



家用电器业/可选消费品

九阳股份 (002242)

收入增长加速，力证经营复苏

——九阳股份 2010 年三季度报点评



方馨



021-38676685



fangxin@gtjas.com



S0880108043281

本报告导读：

三季度收入增长加速，豆浆机份额稳定，小电份额显著提升，业绩符合预期。

维持 2010-2012 年 EPS 0.85 元、1.03 元与 1.23 元的预测，维持“增持”评级。

投资要点：

- 九阳股份 2010 年 1-9 月实现营业收入 39.99 亿元，同比增长 18.9%；营业利润 6.63 亿元，同比增长 5.8%；净利润 4.66 亿元，同比略降 1.3%。每股收益 0.61 元，符合预期。
- 三季度收入增长加速，力证经营复苏。单季营业收入 15.91 亿元，同比增长 34.5%，来自：1.豆浆机市场份额稳中有升。8 月零售份额 62.4%。2.小电份额提升，小电战略初见成效。电压力煲市场份额提升至 10%以上，二季度约 7.5%；开水煲份额 8 月提升至 12.9%，二季度为 10%。3.行业增长持续较高。豆浆机三季度增速下滑至 20%左右，电压力煲与开水煲约 30%。市场份额的稳定和上升，充分说明管理层已适应目前的市场竞争，初步实现了豆电均衡发展。
- 毛利率微降主要源于原材料上涨，费用率重回低位，净利率 12.1% 高位维持。单季毛利率 37.0%，环比下滑 1.9 个点主要源于原材料上涨、小电比例提升及营养王旧品微幅降价。营业费用率 13.4%，同比下降 0.5 个点，环比下降 3.2 个点，在二季度较大投入后明显回落。
- 存货 2.50 亿元同比增加 18.2%，处于正常范围；前三季度经营现金流 5.16 亿元，同比增长 4.7%。
- 我们看好豆浆机行业的持续成长，估计今年行业增速约 25%-30%，未来增长仍有较大空间。9 月起小电广告投放将助力小电市场份额进一步提升，看好新增品类的渠道与品牌延伸。四季度旺季豆浆机行业竞争可能加剧，维持公司份额基本稳定的观点。维持 2010-2012 年 EPS 0.85 元、1.03 元与 1.23 元的预测，维持“增持”评级。

财 摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,323	4,636	5,628	6,780	8,055
(+/-)%	122.5%	7.2%	21.4%	20.5%	18.8%
经营利润 (EBIT)	711	690	894	1,092	1,297
(+/-)%	76.4%	-2.9%	29.6%	22.1%	18.8%
净利润	538	610	649	787	934
(+/-)%	63.6%	13.3%	6.4%	21.3%	18.8%
每股净收益 (元)	0.71	0.80	0.85	1.03	1.23
每股股利 (元)	0.80	0.70	0.43	0.52	0.61

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	16.4%	14.9%	15.9%	16.1%	16.1%
净资产收益率 (%)	23.6%	22.8%	21.6%	23.2%	24.2%
投入资本回报率 (%)	2067.9%	244.7%	119.2%	140.2%	160.7%
EV/EBITDA	16.7	16.8	12.7	10.4	8.7
市盈率	23.0	20.3	19.0	15.7	13.2
股息率 (%)	4.9%	4.3%	2.6%	3.2%	3.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：21.20

上次预测：21.20

当前价格：16.23

2010.10.31

交易数据

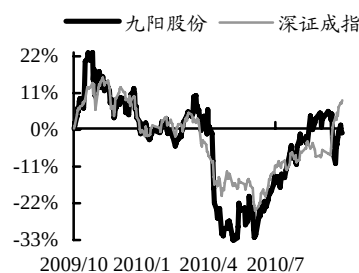
52 周内股价区间 (元)	10.92-33.21
总市值 (百万元)	12,350
总 本/流通 A 股 (万股)	761/191
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	93

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,592
每股净资产	3.41
市净率	4.8
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.17	0.11
Q2	0.25	0.25
Q3	0.20	0.25
Q4	0.18	0.24
全年	0.80	0.85

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	11%	-5%
相对指数	-28%	-13%	-15%

相关报告

- 《重申新品拉动模式，印证小电增长模式》
2010.09.13
- 《九阳股份公司 2010-09-07 调研提纲》
2010.09.02
- 《二季度复苏明显，看好新品拉动模式》
2010.08.29
- 《豆浆机快速增长，中期业绩符合预期》
2009.08.04
- 《分类产品增长良好，综合毛利率略有上...》
2009.03.25

模型更新时间: 2010.10.31

股票研究

可选消费品
家用电器业

九阳股份 (002242)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 21.20

上次预测: 21.20

当前价格: 16.23

公司网址

www.joyoung.com

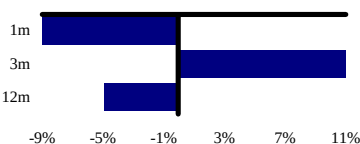
公司简介

公司前身为山东九阳小家电有限公司, 成立于2002年7月, 2007年9月正式改制为股份公司。公司主要从事厨房小家电系列产品的研发、生产和销售。主要产品有豆浆机、电磁炉、料理机、榨汁机、开水煲、紫砂煲、电压力煲等七大系列一百多个型号, 同时还开发了专供酒店、写字楼的商用豆浆机。其中, 九阳豆浆机已成为业内第一品牌, 市场份额占80%以上; 九阳电磁炉国内市场占有率超过10%, 销量跃居全国第二位; 料理机榨汁机国内市场占有率超过30%, 行业排名第一; 紫砂煲和开

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,323	4,636	5,628	6,780	8,055	9,255	10,579	12,012	13,588	15,235
营业成本	2,674	2,845	3,534	4,277	5,114	5,913	6,798	7,764	8,840	9,974
税金及附加	3	5	6	8	9	11	12	14	16	17
营业费用	696	746	833	990	1,160	1,323	1,502	1,694	1,902	2,118
管理费用	241	327	360	414	475	537	603	673	747	823
EBIT	711	690	894	1,092	1,297	1,471	1,664	1,869	2,085	2,306
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	-24	-43	-39	-40	-47	-55	-65	-77	-90	-105
营业利润	734	733	928	1,127	1,339	1,522	1,725	1,941	2,170	2,406
所得税	94	71	196	238	282	321	363	409	457	507
少数股东损益	102	104	88	107	127	145	164	185	206	229
净利润	538	610	649	787	934	1,061	1,202	1,353	1,513	1,678
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	2,377	2,569	2,645	3,123	3,695	4,366	5,129	5,993	6,981	8,089
其他流动资产	831	702	1,182	1,425	1,697	1,953	2,236	2,544	2,883	3,239
长期投资	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2
固定资产合计	308	497	559	629	701	749	799	846	872	886
无形资产及其他资产	150	238	230	223	215	209	202	196	190	184
资产合计	3,676	4,005	4,616	5,400	6,309	7,278	8,367	9,580	10,928	12,399
流动负债	1,259	1,180	1,378	1,662	1,975	2,269	2,594	2,945	3,330	3,733
长期负债	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	2,278	2,674	2,999	3,392	3,859	4,390	4,991	5,668	6,424	7,263
投入资本(IC)	30	256	593	615	638	642	643	641	615	575
现金流量表										
NOPLAT	620	627	706	862	1,025	1,162	1,314	1,476	1,647	1,822
折旧与摊销	18	34	69	82	99	117	135	154	176	198
流动资金增量	251	51	(282)	40	42	37	41	44	46	47
资本支出	(288)	(312)	(123)	(145)	(163)	(158)	(177)	(195)	(197)	(206)
自由现金流	601	401	370	840	1,002	1,158	1,313	1,479	1,672	1,862
经营现金流	885	780	490	982	1,161	1,309	1,481	1,664	1,857	2,053
投资现金流	(298)	(325)	(128)	(150)	(168)	(163)	(182)	(200)	(202)	(211)
融资现金流	(190)	(312)	(286)	(354)	(420)	(475)	(536)	(600)	(667)	(734)
现金流净增加额	397	143	76	478	572	671	763	864	988	1,108
财务指标										
成长性										
收入增长率	122.5%	7.2%	21.4%	20.5%	18.8%	14.9%	14.3%	13.5%	13.1%	12.1%
EBIT 增长率	76.4%	-2.9%	29.6%	22.1%	18.8%	13.4%	13.1%	12.3%	11.6%	10.6%
净利润增长率	63.6%	13.3%	6.4%	21.3%	18.8%	13.6%	13.3%	12.6%	11.8%	10.9%
利润率										
毛利率	38.1%	38.6%	37.2%	36.9%	36.5%	36.1%	35.7%	35.4%	34.9%	34.5%
EBIT 率	16.4%	14.9%	15.9%	16.1%	16.1%	15.9%	15.7%	15.6%	15.3%	15.1%
净利润率	12.4%	13.2%	11.5%	11.6%	11.6%	11.5%	11.4%	11.3%	11.1%	11.0%
收益率										
净资产收益率(ROE)	23.6%	22.8%	21.6%	23.2%	24.2%	24.2%	24.1%	23.9%	23.6%	23.1%
总资产收益率(ROA)	14.6%	15.2%	14.1%	14.6%	14.8%	14.6%	14.4%	14.1%	13.8%	13.5%
投入资本回报率(ROIC)	2067.9%	244.7%	119.2%	140.2%	160.7%	181.1%	204.3%	230.4%	267.7%	316.6%
运营能力										
存货周转天数	31	#VALUE	33	33	34	34	34	34	34	34
应收账款周转天数	5	#VALUE	3	4	4	4	4	4	4	4
总资产周转天数	204	#VALUE	280	270	265	268	270	273	275	279
净利润现金含量	1.64	1.28	0.76	1.25	1.24	1.23	1.23	1.23	1.23	1.22
资本支出/收入	7%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
偿债能力										
资产负债率	34.3%	29.5%	29.9%	30.8%	31.3%	31.2%	31.0%	30.7%	30.5%	30.1%
净负债率	-104.3%	-96.1%	-88.2%	-92.1%	-95.7%	-99.5%	-102.8%	-105.7%	-108.7%	-111.4%
估值比率										
PE	23.0	20.3	19.0	15.7	13.2	11.6	10.3	9.1	8.2	7.4
PB	1.9	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	16.7	16.8	12.7	10.4	8.7	7.7	6.8	6.0	5.4	4.9
P/S	1.00	1.78	2.19	1.82	1.53	1.33	1.17	1.03	0.91	0.81
股息率	4.9%	4.3%	2.6%	3.2%	3.8%	4.3%	4.9%	5.5%	6.1%	6.8%

绝对价格回报 (%)



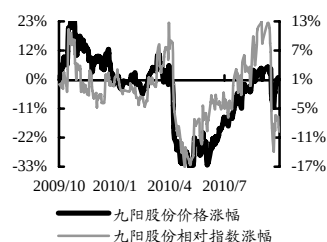
52 周价格范围

10.92-33.21

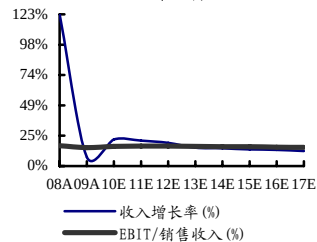
市值 (百万)

12,350

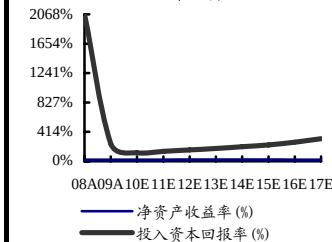
股票绝对涨幅和相对涨幅



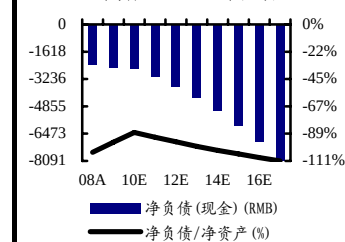
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



作者简介:**方馨:**

方馨:女, 复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		