

九阳股份 (002242)

主业稳增结构提升，大力投入营销成效可期

事件

1) 公司发布中报，上半年实现营业收入 36.40 亿元，同比增长 11.34%；实现归母净利润 3.70 亿元，同比增长 2.44%；实现扣非归母净利润 2.93 亿元，同比减少 8.40%。2) 对应 Q2 实现收入 20.71 亿元，同比增长 16.16%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比减少 0.86%。

豆浆机维持增速，营养煲增长提速、结构提升

分品类看，食品加工机系列维持稳定增长，增速 12%，营养煲系列增速显著提升，同样为 12%。根据奥维云网全渠道数据，18Q2 电饭煲/豆浆机/料理机销量同比分别+5%/-15%/+24%，电饭煲等传统品类维持稳定增长，新兴品类料理机进入高速增长期。分渠道看，公司积极推进线上线下融合发展的新零售业务，我们预计电商渠道维持 20%左右的较高增速；线下则预计维持个位数增长，随着公司积极布局和拓展线下渠道，优化提升传统渠道终端，线下未来增长可期。

大力投入营销，费用率提升显著

公司 18H1 分别实现毛利率和净利率 33.02%和 10.22%，同比分别+0.79pct 和-1.05pct。分品类看，食品加工机、营养煲、西式电器系列毛利率分别同比-1.98pct、+2.51pct、+3.47pct，预计公司持续研发、推出新品，营养煲、西式电器的产品结构提升带来均价提升，为毛利率上升的主要原因。销售费用大幅提升主要为“渠道、售后及广告费”同比大幅增加 96%。

大额锁材防原材料涨价，经销商授信放宽

公司应收票据+应收账款 16.09 亿元，同比增加 18.45%，预计为公司对经销商授信放宽所致；存货 5.34 亿元，同比增加 38.75%，其中原材料同比增加 106%至 1.6 亿元，主要为公司担心原材料进一步涨价、提前付款锁材。

投资建议

公司已完成渠道调整，利润恢复开始显现，有望持续受益更高效的渠道布局；公司收购北美吸尘器龙头品牌 Shark 在中国子公司，积极布局高端领域、呈高速增长的环境家电领域，推进品类、品牌扩张，有望受益消费升级，进一步扩张收入规模。由于中报销售费用略高于预期，根据中报情况对盈利预测作调整，暂不考虑下半年 Shark 并表情况，我们预计 18-20 年收入增速分别 11.90%、12.13%、13.67%，净利润增速分别 6.92%、16.62%、16.97%（前次为 15.02%、17.65%、20.74%），EPS 分别为 0.96、1.12、1.31 元/股，当前股价分别对应 17.32x、14.85x、12.70xPE，维持增持评级。

风险提示：新品销售不达预期风险；Shark 品牌销售不达预期风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,314.80	7,247.52	8,109.93	9,094.03	10,337.35
增长率(%)	3.61	(0.92)	11.90	12.13	13.67
EBITDA(百万元)	820.46	834.41	868.50	1,000.67	1,167.10
净利润(百万元)	697.73	688.92	736.58	858.96	1,004.74
增长率(%)	12.53	(1.26)	6.92	16.62	16.97
EPS(元/股)	0.91	0.90	0.96	1.12	1.31
市盈率(P/E)	18.28	18.52	17.32	14.85	12.70
市净率(P/B)	3.70	3.57	3.85	3.39	2.98
市销率(P/S)	1.74	1.76	1.57	1.40	1.23
EV/EBITDA	15.11	13.96	12.54	11.41	8.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.62 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	767.51
流通 A 股股本(百万股)	761.93
A 股总市值(百万元)	12,756.03
流通 A 股市值(百万元)	12,663.29
每股净资产(元)	4.42
资产负债率(%)	31.84
一年内最高/最低(元)	20.88/15.60

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

马王杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080001
mawangjie@tfzq.com

罗岸阳 联系人
luoanyang@tfzq.com

谢丽媛 联系人
xieliyuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《九阳股份-年报点评报告:渠道调整完成，携手 Shark 扩张品牌品类》 2018-04-22
- 2 《九阳股份-公司点评:扩品类持续提升产品结构，18 年增长可期》 2018-02-28
- 3 《九阳股份-季报点评:加大营销长期受益，产品结构提升抵御大宗涨价》 2017-10-30

事件

- 1) 公司发布中报，上半年实现营业收入 36.40 亿元，同比增长 11.34%；实现归母净利润 3.70 亿元，同比增长 2.44%；实现扣非归母净利润 2.93 亿元，同比减少 8.40%。
- 2) 对应 Q2 实现收入 20.71 亿元，同比增长 16.16%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比减少 0.86%。

豆浆机维持增速，营养煲增长提速、结构提升

分品类看，食品加工机系列维持稳定增长，增速 12%，营养煲系列增速显著提升，同样为 12%。根据奥维云网全渠道数据，18Q2 电饭煲/豆浆机/料理机销量同比分别+5%/-15%/+24%，电饭煲等传统品类维持稳定增长，新兴品类料理机进入高速增长期。根据天猫数据，公司豆浆机均价同比基本持平，销量份额同比提升 5pct，电饭煲均价则同比大幅提升 24%，销量份额基本维持。

分渠道看，公司积极推进线上线下融合发展的新零售业务，我们预计电商渠道维持 20%左右的较高增速；线下则预计维持个位数增长，随着公司积极布局和拓展线下渠道，优化提升传统渠道终端，线下未来增长可期。

大力投入营销，费用率提升显著

公司 18H1 分别实现毛利率和净利率 33.02%和 10.22%，同比分别+0.79pct 和-1.05pct，对应 Q2 分别实现毛利率和净利率 34.15%和 10.82%，同比分别+0.56pct 和-1.95pct。分品类看，食品加工机、营养煲、西式电器系列毛利率分别同比-1.98pct、+2.51pct、+3.47pct，预计公司持续研发、推出新品，营养煲、西式电器的产品结构提升带来均价提升，为毛利率上升的主要原因。公司 18H1 销售/管理/财务费用率同比分别+4.3pct/-0.07pct/-0.06pct，对应 Q2 同比分别+7.37pct/-0.42pct/-0.37pct。销售费用大幅提升主要为“渠道、售后及广告费”同比大幅增加 96%，一方面，公司大力投入营销，增加在 CCTV 广告投入，并扩大与杨幂的合作范围等，另一方面，公司加大投入传统渠道终端提升改造，提升品牌形象。

大额锁材防原材料涨价，经销商授信放宽

截至 18H1 末，公司货币资金+其他流动资产合计 8.34 亿元，较 17 末减少 19.94%，主要系本期支付普通股股利 5.3 亿元所致，剔除后较 17 末增加 31%；公司应收票据+应收账款 16.09 亿元，同比增加 18.45%，高于收入增速，预计为公司对经销商授信放宽所致；存货 5.34 亿元，同比增加 38.75%，其中原材料同比增加 106%至 1.6 亿元，主要为公司担心原材料进一步涨价、提前付款锁材（预付款项 1.3 亿，金额基本相符），库存商品同比增加 29%；公司 Q2 销售商品、提供劳务收到现金 20.63 亿元，同比增长 7.32%，低于收入增速，主要由于应收票据增加；公司存货和应收账款周转天数分别 38.77 天和 9.19 天，同比分别+6.55 天和+1.93 天。

投资建议

公司已完成渠道调整，利润恢复开始显现，有望持续受益更高效的渠道布局；公司收购北美吸尘器龙头品牌 Shark 在中国子公司，积极布局高端领域、呈高速增长的环境家电领域，推进品类、品牌扩张，有望受益消费升级，进一步扩张收入规模。由于中报销售费用略高于预期，根据中报情况对盈利预测作调整，暂不考虑下半年 Shark 并表情况，我们预计 18-20 年收入增速分别 11.90%、12.13%、13.67%，净利润增速分别 6.92%、16.62%、16.97%（前次为 15.02%、17.65%、20.74%），EPS 分别为 0.96、1.12、1.31 元/股，当前股价分别对应 17.32x、14.85x、12.70xPE，维持增持评级。

风险提示：新品销售不达预期风险；Shark 品牌销售不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	754.33	672.96	1,167.84	727.52	1,900.88
应收账款	106.62	155.72	101.10	186.88	140.47
预付账款	7.68	7.34	22.58	10.56	26.77
存货	408.46	516.30	509.50	626.76	653.03
其他	2,529.98	2,239.10	2,271.43	2,660.08	2,803.29
流动资产合计	3,807.07	3,591.42	4,072.45	4,211.80	5,524.44
长期股权投资	186.63	263.72	263.72	263.72	263.72
固定资产	670.24	631.19	620.69	630.18	638.66
在建工程	0.23	0.57	36.34	69.80	71.88
无形资产	158.84	152.53	143.29	134.05	124.81
其他	769.55	711.31	710.75	710.75	710.75
非流动资产合计	1,785.49	1,759.33	1,774.80	1,808.51	1,809.82
资产总计	5,592.56	5,350.75	5,847.24	6,020.31	7,334.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	79.29	0.00
应付账款	1,337.58	1,233.99	1,618.55	1,541.14	2,017.68
其他	730.92	528.45	895.01	616.34	1,006.82
流动负债合计	2,068.50	1,762.43	2,513.56	2,236.76	3,024.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.17	6.10	6.10	6.10	6.10
非流动负债合计	10.17	6.10	6.10	6.10	6.10
负债合计	2,078.67	1,768.53	2,519.66	2,242.86	3,030.60
少数股东权益	69.88	7.66	11.45	15.87	21.03
股本	767.56	767.51	767.51	767.51	767.51
资本公积	935.33	896.39	896.39	896.39	896.39
留存收益	2,685.63	2,875.10	2,548.63	2,994.07	3,515.12
其他	(944.50)	(964.44)	(896.39)	(896.39)	(896.39)
股东权益合计	3,513.89	3,582.22	3,327.59	3,777.45	4,303.66
负债和股东权益总	5,592.56	5,350.75	5,847.24	6,020.31	7,334.26

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	733.36	709.91	736.58	858.96	1,004.74
折旧摊销	75.85	76.08	43.97	46.29	48.69
财务费用	(1.59)	5.77	(0.49)	(9.09)	(10.34)
投资损失	(35.55)	(87.71)	(185.51)	(185.51)	(185.51)
营运资金变动	147.08	(16.82)	765.54	(935.76)	727.74
其它	87.59	(638.33)	3.79	4.42	5.17
经营活动现金流	1,006.74	48.90	1,363.87	(220.69)	1,590.49
资本支出	128.60	110.42	89.98	107.66	75.26
长期投资	73.86	77.10	0.00	0.00	0.00
其他	(693.35)	506.43	35.53	(2.14)	60.25
投资活动现金流	(490.90)	693.94	125.51	105.51	135.51
债权融资	8.63	0.00	0.00	79.29	0.00
股权融资	16.84	(97.38)	68.54	9.09	10.34
其他	(836.86)	(685.28)	(1,063.05)	(413.52)	(562.98)
筹资活动现金流	(811.39)	(782.66)	(994.50)	(325.14)	(552.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(295.55)	(39.82)	494.88	(440.31)	1,173.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,314.80	7,247.52	8,109.93	9,094.03	10,337.35
营业成本	4,922.95	4,855.29	5,385.76	5,965.69	6,719.28
营业税金及附加	54.39	61.13	64.45	72.27	82.15
营业费用	1,103.31	1,092.86	1,443.66	1,636.93	1,860.72
管理费用	498.75	553.31	584.52	655.45	745.07
财务费用	(8.63)	(0.49)	(0.49)	(9.09)	(10.34)
资产减值损失	23.24	12.50	22.50	22.50	22.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	35.55	87.71	185.51	185.51	185.51
其他	(71.09)	(222.56)	(416.68)	(416.68)	(416.68)
营业利润	756.35	807.78	840.69	981.46	1,149.14
营业外收入	112.07	18.73	17.04	17.04	17.04
营业外支出	14.36	8.86	10.48	10.48	10.48
利润总额	854.06	817.65	847.24	988.01	1,155.69
所得税	120.70	107.74	106.88	124.63	145.79
净利润	733.36	709.91	740.37	863.38	1,009.91
少数股东损益	35.64	20.99	3.79	4.42	5.17
归属于母公司净利润	697.73	688.92	736.58	858.96	1,004.74
每股收益（元）	0.91	0.90	0.96	1.12	1.31

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	3.61%	-0.92%	11.90%	12.13%	13.67%
营业利润	1.43%	6.80%	4.07%	16.74%	17.08%
归属于母公司净利润	12.53%	-1.26%	6.92%	16.62%	16.97%
获利能力					
毛利率	32.70%	33.01%	33.59%	34.40%	35.00%
净利率	9.54%	9.51%	9.08%	9.45%	9.72%
ROE	20.26%	19.27%	22.21%	22.84%	23.46%
ROIC	38.22%	35.07%	33.40%	58.65%	41.15%
偿债能力					
资产负债率	37.17%	33.05%	43.09%	37.25%	41.32%
净负债率	39.13%	36.73%	32.92%	35.79%	33.37%
流动比率	1.84	2.04	1.62	1.88	1.83
速动比率	1.64	1.74	1.42	1.60	1.61
营运能力					
应收账款周转率	67.68	55.25	63.16	63.16	63.16
存货周转率	15.46	15.67	15.81	16.01	16.15
总资产周转率	1.27	1.32	1.45	1.53	1.55
每股指标（元）					
每股收益	0.91	0.90	0.96	1.12	1.31
每股经营现金流	1.31	0.06	1.78	-0.29	2.07
每股净资产	4.49	4.66	4.32	4.90	5.58
估值比率					
市盈率	18.28	18.52	17.32	14.85	12.70
市净率	3.70	3.57	3.85	3.39	2.98
EV/EBITDA	15.11	13.96	12.54	11.41	8.71
EV/EBIT	16.58	15.32	13.70	12.32	9.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com