



家用电器业/可选消费品

九阳股份 (002242)

小电市场份额如期提升

——九阳股份调研报告

 **方馨**
 021-38676685
 fangxin@gtjas.com
 S0880108043281

本报告导读：

九阳小电实力增强的观点正在通过市场份额迅速提升而得到印证。调高对小电收入的预期，看好明年豆浆机新品推出。2010-2012 EPS 0.85 元、1.09 元与 1.30 元，增持。

要点：

- 我们前期重点提示，关注九阳小电实力的增强，可通过市场份额的提升来印证。目前，这一观点正在逐步得到印证：
- **10 月电压力锅份额提升至 12.7%，9 月央视广告开始投放时达到 13.5%。**10 月市场份额比 4 月提升 5.7 个百分点，其中单店零售额份额上升 4.3 个百分点至 11.8%，小电品牌实力增强已成为份额提升的主要动力；进店数量金额覆盖率分别上升 26%与 12%，达到 73%与 93%，渠道拉动仍有贡献。
- 10H1 公司电压力锅市场份额在 6.7%-9.0%之间，平均约 7.4%。估计 10H2 平均市场份额约 12.0%，到 11H1 有望上升至 15%左右，市场份额同比翻番。考虑电压力锅行业 30%左右增长，11H1 公司电压力锅收入增幅有望达到 150%，有望拉动 11H1 销售收入增幅达 10 个点。以全年 14%份额计，电压力锅可拉动 11 年收入增长 5 个百分点以上。
- 10 月开水煲和电磁炉的市场份额分别为 13.7%与 14.2%，比 6 月（10H1 高点）分别高出 2.5 个百分点左右。如果预期明年全年提升到 15%左右，那么市场份额的提升亦能够分别贡献其明年增长 33%与 20%。
- **我们调高对公司未来小电销售增长的预期。**由于小电毛利率与费用率都较低，整体毛利率与费用率会有向下的趋势。参照行业水平，即使不考虑豆浆机差异化溢价，仅小电的净利率有望维持在 10%以上。
- **豆浆机份额稳定在 62%-63%之间。**从近几个月的价格变化来看，300 元以下机型占比从 5 月的 14.6%一路提升至 9 月的 20.6%，反映低端市场竞争较为激烈。九阳能够保持较稳定的市场份额，因公司要求每个终端必须展示无网系列，强化在低端领域的竞争力。这略微影响了公司三季度毛利率，但相应费用率也较低。
- **看好明年豆浆机新品推出。**系列新品每年推出一次，细分型号的推出较为灵活。我们相信公司明年仍能推出类似今年营养王系列的亮眼新品，使公司维持较好的份额与增长，拉动产品结构恢复高端化。
- **商用机推广顺利，带动豆料销售。**以 09H2+10H1 销售商用机 0.75 亿元计算，对应豆料需求近 2 万吨，可预期未来豆料销售过亿。
- 我们坚持关注公司的业绩弹性，今年利润增长慢于收入主要源于税率变化。基于小电表现或超预期，我们维持 2010 年 0.85 元的业绩预测，略调高 2011-2012 年 EPS 分别至 1.09 元（+0.03 元）与 1.30 元（+0.02 元），维持“增持”评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

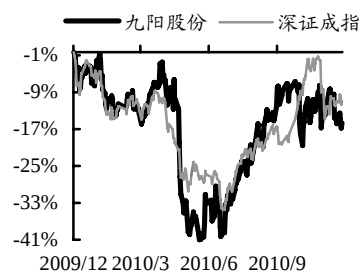
评级：**增持**上次评级：**增持**目标价格：**24.00**上次预测：**21.20**当前价格：**16.21**

2010.12.14

交易数据

52 周内股价区间（元）	10.92-30.38
总市值（百万元）	12,335
总股本/流通 A 股（百万股）	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）	95

52周内股价走势图



相关报告

- 《收入增长加速，力证经营复苏》
2010.10.29
- 《重申新品拉动模式，印证小电增长模式》
2010.09.13
- 《二季度复苏明显，看好新品拉动模式》
2010.08.29

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		