

## 家用电器

2017年06月12日

## 九阳股份 (002242)

—— 厨房小家电龙头渠道调整结束，业绩拐点即将来临

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2017年06月12日

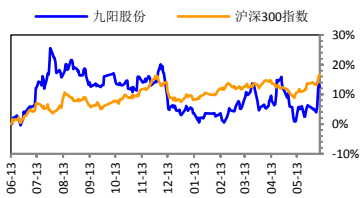
收盘价(元)	19.17
一年内最高/最低(元)	22.4/16.8
市净率	4.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	14667
上证指数/深证成指	3139.88/10119.99

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	4.67
资产负债率%	26.03
总股本/流通A股(百万)	768/765
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《九阳股份 2010 年中报点评》  
2010/08/30  
《九阳股份 (002242) 2009 年年报点评》  
2010/03/29

## 证券分析师

刘迟到 A0230515050001  
liucd@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

## 联系人

马王杰  
(8621)23297818×7477  
mawj2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **与市场不同观点：豆浆机业务有望企稳。**此前九阳的主打品类豆浆机销量下滑，主要原因是行业需求放缓、有竞争力的新品缺失。公司采取了如下应对措施：1) 加大研发投入，推出新品无渣豆浆机；2) 邀请杨幂作为代言人，使品牌形象更加年轻化，在微博和品牌星指数排名快速上升至市场前列。3) 产品均价提升：根据中怡康数据，九阳豆浆机 4 月均价 584 元，相比去年同期均价 526 元，同比提升幅度达 11%，4 月均价小幅高于飞利浦。预计上述措施将出现明显效果，豆浆机品类有望企稳。
- **主要增长点：IH 电饭煲未来有望超越豆浆机成核心品类，对大单品依赖度不断下降。**作为厨房小家电中使用频率最高的单品，电饭煲有望率先受益消费升级浪潮，IH 智能电饭煲未来将成主流产品。根据中怡康数据，2016 年电饭煲市场规模 163 亿元(+8.8%)，其中 IH 电饭煲销量渗透率约 10%，销售额渗透率近 30%。中性预期下，假设 2020 年 IH 电饭煲销量渗透率到 60%，市场规模仍有翻番空间。公司 2016 年电饭煲市占率近 15%，年产 100 万台的电饭煲生产线满产，定增“铁釜”电饭煲产能扩建项目也已通过证监会核准，预计 2019 年达产后新增产能 300 万台/年，新增年均净利润 1.01 亿元，有望超越豆浆机成为核心品类。市场担心九阳仍过度依赖豆浆机业务，我们认为公司对豆浆机依赖度不断下降，2016 年营养煲系列占营业收入比重从 2013 年的 25% 上升到 33%，西式小家电和电磁炉分别占比 12% 和 10%，产品结构得到优化。
- **最新变化：渠道调整结束，确立业绩向上拐点。**公司此前线下分销渠道中部分小经销商经营效率不高，市场开拓进度缓慢，导致公司业绩承压。公司从经销商能力、区域位置等角度对各大经销商进行横向合并整合，经销商数量从 470 家减少到 300 多家，同时实现净水与小家电品类渠道资源共享，完成近 2000 家联合体验终端的升级建设，推动体验式营销转型，截至 2016 年底经销商渠道调整基本结束，预计收入端的负面影响到第二季度末基本消失，公司业绩向上拐点基本确立。
- **未来核心驱动：消费升级下龙头强者恒强，长期看好九阳厨房小家电品类延伸。**受益于消费升级趋势，市场份额有望继续向龙头集中，公司将享受行业红利；公司定位厨房小家电，品牌优势明显，未来向更多品类拓展，有望开辟成长新空间。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2017 年—2019 年净利润为 8.23 亿元、9.85 亿元和 11.75 亿元，对应的每股收益为 1.07 元、1.28 元和 1.53 元，对应动态市盈率为 18、15 和 13 倍，低于上市以来 20 倍的估值中枢，安全边际高；横向对比来看，剔除九阳后小家电企业 2017 年相对估值平均高达 28 倍，远高于公司目前估值，综合考虑历史估值中枢及可比公司平均估值，我们认为公司 2017 年的合理估值在 23 倍左右，对应公司 2017 年目标价约 25 元/股，相比当前价格存在 25% 左右上涨空间，公司首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**IH 电饭煲募投项目、线下渠道整合不达预期。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,315	1,485	7,991	9,117	10,467
同比增长率(%)	3.61	-9.58	9.24	14.09	14.81
净利润(百万元)	698	136	823	985	1,175
同比增长率(%)	12.53	2.92	17.95	19.68	19.29
每股收益(元/股)	0.91	0.18	1.07	1.28	1.53
毛利率(%)	32.7	30.6	32.9	33.2	33.3
ROE(%)	20.3	3.8	19.3	18.7	18.3
市盈率	21		18	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司 2017 年以来正在发生以下几大变化：1) 2016 年底经销商渠道调整结束，数量从 400 多家精简至 300 多家，渠道经营效率提升效果预计在今年三四季度显现；2) 杨幂代言主打年轻消费群体，推出无渣豆浆机提升产品均价，预计豆浆机下滑趋势或将放缓；3) IH 电饭煲持续高增长，随着四五月份新品陆续推出、原材料价格趋稳，预计二季度收入增速和产品毛利率环比改善。

基于以上变化，我们推荐渠道调整结束、业绩拐点即将来临的厨房小家电龙头九阳股份，预计公司 2017 年—2019 年净利润为 8.23 亿元、9.85 亿元和 11.75 亿元，对应每股收益 1.07 元、1.28 元和 1.53 元，动态市盈率为 18、15 和 13 倍。目前公司市值对应 2017 年动态估值为 18 倍，横向对比来看，远低于剔除九阳后小家电企业 2017 年平均估值 28 倍，纵向对比来看也低于上市以来估值中枢 20 倍，安全边际高。

从行业比较看，与公司同为厨房小家电的苏泊尔，其股价对应 2016 年、2017 年的估值分别为 23 倍和 25 倍，从历史估值趋势变化上来看，两家公司估值大体趋同。考虑到年初至今公司相对涨幅滞后苏泊尔近 40%，加之影响估值的负面因素（例如渠道调整、豆浆机下滑等因素）逐渐出清，我们认为公司 2017 年的合理估值在 23 倍左右，对应目标价 25 元/股，相比目前价格存在 25%左右的上涨区间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

(1) 2017 年豆浆机止跌企稳，未来几年收入保持 2-5%左右增长，食品料理机中破壁料理机增速在 50%左右；

(2) IH 电饭煲和 IH 电压力锅 2020 年销量渗透率逐渐上升至 60%和 40%；

(3) 公司渠道调整进入尾声，销售费用率和管理费用率开始收缩；

(4) 公司募集项目产能按计划进行；

(5) 原材料价格趋稳，产品毛利率企稳回升至去年水平。

### 有别于大众的认识

与市场对九阳过度依赖豆浆机的主流看法不同，我们认为昔日单品王正在发生三大变化，市场对此预期不足：

一，以豆浆机为代表的食品加工机业务占整体收入比重不断下降，截至 2016 年只有 42%，其中豆浆机占整体收入比重下降至三成，随着 2014 年以来破壁、免滤、可预约等技术突破以及 2016 年推出的以旧换新置换补贴计划带来消费升级，以食品加工机为代表的现金牛业务有望企稳。

二，以 IH 电饭煲和 IH 电压力锅为代表的营养煲系列正在成为公司的明星产品，占总体营收比重已上升至 33%。作为厨房小家电中使用频率最高的电饭煲，最有可能率先

受益于大周期中的消费升级，目前公司定增的“铁釜”电饭煲产能扩建项目已经通过证监会核准，预计 2019 年投产后将新增 300 万台/年产能，有望超过豆浆机成为核心品类。

三，2016 年公司线下渠道调整结束，业绩拐点向上基本确立。公司对线下经销商的渠道合并调整自 2016 年二季度开始，到 2016 年底基本结束，经销商数量减少近百家，对收入端的负面影响预计到 2017 年年中结束。综合考虑公司业绩业绩拐点即将来临和可比公司估值水平，我们认为 2017 年合理估值在 23 倍左右，对应目标价 25 元/股，相比当前价格存在 25%左右的上涨空间。

### 股价表现的催化剂

- (1) 公司中报业绩改善
- (2) 电饭煲定增项目完成

### 核心假设风险

- (1) 豆浆机业务下滑明显；
- (2) 电饭煲市占率下降；
- (3) 原材料价格上涨。

## 目录

<b>1. 产品多点开花，技术驱动战略打造核心产品力</b> .....	<b>7</b>
1.1 豆浆机业务预计企稳，破壁料理机高增长 .....	7
1.2 受益消费升级，铁釜 IH 电饭煲将成新增长点 .....	10
1.3 长期看好九阳品牌延伸，沿微笑曲线两端向上攀升 .....	13
<b>2. 公司渠道调整进入尾声，预计 2017 年重回增长</b> .....	<b>14</b>
2.1 扁平化分销渠道打造“高毛利+高费率”商业模式 .....	14
2.2 线下渠道调整结束，提质增效收入增速拐点显现 .....	15
2.3 互联网转型为组织扁平化赋能，助力线上渠道高增长 .....	16
<b>3. 短期受原材料成本影响，长期看好公司盈利能力</b> .....	<b>17</b>
3.1 短期原材料价格上涨，公司毛利率承压 .....	17
3.2 中长期看好公司品牌延伸/执行力强/渠道优势 .....	18
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>20</b>
4.1 盈利预测 .....	20
4.2 相对估值 .....	22

## 图表目录

图 1: 九阳产品波士顿矩阵图.....	7
图 2: 公司 2016 年分产品营收占比 .....	7
图 3: 公司对豆浆机的依赖度在 2009 年后不断下降 .....	7
图 4: 九阳对食品加工机(豆浆机/料理机/榨汁机/面条机/馒头机)依赖度下降.....	8
图 5: 九阳破壁料理机零售额市占率超 40% .....	9
图 6: 普通榨汁机九阳零售额市占率第一 .....	9
图 7: 破壁料理机 2015 年后关注度骤然提升 .....	9
图 8: 九阳 IH 铁釜电饭煲 .....	10
图 9: IH 电饭煲关注度 2015 年后关注度突然上升 .....	10
图 10: 电饭煲市场销量稳中上升 .....	10
图 11: IH 电饭煲市场渗透率逐渐提升.....	10
图 12: 电压力锅市场销量稳中上升.....	11
图 13: IH 电压力锅市场渗透率逐渐提升 .....	11
图 14: 九阳营养煲系列(电饭煲/电压力煲/开水煲)营收占比稳定上升 .....	12
图 15: 2016 年九阳电饭煲零售量市占率 13%.....	12
图 16: 2016 年九阳电压力锅零售量市占率 16% .....	12
图 17: 2011 年后九阳电饭煲销量市占率不断攀升 .....	12
图 18: 2011 年后九阳电压力锅销量市占率提升快 .....	12
图 19: 九阳研发收入占比稳定上升.....	13
图 20: 消费升级的两种模式 .....	13
图 21: 食品加工机/电磁炉委托外包生产占比提升 .....	14
图 22: 人均贡献收入和净利润 2014 年后大幅提升 .....	14
图 23: 2007 年毛利率净利率大幅上扬.....	14
图 24: 2007 年销售费用率和管理费用率大幅上涨 .....	14
图 25: 九阳股份、苏泊尔毛利率对比 .....	15
图 26: 九阳股份、苏泊尔销售和管理费用率对比.....	15
图 27: 九阳联合体验终端.....	15
图 28: 九阳厨房剧场 .....	15

图 29: 九阳的线上渗透率迅速提高.....	16
图 30: 九阳微信企业号+服务号凝聚社群.....	16
图 31 图 2: 九阳产品原材料占营业成本比重.....	17
图 32: 九阳 2017Q1 毛利率承压, 净利率边际改善.....	17
图 33: 九阳 2017Q1 期间费用大幅下滑.....	17
图 34: 九阳产品原材料占营业成本比重.....	18
图 35: 钢材综合价格指数 2017Q1 高位回落.....	18
图 36: 中国塑料价格指数 2017Q1 高位回落.....	18
图 37: 九阳股份治理结构.....	19
图 38: 应付账款占营收比重 08 年上市后有所下滑.....	19
图 39: 预收账款占营收比重上市后逐步提高.....	19
图 40: 销售费用中渠道、售后及广告费用开支占比高.....	19
图 41: 九阳股份 2008 年迄今历史估值中枢 20 倍市盈率.....	22
图 42: 九阳股份和苏泊尔 2008 年迄今估值大体趋同.....	22
表 1: 九阳豆浆机技术突破打造核心产品力.....	8
表 2: IH 电饭煲市场容量仍有翻番空间.....	11
表 3: IH 电压力锅市场容量仍有巨幅增长空间.....	11
表 4: 从九阳各品类看消费更新升级.....	13
表 5: 九阳产品收入拆分.....	20
表 6: 行业可比公司相对估值分析.....	22



# 1. 产品多点开花，技术驱动战略打造核心产品力

公司目前产品线包括以豆浆机为核心的食品加工机系列，营养煲系列、电磁炉系列、西式电器系列等。我们按照各品类产品增长情况和市场占有率情况将其分类成波士顿矩阵图：豆浆机/料理机/榨汁机目前市占率第一，分别为 65%/30%/38%，但市场规模有限（2015 年合计约 125 亿元），在没有重大技术突破的情况下增长较为缓慢，构成公司的现金牛产品；电饭煲目前市占率 15%，仅次于美的和苏泊尔排第三，凭借近年来发布的“铁釜 IH 电饭煲”增速迅猛，电饭煲 2016 年市场规模 163 亿元（+8.8%），我们预计随着年产 300 万台的“铁釜”电饭煲募投项目 2019 年投入使用，电饭煲将迅速成为公司新的业务增长点；电磁炉目前市占率 18%，仅次于美的和苏泊尔，2015 年市场规模 73.5 亿，增速较低。

图 1：九阳产品波士顿矩阵图



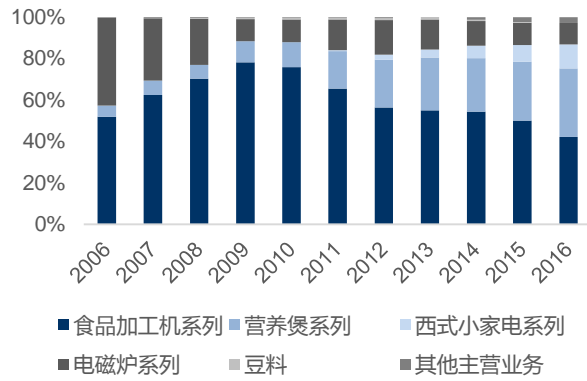
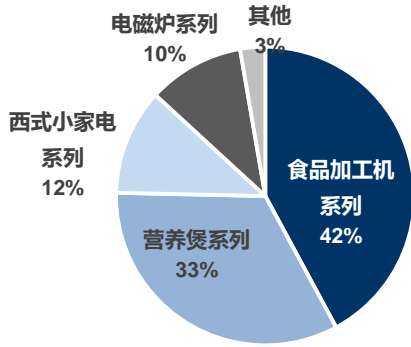
资料来源：申万宏源研究

## 1.1 豆浆机业务预计企稳，破壁料理机高增长

豆浆机依赖度不断下降，产品结构持续优化。一方面，随着“铁釜”电饭煲为代表的营养煲系列和以净水器及烘培类为代表的西式小家电新产品业务快速增长，公司食品加工机业务占整体收入比重已从 2009 年的高点 78% 下降至 2015 年的 42%；另一方面，食品加工机系列里的料理机和榨汁机得益于破壁功能开发，增速迅猛，根据我们测算，目前豆浆机在整体收入中的比重从 2012 年的 47% 逐渐下降至 2016 年的 30% 左右，单一品类收入依赖度显著降低，产品收入结构持续优化。

图 2：公司 2016 年分产品营收占比

图 3：公司对豆浆机的依赖度在 2009 年后不断下降



资料来源: wind, 公司年报, 申万宏源研究

资料来源: wind, 公司年报, 申万宏源研究

表 1: 九阳豆浆机技术突破打造核心产品力

技术突破		技术突破	
1994 年	电机上置—全自动家用豆浆机诞生	2007 年	环绕立体加热—熬煮更彻底
1995 年	外加豆—易操作, 浓度可调	2008 年	五谷精磨器—精磨更细
1996 年	智能不粘—不粘、不糊、易清洗	2010 年	智能全营养—特香浓
1999 年	浓香技术营养—豆浆更香浓	2011 年	植物奶牛—全营养
2002 年	文火熬煮—豆浆熬得透, 喝着香	2012 年	倍浓技术—豆浆口感更香甜
2004 年	营养萃取—营养更充分	2013 年	IH 电磁加热技术—实现全机水洗
2005 年	拉法尔网—易清洗多功能	2014 年	免滤豆浆机—家庭自制豆浆进入不过滤的全营养时代
2006 年	无网简易—简单易洗	2015 年	预约豆浆机—实现预约功能
		2016 年	破壁豆浆机+胶囊豆浆机—做杯豆浆只需 30 秒

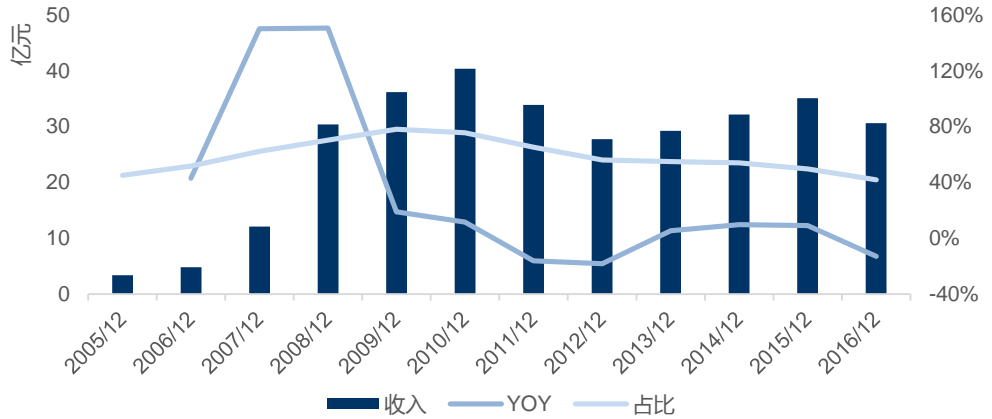
资料来源: 申万宏源研究

杨幂代言主打年轻消费群体, 技术创新扭转豆浆机下滑态势。根据我们测算, 2016 年公司豆浆机收入占公司总收入 30% 左右, 同比下滑约 20%, 市占率仍维持第一 (70% 左右)。去年豆浆机收入下滑原因来自行业需求以及公司内部精力转移到破壁料理机和电饭煲类产品两方面, 2017 年公司对豆浆机品类投入更多资源: 1) 4 月份公司邀请杨幂做豆浆机代言人, 配合食谱主打年前女性美颜美体功效, 整体品牌形象年轻化; 2) 同时公司加大研发推出新品无渣豆浆机, 根据中怡康数据, 公司 4 月豆浆机均价 584 元, 同比提升幅度达 11%。

考虑到豆浆机使用寿命通常 5 年左右, 前期市场高速增长阶段对豆浆机的需求透支导致 2010 年-2013 年豆浆机的行业销售下滑。随着 2014-2016 年公司先后发布有免滤、预约功能、破壁和快速享用豆浆的多种新品后, 在使用方便性和营养方面都有大幅提升。我们预计通过提升产品内在价值、契合年轻人美颜美体的营销努力, 豆浆机品类大概率止跌企稳。

图 4: 九阳对食品加工机(豆浆机/料理机/榨汁机/面条机/馒头机)依赖度下降

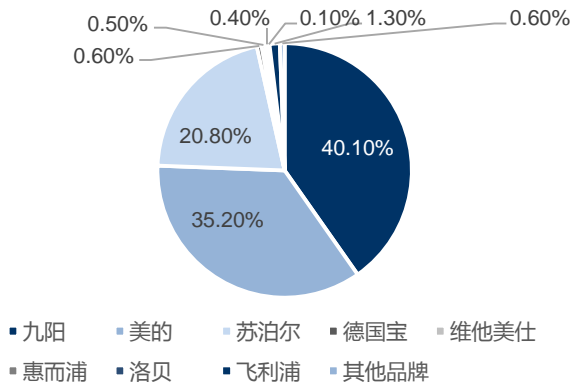




资料来源: wind, 公司年报, 申万宏源研究

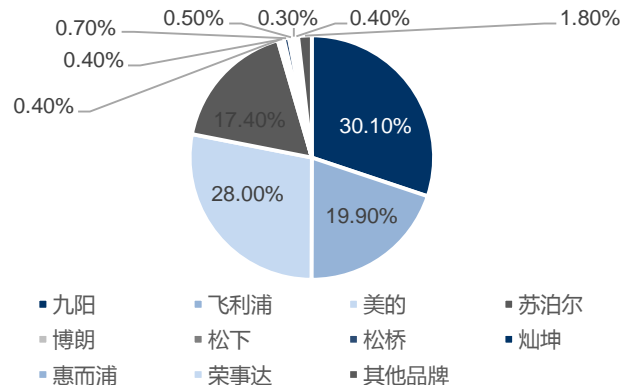
**破壁料理机增速迅猛, 印证消费升级浪潮到来。**食品加工机系列中, 除豆浆机外公司在料理机和榨汁机品类上市占率也达到第一。根据中怡康最新数据披露, 九阳在破壁料理机和榨汁机市场零售额市占率分别超过 40% 和 30%。得益于打破果蔬细胞壁释放更多营养, 破壁机 2016 年上线后在料理机、榨汁机市场上渗透率迅速上升, 2017 年其百度指数已经超过行业龙头电饭煲。公司破壁料理机目前占整体收入 3% 左右, 增速预计 50%-60%, 占据行业龙头地位, 有望充分受益消费升级浪潮。

图 5: 九阳破壁料理机零售额市占率超 40%



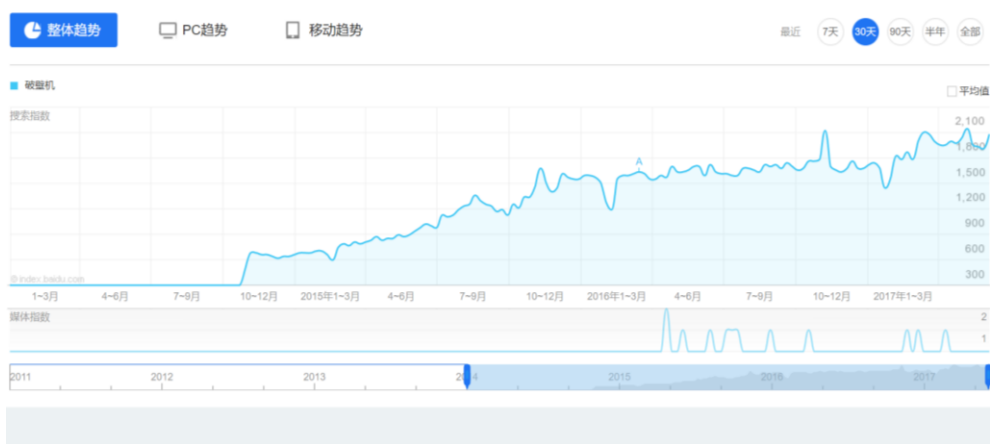
资料来源: 中怡康 2017 年 4 月, 申万宏源研究

图 6: 普通榨汁机九阳零售额市占率第一



资料来源: 中怡康 2017 年 4 月, 申万宏源研究

图 7: 破壁料理机 2015 年后关注度骤然提升



资料来源: 百度指数, 申万宏源研究

## 1.2 受益消费升级，铁釜 IH 电饭煲将成新增长点

小家电行业受益消费升级弹性大。根据我们此前发布的 2017 年度投资策略报告，家电行业的消费升级驱动力可分解为四个层面“TIPS”：技术创新（T）、收入水平（I）、产业政策（P）和消费者满意度（S），相对大厨卫电器、黑电和白电，消费者购买小家电更多属于享受型消费，消费目的更多地从解放劳动力转到提升生活品质上，因而家电消费从必选消费走向可选消费，小家电更为受益产品技术驱动带来的产品功能突破提升居民生活品质。

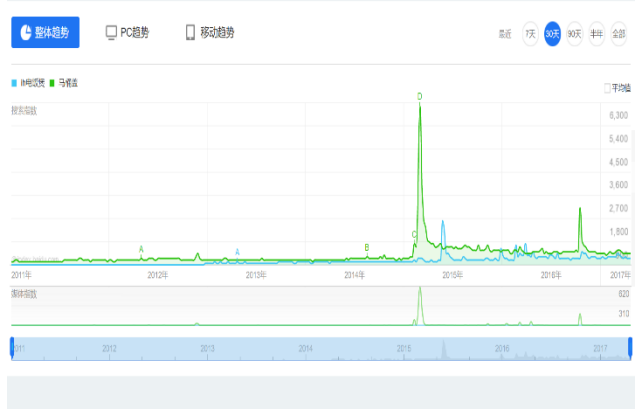
赴日购买电饭煲掀起 IH 电饭煲高潮。电饭煲作为厨房小家电中使用频率最高的电器，从 2014 年起便出现大量消费者赴日抢购电饭煲的现象，直到引起国内媒体广泛关注，国内的传统电饭煲生产商才开始进行相关技术储备。美的 2013 年申请了 11 项 IH 电磁加热专利，苏泊尔于 2013 年 8 月率先推出球釜 IH 电饭煲，随后九阳 2014 年 8 月发布铁釜 IH 电饭煲，美的 2015 年 4 月推出鼎釜电饭煲。小米和格力也先后于 2016 年发布自己的 IH 电饭煲品牌。

图 8：九阳 IH 铁釜电饭煲



资料来源：申万宏源研究

图 9：IH 电饭煲关注度 2015 年后关注度突然上升

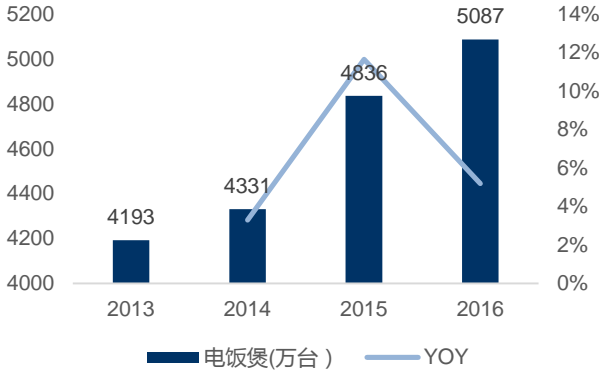


资料来源：百度指数，申万宏源研究

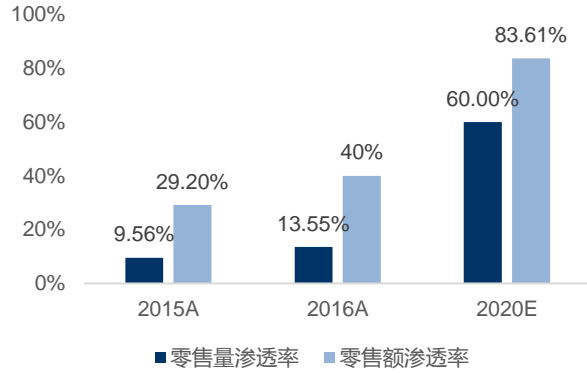
**IH 电饭煲到 2020 年仍有翻番市场空间。**根据中怡康数据披露，电饭煲 2016 年销量达 5087 万台（+5.40%），销售额达 163 亿元（+8.8%），均价提升 3.43%达 320 元/台，同时 2015 年 IH 电饭煲均价 946 元/台，销量渗透率约 10%，销售额渗透率近 30%；根据奥维云网数据披露，IH 电饭煲 2016 年 1-8 月平均销售额渗透率达 38.24%，以全年销售额渗透率达 40%估算，如果均价持平，则销量渗透率在 14%左右，大致 689 万台，同比增长 49.03%。我们假设 2020 年电饭煲销量稳定在 6000 万台/年左右，IH 电饭煲销量渗透率在悲观/中性/乐观三种情况下分别达 50%/60%/70%，IH 电饭煲/普通电饭煲的零售价格稳定在 850/250 元左右，中性预期情况下到 2020 年 IH 电饭煲市场容量仍有翻番空间。

图 10：电饭煲市场销量稳中上升

图 11：IH 电饭煲市场渗透率逐渐提升



资料来源：中怡康，申万宏源研究



资料来源：中怡康，奥维云网，申万宏源研究

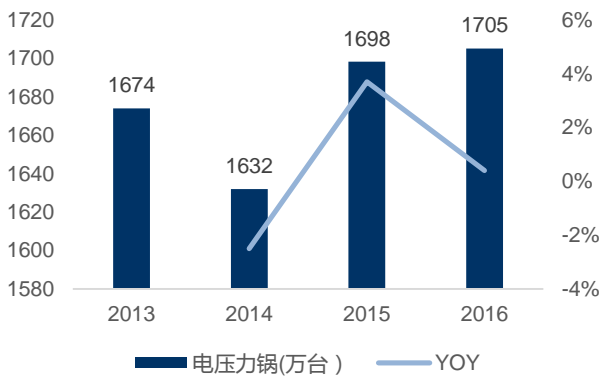
表 2：IH 电饭煲市场容量仍有翻番空间

2020 年	IH 零售量 (万台)	渗透率	IH 零售额 (亿元)	渗透率	IH 均价 (元/台)	普通电饭煲 (元/台)	总销量 (万台)	总销售额 (亿元)
悲观	3000	50%	255	77.27%	850	250	6000	330
中性	3600	60%	306	83.61%	850	250	6000	366
乐观	4200	70%	357	88.81%	850	250	6000	402

资料来源：申万宏源研究

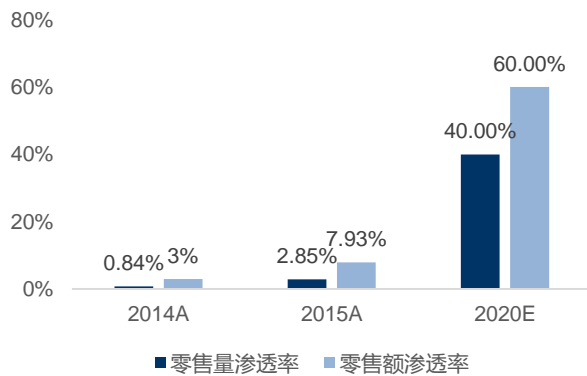
同样，根据中怡康数据披露，电压力锅 2016 年销量 1705 万台 (+0.40%)，销售额 64 亿元 (-1%)，而 IH 电压力锅 2015 年零售量和零售额渗透率只有 2.85%、7.93%，在悲观/中性/乐观三种情况下预测 IH 电压力锅到 2020 年销量渗透率分别达 30%/40%/50%，IH 电压力锅和普通压力锅价格稳定在 900/400 元左右，中性预测情况下到 2020 年 IH 电压力锅市场规模 50-60 亿元左右。

图 12：电压力锅市场销量稳中上升



资料来源：中怡康，申万宏源研究

图 13：IH 电压力锅市场渗透率逐渐提升



资料来源：中怡康，奥维云网，申万宏源研究

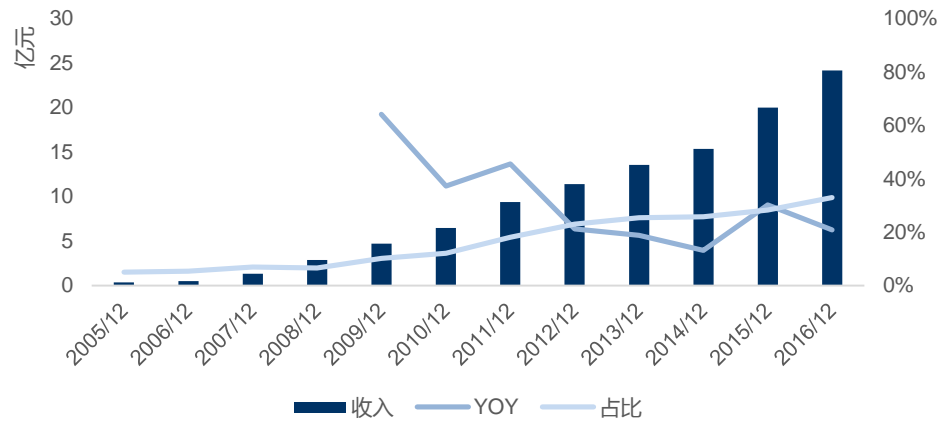
表 3：IH 电压力锅市场容量仍有巨幅增长空间

2020 年	IH 零售量 (万台)	渗透率	IH 零售额 (亿元)	渗透率	IH 均价 (元/台)	普通压力锅 (元/台)	总销量 (万台)	总销售额 (亿元)
悲观	540	30%	48.6	49.09%	900	400	1800	99
中性	720	40%	64.8	60.00%	900	400	1800	108
乐观	900	50%	81	69.23%	900	400	1800	117

资料来源：申万宏源研究

公司目前铁釜电饭煲产能在 100 万台/年，基本处于满产运营状态，我们预计乐观情况下随着定增募投的铁釜电饭煲产能扩建项目 2018 年投入使用，届时产能将达 400 万台/年。在豆浆机行业回暖及电饭煲新品顺利放量的背景下，公司业务整体向上拐点基本确立。

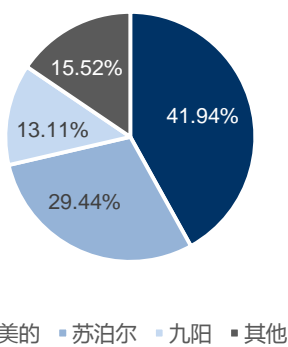
图 14：九阳营养煲系列(电饭煲/电压力煲/开水煲)营收占比稳定上升



资料来源：wind，公司年报，申万宏源研究

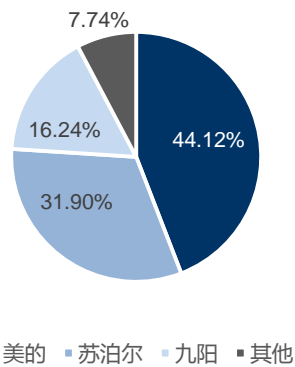
根据中怡康数据（数据主要来源为线下 KA 渠道）披露，公司电饭煲零售量市场份额在 2011 年进入后迅速提高，截至 2016 年市占率达 13%（考虑到厨房小家电网购渗透率高，九阳线上业务收入占比超 30%，实际市场份额可能近 15%），仅次于美的和苏泊尔；电压力锅零售量市场份额在 2011 年后显著提高，截至 2016 年市占率超 16%，稳居市场前三。考虑到我国城市居民家庭的正在经历从普通电饭煲和电压力锅更换成 IH 加热技术品类的过程，仍有足够的市场增长空间，只考虑 IH 电饭煲和 IH 电压力锅，到 2020 年市场规模有望达到 360 亿元，即便保持公司现有市占率不变，也有 50 亿销售额，具备翻番增长空间。

图 15：2016 年九阳电饭煲零售量市占率 13%



资料来源：中怡康，申万宏源研究

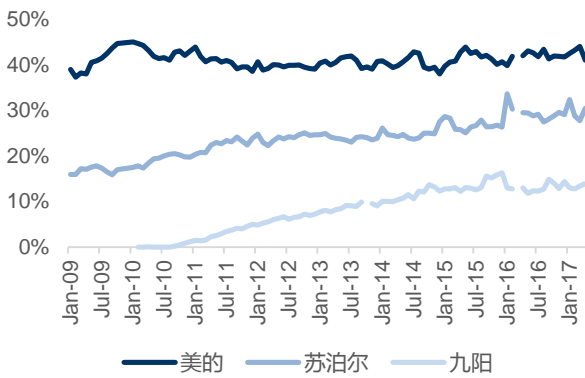
图 16：2016 年九阳电压力锅零售量市占率 16%



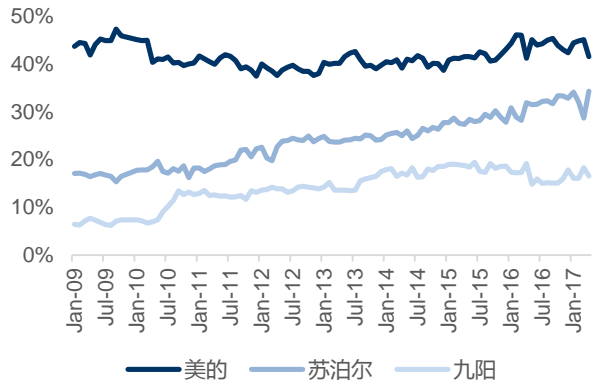
资料来源：中怡康，申万宏源研究

图 17：2011 年后九阳电饭煲销量市占率不断攀升

图 18：2011 年后九阳电压力锅销量市占率提升快



资料来源：中怡康，申万宏源研究

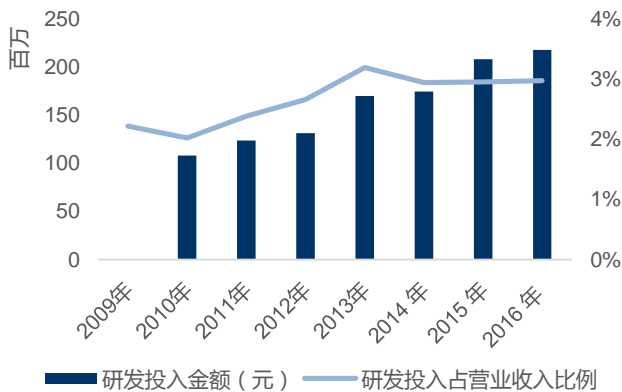


资料来源：中怡康，申万宏源研究

### 1.3 长期看好九阳品牌延伸，沿微笑曲线两端向上攀升

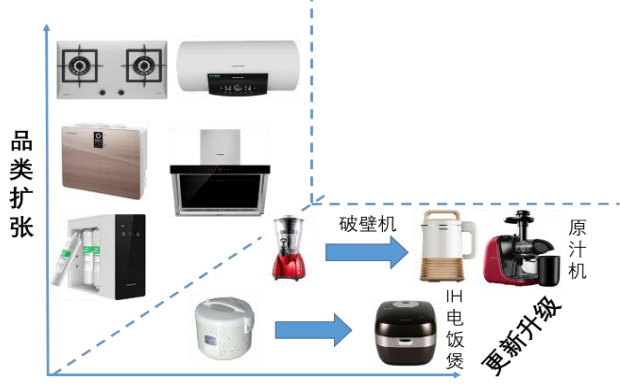
研发投入不断加大，市场驱动转型技术驱动。消费升级分两种模式：其一是原有品类更新升级，其二是扩展新品类。公司在 2014 年年报中首次提出从市场驱动战略向技术驱动战略转型和品牌提升转型，标志着公司战略重心重回研发提高产品力，公司近年来不断升级扩展产品品类，在这背后是研发收入占比的不断提升，截至 2016 年，公司研发占收入比重达 3%。公司构筑三级研发体系，从各事业部的研发部门、基础研究部门到公司研究院，分别致力于不同时间周期内产品和技术的开发，为公司的长远发展打下坚实基础。

图 19: 九阳研发收入占比稳定上升



资料来源：wind，公司年报，申万宏源研究

图 20: 消费升级的两种模式



资料来源：申万宏源研究

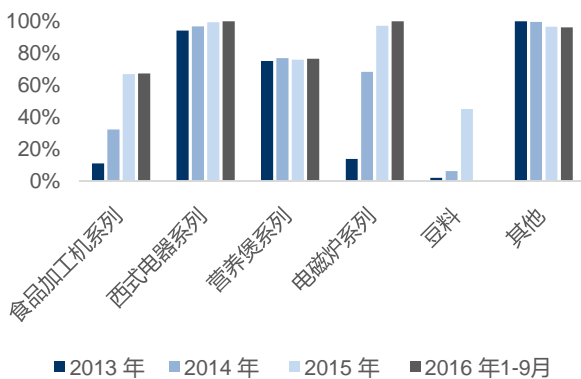
表 4: 从九阳各品类看消费更新升级

品类	功能	特点
料理机	可以搅拌，打果泥，打奶昔，还可以干磨	功率较小
榨汁机	挤压式/离心式两种加工方法	无添加剂、进料口大、出汁率高、尽可能最大化保留营养
原汁机	螺旋推进式挤压、低速柔性提取的方式，不会用尖利的刀尖粉碎食物	减少了食物被空气氧化的可能性，保留了食物天然的口感和营养；出汁率高、操作简单、易清洗、可连续使用
搅拌机	无论水果蔬菜，还是坚果、种子、全谷物等混合物	制作混合饮品
破壁机	转速极高的搅拌机	打破食材细胞壁营养更容易被人体吸收

资料来源：申万宏源研究

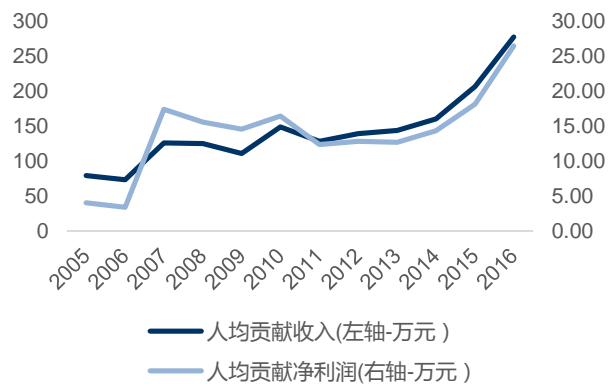
加大外包生产比例，沿微笑曲线向两端攀升。生产方面，公司近年来加大外包生产采购比例，尤其是标准化程度高、生产工艺较为成熟的食物加工机和电磁炉系列，同时为保障产品质量，公司对重点供应商进行参股，提升合作紧密度，减少供应的不稳定性。截至2016年11月，公司已投资10家经销商，4家供应商，投资总额近1亿元。通过剥离低毛利的生产业务，公司逐步向微笑曲线两端高附加值的研发和品牌塑造攀升。

图 21：食品加工机/电磁炉委托外包生产占比提升



资料来源：wind，公司公告，申万宏源研究

图 22：人均贡献收入和净利润 2014 年后大幅提升



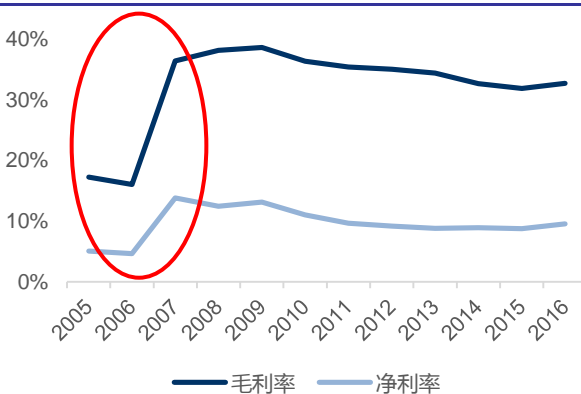
资料来源：wind，公司年报，申万宏源研究

## 2. 公司渠道调整进入尾声，预计 2017 年重回增长

### 2.1 扁平化分销渠道打造“高毛利+高费率”商业模式

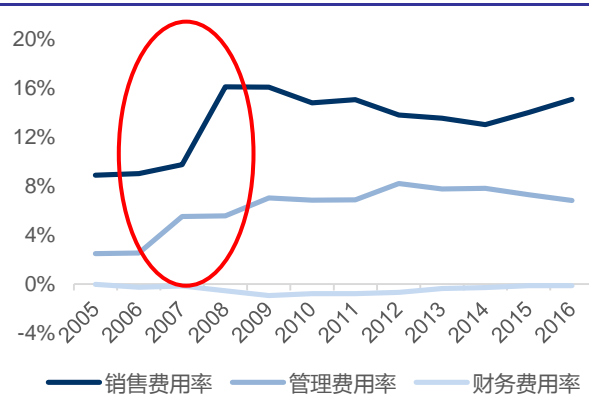
扁平化渠道压缩代理层级，扩大渠道利润空间调动积极性。九阳 2008 年上市时在全国各地筛选出 450 名一级经销商（地级市），并以其为中心，在全国县级市及农村市场建立起 8000 多个零售终端。公司在一级经销商的管理上将省级和地级市经销商合二为一，县级市、县和乡镇合二为一，这种扁平化的营销渠道大大减少经销环节，有利于控制渠道成本，最大限度的扩大渠道利润空间调动其积极性，提高销售效率。截至 2015 年，公司全国一级经销商 470 个，售后网点近 2000，销售终端达 4 万余个。表现在销售和管理费用上，2008 年后公司确立“高毛利+高费率”的产品定价和营销策略，推动豆浆机走进千家万户。

图 23：2007 年毛利率净利率大幅上扬



资料来源：wind，公司年报，申万宏源研究

图 24：2007 年销售费用率和管理费用率大幅上涨

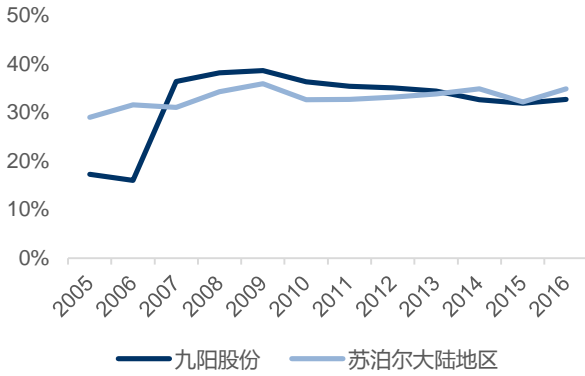


资料来源：wind，公司年报，申万宏源研究



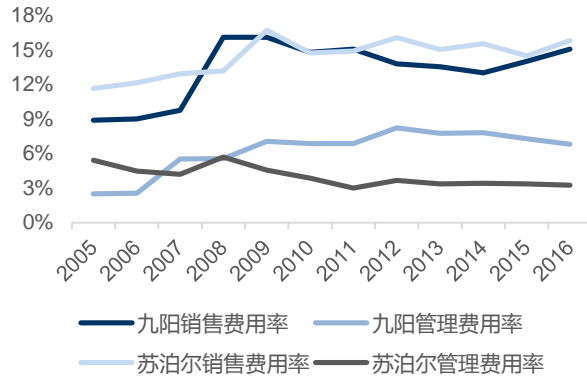
与竞争对手苏泊尔相比，公司目前整体毛利率与苏泊尔内销毛利率相近，渠道费用率方面，销售费用率在 08 年后基本与之相当，而管理费用率由于公司研发支出较高（占营业收入比重高出苏泊尔近 2 个百分点）而高出苏泊尔 3-4 个 pcts。

图 25：九阳股份、苏泊尔毛利率对比



资料来源：wind，公司年报，申万宏源研究

图 26：九阳股份、苏泊尔销售和管理费用率对比



资料来源：wind，公司年报，申万宏源研究

## 2.2 线下渠道调整结束，提质增效收入增速拐点显现

**线下渠道调整结束，小家电+净水渠道优势互补。**由于线下经销商拓展能力参差不齐，公司于 2016 年第二季度开始主动调整线下渠道运营策略：从经销商能力、区域位置等角度考虑，通过大经销商兼并整合小经销商，优化经销商布局网络，增强盈利能力。截至 2016 年底线下渠道调整已经结束，经销商数量从 2015 年的 470 家减少到 300 多家，短期负面影响预计持续到 2017 年中。此外，九阳的净水业务在 2016 年初进行了全面调整和重组，现有净水渠道资源与小家电品类的渠道资源整合，实现产品和渠道推广等资源全方位互补，受益于此九阳净水收入大幅增长 280%至 3.33 亿元。我们认为，随着线下渠道提质增效调整完成，管理能力进一步加强，预计全年收入增速出现拐点。

**线下联合体验终端推动体验式营销转型，烘焙类西式小家电表现突出。**截至 2015 年，公司四万余家营销终端中已完成近 2000 家联合体验终端的升级建设，用“厨房体验吧台”取代“传统货架摆放售卖”，帮助实现“九阳=豆浆机”向“九阳=品质小家电”的战略和品牌提升转型。体验式营销对于公司近年来力推的西式小家电影响显著，九阳以微信服务号为内容发布渠道和粉丝运营平台，通过举办主题活动，提供产品零售及体验、亲子 DIY、成人料理课程教学等服务，空气炸锅等烘焙类西式小家电品类市占率迅速提升至第一。

图 27：九阳联合体验终端

图 28：九阳厨房剧场



资料来源：公司官网，申万宏源研究



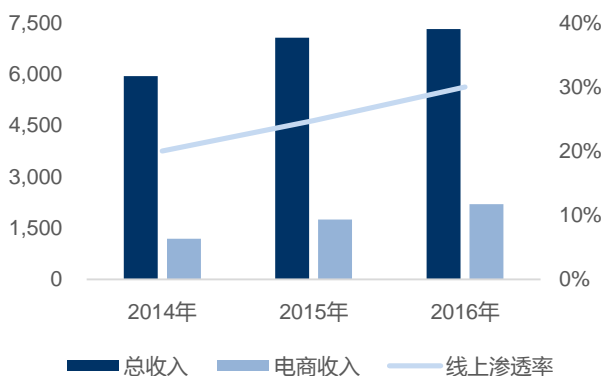
资料来源：公司官网，申万宏源研究

### 2.3 互联网转型为组织扁平化赋能，助力线上渠道高增长

**借力电商平台，为组织扁平化赋能。**面对电商冲击，依赖分销商体系营销的传统品牌制造商面临的首要问题是如何平衡好线上渠道与传统线下渠道之间的关系。公司早在 2011 年便开始探索线上营销，具体运作模式是公司和电商签订合同，发货交给地区经销商，并且给予其和传统终端销售相当的通道费用。这种兼顾线上和线下渠道的平衡术也换来良好的经营效果，截至 2016 年公司线上收入占总收入比重超过 30%，并且连续多年成为天猫商城小家电第一品牌。

**线上首发新品，带动传统渠道销售。**公司 2013 年面条机首次线上首发，四天内销售量突破 8000 台，很快引来线下渠道商主动要求进货，这在很大程度上降低了渠道费用，以前产品进驻线下商场需要缴纳高额进场费，再加上传统渠道 15 到 20 个点的返点，甚至 KA 渠道的大客户还有较长账期，线上首发成功带动线下渠道铺货有助于缓解企业的现金流压力。

图 29：九阳的线上渗透率迅速提高



资料来源：wind，公司年报，申万宏源研究

图 30：九阳微信企业号+服务号凝聚社群



资料来源：申万宏源研究

**微信企业号凝聚社群，解决顾客服务和用户失联痛点。**经销商制下的传统九阳面对互联网电商冲击，最大的痛点在于产品卖出后与用户失联，无法给出具体的用户画像成为九阳转型“互联网+”做好售后服务需要解决的首要难点。九阳通过微信推行“用户接触计划”实现了内部连接终端导购员，外部连接消费者形成闭环，同时帮助客户解决扫码延保、售

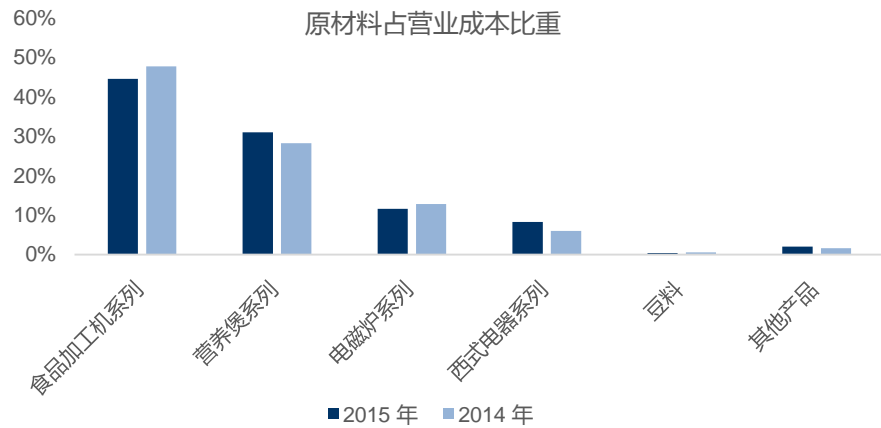
后服务的痛点，帮助经销商解决终端网点销售数据自动采集、实现营销推广活动有的放矢的痛点，帮助公司解决激励导购员、获取用户画像凝聚社群提供优质产品开发的痛点。

### 3. 短期受原材料成本影响，长期看好公司盈利能力

#### 3.1 短期原材料价格上涨，公司毛利率承压

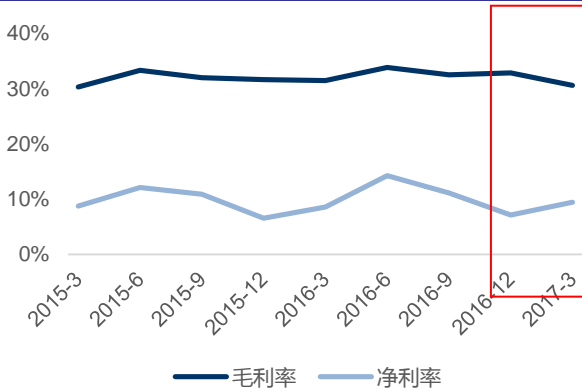
短期毛利率承压，期间费用压缩净利率改善。小家电产品成本构成以原材料（钢、塑料、铜、铝等）为主，根据九阳年报披露，2016 年公司小家电品类原材料占营业成本比重为 65.09%，2015 年原材料占比为 71.86%。受前期原材料价格上涨影响，公司 2017 年第一季度综合毛利率同比下滑 0.89 个 pct 至 30.60%，得益于期间费用率同比下滑 0.93 个 pct，净利率同比上涨 0.88 个 pct 至 9.47%。

图 31 图 2: 九阳产品原材料占营业成本比重



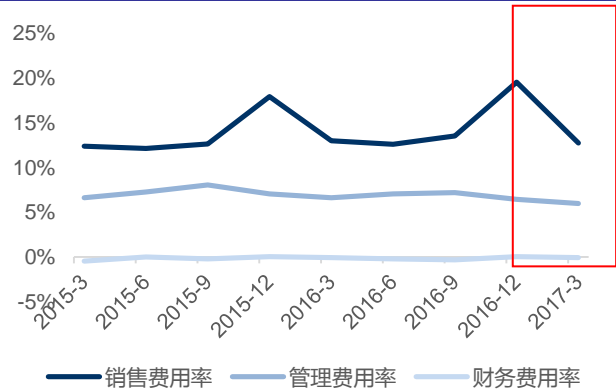
资料来源: wind, 公司年报, 申万宏源研究

图 32: 九阳 2017Q1 毛利率承压, 净利率边际改善



资料来源: wind, 公司年报季报, 申万宏源研究

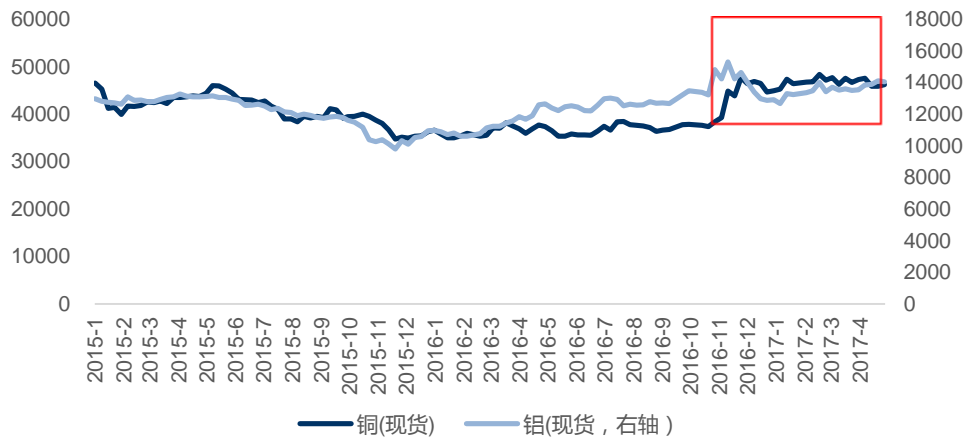
图 33: 九阳 2017Q1 期间费用大幅下滑



资料来源: wind, 公司年报季报, 申万宏源研究

原材料价格趋稳，产品结构改善全年盈利能力无忧。2017 年一季度钢材价格指数和塑料价格指数从高位回落，铜和铝的现货价格整体表现趋稳，截止 2017 年 4 月底，铜、铝现货价分别为 46240、14050 元/吨，2017 年初以来钢材价格指数和塑料价格指数分别回落 14.12%、9.85%。我们判断未来随着产能释放、供需格局的改善，原材料价格大概率趋于稳定，此外叠加产品结构改善、渠道调整结束费用进一步压缩，九阳全年盈利能力无忧。

图 34：九阳产品原材料占营业成本比重



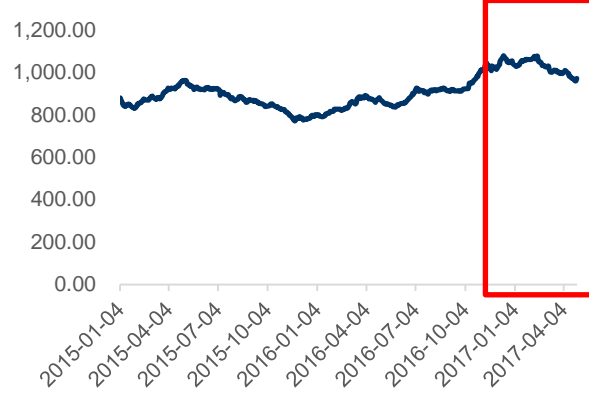
资料来源：wind，申万宏源研究

图 35：钢材综合价格指数 2017Q1 高位回落



资料来源：wind，申万宏源研究

图 36：中国塑料价格指数 2017Q1 高位回落

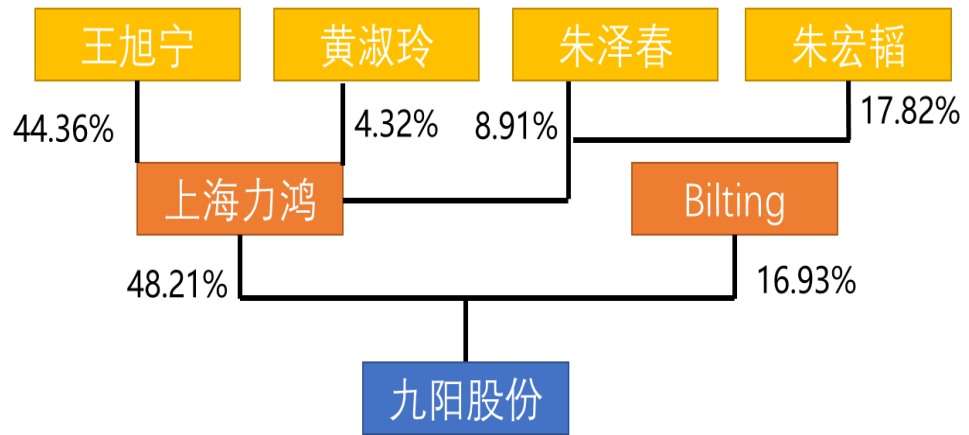


资料来源：wind，申万宏源研究

### 3.2 中长期看好公司品牌延伸/执行力强/渠道优势

电饭煲爆品检验品牌延伸能力，中长期看好公司品牌迁移。2014 年后在电饭煲等爆品带动下，公司产品多点发力逐步摆脱对豆浆机单一品类的依赖，同时也从侧面检验公司从 1 到 N 的品牌延伸能力。公司在 2016 年年报中首次提出坚持“定位厨房，升级厨房”的发展战略，推进厨房业务多元化战略，致力于“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。中长期内我们看好公司在小家电消费升级浪潮下主动调整产品结构带动整体均价提升，不断提高产品毛利率，稳步提高企业盈利能力。

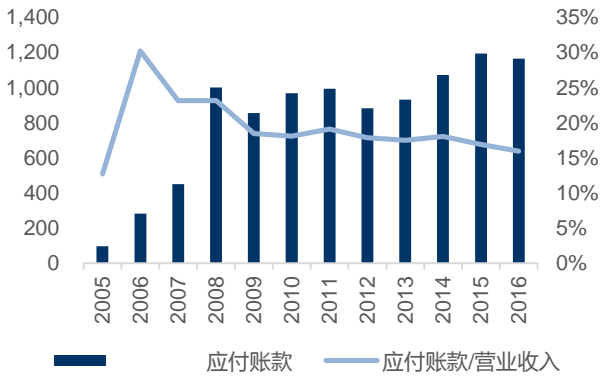
图 37：九阳股份治理结构



资料来源：招股说明书，申万宏源研究；最新公告显示王旭宁持有上海力鸿 51.79%股份，黄淑玲、朱泽春、朱宏韬最新持股情况未作披露。

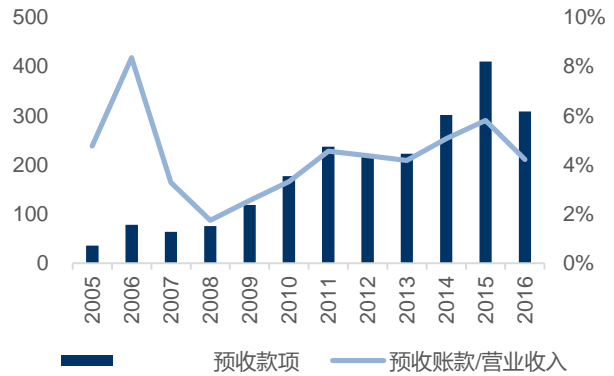
**渠道下沉覆盖面广，上下游占款能力强。**公司采取以经销商为主的销售模式，截至 2016 年有近 2000 个售后网点，销售终端近 4 万余个，覆盖全国一二三四线城市。以经销商为主的销售模式避免了大卖场、大型连锁零售商对公司存活资金的占用，有力保障了公司面对下游环节的议价能力，这一点可以从企业的应收账款和预收账款占收入比重看出。公司 2016 年渠道调整结束后，销售费用中占比最高的渠道、售后及广告费用开支有望缩小，有利于进一步压缩渠道费用提高净利率。

图 38：应付账款占营收比重 08 年上市后有所下滑



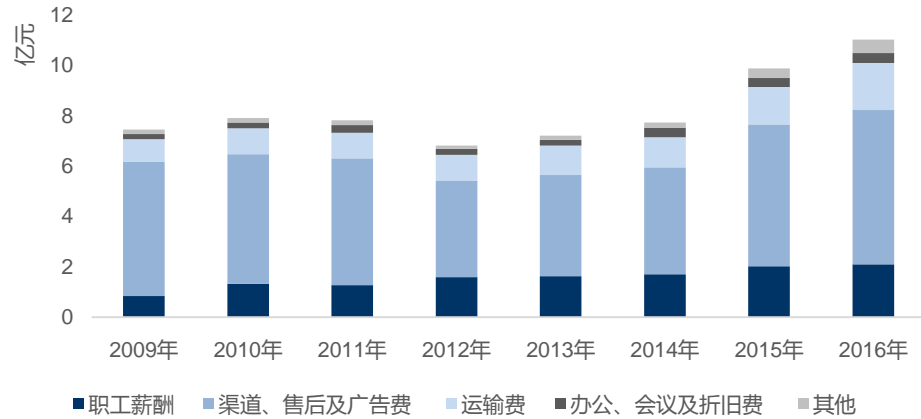
资料来源：wind，申万宏源研究

图 39：预收账款占营收比重上市后逐步提高



资料来源：wind，申万宏源研究

图 40：销售费用中渠道、售后及广告费用开支占比高



资料来源: wind, 招股说明书, 申万宏源研究

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1 盈利预测

在以下假设下我们对公司进行盈利预测:

- 1、食品加工机系列: 豆浆机 2017 年止跌, 未来保持 3%左右的增速; 料理机中破壁系列 2017 增速预计 50%, 2018-2019 保持 35%增速, 普通榨汁机保持 15%增速;
- 2、IH 电饭煲和 IH 电压力锅 2020 年销量渗透率逐渐上升至 60%和 40%, 受益于此, 公司 IH 电饭煲 2017-2019 增速预计分别为 50%/40%/35%, 普通电饭煲保持 15%增速;
- 3、西式小家电系列中净水器和烘焙炸锅类保持高增长, 整体毛利率稳定在 30.5%;
- 4、公司渠道调整进入尾声, 销售费用率和管理费用率开始收缩;
- 5、公司募集项目产能按计划进行;
- 6、原材料价格趋稳, 产品毛利率企稳回升。

我们预计公司 2017 年—2019 年净利润为 8.23 亿元、9.85 亿元和 11.75 亿元, 对应的每股收益为 1.07 元、1.28 元和 1.53 元, 对应的动态市盈率为 18、15 和 13 倍。

表 5: 九阳产品收入拆分

一级	二级产品	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>1. 食品加工机系列</b>						
收入		35.14	30.63	29.98	32.18	34.83
YOY		9.20%	-12.83%	-2.13%	7.36%	8.22%
毛利率(%)		37.62	39.33	39.70	39.90	40.00
	<b>其中: 豆浆机</b>					
收入		28.24	21.95	19.75	20.15	20.75
YOY		13.12%	-22.29%	-10%	2%	3%
占整体收入比重		40.00%	30.00%	24.72%	22.10%	19.82%
	<b>其中: 料理机</b>					
收入			4.50	5.63	6.98	8.51
YOY				25%	24.00%	22%
	<b>其中: 榨汁机</b>					
收入			4.19	4.60	5.06	5.57



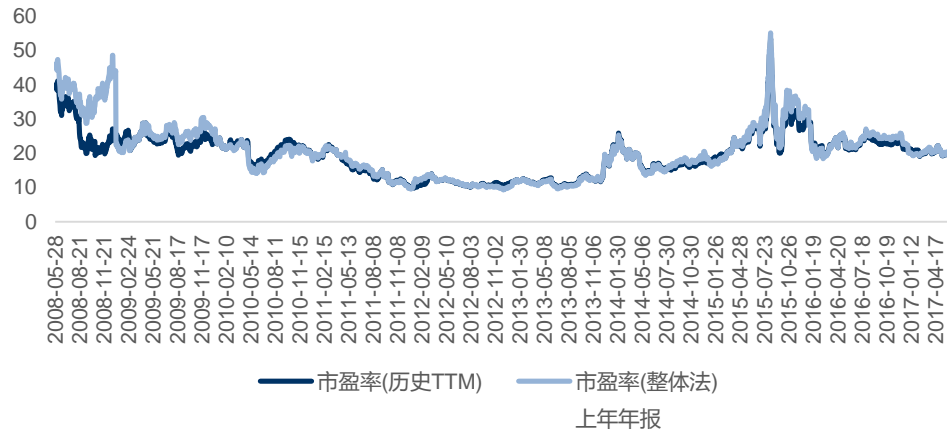
	YOY		10%	10%	10%
<b>2. 营养煲系列</b>					
收入	19.98	24.15	28.39	33.41	39.28
YOY	30.16%	20.87%	17.55%	17.67%	17.59%
毛利率(%)	24.67	27.68	28.87	29.59	30.04
<b>其中：电饭煲</b>					
收入	8.00	10.00	12.4	15.3388	18.87
YOY		25.00%	24%	24%	23%
毛利率(%)		34.00%	34.50%	35.00%	35.50%
<b>其中：其他煲类</b>					
收入	11.98	14.15	15.99	18.07	20.42
YOY		18.11%	13%	13%	13%
毛利率(%)		24.00%	24.50%	25.00%	25.00%
<b>3. 西式小家电系列</b>					
收入	5.63	8.35	11.36	15.32	20.23
YOY	61.32%	48.31%	36.08%	34.86%	32.03%
毛利率(%)	29.09	30.07	30.50	31.00	31.50
<b>其中：大厨电</b>					
收入	1.80	2.00	2.6	3.38	4.23
YOY			30%	30%	25%
<b>其中：净水器</b>					
收入	0.88	3.30	4.95	7.18	10.05
YOY		276.71%	50%	45%	40%
<b>其中：烘焙、炸锅等</b>					
收入		3.05	3.81	4.77	5.96
YOY			25%	25%	25%
<b>4. 电磁炉系列</b>					
收入	7.51	7.60	7.68	7.75	7.83
YOY	5.77%	1.20%	1%	1%	1%
毛利率(%)	24.98	26.28	26.4	26.4	26.4
<b>豆料</b>					
收入	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	24.43				
<b>其他主营业务</b>					
收入	1.59	1.97	2.00	2.00	2.00
毛利率(%)	37.57	25.25	25.00	25.00	25.00
<b>其他业务(配件和炊具)</b>					
收入	0.45	0.44	0.50	0.50	0.50
毛利率(%)	39.42	40.95	40.00	40.00	40.00

资料来源：wind，申万宏源研究

## 4.2 相对估值

纵向对比来看，九阳股份自上市以来历史估值中枢在 20 倍左右，随着公司业绩拐点出现，目前股价对应 2017-2019 年估值分别为 18 倍、15 倍和 13 倍，股价安全边际高。横向对比来看，剔除九阳后小家电行业企业的 2017 年相对估值达 28 倍，远高于九阳股份 2017 年的 18 倍动态市盈率，估值存在向上修复空间。

图 41：九阳股份 2008 年迄今历史估值中枢 20 倍市盈率



资料来源：wind，申万宏源研究

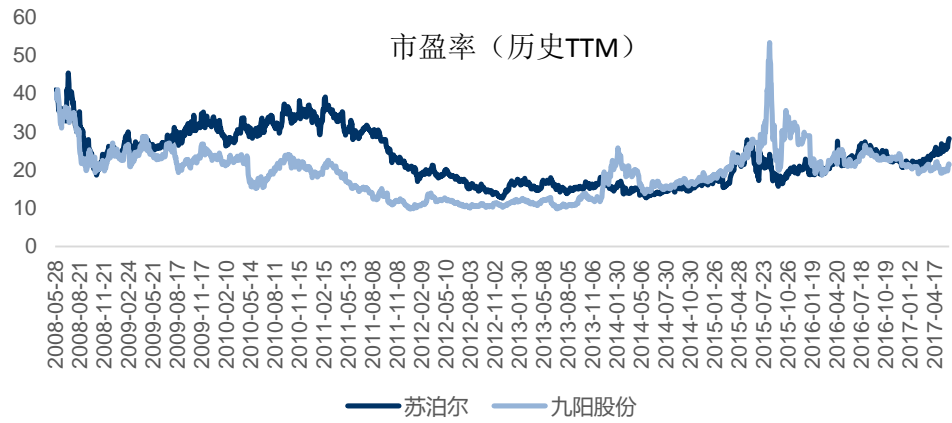
表 6：行业可比公司相对估值分析

基准日	20170608	EPS				PE			
代码	公司名称	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
603868.SH	飞科电器	1.46	1.84	2.30	2.82	41.06	32.64	26.11	21.25
002032.SZ	苏泊尔	1.712	1.61	1.92	2.27	23.48	24.98	20.95	17.72
002705.SZ	新宝股份	0.7501	0.92	1.16	1.43	18.86	19.90	15.80	12.49
603355.SH	莱克电气	1.25	1.72	2.38	3.27	46.34	33.63	24.37	17.70
002242.SZ	九阳股份	0.91	1.07	1.28	1.53	21.56	18.34	15.33	12.82
剔除九阳后平均值						32.43	27.79	21.81	17.29

资料来源：Wind（除苏泊尔外其他来自 wind 一致预期）

考虑到公司当前对豆浆机的依赖度不断降低，新的电饭煲爆品成为业绩新增长点，随着公司线下渠道调整结束，预计今年大概率迎来业绩释放，公司估值有望迎来修复，股价对应 2017 年的合理估值应高于历史平均值；另外从行业比较看，与公司同为厨房小家电的苏泊尔，其股价对应 2016 年、2017 年的估值分别为 23 倍和 25 倍，从历史估值趋势变化上来看，两家公司估值大体趋同。考虑到年初至今公司相对涨幅滞后苏泊尔近 40%，加之影响估值的负面因素（例如渠道调整、豆浆机下滑等因素）逐渐出清，我们认为公司 2017 年的合理估值在 23 倍左右，对应目标价 25 元/股，相比目前价格存在 25%左右的上涨区间。

图 42：九阳股份和苏泊尔 2008 年迄今估值大体趋同



资料来源: wind, 申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,060	7,315	7,991	9,117	10,467
1. 食品加工机系列	3,514	3,063	2,998	3,218	3,483
2. 营养煲系列	1,998	2,415	2,839	3,341	3,928
3. 西式小家电系列	563	835	1,136	1,532	2,023
4. 电磁炉系列	751	760	768	775	783
营业总成本	6,354	6,594	7,091	8,017	9,154
营业成本	4,809	4,923	5,362	6,094	6,980
1. 食品加工机系列	2,192	1,858	1,808	1,934	2,090
2. 营养煲系列	1,505	1,747	2,019	2,352	2,748
3. 西式小家电系列	399	584	790	1,057	1,386
4. 电磁炉系列	563	560	565	571	576
营业税金及附加	46	54	59	68	78
销售费用	989	1,103	1,199	1,340	1,518
管理费用	515	499	503	565	628
财务费用	-9	-9	-20	-50	-50
资产减值损失	4	23	-13	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	39	36	0	0	0
营业利润	746	756	900	1,099	1,314
营业外收支	45	98	115	115	135
利润总额	791	854	1,015	1,214	1,449
所得税	120	121	150	179	214
净利润	671	733	865	1,035	1,235
少数股东损益	51	36	42	50	60
归属于母公司所有者的净利润	620	698	823	985	1,175

资料来源: wind, 申万宏源研究

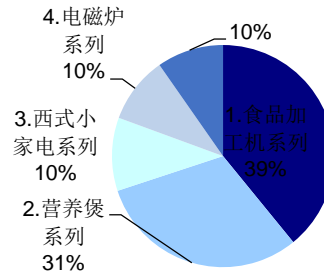
### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,377	3,807	4,902	6,298	7,934
现金及等价物	1,148	754	1,792	3,111	4,656
应收款项	1,695	1,571	1,579	1,592	1,608
存货净额	538	408	459	521	597
其他流动资产	906	1,073	1,073	1,073	1,073
长期投资	306	634	634	634	634
固定资产	700	670	626	581	536
无形资产及其他资产	507	481	464	447	431
资产总计	5,891	5,593	6,626	7,960	9,534
流动负债	2,508	2,069	2,228	2,527	2,867
短期借款	9	9	0	18	18
应付款项	2,356	1,888	2,056	2,337	2,677
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	24	10	19	18	18
负债合计	2,532	2,079	2,247	2,546	2,885
股本	768	768	768	768	768
资本公积	917	927	927	927	927
盈余公积	398	398	398	398	398
未分配利润	1,192	1,352	2,176	3,161	4,336
少数股东权益	83	70	112	162	222
股东权益	3,359	3,514	4,380	5,415	6,650
负债和股东权益合计	5,891	5,593	6,627	7,961	9,535

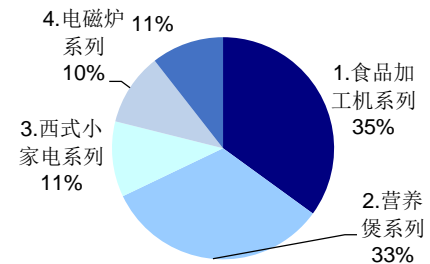
### 关键假设

	2012	2013E	2014E	2015E
--	------	-------	-------	-------

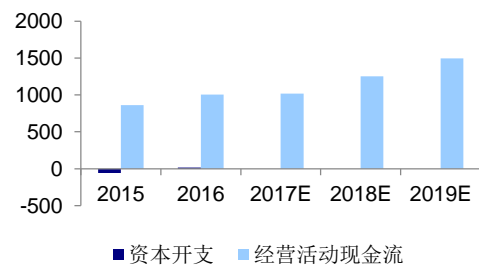
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



### 经营利润率(%)

资料来源: wind, 申万宏源研究

### 合并现金流量表

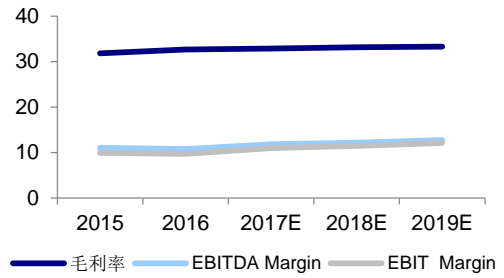
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	671	733	865	1,035	1,235
加: 折旧摊销减值	87	99	49	62	62
财务费用	2	-2	-20	-50	-50
非经营损失	-66	-30	0	0	0
营运资本变动	161	248	123	205	248
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	861	1,007	1,017	1,252	1,495
资本开支	-58	17	0	0	0
其它投资现金流	-181	-292	0	0	0
投资活动现金流	-855	-491	0	0	0
吸收投资	6	1	0	0	0
负债净变化	0	0	0	18	0
支付股利、利息	547	589	-20	-50	-50
其它融资现金流	308	-223	0	0	0
融资活动现金流	-233	-811	20	68	50
净现金流	-223	-291	1,037	1,320	1,545

资料来源: wind, 申万宏源研究

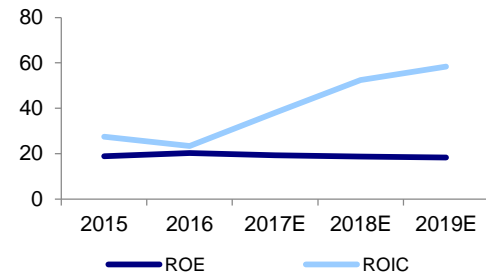
### 重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.81	0.91	1.07	1.28	1.53
每股经营现金流	1.12	1.31	1.33	1.63	1.95
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.27	4.49	5.56	6.84	8.37
关键运营指标(%)					
ROIC	27.5	23.4	38.0	52.4	58.4
ROE	18.9	20.3	19.3	18.7	18.3
毛利率	31.9	32.7	32.9	33.2	33.3
EBITDA Margin	11.1	10.8	11.8	12.2	12.7
EBIT Margin	9.9	9.7	11.0	11.5	12.1
收入同比增长	18.8	3.6	9.2	14.1	14.8
净利润同比增长	16.6	12.5	18.0	19.6	19.3
资产负债率	43.0	37.2	33.9	32.0	30.3
净资产周转率	2.16	2.12	1.87	1.74	1.63
总资产周转率	1.20	1.31	1.21	1.15	1.10
有效税率	15.9	14.8	14.7	14.7	14.7
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	22.4	19.9	16.9	14.1	11.8
P/B	4.3	4.0	3.3	2.6	2.2
EV/Sale	1.8	1.8	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA	16.4	16.6	12.3	9.3	7.0

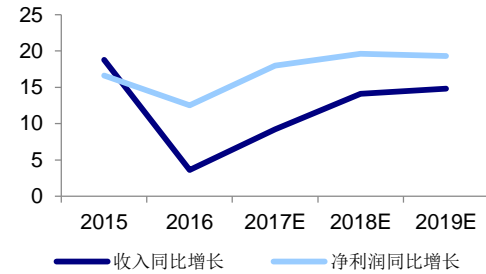
资料来源: wind, 申万宏源研究



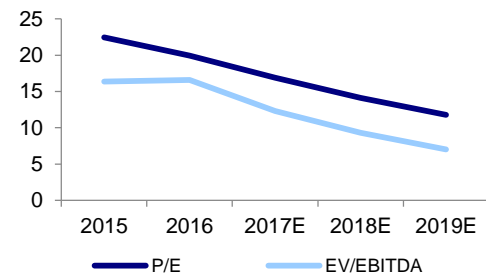
### 投资回报率趋势(%)



### 收入与利润增长趋势(%)



### 相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。