

2018-01-27

公司报告 | 点评报告

评级 买入 维持

九阳股份 (002242)

渠道效率有望提升，多元化布局值得期待

报告要点

■ 事件描述

九阳股份跟踪报告。

■ 事件评论

- **营收表现较为平淡，后续增速提升值得期待：**在线下渠道仍处于调整后恢复阶段背景下，17 年公司线下渠道仍有小幅下滑，受此影响预计四季度营收表现较为平淡；但后续考虑到经销商调整完成后线下渠道效率提升、电商延续较好增长以及 IH 电饭煲及破壁料理机等高端产品销售表现较好，18 年公司营收增速提升较为确定；长期来看，随着渠道效率改善推动公司线上线下渠道均衡增长，叠加高端新品持续推出及品类有序扩张促进收入结构持续优化，未来公司收入稳健增长仍值得期待。
- **毛利率逆势提升，盈利能力处于上行通道：**虽然报告期内原材料成本端仍有一定压力，但在公司价值登高战略推动下产品结构明显改善，预计全年产品客单价同比提升 10% 左右，在此带动下公司四季度毛利率有望延续逆势提升态势；且预计四季度公司经营性业绩有望实现稳健个位数增长，增速或略快于营收；总的来说，17 年在产品结构升级背景下原材料价格上涨对公司毛利率冲击较为有限，后续随着成本压力大概率减缓及新品占比持续提升，公司整体盈利能力有望持续处于上行通道。
- **回购股权实施激励，积极推动品类多元化：**公司拟使用自有资金不超过 1.10 亿元以集中竞价交易方式回购 500 万股股份，占公司总股本约 0.65%，且回购股份全部转入股权激励计划，长效激励措施一方面彰显公司长期发展信心，另一方面也有望激发团队积极性；同时公司持续推动品牌形象由豆浆机向品质生活小家电转型，通过聘请新代言人等方式提升品牌在年轻消费群体中影响力，并持续加强内部研发以推进产品升级及品类多元化，电饭煲、料理机等新品有望成为公司后续成长新动力。
- **维持公司“买入”评级：**当前公司营收增速虽在豆浆机行业表现平淡及内部渠道调整背景下低位徘徊，但后续基于渠道效率提升，增速反弹值得期待；盈利层面，基于产品结构升级及费用管控，公司盈利有望持续处于上行通道；且随着产品品类多元化拓展，公司转型成为“全品类料理小家电”龙头前景可期；预计公司 17、18 年 EPS 分别为 0.91 及 1.04 元，对应目前股价 PE 分别为 20.17 及 17.68 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 1. 原材料价格波动；
2. 市场需求不及预期。

分析师 徐春

电话 (8621) 61118737

邮箱 xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

分析师 管泉森

电话 (8621) 61118737

邮箱 guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070002

分析师 孙珊

电话 (8621) 61118737

邮箱 sunshan@cjsc.com.cn

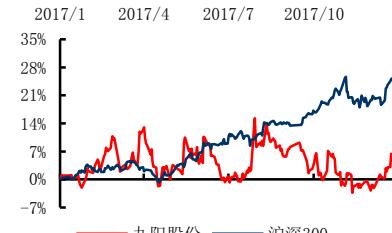
执业证书编号：S0490517020002

联系人 贺本东

电话 (8621) 61118737

邮箱 hebd@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

- 《营收实现稳健增长，盈利能力小幅承压》
2017-10-30
- 《渠道调整成效初现，多元化布局值得期待》
2017-08-21
- 《渠道调整逐步完成，经营改善值得期待》
2017-07-30

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7315	7326	8063	8884
增长率(%)	4%	0%	10%	10%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	697.7	699.8	798.6	907.7
增长率(%)	13%	0%	14%	14%
每股收益(元)	0.909	0.91	1.04	1.18
净资产收益率 (%)	20.3%	19.5%	21.3%	23.1%
每股经营现金流 (元)	1.31			

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7315	7326	8063	8884	货币资金	754	1036	1141	1255
营业成本	4923	4922	5372	5883	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2392	2404	2691	3001	应收账款	107	107	118	129
%营业收入	32.7%	32.8%	33.4%	33.8%	存货	408	388	406	428
营业税金及附加	54	54	60	66	预付账款	8	8	8	9
%营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	1081	1043	1148	1265
销售费用	1103	1048	1153	1270	流动资产合计	3807	4033	4418	4846
%营业收入	15.1%	14.3%	14.3%	14.3%	可供出售金融资产	447	447	447	447
管理费用	499	498	548	604	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	长期股权投资	187	187	187	187
财务费用	-9	-11	-18	-22	投资性房地产	253	253	253	253
%营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	808	825	852	888
资产减值损失	23	20	20	20	无形资产	159	151	143	136
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	36	50	40	40	递延所得税资产	67	3	3	3
营业利润	756	845	968	1102	其他非流动资产	-135	-135	-135	-135
%营业收入	10.3%	11.5%	12.0%	12.4%	资产总计	5593	5765	6168	6626
营业外收支	98	20	20	20	短期贷款	9	0	0	0
利润总额	854	865	988	1122	应付款项	1336	1336	1458	1596
%营业收入	11.7%	11.8%	12.2%	12.6%	预收账款	309	309	340	375
所得税费用	121	122	140	159	应付职工薪酬	162	162	177	194
净利润	733	743	848	964	应交税费	82	82	93	105
归属于母公司所有者的净利润	697.7	699.8	798.6	907.7	其他流动负债	172	170	186	204
少数股东损益	36	43	49	56	流动负债合计	2069	2059	2254	2473
EPS (元/股)	0.91	0.91	1.04	1.18	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2016A	2017E	2018E	2019E	递延所得税负债	2	0	0	0
经营活动现金流量净额	1007	901	815	927	其他非流动负债	8	8	8	8
取得投资收益	46	50	40	40	负债合计	2079	2067	2262	2482
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	3444	3584	3744	3925
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	70	113	163	219
固定资产投资	-17	-112	-129	-149	股东权益	3514	3697	3906	4144
其他	-474	0	0	0	负债及股东权益	5593	5765	6168	6626
投资活动现金流量净额	-491	-62	-89	-109	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	2016A	2017E	2018E	2019E	
股权融资	1	0	0	0	EPS	0.909	0.91	1.04	1.18
银行贷款增加 (减少)	0	-9	0	0	BVPS	4.49	4.67	4.88	5.11
筹资成本	-589	-549	-621	-704	PE	20.23	20.17	17.68	15.56
其他	-1401	0	0	0	PEG	2.21	2.20	1.93	1.70
筹资活动现金流量净额	-811	-557	-621	-704	PB	4.10	3.94	3.77	3.60
现金净流量	-296	282	105	114	EV/EBITDA	16.30	13.98	12.24	10.71
					ROE	20.3%	19.5%	21.3%	23.1%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于市场

中性： 相对表现与市场持平

看淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入： 相对大盘涨幅大于 10%

增持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。