

豆浆机市场下滑拖累公司业绩

公司研究简报

◆事件:

公司公布中报: 上半年收入 26 亿元, 同比增长 8%; 归属母公司净利润 2.75 亿元, 同比增长 1%; 每股收益 0.36 元。

◆豆浆机市场下滑, 公司受困豆浆机业务一支独大

2011 年第二季度豆浆机市场开始下滑, 公司豆浆机业务一支独大, 因此业绩受到拖累。虽然一季度公司收入同比增长 45%, 表现不错, 但第二季度收入同比下滑 12%。上半年, 以豆浆机为主食品加工机系同比下滑 5%

豆浆机业务的下滑拖累了公司业绩, 食品加工机系列 (包括豆浆机、料理机、榨汁机、商用机, 以豆浆机为主) 销售 17.7 亿元 (占主业的 68%), 同比下滑 5%; 占比不大的营养煲 (包括电压力煲、紫砂煲、开水煲)、电磁炉以及粮食初加工业务都分别快速增长 66%、39%、53%。

◆新品推出, 第二季度盈利能力所回升, 但表现差于去年

由于第二季度是传统推出新品的时期, 因此相比第一季度毛利率和净利率都有所回升。但由于 2010 年推出的新品表现突出, 2011 年未能超越, 因此第二季度同比毛利率和净利率都有所下滑。

◆净水器、健康休闲游处于培育期

经过长期的考虑, 公司终于为其大量的闲置资金找到了投资方向——净水器业务和健康休闲旅游项目。上半年, 公司进入水处理市场的批文还未全部获得, 上半年净水器业务并未发力, 仅销售 790 万。随着开能环保的上市, 公司净水器业务可能会受到市场更多的关注。而公司的健康休闲游项目还处于构想阶段, 并未实施。

◆对公司长短期看法的修正:

维持公司当前处于业务结构性调整时期的判断。小幅下调公司盈利预测, 预计 2011-2013 年 EPS 为 0.80 (-0.06) / 0.92 (-0.07) / 1.04 (-0.07) 元。公司 2010 年第三季度业绩表现优秀, 因此第三季度公司的同比基数依然较大, 预期业绩难有好表现, 维持公司“中性”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	4,636	5,347	5,607	6,362	7,410
营业收入增长率	7.24%	15.32%	4.88%	13.45%	16.48%
净利润 (百万元)	610	591	610	702	794
净利润增长率	13.32%	-3.09%	3.24%	15.16%	13.00%
EPS (元)	0.80	0.78	0.80	0.92	1.04
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.80%	20.31%	19.43%	19.23%	18.77%
P/E	13	14	13	12	10

中性 (维持)

当前价/目标价: 10.81/12.00 元

目标期限: 6 个月

分析师

周励谦

(执业证书编号: S0930510120024)

联系人

何伟

021-22169108

hewei@ebscn.com

市场数据

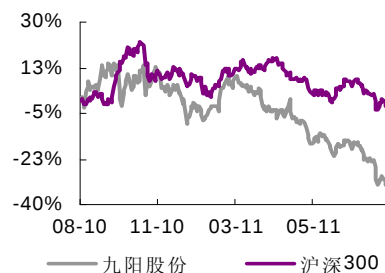
总股本(亿股): 7.61

总市值(亿元): 82.26

一年最低/最高(元): 9.87/18.28

近 3 月换手率: 19.00%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.11	-11.82	-28.45
绝对	-7.68	-14.41	-26.65

相关研报

直面竞争, 调整与防御之年

2010-04-02

竞争力经受检验, 业绩恢复增长

2010-10-29

全面股权激励, 备战升级

2011-02-15

平稳心态看待公司业绩低于预期

利润表分析

上半年收入 26 亿元，同比增长 8%，其中第二季度收入下滑 12%；归属母公司净利润 2.75 亿元，同比增长 1%；每股收益 0.36 元。

由于第二季度是传统推出新品的时期，因此相比第一季度毛利率和净利率都有所回升。但由于 2010 年推出的新品表现突出，今年未能超越，因此第二季度同比毛利率和净利率都有所下滑。

图表 1：利润表

(百万元)	2010	2009	11H1	10H1	11Q2	11Q1	10Q4	10Q3	10Q2	10Q1
一、营业总收入	5,347	4,636	2,596	2,408	1,372	1,225	1,348	1,591	1,561	846
YoY	15%		8%	10%	-12%	45%	6%	34%	28%	-12%
二、营业总成本	4,533	3,904	2,206	2,024	1,150	1,056	1,197	1,312	1,278	746
营业成本	3,403	2,845	1,667	1,514	866	802	886	1,003	954	560
销售费用	791	746	366	372	213	153	206	213	258	114
管理费用	367	327	165	161	67	97	110	96	86	75
财务费用	-42	-43	-19	-19	-16	-3	-14	-8	-15	-4
资产减值损失	5	24	3	-7	1	1	6	6	-7	0
三、其他经营收益	1	0	2	-	2	-	-	-	-	-
四、营业利润	814	733	392	383	223	169	151	280	283	100
YoY	11%		2%	-6%	-21%	69%	42%	29%	19%	-42%
加：营业外收入	29	59	5	6	3	1	21	2	2	4
减：营业外支出	13	7	4	5	3	1	4	5	4	1
五、利润总额	830	785	393	384	224	169	168	277	281	103
YoY	6%		2%	-11%	-20%	64%	27%	25%	9%	-40%
减：所得税	154	71	86	78	49	37	20	56	60	19
六、净利润	676	714	307	306	175	132	148	221	221	85
YoY	-5%		0%	-17%	-21%	56%	-5%	16%	0%	-42%
减：少数股东损益	85	104	32	33	22	10	23	29	31	2
母公司所有者净利润	591	610	275	273	153	122	125	193	190	83
YoY	-3%		1%	-14%	-20%	47%	-9%	24%	1%	-35%
完全摊薄 EPS(元)	0.78	0.80	0.36	0.36	0.20	0.16	0.16	0.25	0.25	0.11
毛利率	36.4%	38.6%	35.8%	37.1%	36.9%	34.5%	34.3%	37.0%	38.9%	33.8%
销售费用率	14.8%	16.1%	14.1%	15.5%	15.6%	12.5%	15.3%	13.4%	16.6%	13.4%
管理费用率	6.9%	7.0%	6.3%	6.7%	4.9%	7.9%	8.1%	6.1%	5.5%	8.8%
财务费用率	-0.8%	-0.9%	-0.7%	-0.8%	-1.2%	-0.2%	-1.0%	-0.5%	-1.0%	-0.4%
营业利润率	15.2%	15.8%	15.1%	15.9%	16.2%	13.8%	11.2%	17.6%	18.1%	11.8%
净利润率	12.6%	15.4%	11.8%	12.7%	12.7%	10.8%	11.0%	13.9%	14.2%	10.0%
所得税率	18.6%	9.1%	21.8%	20.4%	21.9%	21.9%	12.0%	20.1%	21.3%	17.9%
少数股东损益占比	12.6%	14.6%	10.3%	10.8%	12.4%	7.6%	15.7%	12.9%	14.0%	2.3%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

业务分析

豆浆机业务的下滑拖累了公司业绩，食品加工机系列（包括豆浆机、料理机、榨汁机、商用机，以豆浆机为主）销售 17.7 亿元，同比下滑 5%；占比不大的营养煲（包括电压力煲、紫砂煲、开水煲）、电磁炉以及粮食初加工都分别快速增长 66%、39%、53%。净水器上半年实现 790 万元销售。由于进入水处理市场的批文还未全部获得，公司净水器市场还未发力。

根据中怡康数据，2010 年，豆浆机零售市场发力，销量快速增长 44%，达到 3136 万台规模，基本进入成熟期，豆浆机市场也于第二季度开始下滑。

图表 3：公司业务表现

	11H1	10H2	10H1	09H2	09H1
食品加工机系列(百万元)	1,765	2,194	1,849	1,881	1,741
营养煲系列(百万元)	422	391	255	280	190
电磁炉系列(百万元)	352	331	253	269	225
豆料(百万元)	24	42	15	11	20
净水行业(百万元)	8				
其他(百万元)	18	-22	20	13	
食品加工机系列毛利率	40.5%	40.4%	40.2%	42.8%	42.0%
营养煲系列毛利率	25.1%	22.7%	24.5%	20.7%	35.1%
电磁炉系列毛利率	25.1%	20.7%	24.3%	17.9%	27.2%
豆料毛利率	27.9%	31.2%	35.0%		
净水行业毛利率	46.1%				
其他毛利率	15.4%	62.1%	60.9%	118.4%	
食品加工机系列 YoY	-5%	17%	6%	-5%	63%
营养煲系列 YoY	66%	40%	34%	64%	65%
电磁炉系列 YoY	39%	23%	12%	-50%	-46%
豆料 YoY	53%	286%		-13%	
净水行业 YoY					
其他 YoY	-10%	-266%		30%	
国内(百万元)	2,558	2,915	2,382	2,447	2,170
国外(百万元)	31	22	10	8	6
国内毛利率	35.7%	35.5%	37.0%	37.3%	40.0%
国外毛利率	26.3%	35.3%	30.0%	52.4%	21.7%
国内 YoY	7%	36%	10%	-10%	35%
国外 YoY	205%	35%	56%	56%	61%
主营业务合计	2,588	2,939	2,392	2,455	2,176
毛利率	35.6%	35.5%	37.0%	37.5%	39.8%
YoY	8%	20%	10%	-9%	35%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

资产负债表分析

预付款项期末数较期初数增长 63.12%，主要系本期公司预付购房款及原材料采购款所致。

存货期末数较期初数降低 35.46%，主要系公司不断加强存货的管理，提高了存货周转速度所致。

递延所得税资产期末数较期初数降低 42.30%，主要系可抵扣暂时性差异减少所致。

应付职工薪酬期末数较期初数降低 67.14%，主要系本期发放职工薪酬所致。

图表 4：资产负债表

(百万元)	2011Q2	占比	同比	比年初	2011Q1	2010Q4	2010Q3	2010Q2	2010Q1
货币资金	2,021	51%	-13%	-12%	2,219	2,287	2,348	2,320	2,387
应收票据	489	12%	-10%	-13%	515	560	611	541	218
应收账款	60	2%	36%	90%	41	32	90	44	28
预付款项	66	2%	-58%	63%	32	40	160	157	170
其他应收款	6	0%	7%	-14%	6	7	7	6	6
存货	236	6%	7%	-35%	238	366	250	220	136
长期股权投资	-	0%			-	-	-	-	-
固定资产	475	12%	-1%	-1%	470	478	475	482	489
在建工程	260	7%	2342%	12%	275	232	22	11	21
无形资产	281	7%	49%	0%	280	281	245	188	189
递延所得税资产	25	1%	-34%	-42%	37	43	48	37	35
资产总计	3,929	100%	-2%	-9%	4,215	4,333	4,295	4,006	3,678
短期借款	-	0%			-	-	-	-	-
应付票据	-	0%			-	-	-	-	-
应付账款	809	21%	-13%	-16%	701	967	962	925	381
预收款项	162	4%	5%	-8%	193	177	131	155	207
应付职工薪酬	33	1%	83%	-67%	33	100	29	18	29
其他应付款	66	2%	-58%	-14%	95	77	192	155	107
长期借款	-	0%			-	-	-	-	-
预计负债	-	0%			-	-	-	-	-
递延所得税负债	-	0%			-	-	-	-	-
负债合计	1,054	27%	-22%	-19%	1,053	1,303	1,414	1,346	768
实收资本(或股本)	761	19%	0%	0%	761	761	761	761	507
资本公积金	903	23%	0%	0%	903	903	903	903	1,157
未分配利润	830	21%	8%	-17%	1,118	996	964	771	936
少数股东权益	69	2%	3%	-42%	129	119	96	68	153
归属母公司所有者权益	2,805	71%	8%	-4%	3,032	2,910	2,785	2,592	2,757
所有者权益合计	2,874	73%	8%	-5%	3,162	3,029	2,881	2,660	2,910

资料来源：公司公告，光大证券研究所

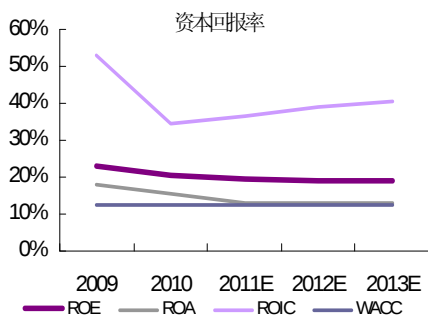
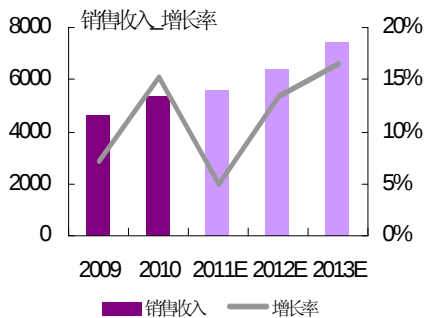
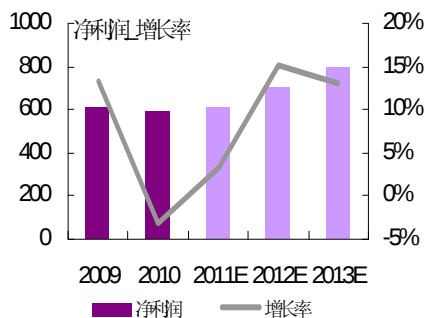
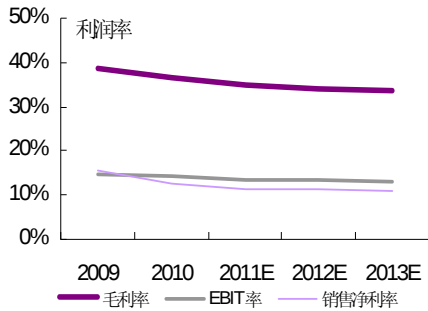
现金流量表分析

公司经营性现金流量健康。由于公司对存货的控制，以及应收票据回款的加速，公司经营活动现金流略大于当期销售规模。

图表 5：现金流量表

(百万元)	2011H1	2011Q1	2010	2009
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	3,046	1,481	6,071	5,599
经营活动现金流入小计	3,081	1,517	6,133	5,689
经营活动现金流入小计 / 营业收入	1.17	1.21	1.14	1.21
经营活动现金流出小计	2,825	1,454	5,583	4,906
经营活动产生的现金流量净额	256	63	550	783
经营活动产生的现金流量净额 / 净利润	0.83	0.48	0.81	1.10
二、投资活动产生的现金流量：				
投资活动现金流入小计	251	0	302	11
投资活动现金流出小计	310	131	662	297
投资活动产生的现金流量净额	-59	-131	-360	-285
三、筹资活动产生的现金流量：				
筹资活动现金流入小计	-	-	-	-
筹资活动现金流出小计	462	-	471	306
筹资活动产生的现金流量净额	-462	-	-471	-306
五、现金及现金等价物净增加额	-265	-68	-282	192

资料来源：公司公告，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,636	5,347	5,607	6,362	7,410
营业成本	2,845	3,403	3,650	4,187	4,923
折旧和摊销	34	46	66	71	76
营业税费	5	9	28	13	15
销售费用	746	791	813	903	1,052
管理费用	327	367	364	401	459
财务费用	-43	-42	-58	-68	-79
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	733	814	810	927	1,040
利润总额	785	830	810	927	1,040
少数股东损益	104	85	22	20	17
归属母公司净利润	609.75	590.91	610.03	702.49	793.81

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	4,005	4,333	4,794	5,466	6,330
流动资产	3,270	3,299	3,818	4,511	5,402
货币资金	2,569	2,287	2,799	3,378	4,033
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	33	32	45	44	51
应收票据	320	560	516	564	705
其他应收款	8	7	8	9	11
存货	280	366	397	448	532
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	495	478	534	570	590
无形资产	191	281	267	253	241
总负债	1,180	1,303	1,513	1,651	1,922
无息负债	1,180	1,303	1,513	1,651	1,922
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	2,825	3,029	3,281	3,814	4,409
股本	507	761	761	761	761
公积金	1,314	1,153	1,214	1,284	1,284
未分配利润	853	996	1,165	1,608	2,185
少数股东权益	151	119	141	162	179

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	783	550	884	750	842
净利润	610	591	610	702	794
折旧摊销	34	46	66	71	76
净营运资金增加	12	329	-150	126	175
其他	128	-417	358	-150	-203
投资活动产生现金流	-285	-360	-49	-49	-49
净资本支出	296	361	50	50	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-581	-721	-99	-99	-99
融资活动现金流	-306	-471	-322	-122	-138
股本变化	240	254	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-79	123	209	139	271
净现金流	192	-282	512	579	655

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.24%	15.32%	4.88%	13.45%	16.48%
净利润增长率	13.32%	-3.09%	3.24%	15.16%	13.00%
EBITDA 增长率	-0.66%	12.94%	-0.08%	13.69%	11.54%
EBIT 增长率	-2.92%	11.89%	-2.65%	14.18%	11.96%
估值指标					
PE	13	14	13	12	10
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	6	9	8	7	6
EV/EBIT	6	9	9	8	6
EV/NOPLAT	7	12	12	10	8
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	4	4	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	38.64%	36.35%	34.91%	34.18%	33.56%
EBITDA 率	15.62%	15.29%	14.57%	14.60%	13.98%
EBIT 率	14.87%	14.43%	13.40%	13.48%	12.96%
税前净利润率	16.94%	15.52%	14.45%	14.57%	14.04%
税后净利润率 (归属母公	13.15%	11.05%	10.88%	11.04%	10.71%
ROA	17.83%	15.60%	13.18%	13.23%	12.81%
ROE (归属母公司) (摊	22.80%	20.31%	19.43%	19.23%	18.77%
经营性 ROIC	52.97%	34.68%	36.55%	39.16%	40.32%
偿债能力					
流动比率	2.77	2.53	2.52	2.73	2.81
速动比率	2.53	2.25	2.26	2.46	2.53
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.80	0.78	0.80	0.92	1.04
每股红利	0.47	0.50	0.25	0.28	0.32
每股经营现金流	1.03	0.72	1.16	0.99	1.11
每股自由现金流(FCFF)	0.50	-0.01	0.99	0.74	0.79
每股净资产	3.51	3.82	4.13	4.80	5.56
每股销售收入	6.09	7.03	7.37	8.36	9.74

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

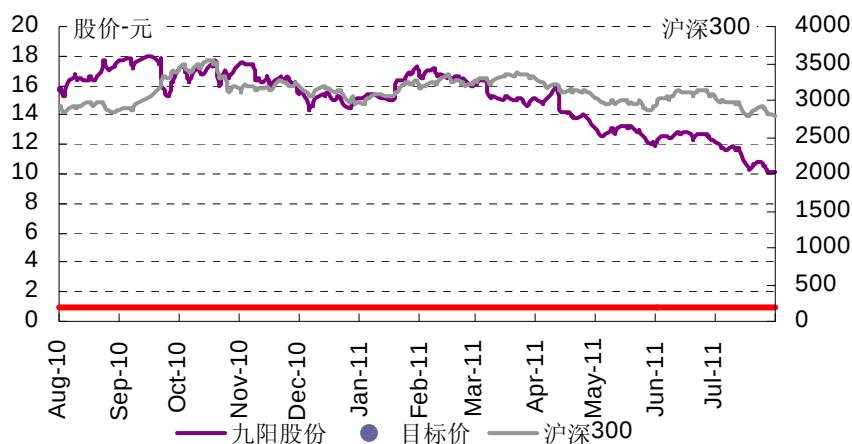
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

投资建议历史表现图

九阳股份（002242）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-10-28	27.59	30.36	增持
2010-08-02	14.55	15.48	增持
2010-10-29	16.23	18.00	增持
2011-02-14	16.39	18.00	增持
2011-02-25	16.44	18.00	中性
2011-03-15	16.57	18.00	中性

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com