

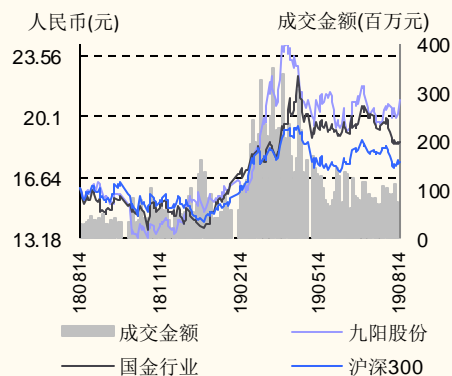
九阳股份 (002242.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.10 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	763.36
总市值 (百万元)	16,191.53
年内股价最高最低 (元)	21.10/19.70
沪深 300 指数	3682.40
中小板综	8444.70



相关报告

1. 《九阳股份季报点评-营收及利润两位数增长, 经营现金流表现优异》, 2019.4.27
2. 《九阳股份公司深度研究报告-从豆浆机到品质生活小家电, 九阳现品...》, 2019.4.21

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001
bianlijuan@gjzq.com.cn

产品升级带动营收利润亮眼表现, 分红率超行业平均

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.898	0.983	1.079	1.237	1.393
每股净资产 (元)	4.66	4.96	5.34	5.78	6.27
每股经营性现金流 (元)	0.06	0.53	0.24	1.09	1.25
市盈率 (倍)	18.91	16.29	19.53	17.01	15.07
净利润增长率 (%)	-1.26%	9.48%	9.75%	14.71%	12.60%
净资产收益率 (%)	19.27%	19.80%	20.19%	21.40%	22.21%
总股本 (百万股)	767.51	767.51	767.51	767.51	767.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019 年上半年公司实现营业收入 41.86 亿元/+15.04%, 归母净利润为 4.06 亿元/+9.72%, 扣非归母净利润为 3.77 亿元/+29.05%。2019 年二季度营收表现为 23.88 亿元/+15.3%, 归母净利润为 2.43 亿元/+8.94%, 扣非归母净利润为 2.24 亿元/+48.59%。

经营分析

- 公司二季度营收符合预期 (+15%), 归母扣非利润增长亮眼 (+48.59%), 上半年各个产品系列增速优异且均衡, 境内整体毛利率略有提升 (+1.02%): 从上半年收入增速来看, 食品加工 (+16.57%)、营养煲 (+18.9%)、西式电器 (+16.54%) 增速均衡, 境内收入增速为 +6.9%, 境外收入增速 1307%。境内整体毛利率提升 1.02%, 其中食品加工板块毛利率提升 2.20%, 主要系豆浆机和破壁机推出新品带来提价。营养煲和西式电器毛利率下行 -3.99% 和 -0.29%, 主要系海外代工比例提升拖累毛利率所致。
- 预收账款出现下降 (-53.13%), 应收账款大幅提升 (+197.34%), 上半年经营活动产生的现金流量净额出现下滑 (-20.92%): 预收账款从年初 5.39 亿元下降到 2.52 亿元, 主要系本期预收账款转入货款所致; 应收账款大幅提升从年初 1.7 亿元上升到 5.06 亿元, 主要系本期收入增加所致。公司经营活动产生的现金流量金额同比下滑 -20.92%。
- 上半年公司存货从期初 7.57 亿下降到 6.45 亿元, 二季度相对于一季度 5.66 亿元上升 0.8 亿元, 其中上半年库存商品和委托加工物资分别下降了 1.08 亿元和 1 亿元, 原材料增加了 1.35 亿元。
- 在公司价值登高战略下多个产品线的均价持续提升, 收购尚科宁家 (中国) 51% 的股权, 在中国市场通过海外品牌合作的方式打开客厅家居领域, 同时存在订单转移增厚公司业绩。18 年公司向 SharkNinja (Hong Kong) 销售商品金额达到 1.88 亿元, 公司预计 19 年的订单转移能够产生销售额为 4.5 亿, 较于 18 年增幅加大。
- 公司分红率持续超行业平均水平: 2019 半年度公司现金分红总额为 3.83 亿元, 占归母净利润 4.06 亿元的 94%。同时公司回购股份进行员工股权激励, 解除限售业绩考核要求制定较为合理, 2019 年销售额增长率不低于 11%, 利润增长不低于 8%。存在较强的安全边际。

盈利预测及投资建议

- 19-21E 净利润 8.3/9.5/10.7 亿元, 增幅为 10%/15%/13%。EPS 为 1.08/1.24/1.4 元/股, 对应 PE 为 19/17/15X。维持买入评级。

风险提示

- 大股东股权质押比例较大; 原材料价格波动; 新产品推广不及市场预期, 成熟产品的市场销售出现放缓; 小家电领域竞争加剧, 价格竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	7,315	7,248	8,169	9,255	10,268	11,288
增长率		-0.9%	12.7%	13.3%	10.9%	9.9%
主营业务成本	-4,923	-4,855	-5,544	-6,275	-6,948	-7,624
%销售收入	67.3%	67.0%	67.9%	67.8%	67.7%	67.5%
毛利	2,392	2,392	2,624	2,979	3,320	3,664
%销售收入	32.7%	33.0%	32.1%	32.2%	32.3%	32.5%
营业税金及附加	-54	-61	-49	-56	-62	-68
%销售收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,103	-1,093	-1,377	-1,434	-1,561	-1,693
%销售收入	15.1%	15.1%	16.9%	15.5%	15.2%	15.0%
管理费用	-499	-553	-608	-657	-729	-801
%销售收入	6.8%	7.6%	7.4%	7.1%	7.1%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	735	685	591	832	969	1,101
%销售收入	10.1%	9.5%	7.2%	9.0%	9.4%	9.8%
财务费用	9	0	11	3	2	8
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-23	-12	-10	-5	-5	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	36	88	135	95	100	100
%税前利润	4.2%	10.7%	15.5%	9.9%	9.1%	8.0%
营业利润	756	808	878	960	1,101	1,240
营业利润率	10.3%	11.1%	10.8%	10.4%	10.7%	11.0%
营业外收支	98	10	-7	3	3	3
税前利润	854	818	871	963	1,104	1,243
利润率	11.7%	11.3%	10.7%	10.4%	10.8%	11.0%
所得税	-121	-108	-129	-135	-155	-174
所得税率	14.1%	13.2%	14.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	733	710	742	828	950	1,069
少数股东损益	36	21	-13	0	0	0
归属于母公司的净利润	698	689	754	828	950	1,069
净利率	9.5%	9.5%	9.2%	8.9%	9.2%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	733	710	742	828	950	1,069
少数股东损益	36	21	-13	0	0	0
非现金支出	99	89	87	88	95	98
非经营收益	-77	-93	-263	-95	-99	-103
营运资金变动	251	-656	-157	-638	-107	-108
经营活动现金净流	1,007	49	409	183	838	956
资本开支	-17	-34	72	-98	-48	-48
投资	-338	-123	51	-5	0	0
其他	-135	851	219	95	100	100
投资活动现金净流	-491	694	342	-8	52	52
股权募资	1	1	37	0	0	0
债权募资	0	0	0	123	-123	0
其他	-808	-791	-551	-541	-618	-691
筹资活动现金净流	-807	-791	-514	-418	-741	-691
现金净流量	-291	-48	236	-243	149	317

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	754	673	1,091	847	997	1,313
应收款项	1,555	1,874	2,597	3,054	3,388	3,723
存货	408	516	747	770	848	929
其他流动资产	1,089	528	383	613	619	626
流动资产	3,807	3,591	4,819	5,284	5,852	6,591
%总资产	68.1%	67.1%	72.4%	74.0%	76.3%	78.7%
长期投资	887	898	886	886	886	886
固定资产	670	632	711	737	705	669
%总资产	12.0%	11.8%	10.7%	10.3%	9.2%	8.0%
无形资产	161	153	145	138	131	125
非流动资产	1,785	1,759	1,841	1,861	1,822	1,780
%总资产	31.9%	32.9%	27.6%	26.0%	23.7%	21.3%
资产总计	5,593	5,351	6,660	7,144	7,674	8,371
短期借款	9	0	0	123	0	0
应付款项	1,816	1,424	2,489	2,707	2,997	3,290
其他流动负债	244	338	338	191	218	244
流动负债	2,069	1,762	2,828	3,021	3,215	3,534
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	6	3	3	3	3
负债	2,079	1,769	2,830	3,024	3,218	3,537
普通股股东权益	3,444	3,575	3,810	4,101	4,436	4,815
少数股东权益	70	8	20	20	20	20
负债股东权益合计	5,593	5,351	6,660	7,144	7,674	8,371

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.909	0.898	0.983	1.079	1.237	1.393
每股净资产	4.487	4.657	4.964	5.343	5.780	6.273
每股经营现金净流	1.312	0.064	0.533	0.238	1.092	1.245
每股股利	0.700	0.000	1.300	0.700	0.800	0.900
回报率						
净资产收益率	20.26%	19.27%	19.80%	20.19%	21.40%	22.21%
总资产收益率	12.48%	12.88%	11.33%	11.59%	12.37%	12.77%
投入资本收益率	17.92%	16.60%	13.14%	16.87%	18.70%	19.59%
增长率						
主营业务收入增长率	3.61%	-0.92%	12.71%	13.30%	10.95%	9.93%
EBIT增长率	4.78%	-6.86%	-13.71%	40.82%	16.43%	13.65%
净利润增长率	12.53%	-1.26%	9.48%	9.75%	14.71%	12.60%
总资产增长率	-5.06%	-4.32%	24.47%	7.27%	7.41%	9.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.3	5.4	6.7	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	35.1	34.8	41.6	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	87.5	82.2	91.6	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	33.4	31.8	31.3	28.6	24.7	21.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.22%	-18.79%	-28.48%	-17.59%	-22.37%	-27.17%
EBIT利息保障倍数	-85.2	-1,395.2	-54.8	-302.4	-400.0	-136.2
资产负债率	37.17%	33.05%	42.50%	42.33%	41.94%	42.25%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	6	38
增持	0	0	1	2	11
中性	0	0	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.50	1.60	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

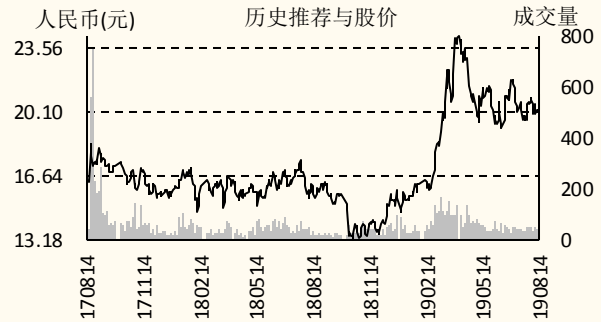
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-21	买入	23.92	28.00~28.00
2	2019-04-27	买入	21.78	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH