

九阳股份(002242) /

收入利润双增长，四季度动能更强劲

评级：增持(维持)

市场价格：14.6

分析师：孙衡迟

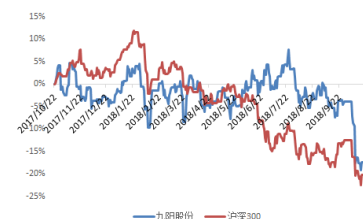
执业证书编号：S0740517090001

电话：

Email: sunhc@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	767.51
流通股本(百万股)	761.93
市价(元)	14.01
市值(百万元)	10,752.83
流通市值(百万元)	10,674.65

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 增长逐渐恢复、全年激励目标达成可期
- 2 传统业务恢复再确认，新品运营仍需摸索
- 3 股权激励方案出炉，业绩目标略低预期

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,315	7,248	7,919	8,811	10,063
增长率 yoy%	3.6%	-0.9%	9.3%	11.3%	14.2%
净利润	698	689	782	922	1,104
增长率 yoy%	12.5%	-1.3%	13.6%	17.9%	19.7%
每股收益(元)	0.91	0.90	1.02	1.20	1.44
每股现金流量	1.31	0.06	1.75	0.83	1.23
净资产收益率	20.26%	19.27%	19.39%	20.52%	21.87%
P/E	15.41	15.61	13.74	11.66	9.74
PEG	1.71	0.92	2.18	1.29	0.57
P/B	3.12	3.01	2.67	2.39	2.13

备注：

投资要点

- **事件一：10月21日晚公司发布2018年三季度业绩报告。**报告期内公司实现营业总收入54.4亿元，同比增长7.4%；归母净利5.7亿元，同比增长5.7%。经营活动产生的现金流量净额4.2亿元，同比大幅增长246.1%。
- **事件二：回购部分社会公众股预案。**公司拟使用自有资金人民币4000-8000万元，以集中竞价方式回购公司部分股份，回购价格不超过人民币20元/股，拟回购股份将用于实施股权激励计划、员工持股计划或依法注销减少注册资本。
- **收入利润双增长，长期稳健高效增长值得期待。**公司18三季度实现营业收入54.4亿元，同比增长7.4%，归母净利5.7亿元，同比增长5.7%。18Q3单季度公司实现收入18亿元，同比增长0.1%，归母净利润2亿元，同比增长12.3%。公司线上占比大约50%，收入结算节点受双十一电商备货波动影响较大，对全年收入增长保持乐观。截止三季度末，公司预收款项2.8亿元，相较于17年同期提升了55.6%，较上一期末亦提升55.6%，彰显经销商信心，亦为四季度的收入增长提供保障，长期稳健高效增长值得期待。
- **毛利率短期承压，费用率管控良好，整体净利率企稳。**公司三季度毛利率32.4%，同比下降0.4pct，其中Q3毛利率为31.1%，同比下降2.7pct，因为原材料成本保持高位震荡，导致公司毛利率承压。公司坚持“品牌迭代、价值登高”，推出高附加值产品无人清洗豆浆机、破壁料理机、IH铁釜电饭煲、炒菜机器人等产品，单价均在1000元以上，有效改善公司收入结构，预计未来毛利率有望回升。报告期内公司销售费用投放8.9亿元，同比增长27.1%，主要是因为18年以来广告投放增加和销售终端提升所致，与公司收入增速改善相匹配，在提升品牌认知度和品牌价值颇有成效，有利于公司长期成长。管理费用率为3.3%，同比下降3.39pct。公司费用管控良好，报告期内归母净利润率10.47%，较去年同期略下滑0.2pct。
- **为四季度备货应收账款和存货增长，经营性现金流大幅改善。**截止9月底，公司应收账款及应收票据较上一期末增长4%至16.7亿元，存货增长8.8%至5.8亿元，公司销售增加，且为双十一备货准备，应收账款和存货增长在合理范围之内。公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长，高于收入增速，因此经营活动产生的现金流量净额4.2亿元，同比大幅增长246.1%。
- **积极布局和拓展线下销售渠道，积极回购彰显信心。**公司今年以来新建改造终端门店近千家，大力推进品牌店等自有渠道门店的建设。截止报告期末，公司在大型购物广场新开门店约10家，新建品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖

店等约 100 家。公司坚持体验式营销，为消费者营造一站式全品类的购物场景，线上线下相互促进，推动整体发展。公司拟回购股份数量 400 万股，彰显了公司对未来发展前景的信心。

- **估值和评级：**预计 18-20 年公司收入为 79.19 亿元、88.11 亿元、100.63 亿元，归母净利润为 7.82 亿元、9.22 亿元、11.04 亿元，EPS 为 1.02 元、1.20 元、1.44 元。维持“增持”评级。
- **风险提示：**新品销售不及预期风险，行业竞争加剧风险，原材料成本价格大幅上升风险。

图表 1：九阳股份三大财务报表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	7,315	7,248	7,919	8,811	10,063
增长率	3.6%	-0.9%	9.3%	11.3%	14.2%
营业成本	-4,923	-4,855	-5,252	-5,793	-6,565
%销售收入	67.3%	67.0%	66.3%	65.7%	65.2%
毛利	2,392	2,392	2,666	3,018	3,497
%销售收入	32.7%	33.0%	33.7%	34.3%	34.8%
营业税金及附加	-54	-61	-51	-57	-65
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-1,103	-1,093	-1,227	-1,348	-1,540
%销售收入	15.1%	15.1%	15.5%	15.3%	15.3%
管理费用	-499	-553	-554	-617	-684
%销售收入	6.8%	7.6%	7.0%	7.0%	6.8%
息税前利润（EBIT）	735	685	833	996	1,208
%销售收入	10.1%	9.5%	10.5%	11.3%	12.0%
财务费用	9	0	8	7	6
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	23	12	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	36	88	48	53	56
%税前利润	3.9%	11.0%	5.1%	4.7%	4.2%
营业利润	803	786	901	1,066	1,281
营业利润率	11.0%	10.8%	11.4%	12.1%	12.7%
营业外收支	98	10	49	50	50
税前利润	901	796	950	1,116	1,331
利润率	12.3%	11.0%	12.0%	12.7%	13.2%
所得税	-121	-108	-122	-144	-173
所得税率	13.4%	13.5%	12.9%	12.9%	13.0%
净利润	733	710	806	950	1,137
少数股东损益	36	21	24	28	34
归属于母公司的净利润	698	689	782	922	1,104
净利率	9.5%	9.5%	9.9%	10.5%	11.0%
现金流量表（人民币百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	733	710	806	950	1,137
加：折旧和摊销	76	76	78	81	83
资产减值准备	23	12	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-2	6	-8	-7	-6
投资收益	-36	-88	-48	-53	-56
少数股东损益	36	21	24	28	34
营运资金的变动	147	-17	519	-336	-216
经营活动现金净流	1,007	49	1,346	636	943
固定资本投资	30	39	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-491	694	15	21	37
股利分配	0	0	-391	-461	-552
其他	-811	-783	76	7	6
筹资活动现金净流	-811	-783	-315	-455	-546
现金净流量	-296	-40	1,046	203	433
资产负债表（人民币百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	754	673	1,719	1,922	2,355
应收款项	1,555	1,874	1,873	2,297	2,465
存货	408	516	489	617	638
其他流动资产	1,089	528	530	530	532
流动资产	3,807	3,591	4,610	5,366	5,990
%总资产	68.1%	67.1%	72.9%	76.3%	78.9%
长期投资	887	898	878	856	832
固定资产	670	631	592	550	506
%总资产	12.0%	11.8%	9.4%	7.8%	6.7%
无形资产	159	153	137	122	106
非流动资产	1,785	1,759	1,714	1,665	1,602
%总资产	31.9%	32.9%	27.1%	23.7%	21.1%
资产总计	5,593	5,351	6,325	7,031	7,591
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	1,816	1,424	1,915	2,132	2,107
其他流动负债	252	338	338	338	338
流动负债	2,069	1,762	2,253	2,470	2,445
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	6	6	6	6
负债	2,079	1,769	2,259	2,476	2,451
普通股股东权益	3,444	3,575	4,034	4,495	5,047
少数股东权益	70	8	31	60	93
负债股东权益合计	5,593	5,351	6,325	7,031	7,591
比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.91	0.90	1.02	1.20	1.44
每股净资产(元)	4.49	4.66	5.26	5.86	6.58
每股经营现金净流(元)	1.31	0.06	1.75	0.83	1.23
每股股利(元)	0.00	0.00	0.51	0.60	0.72
回报率					
净资产收益率	20.26%	19.27%	19.39%	20.52%	21.87%
总资产收益率	13.11%	13.27%	12.75%	13.52%	14.98%
投入资本收益率	38.22%	35.07%	34.40%	54.45%	55.41%
增长率					
营业总收入增长率	3.61%	-0.92%	9.26%	11.27%	14.20%
EBIT增长率	1.46%	1.66%	14.58%	19.19%	20.74%
净利润增长率	12.53%	-1.26%	13.56%	17.90%	19.66%
总资产增长率	-5.06%	-4.32%	18.20%	11.17%	7.97%
资产管理能力					
应收账款周转天数	5.3	6.5	6.5	6.5	6.5
存货周转天数	23.3	23.0	22.8	22.6	22.4
应付账款周转天数	86.3	81.0	69.3	75.2	72.2
固定资本周转天数	33.6	32.3	27.8	23.3	18.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-18.91%	-48.00%	-47.28%	-51.72%	#REF!
EBIT利息保障倍数	-86.6	-1,548.4	-103.6	-158.4	-208.1
资产负债率	37.17%	33.05%	35.72%	35.22%	32.29%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。