

九阳股份(002242)调研报告

——豆浆机市场份额企稳，小家电产品开始发力

可选消费/家用电器

推荐

上调评级

发布时间：2010年12月7日

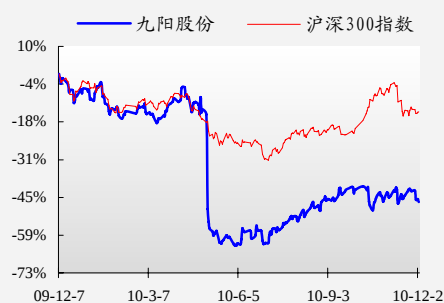
投资要点：

- 豆浆机市场份额企稳：**面对激烈竞争带来的市场份额下滑，公司凭借其拳头新品的推出成功捍卫了其豆浆机市场的龙头地位，牢牢锁定市场 60%以上的份额。目前豆浆机市场竞争逐步呈现有序状态，且除了占据市场 99%以上的十家现有竞争力品牌外，预计未来新品牌进入的可能性不大。我们认为，未来九阳将继续通过不断推出新品及其专利技术优势，持续巩固其豆浆机行业的领导者地位。
- 商用豆浆机市场空间大，是未来增长亮点：**目前，公司该产品技术成熟，产能也已经不存在问题，且在去年年底也对该业务未来发展模式的探索有了新的进展，并成立了专门的销售团队，预计未来会逐步步入正轨，成为公司业绩增长的亮点。
- 电压力煲产品发力：**为了寻求“豆电”的均衡发展，公司将电压力煲作为其在家电领域拓展的一个重要产品，加大广告投放力度，同时借助公司豆浆机品牌和渠道优势，公司电压力煲的市场推广收到较好的效果，今年上半年就达到超过 9%的市场份额，位居行业第三位，实现 60%左右的收入增长。
- 电饭煲力争国内前三：**今年 8 月份，公司推出了电饭煲产品，目前该产品试销已经结束，进入铺货阶段。尽管电饭煲市场已经较为成熟，但公司认为，凭借其现有品牌和渠道优势，公司电饭煲业务将在明年达到 10%左右的市场份额，进入行业前三。
- 盈利预测和投资建议：**我们预测公司 10 年、11 年和 12 年 EPS（摊薄）分别为 0.87 元、1.04 元和 1.39 元，对应动态 PE 分别为：19 倍、16 倍和 12 倍，估值优势显现。同时考虑公司核心产品豆浆机市场份额企稳，我们上调公司投资评级至“推荐”。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	463,642	7.24	60,975	13.32	0.80	22.8	21	
2010E	578,672	24.81	66,223	8.61	0.87	20.32	19	
2011E	726,754	25.59	79,112	19.46	1.04	19.99	16	
2012E	948,705	30.54	105,912	33.88	1.39	21.64	12	

走势图



市场数据

2010/12/7

收盘价：	16.62 元
52 周最高价：	30.49 元
52 周最低价：	10.92 元
平均持仓成本：	16.80 元

基本数据

2010Q3

总股本（万股）：	76,095
流通 A 股（万股）：	76,095
每股收益（元）：	0.61
每股净资产（元）：	3.66
每股经营现金流（元）：	0.68
市净率：	4.54

分析师：周思立 联系人：吴娜
执业证书编号：S0550108101210
TEL: (8621)6336 7000-270
FAX: (8621)6337 3209
Email: wun@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

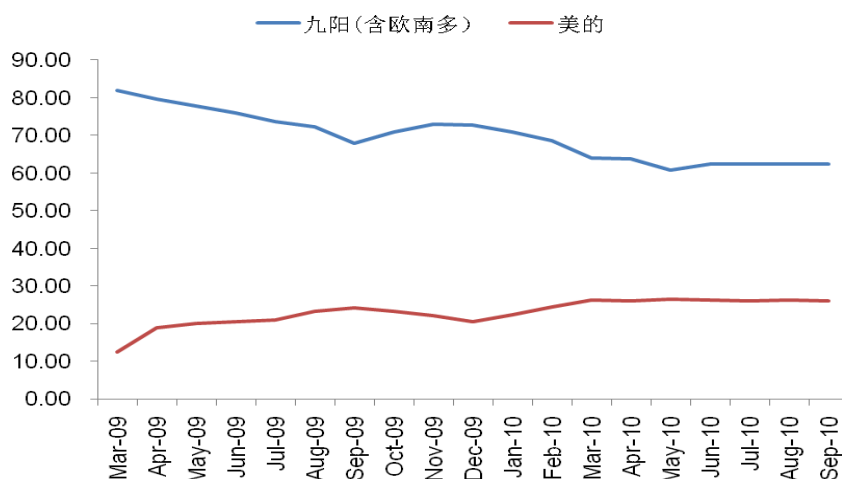
豆浆机市场份额企稳，龙头地位难以撼动

公司作为豆浆机市场的开创者和领导者，市场份额在 2008 年之前牢牢锁定在 80% 以上，行业的高毛利吸引了更多的市场进入者；2009 年，面对行业越来越激烈的市场竞争，公司豆浆机市场份额略有下滑，但仍全年仍保持在了 70% 以上。今年以来的豆浆机市场竞争有增无减，公司豆浆机市场份额再次遭遇下滑。

面对激烈的市场竞争，公司以拳头产品——营养王系列的推出成功打响了市场份额保卫战。从市场角度来讲，所有豆浆机中高端产品都是有技术专利保护的产品，这将很多其他豆浆机品牌挡在了门外。公司所推出的营养王系列产品是利用了其前几年所积累的 A 技术，经过几个月来的市场销售，公司营养王系列产品的差异化优势得到了市场的印证，目前无一能与其竞争的其他品牌豆浆机产品。公司豆浆机市场份额自今年 6 月份开始企稳，近几个月以来一直牢牢锁定了 60% 以上的市场份额，仍是豆浆机市场的第一品牌。目前，公司由营养王系列产品所带来的收入已经占到了其豆浆机业务收入的两成左右，利润贡献约在 4 成左右。

再看豆浆机市场的竞争格局，目前已经略显有序，目前，99% 以上的市场份额集中于十大品牌，其中 95% 以上的市场份额集中于九阳（含欧南多）、美的和苏泊尔三大品牌，市场集中度较高，但已呈现一家独大，其余在几家品牌间分布的有序格局，预计未来新品牌进入的可能性不大。我们认为，未来，九阳将继续通过不断推出新品及其专利技术优势，持续巩固其豆浆机行业的领导者地位。

图 1：豆浆机前两大品牌市场份额变化情况



数据来源：中怡康，东北证券。

商用机是未来业绩增长亮点

公司商用豆浆机技术成熟，采用其“轴流磨粉碎”专利技术，在还原传统石磨磨制工艺的基础上，更注重粉碎的细腻型和均质性；并改变传统加热方式，采用了“文火慢熬”加热方式，优化豆浆的营养和口感。从以上来看，商用豆浆机在技术上区别于家用豆浆机，

目前公司是国内唯一一家商用豆浆机生产商；从客户群体来看，商用豆浆机主要适合于像宾馆、饭店、学校和单位食堂、饮品店、社区店、快餐店等各种大众消费的餐饮场所，市场增长空间较大。

目前，公司商用机过去所存在的产能方面的问题也已经得到了解决，目前产品主要有 5L、10L 和 15L 三种主要型号，未来产品型号会继续丰富。公司在去年年底对于商用机未来发展模式的探索有了新的进展，并成立了专门的销售队伍，但商用机业务销售步入正轨还需时间，目前销售对象主要集中于食堂和酒店等领域，销售规模也难以在短期内有较大突破，今年上半年所产生的收入也仅 4000 万左右，预计下半年会略好一些。我们预计未来随着进一步的市场拓展，公司商用豆浆机业务会逐步发力，成为公司业绩增长的又一亮点。

加大对“小电”产品的投入力度，走“豆电”均衡发展之路

电压力煲业务表现亮丽

公司在电压力煲产品的起步在 5、6 年前，有着丰富的技术积累，目前公司所推出的电压力煲采用六段调压技术，其他品牌一般是两段调压技术，技术优势凸显。电压力煲结合了压力锅和电饭煲的功能和长处，目前仍处于市场导入期，市场空间广阔。

为了寻求“豆电”的均衡发展，公司将电压力煲作为其在家电领域拓展的一个重要产品，加大广告投放力度，同时借助公司豆浆机品牌和渠道优势，公司电压力煲的市场推广收到较好的效果，今年上半年就达到超过 9% 的市场份额，位居行业第三位，实现 60% 左右的收入增长。

电饭煲业务明年力争进入行业前三

今年 8 月份，公司推出了电饭煲产品，目前该产品试销已经结束，进入铺货阶段。尽管电饭煲市场已经较为成熟，但公司认为，凭借其现有品牌和渠道优势，公司电饭煲业务将在明年达到 10% 左右的市场份额，进入行业前三。

盈利预测和投资建议

我们维持对公司未来三年的盈利预测，即 10 年、11 年和 12 年公司营业收入将分别增长 24.81%、25.59% 和 30.54%，给予 10 年、11 年和 12 年 EPS（摊薄）分别为 0.87 元、1.04 元和 1.39 元，当前股价对应动态 PE 分别为：19 倍、16 倍和 12 倍，估值优势显现，同时考虑公司核心产品豆浆机市场份额企稳，且未来继续下滑风险较小，我们上调公司投资评级至“推荐”。

表 1: 利润表预测 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4636.42	5786.72	7267.54	9487.05
减: 营业成本	2844.98	3641.01	4667.22	6046.10
营业税金及附加	5.29	6.61	8.30	10.83
营业费用	746.01	925.88	1148.27	1489.47
管理费用	326.75	381.92	450.59	597.68
财务费用	-42.85	-81.12	-96.84	-116.29
资产减值损失	23.75	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	732.72	912.43	1090.01	1459.26
加: 其他非经营损益	52.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	785.42	912.43	1090.01	1459.26
减: 所得税	71.32	136.86	163.50	218.89
净利润	714.10	775.56	926.51	1240.37
减: 少数股东损益	104.35	113.33	135.39	181.25
归属母公司股东净利润	609.75	662.23	791.12	1059.12

数据来源: 公司年报, 东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。