

# 九阳股份 (002242.SZ)

## 预收账款大幅增加，收入有望持续改善

### ● 收入、利润改善，预收账款大幅增加

公司披露 2018 年年报，2018 年公司实现收入 81.7 亿元 (YoY+12.7%)，归母净利 7.5 亿元 (YoY+9.5%)，扣非归母净利 5.7 亿元 (YoY-6.0%)，毛利率 32.1% (YoY-0.9pct)，净利率 9.2% (YoY-0.3pct)。Q4 单季营业收入 27.3 亿元 (YoY+25.2%)，归母净利 1.9 亿元 (YoY+23.1%)，毛利率 31.6% (YoY-1.9pct)，净利率 6.8% (YoY-0.1pct)。年报与业绩快报基本一致。

2018 年收入加速增长，主要原因：1) 产品力提升，产品结构持续优化，料理机、营养煲和西式小家电收入快速增长；2) 积极拓展和升级线下渠道，带动品牌形象提升。2018 年收入增速快于利润，主要原因：1) 公司 2018 年通过央视国家品牌计划，新建、升级门店，因而销售费用率提升 1.8pct。2) 另外，公司本期实行了股权激励计划，本期管理费用之股权激励新增 2542 万元。3) 子公司尚科宁家 (中国) 亏损 3026 万元。扣非归母净利慢于归母净利增速，主要由于非流动资产处置，获得收益 2.0 亿元。

2018 年经营净现金流同比增长 736%，原因：1) 经销商打款积极：预收账款同比增长 196%；2) 应付票据、应收账款同比增长 4857%、34%。

### ● 料理机、营养煲和西式电器收入快速增长

分产品，2018 年以豆浆机为主的食品加工机业务收入 34.1 亿元 (YoY+8%)，考虑到豆浆机业务的拖累，料理机全年实现快速增长；营养煲收入 27.4 亿元 (YoY+19%)；电磁炉收入 6.6 亿元 (YoY+0.1%)，西式电器收入 10.8 亿元 (YoY+21%)；其他产品收入 2.0 亿元 (YoY+1%)。分地区，内销收入 78.8 亿元，同比增长 10.9%，外销收入 2.9 亿元，同比增长 102.2%，其中关联交易 1.9 亿元，九阳收购尚科宁家 (中国) 以后，外销业务快速增长。

### ● 产品力、渠道力持续提升，预计未来业绩将持续改善

短期来看：公司产品端、渠道端持续优化，2019 年收入利润有望持续改善，具体来看：1) 产品力：公司拥有较强的产品创新能力，且近年来产品结构持续优化，多品类战略卓有成效，2019 年 3 月 7 日发布的新款静音破壁机、电饭煲等，市场反响良好。2) 渠道力：经过线下经销商调整、门店升级，渠道力提升，2018 年新开设“九阳之家”、品牌旗舰店等数百家品牌店，逐步建立立体化渠道结构。长期来看，内销业务，公司作为小家电行业龙头，未来市场份额有望持续提升，同时公司激励良好，长期发展值得期待；外销业务，公司收购尚科宁家 (中国)，未来外销业务有望实现快速增长。

### ● 投资建议

盈利预测基本假设：我们预计小家电行业集中度持续提升，基于此，我们预测公司 2019-2021 年归母净利分别为 8.4、9.5、10.8 亿元，同比增长分别为 10.9%、14.1%、13.5%，最新收盘价对应 2019 年估值 21.2xPE，公司作为小家电创新龙头，渠道、产品调整效果明显，业绩逐步改善，参考可比公司的平均估值 2019 年 25xPE，给予公司合理价值 27.25 元人民币/股，维持“买入”评级。

● **风险提示**：新品推广低于预期；原材料价格上涨；行业竞争环境恶化；消费升级趋势放缓；均价提升速度放缓；公司宣传投入过大。

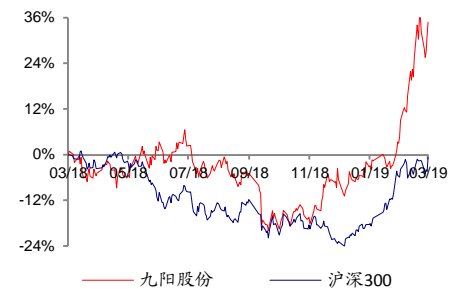
### 盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,248	8,169	9,564	11,298	12,798
增长率 (%)	-0.9	12.7	17.1	18.1	13.3
EBITDA (百万元)	761	668	845	971	1,094
净利润 (百万元)	689	754	837	954	1,083
增长率 (%)	-1.3	9.5	10.9	14.1	13.5
EPS (元/股)	0.90	0.98	1.09	1.24	1.41
市盈率 (P/E)	18.91	16.29	21.16	18.56	16.35
市净率 (P/B)	3.64	3.22	4.49	4.32	4.19
EV/EBITDA	16.23	16.76	19.87	17.44	15.57

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	23.07 元
合理价值	27.25 元
前次评级	买入
报告日期	2019-03-31

### 相对市场表现



### 分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

### 分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001

021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

九阳股份 (002242.SZ) :Q4 2019-02-26

收入超预期，进入加速增长期

联系人：黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

表 1: 九阳股份可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)		市盈率 (X)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
002032.SZ	苏泊尔	75.03	2.45	2.88	30.6	26.1
603868.SH	飞科电器	44.14	2.25	2.62	19.6	16.8
002705.SZ	新宝股份	13.00	0.73	0.83	17.8	15.7
603355.SH	莱克电气	26.35	1.35	1.52	19.5	17.3
603486.SH	科沃斯	60.92	1.47	1.77	41.4	34.4
	行业平均				25.8	22.1
002242.SZ	九阳股份	23.07	1.09	1.24	21.2	18.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2019-03-29 收盘价

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,591	4,819	4,562	5,108	5,607
货币资金	673	1,091	925	774	670
应收及预付	1,854	2,622	2,528	3,049	3,489
存货	516	747	656	775	883
其他流动资产	548	358	453	510	566
<b>非流动资产</b>	1,759	1,841	1,870	1,925	1,976
长期股权投资	264	257	302	347	392
固定资产	631	702	714	728	738
在建工程	1	10	9	9	9
无形资产	153	126	117	108	98
其他长期资产	711	747	728	733	738
<b>资产总计</b>	5,351	6,660	6,432	7,033	7,583
<b>流动负债</b>	1,762	2,828	2,465	2,911	3,338
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,210	2,303	1,878	2,188	2,476
其他流动负债	553	525	587	724	862
<b>非流动负债</b>	6	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	1,769	2,830	2,468	2,914	3,341
股本	768	768	768	768	768
资本公积	896	843	843	843	843
留存收益	1,979	2,206	2,342	2,497	2,620
归属母公司股东权益	3,575	3,810	3,945	4,099	4,222
少数股东权益	8	20	20	20	20
<b>负债和股东权益</b>	5,351	6,660	6,432	7,033	7,583

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	7,248	8,169	9,564	11,298	12,798
营业成本	4,855	5,544	6,471	7,648	8,708
营业税金及附加	61	49	67	79	90
销售费用	1,093	1,377	1,645	1,966	2,188
管理费用	287	310	287	339	384
研发费用	266.58	297.67	306.04	355.90	396.73
财务费用	-0.49	-10.79	-10.08	-8.50	-7.22
资产减值损失	12.50	9.89	17.45	5.77	5.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	87.71	135.43	180.00	190.00	220.00
<b>营业利润</b>	809.12	878.34	967.20	1103.13	1252.12
营业外收支	8.53	-7.30	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	818	871	967	1,103	1,252
所得税	108	129	131	149	169
<b>净利润</b>	710	742	837	954	1,083
少数股东损益	21	-13	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	689	754	837	954	1,083
EBITDA	761.02	668.12	844.58	970.66	1094.40
EPS (元)	0.90	0.98	1.09	1.24	1.41

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	49	409	454	569	745
净利润	710	742	837	954	1,083
折旧摊销	76	77	57	60	64
营运资金变动	-656	-157	-289	-256	-182
其它	-81	-253	-151	-189	-219
<b>投资活动现金流</b>	694	342	83	80	110
资本支出	-34	72	-52	-65	-65
投资变动	-123	51	-45	-45	-45
其他	851	219	180	190	220
<b>筹资活动现金流</b>	-783	-516	-702	-800	-960
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	1	37	0	0	0
其他	-783	-553	-702	-800	-960
<b>现金净增加额</b>	-40	234	-165	-151	-105
<b>期初现金余额</b>	720	672	1,091	925	774
<b>期末现金余额</b>	672	908	925	774	670

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-0.9%	12.7%	17.1%	18.1%	13.3%
营业利润增长	0.8%	8.6%	10.1%	14.1%	13.5%
归母净利润增长	-1.3%	9.5%	10.9%	14.1%	13.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.0%	32.1%	32.3%	32.3%	32.0%
净利率	9.8%	9.1%	8.7%	8.4%	8.5%
ROE	19.3%	19.8%	21.2%	23.3%	25.7%
ROIC	23.8%	22.0%	26.3%	27.2%	28.6%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	33.1%	42.5%	38.4%	41.4%	44.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.04	1.70	1.85	1.75	1.68
速动比率	1.74	1.42	1.58	1.48	1.41
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.32	1.36	1.46	1.68	1.75
应收账款周转率	4.29	3.70	3.80	3.72	3.69
存货周转率	10.50	8.77	9.86	9.86	9.86
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.90	0.98	1.09	1.24	1.41
每股经营现金流	0.06	0.53	0.59	0.74	0.97
每股净资产	4.66	4.96	5.14	5.34	5.50
<b>估值比率</b>					
P/E	18.91	16.29	21.16	18.56	16.35
P/B	3.64	3.22	4.49	4.32	4.19
EV/EBITDA	16.23	16.76	19.87	17.44	15.57

## 广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王朝宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦31楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。