

九阳股份 (002242.SZ)

收入增速环比大幅改善

● 收入增速环比大幅改善

2018H1 公司实现营业收入 36.4 亿元 (YoY+11.3%), 归母净利 3.7 亿元 (YoY+2.4%), 毛利率 33.0% (YoY+0.8pct), 净利率 10.2% (YoY-0.9pct)。

2018Q2 公司实现营业收入 20.7 亿元 (YoY+16.2%), 归母净利 2.2 亿元 (YoY-0.9%), 扣非后归母净利 1.5 亿元 (YoY-22.2%), 毛利率 34.2% (YoY+0.6pct), 净利率 10.8% (YoY-1.8pct)。

渠道调整影响逐步减少, 2018Q2 收入增速环比 Q1 增加 11pct; Q2 利润增速慢于收入增速, 主要原因: 1) 销售费用大幅提升, 2018H1 达 6.3 亿元 (YoY+48%), 销售费用率同比提升 4.3pct, 主要用于广告投入和终端提升改造, 由于部分广告费用是一次性投入, 所以 2018H2 销售费用率会降低, 2018H2 利润增速有望改善; 2) 加强产品研发, 2018H1 研发费用达 1.2 亿元 (YoY+26%), 研发费用率同比提升 0.4pct。归母净利增长快于扣非, 原因: 出售子公司苏州九阳, 获利 7679 万元。

● 食品加工机业务改善明显, 带动整体收入增速加快

分产品, 2018H1 食品加工机业务收入 15.4 亿元 (YoY+12%), 2018H1 收入增速环比 2017H2 提升 5pct, 改善明显, 主要原因: 公司推出业内第一款静音破壁机等新品, 同时加强广告营销以及门店改造, 破壁机销售良好; 营养煲收入 12.1 亿元 (YoY+12%); 电磁炉收入 3.2 亿元 (YoY+5%); 西式电器 4.6 亿元 (YoY+14%); 其他产品收入 1.9 亿元 (YoY+2%)。

● 期待未来业绩持续改善

短期, 我们预计 2018H2 业绩将进一步改善, 原因: 1) 线下经销商渠道精简后, 有望持续实现恢复性、改善性增长; 2) 通过推出业内第一款静音破壁机等新品, 同时积极营销, 有望促进食品加工机业务收入持续改善, 同时西式类产品有望保持良好增长; 3) 2018 年 7 月 12 日, 公司与 Shark Ninja (香港) 签署了《股权转让协议》, Shark Ninja 是美国蒸汽清洁类家电第一品牌, 主营吸尘器等家居类小家电, 在品类上与九阳互补, 该收购丰富了公司的产品品类, 同时有望增厚业绩。

长期, 小家电行业处于消费升级的拐点, 作为小家电行业龙头, 强者恒强, 受益于消费升级带来, 同时公司激励良好, 长期发展值得期待。

● 投资建议

我们预计小家电行业消费升级持续, 行业集中度持续提升, 基于此, 我们预测公司 2018-2020 年归母净利分别为 7.2、8.0、9.3 亿元, 同比增长分别为 4%、12%、16%, 最新收盘价对应 2018 年估值 18.1xPE, 公司作为小家电创新龙头, 渠道影响逐步减小, 业绩逐步改善, 长期受益于小家电消费升级, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 新品推广低于预期; 原材料价格上涨; 行业竞争环境恶化; 消费升级趋势放缓

盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7314.80	7247.52	8019.82	9016.17	10563.08
增长率 (%)	3.61%	-0.92%	10.66%	12.42%	17.16%
EBITDA (百万元)	788.01	748.52	733.06	924.37	1079.97
净利润 (百万元)	697.73	688.92	716.19	803.16	927.72
增长率 (%)	12.53%	-1.26%	3.96%	12.14%	15.51%
EPS (元/股)	0.91	0.90	0.93	1.05	1.21
市盈率 (P/E)	19.83	18.91	18.08	16.12	13.96
市净率 (P/B)	4.02	3.64	3.52	3.42	3.28
EV/EBITDA	20.58	20.71	20.86	16.09	13.59

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

买入

当前价格

16.87 元

前次评级

买入

报告日期

2018-08-30

相对市场表现



分析师: 曾 焯 S0260517050002



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师: 袁雨辰 S0260517110001



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

相关研究:

九阳股份 (002242.SZ): 渠 2018-04-22

道调整的影响逐步减小, 业绩

逐步改善

九阳股份 (002242.SZ): 短 2018-02-27

期业绩承压, 期待业绩逐步改

善

九阳股份 (002242.SZ): Q3 2017-10-29

低预期, 期待未来业绩逐步改

善

联系人: 王朝宁 021-60750604

wangchaoning@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,807	3,591	3,926	4,258	4,833
货币资金	754	673	727	639	612
应收及预付	1,563	1,882	2,079	2,337	2,738
存货	408	516	520	582	683
其他流动资产	1,081	521	600	700	800
非流动资产	1,785	1,759	1,748	1,758	1,767
长期股权投资	187	264	244	244	244
固定资产	670	631	647	661	673
在建工程	0	1	0	0	0
无形资产	161	153	143	135	127
其他长期资产	767	711	714	719	724
资产总计	5,593	5,351	5,674	6,017	6,601
流动负债	2,069	1,762	1,983	2,214	2,637
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,060	1,762	1,983	2,214	2,637
其他流动负债	9	0	0	0	0
非流动负债	10	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	6	6	6	6
负债合计	2,079	1,769	1,989	2,220	2,643
股本	768	768	768	768	768
资本公积	935	896	896	896	896
留存收益	1,750	1,979	2,081	2,193	2,354
归属母公司股东权益	3,444	3,575	3,677	3,789	3,950
少数股东权益	70	8	8	8	8
负债和股东权益	5,593	5,351	5,674	6,017	6,601

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7315	7248	8020	9016	10563
营业成本	4923	4855	5347	5985	7023
营业税金及附加	54	61	56	63	74
销售费用	1103	1093	1403	1528	1764
管理费用	499	553	553	595	708
财务费用	-9	0	-6	-7	-7
资产减值损失	23	12	12	8	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	36	88	170	80	80
营业利润	803	808	823	924	1069
营业外收入	65	19	19	19	19
营业外支出	14	9	9	9	9
利润总额	854	818	833	934	1079
所得税	121	108	117	131	151
净利润	733	710	717	803	928
少数股东损益	36	21	0	0	0
归属母公司净利润	698	689	717	803	928
EBITDA	788	749	733	924	1080
EPS (元)	0.91	0.90	0.93	1.05	1.21

现金流量表

单位: 百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,007	49	776	698	841
净利润	733	710	717	803	928
折旧摊销	76	76	74	80	86
营运资金变动	251	-656	156	-97	-90
其它	-54	-81	-171	-87	-83
投资活动现金流	-491	694	-108	-95	-100
资本支出	-17	-34	-69	-75	-80
投资变动	-292	-72	-39	-20	-20
其他	-182	801	0	0	0
筹资活动现金流	-811	-783	-614	-691	-768
银行借款	1	1	0	0	0
股权融资	1	1	0	0	0
其他	-812	-783	-614	-691	-768
现金净增加额	-296	-40	54	-88	-27
期初现金余额	1,148	754	673	727	639
期末现金余额	857	706	727	639	612

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	3.6%	-0.9%	10.7%	12.4%	17.2%
营业利润增长	7.7%	0.6%	1.9%	12.2%	15.8%
归属母公司净利润增长	12.5%	-1.3%	4.0%	12.0%	15.6%
获利能力(%)					
毛利率	32.7%	33.0%	33.3%	33.6%	33.5%
净利率	10.0%	9.8%	8.9%	8.9%	8.8%
ROE	20.3%	19.3%	19.5%	21.2%	23.5%
ROIC	32.5%	29.0%	27.3%	31.9%	34.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	37.2%	33.1%	35.1%	36.9%	40.0%
净负债比率	-21.2%	-18.8%	-19.7%	-16.8%	-15.5%
流动比率	1.84	2.04	1.98	1.92	1.83
速动比率	1.64	1.74	1.71	1.66	1.57
营运能力					
总资产周转率	1.27	1.32	1.45	1.54	1.67
应收账款周转率	78.85	58.99	58.87	58.87	58.87
存货周转率	10.27	10.31	10.28	10.28	10.28
每股指标(元)					
每股收益	0.91	0.90	0.93	1.05	1.21
每股经营现金流	1.31	0.06	1.01	0.91	1.10
每股净资产	4.49	4.66	4.79	4.94	5.15
估值比率					
P/E	19.8	18.9	18.1	16.1	14.0
P/B	4.0	3.6	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	20.6	20.7	20.9	16.1	13.6

广发家电行业研究小组

曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。
袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。