

九阳股份(002242.sz)

致力于豆浆产业深度挖掘的细分行业龙头

惠毓伦 研究员

电话: 020-87555888-323

eMail: hyl6@gf.com.cn

王俊爽 研究助理

电话: 020-87555888-615

eMail: wjs2@gf.com.cn

豆浆产业的深度挖掘是公司长期的增长动力

从长期来看, 家用豆浆机在城镇家庭的普及是公司在该业务领域保持增长的核心逻辑。而豆料业务与商用豆浆机业务不仅将为公司开拓竞争蓝海, 还有望对传统的家用豆浆机业务形成支撑, 有效促进家用豆浆机业务的发展。两项创新业务有望在未来发展成为公司毛利率高、竞争压力小, 同时能与传统业务形成良性互动、市场空间巨大的优质业务。

近期公司核心业务市场份额启稳, 龙头地位将能持续

从公司推出豆浆机新品“营养王”后的市场反应来看, 公司在其核心业务领域的优势依旧明显。我们相信公司通过“新品战略”, 依托技术优势开拓高端市场的营销思路, 将能稳固公司在豆浆机领域的龙头地位。

电饭煲业务与小电跨越式发展有望成为公司近期股价催化剂

公司 8 月开始进入电饭煲行业。目前公司产品主要走中低端路线。300 元以下价位段, 来自行业领先企业的竞争相对薄弱, 公司借助品牌张力, 有望复制其他小电的成功。同时公司在渠道方面的网点优势以及对渠道的掌控力将有助于公司复制其他小电产品的成功。除了内生式的发展模式外, 外延式的发展方式或能完成公司在小电领域的多元化布局, 实现在该领域的跨越式发展。

盈利预测与估值

我们预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.85、1.03、1.31 元, 对应当前股价市盈率分别为 19X、16X、12X。考虑到豆浆机行业的成长性和公司的龙头地位, 我们给予公司 11 年 20XPE, 对应目标价 20.06 元。我们给予公司“买入”评级。

风险提示

公司在豆浆机领域面临美的与苏泊尔的强势竞争, 虽然在技术、品牌等方面具备优势, 但公司在持续的竞争中依旧面临市场份额下滑的风险。

电饭煲行业相对成熟, 竞争结构稳定, 公司依靠渠道优势与品牌价值的张力进入行业, 存在市场认可度不高的风险。

公司评级

买入

当前价格(元)	16.10
目标价格(元)	20.06
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-11.15%	20.38%	-11.35%
沪深 300	14.23%	27.57%	2.72%

股票数据

总股本(万股)	76,095.00
流通 A 股(万股)	19,095.00
主要股东:	
上海力鸿新技术投资有限公司	
主要股东持股比例	49.71%
流通 A 股比例	25.09%

财务比率

ROE	22.80%
ROA	19.33%
资产负债率	29.47%
每股净资产(元)	5.27

2009 年报数据。

目录索引

针对豆浆产业的深度挖掘是公司长期的增长动力	3
豆浆机市场空间巨大，行业龙头将显著受益于豆浆机普及	3
针对豆浆产业进行的商业模式创新将是公司未来重大的业绩增长点	4
核心业务市占率启稳，龙头优势将能持续	5
电饭煲业务与小电跨越式发展有望成为公司近期股价催化剂	6
借助品牌与渠道优势，九阳电饭煲有望复制其他小电的成功	6
并购式的小电发展思路，有望为公司开启跨越式发展的新途径	7
盈利预测与估值	8
风险提示	8

图表索引

图 1: 03~09 年豆浆机销量与增速	3
图 2: 03~09 年豆浆机保有量测算	3
图 3: 豆浆机分价位段销量份额——4 月以来，高价位段销量占比上升显著	6
图 4: 09 年电磁炉市场份额	6
图 5: 09 年电压力锅市场份额	6
图 6: 09 年开水煲市场份额	7

针对豆浆产业的深度挖掘是公司长期的增长动力

未来豆浆机的普及,以及针对豆浆产业的商业模式创新将是公司发展的重大驱动力。

豆浆机市场空间巨大,行业龙头将显著受益于豆浆机普及

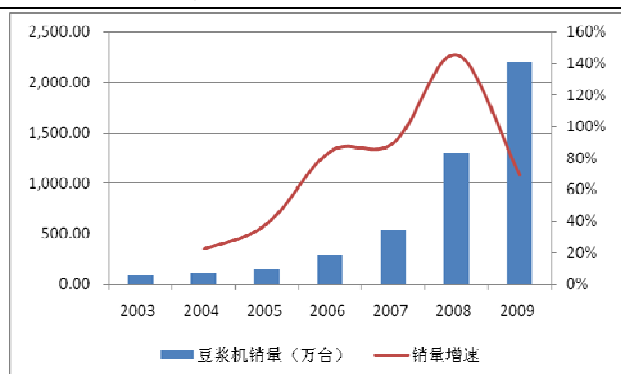
公司是豆浆机行业龙头

根据中怡康零售数据显示,公司目前豆浆机销量市占率达到60%,而在高端豆浆机市场则更是占到了80%的市场份额。行业龙头将显著受益于豆浆机在家庭中的普及。

豆浆机市场空间巨大

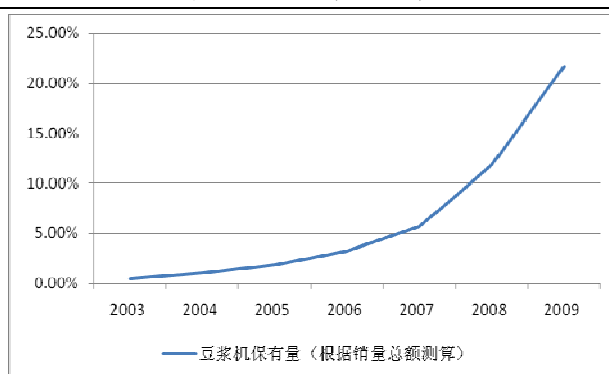
根据最近几年豆浆机的产量来进行测算,目前豆浆机在城镇家庭中的保有量仅约为21.6台/百户,如果以全体居民为基数(考虑农村家庭),则保有量更是只有11台/百户。然而,这一数据也事实上高估了豆浆机的实际保有量。因为作为价格相对较低的小家电品种,在功能快速发展的背景下,豆浆机已经逐渐具有了一定的快速消费品的属性。一些用户更换豆浆机并非是因为使用年限达到,而是因为新品具有更多的功能和更美观的外型。所以,虽然豆浆机近两年来销售增长快速,但普及率依旧较低。随着豆浆机功能的进一步完善和不断的综合化(例如加入其他的食品料理功能),以及自制豆浆理念的进一步深入人心,豆浆机的保有量将有望大幅提升。如果以现有的微波炉为参考,即假设未来5年豆浆机保有量达到50%,那么在不考虑城镇家庭数增长的假设下,豆浆机市场将有望达到28%的复合增长率。

图 1: 03~09 年豆浆机销量与增速



数据来源: 国家信息中心

图 2: 03~09 年豆浆机保有量测算



数据来源: 广发证券发展研究中心

作为以专业的品牌和技术优势立足的行业龙头而言,公司未来将充分受益于豆浆机的普及。

针对豆浆产业进行的商业模式创新将是公司未来重大的业绩增长点

公司在募集资金报告书中所披露的两个项目分别是豆料项目和商业豆浆机项目。两项创新业务，不仅将为公司开拓竞争蓝海，还有望对传统的家用豆浆机业务形成支撑，有效促进家用豆浆机业务的发展。

豆料业务：豆浆机生产商的竞争蓝海

公司对未来家用豆浆机销售的一个重要规划是在销售豆浆机的同时，搭配豆浆原料（豆料）的销售。公司现正进行5万吨豆料项目的建设。据测算，在豆料完全商品化后，未来这项业务将有望为公司贡献收入达到7.66亿。目前公司已拥有豆类品牌“阳光豆坊”，而豆料还主要处于随机赠送阶段。我们对公司未来的豆料销售业务较为看好。理由有三点。

首先，相较于市场上的大豆产品而言，公司的豆类品牌“阳光豆坊”具备显著优势。一是市面上大豆产品基本都是散装大豆，缺乏统一的品牌和统一的宣传。而随着居民对食品安全的重视，像九阳这样重点宣传有机豆类的零售品牌将有望胜出；二是公司提供的是更为综合和更为便捷的豆类及谷类产品（五谷豆料、小袋包装），比散装大豆具备更多卖点。

其次，目前公司豆料销售的毛利率较高，销售费用率低。据公司介绍，当前用于销售部分的豆料产品，毛利率可达到35%（09年在40%左右），而公司豆料销售将主要借助豆浆机的销售渠道，销售费用率有望显著低于豆浆机销售业务。

最后，豆料销售的普及程度严重滞后于豆浆机的普及程度，未来两者的普及速度有望实现同步。目前公司的豆料产品主要用于赠送，销售只占小部分；豆浆机用户还未形成购买公司的豆料产品的习惯。而事实上，公司所规划的5万吨豆料产能，也仅仅对应260万台豆浆机所产生的年豆料需求（据了解，公司一袋标准装640g的豆料足够一个每天喝豆浆的三口之家使用8天。假设全年仅240天喝豆浆，一年消耗30袋豆料产品，对应19.2kg豆料，5万吨产量意味着能满足260万台豆浆机的豆料消耗）。而这一数字将仅相当于公司规划豆浆机产能的9%（当前豆浆机产能2000万台，在建产能800万台）；相当于公司未来豆浆机年销量的13%（按70%的产销率推算）；相当于当前豆浆机保有量的6%。而事实上每一台豆浆机都存在对豆料的需求，所以豆料业务在未来实现较高的产销率将是大概率事件。

竞争方面，我们认为未来公司在该项业务面临的竞争将较为有限。

首先，目前豆浆机对应的豆料市场还是一个较小的市场，具有垄断优势的粮油类企业很难对这个市场感兴趣。

其次，家用豆浆机所延伸出的豆料需求与一般的大豆需求具有较大的区别，突出豆料的健康便捷性将使豆浆机企业在营销中具备更大的优势。

再次，公司未来在该业务面临的竞争可能将主要来自于模仿其商业模式同业。而先发优势不容忽视。

商业豆浆机业务：有望实现与家用豆浆机业务的双赢

目前公司正在建设年产25万台的商用豆浆机生产线。该项业务的经营模式是：公司将商用豆浆机客户定义为九阳豆浆成品的运营商，客户在购

买九阳商用豆浆机以及经营必备的物料后，将成为公司的品牌加盟销售商，借助“九阳-原磨豆浆”这一品牌进行豆浆成品的销售。

我们看好公司未来在该领域的拓展。原因如下。

第一，公司商用豆浆机销售业务具有较高的毛利率。公司招股说明书中披露，07年该业务毛利率达到79.80%；目前该业务毛利率在50%~60%之间。由于公司的商用豆浆产品走酒楼、宾馆等高端零售终端，同时具备统一的店面标准，公司的高端路线将有望维持该业务的高毛利。

第二，公司商用豆浆机的销售也将对家用豆浆机的销售形成促进。与单纯的卖豆浆机产品不同，每销售一台商用豆浆机，公司将形成一个豆浆销售终端，无形中将强化公司在豆浆机领域的行业龙头形象。按照公司在招股说明书中的预测，到11年公司商用豆浆机销量将达到18万台，这意味着到11年底，公司将新形成超过18万个产品宣传网点。

核心业务市占率启稳，龙头优势将能持续

目前公司的核心业务是食品料理机业务（主要为家用豆浆机）。自美的开始进入豆浆机行业以来，公司在该领域的市场占有率就处于不断下滑的过程中——从09年初的80%降至了10年5月的61%。

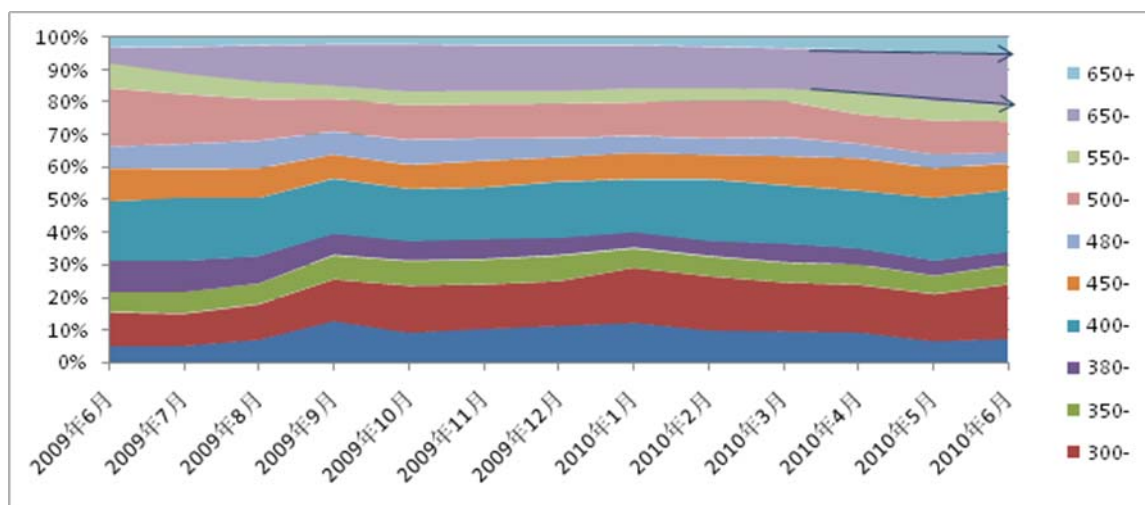
然而我们认为公司市场份额不断下滑的趋势并不会持续。从公司4、5月推出“营养王”新品系列后的市场表现中，我们可以找到证据。

首先，推出“营养王”后市场份额随之得以提升，说明公司的“新品战略”是有效的。从近三年的情况看，公司每年都会在二季度推出功能升级版的新品。10年在推出“营养王”后，公司豆浆机的整体市场占有率已开始启稳回升。对于每年都能在功能上推陈出新的九阳而言，丰富的豆浆机新技术储备将有利于巩固其未来的市场地位。

其次，差异化的产品特征与中高端路线对于公司而言是有效的。低端豆浆机市场（单价250元以下的市场）的竞争主要靠价格优势，在这一领域美的与九阳皆没有较大的优势；中低端市场（250~350）和中高端市场（350~500）的竞争主要靠渠道、靠品牌，公司在这一区域与美的、苏泊尔这两强的短兵相接将会是常态；而在高端市场，公司所面临的竞争压力最小，在这一领域的竞争依靠的是老用户的使用感受积淀（针对更新用户）与技术优势。“营养王”系列使公司在高端豆浆机市场的市占率提高13个百分点，达到86%，这充分说明了公司在高端市场的强大竞争力。

最后，从在推出“营养王”系列后，高端豆浆机整体占比扩大的事实来看，消费需求升级在豆浆机领域体现得较为明显。依托于技术优势，走高端路线的战略不仅能使公司掌控住高端市场，还能够有效扩大高端市场的需求规模。

图 3：豆浆机分价位段销量份额——4 月以来，高价位段销量占比上升显著



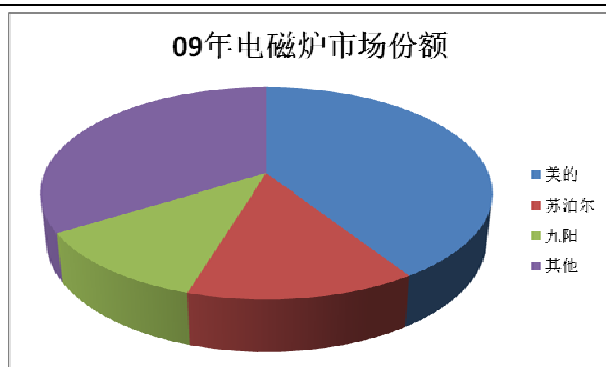
数据来源：中怡康

电饭煲业务与小电跨越式发展有望成为公司 近期股价催化剂

借助品牌与渠道优势，九阳电饭煲有望复制其他小电的成功

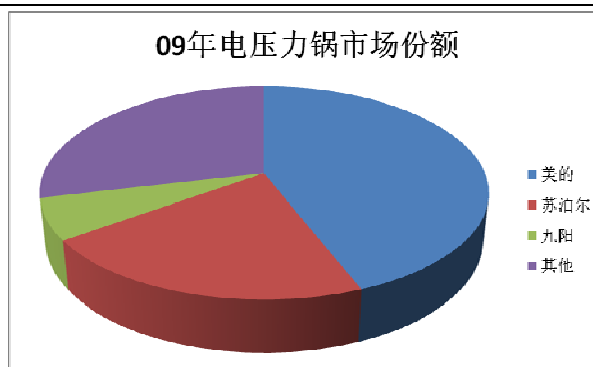
公司目前主要拥有电磁炉、电压力锅、开水煲三类小电产品，每类产品都基本处于行业第三的水平。公司从10年8月开始推出其小电新品类——电饭煲的两款产品，目前正在一些终端网点进行试销，据了解，当前电饭煲的销售状况良好。

图 4：09 年电磁炉市场份额



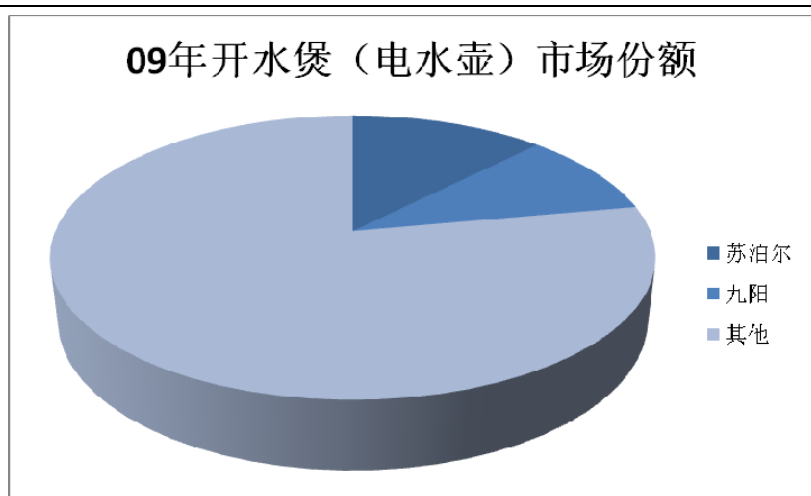
数据来源：中怡康

图 5：09 年电压力锅市场份额



数据来源：中怡康

图 6：09 年开水煲市场份额



数据来源：中怡康

电饭煲行业的龙头是美的，其占到了总销量的40%，而第二名苏泊尔则占据了市场20%的份额。从定价来看，目前公司电饭煲产品走中低端路线，主要在300元以下价位段展开竞争。在这一价格段，来自行业领先企业的竞争相对薄弱，公司借助品牌张力，有望复制其他小电的成功。

同时，公司现拥有23,000家销售终端，远远超过08年上市时8,000家的规模。并且公司对经销商具备较强的掌控能力，能杜绝经销商销售竞争性品牌的现象（这一点我们在对部分经销商进行草根调研时得到了验证）。除此之外，公司在对电饭煲进行销售时，对经销商也实行了较其他产品而言更高的价格优惠（据了解，为支持小电产品的推广，公司以费用形式为客户提供约3个点的销售补贴）。

基于对公司在品牌和渠道方面优势的判断，我们看好公司在电饭煲领域的市场拓展。

并购式的小电发展思路，有望为公司开启跨越式发展的新途径

公司在进入电磁炉、电压力锅以及电水壶行业领域后都取得了相当不错的成绩，而此次进入电饭煲领域同样值得期待。公司内生式发展小电产业的策略取得了较大的成功。然而，小家电在产品、渠道与消费者认可度等方面都需要较长时间的积累，短期的资源倾斜发展某一品类确实能收到奇效，但对于一家立志于小家电多元化经营的企业而言，这样的发展模式并非最佳。而通过并购的方式谋求小电业务的外延式发展可能将符合公司长期的战略安排。如能在这方面获得突破，相信公司将有望实现小家电品类的产品布局，实现小家电产业跨越式的发展。

盈利预测与估值

从长期来看，公司依托在家用豆浆机市场所树立的品牌优势，通过新的业务模式，在相关产业领域进行深度的拓展。从前面的分析来看，豆料业务以及商用豆浆机业务都有望在未来发展成为公司毛利率高、竞争压力小，同时市场空间大的优质核心业务。

依托于技术优势，走中高端路线的九阳股份，通过推出“营养王”系列，验证了其竞争策略的有效性，我们预计其豆浆机的市场占有率将有望启稳。

同时，公司借助渠道优势，并在并购式的发展思路下，有望在短期内获得以电饭煲为代表的小电业务的快速发展。

我们预计公司10~12年EPS分别为0.85、1.03、1.31元，对应当前股价市盈率分别为19X、16X、12X。考虑到豆浆机行业的成长性和公司的龙头地位，我们给予公司11年20XPE，对应目标价20.06元。我们给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

公司在豆浆机领域面临美的与苏泊尔的强势竞争，虽然在技术、品牌等方面具备优势，但公司在持续的竞争中依旧面临市场份额下滑的风险。

电饭煲行业相对成熟，竞争结构稳定，公司依靠渠道优势与品牌价值的张力进入行业，存在市场认可度不高的风险。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	2568.79	2757.84	3415.63	4490.68	
应收账款	33.09	47.72	50.03	57.62	
预付款项	60.68	426.04	612.16	711.72	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	7.72	13.42	16.08	19.21	
存货	279.86	289.47	324.25	337.99	
流动资产合计	3270.44	4350.95	5396.41	6785.51	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	495.48	557.32	660.38	801.20	
在建工程	1.93	26.47	62.32	62.32	
无形资产	191.28	184.59	178.13	171.89	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	46.27	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	734.97	768.37	900.83	1035.41	
资产总计	4005.40	5119.32	6297.24	7820.92	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	855.15	1027.16	1229.92	1429.94	
预收款项	118.49	272.15	326.08	389.44	
应付职工薪酬	47.14	40.90	51.01	59.31	
应交税费	13.18	27.22	32.61	38.94	
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	73.91	76.92	74.21	146.32	
流动负债合计	1180.28	1575.18	1888.42	2205.45	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债合计	1180.28	1575.18	1888.42	2205.45	
股本	507.30	760.95	760.95	760.95	
资本公积	1157.11	903.46	903.46	903.46	
盈余公积	1009.78	1656.90	2435.10	3521.09	
未分配利润					
少数股东权益	150.93	222.84	309.30	429.97	
负债股东权益总计	4005.40	5119.32	6297.24	7820.92	
每股净资产(元)	5.27	4.36	5.39	4.36	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	4636.42	5443.07	6521.70	7780.68	
营业成本	2844.98	3408.30	4081.09	4860.71	
营业税金及附加	5.29	6.53	7.83	9.34	
销售费用	746.01	870.89	1043.47	1167.10	
管理费用	326.75	337.47	404.35	482.40	
财务费用	-42.85	-66.60	-77.22	-98.93	
资产减值损失	23.75	10.47	10.08	13.40	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.23	0.00	0.00	0.00	
营业利润	732.72	876.00	1052.11	1346.67	
营业外收入	31.47	2.11	5.00	5.00	
营业外支出	5.38	0.00	0.00	0.00	
利润总额	785.42	878.11	1057.11	1351.67	
所得税费用	71.32	158.06	190.28	243.30	
净利润	714.10	720.05	866.83	1108.37	
归属于母公司净利润	609.75	648.04	780.15	997.53	
少数股东损益	1.20	0.85	1.03	1.31	
EPS(元)	4636.42	5443.07	6521.70	7780.68	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	783.30	312.53	840.81	1188.48	
投资活动现金流量	-285.28	-122.45	-180.85	-195.00	
筹资活动现金流量	-306.05	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	191.97	190.08	659.96	993.48	
期末现金余额	2568.79	2758.87	3418.82	4412.30	
每股经营活动现金流(元)	1.54	0.41	1.10	1.56	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	7.24%	17.40%	19.82%	19.30%	
营业利润增长率	-0.24%	19.55%	20.10%	28.00%	
毛利率	38.64%	37.38%	37.42%	37.53%	
营业利润率	15.80%	16.09%	16.13%	17.31%	
净利润率	13.15%	11.91%	11.96%	12.82%	
净资产收益率	22.80%	19.51%	19.02%	19.56%	
总资产收益率	15.22%	12.66%	12.38%	12.84%	
流动比率	277.09%	276.29%	285.93%	299.64%	
资产负债率	29.47%	30.76%	29.97%	28.92%	
所得税税率	9.08%	18.00%	18.00%	18.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	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 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

九阳股份(002242)行情走势



▲ 推荐买入 ▼ 推荐卖出 ● 推荐持有 ■ 相关报告

相关研究报告

九阳股份(002242.sz)_公告点评	周瑾	2009-01-22
九阳股份 (002242.sz) _中报点评	周瑾	2008-08-25
九阳股份 (002242.sh)_公司调研简报	周瑾	2008-07-28

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。