

季度间波动不改全年向好趋势

——九阳股份(002242.SZ) 2018年三季度报点评

公司简报

增持(维持)

分析师

金星(执业证书编号:S0930518030003)
22169123
jinxing@ebscn.com

甘骏(执业证书编号:S0930518030002)
22169171
ganjun@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股): 7.68
总市值(亿元): 129.33
一年最低/最高(元): 13.50/19.26
近3月换手率: 20.29%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.82	-10.51	2.84
绝对	-11.12	-20.76	-17.33

资料来源: Wind

相关研报

调整收尾营收重拾升势,“价值登高”激活传统品类——九阳股份(002242.SZ) 2018半年报点评
..... 2018-08-23
一季报业绩环比改善,厨房及家居双轮战略启动——九阳股份(002242.SZ) 2017年报及2018年一季报点评
..... 2018-04-22

事件:

公司发布2018年三季度报,2018年前三季度实现营业收入54.4亿元,同比+7.3%,归母净利润5.7亿元,同比+5.7%。2018Q3营业收入18亿元,同比+0.1%,利润总额2.2亿元,同比-1.5%,归母净利润2亿元,同比+12.3%。同时,发布三则其他公告:1)调增2018年日常关联交易预计额度;2)政府收储公司部分土地;3)回购部分社会公众股的预案。(内容&点评请见附录)

点评:

◆18Q3收入增速回落,主要系电商备货时点变动影响

公司发布2018年三季度报,2018年前三季度实现营业收入54.4亿元,同比+7.3%,归母净利润5.7亿元,同比+5.7%。2018Q3营业收入18亿元,同比+0.1%,利润总额2.2亿元,同比-1.5%,归母净利润2亿元,同比+12.3%。

公司认为,收入增速回落主要是由于今年双11电商备货时点延后,部分出货相应延后到18Q4,利润总额增速和收入基本持平,由于所得税减少,净利润实现两位数增长。公司18Q3业绩波动主要是因为双11电商备货节奏变化,经营活动节奏正常。公司预计2018年度归母净利润同比增长-20%~20%。

◆线下增速稳步提升,虽然线上增速短期波动,但全年增长趋势向好

由于18Q3收入表现主要受电商备货节奏影响,我们将分别分析线上和线下收入表现,以看清经营活动的真实趋势。

线下渠道增速稳步提升,势头良好。继2018H1线下渠道重新实现增长后,受益于终端门店的改造和Shopping Mall等新兴渠道的开拓,线下渠道增长动能逐步恢复,预计18Q3线下收入增速进一步提升至8%左右,增长势头良好。

受双11电商备货时点延后影响,线上渠道出货低于预期。今年双11电商平台的备货入仓比去年晚1个月左右,因此部分出货延后到18Q4,导致线上收入从20%+增长(18H1)变为下滑,拖累18Q3收入增速。

从资产负债表项目来看,18Q3预收账款/存货分别同比增长55%/48%,侧面印证了公司收入增速主要受电商备货时点影响的判断,双11电商出货预计将在18Q4体现,18Q4收入增速将大幅回升。

在经销商调整和门店扩张双重推动下,公司线下收入增速有望延续向上趋势,线上增速预计在18Q4就可以恢复两位数增长,展望全年,收入仍有望实现10%+增长。长期看,厨房小家电需求成熟,公司坚持的产品升级和价值营销将优化产品结构,激活厨房产品的增长潜力,推动收入和盈利能力稳健提升。

◆原材料价格上升拉低毛利率，18Q4 盈利能力有望回升

原材料价格上升拉低 18Q3 毛利率，费用控制良好。2018Q3 以来，钢材和塑料等主要原材料价格都经历了一轮上涨，导致公司单季毛利率下降 2.7pct。销售费用端，虽然今年新增 CCTV 品牌计划广告投放，但单季销售费用控制较好，18Q3 销售费用率同比下降 0.9pct。管理费用率和研发费用率分别同比小幅上升 0.3pct 和 0.4pct，因汇兑收益增加，财务费用率下降 0.9pct。得益于所得税率明显下降，最终净利率同比上升 1.2pct。

2018Q1~3，公司毛利率基本保持稳定，销售费用率因为世界杯广告和 CCTV 品牌计划投入同比增长 2.5pct，由于价值营销投入较大，公司经营利润率略有下降，但因非经常性投资收益，净利率基本持平。

原材料价格回落，产品结构持续优化，盈利能力有望回升。展望全年，由于钢材和塑料等原材料价格到 9 月底已明显回落，预计公司 18Q4 毛利率将有所修复，销售费用率保持平稳，此外，政府收储公司部分土地预计可增加 Q4 收益约 8057 万元，单季净利润增速预计超 20%，若不考虑非经常性损益，预计全年净利润增速略低于收入增速。长期来看，品牌价值的沉淀有望推动公司净利率稳步提升。

◆厨房小电增长稳健，期待和 SharkNinja 的协同加速推进

厨房小家电的需求较为成熟和稳健，几乎没有受到地产周期和经济周期的影响。在此基础上，九美苏三家的市场地位较为稳定，九阳近年来根据外部环境和自身优势，确立“价值登高”战略，通过产品升级，有望实现收入的稳健增长，同时提升盈利能力。

期待 SharkNinja 和九阳协同加速推进。一方面，通过 SharkNinja 进军成长性更好的家居电器市场仍是公司未来增长的重要引擎，期待公司加速推进 Shark 品牌的本土运营。另一方面，SharkNinja 向公司采购厨房电器产品，并销往北美市场，市场反馈好于预期。未来公司与 SharkNinja 之间的产品协同有望进一步深化。

◆盈利预测及估值

受双 11 电商备货时点延后影响，公司 2018Q3 收入增速略低于市场预期。预计 18Q4 收入增速将大幅回升，全年有望保持 10%以上增长。厨房小电需求成熟，逆周期属性强，公司通过价值登高将有效保障稳健增长。此外，SharkNinja 和九阳的协同有望加速推进。

由于政府收储公司部分土地预计将增厚年内利润，我们上调 2018 年 EPS 为 1.02 元(原预测为 0.95 元)，维持 2019-2020 年 EPS 预测为 1.15/1.38 元，对应 PE 为 14/12/10 倍，假设分红率维持在 80%，对应现价公司股息率高达 5.7%，资产价值凸显，维持“增持”评级。

◆风险提示

- 1、原材料价格大幅上升；
- 2、新品牌本土化较慢；
- 3、市场竞争加剧。

附录

◆附录 1：调增 2018 年日常关联交易预计额度

公司拟调增与关联方 SharkNinja (Hong Kong) Company Limited 日常关联交易预计。公司原 2018 年度预计并已履行审批程序的日常关联交易总金额为 1.23 亿元，本次拟调增日常关联交易预计额度合计 1 亿元，调增后的 2018 年度日常关联交易预计总金额为 2.23 亿元。

该项关联交易主要为 SharkNinja 向公司采购厨房电器产品，并销往北美市场，市场反馈好于预期，后续公司与 SharkNinja 之间的产品协同有望进一步深化。

◆附录 2：政府收储公司部分土地

因城市规划，济南市土地储备中心拟收储九阳股份有限公司（以下简称：公司）位于济南市经十路 28038 号的办公与商业用地。本次交易完成后，预计可增加收益约 8057 万元。

该项交易有望在年内完成，并增厚 18Q4 利润 8057 万元。

◆附录 3：回购部分社会公众股的预案

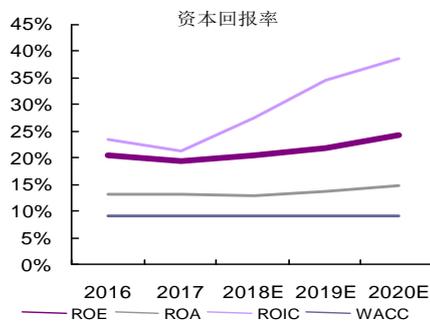
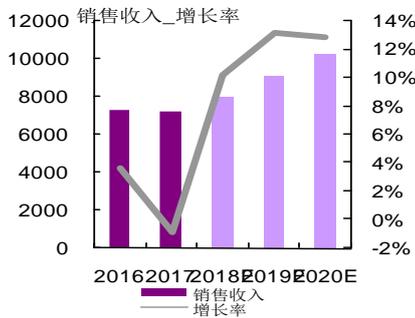
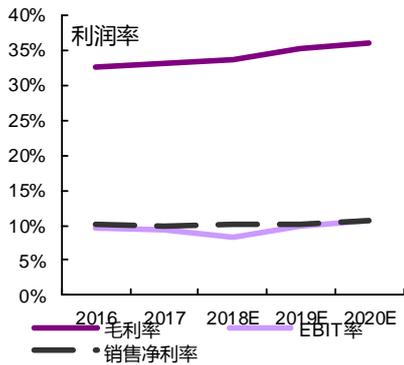
公司拟使用自有资金不少于（含）人民币 4000 万元，不超过（含）人民币 8000 万元，以集中竞价交易方式回购公司部分股份，回购价格不超过人民币 20 元/股，拟回购的股份将用于实施股权激励计划、员工持股计划或依法注销减少注册资本，回购股份期限为自股东大会审议通过之日起不超过 12 个月。根据最高回购规模、最高回购价格上限测算，预计回购股份数量为 400 万股，约占公司目前总股本的 0.52%。

近期公司股价波动较大，此次回购有利于稳定公司股价，提振市场信心，若公司将回购股份依法注销，则将增厚公司利润约 0.5%。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7,315	7,248	7,986	9,039	10,202
营业收入增长率	3.61%	-0.92%	10.19%	13.19%	12.87%
净利润（百万元）	698	689	780	884	1,057
净利润增长率	12.53%	-1.26%	13.25%	13.27%	19.61%
EPS（元）	0.91	0.90	1.02	1.15	1.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.26%	19.27%	20.44%	21.76%	24.14%
P/E	15	16	14	12	10
P/B	3.1	3.0	2.8	2.6	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 10 月 19 日



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,315	7,248	7,986	9,039	10,202
营业成本	4,923	4,855	5,292	5,853	6,529
折旧和摊销	76	76	48	50	53
营业税费	54	61	67	76	86
销售费用	1,103	1,093	1,334	1,491	1,683
管理费用	499	553	639	723	816
财务费用	-9	0	-8	-27	-30
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	36	88	250	130	130
营业利润	756	808	910	1,050	1,246
利润总额	854	818	920	1,062	1,261
少数股东损益	36	21	20	40	40
归属母公司净利润	698	689	780	884	1,057

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	5,593	5,351	6,220	6,757	7,408
流动资产	3,807	3,591	4,481	5,013	5,660
货币资金	754	673	1,683	1,884	2,160
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	85	129	122	138	156
应收票据	1,449	1,718	1,597	1,808	2,040
其他应收款	21	27	28	32	36
存货	408	516	442	490	547
可供出售投资	447	411	411	411	411
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	187	264	264	264	264
固定资产	670	631	632	634	636
无形资产	159	153	152	151	151
总负债	2,079	1,769	2,375	2,629	2,921
无息负债	2,070	1,769	2,375	2,629	2,921
有息负债	9	0	0	0	0
股东权益	3,514	3,582	3,845	4,129	4,487
股本	768	768	768	768	768
公积金	1,333	1,294	1,294	1,294	1,294
未分配利润	1,352	1,581	1,824	2,067	2,385
少数股东权益	70	8	28	68	108

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,007	49	1,346	740	911
净利润	698	689	780	884	1,057
折旧摊销	76	76	48	50	53
净营运资金增加	288	156	-654	183	195
其他	-55	-873	1,171	-377	-394
投资活动产生现金流	-491	694	194	74	74
净资本支出	-17	-34	-56	-56	-56
长期投资变化	187	264	0	0	0
其他资产变化	-660	464	250	130	130
融资活动现金流	-811	-783	-529	-614	-709
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	-9	0	0	0
无息负债变化	-453	-302	606	254	292
净现金流	-291	-48	1,010	200	276

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.61%	-0.92%	10.19%	13.19%	12.87%
净利润增长率	12.53%	-1.26%	13.25%	13.27%	19.61%
EBITDA 增长率	0.95%	-5.01%	-6.43%	34.73%	20.63%
EBIT 增长率	2.07%	-5.58%	-3.05%	37.01%	21.55%
估值指标					
PE	15	16	14	12	10
PB	3.1	3.0	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	13	13	13	10	8
EV/EBIT	14	15	14	10	8
EV/NOPLAT	16	17	16	12	9
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	4	4	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	32.70%	33.01%	33.73%	35.25%	36.01%
EBITDA 率	10.77%	10.33%	8.77%	10.44%	11.16%
EBIT 率	9.74%	9.28%	8.16%	9.88%	10.64%
税前净利润率	11.68%	11.28%	11.52%	11.75%	12.36%
税后净利润率 (归属母公司)	9.54%	9.51%	9.77%	9.78%	10.36%
ROA	13.11%	13.27%	12.86%	13.67%	14.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.26%	19.27%	20.44%	21.76%	24.14%
经营性 ROIC	23.41%	21.34%	27.50%	34.52%	38.56%
偿债能力					
流动比率	1.84	2.04	1.89	1.91	1.94
速动比率	1.64	1.74	1.70	1.72	1.75
归属母公司权益/有息债务	399.28	-	-	-	-
有形资产/有息债务	621.95	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.91	0.90	1.02	1.15	1.38
每股红利	0.60	0.70	0.83	0.96	1.14
每股经营现金流	1.31	0.06	1.75	0.96	1.19
每股自由现金流(FCFF)	0.53	0.63	1.58	0.77	0.98
每股净资产	4.49	4.66	4.97	5.29	5.71
每股销售收入	9.53	9.44	10.40	11.78	13.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com