

九阳股份 (002242.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

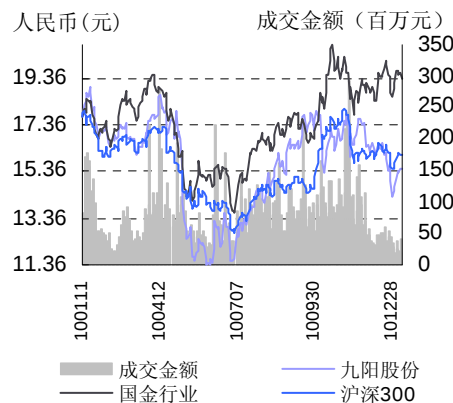
公司研究

市价(人民币): 15.43 元
 目标(人民币): 18.60-21.90 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 190.95
 总市值(百万元) 11,741.46
 年内股价最高最低(元) 18.99/11.36
 沪深 300 指数 3166.62
 中小板指数 7431.55



相关报告

1. 《主业良性增长+收购下,短中长期增长均无忧》, 2010.12.29
2. 《行业与份额均可更乐观,当前估值优势明显》, 2010.11.16

王曉莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

苏青青 联系人
 (8621)61357504
 suqq@gjzq.com.cn

调研纪要: 豆电两手抓, 后浪推前浪

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	2.015	1.202	0.861	1.097	1.291
每股净资产(元)	8.53	5.27	4.25	5.21	6.37
每股经营性现金流(元)	3.57	1.54	1.05	1.34	1.56
市盈率(倍)	22.08	23.89	17.90	14.06	11.94
行业优化市盈率(倍)	19.59	45.80	45.80	45.80	45.80
净利润增长率(%)	63.59%	13.32%	7.51%	27.32%	17.74%
净资产收益率(%)	23.62%	22.80%	20.29%	21.04%	20.26%
总股本(百万股)	267.00	507.30	760.95	760.95	760.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 上周我们与一些机构投资者调研九阳股份, 并访谈了副总裁兼董秘姜总。
- 管理层对于“后豆浆机时代”公司的持续较快增长很有信心: 1) 豆浆机 2010 年行业销量估计达到 3000 万台水平, 具备大众普及基础的小家电一般都能达到 3000-4000 万台容量, 电磁炉甚至到 5000 万台才是销量极限, 因此豆浆机行业销量还有增长空间, 增量来自于一二级市场的更新和三四级市场的新增; 九阳凭借每年一代新品的技术储备和对抗竞争对手侵蚀份额的卡位策略, 以及拓展三四级渠道, 有能力保持豆浆机业务 20% 增长。2) 小电业务 2010 年已开始新品有节奏地推出--经销商积极性高--投入一定广告资源后销售见效快的正循环, 今后将同时自身研发储备和收购手段持续推新品, 而且还要进入个人护理和家居小电领域; 因此小电业务的增速必然高于豆浆机业务, 小电业务比重逐步提升将令公司发展更加稳健。
- 公司收购其他小家电企业的思路: 理想对象是 1) 产品符合九阳的健康定位, 将来比较朝阳; 2) 另外要有独到的差异化点; 3) 内销渠道薄弱正好可利用九阳广阔的渠道资源。
- 防御竞争对手的策略严密周到: 1) 坚持创新研发, 以差异化点维持较高利润; 2) 给予经销商更好的利润空间和资源支持, 与经销商的关系形成正反馈; 3) 产品系列齐全, 价格带上形成对竞争对手的卡位, 令其无机可乘。

投资建议

- 维持对公司的盈利预测, 10-12 年 EPS 分别为 0.86、1.10、1.29 元、增速 7.5%、27%、18%。尽管股价在我们前次报告后有所上升, 目前也仅对应 14X11PE; 我们认为市场对于公司未来的增长过于悲观。而且我们测算公司 1Q11 利润增长 50% 以上的可能性很大。维持买入建议。短期关注收购成功将成为股价催化剂。

估值

- 3-6 个月公司合理价格为 18.6-21.9 元、对应 17-20X11PE。

风险

- 1) 豆浆机行业增速低于预期; 2) 5 月 28 日公司全流通。

调研纪要整理

管理层对于未来 3-5 年公司实现百亿规模已经做好了详细的计划

- 公司在发展中将坚持自己一贯的定位：1) 健康；2) 创新。
- 收购的理想对象：产品符合九阳的定位、将来比较朝阳、另外要有自己独到的地方，东西要能够区别。
- 对于未来 3-5 年公司实现百亿规模已经做好了详细的计划。新品推出方面已经有了全套计划，什么时候推、什么卡位，都考虑了。豆浆机未来 20% 左右的增长应该还是会有，成为一个占比最大的单品；其他品类增长会更快。目前就是一步一步往健康小家电第一品牌的目标走。
 - 商用机、豆料项目都在坚定推进。佳木斯豆料基地已经建好、食品认证也完成，在深圳已经独立进入家乐福的食品销售区。商用机也已经开发了很多新产品，如 5 升、10 升的小型商用机产品；大的主要还是以租赁方式在做，和豆料项目的匹配也在探讨。
 - 未来几年规划的产品已经非常丰富，电器上的创新空间也很多，越来越细致。此外，今后也可向个人护理、家居类产品方向（eg.: 净水、加湿的）去发展。
 - 公司将每年做几个新品类，自我要求——做就要做到有声有色。比如做电压力锅要求单款销量能排入行业前几名。要求其每个新品类用 2-3 年时间做到行业前 3-5 名。
 - 继续修建渠道，继续拓展品牌覆盖区域：下一步豆浆机的主要增长除了更新换代，还有三四级市场的新增增量。三四级市场的瓶颈是物流配送、售后服务，并非需求容量问题。估计东部地区的三四级市场增量贡献在这一两年就会发挥出来。九阳在一二级市场的 KA 系统是不输给任何一家竞争对手的；但是乡镇一级市场美的早就已经覆盖很多了，而九阳还都是空白。这几年公司投入已经很大，县乡镇的收入占比 30-40%、未来占比还将逐步加大。
- 管理层对公司未来 5-10 年发展的布局都展开了，包括海外布局：目前在台湾和香港的销售已经非常有起色，台湾做了几个月已经做得非常好。下一步打算进军东亚（日本、韩国）、东南亚。这些地区的消费能力不逊于中国，打算 2011-2012 年开展日本韩国市场。

展望 2011 年，公司很有信心实现 20% 以上的收入增长

- 2010 年不但豆浆机业务较快增长，更可贵的是小电（注：小电是指豆浆机以外的小家电）业务增长可观，令公司内部和经销商信心都非常足（09 年九阳业绩增速下降和公司当时力推“豆电双分”的销售政策下曾遭到经销商反对、陷入公司和经销商相互博弈有关，因此现在经销商的信心增加是非常可贵的）。
- 经销商信心增加的原因：
 - 2010 年以来经销商做小电的毛利更丰厚了（公司在价格规划里面给经销商的利润率空间上调了几个点，经销商感觉销售政策不错，比作竞品利润空间大，信心就比较好）；
 - 产品价位还有拉高，经销商获利。
 - 电压力煲 2010 年份额从 5%-10%，增长甚至超管理层预期。
- 在小电业务增长喜人、渠道利润空间增加的情况下，2010 年尽管公司没有强推，但豆电经销商分开（豆电双分）的情况越来越多。这有利于公司对渠道进行精耕细作、增加社会资金运用。
- 因此展望 2011 年，公司很有信心实现 20% 以上的收入增长（豆浆机增长 20%、小电增速超过豆浆机）。

多年经营小家电领域，深谙此领域的竞争和经营之道

- 小电现在整个行业的增长都不错，未来几年都会非常好，行业容量非常大，能够满足主流需求的产品年销量都能到 3000-4000 万台（便可以做到几十个亿）的市场容量。
 - 电磁炉是到 5000 万台到顶的，后来就有下降，现在稳定住了量还是非常大。将来三四级市场起来可能还会有机会。其他小家电产品增长会更快。
 - 豆浆机现在行业总量是 3000 万台，未来行业平缓较好地增长。
- 由于小家电产品生命周期比大家电短，在一个产品旺销的时候要抓住机会充分发展（比如电压力锅这两年爆发得比较好，就要加大投入，顺势而为。如果这个时候大力气投电磁炉则是事倍工半的）；当产品需求开始走下势的时候，就要推出新产品形成新的增长点。
- 小家电企业要结合自身研发技术、团队情况、市场情况安排新产品的投放时点。
- 现在要做小家电经销商是要打破头抢的，保证金就要交几十万，所以不愁找不到经销商。

九阳的竞争力总结

- 九阳不是一个制造型企业，而是品牌型企业。所以管理费用肯定高的，主要投入研发。销售费用投入品牌宣传。以创新为导向、重视研发、做专做好的决心和态度是九阳成功的重要因素：
 - 推新品稳扎稳打；在推出新品之前一定做好技术和团队的储备，不盲目透支未来新品储备。稳打稳扎的同时，能够有效依托品牌影响力，运用新技术使新品快速抢占市场份额。
 - 独特技术保证产品具有较强竞争力，同时可以保证产品进行差异化竞争。电压力煲成功的原因之一就是上了九阳独特的无极调压技术，是一个发明专利。
 - 坚持走同质化基础上的差异化竞争路线，以此获得规模化之外的更高毛利率。
 - 重视技术研发：设有九阳研究院，研究院光工程师有 40 几名，做基础性的研究；另外在事业部里的工程师负责实际应对每年推出新产品。
- 九阳做新产品的特色是先以贴牌进入，测试完了做开了就自己上产能，把独特的技术放进去，形成九阳特色的产品。
 - 电压力煲成功的经验总结：去年分析压力煲会成为非常好的产品后，就往里面加资源（独特技术、广告、促销），市场份额自然就上去了。
- 应对竞争对手的策略之一是价格带上每个价格档位都有九阳产品，不给竞争对手见缝插针的机会。
- 九阳的售后服务在小家电业内首屈一指，现有渠道也做的比较好。
- 管理能力更强：前两年收入翻番对于公司做好管理而言挑战是非常大。上市的时候销售团队是 200 人，现在是 700 人。在这一情况下公司加强销售管理的手段是内部细化作战单元，原来一个省只做几个城市，现在渗透率高，团队人员也扩大了，所以以省级为作战单位。
- 九阳的家居体验馆现在已经 1000 多个，大多是在经济发达地区。基本上都是以补助的方式和经销商一起去做，所以经销商会评估是否能做，所以会慎重考虑存活率。