

强烈推荐-A (维持)

九阳股份 002242.SZ

目标估值: 25-28 元

当前股价: 23.07 元

2019 年 03 月 31 日

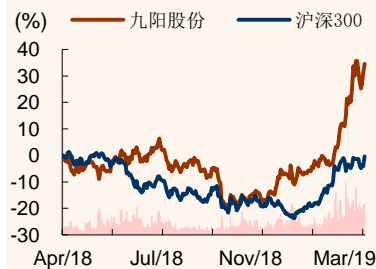
2018 年报点评: 经营改善明显, 期待更进一步

基础数据

上证综指	3091
总股本(万股)	76751
已上市流通股(万股)	76196
总市值(亿元)	177
流通市值(亿元)	176
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	19.8
资产负债率	42.5%
主要股东	上海力鸿企业管理有
主要股东持股比例	50.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	43	39
相对表现	25	30	40



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《九阳股份(002242)——价值低估,“创新”溢价》2019-03-11
- 2、《九阳股份(002242)——关注价值,期待成长》2018-12-20
- 3、《九阳股份(002242)——经营持续回暖,关注长期价值》2018-12-19

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

吴昊

0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

研究助理

隋思誉

0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn

- **事件描述: 九阳股份披露 2018 年财报。**公司 2018 年实现营收 81.7 亿, YoY+12.7%; 实现归母净利 7.5 亿元, YoY+9.5%; 实现扣非归母净利 5.7 亿, YoY-6%。其中 2018Q4 实现营收 27.3 亿, YoY+25.2%; 实现归母净利 1.9 亿元, YoY+23.1%; 实现扣非归母净利 1 亿, YoY-16.8%。2018 年公司现金分红比例为 81.4%, 考虑回购后的现金分红比例为 84.1%。
- **业绩解析。1) 业绩增速低于营收增速: 销售费率贡献主因。**公司 2018 年在广告及渠道方面费用投入加大, 2018 年公司销售费用 13.8 亿元, YoY+26%, 销售费用率 16.9%, YoY+1.8pct; 管理费用、财务费用等有所下降, 但不足以覆盖销售费用的提升。公司在世界杯年度加大营销力度, 加入国家品牌计划, 并加大渠道投入, 致使渠道、售后及广告费 YoY+39%。2) **扣非后业绩同比下降: 政府收储、处置子公司等大幅增加当期非经常性损益。**业绩期内, 公司非流动资产处置获利近 2 亿元, 较 2017 年大幅增加。3) **Q4 收入增速较高: 双 11 电商备货节奏延后收入确认时点。**往年双 11 备货收入集中确认在 Q3, 2018 年则在 Q4; H2 营收合计 YoY+13.8%, 整体符合预期。
- **品类解析。1) 业务结构: 食品加工机/营养煲/西式小家电/电磁炉营收占比 41.7%/33.5%/13.2%/8.1%, 食品加工机/电磁炉占比略有下降, 营养煲/电磁炉占比略有上升。营养煲/西式小家电收入 YoY+18.7%/+21%, 显著拉动收入端整体增长。2) 盈利能力: 食品加工机/营养煲/西式小家电/电磁炉毛利率 39%/26.1%/32.4%/26.4%, YoY-1.6/-0.4/+2.3/+1.2pct, 整体毛利率 32.1%, YoY-0.9pct。近年食品加工机毛利率持续走低, 系加工机内部产品结构变化所致: 传统豆浆机毛利率较高, 但占比持续下降, 破壁机占比持续提升。**
- **2019 趋势展望。公司在 16-17 年经历了渠道调整阵痛后, 18 年收入端终于重回两位数增长通道。据奥维云网, 2019.1-2 九阳线上/线下销额: 豆浆机 YoY +30.3%/-19%; 料理机+47.8%/+3.5%; 电饭煲+76.6%/-0.4%。**整体评估, 预计 2019Q1 公司仍有望延续 2018 年良好的营收增长趋势; 业绩端, 2019 年无世界杯因素搅动, 预计销售费用率将有所下降, 盈利能力进一步改善可期。预计 19-21 年实现 EPS1.11/1.26/1.40 元, 对应 19-21 年 PE 20.7/18.4/16.5 倍。维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 宏观经济下行超预期, 公司新品销售不及预期**

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7248	8169	9129	10205	11420
同比增长	-1%	13%	12%	12%	12%
营业利润(百万元)	808	878	1013	1145	1278
同比增长	7%	9%	15%	13%	12%
净利润(百万元)	689	754	854	964	1075
同比增长	-1%	9%	13%	13%	12%
每股收益(元)	0.90	0.98	1.11	1.26	1.40
PE	25.7	23.5	20.7	18.4	16.5
PB	5.0	4.6	4.3	4.0	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3591	4819	5169	5671	6234
现金	673	1091	1588	1668	1755
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1718	2402	1961	2192	2453
应收款项	129	170	327	366	409
其它应收款	27	25	58	65	73
存货	516	747	809	904	1011
其他	528	383	426	476	533
非流动资产	1759	1841	1890	1935	1977
长期股权投资	264	257	257	257	257
固定资产	631	702	767	827	881
无形资产	153	126	113	102	92
其他	712	757	753	750	747
资产总计	5351	6660	7059	7606	8210
流动负债	1762	2828	2924	3206	3524
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1020	1365	1374	1535	1718
预收账款	182	539	590	659	737
其他	561	923	960	1012	1070
长期负债	6	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	3	3	3	3
负债合计	1769	2830	2927	3209	3527
股本	768	768	768	768	768
资本公积金	828	837	837	837	837
留存收益	1979	2206	2523	2804	3108
少数股东权益	8	20	5	(11)	(29)
归属于母公司所有者权益	3575	3810	4127	4408	4712
负债及权益合计	5351	6660	7059	7606	8210

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	49	409	1098	824	918
净利润	689	754	854	964	1075
折旧摊销	76	77	83	87	91
财务费用	6	0	(11)	(13)	(14)
投资收益	(88)	(135)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(644)	(252)	225	(145)	(164)
其它	10	(35)	6	(9)	(10)
投资活动现金流	694	342	(133)	(133)	(133)
资本支出	(35)	(112)	(133)	(133)	(133)
其他投资	729	454	0	0	0
筹资活动现金流	(783)	(516)	(467)	(610)	(698)
借款变动	(233)	(208)	0	0	0
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	(98)	9	0	0	0
股利分配	(537)	(461)	(537)	(683)	(772)
其他	85	143	71	73	74
现金净增加额	(40)	234	498	80	86

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7248	8169	9129	10205	11420
营业成本	4855	5544	6064	6776	7580
营业税金及附加	61	49	54	61	68
营业费用	1093	1377	1378	1541	1724
管理费用	553	608	679	745	834
财务费用	(0)	(11)	(11)	0	(14)
资产减值损失	13	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	88	135	60	60	60
营业利润	808	878	1013	1145	1278
营业外收入	19	4	4	4	4
营业外支出	9	11	11	11	11
利润总额	818	871	1006	1138	1270
所得税	108	129	166	190	213
净利润	710	742	840	948	1057
少数股东损益	21	(13)	(14)	(16)	(18)
归属于母公司净利润	689	754	854	964	1075
EPS (元)	0.90	0.98	1.11	1.26	1.40

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-1%	13%	12%	12%	12%
营业利润	7%	9%	15%	13%	12%
净利润	-1%	9%	13%	13%	12%
获利能力					
毛利率	33.0%	32.1%	33.6%	33.6%	33.6%
净利率	9.5%	9.2%	9.4%	9.5%	9.4%
ROE	19.3%	19.8%	20.7%	21.9%	22.8%
ROIC	19.2%	18.7%	20.0%	21.2%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	33.1%	42.5%	41.5%	42.2%	43.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
存货周转率	10.5	8.8	7.8	7.9	7.9
应收帐款周转率	67.8	54.7	36.7	29.5	29.5
应付帐款周转率	4.4	4.6	4.4	4.7	4.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.90	0.98	1.11	1.26	1.40
每股经营现金	0.06	0.53	1.43	1.07	1.20
每股净资产	4.66	4.96	5.38	5.74	6.14
每股股利	0.60	0.70	0.89	1.01	1.12
估值比率					
PE	25.7	23.5	20.7	18.4	16.5
PB	5.0	4.6	4.3	4.0	3.8
EV/EBITDA	20.1	18.8	16.1	14.4	12.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

纪敏 复旦大学，计算机专业学士和硕士。2012-至今，任招商证券家电行业首席分析师。

吴昊 新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学和经济学双学士。2015-至今，任招商证券家电行业资深分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士，香港中文大学经济学硕士，北京大学文学和经济学双学士。2017年入职。

团队荣誉：

金牛奖：2018 最具价值金牛分析师 & 2018 最佳行业金牛分析师

新财富：2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名

金牛奖：2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名

水晶球：2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2018-第 3 名 2017-第 2 名 2016-第 3 名 2014-第 3 名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。