

强烈推荐-A(维持)

九阳股份 002242.SZ

目标估值：25元

当前股价：19.09元

2017年11月12日

基础数据

| | |
|----------------|--------|
| 上证综指 | 3433 |
| 总股本（万股） | 76751 |
| 已上市流通股（万股） | 76673 |
| 总市值（亿元） | 147 |
| 流通市值（亿元） | 146 |
| 每股净资产（MRQ） | 5.2 |
| ROE (TTM) | 17.3 |
| 资产负债率 | 25.2% |
| 主要股东 上海力鸿新技术投资 | |
| 主要股东持股比例 | 48.21% |

股价表现



相关报告

- 《九阳股份(002242) - 收入改善，成本上涨压制盈利》2017-08-19
- 《九阳股份(002242) - 渠道优化，静候盈利改善》2017-06-07
- 《九阳股份(002242) - 静待渠道变革成效，2-3年期优选配置》2017-05-14

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

吴昊

wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

研究助理

隋思誉
suisiyu@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明

安全边际足够强劲，稳健收益最优选择

- **投资思考-小家电行业:**生活小家电品类处于更朝阳的生命周期且具有更持久的成长性,合理估值中枢 20xPE (稳定永续是品牌消费品龙头的价值体现); 人口结构, 1962-1965 是中国近 50 年“最强婴儿潮”，今年 2017 是 1962 年出生的女性退休的年份,也就意味着未来几年 55 岁以上的女性人口将会成爆发式增长。预示着未来最有消费能力的一群人将有更多的“光阴资产”。厨房也许是他们退休后经常光顾的场所。同时也伴随着又一个婴儿潮 87-90 的生育高峰期。回家吃饭也许会成为一种趋势, 或许会带来厨房生活类小家电的快速增长。
- **投资思考-九阳股份:**最困难的时期已经过去,未来 2-3 年期优选配置品种。公司经过这几年的发展,逐渐实现了“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略与品牌提升转型。去年开始公司进行了经销商的调整,目前调整已经结束。今年公司又重点精简了产品型号,请杨幂代言再次提升品牌力,使品牌更有活力更年轻化。渠道调整期间公司在去年仍录得 7 亿盈利,当前股价仅对应 2016 年 20xPE,显著低估中长期成长空间。预期九阳有望在 2019 年突破 10 亿盈利,以现 140 亿市值布局,2018-2019 年均复合收益大约 20%。当前股价与公司盈利均处于相对底部,给予“强烈推荐-A”评级。
- **股份回购中,短期具备强劲安全边际。**公司公告拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份,用于后期实施股权激励计划。回购总金额不超过 11,000 万元,回购股份期限为自股东大会审议通过方案起不超过 6 个月,回购股份平均成本不超过 22 元/股。在 3 季报大比例分红之后,九阳再次用回购回馈股东,短期具备较强安全边际。年初至今,家电板块涨幅+50%,九阳+5%,滞涨已经消化了今年业绩不达预期的因素。
- **短期无风险,长期有拐点,建议左侧布局。**公司回购提供较强安全边际, 渠道调整和产品精简是未来业绩拐点的基础(可参考 2015-2016 华帝股份的例子)。据中怡康,九阳品牌在 5-10 个小家电品类占据销量前三名。与欧美日韩相比,中国小家电的人均使用水平较低,消费升级是生活类小家电主要驱动力。
- **风险提示:**渠道调整成效低于预期、小家电整体需求不及预期

财务数据与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 7060 | 7315 | 7777 | 8834 | 10213 |
| 同比增长 | 19% | 4% | 6% | 14% | 16% |
| 营业利润(百万元) | 746 | 756 | 782 | 925 | 1123 |
| 同比增长 | 5% | 1% | 3% | 18% | 21% |
| 净利润(百万元) | 620 | 698 | 716 | 832 | 992 |
| 同比增长 | 17% | 13% | 3% | 16% | 19% |
| 每股收益(元) | 0.81 | 0.91 | 0.93 | 1.08 | 1.29 |
| PE | 23.6 | 21.0 | 20.5 | 17.6 | 14.8 |
| PB | 4.5 | 4.3 | 4.1 | 3.8 | 3.4 |

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 4377 | 3807 | 4180 | 4754 | 5701 |
| 现金 | 1148 | 754 | 584 | 610 | 911 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 1561 | 1449 | 1671 | 1898 | 2194 |
| 应收款项 | 89 | 85 | 252 | 346 | 400 |
| 其它应收款 | 21 | 21 | 50 | 57 | 65 |
| 存货 | 538 | 408 | 427 | 485 | 560 |
| 其他 | 1021 | 1089 | 1196 | 1359 | 1571 |
| 非流动资产 | 1513 | 1785 | 1744 | 1707 | 1674 |
| 长期股权投资 | 113 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| 固定资产 | 697 | 670 | 646 | 623 | 603 |
| 无形资产 | 160 | 159 | 143 | 129 | 116 |
| 其他 | 543 | 770 | 769 | 769 | 769 |
| 资产总计 | 5891 | 5593 | 5925 | 6461 | 7375 |
| 流动负债 | 2508 | 2069 | 2262 | 2462 | 2915 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 146 | 226 | 380 |
| 应付账款 | 1195 | 1166 | 1190 | 1352 | 1561 |
| 预收账款 | 410 | 309 | 329 | 374 | 432 |
| 其他 | 903 | 594 | 597 | 510 | 542 |
| 长期负债 | 24 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 24 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 负债合计 | 2532 | 2079 | 2272 | 2472 | 2925 |
| 股本 | 768 | 768 | 768 | 768 | 768 |
| 资本公积金 | 918 | 926 | 926 | 926 | 926 |
| 留存收益 | 1590 | 1750 | 1852 | 2147 | 2557 |
| 少数股东权益 | 83 | 70 | 106 | 149 | 200 |
| 归属于母公司所有者权益 | 3275 | 3444 | 3546 | 3841 | 4251 |
| 负债及权益合计 | 5891 | 5593 | 5925 | 6461 | 7375 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 861 | 1007 | 328 | 504 | 763 |
| 净利润 | 620 | 698 | 716 | 832 | 992 |
| 折旧摊销 | 83 | 76 | 79 | 75 | 71 |
| 财务费用 | 2 | (2) | (1) | 0 | 12 |
| 投资收益 | (39) | (36) | (16) | (16) | (16) |
| 营运资金变动 | 171 | 229 | (526) | (378) | (350) |
| 其它 | 25 | 41 | 75 | (9) | 53 |
| 投资活动现金流 | (855) | (491) | (37) | (37) | (37) |
| 资本支出 | (71) | (35) | (37) | (37) | (37) |
| 其他投资 | (784) | (456) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (233) | (811) | (461) | (441) | (424) |
| 借款变动 | 172 | (313) | 137 | 80 | 154 |
| 普通股增加 | (0) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 19 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (461) | (537) | (614) | (537) | (582) |
| 其他 | 37 | 31 | 16 | 16 | 3 |
| 现金净增加额 | (227) | (296) | (170) | 25 | 301 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 7060 | 7315 | 7777 | 8834 | 10213 |
| 营业成本 | 4809 | 4923 | 5253 | 5966 | 6889 |
| 营业税金及附加 | 46 | 54 | 58 | 66 | 76 |
| 营业费用 | 989 | 1103 | 1167 | 1281 | 1430 |
| 管理费用 | 515 | 499 | 529 | 601 | 695 |
| 财务费用 | (9) | (9) | (1) | 0 | 12 |
| 资产减值损失 | 4 | 23 | 5 | 5 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 39 | 36 | 16 | 16 | 16 |
| 营业利润 | 746 | 756 | 782 | 925 | 1123 |
| 营业外收入 | 62 | 112 | 112 | 112 | 112 |
| 营业外支出 | 17 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 利润总额 | 791 | 854 | 880 | 1023 | 1221 |
| 所得税 | 120 | 121 | 127 | 148 | 178 |
| 净利润 | 671 | 733 | 753 | 874 | 1043 |
| 少数股东损益 | 51 | 36 | 37 | 42 | 51 |
| 归属于母公司净利润 | 620 | 698 | 716 | 832 | 992 |
| EPS（元） | 0.81 | 0.91 | 0.93 | 1.08 | 1.29 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年增长率 | | | | | |
| 营业收入 | 19% | 4% | 6% | 14% | 16% |
| 营业利润 | 5% | 1% | 3% | 18% | 21% |
| 净利润 | 17% | 13% | 3% | 16% | 19% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31.9% | 32.7% | 32.5% | 32.5% | 32.6% |
| 净利率 | 8.8% | 9.5% | 9.2% | 9.4% | 9.7% |
| ROE | 18.9% | 20.3% | 20.2% | 21.7% | 23.3% |
| ROIC | 18.4% | 18.1% | 17.5% | 18.7% | 20.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 43.0% | 37.2% | 38.4% | 38.3% | 39.7% |
| 净负债比率 | 0.2% | 0.2% | 2.5% | 3.5% | 5.2% |
| 流动比率 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| 存货周转率 | 9.4 | 10.4 | 12.6 | 13.1 | 13.2 |
| 应收账款周转率 | 84.4 | 84.0 | 46.1 | 29.5 | 27.4 |
| 应付账款周转率 | 4.2 | 4.2 | 4.5 | 4.7 | 4.7 |
| 每股资料（元） | | | | | |
| 每股收益 | 0.81 | 0.91 | 0.93 | 1.08 | 1.29 |
| 每股经营现金 | 1.12 | 1.31 | 0.43 | 0.66 | 0.99 |
| 每股净资产 | 4.27 | 4.49 | 4.62 | 5.00 | 5.54 |
| 每股股利 | 0.70 | 0.80 | 0.70 | 0.76 | 0.90 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 23.6 | 21.0 | 20.5 | 17.6 | 14.8 |
| PB | 4.5 | 4.3 | 4.1 | 3.8 | 3.4 |
| EV/EBITDA | 13.6 | 13.5 | 12.8 | 11.0 | 9.1 |

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪 敏， 复旦大学,计算机专业学士和硕士。

2012-至今，任招商证券家电行业首席分析师。 2016 年获新财富家电行业第 3 名，水晶球家电行业第 5 名，金牛奖家电行业第 4 名，保险资管最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第 3 名。2015 年获新财富家电行业第 3 名，水晶球奖家电行业第 4 名，金牛奖家电行业第 3 名。2014 年获新财富家电行业第 3 名，水晶球奖家电行业第 4 名，金牛奖家电行业第 3 名。2013 年获新财富家电行业第 5 名，水晶球奖家电行业第 5 名，金牛奖家电行业第 4 名。

吴 昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。

2015-至今，任招商证券家电行业分析师。2015、2016 年新财富家电行业第 3 名核心成员；2016 保险资管最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第 3 名。

隋思誉，北京大学金融硕士，香港中文大学经济学硕士，北京大学文学、经济学双学士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性： 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避： 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐： 行业基本面好，行业指数将跑赢基准指数

中性： 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避： 行业基本面淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。