

公司年报点评

小家电

豆浆机、电磁炉等

九阳股份（002242）
推荐

（维持评级）

2009年3月25日

家用电器行业首席分析师：王念春

电话：0755-82130407

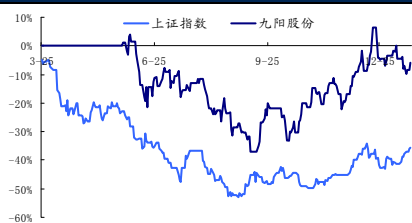
0755-82130833-1854

Email: wangnc@guosen.com.cn

年报业绩点评

产品力拉动下的盈利持续提升

近1年收益率比较



资料来源：国信证券经济研究所

市场与公司重要数据（3月24日）

上海综合指数	2338
52周换手率(%)	560
52周价格波动(元)	28.0—51.5
总股本(百万股)	267
流通股(百万股)	67
息率(%)	2

资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

新股定价报告《持续创新激发未来成长》
 ——2008年5月
 中报点评《创新与品牌的魅力结合》
 ——2008年8月
 点评《业绩超越得到进一步印证》
 ——2008年10月
 点评《费用投入上升，意在为持续增长做铺垫》
 ——2009年2月

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

● 产品推动、销售促进、品牌拉动结合下的盈利能力提升

2008年公司获得收入和归属母公司股东净利润分别为43亿元和5.38亿元，分别同比增长122%和72%。经营活动净现金流同比增长125%。每股收益2.02元，利润分配预案每10股转赠9股并派8元。业绩的高增长来源于以下三个方面的合力：

产品推动：豆浆机类产品收入30亿元，其中的家用豆浆机产品收入同比增长超过150%，收入占比近60%，比07年提升近10个百分点。另外其他品类产品收入增长也远超同行，电磁炉收入增长66%，营养煲（电压力煲、开水煲、紫砂煲）收入同比增长112%。豆浆机毛利率更是同比提升1.42个百分点。

销售促进：销售终端由上市之前的8000个增长到当前近2万个，豆浆生活馆1000多个。

品牌拉动：豆浆机市占率达到86%。其他品类产品收入增长得益于品牌拉动。

● 募集资金投入展开不多，后期扩展潜力较大

公司上市后获得募集资金14.6亿元，08年投入1.7个亿，其中商用豆浆机仅投入了30万元。我们认为一方面由于公司已有产品产生的拉动需求能力超出预期，另一方面牛奶意外事件的发生也使得公司将精力全部投入家用豆浆机等健康家电产品的产品开发和销售。我们认为公司当前资金充裕，后期新产品扩展潜力较大。

● 2009年产品毛利率预期下降幅度较小

我们认为从产品的生命周期来说，在市场需求快速增长的情况下，会有一个利润率较高的过程，空调、彩电等产品都出现过行业内所有公司利润率超过10%的阶段。之后随着市场饱和度的增加，需要企业通过更多的产品、销售等的商业模式创新来获取自己的蓝海利润。从豆浆机当前的发展阶段来看，09年还是一个需求非常不错的年份，参与的企业没有必要过快使用降价这一方式，更何况公司对此已经不断在考虑应对之策。另外公司在其他品牌产品上的成长也一再超出我们的预期。

● 维持“推荐”评级

基于公司较好的差异化产品、品牌和销售网络，我们预期公司09、2010年每股收益分别为2.80元、3.40元。维持对公司的“推荐”评级。

● 风险提示：

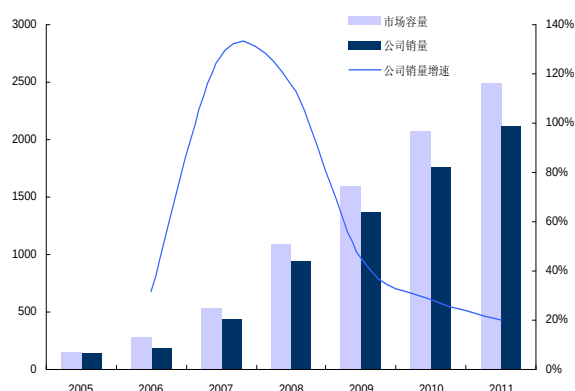
公司近年来的飞速成长带来管理难度的上升，可能导致费用等成本上升程度超出预期。

豆浆机成就了公司当前的飞速成长、其他厨房家电也已积累了相当的成长能量

2005 年，公司的销售收入为 7.7 亿元，短短 4 年时间，达到如今的 43 亿元。这在家电行业中并不多见。我们可以说豆浆机成就了公司的起步和飞速成长，打下坚实的成长基础。那么公司之后很快意识到依靠单一产品不能支撑将来的成长持续，当前公司在其他厨房家电的产品积累也有了相当的成长能量（图 1-4）。

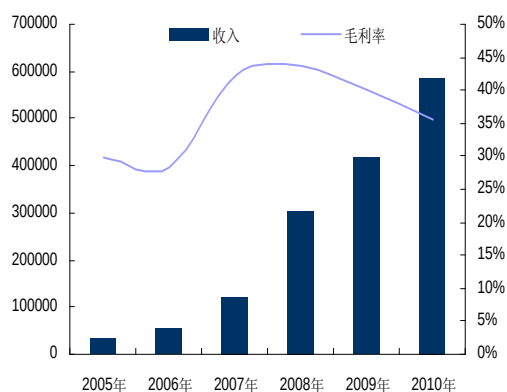
注：豆浆类产品包括家用、商用豆浆机，以及料理机、榨汁机。营养煲产品包括电压力煲、开水煲、紫砂煲。

图 1：家用豆浆机市场容量和公司市场份额（万台、%）



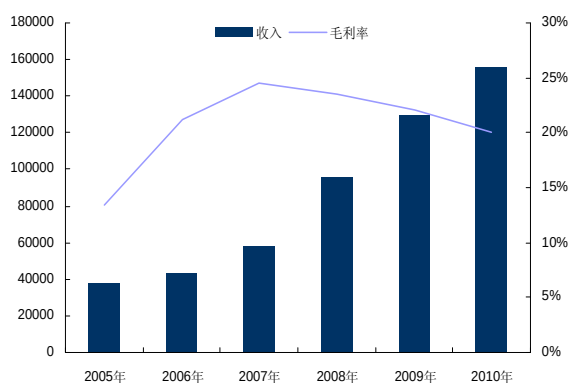
资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

图 2：公司豆浆类产品收入和毛利率趋势（万元、%）



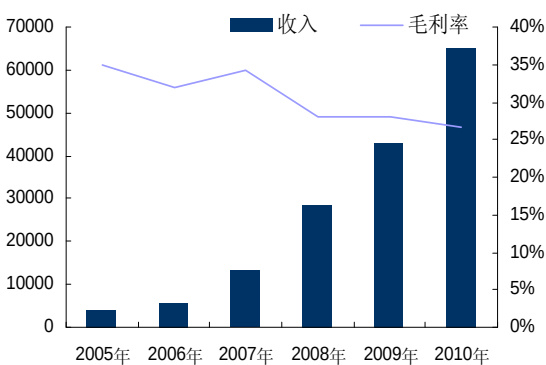
资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

图 3：电磁炉收入和毛利率（万元、%）



资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

图 4：营养煲收入和毛利率（万元、%）



资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

公司在 4 季度销售和管理费用快速上升，是造成四季度业绩增速大幅下滑的主要原因，完全是公司出于对未来研发、市场推广、广告支出可能会增加的一种保守考虑。从公司所得税递延资产大幅上升也可以得到印证。

从公司的发展历程来看，公司的快速成长带来管理难度的上升、效率可能下降等问题。

表1: 公司2008年分季度收入、营业利润增速 (万元、%)

	1Q	2Q	3Q	4Q
收入增速	114%	144%	126%	113%
三项费用增速	155%	142%	205%	289%
营业利润增速	83%	162%	137%	17%
利润总额增速	78%	164%	127%	14%
净利润增速	68%	148%	128%	9%
净利润率	19%	20%	20%	12%

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

盈利预测

表2: 公司盈利预测表 (万元)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
一、营业总收入	194,280	432,075	582,639	793,845
二、营业总成本	153,720	358,923	477,963	667,152
营业成本	123,554	267,422	375,939	539,654
营业税金及附加	103	263	354	483
销售费用	18,967	69,585	69,916	87,323
管理费用	10,743	24,052	32,627	39,692
财务费用	-264	-2381	-520	0
三、营业利润	40,559	73,447	104,675	126,743
四、利润总额	41,507	73,358	104,675	126,743
减: 所得税	5,239	9,376	15,701	18,757
五、净利润	36,268	63,982	88,974	107,985
减: 少数股东损益	3,378	10,177	14,152	17,176
归属于母公司所有者的净利润	31279	53,805	74,822	90,809
六、每股收益: (元)	1.17	2.02	2.80	3.40

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。