CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

九阳股份 002242.SZ

目标估值：25-28 元
当前股价：19.76 元
2019 年 03 月 11 日

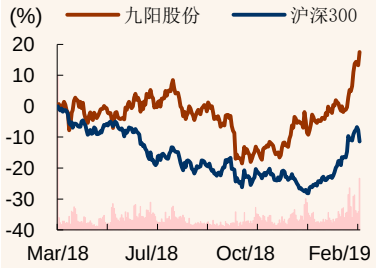
价值低估，“创新”溢价

基础数据

上证综指	2970
总股本（万股）	76751
已上市流通股（万股）	76196
总市值（亿元）	152
流通市值（亿元）	151
每股净资产（MRQ）	4.7
ROE（TTM）	20.1
资产负债率	30.4%
主要股东	上海力鸿新技术投资
主要股东持股比例	49.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	18	19
相对表现	4	6	29



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《九阳股份（002242）—关注价值，期待成长》2018-12-20
2、《九阳股份（002242）—经营持续回暖，关注长期价值》2018-12-19
3、《九阳股份（002242）—安全边际足够强劲，稳健收益最优选择》2017-11-12

纪敏
0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

研究助理
隋思誉
suisiyu@cmschina.com.cn

- **投资思考-小家电行业：**长期视角，**创新是小家电行业核心驱动力,包含原有品类的迭代升级和新品类引领的新需求创造**。详见《家电复盘笔记 - 2012,小家电谜之“滑铁卢”》。**短期逻辑，**相比大家电行业的地产强相关周期属性的市场认知，小家电行业更有穿越地产周期能力（产品升级+品类扩张）。14-15 年，地产周期下行期，2015 年白电行业收入下滑 16%，黑电下滑 2%，小家电增长 2%。**估值层面，**15-25x 是市场给予小家电行业的估值体系，若业绩稳定创新力强则可享受更高溢价。另外，不可忽视小家电的“爆款现象”（如 2015 年九阳胶囊豆浆机，2016 年 IH 电饭煲等等）。

- **九阳股份：产品重新梳理，新产品呈现套系化高端化；渠道改善明显，新零售思维主导未来扩张之路。**近期公司召开了**九阳&Shark2019 新品发布会**，规模空前，详细介绍了品牌和设计理念（**悦享健康**），发布了无人豆浆机、无人破壁料理机、蒸汽电饭煲、新一代吸尘器等重磅产品。管理层更是详细分析了未来消费分级趋势，**提出城市圈层、年轻圈层、县乡圈层等不同人群的消费需求**。针对不同需求提供相应产品解决方案。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。目前豆浆机占比不足 30%，破壁机\电饭煲\压力煲\净水和炒菜机增长 2 位数以上。其中新品**无人豆浆机（K1s）**和**无人破壁料理机（Y88）解决消费者清洗的痛点，有望成为未来爆款**。2018 年收购 Shark，今年将全面切入清洁家电领域，打开未来成长空间。**给予“强烈推荐-A”评级。**

- **聚焦企业内在价值：**九阳股份是家电行业分红比例最大的公司，近三年年均分红比例约八成。**2019 年预期归母净利为 8 亿+，预期股息率 4-5%。**另外，自 2017.12 月以来公司做了多次股份回购、股东增持及股权激励等动作。**三季度预收款**同比环比均增加 56%，提供后期增长安全垫。公司在小家电行业中估值较低（ttm-PE 九阳 20x,苏泊尔 31x,飞科电器 22x,莱克电气 23x），**具有较强的安全边际。**

- **投资建议：拐点在即，择机布局。**公司经过两年的渠道调整和产品升级后，逐步进入收获期。新领域布局打开未来成长空间。**给予“强烈推荐-A”评级。**

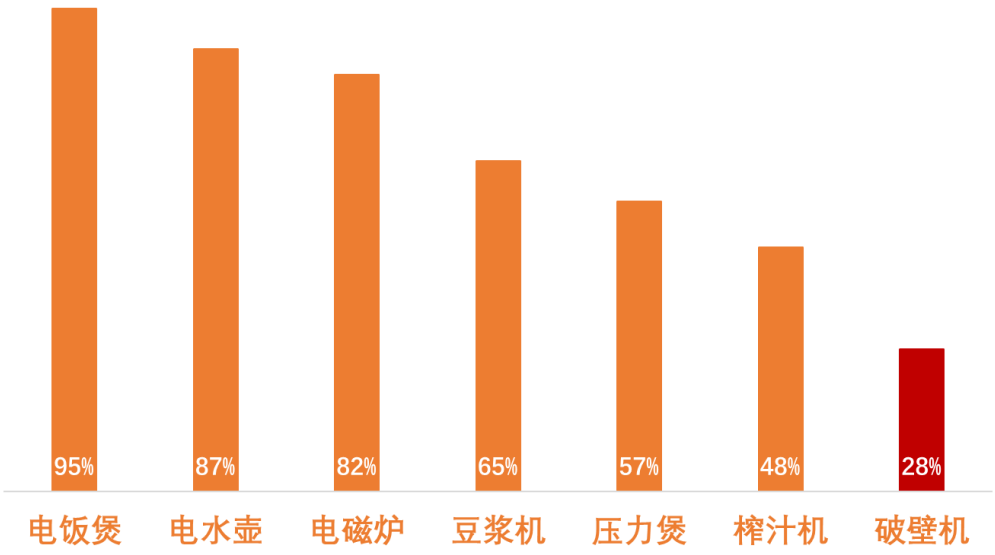
- **风险提示：宏观经济下行超预期，公司新品销售不及预期**

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	7315	7248	8035	8944	10086
同比增长	4%	-1%	11%	11%	13%
营业利润(百万元)	756	761	854	957	1085
同比增长	1%	1%	12%	12%	13%
净利润(百万元)	698	642	719	803	907
同比增长	13%	-8%	12%	12%	13%
每股收益(元)	0.91	0.84	0.94	1.05	1.18
PE	21.7	23.6	21.1	18.9	16.7
PB	4.4	4.2	4.2	3.9	3.6

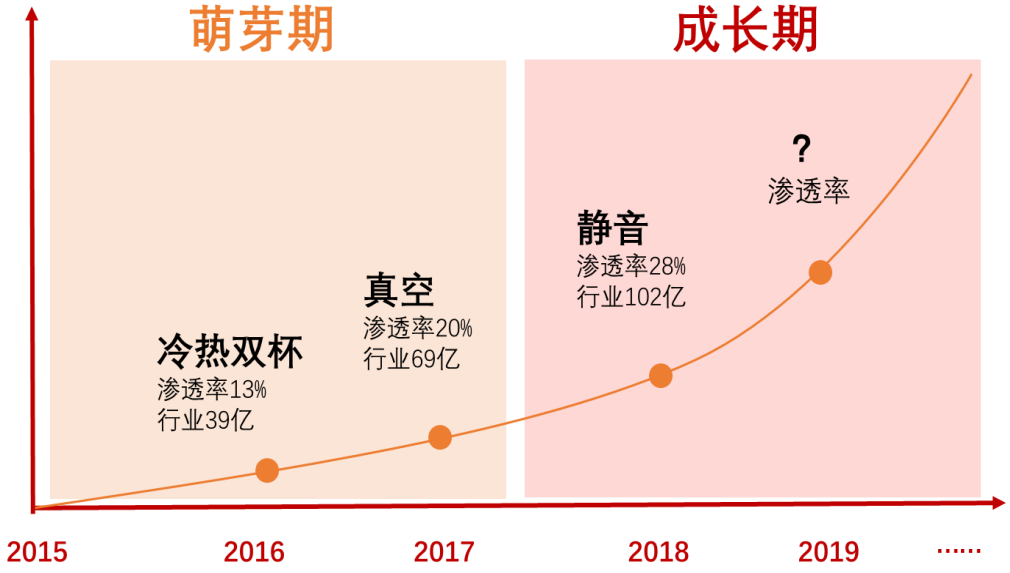
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：厨房小家电渗透率



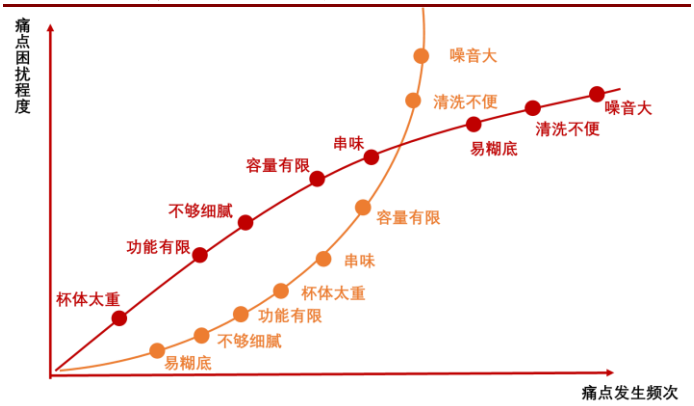
资料来源：九阳新品发布会，招商证券

图 2：破壁料理机渗透率提升过程



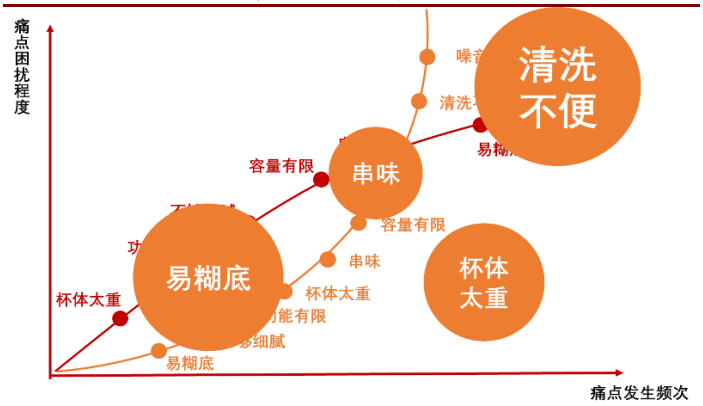
资料来源：九阳新品发布会，招商证券

图 3：破壁料理机痛点矩阵



资料来源：九阳新品发布会，招商证券

图 4：8 大核心痛点中，4 个和清洗相关

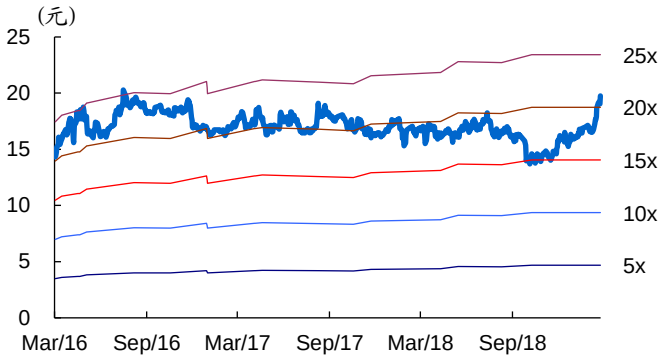


资料来源：九阳新品发布会，招商证券

图 5：九阳即将上市的 3 款新产品

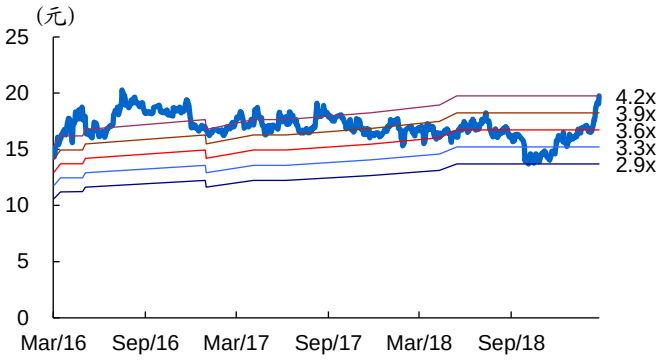
资料来源：九阳新品发布会，招商证券

图 2: 九阳股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3: 九阳股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3807	3591	3827	4443	4929
现金	754	673	555	802	823
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1449	1718	1726	1921	2167
应收款项	85	129	315	351	395
其它应收款	21	27	51	57	65
存货	408	516	556	618	696
其他	1089	528	624	694	783
非流动资产	1785	1759	1708	1661	1619
长期股权投资	187	264	264	264	264
固定资产	670	631	595	562	533
无形资产	159	153	137	124	111
其他	770	712	712	712	712
资产总计	**5593**	**5351**	**5535**	**6105**	**6548**
流动负债	2069	1762	1895	2138	2207
短期借款	0	0	86	172	42
应付账款	1166	1020	1202	1337	1507
预收账款	309	182	199	221	249
其他	594	561	407	408	409
长期负债	10	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	10	6	6	6	6
负债合计	**2079**	**1769**	**1901**	**2144**	**2213**
股本	768	768	768	768	768
资本公积金	926	828	828	828	828
留存收益	1750	1979	2007	2307	2652
少数股东权益	70	8	31	57	87
归属于母公司所有者权益	3444	3575	3603	3903	4248
负债及权益合计	**5593**	**5351**	**5535**	**6105**	**6548**

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1007	49	475	658	704
净利润	698	642	719	803	907
折旧摊销	76	76	78	73	68
财务费用	(2)	6	(2)	2	(0)
投资收益	(36)	(88)	(35)	(35)	(35)
营运资金变动	229	(597)	(294)	(213)	(268)
其它	41	10	10	27	31
投资活动现金流	(491)	694	(26)	(26)	(26)
资本支出	(35)	(35)	(26)	(26)	(26)
其他投资	(456)	729	0	0	0
筹资活动现金流	(811)	(783)	(567)	(385)	(657)
借款变动	(313)	(156)	86	86	(130)
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	8	(98)	0	0	0
股利分配	(537)	(614)	(691)	(503)	(562)
其他	31	85	37	33	35
现金净增加额	(296)	(40)	(118)	247	21

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7315	7248	8035	8944	10086
营业成本	4923	4855	5306	5901	6649
营业税金及附加	54	61	68	75	85
营业费用	1103	1093	1229	1359	1533
管理费用	499	553	603	671	756
财务费用	(9)	(0)	0	2	0
资产减值损失	23	13	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	36	88	35	35	35
营业利润	756	761	854	957	1085
营业外收入	112	19	30	30	30
营业外支出	14	9	9	9	9
利润总额	854	771	875	978	1106
所得税	121	108	133	149	169
净利润	733	663	742	830	937
少数股东损益	36	21	24	26	30
归属于母公司净利润	698	642	719	803	907
EPS（元）	0.91	0.84	0.94	1.05	1.18

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	4%	-1%	11%	11%	13%
营业利润	1%	1%	12%	12%	13%
净利润	13%	-8%	12%	12%	13%
获利能力					
毛利率	32.7%	33.0%	34.0%	34.0%	34.1%
净利率	9.5%	8.9%	8.9%	9.0%	9.0%
ROE	20.3%	18.0%	20.0%	20.6%	21.4%
ROIC	18.1%	17.9%	19.3%	19.6%	20.9%
偿债能力					
资产负债率	37.2%	33.1%	34.3%	35.1%	33.8%
净负债比率	0.2%	0.0%	1.6%	2.8%	0.6%
流动比率	1.8	2.0	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
营运能力					
资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
存货周转率	10.4	10.5	9.9	10.1	10.1
应收帐款周转率	84.0	67.8	36.2	26.9	27.0
应付帐款周转率	4.2	4.4	4.8	4.6	4.7
每股资料（元）					
每股收益	0.91	0.84	0.94	1.05	1.18
每股经营现金	1.31	0.06	0.62	0.86	0.92
每股净资产	4.49	4.66	4.69	5.09	5.53
每股股利	0.80	0.90	0.66	0.73	0.83
估值比率					
PE	21.7	23.6	21.1	18.9	16.7
PB	4.4	4.2	4.2	3.9	3.6
EV/EBITDA	17.1	16.8	14.9	13.5	12.0

资料来源：公司数据、招商证券

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。

招商家电研究组:

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。

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和经济学双学士。2015-至今,任招商证券家电行业资深分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017 年入职。

团队荣誉:

金牛奖: 2018 最具价值金牛分析师 & 2018 最佳行业金牛分析师
新财富: 2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名
金牛奖: 2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名
水晶球: 2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名
保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2018-第 3 名 2017-第 2 名 2016-第 3 名 2014-第 3 名

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: 行业基本面向好，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: 行业基本面向淡，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。