

2019年10月30日

成长品类助业绩稳增，结构升级盈利向上

九阳股份(002242)

评级:	增持	股票代码:	002242
上次评级:	首次覆盖	52周最高价/最低价:	25.18/13.91
目标价格:		总市值(亿)	162.21
最新收盘价:	21.14	自由流通市值(亿)	161.31
		自由流通股数(百万)	763.04

事件概述

公司发布2019年三季报，公司前三季度实现营业收入62.55亿元，同比增长15.02%，归母净利润6.18亿元，同比增长8.54%。其中2019Q3实现营业收入20.68亿元，同比增长14.98%，归母净利润2.12亿元，同比增长6.35%。

分析判断:

▶ 新品开发与升级贡献营收增速，毛利率持续提升

小家电行业景气度较高，行业规模增速领先。但品类间的景气度亦有差异，产品更新迭代速度强。传统品类如豆浆机、榨汁机等产品经历高速增长后，增速逐渐回落，而新兴品类如料理机、破壁机等产品正处于高速增长期。公司在小家电领域深耕，顺应市场需求进行新品类的开发，食品加工机系列、营养煲系列和西式小家电系类贡献主要营收增速。产品品类的扩充和布局保障公司业绩稳定增长，免洗破壁机、无涂层蒸汽电饭煲市场效果较好，同时新品开发带来产品结构的升级优化，2019Q3毛利率32.35%，同比提高1.23pct，环比提高0.31pct。

▶ 渠道优化同时销售费用率改善，非经常性收益高基数下净利率小幅下滑

在渠道建设层面，公司不断优化渠道销售网络，推进新零售模式，完善立体化渠道网络布局。2019年前三季度公司销售费用率14.32%，同比下降2.01pct，其中2019Q3销售费用率13.32%，同比下降0.91pct，环比下降2.67pct。公司2018年渠道布局下广告投放费用较多导致销售费用率较高，2019年渠道持续优化的同时销售费用率回落。

从费用端来看，2019年Q1-Q3公司管理费用率和财务费用率分别为4.07%和-0.11%，同比提高0.77pct和0.18pct；其中2019Q3公司管理费用率和财务费用率分别为4.60%和-0.13%，同比提高1.18pct和0.66pct，环比提高0.48pct和0.32pct。此外，公司去年处置子公司资产导致投资收益和资产处置收益基数较高，非经常性收益贡献业绩。今年资产处置收益和投资收益较低，2019年前三季度净利润6.08亿元，同比增长7.47%，净利率9.71%，同比下降0.6pct。其中2019Q3净利润2.08亿元，同比增长7.38%，净利率10.04%，同比下降0.71pct。

▶ 经营现金流充足，营业周期拉长。

2019年前三季度公司经营活动现金流量净额9.22亿元，同比增长120.33%，其中2019Q3公司经营活动现金流量净额7.45亿元，同比增长282.4%。公司2019Q3销售商品、提供劳务收到的现金增速高于2019Q3营业收入增速，从预收款项和应付账款科目来看，公司2019年三季度末预收款项2.72亿元，较期初下降49.53%；应付票据7.5亿元，较期初提高88.16%；应付账款10.95亿元，较期初下降19.8%。从周转率来看，2019年三季度末公司存货7.08亿元，存货周转率5.82次，存货周转天数较期初提高5.39天；应收账款4.81亿元，应收账款周转率19.2次，应收账款周转天数提高7.5天。

投资建议

公司是小家电领域的龙头企业，新品储备及研发能力强，同时高分红凸显公司内在价值。经测算，我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 93.60/108.85/128.87 亿元，同比增长 14.6%/16.3%/18.4%，EPS 为 1.10/1.25/1.44 元，对应当前股价 PE 倍数为 19/17/15 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、新品增速不及预期、渠道开拓不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7247.52	8168.71	9360.20	10884.76	12886.70
YoY (%)	-0.92%	12.71%	14.59%	16.29%	18.39%
归母净利润(百万元)	688.92	754.26	842.69	961.52	1101.88
YoY (%)	-1.26%	9.48%	11.73%	14.10%	14.60%
毛利率 (%)	33.01%	32.13%	32.11%	32.12%	32.20%
每股收益 (元)	0.90	0.98	1.10	1.25	1.44
ROE	19.27%	19.80%	18.11%	17.12%	16.40%
市盈率	23.33	21.31	19.08	16.72	14.59

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 汪玲

邮箱: wangling1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8168.71	9360.20	10884.76	12886.70	净利润	741.66	828.62	945.46	1083.48
YoY (%)	12.71%	14.59%	16.29%	18.39%	折旧和摊销	77.07	77.75	79.74	81.80
营业成本	5544.22	6354.29	7388.41	8737.82	营运资金变动	-156.87	-360.27	-111.54	-69.83
营业税金及附加	48.76	37.44	43.54	51.55	经营活动现金流	408.70	483.42	814.79	1002.87
销售费用	1376.71	1404.03	1654.48	1971.67	资本开支	71.69	-20.64	-21.01	-29.11
管理费用	310.30	374.41	446.28	541.24	投资	51.04	-20.00	0.00	0.00
财务费用	-10.79	-23.90	-18.91	-36.40	投资活动现金流	341.61	29.36	58.99	40.89
资产减值损失	9.89	25.32	4.12	5.42	股权募资	37.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	135.43	70.00	80.00	70.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	878.34	967.28	1104.10	1265.71	筹资活动现金流	-516.14	1.18	0.00	0.00
营业外收支	-7.30	3.00	3.00	3.00	现金净流量	234.17	513.96	873.78	1043.75
利润总额	871.04	970.28	1107.10	1268.71	主要财务指标				
所得税	129.37	141.66	161.64	185.23	成长能力 (%)				
净利润	741.66	828.62	945.46	1083.48	营业收入增长率	12.71%	14.59%	16.29%	18.39%
归属于母公司净利润	754.26	842.69	961.52	1101.88	净利润增长率	9.48%	11.73%	14.10%	14.60%
YoY (%)	9.48%	11.73%	14.10%	14.60%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.98	1.10	1.25	1.44	毛利率	32.13%	32.11%	32.12%	32.20%
资产负债表 (百万元)					净利率	9.08%	8.85%	8.69%	8.41%
货币资金	1090.75	1604.71	2478.50	3522.25	总资产收益率 ROA	11.33%	11.63%	11.11%	10.64%
预付款项	50.14	57.47	66.82	79.02	净资产收益率 ROE	19.80%	18.11%	17.12%	16.40%
存货	747.35	664.64	807.40	934.41	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2930.65	3096.18	3513.81	4062.22	流动比率	1.70	2.10	2.25	2.34
流动资产合计	4818.90	5423.00	6866.53	8597.90	速动比率	1.42	1.82	1.97	2.07
长期股权投资	257.14	277.14	277.14	277.14	现金比率	0.39	0.62	0.81	0.96
固定资产	701.56	656.82	615.13	584.54	资产负债率	42.50%	35.69%	35.22%	35.44%
无形资产	125.80	126.81	127.41	127.60	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1841.19	1822.08	1786.35	1761.66	总资产周转率	1.36	1.35	1.37	1.36
资产合计	6660.09	7245.09	8652.88	10359.56	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.98	1.10	1.25	1.44
应付账款及票据	1763.79	1573.36	1844.79	2172.63	每股净资产	4.97	6.07	7.32	8.75
其他流动负债	1063.81	1009.43	1200.34	1495.70	每股经营现金流	0.53	0.63	1.06	1.31
流动负债合计	2827.60	2582.79	3045.12	3668.33	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	2.63	2.63	2.63	2.63	PE	21.31	19.08	16.72	14.59
非流动负债合计	2.63	2.63	2.63	2.63	PB	3.22	3.45	2.86	2.39
负债合计	2830.23	2585.42	3047.75	3670.96					
股本	767.51	767.51	767.51	767.51					
少数股东权益	19.57	5.50	-10.56	-28.95					
股东权益合计	3829.86	4659.66	5605.12	6688.60					
负债和股东权益合计	6660.09	7245.09	8652.88	10359.56					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。