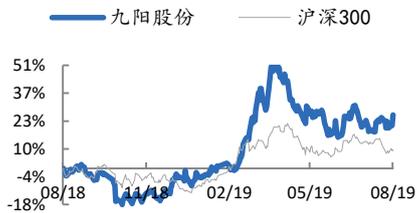


投资评级：买入(上调评级)

 当前价格(元): 21.2
合理价格区间(元): 25.53~27.75

证券分析师
罗文琪

 资格编号: S0120519020002
电话: 021-68761616-8610
邮箱: luowq@tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	3.9	9.6	-0.5
相对涨幅 (%)	7.3	8.9	-1.5

资料来源: 德邦研究

相关研究

新品助推高增长, 海外协同空间广阔

九阳股份(002242)

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2019 年半年报, 上半年公司实现营收 41.87 亿元, 同比增长 15.04%, 实现归母净利润 4.06 亿元, 同比增长 9.72%, 实现扣非净利润 3.77 亿元, 同比增长 29.05%。其中二季度实现营收 23.88 亿元, 同比增长 15.30%, 实现归母净利润 2.43 亿元, 同比增长 8.94%, 实现扣非净利润 2.24 亿元, 同比增长 48.59%。公司拟向股东每 10 股派发现金红利 5 元, 以上半年业绩为基础, 分红率 94.5%。

分品类看, 食品加工机表现亮眼。上半年公司推出 Y88 免手洗破壁料理机以及 K 系列免手洗豆浆机, 助推食品加工机实现收入 18.0 亿元, 同比增长 16.6%; 营养煲实现收入 14.4 亿元, 同比增长 18.9%, 扣除为 foodie 代工收入 2.6 亿元, 同比小幅下滑 2.6%; 西式电器收入大幅增长 16.5% 至 5.3 亿元, 电磁炉系列下滑 11.7% 至 2.8 亿元。尚科宁家(中国)实现收入 5377 万元, 主要为 shark 品牌的吸尘器、蒸汽拖把及扫地机器人等清洁类小家电产品, 成长空间广阔。

分内外销看, 外销大幅增长。内销实现收入 38.7 亿元, 同比增长 6.9%, 海外收入 3.2 亿元, 同比增长 1307%, 外销高速增长主要来源于公司为 Ninja 代工 foodie 系列产品产生销售收入 2.6 亿元, 公司利用现有优势技术为 foodie 研发空气炸锅、等压力锅, 在美国销售良好, 公司凭借在厨房小家电的技术优势, 将有望实现更多产品线的订单转移, 带来外销收入的持续增长。

毛利率与净利率稳健, 销售费用率下降:综合毛利率小幅下降 0.69pct 至 32.33%, 其中食品加工机由于新品带来价格提升, 毛利率同比提升 2.2pct 达到 40.13%; 营养煲毛利率下滑 3.99pct 至 24.22%, 主要由于 Ninja 代工 foodie 系列产品毛利率较低。销售费用率方面, 由于 18 年世界杯产生销售费用约 3000 万, 上半年销售费用率下降 2.56pct 至 14.81%。因去年同期出售苏州九阳产生非经常性损益 7679 万元, 致使上半年投资净收益大幅减少 2.69pct 至 0.79%, 净利率小幅下降 0.67pct 至 9.55%。

投资建议: 公司持续投入研发与创新, 不断推出新品, 在坚持价值登高的同时, 将会推出更多中低价位段产品, 拓宽消费群体。海外市场方面, 与 sharkninja 的协同将有望给公司带来收入与利润规模的扩张。预计公司 2019-21 年收入分别为 92.73/103.96/115.18 亿元, 归母净利润 8.503/9.48/10.56 亿元, 对应 EPS 为 1.11/1.24/1.38 元, 当前股价对应 19-21 年市盈率为 19/17/15 倍, 我们认为公司合理估值水平为对应 2019 年 23-25 倍估值, 给予目标价 25.53-27.75, 上调至“买入”评级。

风险提示: 股权质押比例大、新品销售不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧

股票数据

总股本(百万)	767.37
流通 A 股(百万)	767.37
52 周内股价区间(元)	25.18-13.7
总市值(百万)	16,191.53
总资产(百万)	6,002.42
每股净资产(元)	4.80

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	7248	8169	9273	10396	11518
(+/-) YoY (%)	-0.9	12.7	13.5	12.1	10.8
净利润(百万元)	689	754	850	948	1056
(+/-) YoY (%)	-1.3	9.5	12.7	11.6	11.3
全面摊薄 EPS	0.90	0.98	1.11	1.24	1.38
毛利率 (%)	33.0	32.1	31.9	32.0	31.9
净资产收益率	19.3	19.8	21.2	22.3	23.1

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	8169	9273	10396	11518
每股收益	0.98	1.11	1.24	1.38	营业成本	5544	6313	7068	7841
每股净资产	4.97	5.23	5.55	5.95	毛利率%	32.1	31.9	32.0	31.9
每股经营现金流	0.53	0.91	1.16	1.31	营业税金及附加	49	55	62	69
每股股利	0.00	0.85	0.91	0.98	营业税金率%	0.6	0.6	0.6	0.6
价值评估 (倍)					营业费用	1377	1372	1539	1670
P/E	16.29	19.05	17.07	15.34	营业费用率%	16.9	14.8	14.8	14.5
P/B	3.22	4.04	3.80	3.55	管理费用	310	334	364	403
P/S	1.98	1.75	1.56	1.41	管理费用率%	3.8	3.6	3.5	3.5
EV/EBITDA	16.76	15.87	13.78	12.01	研发费用	298	325	364	403
股息率%	0.0	4.0	4.3	4.6	研发费用率%	3.6	3.5	3.5	3.5
盈利能力指标 (%)					EBIT	591	874	1000	1132
毛利率	32.1	31.9	32.0	31.9	财务费用	-11	-12	-14	-17
净利润率	9.2	9.2	9.1	9.2	财务费用率%	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
净资产收益率	19.8	21.2	22.3	23.1	资产减值损失	10	3	4	4
资产回报率	11.3	12.4	12.8	13.0	投资收益	135	70	75	80
投资回报率	22.0	31.9	37.1	42.7	营业利润	878	998	1125	1265
盈利增长 (%)					营业外收支	-7	0	0	0
营业收入增长率	12.7	13.5	12.1	10.8	利润总额	871	998	1125	1265
EBIT 增长率	-13.7	47.9	14.4	13.2	EBITDA	668	945	1070	1200
净利润增长率	9.5	12.7	11.6	11.3	所得税	129	148	167	188
偿债能力指标					有效所得税率%	14.9	14.9	14.9	14.9
资产负债率%	42.5	41.0	42.2	43.0	少数股东损益	-13	0	10	22
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.9	归属母公司所有者净利润	754	850	948	1056
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.6					
现金比率	0.4	0.4	0.5	0.5	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	1091	1203	1457	1783
应收帐款周转天数	98.7	98.7	98.7	98.7	应收款项	2572	2508	2812	3116
存货周转天数	41.6	41.6	41.6	41.6	存货	747	719	805	894
总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5	其它流动资产	409	621	632	643
固定资产周转率	12.3	13.8	16.9	20.9	流动资产合计	4819	5052	5706	6435
					长期股权投资	257	257	257	257
					固定资产	702	643	584	520
					在建工程	10	5	0	0
					无形资产	126	88	51	15
					非流动资产合计	1841	1780	1719	1660
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	6660	6832	7425	8094
净利润	754	850	948	1056	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-13	0	10	22	应付账款	1764	1589	1779	1974
非现金支出	87	74	74	73	预收账款	539	612	686	760
非经营收益	-263	-71	-76	-81	其它流动负债	525	597	668	741
营运资金变动	-157	-153	-69	-65	流动负债合计	2828	2798	3134	3476
经营活动现金流	409	700	887	1004	长期借款	0	0	0	0
资产	72	32	32	32	其它长期负债	3	3	3	3
投资	51	-40	-40	-40	非流动负债合计	3	3	3	3
其他	219	70	75	80	负债总计	2830	2801	3137	3478
投资活动现金流	342	62	67	72	实收资本	768	768	768	768
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	3810	4011	4260	4565
股权募资	37	0	0	0	少数股东权益	20	20	29	51
其他	-553	-649	-700	-750	负债和所有者权益合计	6660	6832	7425	8094
融资活动现金流	-516	-649	-700	-750					
现金净流量	234	113	254	326					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 14 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。