

湘财证券研究所

家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8306

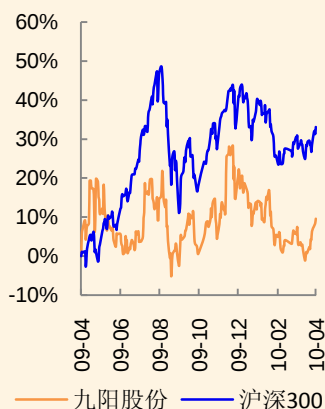
E-Mail: lfy2840@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

公司股价最近一年走势:



相关研究:

湘财证券_公司调研深度报告_九阳股份 (002242): 水涨, 船自高;

湘财证券_公司调研快报_九阳股份 (002242): 龙头地位不变, 后劲充足;

事件: 近日我们到九阳股份 (002242) 进行了实地调研, 与公司董事长王旭宁先生、董事朱泽春先生、董秘姜广武先生、财务总监杨宁宁女士等高管就公司近期销售情况、未来发展规划、经营战略等进行了充分交流。

研究要点:

增长放缓 2009 年公司营业收入同比增长 7.24%, 基本每股收益 1.20 元, 同比增长仅 1.69%。公司 2009 年业绩增长较 2008 年有较大幅度的放缓。我们认为原因有二: 一是“奶粉事件”导致豆浆行业在 2008 年整体销量猛增, 2009 年对于豆浆机行业相当于高速增长之后的调整期; 二是豆浆机行业竞争日趋激烈, 公司份额出现一定程度的下降; 因此导致公司 2009 年销售收入增长缓慢。

竞争激烈, 但行业第一尚难颠覆 目前豆浆机市场竞争日趋激烈, 公司市场份额出现下降趋势。面对激烈竞争, 公司将通过不断推出创新产品和技术升级产品, 以提高公司产品竞争力, 2009 年公司推出的温暖系列取得了较好的销售业绩, 今年即将面世的营养王系列在功能、工艺和清洗方面都实现了较大的突破。随着行业发展, 我们不排除豆浆机行业可能会出现类似空调行业的双寡头垄断的格局。但九阳目前依然具备一定的先发优势及品牌效应, 我们认为短期内九阳行业第一的地位尚难动摇。

多元化战略将是以后发展方向 由于最近几年公司的主要精力基本都集中在豆浆机, 公司今年也会将更多的资源和精力投入到其他小家电产品的开发; 也希望通过探索并购式发展, 对现有小家电产品起到补充作用。单一产品专注发展到一定程度将会走向多元化战略, 这也是家电企业做大做强的必然模式。多元化的经营可使公司避免依赖单一产品的风险, 更加稳定持续增长。

小家电下乡带来新机遇 目前有 6 类新增产品将纳入家电下乡补贴, 其中吉林、黑龙江、广东、海南、重庆、四川等 6 省选择电饭煲、广西、西藏和青海 3 省选择电压力锅作为新增产品纳入家电下乡补贴范围。随着农村消费能力的提高及消费观念的变化, 电饭煲和电压力锅在农村家庭中也更加常见。我们认为随着电饭煲和电压力锅纳入家电下乡补贴, 农村市场将逐渐被打开, 这两类小家电产品今年的销售将有一轮爆发式增长。公司电饭煲和电压力锅的销售也将会有较大程度的受益。

盈利预测与投资建议 行业竞争的加剧使公司增长速度可能有所放缓, 因此我们下调了盈利预测, 预计公司 10、11 年 EPS 分别至 1.36 元和 1.52 元, 对应昨日收盘价 27.60 元, PE 分别为 20.3 倍和 18.2 倍, 估值相对其他大白电和小家电已略有偏低, 我们对公司稳固豆浆机行业第一、探索并购以发展多元化战略依然有信心, 维持公司“买入”评级, 6-12 个月目标价 34 元。

风险提示 豆浆机市场份额剧烈波动的风险;

业绩增长放缓

2009 年公司实现营业收入 46.36 亿元，同比增长 7.24%；实现归属于母公司净利润 6.10 亿元，同比增长 13.32%；基本每股收益 1.20 元，同比增长仅 1.69%。公司 2009 年业绩增长较 2008 年有较大程度的放缓。我们认为公司今年业绩增长放缓主要有以下两点原因：一是“奶粉事件”导致豆浆行业在 2008 年整体销量猛增，公司 2008 年的销售收入增速也是创下最近几年的新高，2009 年对于豆浆机行业相当于高速增长之后的调整期；二是豆浆机行业竞争日趋激烈，公司份额出现一定程度的下降；因此导致公司 2009 年销售收入增长缓慢。

分产品来看，豆浆机、料理机等食品加工系列产品收入增长 19.10%；营养煲系列产品是 2009 年的增长亮点，增速达 64.2%；相比之下，电磁炉业务由于行业不景气拖累了公司整体收入的增长，公司电磁炉业务收入同比下降 48.58%。考虑到消费升级，我们认为营养煲今年将会保持快速增长，预计今年营养煲有望成为公司新的利润增长点，豆浆机的稳定增长和电磁炉的恢复性增长也将为公司增长的推动力。

图 1 公司营业收入增长情况

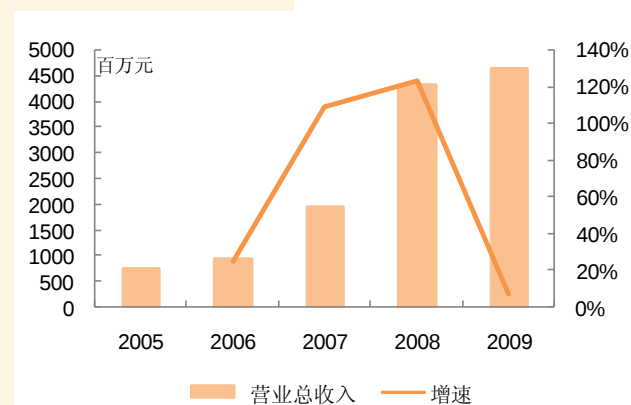
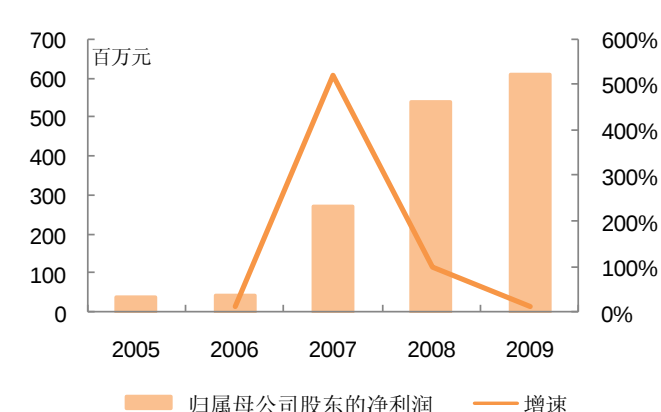


图 2 公司净利润增长情况



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

竞争激烈，但行业第一尚难颠覆

目前公司面临的竞争主要来自三股势力，一是以美的、格力为代表的大家电企业纷纷转战毛利率较高的小家电领域；二是国外小家电进军中国市场；三是国内市场有相当一部分新入中小品牌。其中美的豆浆机在 2009 年增长之快速超过市场预期，2008 年底的时候，美的在豆浆机市场占据的份额尚微不足道，而经过 2009 年的积极拓展，美的豆浆机份额上升至 18.82%；而九阳的份额则由 2008 年的 87% 降至 73.52%，加上其旗下高端品牌欧南多 2.14% 的份额，共达 75.66%。根据中怡康的统计数据，2010 年 1 月，份额变化更加明显，九阳的市场份额下降至 67.85%，加上欧南多共计 70.09%；而美的豆浆机的份额已达 23.84%。

面对豆浆机市场激烈的竞争，公司将通过不断推出创新产品和技术升级产品，以提

高公司产品竞争力，2009 年公司推出的温暖系列取得了较好的销售业绩，今年即将面世的营养王系列在功能、工艺和清洗方面都实现了较大的突破。我们认为豆浆机市场的激烈竞争是行业趋于成熟的过程，随着行业发展，我们不排除豆浆机行业可能会出现类似空调行业的双寡头垄断的格局。但九阳目前依然具备一定的先发优势及品牌效应，我们认为短期内九阳行业第一的地位尚难动摇。

图 3 2009 年豆浆机市场结构

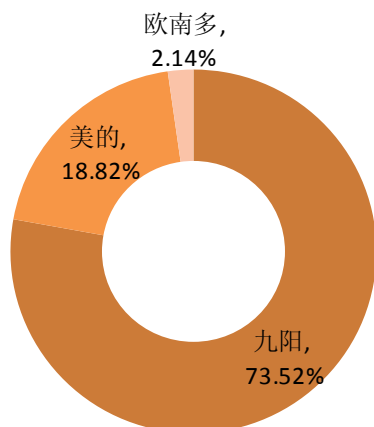
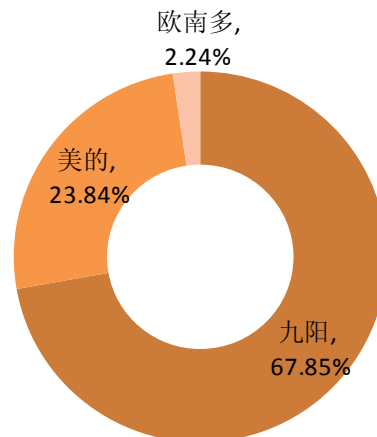


图 4 2010 年 1 月豆浆机市场结构



数据来源：中怡康，湘财证券研究所

多元化战略将是以后发展方向

公司继续坚持“健康饮食理念+健康工艺设计+健康产品材质”的策略，专注于健康饮食小家电；在通过加大研发、创新，捍卫豆浆机龙头地位的同时，公司将积极探索并购式的发展思路，以豆浆机为核心，逐步实现小家电的多元化经营。由于最近几年公司的主要精力基本都集中在豆浆机，公司今年也会将更多的资源和精力投入到其他小家电产品的开发；也希望通过探索并购式发展，对现有小家电产品起到补充作用。单一产品专注发展到一定程度将会走向多元化战略，这也是家电企业做大做强的必然模式。多元化的经营可使公司避免依赖单一产品的风险，更加稳定持续增长。

小家电下乡带来新机遇

根据财政部和商务部的最新政策，在原有 9 类家电下乡补贴产品的基础上，允许各省自主选择一个新增品种纳入家电下乡补贴范围。目前有 6 类新增产品将纳入下乡补贴，其中吉林、黑龙江、广东、海南、重庆、四川等 6 省选择电饭煲、广西、西藏和青海 3 省选择电压力锅作为新增产品纳入家电下乡补贴范围。这 9 个省市在家电下乡中销量比重为 23.81%。随着农村消费能力的提高及消费观念的变化，电饭煲和电压力锅在农村家庭中也更加常见。我们认为随着电饭煲和电压力锅纳入家电下乡补贴，农村市场将逐渐被打开，这两类小家电产品今年的销售将有一轮爆发式

增长。公司电饭煲和电压力锅的销售也将会有较大程度的受益。

表 1 家电下乡新增品种

新增品种	实施省市数量 (个)	实施省市名称	最高补贴限额 (元)
电动自行车	10	河北、山西、江苏、安徽、江西、山东、河南、湖北、云南、陕西	260
电饭煲	6	吉林、黑龙江、广东、海南、重庆、四川	65
燃气灶	5	上海、福建、湖南、宁夏、新疆	195
抽油烟机	5	北京、天津、内蒙古、浙江、甘肃	338
电压力锅	3	广西、西藏、青海	78
DVD 影碟机	2	辽宁、贵州	65

资料来源：家电下乡信息管理系统，湘财证券研究所

盈利预测与投资建议

行业竞争的加剧使公司增长速度可能有所放缓，因此我们下调了盈利预测，预计公司 10、11 年 EPS 分别至 1.36 元和 1.52 元，对应昨日收盘价 27.60 元，PE 分别为 20.3 倍和 18.2 倍，估值相对其他大白电和小家电已略有偏低，我们对公司稳固豆浆机行业第一、探索并购以发展多元化战略依然有信心，维持公司“买入”评级，6-12 个月目标价 34 元。

风险提示

豆浆机市场份额剧烈波动的风险；

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。