

# 九阳股份 (002242.SZ)

## 创新龙头，拐点向上

### ● 小家电行业龙头，受益于消费升级，强者恒强

随着小家电行业迈入消费升级大周期，我们预计未来 5-10 年，小家电行业将持续向好。而如今中式厨房小家电领域，美的、苏泊尔、九阳三家合计市场份额 80% 以上，品牌力、渠道力、产品力最强，有望延续强者恒强。我们认为，九阳作为小家电创新龙头，长短期面临业绩拐点。

### ● 全品类布局，产品结构持续改善

品类的多元化为公司收入增长提供动力，同时由于豆浆机占比的下降，产品结构升级将成为影响净利率的主导因素，表现为：公司由单品类向多品类转变，收入不再依赖单一品类，豆浆机占比逐渐降低，新拓展的几大品类增长较为迅速，未来将持续拉动收入增长；同时由于豆浆机占比减小，产品结构升级对净利率的影响将成为主导因素，带动整体净利率持续提升。

### ● 创新能力突出，核心竞争力提升

九阳是一家追求推陈出新的公司，企业文化中，尤为推崇创新能力，可以说，九阳是一家拥有创新基因的公司，具体来看：1) 产品积极创新，近年来公司积极推出各类新品；2) 营销方式积极创新。我们认为，九阳对新品的把握能力较强，新品方面有望为公司带来新的增长点。

### ● 渠道布局逐步完善，打开公司成长新空间

线上：公司精心培育线上渠道，销售占比保持高速增长；线下：渠道调整完成，精细化的渠道管理提升了九阳渠道的竞争力。因此，日益完善的渠道布局将带动市场份额的进一步提升。

### ● 投资建议

我们预测公司 2017-2019 年净利润分别为 8.3、10.2、12.1 亿元，同比增长分别为 19%、23%、19%，现价对应 2017 年估值 17 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	8508	9897	11586
增长率(%)	18.8%	3.6%	16.3%	16.3%	17.1%
EBITDA(百万元)	782	808	968	1214	1470
净利润(百万元)	620	698	829	1018	1212
增长率(%)	16.6%	12.5%	18.8%	22.8%	19.0%
EPS(元/股)	0.81	0.91	1.08	1.33	1.58
市盈率(P/E)	22.8	20.3	17.0	13.9	11.7
市净率(P/B)	4.3	4.1	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA	21.3	20.1	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

识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格

18.41 元

前次评级

买入

报告日期

2017-05-16

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	768/765
流通 A 股市值(百万元)	13,502
每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	37.17
一年内最高/最低(元)	21.89/17.29

### 相对市场表现



分析师：曾 焯 S0260517050002



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 相关研究：

九阳股份 (002242.SZ)：长 2017-04-17

短期面临业绩拐点，业绩符合预期

九阳股份 (002242.SZ)：渠 2017-02-16

道优化效果体现，单季收入增长加快

九阳股份 (002242.SZ)：运 2016-10-28

营指标改善，期待四季度收入增速加快

联系人：袁雨辰 S0260117040101



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

投资建议 .....	4
全品类布局，产品结构持续改善 .....	5
全品类布局，摆脱对豆浆机单一品类的依赖 .....	5
品类多元化，为收入增长提供动力 .....	6
产品结构升级转为主导因素，带动净利率持续提升 .....	8
创新能力突出，核心竞争力提升 .....	9
产品创新能力强，首创产品层出不穷 .....	9
营销创新能力强，顺应互联网潮流 .....	10
渠道布局逐步完善，打开公司成长新空间 .....	11
线下渠道调整完成，竞争力增强 .....	11
线上渠道优势趋于明显 .....	13
市场份额有望持续提高 .....	13
盈利预测 .....	15
风险提示 .....	15
新产品推广不达预期 .....	15
原材料价格上涨 .....	15

## 图表索引

图 1: 公司收入占比分析: 西式小家电和营养煲两大类增长迅速 .....	5
图 2: 主要厨房小家电品类市场竞争格局变化: 市场集中度显著提高 (2012 年和 2016 年) .....	6
图 3: 食品加工机销售稳定 (百万元) .....	7
图 4: 电磁炉品类收入维持稳定 (百万元) .....	7
图 5: 营养煲销售较快增长 (百万元) .....	8
图 6: 西式小家电品类收入高速增长 (百万元) .....	8
图 7: 主要品类毛利率及整体净利率 (2011-2016) .....	9
图 8: 公司盈利能力变化 (2007-2016) .....	9
图 9: 公司新品图示 (2011 年-2016 年) .....	10
图 10: 公司运用互联网思维营销效果显著 .....	10
图 11: 一级经销商减少 70-80 家 .....	12
图 12: 公司近年来在各大电商购物节上的表现可圈可点 .....	13
图 13: 食品加工机各品类销售份额分布情况 (2016 年) .....	13
图 14: 电饭煲零售额份额分布 (2016 年) .....	14
图 15: 电水壶零售额份额分布 (2016 年) .....	14
图 16: 电压力锅零售额份额分布 (2016 年) .....	14
图 17: 电磁炉零售额份额分布 (2016 年) .....	14
表 1: 收入分拆 .....	4
表 2: 九阳厨房小家电全品类布局 .....	5
表 3: 定增加码, 电饭煲预期快速增长 .....	8
表 4: 公司近几年推出的新品 .....	9
表 5: 具体终端建设计划 .....	12
表 6: 九阳股份利润分拆表 (百万元) .....	12

## 投资建议

**消费升级，强者恒强。**随着小家电行业迈入消费升级大周期，我们预计未来5-10年，小家电行业将持续向好。而如今中式厨房小家电领域，美的、苏泊尔、九阳三家合计市场份额80%以上，品牌力、渠道力、产品力最强，有望延续强者恒强。具体请看我们外发的报告《我国小家电行业步入消费升级新阶段-20170425》。

九阳作为小家电创新龙头，长短期面临业绩拐点，具体来看：

- **长期拐点：**豆浆机收入占比降到30%后，其对公司产品结构的影响也进一步降低。而公司所培育的其他品类收入的快速增长对公司业绩的带动将更显著。未来，公司有望从产品结构改善中受益。
- **中短期拐点：**伴随着渠道调整接近尾声，业务进一步规整至运营能力相对较强的大型经销商，经过精简后的公司渠道实现了精细化管理，2017年有望实现恢复性和改善性增长。

我们预测公司2017-2019年净利润分别为8.3、10.2、12.1亿元，同比增长分别为19%、23%、19%，现价对应2017年估值17倍，“买入”评级。

表 1：收入分拆

收入	2016E		2017E		2018E		2019E		
	收入	增速	收入	增速	收入	增速	收入	增速	
食品加工类	豆浆机	21.0	-20%	18.9	-10%	17.4	-8%	16.5	-5%
	榨汁机	4.5	5%	5.9	30%	7.6	30%	9.9	30%
	破壁料理机	4.5	150%	6.8	50%	9.5	40%	12.3	30%
营养煲类	电饭煲	10.0	25%	14.0	40%	18.2	30%	23.7	30%
	电水壶	7.0	5%	8.1	15%	8.9	10%	9.7	10%
	电压力锅	7.0	15%	9.1	30%	10.9	20%	12.0	10%
电磁炉类	电磁炉	7.6	1%	7.8	3%	8.1	3%	8.3	3%
西式小家电类	大厨电	1.6	10%	2.0	30%	2.5	30%	3.3	30%
	净水机	2.0	80%	2.7	30%	3.5	30%	4.6	30%
	面条机	1.5	10%	1.8	20%	2.2	20%	2.6	20%
	锅	1.2	10%	1.6	30%	2.0	30%	2.6	30%
	烤箱	2.0	10%	2.4	20%	2.9	20%	3.5	20%
其他	2.8	4%	3.6	30%	4.7	30%	6.2	30%	
<b>合计</b>	<b>73</b>	<b>3.6%</b>	<b>85</b>	<b>16.3%</b>	<b>98</b>	<b>16.3%</b>	<b>115.2</b>	<b>17.1%</b>	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 全品类布局，产品结构持续改善

品类的多元化为公司收入增长提供动力，同时由于豆浆机占比的下降，产品结构升级将成为影响净利率的主导因素。公司由单品类向多品类转变，收入不再依赖单一品类，豆浆机占比逐渐降低，新拓展的几大品类增长较为迅速；同时由于豆浆机占比减小，产品结构升级将对净利率的影响将成为主导因素，预计整体净利率有所提升。

- **厨房电器全品类布局。**为降低对单一品类——豆浆机的依赖，公司积极实施多元化发展战略，培育了很多新的品类，实现了由“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略和品牌转型。
- **收入实现较高增长——新品类增长迅速且预期未来将继续增长。**公司近几年拓展的新业务发展较快，尤其是西式小家电和营养煲品类收入大幅增加。在消费升级和小家电更新换代的需求的推动下，预期电磁炉收入将稳定增长，西式小家电和营养煲系列产品将高速增长。
- **盈利能力有望提升——产品结构升级对净利率的影响将成为主导因素，预计整体净利率有所提升。**由于豆浆机相比于其他品类利润率较高，豆浆机占比的减少带来净利率的下滑，但产品结构升级带来的整体的净利率提升对冲了一部分豆浆机下滑带来的净利率的下降，近几年净利率基本已经止滑。长期来看，豆浆机收入占比已经减小（约30%），未来对净利率的影响也会减小，未来3-5年，产品升级将成为影响净利率的主要因素，预计公司净利率会提升。

### 全品类布局，摆脱对豆浆机单一品类的依赖

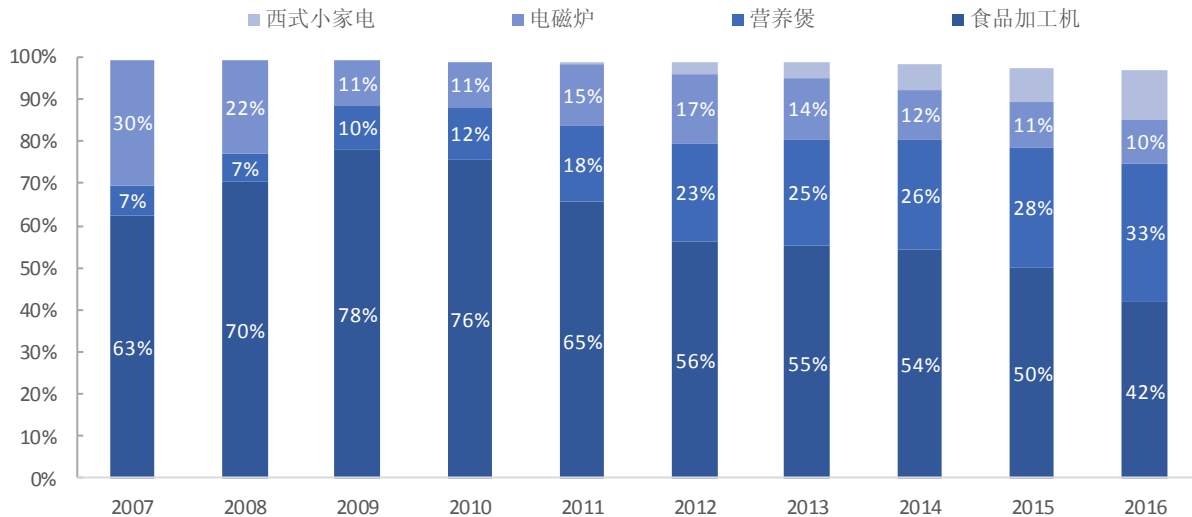
公司以专业的豆浆机生产企业起家，在豆浆机市场上一直保持行业领先地位。虽然近两年市场份额略有下滑，但依旧占据市场约60%的份额。近几年，为降低对豆浆机单一品类的依赖程度，公司积极实施多元化产品战略，培育了很多新的品类，实现了由“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略和品牌转型。

表 2：九阳厨房小家电全品类布局

分类	主要品类
食品加工机系列	豆浆机、榨汁机、破壁料理机
营养煲系列	电饭煲、电压力锅、电水壶
西式小家电系列	大厨电、净水机、炒锅、面条机、烤箱等
电磁炉系列	电磁炉

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 1：公司收入占比分析：西式小家电和营养煲两大类增长迅速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 品类多元化, 为收入增长提供动力

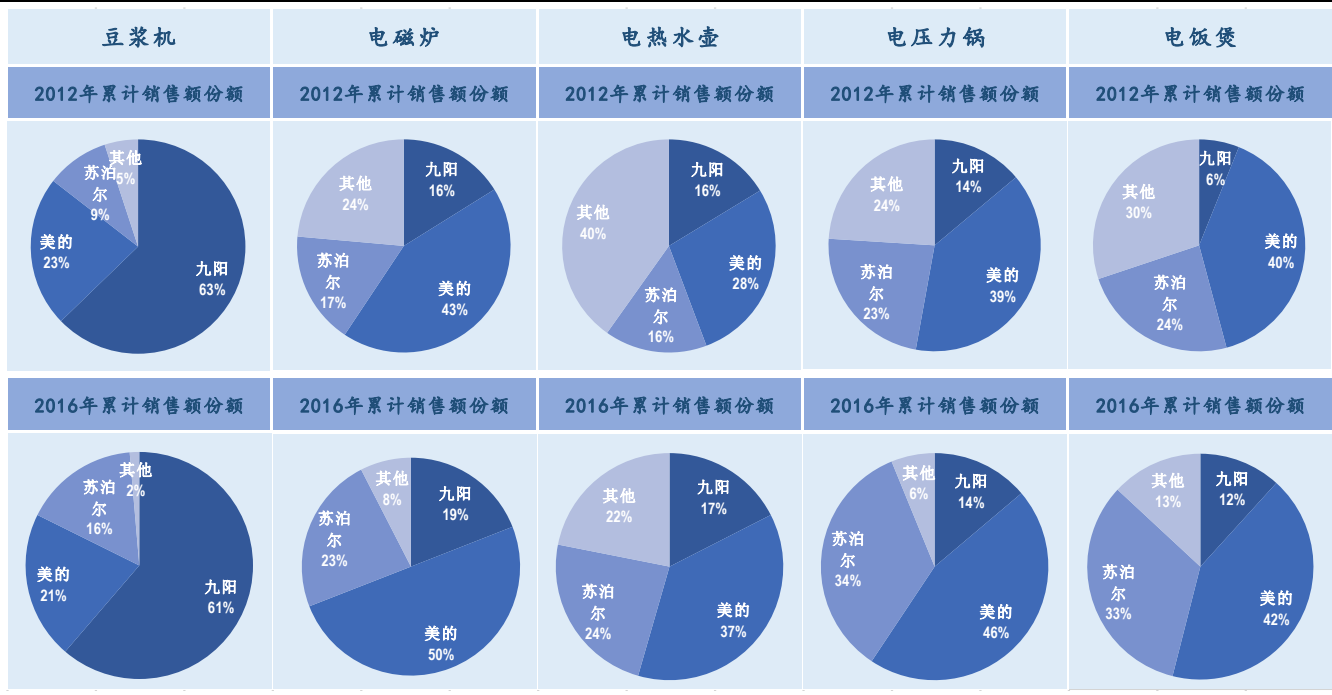
新品类收入的高速增长, 为公司成长提供源源不断的动力。公司近几年拓展的新业务发展较快, 尤其是西式小家电和营养煲品类收入大幅增加。在消费升级和小家电更新换代需求的推动下, 预期电磁炉收入将稳定增长, 西式小家电和营养煲系列产品将高速增长。

九阳的新品类已在厨房小家电市场上已拥有一席之地。据中怡康数据, 公司近几年除豆浆机外, 其他四大品类(电磁炉、电热水壶、电压力锅和电饭煲)的市场份额均有提高。而苏泊尔、美的和九阳三大巨头的市场份额也在同步提升, 厨房小家电市场进一步集中。

考虑到中怡康数据主要监测的是一二线、部分三线城市中KA、商超渠道的销售情况, 所以, 从全国范围来看, 厨房小家电CR3并没有中怡康统计的那么高。所以, 我们认为, 市场集中度提升的空间依然很大。

图2: 主要厨房小家电品类市场竞争格局变化: 市场集中度显著提高(2012年和2016年)





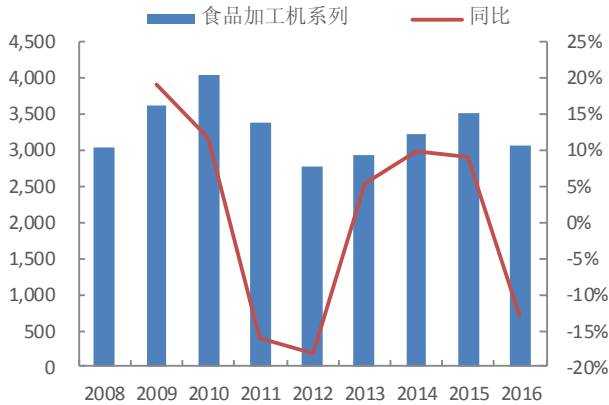
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

具体来看：

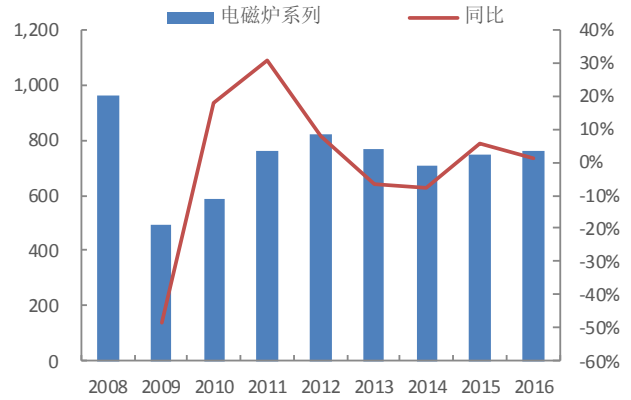
- ◇ **食品加工机销售稳定，豆浆机的影响逐步降低。**整体来看，食品加工机未来将呈现稳定增长的态势。具体来看，豆浆机收入未来下降速度逐渐放缓，榨汁机和破壁料理机受益于消费升级和更新换代的需求，而呈现加速上升的态势。
- ◇ **电磁炉收入维稳，预期未来稳定增长。**整体来看，电磁炉品类收入维持稳定，占比为10%，市场份额从12年的16%稳步上升至16年的20%。未来，预期电磁炉品类将继续稳定增长。
- ◇ **营养煲类近几年增长迅速，预期未来将继续高速增长。**整体来看，营养煲品类收入占比已升至2016年的33%，增长迅速。加之公司此次定增计划中有约3.36亿元投入到“铁釜”电饭煲的技术提升和产能扩建中，可见公司有意推进铁釜电饭煲业务，并将之发展成为除豆浆机外另一标志性品类。如今定增加码，预期未来电饭煲类业务将快速增长。
- ◇ **西式小家电品类高速增长，预期未来将延续这一趋势。**近几年，随着西式生活模式逐渐在国内渗透，人们对于西式小家电的需求快速增长，各种各样的西式小家电品类在市场上流行开来。诸如烤箱、净水机等西式小家电在国内家庭中的渗透率逐步攀升。随着人们对生活品质要求的进一步提升，西式小家电的需求将持续扩张，预期该品类未来将高速增长。

图3：食品加工机销售稳定（百万元）

图4：电磁炉品类收入维持稳定（百万元）

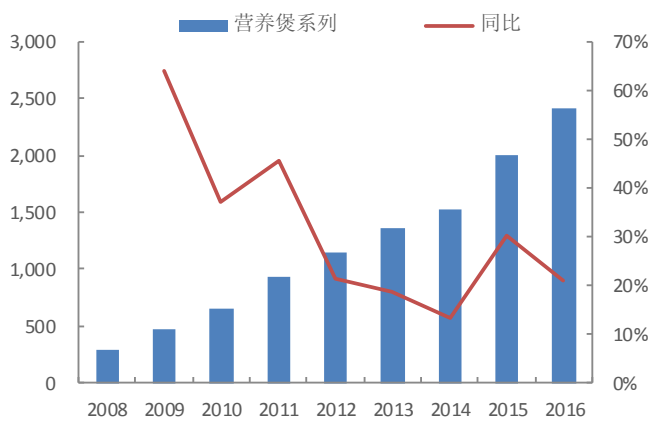


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



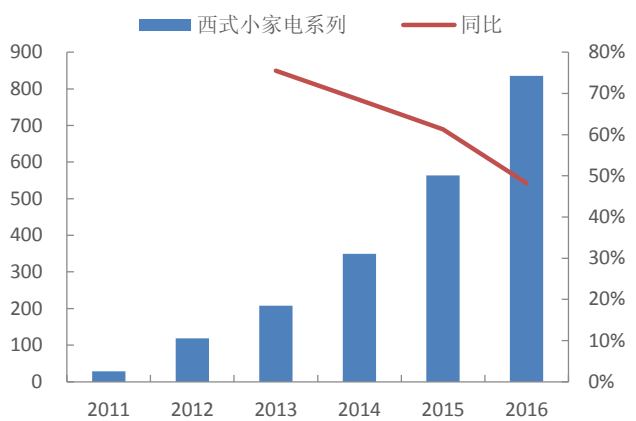
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 营养煲销售较快增长 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 西式小家电品类收入高速增长 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 定增加码, 电饭煲预期快速增长

项目名称	项目总投资额 (亿)	拟投入募集资金额 (亿)
“铁釜”电饭煲产品扩建及技术提升项目	6	3.36
营销推广提升项目	3	1.74
合计	9	5.10

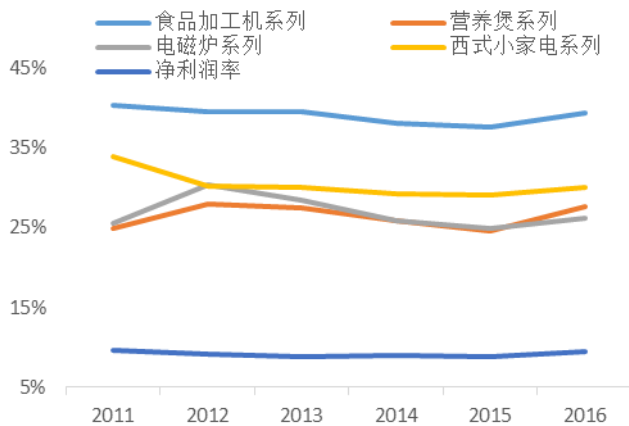
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 产品结构升级转为主导因素, 带动净利率持续提升

豆浆机的影响减小, 净利率将逐步提升。由于豆浆机相比于其他品类利润率较高, 豆浆机占比的减少带来了净利率的下滑, 所以2007-2011年净利率出现下滑。但产品结构升级带来的整体净利率的提升对冲了一部分豆浆机下滑带来的净利率的下降, 2012-2015年净利率基本已经止滑, 保持稳定, 2016年有小幅上升的趋势。长期来看, 豆浆机收入占比已经减小 (约30%), 未来对净利率的影响也会减小。未来3-5年, 产品升级将成为影响净利率的主要因素, 预计公司净利率会提升。

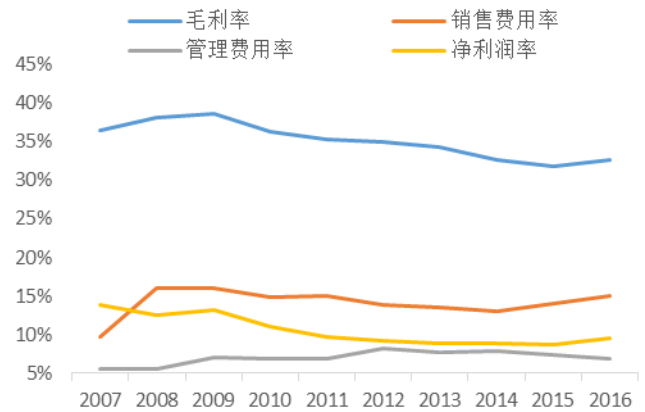


图7：主要品类毛利率及整体净利率（2011-2016）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：公司盈利能力变化（2007-2016）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 创新能力突出，核心竞争力提升

九阳是一家追求推陈出新的公司，企业文化中，尤为推崇创新能力，可以说，九阳是一家拥有创新基因的公司，具体来看：

- **产品积极创新。**近年来公司积极推出各类新品，从Onecup豆浆机到炒菜机器人再到免安装洗碗机，新产品无一不赢得市场关注度。
- **营销方式积极创新。**公司的营销从消费者出发，以消费者为导向，善用微信微博等网络模式等渠道以及话题营销等方式，顺应互联网潮流，适应80后、90后消费者的消费习惯，在传统企业中脱颖而出。

我们认为，九阳对新品的把握较强，新品方面有望为公司带来新的增长点。

### 产品创新能力强，首创产品层出不穷

**坚持创新，产品引爆市场。**在传统优势领域豆浆机品类上不断推陈出新，保持一定的市场份额；同时积极切入新的市场，营养煲、西式小家电等品类在市场上的份额快速提升。近年来公司积极推出各类新品，从Onecup豆浆机到炒菜机器人再到免安装洗碗机，新产品无一不赢得市场关注度。

表4：公司近几年推出的新品

时间	新品情况
2011年	以并购海狼星资产的方式切入净水领域，依托人才、渠道和技术转化优势，净水系统的全国运营商和终端迅速扩展。

- 2013年 在天猫推出 OneCup 胶囊豆浆机,并同时推出产品的公开测试活动,类似胶囊咖啡机式的盈利模式快速成为市场关注热点。
- 2014年 线上线下全网联动的首发“铁釜”,成为市场的关注热点,有效拉动提升了公司电饭煲5个点的市场占有率。
- 2015年4月 发布厨电新品“会呼吸的油烟机”,并在央视投放广告,发力大厨电市场,再次下沉三四线渠道。
- 2015年9月 联合京东召开“智爱”智能产品发布会,发布智能破壁原浆机、智能电饭煲、智能养生壶、智能净水机等四款智能产品,同时推出APP“爱下厨”。
- 2016年 推出了专为年轻一族打造的时尚智能产品炒菜机器人和免安装洗碗机,力求让消费者真正做到解放双手,让厨房变得更简单。

数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图9: 公司新品图示(2011年-2016年)

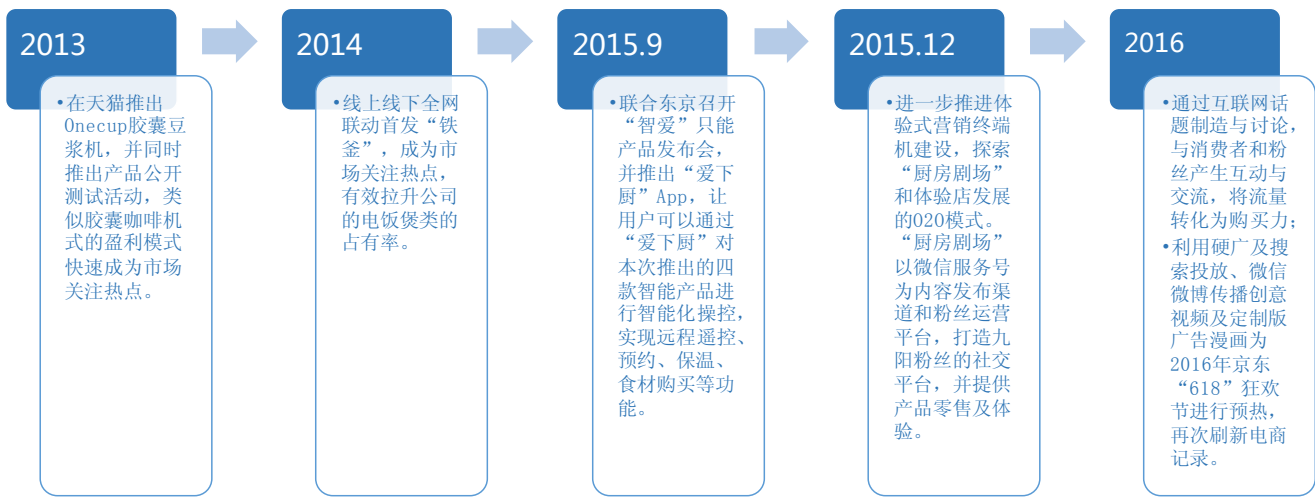


数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

### 营销创新能力强, 顺应互联网潮流

**互联网思维营销推动新品销售。**公司的营销从消费者出发,以消费者为导向,善用例如微信、微博的网络模式等渠道以及话题营销等方式,顺应互联网潮流,适应80后、90后消费者的消费习惯,在传统企业中脱颖而出。

图10: 公司运用互联网思维营销效果显著



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 渠道布局逐步完善，打开公司成长新空间

相较美的、苏泊尔，九阳作为小家电行业后进入者，未来仍有较大的提升空间，主要来源于：

- ◇ **线下渠道调整完成，竞争力增强。**对渠道经销商进行收缩调整，着重培养大的经销商，借由其更强的资金实力、营销能力、资源整合能力，提高渠道的运营效率和经营能力，提升九阳渠道的竞争力。
- ◇ **精心培育线上渠道，优势将逐步显现。**九阳的线上销售占比达40%，竞争对手苏泊尔为30%，80/90后网购小家电的趋势越来越显著，近年来九阳精心培育线上渠道，未来将持续享受成果。
- ◇ **市场份额有望持续提升。**近年来，公司在其他厨房小家电市场也拥有了一席之地，未来随着品牌集中度的提升，市场份额有望持续提升。

### 线下渠道调整完成，竞争力增强

对“扁平化”渠道体系进行收缩调整。

- ◇ 2016Q2开始，公司进行了渠道升级，减少了70-80家经销商，经销商数量由400多家减少至300多家。
- ◇ 公司主要减少的是一些小的经销商，将业务归整至大型经销商。
- ◇ 通过培养大经销商，借由其更强的资金实力、营销能力、资源整合能力，提高渠道的运营效率和经营能力，提升九阳渠道的竞争力。

图 11: 一级经销商减少 70-80 家



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**定增加码, 终端建设持续推进。**公司现有约45000个营销终端, 此次定增计划所募集资金中的1.74亿元资金将对其中不少于1000个终端进行升级, 改造成演示专厅或联合体验专厅, 分布于一、二线城市以及较为发达的三线城市。

表 5: 具体终端建设计划

项目	拟投资终端数量	投资金额 (万元)	投资比例
第一年	200	3480	20%
第二年	400	6960	40%
第三年	400	6960	40%
合计	1000	17400	100%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**渠道调整效果逐渐显现。**2016Q3, 公司前期合并小型经销商等渠道调整结束, 市场销售恢复正常, 后期仅有微调。4Q16单季, 公司实现营业收入22.8亿元, 同比增长11.6%, 如扣除4Q15酥油茶机一次性销售收入约1.2亿元影响, 则4Q16单季收入增速达18%左右, 增速环比加快。

表 6: 九阳股份利润分拆表 (百万元)

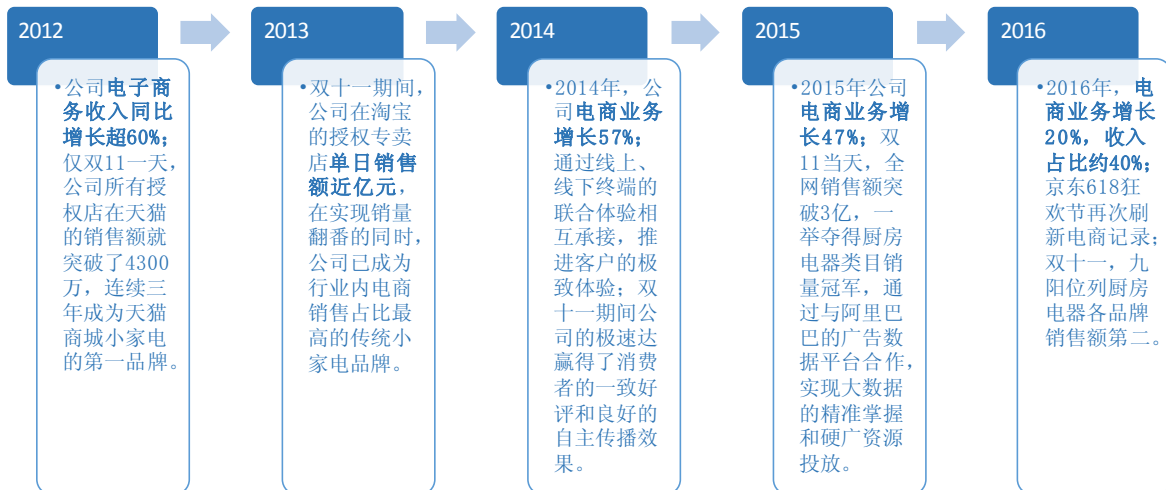
	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017
营业总收入	1,417	1,750	1,849	2,044	1,643	1,667	1,724	2,281	1,485
收入增速	22%	19%	20%	16%	16%	-5%	-7%	12%	-10%
归属母公司股东的净利润	119	200	186	115	132	231	182	152	136
利润增速	16%	14%	17%	22%	11%	16%	-2%	32%	3%
毛利率	30%	33%	32%	32%	32%	34%	33%	33%	31%
总费用率	19%	19%	21%	25%	20%	19%	20%	26%	19%
营业利润率	11%	14%	11%	7%	11%	14%	12%	6%	11%
净利率	9%	12%	11%	7%	9%	14%	11%	7%	9%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 线上渠道优势趋于明显

精心培育线上渠道，优势将逐步显现。公司线上销售一直保持高速增长，电商收入占比持续提高。公司线上销售占比达40%，竞争对手苏泊尔为30%。80、90后网购小家电的趋势越来越明显，近年来九阳精心培育线上渠道，未来将享受这部分成果。

图12：公司近年来在各大电商购物节上的表现可圈可点



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

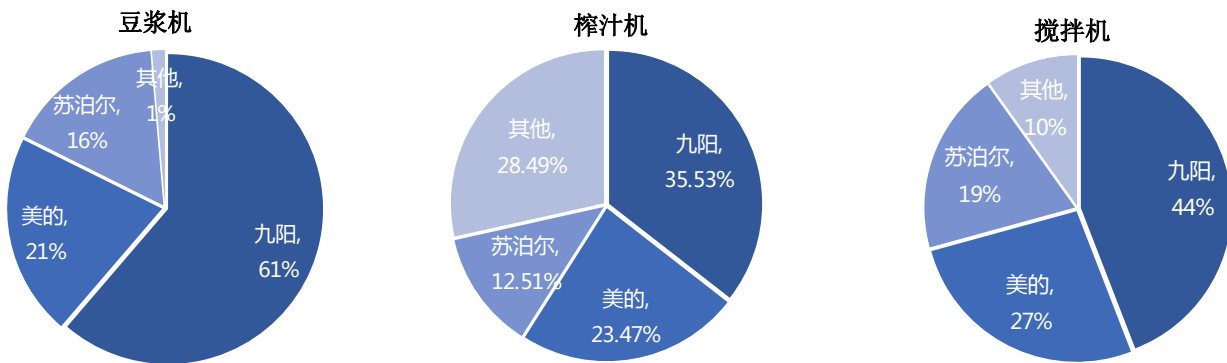
## 市场份额有望持续提高

近年来，公司在其他厨房小家电市场也拥有了一席之地，未来随着品牌集中度的提升，市场份额有望持续提升。

食品料理机是公司的王牌产品，市场份额第一，公司在食品料理机市场拥有较好的口碑和技术，未来市场份额有望持续提升。

- 九阳的豆浆机依旧以领先优势称霸市场。
- 榨汁机也以一定优势居于厨房小家电的首位。
- 搅拌机领域，也是九阳的一大优势品类。

图13：食品加工机各品类销售份额分布情况（2016年）

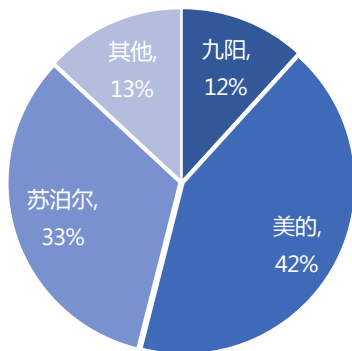


数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

相较美的和苏泊尔，九阳作为小家电行业的后进入者，近年来在其他厨房小家电市场也拥有了一席之地。未来随着品牌集中度的提升，市场份额有望持续提升。

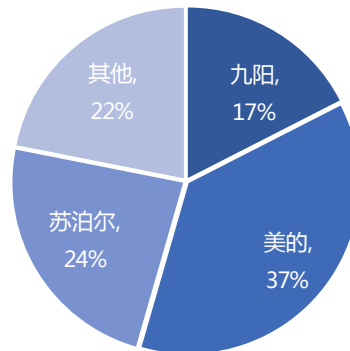
- 在电饭煲、电磁炉、电水壶和电压力锅四个领域，九阳的市场份额逐步提升。
- 近两年，九阳的电饭煲品类增长迅速，尤其是借助对铁釜电饭煲系列的增资计划的落实，有望进一步提升市场占有率。
- 九阳在西式小家电品类的迅猛增加。

图14: 电饭煲零售额份额分布 (2016年)



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图15: 电水壶零售额份额分布 (2016年)

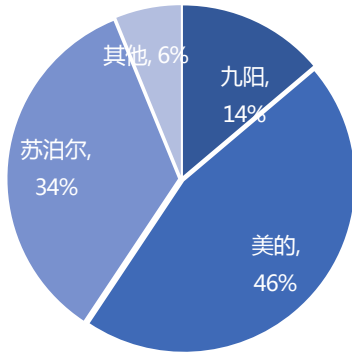


数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

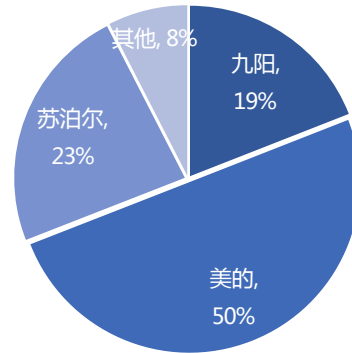
图16: 电压力锅零售额份额分布 (2016年)

图17: 电磁炉零售额份额分布 (2016年)





数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

## 盈利预测

### 模型假设：

我们认为消费升级趋势仍会继续，因此我们假设：

- 1、厨房小家电的均价稳定提升；
- 2、公司的市场份额将稳步提升。

我们预计公司2017-19年收入为85.1、99.0、115.9亿元，同比增速为16%、16%、17%；2017-2019年净利润分别为8.3、10.2、12.1亿元，同比增长分别为19%、23%、19%，对应2017年PE为17倍，给予“买入”评级。

## 风险提示

### 新产品推广不达预期

国内小家电市场竞争激烈，很多公司均看好国内小家电市场的潜力，产品的宣传、推广面临很大的考验，如果新产品的推广不达预期，将影响公司业绩。

### 原材料价格上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

	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	4,705	4,818	5,567
货币资金	1,148	754	1,300	1,000	1,100
应收及预付	1,671	1,555	1,748	1,898	2,222
存货	538	408	466	535	623
其他流动资产	1,021	1,089	1,191	1,386	1,622
<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	6,508	6,586	7,277
<b>流动负债</b>	2,508	2,069	2,854	2,771	3,270
短期借款	9	9	471	33	81
应付及预收	1,686	1,336	1,553	1,782	2,076
其他流动负债	814	724	829	955	1,113
<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	2,781	3,280
股本	768	768	768	768	768
资本公积	934	935	935	935	935
留存收益	1,573	1,741	1,865	2,018	2,200
归属母公司股东权	3,275	3,444	3,568	3,721	3,903
少数股东权益	83	70	76	84	94
<b>负债和股东权益</b>	5,891	5,593	6,508	6,586	7,277

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	7060	7315	8508	9897	11586
营业成本	4809	4923	5681	6513	7577
营业税金及附加	46	54	60	69	81
销售费用	989	1103	1293	1504	1750
管理费用	515	499	585	679	794
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	946	1190	1449
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	1026	1260	1499
所得税	120	121	154	189	225
<b>净利润</b>	620	698	829	1018	1212
少数股东损益	51	36	43	53	63
<b>归属母公司净利润</b>	620	698	829	1018	1212
EBITDA	782	808	968	1214	1470
EPS (元)	0.81	0.91	1.08	1.33	1.58

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	362	312	889	1,055	1,113
净利润	620	698	829	1,018	1,212
折旧摊销	80	73	79	83	86
营运资金变动	-348	-487	-30	-59	-199
其它	10	29	10	12	13
<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	-242	-1,304	-982
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	-242	-1,304	-982
<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%	16.3%	16.3%	17.1%
营业利润增长	16.6%	12.5%	18.8%	22.8%	19.0%
归属母公司净利润增长	16.6%	12.5%	18.8%	22.8%	19.0%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	31.9%	32.7%	33.2%	34.2%	34.6%
净利率	8.8%	9.5%	9.7%	10.3%	10.5%
ROE	18.9%	20.3%	23.2%	27.4%	31.0%
ROIC	18.9%	19.4%	20.9%	25.5%	31.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.0%	37.2%	44.0%	42.2%	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	12.17
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.81	0.91	1.08	1.33	1.58
每股经营现金流	0.47	0.41	1.16	1.37	1.45
每股净资产	4.27	4.49	4.65	4.85	5.08
<b>估值比率</b>					
P/E	22.8	20.3	17.0	13.9	11.7
P/B	4.3	4.1	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA	21.3	20.1	17.5	13.9	11.8

## 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。