

# 九阳股份 (002242.SZ)

## 长短期面临业绩拐点，业绩符合预期

### ● 受渠道调整的影响，收入增速放缓，符合预期

2016 年公司实现营业收入 73.1 亿元 (YoY+4%)，归母净利 7.0 亿元 (YoY+13%)，毛利率 32.7% (YoY+0.8pct)，净利率 10.0% (YoY+0.5pct)。Q4 单季实现收入 22.8 亿元 (YoY+12%)，归母净利 1.5 亿元 (YoY+32%)，毛利率 32.9% (YoY+1.2pct)，净利率 7.1% (YoY+0.6pct)，政府补助大幅增长导致 2016Q4 利润增速显著快于收入增速，全年来看政府补助与去年同期持平。2016 年公司收入增速受渠道调整的影响有所放缓；受益于产品结构优化升级，利润增速快于收入，年报与业绩快报基本一致，符合预期。

### ● 产品结构日趋平衡，渠道布局日益完善

分品类，营养煲收入占比 33% (YoY+21%)，西式电器收入占比 11% (YoY+48%)，增速最快；受豆浆机收入下滑的影响，食品加工机 (占比 42%) 收入同比下滑 13%，电磁炉收入占比 10% (YoY+1%)，公司收入对豆浆机单一品类的依赖程度不断下降，产品结构构成日趋均衡。分渠道，线上渠道保持较快增长；线下对经销商进行调整，经销商结构更为健康，同时推进体验式终端建设，拓展商务礼品销售新渠道，布局日益完善。

### ● 长短期面临拐点，收入有望加速增长

长期来看，小家电行业处于消费升级的拐点，公司作为行业龙头，强者恒强，受益于消费升级带来的量价齐升；短期来看，我们预计 2017 年业绩有望实现加速增长，成为公司的业绩拐点，原因：1) 线下渠道经销商精简后，2017 年有望实现恢复性、改善性增长；2) 豆浆机收入占比下降后，其他品类收入增长对公司业绩的带动将更显著；3) 2016 年同期基数低。

### ● 盈利预测和投资建议

我们预测公司 2017-2019 年净利润分别为 8.5、10.4、12.3 亿元，同比增长分别为 21%、23%、19%，现价对应 2017 年估值 17.1 倍，“买入”评级。

### ● 风险提示：新品推广低于预期；原材料价格上涨。

#### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7060	7315	8515	9900	11630
增长率 (%)	18.8%	3.6%	16.4%	16.3%	17.5%
EBITDA (百万元)	782	808	989	1239	1495
净利润 (百万元)	620	698	845	1038	1232
增长率 (%)	16.6%	12.5%	21.2%	22.8%	18.6%
EPS (元/股)	0.81	0.91	1.10	1.35	1.60
市盈率 (P/E)	23.3	20.7	17.1	13.9	11.7
市净率 (P/B)	4.4	4.2	4.0	3.9	3.7
EV/EBITDA	21.7	20.4	17.5	13.9	11.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

18.79 元

合理价值

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-04-17

### 相对市场表现



分析师：

蔡益润 S0260515040001



021-60750652



caiyirun@gf.com.cn

### 相关研究：

九阳股份 (002242.SZ)：渠道优化效果体现，单季收入增长加快 2017-02-16

九阳股份 (002242.SZ)：运营指标改善，期待四季度收入增速加快 2016-10-28

九阳股份 (002242.SZ)：新品销售增长较快，非经常性收入贡献利润 2016-08-19

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4,377	3,807	4,708	4,819	5,583
货币资金	1,148	754	1,300	1,000	1,100
应收及预付	1,671	1,555	1,750	1,899	2,230
存货	538	408	466	535	625
其他流动资产	1,021	1,089	1,192	1,386	1,628
<b>非流动资产</b>	1,513	1,785	1,803	1,768	1,710
长期股权投资	113	187	187	187	187
固定资产	700	670	694	663	611
在建工程	4	0	10	7	1
无形资产	160	159	153	148	143
其他长期资产	540	770	770	770	770
<b>资产总计</b>	5,891	5,593	6,511	6,587	7,293
<b>流动负债</b>	2,508	2,069	2,854	2,766	3,278
短期借款	9	9	472	31	81
应付及预收	1,686	1,336	1,553	1,782	2,082
其他流动负债	814	724	828	953	1,115
<b>非流动负债</b>	24	10	10	10	10
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	24	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	2,532	2,079	2,864	2,776	3,288
股本	768	768	768	768	768
资本公积	934	935	935	935	935
留存收益	1,573	1,741	1,868	2,024	2,208
归属母公司股东权	3,275	3,444	3,571	3,727	3,911
少数股东权益	83	70	76	84	94
<b>负债和股东权益</b>	5,891	5,593	6,511	6,587	7,293

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	362	312	902	1,074	1,128
净利润	620	698	845	1,038	1,232
折旧摊销	80	73	79	83	86
营运资金变动	-348	-487	-33	-59	-203
其它	10	29	11	12	14
<b>投资活动现金流</b>	-18	-104	-101	-51	-31
资本支出	0	-30	-101	-51	-31
投资变动	-18	-104	-101	-51	-31
其他	0	30	101	51	31
<b>筹资活动现金流</b>	-429	-602	-255	-1,323	-997
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	5	1	0	0	0
其他	-434	-603	-255	-1,323	-997
<b>现金净增加额</b>	-85	-394	546	-300	100
<b>期初现金余额</b>	1,234	1,148	754	1,300	1,000
<b>期末现金余额</b>	1,148	754	1,300	1,000	1,100

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	18.8%	3.6%	16.4%	16.3%	17.5%
营业利润增长	16.6%	12.5%	21.2%	22.8%	18.6%
归属母公司净利润增长	16.6%	12.5%	21.2%	22.8%	18.6%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	31.9%	32.7%	33.3%	34.2%	34.7%
净利率	8.8%	9.5%	9.9%	10.5%	10.6%
ROE	18.9%	20.3%	23.7%	27.9%	31.5%
ROIC	18.9%	19.4%	21.4%	26.0%	31.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.0%	37.2%	44.0%	42.1%	45.1%
净负债比率	-23.5%	-23.7%	-24.0%	-27.0%	-30.0%
流动比率	1.75	1.84	1.65	1.74	1.70
速动比率	1.53	1.64	1.49	1.55	1.51
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.20	1.31	1.31	1.50	1.59
应收账款周转率	4.23	4.70	4.87	5.21	5.21
存货周转率	8.94	12.05	12.19	12.18	12.16
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.81	0.91	1.10	1.35	1.60
每股经营现金流	0.47	0.41	1.17	1.40	1.47
每股净资产	4.27	4.49	4.65	4.85	5.10
<b>估值比率</b>					
P/E	23.3	20.7	17.1	13.9	11.7
P/B	4.4	4.2	4.0	3.9	3.7
EV/EBITDA	21.7	20.4	17.5	13.9	11.8

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	7060	7315	8515	9900	11630
营业成本	4809	4923	5683	6511	7598
营业税金及附加	46	54	60	69	81
销售费用	989	1103	1277	1485	1744
管理费用	515	499	585	680	797
财务费用	-9	-9	-20	-23	-29
资产减值损失	-4	-23	-4	-4	-4
公允价值变动收益	0	1	2	3	4
投资净收益	31	-12	30	29	28
<b>营业利润</b>	746	756	966	1214	1474
营业外收入	62	112	112	112	112
营业外支出	17	14	14	14	14
<b>利润总额</b>	791	854	1046	1284	1524
所得税	120	121	157	193	229
<b>净利润</b>	620	698	845	1038	1232
少数股东损益	51	36	44	54	64
<b>归属母公司净利润</b>	620	698	845	1038	1232
EBITDA	782	808	989	1239	1495
EPS(元)	0.81	0.91	1.10	1.35	1.60

## 广发家电行业研究小组

蔡益润： 分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 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 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
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。  
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。