

内销收入增速回升，新增长动能逐步显现

——九阳股份(002242.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

买入(维持)

当前价: 20.95元

分析师

金星(执业证书编号: S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebscn.com

甘骏(执业证书编号: S0930518030002)
021-52523877
ganjun@ebscn.com

王奇琪(执业证书编号: S0930519050001)
021-52523880
wangqq@ebscn.com

王彦玮(执业证书编号: S0930519100001)
021-52523879
wangyw@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股): 7.67
总市值(亿元): 160.75
一年最低/最高(元): 12.72/24.18
近3月换手率: 41.48%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.03	2.64	35.26
绝对	-2.03	3.60	61.73

资料来源: Wind

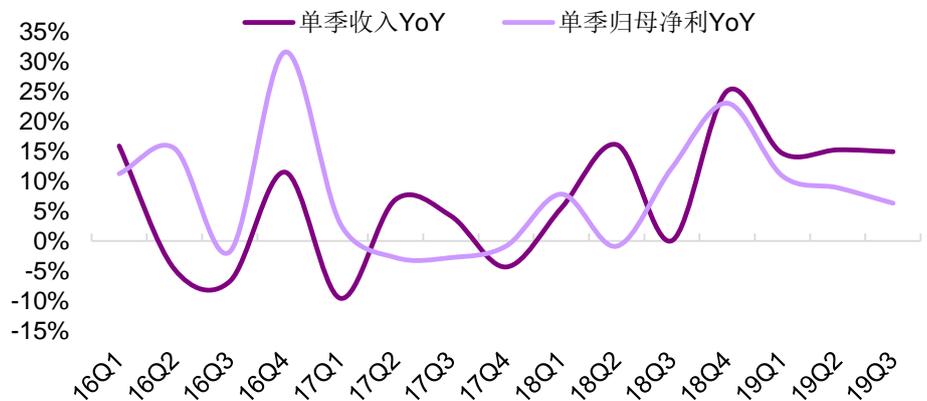
相关研报

优势品类表现亮眼，中期分红超出预期
——九阳股份(002242.SZ) 2019年中报点评
..... 2019-08-15

事件:

九阳股份发布 2019 年三季度报，2019 年前三季度实现营业总收入 62.5 亿元，同比+15.0%；归母净利润 6.2 亿元，同比+8.5%；扣非归母净利润 5.8 亿元，同比+25.2%。2019Q3 单季营业总收入 20.7 亿元，同比+15.0%；归母净利润 2.1 亿元，同比+6.4%；扣非归母净利润 2.1 亿元，同比+18.7%。

图 1: 九阳股份业绩进入稳健增长阶段



资料来源: Wind, 光大证券研究所

核心观点:

◆收入分析: 破壁机和 Shark 中国高增长，内销增速环比提升

2019Q3 收入 20.7 亿元，同比+15%，和 2019H1 增速基本持平，在消费环境偏弱的背景下，九阳单季增速保持较快增长，略超预期。

2019Q3 内销收入同比增长约 14%，其中破壁机保持 20%以上增速，带动食品加工机品类保持较快增长。同时，因新品上市销售，19Q3 双煲(电饭煲+压力煲)收入增速转正。SharkNinja 中国通过电商渠道和九阳专卖店渠道快速扩大品牌影响力，单季实现收入约 7000 万元(19H1 收入 5377 万元)，增长提速。

2019Q3 外销中关联交易出口约 1 亿元，同比增长约 5000 万元，因基数上升增速下降，但仍然贡献稳定的收入增量。

◆盈利分析：产品结构优化推升毛利率，扣非利润增速较快

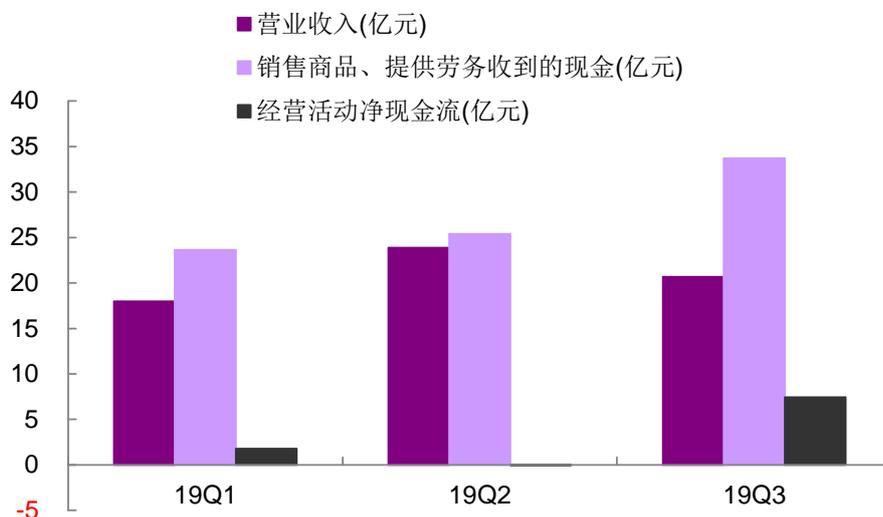
公司 19Q3 毛利率同比+1.2pct，估计主要受益于内销毛利率提升，核心原因是**高端产品占比提升**，**成本红利估计亦有贡献**。

19Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.9pct/+1.2pct/-0.8pct/+0.7pct，期间费用率整体变化不大，但因为去年同期非经常性收益基数较高以及单季所得税率有所提升，单季归母净利润增长 6.4%，扣非归母净利润同比增长 18.7%，扣非后盈利能力有所提升。

◆资产负债&现金流分析：经营活动净现金流大幅好转

2019Q3 公司单季经营活动净现金流高达 7.45 亿元，主要因公司回款加快，销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长 34%至 33.7 亿元。应收、预收、存货项目变化不大。

图 2：公司 19Q3 经营活动净现金流大幅好转（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆业绩展望：2019 年收入增长 10~15%，利润增长 10%左右

收入展望：2019 年以来公司优势品类破壁机表现亮眼，同时**营养煲类内销**随着新品推出在下半年恢复增长。此外，和 **SharkNinja** 的协同发展成为稳定的收入增长点，一方面内销收入加速增长，前三季度贡献估计已超过 1.2 亿元，另一方面全年关联交易金额有望超过年初预计金额，**综合来看，2019 年公司收入能够实现 15%左右增长。**

净利润展望：虽然出口订单毛利率较低，但 2019 年前三季度产品升级带动内销毛利率提升，整体毛利率基本持平。费用率方面，虽然公司将在品牌广告和渠道支持上继续投入，但**世界杯广告和其他广告预算的减少有望降低销售费用率**，预计全年扣非利润增速快于收入增速，但由于 18 年非经常性收益较多导致利润基数较高，**预计 19 年归母净利润增速接近 10%。**

业绩进入稳健增长周期。我们预计管理团队大概率能够完成 2019 年限制性股票激励计划业绩考核指标：2019 年销售额同比增长率不低于 11%，2019 年净利润同比增长率不低于 8%。

新的增长动能会逐步显现。2017年，公司控股股东完成对美国吸尘器龙头 SharkNinja 的收购，迈出全球布局的第一步，在坚持九阳品牌“定位厨房，升级厨房”发展战略的同时，控股股东有望通过全球扩张，同时通过海外资源和九阳股份的协同发展，为九阳股份提供新的增长动能，突破在中国厨房小家电市场的增长瓶颈。

◆盈利预测、估值与评级

破壁机和 Shark 中国高增长，内销增速环比提升，公司单季收入增速略超预期。我们预计 2019 年公司收入能够实现 15% 左右增长，归母净利增速接近 10%，随着和 SharkNinja 的协同发展，新的增长动能将逐步显现。

维持 2019-21 年 EPS 预测为 1.07/1.24/1.41 元，对应 PE 为 20/17/15 倍，**新增长动能显现，内销增速回升，维持“买入”评级。**

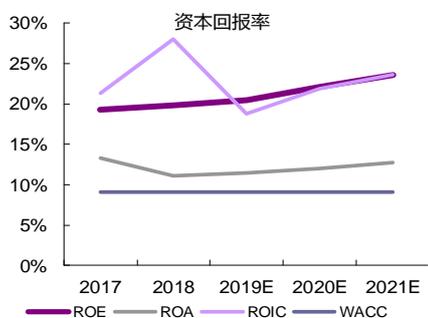
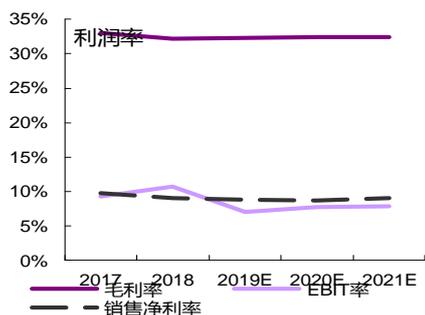
◆风险提示：

1、国内需求不及预期；2、新品牌本土化较慢；3、市场竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,248	8,169	9,257	10,850	12,124
营业收入增长率	-0.92%	12.71%	13.32%	17.21%	11.73%
净利润（百万元）	689	754	824	950	1,084
净利润增长率	-1.26%	9.48%	9.29%	15.27%	14.03%
EPS（元）	0.90	0.98	1.07	1.24	1.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.27%	19.80%	20.48%	22.12%	23.60%
P/E	23	21	20	17	15
P/B	4.5	4.2	4.0	3.7	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,248	8,169	9,257	10,850	12,124
营业成本	4,855	5,544	6,268	7,330	8,196
折旧和摊销	76	77	51	52	55
营业税费	61	49	56	65	73
销售费用	1,093	1,377	1,537	1,790	1,988
管理费用	553	310	704	825	921
财务费用	0	-11	-10	-5	-6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	88	135	276	220	270
营业利润	808	878	941	1,063	1,227
利润总额	818	871	953	1,105	1,272
少数股东损益	21	-13	-5	0	10
归属母公司净利润	689	754	824	950	1,084

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	5,351	6,660	7,134	7,904	8,603
流动资产	3,591	4,819	5,352	6,117	6,816
货币资金	673	1,091	1,083	1,218	1,475
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	129	170	392	408	319
应收票据	1,718	2,402	2,407	2,821	3,152
其他应收款	27	25	33	38	43
存货	516	747	932	1,092	1,221
可供出售投资	411	454	454	454	454
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	264	257	257	257	257
固定资产	631	702	703	704	703
无形资产	153	126	112	113	115
总负债	1,769	2,830	3,094	3,593	3,988
无息负债	1,769	2,830	3,094	3,593	3,988
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	3,582	3,830	4,040	4,310	4,615
股本	768	768	767	767	767
公积金	1,294	1,241	1,241	1,241	1,241
未分配利润	1,581	1,808	2,018	2,288	2,583
少数股东权益	8	20	15	15	25

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	49	409	371	647	825
净利润	689	754	824	950	1,084
折旧摊销	76	77	51	52	55
净营运资金增加	156	-163	386	290	174
其他	-873	-259	-890	-645	-487
投资活动产生现金流	694	342	220	164	214
净资本支出	-34	72	-56	-56	-56
长期投资变化	264	257	0	0	0
其他资产变化	464	13	276	220	270
融资活动现金流	-783	-516	-599	-675	-782
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-9	0	0	0	0
无息负债变化	-302	1,062	264	499	395
净现金流	-48	236	-8	136	257

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-0.92%	12.71%	13.32%	17.21%	11.73%
净利润增长率	-1.26%	9.48%	9.29%	15.27%	14.03%
EBITDA 增长率	-5.01%	27.71%	-26.18%	26.22%	12.85%
EBIT 增长率	-5.58%	30.69%	-25.49%	28.01%	13.37%
估值指标					
PE	23	21	20	17	15
PB	4	4	4	4	4
EV/EBITDA	20	16	21	17	15
EV/EBIT	23	17	23	18	16
EV/NOPLAT	26	20	27	21	18
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	6	6	5	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	33.01%	32.13%	32.29%	32.44%	32.40%
EBITDA 率	10.33%	11.70%	7.62%	8.21%	8.29%
EBIT 率	9.28%	10.76%	7.07%	7.73%	7.84%
税前净利润率	11.28%	10.66%	10.29%	10.18%	10.49%
税后净利润率 (归属母公司)	9.51%	9.23%	8.90%	8.76%	8.94%
ROA	13.27%	11.14%	11.48%	12.02%	12.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.27%	19.80%	20.48%	22.12%	23.60%
经营性 ROIC	21.34%	28.03%	18.79%	21.91%	23.58%
偿债能力					
流动比率	2.04	1.70	1.73	1.70	1.71
速动比率	1.74	1.44	1.43	1.40	1.40
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.90	0.98	1.07	1.24	1.41
每股红利	0.70	0.80	0.89	1.03	1.18
每股经营现金流	0.06	0.53	0.48	0.84	1.08
每股自由现金流(FCFF)	0.63	1.39	0.27	0.56	0.83
每股净资产	4.66	4.96	5.25	5.60	5.98
每股销售收入	9.44	10.64	12.06	14.14	15.80

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼