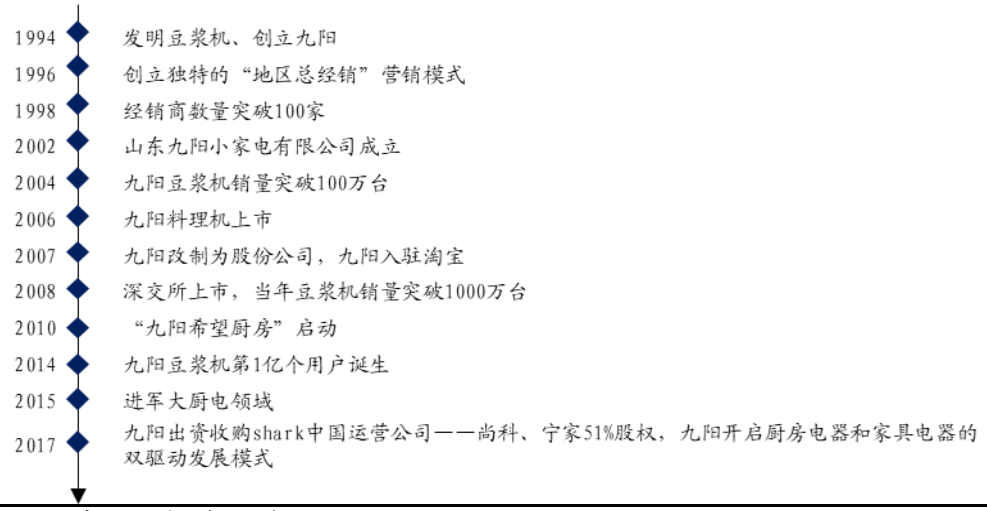
图 31：2019 年小家电行业主要上市企业线上占比（%）.....17
图 32：九阳与同行业企业营业收入变化比较（亿元）.....18
图 33：九阳与同行营收增速比较（%）.....18
图 34：2019 年，公司内部架构改造为 BU 制.....18
图 35：公司三级研发体系.....19
图 36：九阳研发费用及研发费用率变化（百万元，%）.....20
图 37：九阳与同行研发费用率对比（%）.....20
图 38：九阳研发人员数量（个）.....20
图 39：专利发布数量/技术人员（个/人）.....20
图 40：九阳扁平化渠道结构.....20
图 41：公司与同行应收账款周转率比较.....21
图 42：公司与同行库存周转率比较.....21
图 43：九阳专卖店.....21
图 44：九阳开设高端 mall 店和品牌体验店.....21
图 45：九阳线上收入比例与苏泊尔对比 （%）.....22
图 46：开设淘宝旗舰店、九阳小程序商城.....22
图 47：2020 年公司全网销售额变化.....22
图 48：邀请明星、KOL 进行直播带货.....22
图 49：渠道、售后及广告费用及占营收比例（百万，%）.....23
图 50：公司销售费用率与同行比较（%）.....23
图 51：九阳官方旗舰店用户画像（%）.....23
图 52：九阳官方旗舰店用户年龄段分析.....23
图 53：公司与 Hello Kitty、Linefriends 联名.....24
图 54：公司邀请邓伦担任品牌代言人.....24
图 55：通过各内容平台进行种草推广.....24
图 56：公司 2019 年与 2020 年搜索人气对比.....25
图 57：公司与同行支付转化率比较.....25
图 58：公司股权穿透图.....26
图 59：公司现金分红总量和股利支付率（万元，%）.....27
图 60：公司与同业股利支付率比较.....27
图 61：JS 环球生活营收及增长（亿美元，%）.....27
图 62：JS 环球营收构成（按公司，%）.....27
图 63：JS 环球业务地区分布（百万美元）.....28
图 64：九阳与 JS 环球生活的协同效应.....29
图 65：九阳与 Shark 关联交易额及增速（万元，%）.....29

一、品类拓张扩公司上限，中长期赛道景气

1. 从豆浆机到品质小家电，品类扩张谋求可持续发展之路

1994 年，九阳第一台豆浆机诞生。从此豆浆走进了寻常百姓家，也让九阳股份有限公司开启了专注健康饮食电器研发、生产和销售的旅程。迄今为止，九阳深耕小家电领域二十多年年，公司主要产品覆盖豆浆机、面条机、料理机、破壁机、电饭煲、净水机等多个系列三百多个型号。除了小家电以外，2015 年九阳正式进军大厨电领域，全力打造智能厨房、年轻人的厨房等。2017 年，公司出资收购尚科宁家 51%的股权，正式进军清洁家居电器领域，开启厨房电器和家居电器双驱动发展模式。随着公司产品品类的扩张和规模的进一步扩大，九阳作为小家电龙头企业不断做大做强。

图 1：九阳股份有限公司发展历程

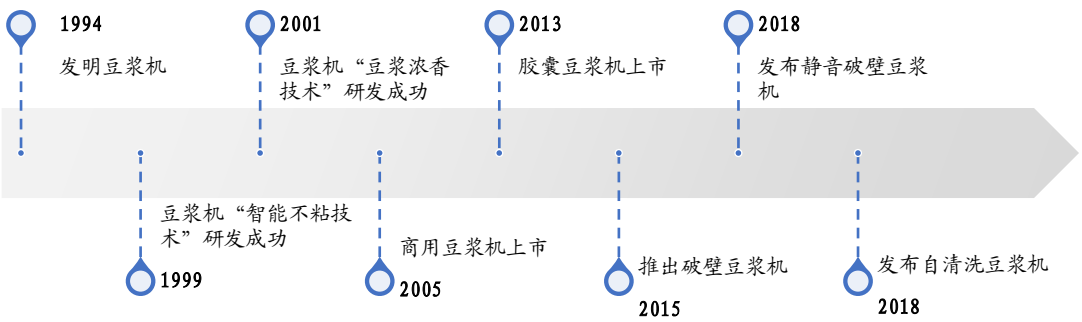


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.1 从中式到西式，摆脱豆浆机单品依赖

九阳以豆浆机起家，是豆浆机品类的绝对龙头企业。多年来九阳一直在豆浆机领域进行技术钻研和创新，从最开始豆浆机的“智能不粘技术”到九阳著名的“豆浆浓香技术”，九阳立志于将品质上乘的豆浆带入千家万户。随着国内榨汁类产品的不断发展，九阳与时俱进，先后发明了破壁豆浆机、静音豆浆机和免洗豆浆机，不断解决客户痛点，提升产品性能。

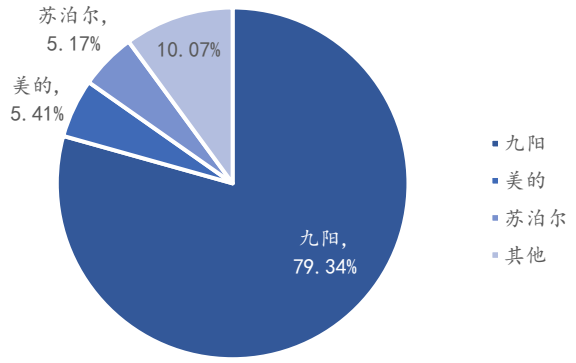
图 2:九阳不断改进豆浆机技术



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

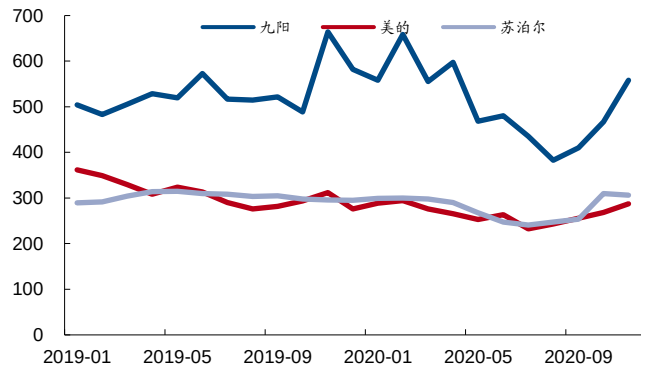
豆浆机作为九阳的立身之本，一直以来都在市场份额上占据第一，根据淘数据 2019 年全网销售额数据，九阳豆浆机市占额达到 79.34%，相比美的、苏泊尔等拥有绝对优势。从产品定位来说，九阳通过长久以来对豆浆机的技术积累推高产品价值，九阳豆浆机均价在行业中处于上游，2019 年九阳豆浆机线上均价达到 534 元，分别高出美的、苏泊尔均价 72.34%、76.45%。

图 3：九阳豆浆机 2019 年线上销售额份额占比(%)



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

图 4：美苏九豆浆机均价变化（元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

随着国内豆浆机渗透率提高，市场增速放缓，九阳必须拓宽公司产品矩阵，摆脱对单一品类的依赖以获得公司的长期可持续增长。公司从豆浆机向类似品类延伸，推出榨汁机、破壁机等水类处理产品。同时，九阳作为以豆浆机起家的小家电企业，在中式小家电方面一直在探索边界，2013 九阳创新推出面条机、馒头机、料理机等，契合中式食饮习惯。同时、为了迎合消费者对于西式烘焙的兴趣，公司推出一系列西式小家电，如面包机、烤箱等。2015 年，九阳正式进军大厨电，将公司产品矩阵进一步拓宽。根据公司官网，公司现有产品可以主要分成豆浆机、破壁机、饭煲系列、净水器、厨房电器、厨房小电、厨具和轻养食材类。

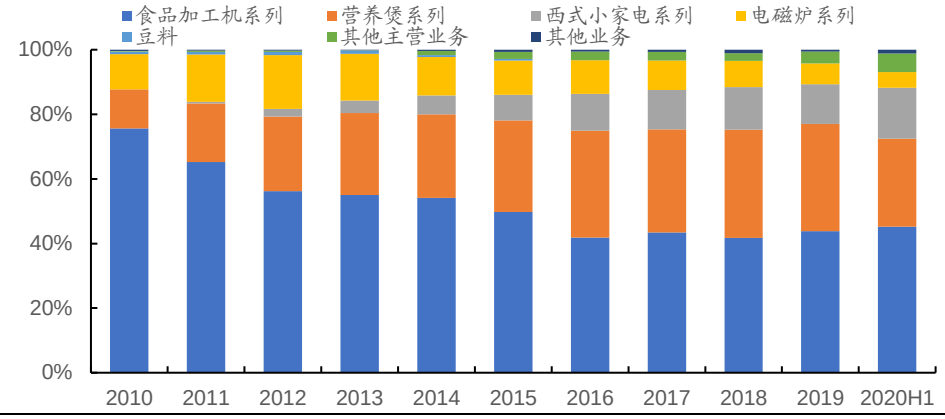
图 5：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

单一品类依赖逐渐降低，公司多品类协同发展。以豆浆机为代表的公司食品加工机系列产品占公司总营收比例不断下降，从 2010 年占公司总收入 75.62%下降至 2020H1 占公司总收入 45.23%。2020 年上半年，除食品加工机系列外，公司营养煲系列、西式小家电、电磁炉系列分别占公司总营业收入的 27.24%、15.71%、4.90%。除了豆浆机外，公司生产的破壁料理机、榨汁机、面条机和空气炸锅等主要优势品类都牢牢占据市场第一的位置，其他大部分品类位列行业前三。

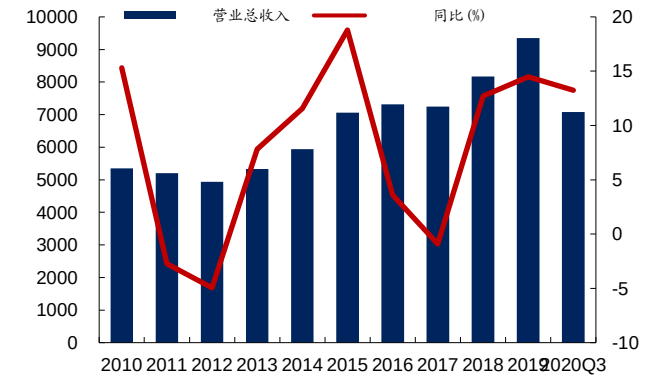
图 6：公司营业收入按产品拆分（%）



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

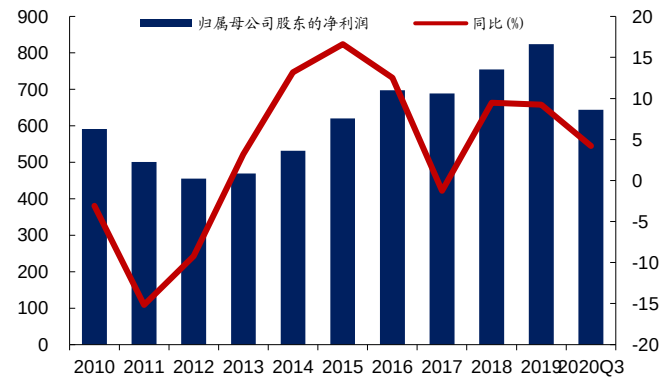
随着公司品类的拓展，公司营收规模不断稳定扩大，盈利水平稳步提升。2018-2019 年公司营业收入分别达到 81.69 亿、93.51 亿，分别同比增长 12.71%、14.48%。虽然 2020 年年初疫情对公司销售造成一定影响，但公司二季度起迅速恢复并保持上行趋势，2020 年前三季度公司营业收入达 70.83 亿，同比上涨 13.24%。公司净利润水平也稳步提升，2018-2019 年归母净利润总额达 7.54 亿元、8.24 亿元，同比增长 9.48%、9.26%。

图 7：公司营业收入及同比增速（百万，%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 8：公司归母净利润及总比增速（百万，%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

1.2 从中端到高端，坚持价值推高，扩宽产品价格带

随着居民收入水平不断提高，消费升级趋势显现，消费者对于高价值、高品质产品的需求不断提高，公司以长时间积累的研发技术为基础，不断创新制造，坚持价值登高和价值营销，在 2019 年推出公司核心产品高端线“SKY”系列，包括 S 系列无涂层蒸汽饭煲、K 系列免手洗破壁豆浆机和 Y 系列免手洗破壁机。

和公司中低端线相比，SKY 系列产品更加注重使用感受，主打特点包括“免手洗”、“低噪音”、“蒸汽除菌”“低糖”等可选功能，在保证产品原始功能的基础上，给消费者带去更加智能、便捷、卫生的附加功能，从而提升产品消费体验。从价格角度来看，“SKY”系列产品要明显高于公司普通产品线，标价都在 1500 元以上，而公司中低端产品标价普遍低于 500 元。

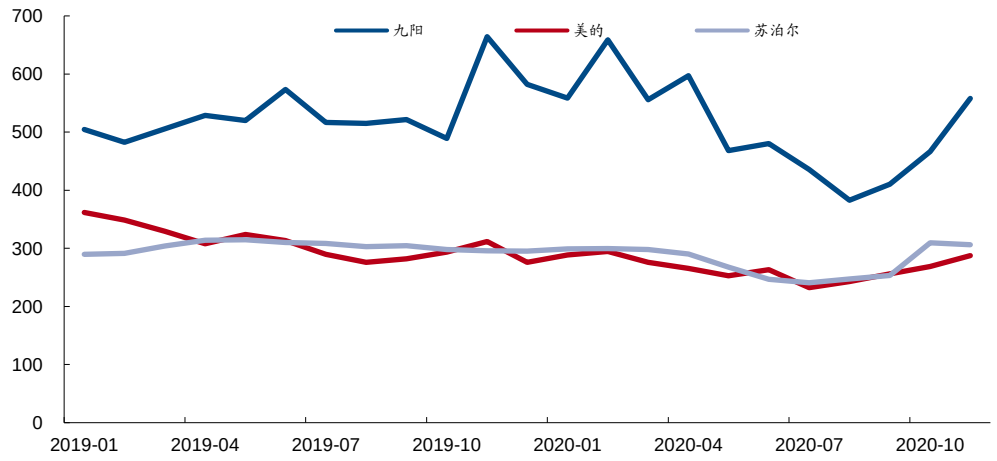
图 9：公司 SKY 高端系列热销产品

	S系列无涂层蒸汽饭煲		K系列免洗豆浆机		Y系列免洗破壁机	
型号	S3	S160	K560	K1SPro	Y1	Y88
						
价格	1999	999	2599	3999	2599	3599
特点	高温蒸汽制熟，无涂层不沾内胆	玻璃内胆，一键低糖	不用手洗，双杯破壁	不用手洗，智能保温	不用手洗，低音破壁	自动清洁，蒸汽除菌
常规款						
常规	50A3	50C81	Q18	N66	Y192	Y933
						
价格	309	309	799	379	999	399
特点	双胆不串味	球形双胆，大容量	触控大屏，大容量，免过滤	八大功能，免滤倍浓	高速破壁	纤薄低音，多能料理

资料来源：淘宝 信达证券研发中心

除了推出公司核心产品高端系列，九阳在整体产品线定价方面高于同行业美的、苏泊尔、小熊等。根据淘数据全网口径，九阳线上厨房小家电均价处于行业领先水平，根据 2020 年 12 月最新数据，九阳厨房电器均价为 299.57 元/台，高于苏泊尔和美的，是小熊厨房电器均价的两倍（147.72 元/台）。**未来，在消费升级和分级并存的大趋势之下，公司将继续坚持通过提高产品技术水平实现价值登高，继续以制造“品质小家电”为己任。**

图 10：厨房小家电各品牌线上均价（元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

1.3 从厨房到客厅，打破产品矩阵边界

收购 SharkNinja，进军清洁类电器市场。2018 年 2 月，公司与 SharkNinja(HongKong)签订投资框架收购其在大陆设立的尚科宁家（中国）公司 51%的股权，正式进军清洁电器市场。SharkNinja 旗下拥有 Shark 和 Ninja 两大品牌，旗下产品主要覆盖清洁和厨房小家电，

Ninja 为优质厨房电器品牌，Shark 为美国清洁电器龙头品牌，产品既包括传统吸尘器，也创新性推出了扫地机器人等产品。

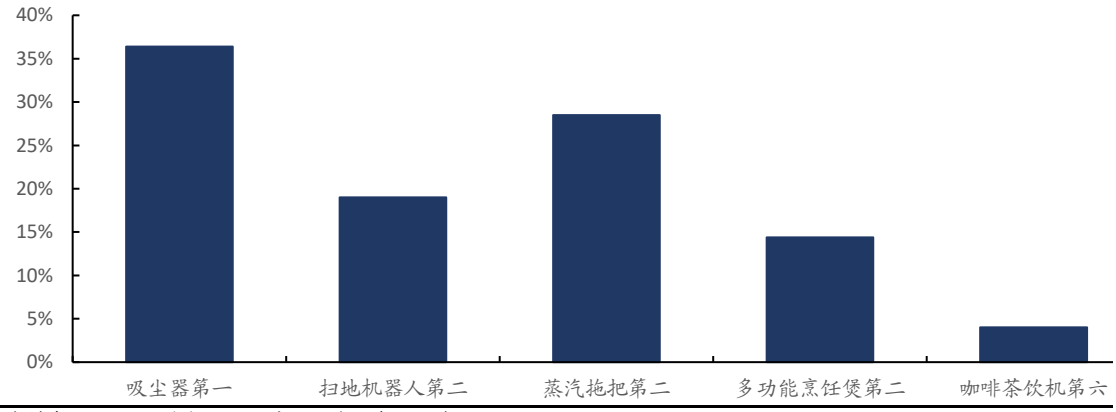
图 11：SharkNinja 产品矩阵



资料来源：JS 环球招股说明书，信达证券研发中心

根据 Euromonitor 销售量口径，Shark 吸尘类产品常年稳居美国市占率前五，2020 年，Shark 吸尘类清洁产品市占率达到 10.5%，较 2019 年进一步提升。从细分品类来看，Shark 的吸尘器稳居美国市场第一名，市占额达到 36.40%，扫地机器人和蒸汽拖把均位居市占额第二。Ninja 搅拌机、多功能烹饪煲等也都在市场上有着亮眼表现。

图 12：SharkNinja 核心品类市占率（2018，%）



资料来源：JS 环球招股说明书，信达证券研发中心

公司通过投资尚科宁家以负责 Shark 清洁类产品在中国的销售推广，Ninja 由于与九阳存在品牌竞争关系，并未在中国市场上市。九阳与尚科宁家的合作为双方带来巨大协同效应，主要表现在两个方面：

1）Shark 依靠九阳已有渠道加快中国市场渗透速度。九阳作为国内小家电龙头企业，经销渠道和营销策略成熟，Shark 可以依托九阳已有渠道快速进行市场布局。线下，Shark 通过入驻九阳门店和在大型卖场开设官方旗舰店的方式逐渐铺开渠道，提高品牌市场知名度；线上，Shark 开设天猫官方旗舰店，并入驻苏宁、京东等线上平台从而进一步打开中国市场。

图 13：Shark 线上线下快速扩张。



资料来源：淘宝、九阳官方微博，信达证券研发中心

2）研发领域协同探索，推动产品中国化。中国与美国住宅、生活习惯等存在较大差异，因此清洁类产品类型也不尽相同，美国由于住宅面积普遍更大，因此多使用中大型吸尘器多，国内住宅以公寓等小户型为主，因此手持类便携式产品更受欢迎。今年受疫情影响，国内对于除菌类家庭清洁电器需求明显增加，Shark 主推的蒸汽拖把主打“160 度高温杀灭深层细菌”，在传统拖把的基础上，用高温水蒸气来消毒杀菌， 并具有消除螨虫的功效，解决了消费者在疫情背景下的消费需求。

图 14：Shark 国内热销产品



资料来源：天猫，信达证券研发中心

Shark 增速加快，清洁市场大有可为。2020 年 9 月至 12 月，Shark 蒸汽拖把持续稳居淘宝销量第一，双十一期间 Shark 获得蒸汽拖把和电动拖把双料销售冠军，增长为 2019 年的 4 倍速。2020 年上半年，根据奥维云网数据，清洁电器销售额 97.1 亿元，同比增长 7.8%，销售量达 1216.1 万台，同比增长 17.8%。不难看出，消费者对于清洁类产品的需求正在快

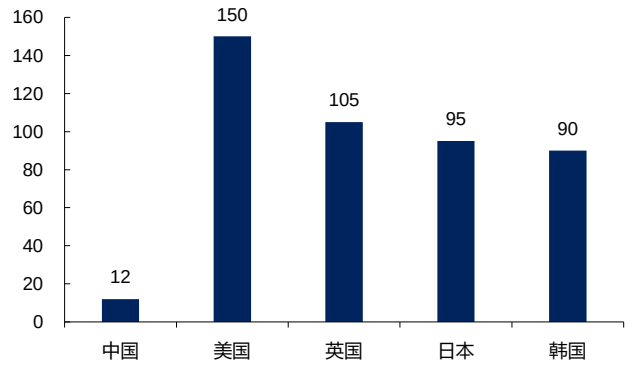
速增大，我国吸尘器保有量仅为 15 台/百户，而日本、韩国这一数值分别达到了 95 台/百户、90 台/百户。我国清洁类产品市场广阔，随着 Shark 进入中国市场打开品牌和产品知名度，未来将成为九阳收入的又一大增长点。

图 15：Shark2020 年双十一战报



资料来源：Shark 官方微博，信达证券研发中心

图 16：2018 年中国与发达国家吸尘器保有量



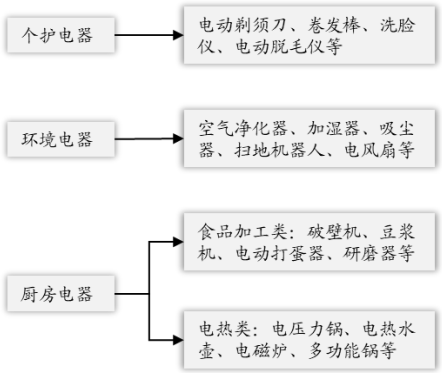
资料来源：JS 环球生活招股说明书，信达证券研发中心

2. 乘风小家电行业赛道红利，中长期大有可为

2.1 行业规模增长进行时，疫情背景逆势上扬

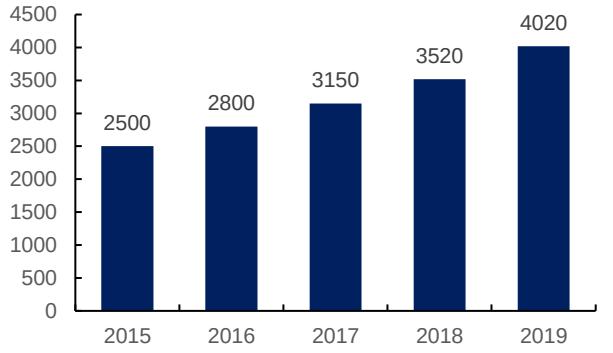
小家电行业规模快速增长，看好中长期赛道红利。根据 Euromointor，小家电主要可以分为个护小家电、环境小家电和厨房小家电，厨房小家电又主要分为食品加工类小家电（如破壁机、电动打蛋机等）和电热类小家电（如电热水壶、电磁炉等）。 2019 年，我国小家电行业规模达到 4020 亿元，同比增长 14.20%，2015 年起 4 年 CAGR 高达 12.61%，保持持续高速增长态势。

图 17： 小家电主要分类



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

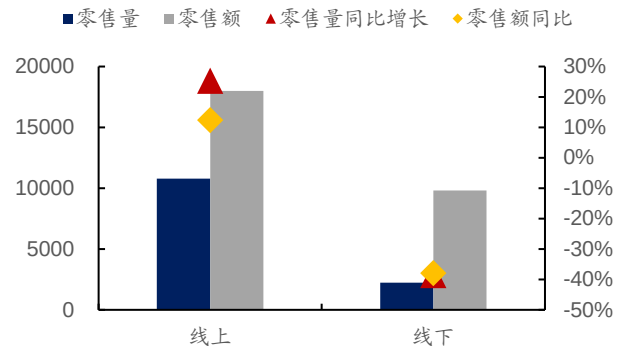
图 18：我国小家电市场规模（亿元）



资料来源：中商情报网，信达证券研发中心

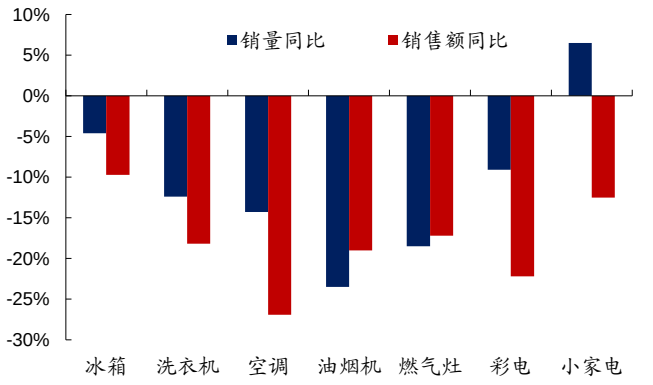
疫情背景下销量逆势上涨。2020 年上半年，根据奥维云网数据，小家电零售量达 1.30 亿台，同比增长 6.5%，按照渠道来分，线上销售量额分别达到 1.08 亿台、180 亿元，分别同比上涨 25.4%、12.4%，线下实体店受疫情影响比较明显，销售量额为 2223 万台、98 亿元，出现较大幅度下滑。但总体而言，相较其他大家电量额大幅双减的态势，小家电整体表现亮眼。

图 19： 2020H1 小家电零售及增速（万台、百万元、%）



资料来源：AVC，信达证券研发中心

图 20： 2020H1 主要家电销售增速和小家电对比（%）



资料来源：AVC，信达证券研发中心

2.2 从必选品到可选品，消费升级带动行业需求增长

人均 GDP 增长推动小家电市场规模扩大。人均 GDP 和居民小家电消费水平之间有着明显的正相关关系。从人均数据来看，发达国家人均 GDP 平均水平是中国的 4.4 倍，但小家电消费额则是中国的 5.1 倍，体现了我国小家电市场随着经济发展水平的提高仍有巨大的发展潜力空间。

表 1：我国 GDP 水平和小家电消费花费于发达国家对比（美元）

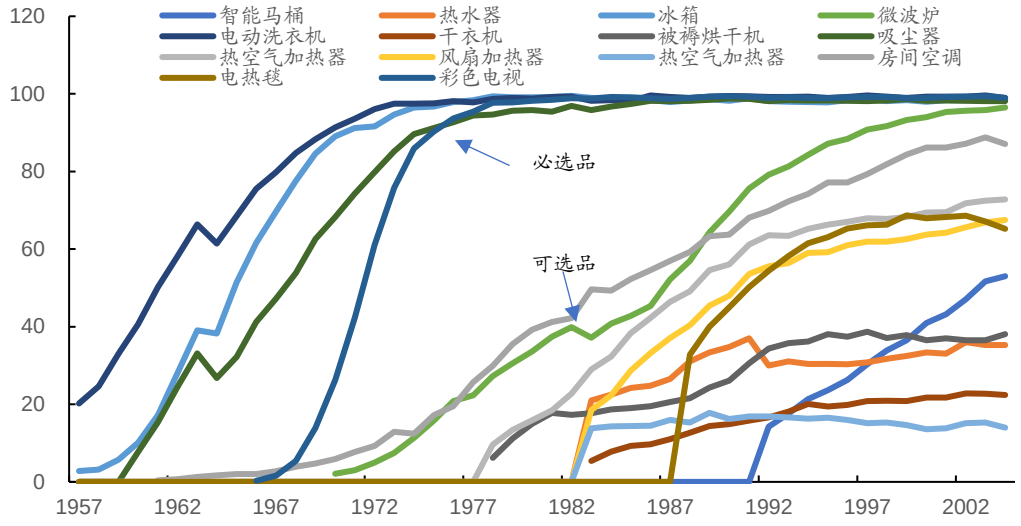
	人均 GDP（美元）	每千人小家电（除空气类产品）消费额（美元，现价）	每千人食物处理类小家电消费额	每千人电热类小家电消费额	每千人厨房小家电消费额	每千人个护小家电消费额	每千人熨斗消费额	每千人吸尘器消费额
中国	10261.68	11855.14	1605.54	1334.16	3827.77	3385.45	201.77	1500.44
日本	42330.12	60528.79	1680.59	1402.33	22571.29	19314.95	1262.81	14296.83
新加坡	65233.28	42933.37	6822.48	0.00	12800.76	8304.13	1533.33	13472.67
韩国	40246.88	71316.29	5618.32	5905.28	23802.68	11714.91	552.46	23722.64
澳大利亚	65297.52	83171.98	9062.34	14152.96	23616.05	18025.49	1801.36	16513.78
加拿大	46194.73	41025.33	5054.66	2544.70	15794.80	8556.30	812.59	8262.27
美国	31846.22	67489.32	9669.29	3257.73	20808.91	18095.60	2128.26	13529.54
法国	40493.93	59780.20	12724.40	1734.67	16288.72	10311.59	3144.37	15576.45
德国	46445.25	73388.61	11292.31	785.47	20162.35	14539.55	3000.59	23608.35
英国	55060.33	58123.23	4577.57	3332.50	15241.86	13529.14	3988.96	17453.20
发达国家平均	48127.58	61973.01	7389.11	4139.46	19009.71	13599.07	2024.97	16270.64
发达国家/中国	4.69	5.23	4.60	3.10	4.97	4.02	10.04	10.84

资料来源：Euromonitor，wind，信达证券研发中心

日本作为邻国，消费习惯与我国人民相似，复盘日本电器渗透率变化的历史，我们可以看到日本的家电产品渗透率在 70-80 年代出现较大分化，这个时期也是日本人均 GDP 超过开始超过 1 万美元的时期，随着冰箱、洗衣机、吸尘器等必选品渗透率见顶，消费者购买电器开始从必选品转向干衣机、电热毯、被褥烘干机等可选品转换。根据 2019 年我国耐用电器保

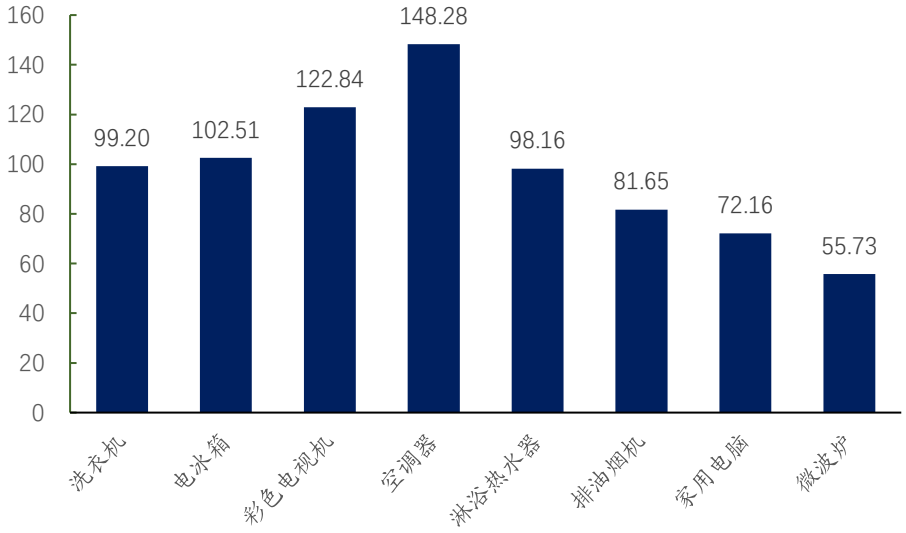
有量显示，我国空冰洗和彩电等必选品在城镇家庭中已基本达到一户一台的水平，接下来将进入微波炉等小家电渗透率快速提升的阶段，且 2019 年中国人均 GDP 已突破了 1 万美元大关。**未来随着消费者可支配收入的提高以及消费倾向向小家电等可选品的转变，小家电市场可挖掘潜力巨大。**

图 21：日本家电渗透率变化（台/百户）



资料来源：日本总务省统计局，信达证券研发中心

图 22：中国城镇家庭耐用品保有量（台/百户）



资料来源：wind，信达证券研发中心

炊具电器化推动厨房小家电发展。由于传统炊具需要使用明火，对使用场景要求比较高，为了迎合消费者日益多样化的使用场景需求，炊具出现电器化的趋势，炒锅进化成多功能锅，砂锅变成电砂锅，汤锅变成电炖锅，电器化后的炊具不仅能满足不同场景的需求，也能节约一定的化石能源。伴随传统炊具电器化的进程，产品单价也随着产品技术含量的提高得到相应提升，从而进一步扩大潜在市场规模。

图 23：炊具电器化 推动厨房小家电发展



平均价格	162	98	80	111		211	147	72	81
炊具	炒锅	平底锅	砂锅	蒸锅		高压锅	汤锅	火锅	水壶
替代小家电	多功能锅	电饼铛	电砂锅	电蒸锅	电饭煲	电高压锅	电炖锅	电火锅	电热水壶/养生壶
平均价格	648	199	238	485	272	376	187	144	171

资料来源：淘数据、淘宝，信达证券研发中心

消费者生活水平提高，日常习惯变化带来小家电增长空间。随着电器设备的推广，日常生活中协助消费者完成家务的小家电逐渐被大家所接受，如洗碗机、洗地机、扫地机器人、绞肉机等，这些小家电的推广使用有助于更高效完成家务，节省时间和精力。随着产品教育的进一步提高，消费者对于类似小家电的接受度也将随之增加，从而需求得到进一步释放。

图 24：使用电器解决原来人工完成的工作

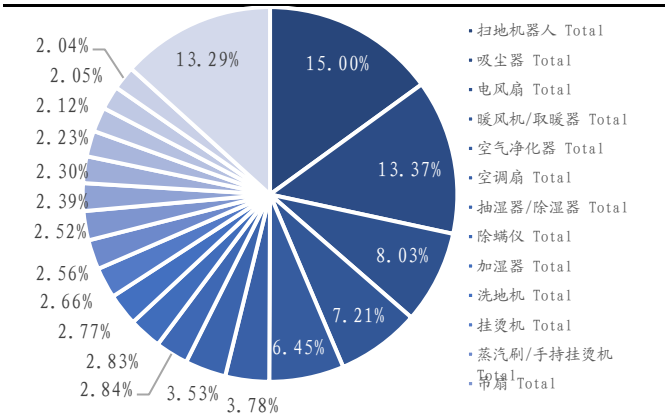


资料来源：淘宝，信达证券研发中心

2.3 产品不断升级，应用场景细化推动产品长尾化，线上渠道助力品牌推新

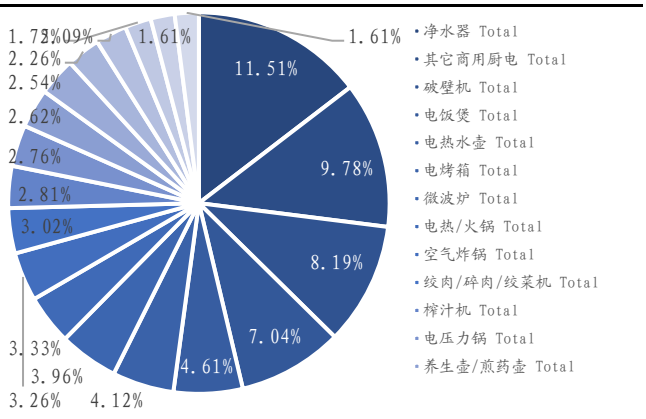
场景细分带来需求多样化，需求多样化促进产品长尾化。使用场景的多样化不仅推动了传统炊具的电器化，还推动消费者需求的细分化。为了迎合消费者日益细分的需求，家电品牌纷纷延伸产品品类，小家电产品逐渐长尾化。根据 2020 年 1-11 月淘数据口径，厨电细分品类共 60 个，其中新增品类 17 个。除传统厨房小电器体量较大以外，有 48 个品类 11 个月累计销售额未超过 5 亿。生活电器共 54 个细分品类，其中有 21 项为新增品类。未来，随着消费者生活品质的进一步提高，对于电器的可使用场景将提出更多的要求，这些需求将被小家电厂家转化成未来发展的又一大驱动力。

图 25：线上厨房小电品类市占额（按销售额）



资料来源：淘数据，2020 年 1-11 月，信达证券研发中心

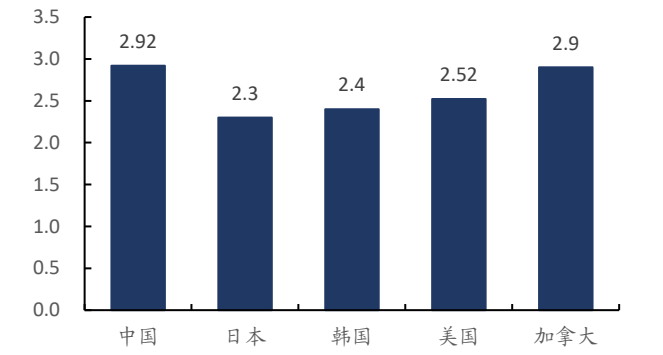
图 26：线上厨房小电品类市占额（按销量）



资料来源：淘数据，2020 年 1-11 月，信达证券研发中心

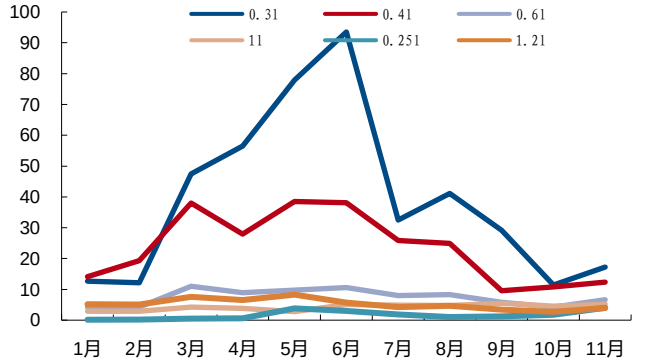
产品长尾化不仅体现在产品品类的增多，也体现在同品类中 SKU 的增多，不同 SKU 间有的存在性能的不同，有的存在产品容积的差别。随着我国独居人口的增多，户均平均人口逐渐增加，对于小容积小家电的需求也不断增加。根据 2020 年 1-11 月淘数据口径，不同容量的榨汁机中小容积 0.3L 款始终是最受欢迎的，远高于常规家用 1L 以上的大容积款。中国 2019 年户均人口数为 2.92，较世纪初每户平均 3.13 人已经有了明显下降，但数据仍高于很多发达国家，日本、韩国仅为 2.3 人/户、2.4 人/户，这预示着随着社会经济发展，我国单个家庭规模有可能进一步缩小，对于小容量小家电的需求或将进一步增加。

图 27：2019 年各国户均人口数（个）



资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 28：2020 年 1-11 月不同容量榨汁机销量变化（万台）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

除了产品的本身的升级和品类拓展，小家电在外观设计方面由于“萌系”、“IP”文化的兴起，为小家电设计新思路。90 后的消费者的成长伴随着互联网的兴起和推广，快速接触各类时尚信息，对于小家电等常用品的外观要求不断提高。随着小家电主要消费群体的年轻化，“萌系”元素逐渐成为小家电的一大重要元素。随着粉丝经济的兴起，除了邀请明星代言人来吸引粉丝群体外，小家电企业还纷纷与各大 IP 推广联名产品，将动漫、卡通形象等融入产品设计中，在符合萌系设计的同时吸引大批 IP 粉丝。

图 29：“萌系”、IP 联名盛行

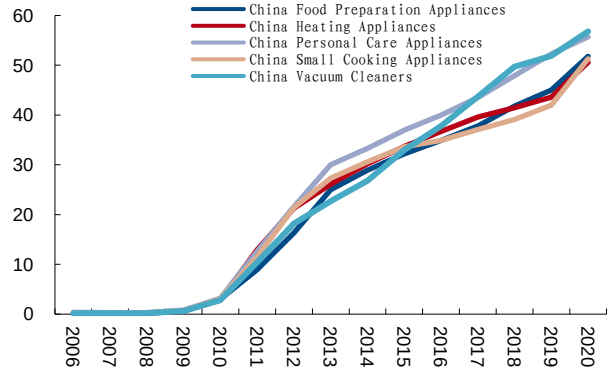


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

随着淘宝、京东等电商平台的兴起和不断发展，我国购物线上化比率不断提升。厨电、空冰洗等大家电单价高、体积大，更适合实体店体验考察后下单，而小家电单价低、体量小等特征使小家电天然更加适应销售线上化的趋势。根据 Euromonitor，中国小家电线上渠道销售占比均已超过 50%，2020 年中国食品处理、电热类、个护、小型烹饪和吸尘小家电的线上销售额占比分别达到了 51.8%、50.6%、55.7%、51.3%、56.8%。我国小家电行业的主要品牌也积极迎合线上趋势，2019 年九阳、苏泊尔、新宝、北鼎、小熊线上营业收入分别占比 79.12%、52.91%、58.97%、59.03%、90.41%，格力电器因为业务板块中白电等大家电占比较高，因此线上渠道占比相对较低。

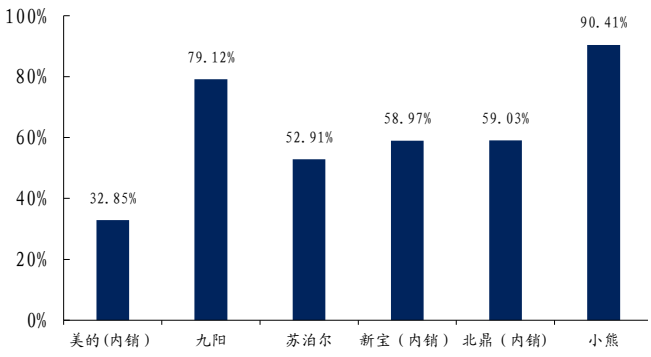
线上化趋势为长尾产品提供更多可能性。根据克里斯·安德森 2004 年提出的长尾理论，当商品储存、流通、展示的场地和渠道足够宽广，商品生产成本急剧下降，任何看似以往需求极低的产品也会有人购买。线上电商渠道其实就提供了这样的一个流通展示的场地和渠道，商家上新一款新品类和 SKU 的成本可以忽略不计，从而为长尾小家电产品的不断推出提供了可能性。

图 30：主要小家电品类线上渠道占比（%）



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 31：2019 年小家电行业主要上市企业线上占比（%）



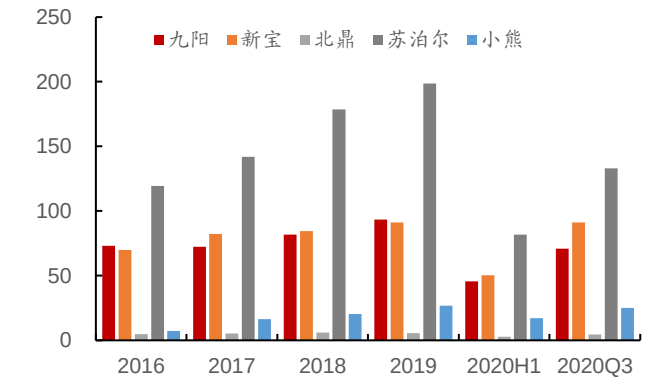
资料来源：wind，信达证券研发中心

从中长期角度来看，随着 GDP 的增长和人们消费习惯的变化，消费者对于小家电的需求会不断提升；小家电厂家通过挖掘消费者的长尾需求不断推出新的长尾小家电，用产品创造需求，为小家电市场提供新的推动力。

二、以“变”应“变”，九阳持续领跑小家电行业

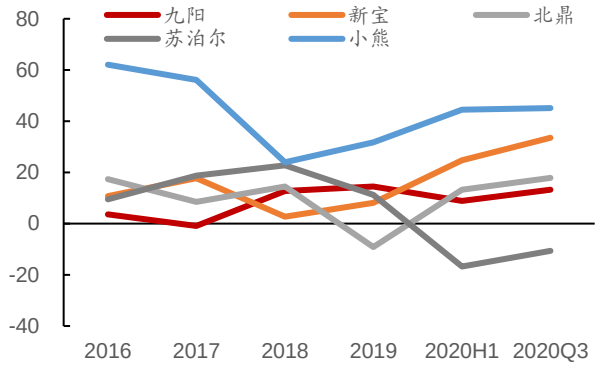
2020 年，尽管疫情给消费品行业带来一定冲击，小家电行业却在疫情背景下异军突起，迅速恢复，且呈现出快速增长的趋势。2020 年上半年，九阳、新宝、北鼎、小熊都实现了正增长且第三季度增速进一步加快，而往年营收规模处于行业第一的苏泊尔今年表现欠佳，到第三季度为止仍未扭负为正。面对小熊、北鼎、摩飞等新兴品牌的夹击，同样作为小家电龙头企业的九阳，为什么可以在 2020 年继续保持稳定增长?

图 32：九阳与同行业企业营业收入变化比较（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 33：九阳与同行营收增速比较（%）

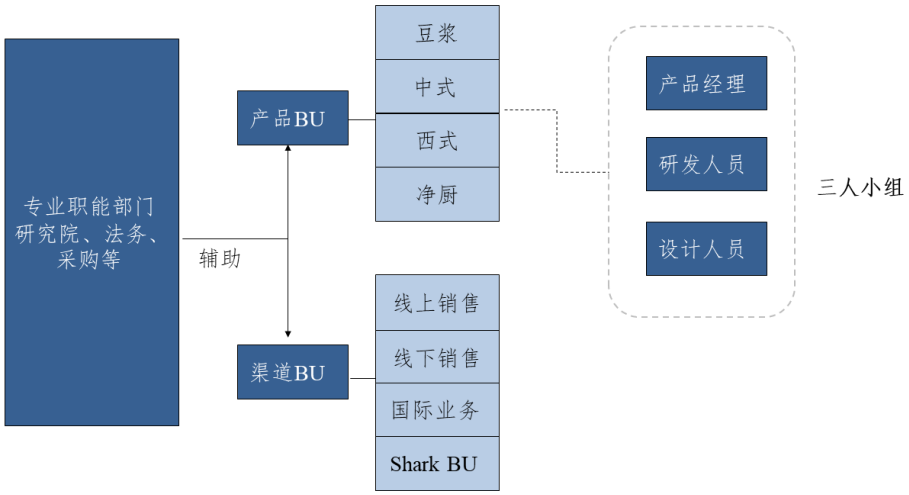


资料来源：wind，信达证券研发中心

1. 内部架构变革适应消费者导向市场，三级研发体系推动产品可持续

2019 年，公司将内部架构转变为 BU 制，分为产品 BU（豆浆、中式、西式、净厨）和渠道 BU（线上销售、线下销售、国际业务、Shark BU），将员工的绩效与 BU 成绩直接挂钩，形成激励机制。针对产品 BU，成立各自的三人小组，其中包括产品经理、设计人员和研发人员，产品经理及时与市场沟通，向研发人员和设计人员反馈市场趋势和对产品的意见，从而提高产品推新效率和成功率。在产品 BU 和渠道 BU 以外，公司设立平行专业职能部门辅助展品的研发推广。

图 34：2019 年，公司内部架构改造为 BU 制

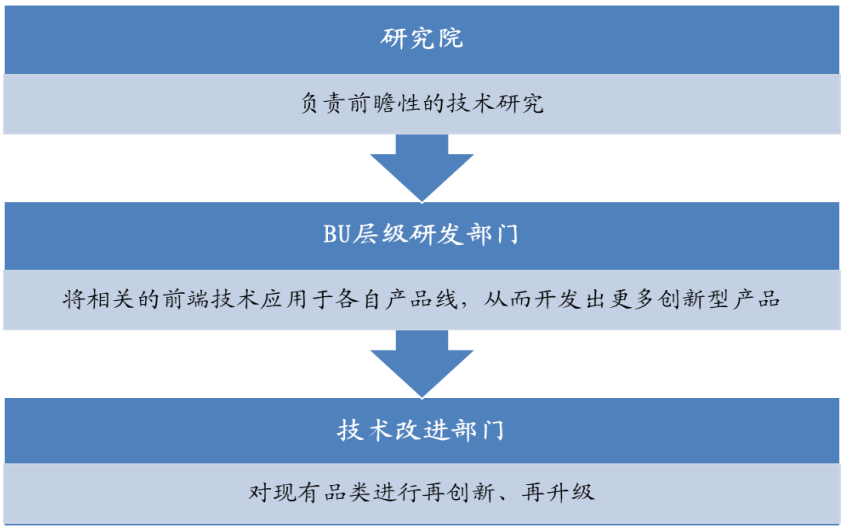


资料来源：信达证券研发中心整理

三级研发系统，保证公司产品可持续创新。公司深耕小家电领域多年，积累了大量技术，对于行业技术发展方向有着敏锐嗅觉。公司设置三层研发系统，第一层为研究院，负责前瞻性

技术研究，把握行业新兴技术发展前沿方向；第二层是 BU 层级研发部门，公司按照产品不同，将公司业务划分为豆浆、中式、西式、净厨四大 BU，BU 层级研发部门负责将相关的前端技术应用于各自产品生产线，实现品类创新；第三层及为技术改进部门，主要职责在于对公司已有品类进行创新，实现产品的升级迭代。三层研发系统为公司在长期的前沿技术和当下流行的技术储备两方面都提供了保障，目前公司在静音破壁技术、自清洁技术、蒸汽饭煲等多项技术都保持着行业领先优势。

图 35：公司三级研发体系

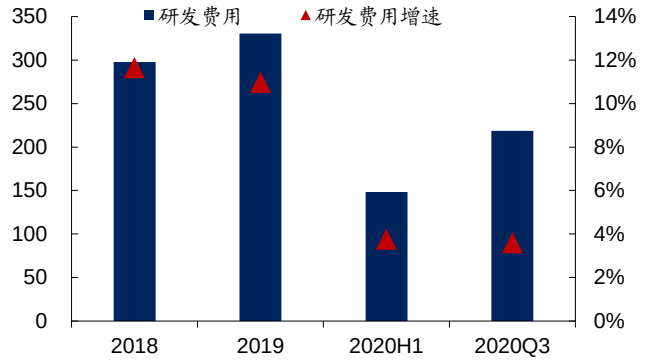


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

研发费用稳定增长，效率显著高于同行。2019 年公司研发费用投入 3.30 亿元，同比增长 10.99%，2020 年公司研发投入增速有所放缓，截至第三季度公司研发费用达 2.19 亿元，同比增长 3.61%，但公司研发费用率始终高于同行业的苏泊尔、小熊电器等。九阳的技术研发人员也逐年快速增长，带动公司专利发布数量随之增多。

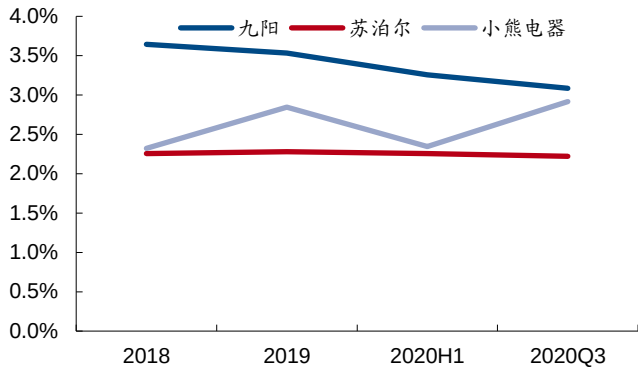
2020 年，受疫情等因素影响，各公司研发费用增速均有一定下滑，但九阳的研发效率并未受影响，相反专利发布数量快速上升。根据企查查数据，九阳 2020 年发布专利 2855 项，其中发明公布 237 项，发明授权 106 项，实用新型专利 2233 项，外观设计专利 279 项。2019 公司技术人员共 576 人，2019 年专利发布数为 2054 个，平均每个技术人员发布专利 3.57 个，研发效率显著同行业其他公司。不难看出，以研发为本，注重产品创新发展是九阳在小家电行业激烈的份额竞争中稳步前进的重要原因之一。

图 36：九阳研发费用及研发费用率变化（百万元，%）



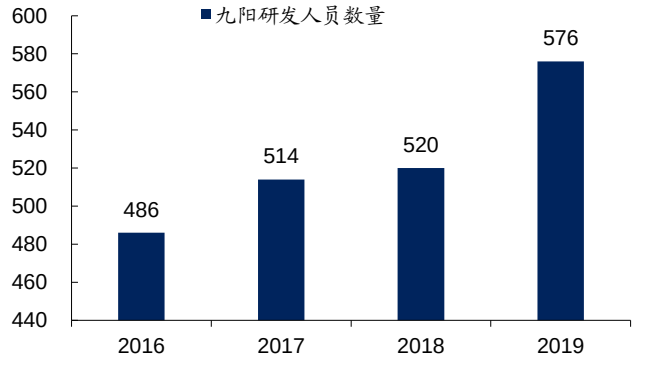
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 37：九阳与同行研发费用率对比（%）



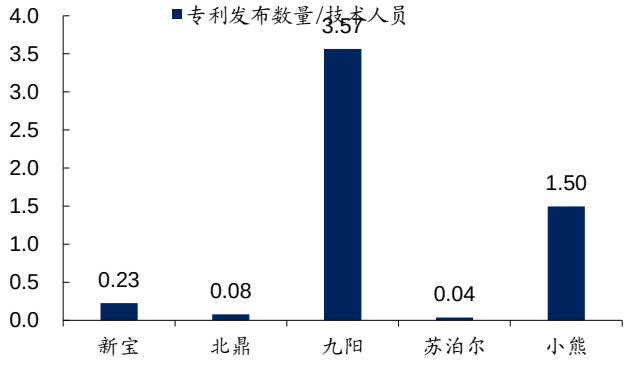
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 38：九阳研发人员数量（个）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 39：专利发布数量/技术人员（个/人）

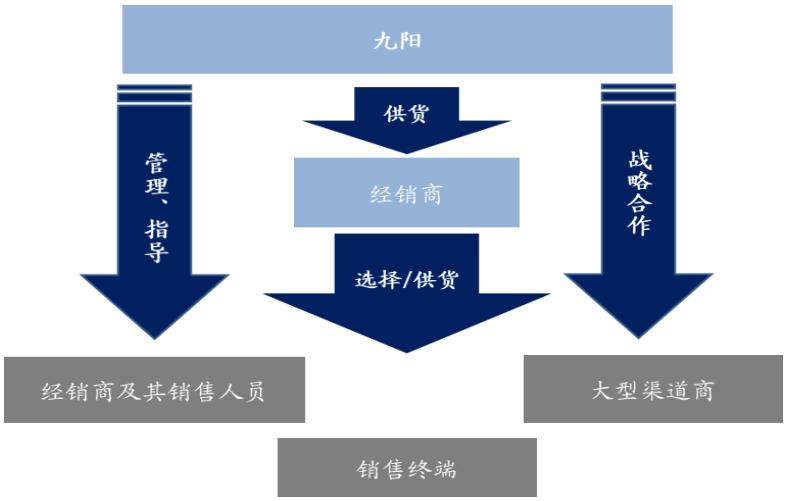


资料来源：wind，企查查，信达证券研发中心

2. 扁平化渠道管理，快速适应线上渠道新变革

扁平化渠道管理，顺应时代变化不断调整渠道布局。公司早在 1996 年时便独创了地区总经销模式，通过总经销商将货品进一步下发至分销商和销售终端，该方式有效帮助九阳完成了渠道下沉，提高了九阳品牌国民度。2016 年之后，九阳为了进一步提高渠道效率，对原有的经销商进行规模缩减，将管理能力和盈利能力相对较差的经销商以优质经销商代替，最后留下 300 多家经过筛选的优质经销商，渠道效率得到进一步提高。

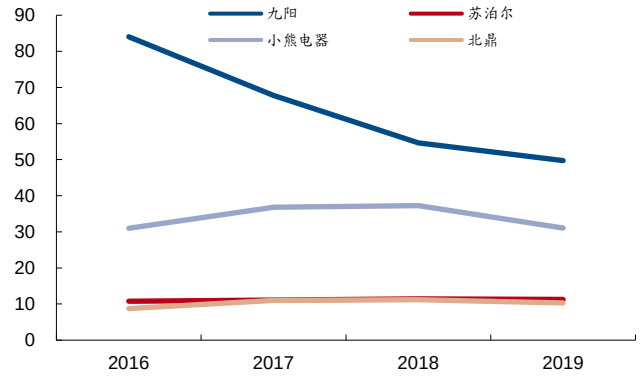
图 40：九阳扁平化渠道结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

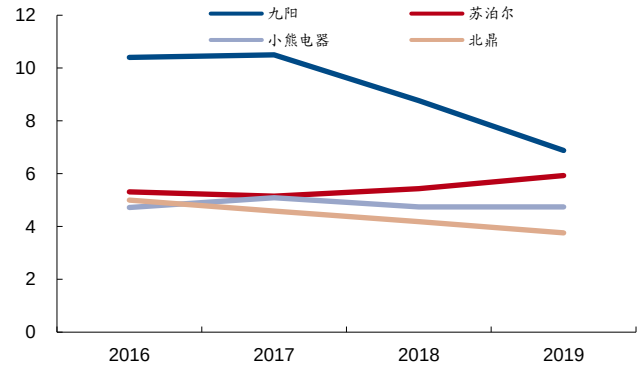
现货现结提高资产流动性，库存周转能力显著高于同业。经销商按零售价 6-7 折提货，公司先付款后发货，因此公司应收账款期限短，应收账款周转率明显高于同行，2019 年公司应收账款周转率达到 49.74，远高于小熊电器、苏泊尔和北鼎，体现出九阳良好的资产流动性和短期偿债能力；公司采用 ERP 系统实时监控终端价格、库存，同时使用实施监控设备观测新开自由门店流量，以便公司更为高效、准确调配库存。因此公司库存管理效率处于行业顶尖水平，一定程度上反映出公司扁平化渠道管理及精简经销商改革的所带来的优势。

图 41：公司与同行应收账款周转率比较



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 42：公司与同行库存周转率比较



资料来源：wind，信达证券研发中心

差异化开设门店，终端升级提升品牌形象。公司根据目标消费人群的不同，对于终端门店进行了差异化布局。对于一二线城市，公司将部分终端门店改造成高端 Shopping Mall 店，并开设品牌体验店、旗舰店等，提升品牌整体定位形象。针对三四线城市，公司更多开设的是品牌专卖店，提供更多产品展示从而提高品牌产品教育，挖掘潜在消费者。

图 43：九阳专卖店



资料来源：九阳官方微博，信达证券研发中心

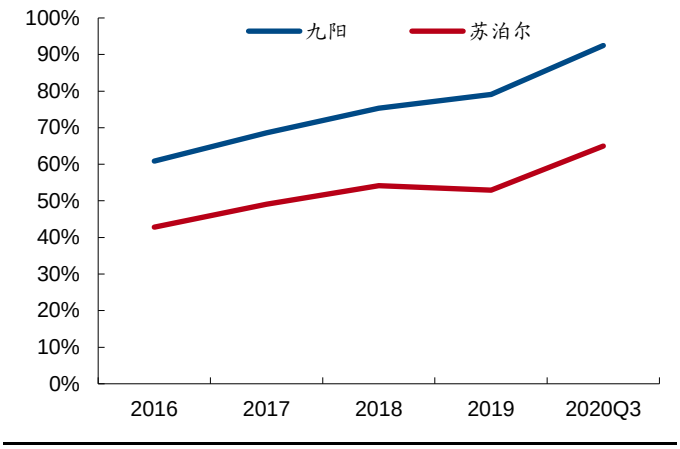
图 44：九阳开设高端 mall 店和品牌体验店



资料来源：九阳官方微博，信达证券研发中心

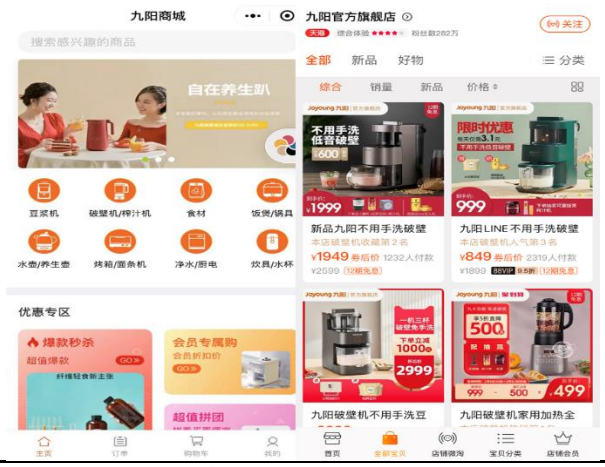
线上消费大趋势，积极布局电商渠道。早在 2003 年，公司变抓住了 KA/3C 渠道，享受了渠道变革带来的红利。进入电商时代后，九阳积极适应线上渠道，2018 年九阳在天猫开设官方旗舰店，为消费者提供线下体验、线上下单、就近配送、上门服务等 O2O 全新消费体验。同时，公司通过微信小程序，自建公司商城，为消费者提供更为多样化的线上购买渠道。公司线上收入逐年上升，根据 wind，公司 2019 年线上销售达到 73.99 亿元，占公司总收入的 69.12%，远高于同行业苏泊尔的线上占比。

图 45：九阳线上收入比例与苏泊尔对比 （%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

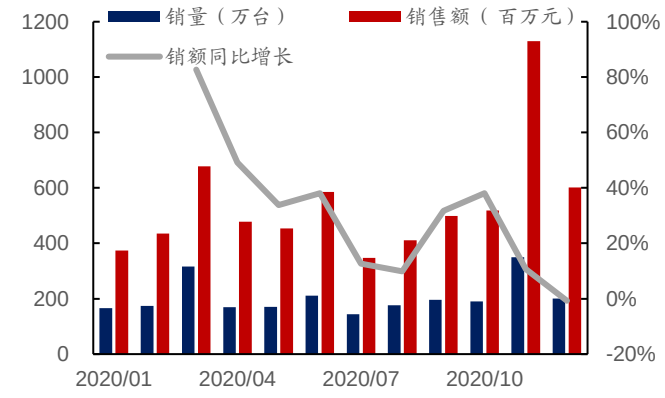
图 46：开设淘宝旗舰店、九阳小程序商城



资料来源：九阳官方微博，信达证券研发中心

拥抱社交电商，开启直播时代。随着社交电商、直播带货的兴起，公司迅速加入直播行列。邀请品牌代言人邓伦、著名带货主播李佳琦、刘涛等为品牌宣传直播带货。今年疫情期间，公司通过天猫旗舰店，通过直播的方式向消费者介绍、展示产品，解答消费者疑惑，并且公司为经销商和导购员提供直播硬件设备和直播营销技巧培训，上半年线下渠道直播近 20 万场次。因此 2020 年公司销量不降反增，当物流等逐渐恢复后，三月份公司销售额同比增长 82.71%。

图 47：2020 年公司全网销售额变化



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

图 48：邀请明星、KOL 进行直播带货

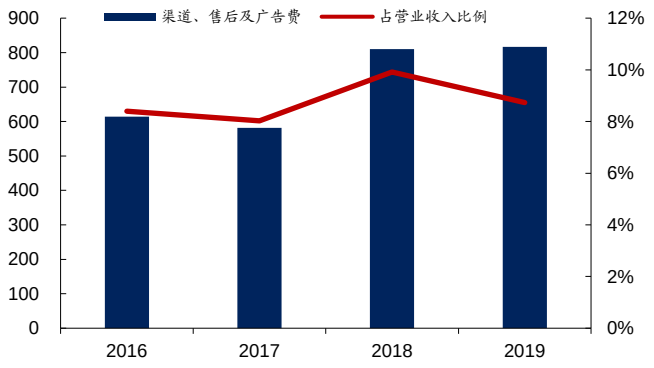


资料来源：九阳官方微博，信达证券研发中心

3. 抓准核心消费人群，开启品牌营销年轻化战略

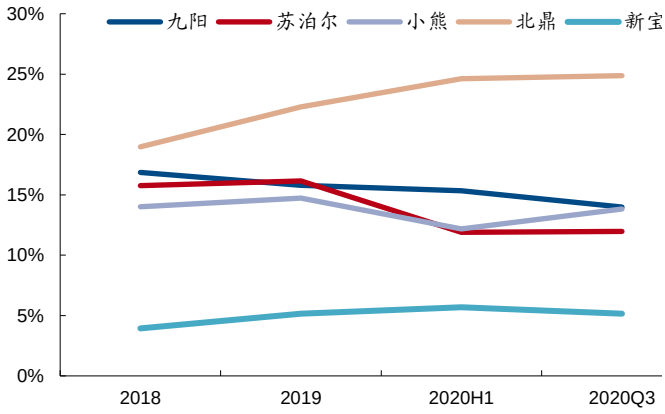
小家电行业品牌众多竞争激烈，为了提高品牌知名度，获得更多市场份额，各企业除了提供符合消费者需求的产品以外，前期产品营销和后期的售后服务都是至关重要的。九阳渠道、售后及广告费用逐年稳定增长，2019 年，公司用于渠道、售后及广告推广的费用达到 8.17 亿元，占营业收入比例也稳定在 8%以上，体现公司重视产品的营销推广及售后服务。公司整体销售费率稳定，和同行业公司相比处于行业上游水平，北鼎以打造爆品的方式进行品牌推广，因此整体销售费用率明显高于行业其他公司，苏泊尔整体销售费用率近年有明显下滑，公司销售费率稳定处于行业上游位置也说明公司对于销售营销、渠道、售后等方面的长期重视。

图 49：渠道、售后及广告费用及占营收比例（百万，%）



资料来源：九阳官方微博，信达证券研发中心

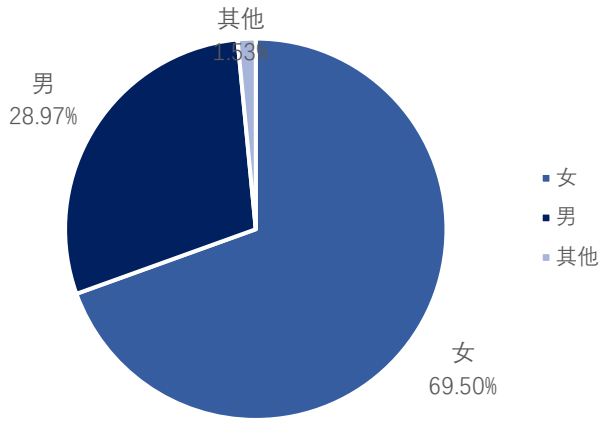
图 50：公司销售费用率与同行比较（%）



资料来源：九阳官方微博，信达证券研发中心

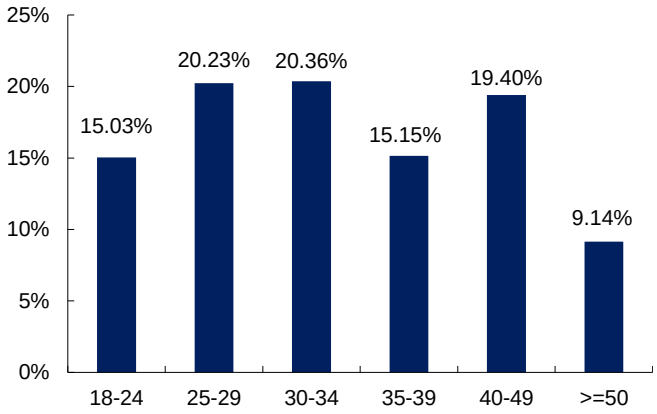
品牌定位年轻化，吸引核心消费群体。厨房电器消费人群年龄段分布较为分散，而厨房小家电的核心消费人群多集中于中青年，根据九阳官方旗舰店消费者年龄段分析，90%以上的客户都是 50 岁以下的中青年人群。为了能够最大程度商吸引核心消费人群，公司近年开始实行品牌年轻化战略。

图 51：九阳官方旗舰店用户画像（%）



资料来源：生意参谋，信达证券研发中心

图 52：九阳官方旗舰店用户年龄段分析



资料来源：生意参谋，信达证券研发中心

为了实现品牌年轻化、迎合年轻群体关注点，公司在以往传统营销方式外，还采取一系列适应市场趋势的营销推广形式：

1）公司跟随市场趋势推出 Hellokitty、LineFriends 等一些列“IP”联名产品。一方面，通过可爱、生动的产品外观可以改变电器类产品固有的呆板形象，贴近消费者审美，便于日常便携使用，吸引年轻消费者的注意，另一方面挖掘各类 IP 形象固有的粉丝群体中的潜在消费者，从而进一步扩大品牌知名度。

2）邀请人气偶像担任公司形象代言人。公司于 2019 年邀请邓伦成为公司品牌形象大使，利用艺人的社会影响力进一步强化品牌的年轻定位。并通过参与粉丝活动等扩大品牌社会影响力，提升品牌日常活跃度。

图 53：公司与 Hello Kitty、Linefriends 联名



资料来源：生意参谋，信达证券研发中心

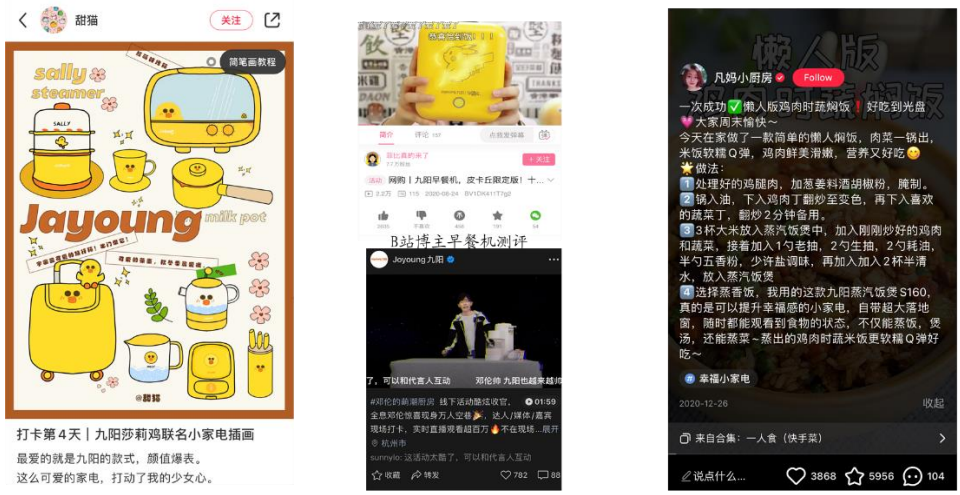
图 54：公司邀请邓伦担任品牌代言人



资料来源：生意参谋，信达证券研发中心

3）抓住消费者浏览习惯，利用内容平台实现产品日常“种草”。除了直播带货的方式以外，公司还邀请大批 KOL、博主在小红书、微信公众号、抖音、快手等平台进行软文撰写和产品推广。小家电产品单价低且更新速度快，所以种草后试错成本也相对较低，公司利用这一点在各平台通过提高产品的出现频率，从而吸引消费者进行购物，扩大销售规模。

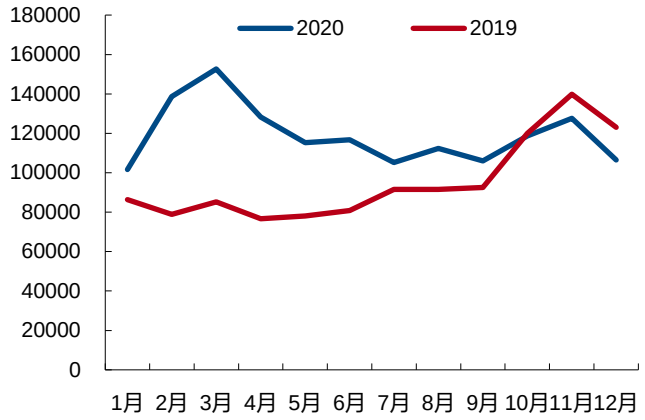
图 55：通过各内容平台进行种草推广



资料来源：小红书、微信、B 站，信达证券研发中心

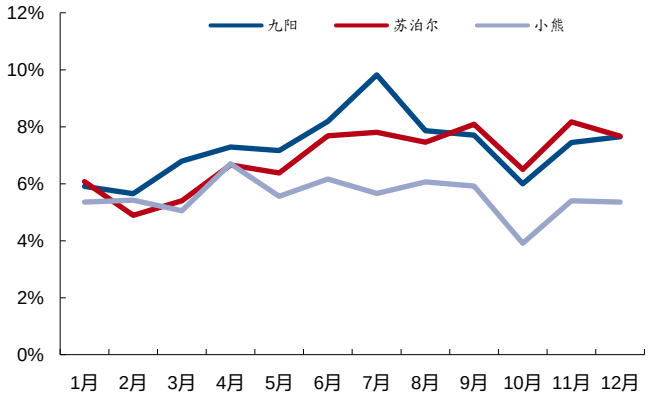
品牌关注度显著提升，支付转化率位于行业前列。通过及时适应渠道和营销趋势的变革，公司在吸引客户、提升品牌知名度方面取得一定成效。对比公司 2019 年和 2020 年网上搜索人气指数可以看出，九阳被搜索次数较去年明显上升，受到更多关注。品牌关注度的上升进一步转化为实际消费客群的增加，从支付转化率的角度来看，九阳支付转化率上半年快速提升，显著高于同行的小熊、苏泊尔，体现出品牌出色的抓客能力。

图 56：公司 2019 年与 2020 年搜索人气对比



资料来源：生意参谋，信达证券研发中心

图 57：公司与同行支付转化率比较



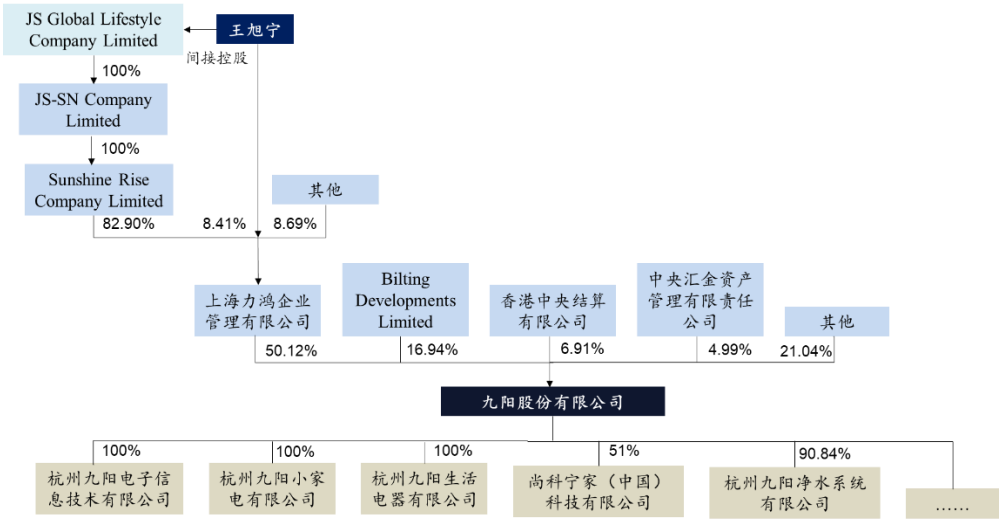
资料来源：生意参谋，信达证券研发中心

三、母公司 JS 环球生活助力公司内外协同发展

1. 九阳股权结构集中，激励措施到位，推动可持续发展

九阳股权高度集中，公司利益与股东深度绑定。截至 2020 年底，公司最大股东为上海力鸿企业管理有限公司，持有公司 50.12%股份，上海力鸿的个人持股股东中包括九阳高层杨宁宁、黄淑铃、姜广勇、韩润等人；第二大股东 Bilting Development Limited 持股 16.94%，公司实际控制人为公司创始人及董事长王旭宁，王旭宁通过上海力鸿和公司母公司 JS 环球间接持有公司股份 67.04.%，同时王旭宁也是母公司 JS 环球生活董事长，持有 JS 环球 57.81 股份。公司前四大股东持股接近 80%，股权高度集中且相对稳定，有利于公司管理层根据公司经营及市场变化进行高效且一致的决策。

图 58：公司股权穿透图



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司分别于 2011、2014、2018 年颁布三次股权激励计划，用于激励公司董事、高管及核心经营骨干，分别涉及 246、119、191 人次，以营业收入和净利润增长速度作为股票解禁考核指标，根据公司不同发展阶段制定具体业绩目标，将公司利益与员工深度绑定，充分调动员工工作积极性，鼓舞团队士气，推动公司稳定可持续发展。

表 2：公司股权激计划

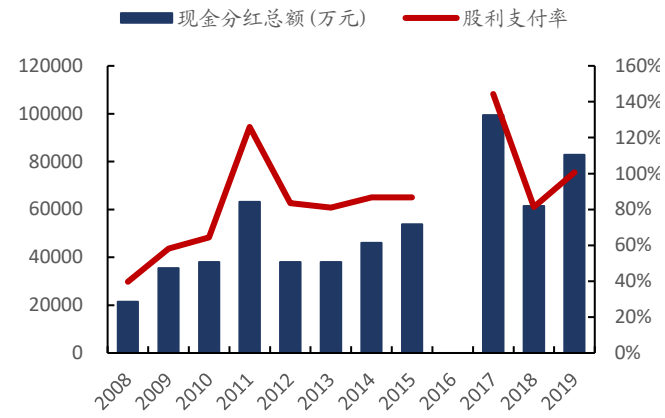
时间	激励对象	股票激励数量	考核条件
2011	公司部分董事、高级管理人员以及核心经营骨干共 246 人	426 万股	分三批解锁，满足年营业收入同比增长不低于 20%，净利润分别增长不低于 5%、6%、7%
2014	公司部分董事、高级管理人员以及核心经营骨干共 119 人	729 万股	分三批解锁，满足年营业收入同比增不低于长 10%，净利润分别增长不低于 6%、8%、10%
2018	公司部分董事、高级管理人员以及核心经营骨干共 191 人	499.996 万股	分三批解锁，满足年营业收入同比增长不低于 6%、11%、17%，净利润分别增长不低于 2%、8%、15%

资料来源：wind，信达证券研发中心

高分红为股东提供高收益。公司上市以来除 2016 年以外每年均向股东派发现金分红，至今

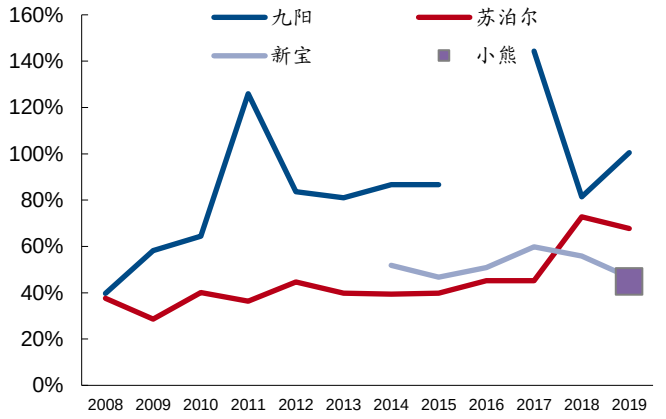
累计派发分红达 47.76 亿元，2008 年至今平均分红率达到 86.59%，单 2019 年，公司分别于年中和年末按每 10 股 5、5.8 元派发现金红利，单年年金分红率达 100.55%。和同行业公司相比，公司分红率稳定处于高位，为股东带来较高投资回报率。

图 59：公司现金分红总量和股利支付率（万元，%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 60：公司与同业股利支付率比较



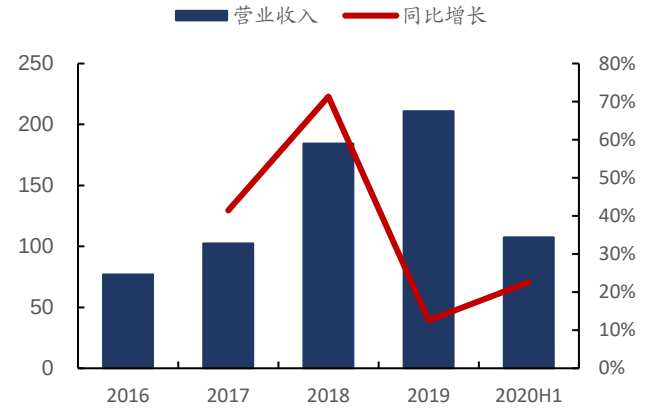
资料来源：wind，信达证券研发中心

2. JS 环球生活：布局全球化小家电品牌

JS 环球生活为九阳母公司，2017 年 10 月九阳控股股东上海力鸿企业管理有限公司投资并购 SharkNinja，随后经过整合 SharkNinja 与九阳归入境外平台 JS 环球生活旗下，JS 环球生活全资控股 SharkNinja 及九阳 59%股权，九阳控股尚科宁家（中国）。

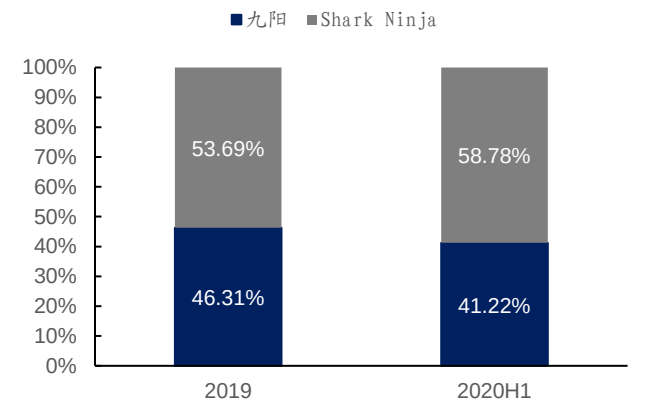
JS 环球成立以来集团营收快速增长，2017 至 2019 年公司营业收入分别同比增长 41.45%、71.33%、12.56%，2020 年上半年虽然疫情影响消费，但集团营收仍然达到 107.40 亿元，同比增长 22.61%。JS 环球业务主要分为九阳与 SharkNinja 两大分部，2019 年九阳为 JS 环球贡献收入 5.72 亿美元，占总营收的 46.31%

图 61：JS 环球生活营收及增长（亿美元，%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 62：JS 环球营收构成（按公司，%）

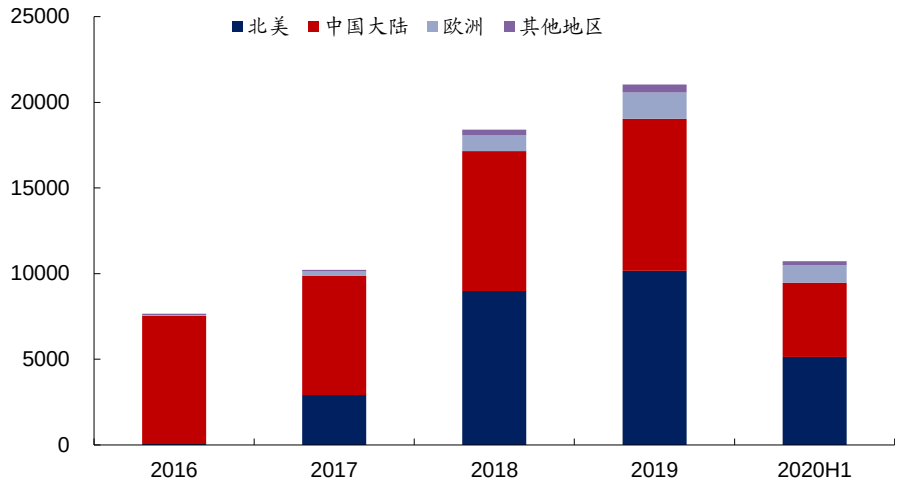


资料来源：JS 环球 2019 年年度报告，信达证券研发中心

三大品牌，全球化市场布局布局。JS 环球生活现拥有九阳、Shark 和 Ninja，其中 Shark 为清洁类电器品牌，九阳与 Ninja 同为厨房小家电品牌，九阳主攻中国市场，Ninja 面向北美及欧洲等市场。根据集团 2019 年营业收入，集团 48.33%的收入来自北美地区，中国地区贡献 42.12%，欧洲市场经过开拓，收入占比不断提升达到 7.35%。集团通过多品牌、全球

化市场布局的战略方式为成为全球领先的小家电企业打下基础。

图 63：JS 环球业务地区分布（百万美元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

3. 从九阳到 JS 环球生活，集团内协同发展

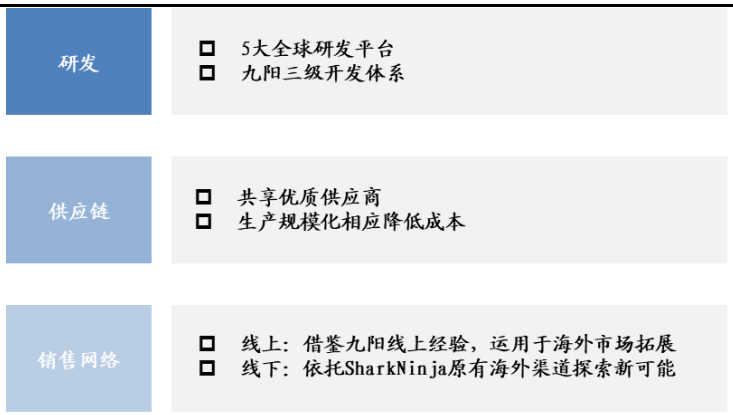
从九阳到 JS 环球生活，对于九阳来说最大的作用在于集团内部的协同效应，大致可以分为三点：

1）供应链协同化：九阳在中国扎根多年，拥有成熟供应链，双方可以共享优质原材料零部件供应商，从而降低生产成本；另一方面 Ninja 和九阳产品矩阵有所重合，Ninja 部分产品交由九阳代工，有利于扩大生产规模从而获得规模化效应进一步降低成本。

2）销售营销网络协同化：购物线上化是全球趋势，而中国由于物流的快速发展，线上化程度相对许多西方国家更为发达，九阳在线上营销等方面多年来积累了丰富经验。海外电商近年也在加速发展，SharkNinja 在线上渠道推广和售后等方面可以借鉴九阳的营销策略，提高营销投入产出比。

从线下销售而言，九阳在中国有着全渠道销售及分销网络，JS 环球在此基础上采用闭环的新零售业务模式，通过提高存货管理、供应链管理、产品及物流的效率整合线上与线下资源，不断改善消费者体验。集团通过对九阳、Shark 零售终端及网店的大数据监控，可以及时调整渠道库存并进行针对化营销。SharkNinja 在北美拥有成熟经销网络和市场知名度，与沃尔玛、亚马逊、Target、Costco 等均建立了线上线下渠道的深入合作。九阳和 SharkNinja 可以互相借助对方已有的成熟销售网络助力品牌在当地市场的发展和推广，借鉴彼此本土化营销方案，为公司产品的更好适应海外市场打好基础。

图 64：九阳与 JS 环球生活的协同效应



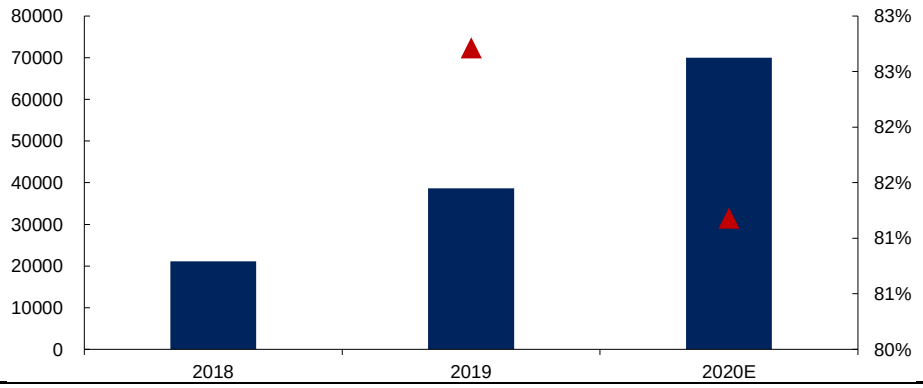
资料来源：wind，信达证券研发中心

3）研发协同化：JS 环球在中国、美国、英国五个城市（杭州、深圳、苏州、波士顿、伦敦）分别拥有研发中心，打通原来九阳与 SharkNinja 的研发部门，两大分部之间可以共享研发资源，进行技术探讨。Shark 也可以借鉴九阳在洞察消费者需求、解决产品痛点方面的经验，快速适应中国市场，提高产品中国化的进程，从而推动品牌市场份额的扩大。

九阳和 Ninja 同为厨房电器品牌，Ninja 虽然因为品类重叠未进入中国市场，但在产品设计与研发层面，九阳与 Ninja 进行了深度合作。2018 年，为了满足美国市场的需求，九阳协助 Ninja 设计了 Foodi 系列多功能烹饪煲，使用九阳的 TenderCrisp 技术，将压蒸煮与空气油炸相结合，满足美国消费者对于油炸食品和健康食品的双重需求。Foodi 在美国一经上市大受欢迎，当年零售额市占额达到 14.4%，SharkNinja 烹饪类电器销售额同比增长 219.5%，突显出研发协同化带来的优势。

关联交易提供收入增长点。Ninja 部分产品现由九阳在国内进行代工，公司 2019 年与 Sharkninja 关联交易额达 3.86 亿元，较 2018 年同比增长 82.71%，2020 年初公司预计关联交易各为 5 亿元，后在 10 月份发布公告调高预计关联交易额至 7 亿元人民币。对于九阳来说，与 SharkNinja 的关联交易出口将成为公司重要新的收入增量。

图 65：九阳与 Shark 关联交易额及增速（万元，%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

我们将九阳的收入结构将业务拆分食品加工机系列、营养煲系列、西式小家电系列、电磁炉系列、其他主营业务和其他业务。我们将各版块业务按照半年为单位进行量价拆分，食品加工系列中破壁机为公司高端产品线所以我们假设均价每半年提升 6%，西式小家电和营养煲系列均价每半年提升 5%，电磁炉业务可增长空间有限，均价提升假设为 4%。

销量方面，西式小家电受欢迎程度持续上升，且本身体量相对较小，所以我们给予最快的销量增速；电磁炉系列业务规模之前一直处于下行区间，因此我们假设该系列业务销量波动较小；营养煲和食品加工系列按照现有趋势稳定增长。其他主营业务和其他业务中可能包括某些长尾单品和爆款，且体量基数小，所以我们假设 2021 起业务规模每半年同比分别增长 40%、30%。

综上，我们预计公司 20-22 年收入为 103.28/118.24/134.59 亿元，同比+10.4/14.5/13.8%；归母净利润 9.05/10.45/11.76 亿元，同比+9.8/15.4/12.6%，对应 PE 为 25.96/22.49/19.98 倍。

我们看好九阳股份在研发、渠道、营销等方面快速适应市场的能力，未来依旧能在激烈的市场竞争中保持龙头企业的优势，产品矩阵向清洁电器扩展也将为公司带来新的增长点。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：公司营业收入预测及同比增速（百万元，%）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9351.44	10328.26	11823.70	13458.53
YOY	14.48%	10.45%	14.48%	13.83%
食品加工机系列	4096.94	4716.27	5327.34	5953.89
YOY	20.20%	15.12%	12.96%	11.76%
营养煲系列	3105.02	2907.72	3301.27	3703.97
YOY	13.32%	-6.35%	13.53%	12.20%
西式小家电系列	1153.04	1434.22	1618.87	1808.68
YOY	7.23%	24.39%	12.87%	11.72%
电磁炉系列	603.45	523.39	545.12	566.93
YOY	-8.68%	-13.27%	4.15%	4.00%
其他主营业务	336.14	604.52	846.33	1184.86
YOY	70.65%	79.84%	40.00%	40.00%
其他业务	56.85	142.13	184.77	240.21
YOY	-34.95%	150.02%	30.00%	30.00%

资料来源：信达证券研发中心预测

可比家电公司估值情况

由于公司传统业务占比较高，所以公司估值低于行业平均水平。

表 4：可比家电公司估值情况

证券简称	股价	EPS			市盈率 PE			总收入(百万元)			净利润(百万元)		
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
新宝股份	51.0	0.9	1.3	1.7	19.2	38.4	31.0	9059.5	12670.8	14815.9	687.3	1098.8	1361.8
美的集团	98.6	3.5	3.6	4.1	16.8	27.2	23.8	277659	284914.8	316546.7	24211.2	25494.3	29139.9
苏泊尔	79.0	2.3	2.3	2.6	32.8	34.6	30.1	19729.	19283.1	21894.2	1919.9	1873.0	2156.7
小熊电器	91.7	2.2	2.9	3.6	31.1	31.9	25.7	2672.8	3707.8	4686.2	268.2	449.4	557.2
北鼎股份	23.0	0.4	0.5	0.6	--	49.1	37.3	545.8	674.9	836.2	65.8	101.8	133.9
九阳股份	*30.6*	*1.1*	*1.2*	*1.4*	28.5	25.9	22.5	9351.4	10328	11824	824	905	1045

资料来源：wind,,除九阳都选用 wind180 天一致性预期，信达证券研发中心

风险因素

行业竞争加剧，新品开拓不及预期，国内外疫情，原材料价格大幅上涨等。

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,819	5,522	5,673	6,661	7,704
货币资金	1,091	1,603	901	1,454	2,066
应收票据	2,402	1,237	2,103	2,305	2,522
应收账款	170	206	216	251	286
预付账款	50	17	32	37	39
存货	747	1,086	1,040	1,230	1,402
其他	358	1,373	1,381	1,384	1,388
非流动资产	1,841	1,946	1,890	1,840	1,775
长期股权投资	257	255	255	255	255
固定资产（合计）	702	681	646	616	586
无形资产	126	123	98	73	33
其他	757	887	891	897	901
资产总计	6,660	7,468	7,563	8,501	9,479
流动负债	2,828	3,700	3,661	4,327	4,911
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	399	908	673	862	993
应付账款	1,365	1,873	1,857	2,175	2,476
其他	1,064	919	1,131	1,290	1,442
非流动负债	3	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	17	17	17	17
负债合计	2,830	3,717	3,677	4,343	4,928
少数股东权益	20	-2	-5	-20	-36
归属母公司股东权益	3,810	3,753	3,890	4,178	4,586
负债和股东权益	6,660	7,468	7,563	8,501	9,479

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,169	9,351	10,328	11,824	13,459
同比（%）	12.7%	14.5%	10.4%	14.5%	13.8%
归属母公司净利润	754	824	905	1,045	1,176
同比（%）	9.5%	9.3%	9.8%	15.4%	12.6%
毛利率（%）	32.1%	32.5%	32.3%	32.6%	32.9%
ROE%	19.8%	22.0%	23.3%	25.0%	25.6%
EPS (摊薄)(元)	0.98	1.07	1.18	1.36	1.53
P/E	31.14	28.50	25.96	22.49	19.98
P/B	6.17	6.26	6.04	5.62	5.12
EV/EBITDA	33.54	24.64	21.50	19.05	16.15

利润表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,169	9,351	10,328	11,824	13,459
营业成本	5,544	6,310	6,993	7,974	9,024
营业税金及附加	49	47	52	59	67
销售费用	1,377	1,477	1,521	1,797	2,079
管理费用	310	389	392	461	538
研发费用	298	330	361	417	471
财务费用	-11	-25	0	0	0
减值损失合计	10	0	0	0	0
投资净收益	135	60	31	35	40
其他	131	60	12	53	35
营业利润	878	943	1,052	1,203	1,354
营业外收支	-7	-3	0	0	0
利润总额	871	940	1,052	1,203	1,354
所得税	129	134	150	173	194
净利润	742	806	902	1,030	1,160
少数股东损益	-13	-18	-3	-15	-16
归属母公司净利润	754	824	905	1,045	1,176
EBITDA	668	888	1,051	1,157	1,326
EPS (当年)(元)	0.98	1.07	1.18	1.36	1.53

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	409	1,253	19	1,266	1,321
净利润	742	806	902	1,030	1,160
折旧摊销	77	90	42	42	48
财务费用	0	-13	0	0	0
投资损失	-135	-79	-31	-35	-40
营运资金变动	-157	455	-893	231	154
其它	-118	-6	-1	-1	-1
投资活动现金流	342	-365	46	44	59
资本支出	72	-88	15	9	19
长期投资	51	122	0	0	0
其他	219	-399	31	35	40
筹资活动现金流	-516	-637	-767	-757	-767
吸收投资	37	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-538	-997	-767	-757	-767
现金流净增加额	236	253	-703	553	612

研究团队简介

罗岸阳，分析师 SAC 执业编号：S1500520070002，曾就职于天风证券，国金证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。