

投资评级：买入（维持）

## 九阳股份(002242)

## 现金流改善，三季报平稳

## 市场数据 2019-10-31

收盘价(元)	22.20
一年内最低/最高(元)	13.69/25.56
市盈率	20.3
市净率	4.36

## 基础数据

净资产收益率(%)	20.70
资产负债率(%)	42.5
总股本(亿股)	7.67

## 最近12月股价走势



## 联系信息

**洪吉然** 分析师  
SAC 证书编号: S0160517120002  
hongjr@ctsec.com

## 相关报告

- 《九阳股份(002242):中报超额分红,外销收入亮眼》 2019-08-16
- 《九阳股份(002242):收入稳健增长,业绩符合预期》 2019-05-06
- 《九阳股份(002242):战略转型生效,经营周期向上》 2019-04-01

● **三季报符合预期,预计全年收入增速接近15%**。前三季度公司营收62.6亿元(yoy+15.0%);归母净利润6.2亿元(yoy+8.5%),扣非后归母净利润5.8亿元(yoy+25.2%),业绩符合预期。分区域看,预计前三季度SharkNinja关联交易贡献出口收入3.6亿元,全年完成4.5亿目标较为确定;预计19Q3内销收入增长14%,跑赢行业及上半年内销同比(7%),体现九阳竞争力的同时也应注意18Q3低基数。分渠道看,预计前三季度线下维持个位数增长,电商增速超过20%。分品类看,预计前三季度豆浆机正增长,加热类产品增速接近10%,破壁料理机增长超过20%(19年至今料理机行业零售额增速8%,价格竞争激烈)。收入展望,近两年九阳在产品端推陈出新+品类扩张,渠道端去芜存菁,同时收购SharkNinja股权拓宽海外市场,坚持打造精品和品牌营销的价值登高战略有助公司稳健发展,预计2019年公司收入增速接近15%。

● **经营性现金流显著改善,全年利润增长底线或为+8%**。前三季度公司毛利率32.3%(同比持平),三因素则互为对冲,正面影响为原材料价格回落+推新卖贵策略,负面因素则为高增长品类(破壁机和出口类营养煲)的低毛利率。19Q1-Q3销售费用率同比-2.0pct,2018年世界杯营销投入3000多万导致高基数,管理+研发费用率同比+0.6个百分点(股权激励费用摊销增加,组织架构调整产生额外花销),综合看归母净利率同比下滑0.6pct。盈利展望角度,预计19年完成限制性股票激励考核较为确定,即收入增长 $\geq 11%$ +归母净利润增速 $\geq 8%$ 为业绩底线。三季报其他显著变化为经营性现金流净额同比+120%(环比大幅改善),主因销售回款以及应付科目同比增长92%;净营业周期-18天,营运能力同比/环比均有提升。

● **优质小家电龙头重新起航,维持“买入”评级**。九阳上市至今无有息负债,自有资金/总资产长期大于30%,2010-18年累计分红/累计净利润接近80%,近三年平均摊薄ROE接近20%,三季报显示养老保险基金增加持股比例,中央汇金持股比例亦在高位(4.99%)。预计公司2019-21年归母净利润为8.2、9.5、10.8亿元,当前股价对应PE为20.8、18.0、15.7倍,维持公司“买入”评级。

● **风险提示**:Shark扩张不及预期,原材料价格大幅上涨。

表1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	7,248	8,169	9,268	10,898	12,679
增长率	-0.9%	12.7%	13.5%	17.6%	16.4%
归属母公司股东净利润(百万)	689	754	818	948	1,083
增长率	-1.3%	9.5%	8.5%	15.8%	14.3%
每股收益(元)	0.90	0.98	1.07	1.23	1.41
市盈率(倍)	24.7	22.6	20.8	18.0	15.7

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>7,248</b>	<b>8,169</b>	<b>9,268</b>	<b>10,898</b>	<b>12,679</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,855	5,544	6,293	7,389	8,597	营业收入增长率	-0.9%	12.7%	13.5%	17.6%	16.4%
营业税费	61	49	56	65	76	营业利润增长率	6.8%	8.7%	7.8%	16.0%	14.4%
销售费用	1,093	1,377	1,437	1,689	1,965	净利润增长率	-1.3%	9.5%	8.5%	15.8%	14.3%
管理费用	553	608	695	817	951	EBITDA 增长率	1.7%	-5.5%	26.2%	15.6%	13.8%
财务费用	-0	-11	-24	-26	-31	EBIT 增长率	1.7%	-5.7%	28.8%	16.2%	14.3%
资产减值损失	12	10	15	15	15	NOPLAT 增长率	9.2%	5.4%	6.8%	16.2%	14.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.0%	-9.4%	17.7%	7.7%	3.2%
投资和汇兑收益	88	135	150	150	150	净资产增长率	1.9%	6.9%	4.1%	5.9%	6.4%
<b>营业利润</b>	<b>808</b>	<b>878</b>	<b>947</b>	<b>1,098</b>	<b>1,256</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	10	-7	10	10	10	毛利率	33.0%	32.1%	32.1%	32.2%	32.2%
<b>利润总额</b>	<b>818</b>	<b>871</b>	<b>957</b>	<b>1,108</b>	<b>1,266</b>	营业利润率	11.1%	10.8%	10.2%	10.1%	9.9%
减:所得税	108	129	139	161	184	净利润率	9.5%	9.2%	8.8%	8.7%	8.5%
<b>净利润</b>	<b>689</b>	<b>754</b>	<b>818</b>	<b>948</b>	<b>1,083</b>	EBITDA/营业收入	11.5%	9.6%	10.7%	10.6%	10.3%
						EBIT/营业收入	10.5%	8.8%	10.0%	9.8%	9.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	673	1,091	998	1,090	1,282	固定资产周转天数	32	29	27	22	18
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	53	45	43	47	45
应收账款	156	170	190	234	259	流动资产周转天数	184	185	180	173	170
应收票据	1,718	2,402	2,232	3,217	3,123	应收账款周转天数	7	7	7	7	7
预付账款	7	50	2	59	12	存货周转天数	23	28	27	27	27
存货	516	747	651	991	920	总资产周转天数	272	265	249	228	216
其他流动资产	521	358	400	400	400	投资资本周转天数	104	92	84	80	73
可供出售金融资产	411	454	400	400	400	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	19.3%	19.8%	20.6%	22.5%	24.2%
长期股权投资	264	257	307	357	407	ROA	13.3%	11.1%	13.2%	12.4%	14.3%
投资性房地产	223	175	155	135	115	ROIC	35.1%	33.6%	39.6%	39.1%	41.5%
固定资产	631	702	675	643	607	<b>费用率</b>					
在建工程	1	10	12	13	15	销售费用率	15.1%	16.9%	15.5%	15.5%	15.5%
无形资产	153	126	113	101	88	管理费用率	7.6%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
其他非流动资产	77	118	39	-15	-60	财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
<b>资产总额</b>	<b>5,351</b>	<b>6,660</b>	<b>6,175</b>	<b>7,625</b>	<b>7,568</b>	三费/营业收入	22.7%	24.2%	22.7%	22.8%	22.8%
短期债务	-	-	-	12	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	1,234	1,551	1,420	2,069	1,991	资产负债率	33.1%	42.5%	35.4%	44.6%	40.6%
应付票据	8	399	175	236	242	负债权益比	49.4%	73.9%	54.9%	80.5%	68.4%
其他流动负债	520	878	583	1,075	832	流动比率	2.04	1.70	2.05	1.77	1.96
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.74	1.44	1.76	1.47	1.66
其他非流动负债	6	3	10	10	10	利息保障倍数	-1,548.36	-66.39	-38.41	-41.21	-39.63
<b>负债总额</b>	<b>1,769</b>	<b>2,830</b>	<b>2,188</b>	<b>3,401</b>	<b>3,074</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	8	20	20	20	20	DPS(元)	0.70	0.80	0.80	0.93	1.06
股本	768	768	767	767	767	分红比率	78.0%	81.4%	75.0%	75.0%	75.0%
留存收益	2,875	3,049	3,200	3,437	3,707	股息收益率	3.2%	3.6%	3.6%	4.2%	4.8%
<b>股东权益</b>	<b>3,582</b>	<b>3,830</b>	<b>3,987</b>	<b>4,223</b>	<b>4,494</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.90	0.98	1.07	1.23	1.41
净利润	710	742	818	948	1,083	BVPS(元)	4.66	4.97	5.17	5.48	5.83
加:折旧和摊销	76	77	72	78	83	PE(X)	24.7	22.6	20.8	18.0	15.7
资产减值准备	12	10	15	15	15	PB(X)	4.8	4.5	4.3	4.1	3.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	35.4	17.7	36.6	21.9	17.2
财务费用	6	0	-24	-26	-31	P/S	2.4	2.1	1.8	1.6	1.3
投资收益	-88	-135	-150	-150	-150	EV/EBITDA	18.8	19.3	15.5	13.4	11.6
少数股东损益	21	-13	-	-	-	CAGR(%)	10.1%	13.4%	3.7%	10.1%	13.4%
营运资金的变动	-17	-33	-360	-220	-134	PEG	2.4	1.7	5.6	1.8	1.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>49</b>	<b>409</b>	<b>371</b>	<b>644</b>	<b>865</b>	ROIC/WACC	3.3	3.2	3.8	3.7	4.0
投资活动产生现金流量	694	342	174	120	120	REP	2.1	2.4	1.7	1.6	1.5
融资活动产生现金流量	-783	-516	-637	-673	-793						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。