

九阳股份 (002242.SZ)

Q2 环比改善，渠道调整效果初现

● 收入增速环比改善，基本符合预期

2017H1 公司实现营业收入 32.7 亿元 (YoY-1.2%)，归母净利 3.6 亿元 (YoY-0.7%)，毛利率 32.2% (YoY-0.4pct)，净利率 11.3% (YoY-0.2pct)。Q2 单季营业收入 17.8 亿元 (YoY+7.0%)，归母净利 2.2 亿元 (YoY+2.8%)，毛利率 33.6% (YoY-0.2pct)，净利率 12.8% (YoY-1.5pct)。

Q2 收入增速环比提升 17pct，环比改善显著，主要原因：1) 公司渠道调整结束，对公司业绩的影响逐步减弱；2) 4 月推出的新品销售情况良好，带动收入增速回升。

Q2 利润增速低于收入增速，主要原因：1) 原材料涨价，导致毛利率下降 0.2pct；2) 2016Q2 处置土地获得 4562 万元利润，2017Q2 扣非后归母净利同比增长 4.4%。

● 豆浆机降幅收窄，渠道调整效果初现

分产品，食品加工机品类收入 14 亿，同比下滑 3%，营养煲收入 11 亿，同比下滑 2%，西式电器收入 4 亿，同比增长 19%，电磁炉收入 3 亿，同比下滑 9%。以豆浆机为主的食品加工系列收入下滑幅度收窄，相比 2016H2 增速环比改善 13pct，西式电器增长最快。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。

● 拐点已现，业绩有望持续改善

短期来看，我们预计 2017H2 业绩将持续改善，原因：1) 线下经销商渠道精简后，有望实现恢复性、改善性增长；2) 豆浆机通过新品、新的营销推广措施，已出现明显的止跌趋势；3) 西式类、营养煲类产品有望保持良好增长，为公司业绩继续贡献增量。长期来看，小家电行业处于消费升级的拐点，作为行业龙头，强者恒强，受益于消费升级带来的量价齐升。

● 投资建议

我们预测公司 2017-2019 年净利润分别为 7.8、9.6、11.5 亿元，同比增长分别为 12%、23%、20%，公司作为小家电创新龙头，受益于消费升级，现价对应 2017 年估值 17.9xPE，“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	8268	9528	11062
增长率 (%)	18.8%	3.6%	13.0%	15.2%	16.1%
EBITDA (百万元)	782	808	942	1162	1395
净利润 (百万元)	620	698	784	963	1152
增长率 (%)	16.6%	12.5%	12.3%	22.8%	19.6%
EPS (元/股)	0.81	0.91	1.02	1.25	1.50
市盈率 (P/E)	22.7	20.1	17.9	14.6	12.2
市净率 (P/B)	4.3	4.1	3.9	3.8	3.6
EV/EBITDA	21.2	20.0	17.5	14.4	12.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：EPS 按最新股本摊薄，下同

公司评级

当前价格 18.30 元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-19

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)：创 2017-05-16
新龙头，拐点向上

九阳股份 (002242.SZ)：2017-05-01
2017Q1 业绩符合预期，预期
Q2 增速加快

九阳股份 (002242.SZ)：长 2017-04-17
短期面临业绩拐点，业绩符合
预期

联系人：袁雨辰 021-60750604

yuanyuchen@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,377	3,807	4,309	4,714	5,366
货币资金	1,148	754	1,000	1,037	1,100
应收及预付	1,671	1,555	1,699	1,827	2,121
存货	538	408	453	515	595
其他流动资产	1,021	1,089	1,158	1,334	1,549
非流动资产	1,513	1,785	1,756	1,724	1,669
长期股权投资	113	187	187	187	187
固定资产	700	670	646	619	570
在建工程	4	0	2	6	1
无形资产	160	159	153	148	143
其他长期资产	540	770	770	770	770
资产总计	5,891	5,593	6,065	6,438	7,035
流动负债	2,508	2,069	2,418	2,638	3,053
短期借款	9	9	103	0	5
应付及预收	1,686	1,336	1,509	1,718	1,985
其他流动负债	814	724	806	920	1,063
非流动负债	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
负债合计	2,532	2,079	2,428	2,648	3,064
股本	768	768	768	768	768
资本公积	934	935	935	935	935
留存收益	1,573	1,741	1,859	2,003	2,176
归属母公司股东权	3,275	3,444	3,562	3,706	3,879
少数股东权益	83	70	76	83	92
负债和股东权益	5,891	5,593	6,065	6,438	7,035

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7060	7315	8268	9528	11062
营业成本	4809	4923	5520	6277	7244
营业税金及附加	46	54	58	67	77
销售费用	989	1103	1257	1448	1670
管理费用	515	499	569	654	759
财务费用	-9	-9	-24	-28	-32
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
营业利润	746	756	925	1146	1380
营业外收入	62	112	112	112	112
营业外支出	17	14	14	14	14
利润总额	791	854	970	1191	1425
所得税	120	121	145	179	214
净利润	620	698	784	963	1152
少数股东损益	51	36	40	50	59
归属母公司净利润	620	698	784	963	1152
EBITDA	782	808	942	1162	1395
EPS (元)	0.81	0.91	1.02	1.25	1.50

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	362	312	869	1,009	1,067
净利润	620	698	784	963	1,152
折旧摊销	80	73	77	80	83
营运资金变动	-348	-487	-3	-45	-180
其它	10	29	10	11	13
投资活动现金流	-18	-104	-51	-51	-31
资本支出	0	-30	-51	-51	-31
投资变动	-18	-104	-51	-51	-31
其他	0	30	51	51	31
筹资活动现金流	-429	-602	-572	-921	-973
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	-572	-921	-973
现金净增加额	-85	-394	246	37	63
期初现金余额	1,234	1,148	754	1,000	1,037
期末现金余额	1,148	754	1,000	1,037	1,100

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	18.8%	3.6%	13.0%	15.2%	16.1%
营业利润增长	16.6%	12.5%	12.3%	22.8%	19.6%
归属母公司净利润增长	16.6%	12.5%	12.3%	22.8%	19.6%
获利能力(%)					
毛利率	31.9%	32.7%	33.2%	34.1%	34.5%
净利率	8.8%	9.5%	9.5%	10.1%	10.4%
ROE	18.9%	20.3%	22.0%	26.0%	29.7%
ROIC	18.9%	19.4%	21.4%	26.0%	30.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0%	37.2%	40.0%	41.1%	43.6%
净负债比率	-23.5%	-23.7%	-23.5%	-25.0%	-27.9%
流动比率	1.75	1.84	1.78	1.79	1.76
速动比率	1.53	1.64	1.60	1.59	1.56
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.31	1.36	1.48	1.57
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	12.20	12.18	12.17
每股指标(元)					
每股收益	0.81	0.91	1.02	1.25	1.50
每股经营现金流	0.47	0.41	1.13	1.32	1.39
每股净资产	4.27	4.49	4.64	4.83	5.05
估值比率					
P/E	22.7	20.1	17.9	14.6	12.2
P/B	4.3	4.1	3.9	3.8	3.6
EV/EBITDA	21.2	20.0	17.5	14.4	12.3

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 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。
- 袁雨辰：研究助理，上海社科院经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 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 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。