

分析师： 陈志坚 (8621) 68751711 xuchun1987@gmail.com

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 xuchun1987@gmail.com

“品牌+技术”，打造豆浆机行业王者

事件描述

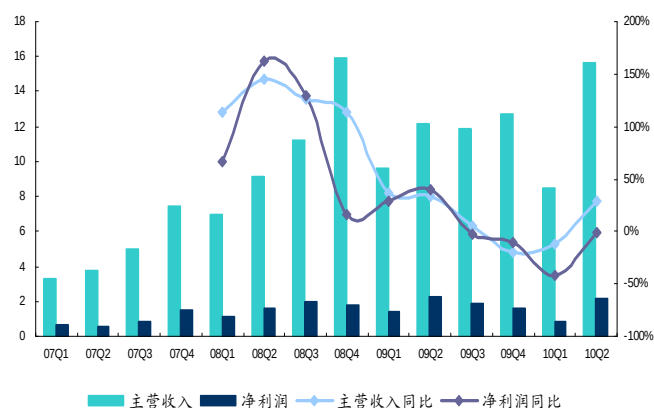
近日我们实地调研了九阳股份有限公司，与公司管理层就公司目前的生产经营状况以及未来的发展战略等相关情况进行了深入的交流。

事件评论

第一，公司经营状况持续良好，新品推动效应明显

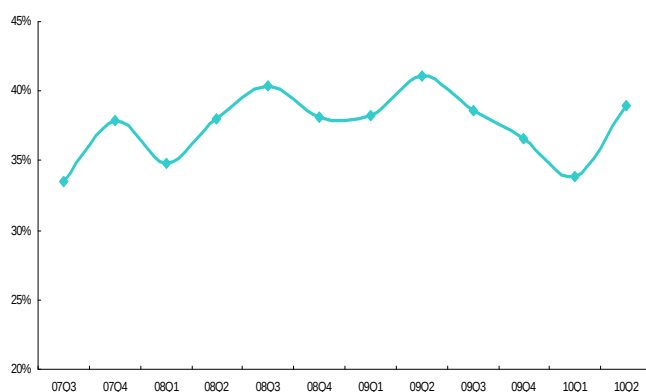
作为国内豆浆机行业第一王者，公司目前生产经营状况良好，随着二季度“营养王”系列产品的推出，公司豆浆机市场占有率及业绩均有所回升。目前新品“营养王”系列豆浆机在公司主营收入中占比已经超过 20%，尚处于供不应求状态，且产品单价及毛利率均较高。公司的新品拉动效应极其明显，我们预计依靠每年三四月份新款豆浆机的推出，公司豆浆机市占率不会出现明显下滑，公司在豆浆机销售上确保销售终端稳定存在至少三个系列的豆浆机类产品以应对不同的客户群。8 月份公司又推出新品电饭煲，目前市场反响较好，预计会成为公司新的盈利增长点。公司产品订单持续稳定，且基本采取现款现货的销售模式，对于部分老客户仅允许少量赊欠。

图 1：受益新品拉动效应，二季度业绩增长明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：毛利率在新品拉动效应下也明显回升



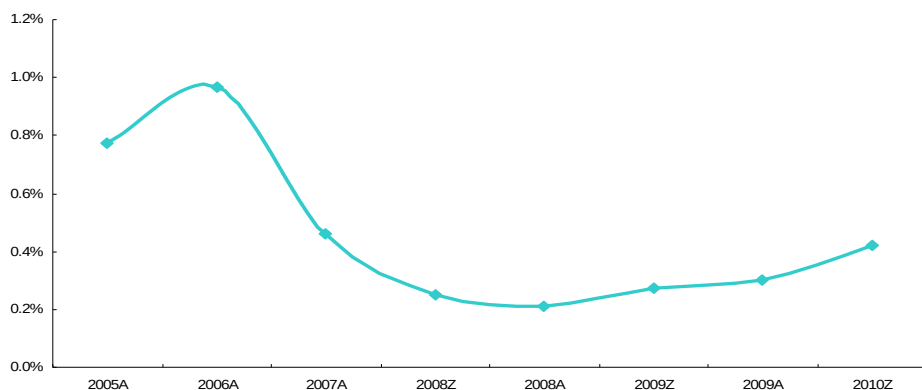
资料来源：Wind，长江证券研究部

从毛利率方面看，目前公司产品毛利率基本能够维持，一方面，公司实时关注大宗商品原材料价格的变动趋势，通过阳光招标，与供应商签订合同，并设定一个价格变动区间，以控制采购成本。同时，考虑到公司新品推出速度较快，原材料价格的上涨也能在新品中逐步消化。另一方面，公司作为豆浆机行业龙头，品牌优势以及较为高端的产品定位也使得公司相对于其他竞争者具有明显的定价优势。

第二、上半年公司出口拓展加速，阻力与动力并存

目前公司出口占比仍较低，且主要为豆浆机类产品，公司年初已经成立出口业务部来推动公司出口业务，上半年出口业务同比大幅提升，但由于公司出口基数较低，目前其出口业务在主营中占比仍在 0.5% 左右，主要出口地在东南亚、北美等华人较为集中的地方。公司目前没有自己的出口渠道，主要依靠代理商代理出口。出口模式仍以 OBM 模式进行，近期无 ODM 及 OEM 模式出口计划。

图 3：公司出口业务在主营中占比持续低位，近期小幅提升



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司对于出口市场非常看好，但是由于两个方面出口障碍的存在，使得公司出口业务进展较为艰难：一是海外尤其是欧美地区饮食习惯与我们相左，其主要摄食动物性蛋白而非植物性蛋白，因此公司出口客户群较窄，主要还是集中在海外华人聚集区。二是各个国家对豆浆机的技术标准不同，公司必须通过相关的技术认证才可进入其市场销售。目前公司市场认证正在稳步推进，预计未来 2 年应该可以基本认证完成。

第三、募投项目进展低于预期，轻资产流水线生产模式使其对业绩影响不大

由于募投项目土地一直未予落实以及部分项目决算及后期配套设施未予完善等原因，公司部分募投项目进展速度低于预期，其中 800 万台豆浆机项目及 25 万台商用豆浆机项目目前均处于土建阶段。我们参观了公司的多条生产线后认为公司募投项目滞后对其经营业绩影响不大，公司作为小家电生产企业，其生产线结构较为简单，且所有零配件均来自外购，公司仅负责流水线组装，因此公司生产线建设周期很短，且生产弹性较大，公司可随时依据市场及订单需求情况调整产品结构及产量。同理，在公司募投项目产能完全释放后其对公司业绩的促进作用也较为有限。

表 1：公司募投项目进展一览

项目名称	项目总投资 (万元)	投产状况	备注
年产 800 万台豆浆机项目	29200	未投产	处于土建状态，预计 11 年 3 月投产
年产 5 万吨豆料项目	12000	试运行阶段	预计今年 12 月整体达产
厨房小家电生产建设项目	35014	试运行阶段	预计今年 12 月整体达产
年产 25 万台商用豆浆机项目	22137	未投产	处于土建阶段，预计 2011 年 12 月投产
研发中心建设项目	4823	10 年预计投资 40%	预计 2011 年 12 月完成全部投资
营销网络建设项目	20000	处于投资阶段	预计今年 11 月完成全部投资

资料来源：长江证券研究部整理

第四、营销渠道持续拓展，走多模式营销之路

公司具有领先同行的营销体系和配套服务体系，“扁平化、统一化、标准化”是公司营销渠道的最大特点，截止 10 年年初公司统计，公司约拥有 450-500 个一级经销商，拥有 23000 个零售终端。公司销售终端主要由两种业态类型构成，

其一为依托大型超市、百货类商场和电器卖场而设的以“店中店”形式存在的销售终端，主要功能为产品销售和品牌推广；其二为集销售、品牌推广和售后服务等多种功能于一体的各类“专卖店”形式的“5S生活馆”，目前“生活馆”总计约 600 家左右，随着募投项目的推进，预计最终将达到 1300 家。公司目前售后服务主要依靠“生活馆”进行，公司产品返修率很低，市场满意度较高。

图 4：公司产品在京东网上销售火爆，市场反响较好



资料来源：京东网上商城，长江证券研究部

第五、品牌+技术，打造豆浆机行业王者

公司一直重视品牌的建设维护，在品牌投入上的力度逐步加大，09 年“九阳”商标被国家工商管理总局认定为中国驰名商标，目前在公众心目中已经形成了“豆浆机”=“九阳”的品牌形象，除“九阳”品牌外，公司还拥有副品牌“欧南多”，其市场定位于时尚高端一族，目前“欧南多”品牌市占率较低，约在 1.5% 左右。

图 5：公司“欧南多”品牌定位较九阳更为时尚



资料来源：京东网上商城，长江证券研究部

在技术储备上，公司一直处于行业领先地位，目前公司有研发人员 700 多人，占总员工的 15% 以上，历年研发投入均占主营 2% 左右。公司目前的技术储备可以保持每年都有一到两个豆浆机新品推出，且公司高端技术均取得专利保护，使得其他进入者很难进入高端豆浆机市场。去年公司测试中心顺利获得“中国合格评定国家认可委员会 CNAS 证书”，且由九阳主导的豆浆机行业标准已经于今年 7 月正式出台。

第六、新进豆料业务，挺进豆浆机上游

目前公司新进豆料业务也在持续推进，募投项目中的 5 万吨豆料项目已于去年 9 月达到预定可使用状态，并部分试产，但因于项目决算和后期配套设施尚未完成的缘故，使得项目整体预计达产期限推迟至今年年底，该项目大豆来源主要从农民处收购，公司主要负责后期挑拣等工作。公司于去年 7 月在黑龙江佳木斯投产的 6 万吨豆料种植项目目前也已进入土建阶段。公司两个豆料项目一个侧重种植，另一个侧重后期加工，公司可以根据情况调整实际豆料产量。公司豆料主要销售给各终端经销商，经销商作为赠品赠送给客户，公司也在积极策划走超市销售方向，但目前进入 3C 卖场存在一定的障碍。目前来看豆料业务毛利率较高，约在 35% 左右，且销售均价在 12-20 元每斤左右，远高于普通大豆 2 元/斤左右的销售价格。

第七，战略推进公司小家电业务，风险与机遇并存

除豆浆机外，公司目前还有电磁炉、开水煲、电饭煲等小家电业务。为拓宽小家电业务带，规避单一豆浆机业务带来的经营风险，公司已经建立战略投资部，主要用于未来向小家电细分行业战略拓宽，部门由公司崔总负责。目前公司新进小家电行业已经非常谨慎，公司管理层始终坚持“要么不做，做就进市场前三”的战略理念，公司新进的电饭煲领域即考虑了多年，目标就是进入市场前三，目前也是按照这个目标在做。我们预计未来公司小家电行业拓展仍旧以厨房小家电为主，顺带考虑家居护理系列小家电。考虑到技术研发的人力以及时间投入等因素，公司预期未来新进小家电行业主要以并购兼并方式进行。

第八，首次给予“谨慎推荐”评级

公司作为豆浆机行业龙头，我们看好其豆浆机业务的发展，但是在美的及苏泊尔等行业新进入者“群狼环伺”的情况下，公司豆浆机维持较高的市占率及毛利率均具有较大难度。目前公司“以豆养电”的发展模式在为公司带来机遇的同时也带来了风险。另外，公司出口业务拓展阻碍较大，而其新进小家电、商用豆浆机以及豆料业务均存在一定的业务风险。我们预计公司 10、11 年 EPS 分别为 0.902、1.075 元，对应目前股价 PE 分别为 17.49、14.67 倍，相对于其他小家电行业来看仍具有部分估值优势，综合以上因素考虑，我们对公司首次给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4636	5424	6419	7403	货币资金	2569	296	277	292
营业成本	2845	3454	4096	4780	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1791	1970	2323	2623	应收账款	41	49	58	67
% 营业收入	38.6%	36.3%	36.2%	35.4%	存货	280	340	403	471
营业税金及附加	5	6	7	8	预付账款	61	69	82	95
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	746	889	1040	1207	流动资产合计	3270	1133	1270	1443
% 营业收入	16.1%	16.4%	16.2%	16.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	327	380	449	518	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	0	2	4	7
财务费用	-43	-1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	497	520	563	572
资产减值损失	24	1	1	1	无形资产	191	182	173	164
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	3	递延所得税资产	46	0	0	0
营业利润	733	696	830	893	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	15.8%	12.8%	12.9%	12.1%	资产总计	4005	1837	2009	2186
营业外收支	53	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	785	696	830	893	应付款项	855	1039	1232	1438
% 营业收入	16.9%	12.8%	12.9%	12.1%	预收账款	118	141	167	192
所得税费用	71	70	83	89	应付职工薪酬	47	69	82	95
净利润	714	626	747	804	应交税费	13	13	16	17
归属于母公司所有者					其他流动负债	146	175	206	240
的净利润	609.7	533.8	636.4	685.1	流动负债合计	1180	1437	1703	1983
少数股东损益	104	93	110	119	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.03	0.90	1.07	1.16	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	783	851	921	994	负债合计	1180	1437	1703	1983
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2674	3860	4401	4983
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	151	244	354	473
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2825	4104	4755	5456
固定资产投资	-296	-74	-100	-74	负债及股东权益	4005	5540	6458	7439
其他	10	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-285	-74	-100	-74		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.030	0.902	1.075	1.157
股权融资	0	732	0	0	BVPS	5.27	7.61	8.68	9.82
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	15.31	17.49	14.67	13.63
筹资成本	306	-79	-94	-101	PEG	3.87	4.42	3.71	3.44
其他	-612	0	0	0	PB	2.99	2.07	1.82	1.61
筹资活动现金流净额	-306	653	-94	-101	EV/EBITDA	9.35	11.96	10.13	9.37
现金净流量	192	1430	727	819	ROE	22.8%	13.8%	14.5%	13.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。