



家用电器业/可选消费品

九阳股份（002242）

四季度经营改善，关注创新技术储备

——九阳股份调研简报

 **方馨**
 021-38676685
 fangxin@gtjas.com
 编 S0880511010048

本报告导读：

九阳四季度经营改善，明年二季度将开始较好增长。看好豆浆机技术储备、小电新品类及净水器业务培育。2011-2013 年 EPS 0.79 元、0.90 元与 1.06 元，维持“增持”

投资要点：

- **四季度收入利润应能恢复正增长，从下降到增长的拐点可能是今年三季度或明年一季度。**二三季度收入利润下降主要因豆浆机销量下降，受到 CPI 高企、房地产新装修下降及新品创新不足的影响，“工业润滑油”事件影响了 9 月出货；小电保持了 50% 左右的高增长。10 月收入增长显著恢复，预计四季度消费信心将有改善，单季经营业绩将显著改善；明年二季度开始有望实现较好增长。
- **豆浆机三四级市场空间大，技术储备充足，今年下降后有望恢复较好增长。**今年“植物奶牛”系列新增的果酱功能不太常用；下半年新增的预约功能实用性更强，有望拉动更新需求。储备中的快速泡豆、自动滤渣、豆腐脑及智能型豆浆机均有望显著拉动需求，而便携型豆浆机的推出将使得豆浆机突破家用电器的限制，成为个人用品，那么传统的小电保有量限制与成熟期规模都将被突破。
- **小电新品类推出加速。**公司近年保持了年新增 1-2 个新品类的速度，如去年推出电饭煲和豆芽机，今年电饭煲销售已过亿，豆芽机尚未大规模铺货。今年下半年公司推出电烤炉、电饼铛、煮蛋器、酸奶机等一系列新品类，豆芽机也将一起推广，未来还将推出一系列西式小电。新品类推出加速，反映公司小电技术与经营更为成熟，盈利能力逐步提升，预计未来小电业务能够保持较快的增长速度。
- **净水器市场潜力大，已获产品批文待铺货。**净水器业务可依托公司当前的渠道网络与服务网络，产生协同效应与滤芯持续收入。目前第一批申请的 10 个产品批文已获得，本月将召开订货会。今年目标为盈亏平衡，明后年放量后可期待较好收益。
- **渠道稳步下沉，扩张直管网络，加强县乡分销。**
- **公司一直保持较高的分红率，对应于较低估值水平，股息率应在市场前列。**业务结构仍在转型期，但只要豆浆机不下降，收入利润就能够实现两位数以上增长。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.79 元、0.90 元与 1.06 元，维持“增持”评级。

评级： **增持**

上次评级： 增持

目标价格： 13.40

上次预测： 15.45

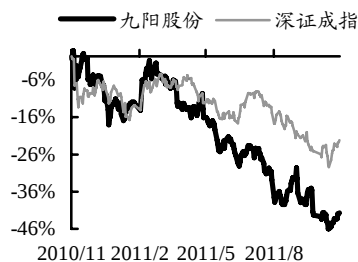
当前价格： 9.13

2011.11.18

交易数据

52 周内股价区间（元）	8.36-18.18
总市值（百万元）	6,947
总股本/流通 A 股（百万股）	761/761
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	4
日均成交值（百万元）	40

52 周内股价走势图



相关报告

《盈利能力保持高位，期待旺季景气复苏》	2011.08.28
《储备中长期发展资源，坚持健康电器主业》	2011.07.25
《产品线增长均衡，股权激励初见成效》	2011.04.21
《健康+创新+运营支撑持续成长》	2011.03.28
《业绩略高于预告，挖掘成长亮点》	2011.03.15

1. 四季度业绩将恢复增长，明年二季度起有望较好增长

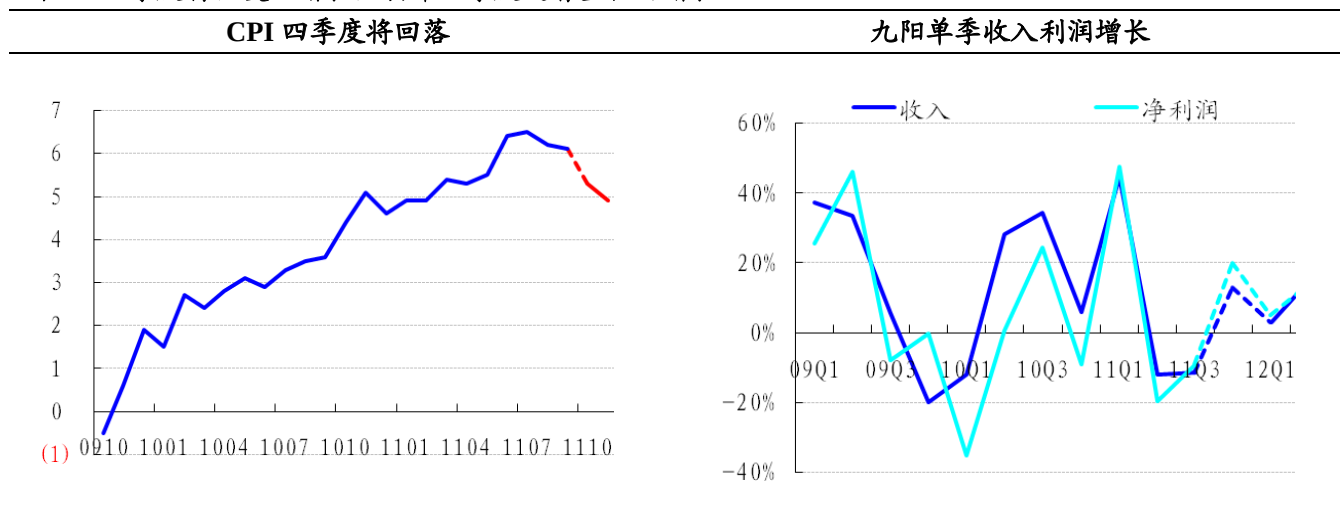
二季度以来，豆浆机销售下降较为显著，二三季度公司收入利润同比持续下降。其中：

- ✓ 5-6月豆浆机行业同比下降达20%-30%，拖累公司收入。7-8月公司豆浆机收入降幅已收窄到个位数，但9月工业润滑油事件发生后，同比降幅又变得比较大了。
- ✓ 小电增长一直不错。上半年收入增长超过50%，前三季度仍有接近50%的增长。其中，去年下半年新扩展的电饭煲销售不错，目前市占率4%，还有上升潜力。

我们认为，二季度以来的豆浆机收入大幅下滑，源于CPI高企影响消费信心、房地产新装修下降影响城市新置需求、新品“植物奶牛”系列与“营养王”相比创新不多等。**四季度收入利润应能恢复正增长，从下降到增长的拐点可能是今年三季度或明年一季度。**

- ✓ 经营大环境会有所改善，不过并非拐点。二三季度CPI高企影响消费者信心，四季度CPI逐步回落较为确定。房地产成交量持续低迷，但下半年期房大量交房，由此带来的小电需求有望好转。
- ✓ 从基数及新品看，四季度收入增长将复苏。去年二季度推出新品“营养王”系列取得较大成功，二三季度收入基数较高；四季度基数已经下降，且下半年预约功能推出有望拉动销售。小电新增电烤炉、电饼铛、酸奶机、煮蛋器等品类，收入维持较高增长可以期待。净水器第一批10个产品批文已经全部取得，下一步可能召开订货会，铺货有望给力。
- ✓ 10月单月收入增长显著恢复，豆浆机恢复正增，反映“工业润滑油”事件影响的恢复、基数的下降及双月考核的影响。今年全年仍有望实现正的收入利润增长。
- ✓ 明年一季度基数稍高，可能是明年全年的增速低点；但考虑到新品类推出及净水器放量，也可能不会出现负增长。二季度开始CPI将较低，对应于较低的收入基数，有望实现较好增长。

图1：四季度将恢复正增长，明年二季度起有望较好增长



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

注：虚线后为预测值

2. 三大业务板块经营战略较为明晰

对于豆浆机、小电及净水器三大业务板块，公司有较为明晰的市场判断与经营战略：

- ✓ 看好豆浆机的使用频率和消费黏性，豆料需求增长侧面反映豆浆机使用需求。未来豆浆机城市市场会稳定，但是在三四级增量还会非常大，来自新置需求与杂牌替代。产品战略方面，还将持续以技术专利应用于产品升级换代。今年下半年推出的预约功能，其实用新型专利授权于09年申请，10年取得。公司豆浆机技术专利储备，至少还包括：便携式、浆渣分离、自动做豆腐脑、自动识别物料、粉碎部件可拆卸（以适应多种物料）、安全防护等，豆浆机的易用性和多功能性仍有较大扩张空间，便携式设计有望使其突破家用电器的限制，成为一种个人料理用品。
- ✓ 小电需求与经济和房地产有一定关系，但仍然属于较有防御性的。公司小电战略有两个重要方向：1.现

有产品扩大市场份额，提升盈利能力。例如电饭煲，目前推出 1 年市场份额 4%，还有较大潜力。2.扩品类步伐加快，下半年推出了电烤炉、电饼铛、煮蛋器、酸奶机等，未来还会陆续推出各种西式小电，例如烤箱，煎炸机器等。

- ✓ 净水器市场潜力较大，每次出现水污染等事件都会出现短暂爆发，整体市场的净水器需求也将逐步受到带动。公司净水器业务刚刚起步，已拿到整机批文，即将广泛铺货销售。战略与目标：1.渠道方面，把握水处理产品进入家电主流渠道的契机，使现有渠道与其产生协同效应；同时利用海狼星的原有家电市场渠道并继续开拓。2.把服务作为净水器销售的关键，依托小电服务网络开拓业务并整合市场，获取持续的滤芯收入。3.今年目标为盈亏平衡，明后年销售放量后，可期待较好利润水平。

表 1：九阳豆浆机储备技术专利不完全统计

专利号	主要功能	授权日期	对应产品（大部分尚未推出）
201010011431	自动识别适应海拔	2010 年 6 月	海拔自适应豆浆机
201010103103	果蔬热饮	2010 年 6 月	果蔬热饮豆浆机
200920226113	机头高度可调整，制浆量范围大	2010 年 6 月	宽容量豆浆机
200920240618	豆浆预约	2010 年 7 月	植物奶牛带预约（11 下半年）
200920279786	机头体积小重量轻，便于携带和清洗，制浆范围大，噪音小	2010 年 9 月	便携小型豆浆机
201010163505	自动检测水位	2010 年 9 月	防干烧豆浆机
200920253283	粉碎装置可拆卸，适用多种物料	2010 年 9 月	多物料豆浆机
201010179192	泡豆更为快速卫生	2010 年 10 月	快速泡豆豆浆机
201010186954	自动做豆腐脑	2010 年 10 月	豆腐脑豆浆机
201020110889	使用电机自动滤渣	2010 年 11 月	自动滤渣豆浆机
201020133623	自动识别物料，简化按键	2010 年 12 月	智能豆浆机

数据来源：百度专利，国泰君安证券研究

3. 渠道稳步下沉，加强县乡分销

公司渠道战略最关键的在于三四级市场，拟保持每年新增 3000-4000 个网点的速度渗透。

- ✓ **看好三四级市场销售潜力。**保有量水平还比较低，同时市场上充斥各种小品牌和杂牌产品，公司渠道渗透后能够有效清洗市场。另外，公司也将更多开发三四级市场针对性产品。
- ✓ **扩张直管销售网络。**公司采取扁平经销商制，200 多个一级经销商最多渗透到地级。为了加强对三四级市场的控制力，公司将一些规模较大的分销商纳入直管网络，即“1.5 级经销商”的概念。目前已经发展了近千个 1.5 级经销商。
- ✓ **加强县乡分销。**新增网点规划中，东部拟每县增加 3-4 个网点，西部要覆盖到县。对于部分薄弱市场，公司会更换或新增分销商，进一步加强分销网络。

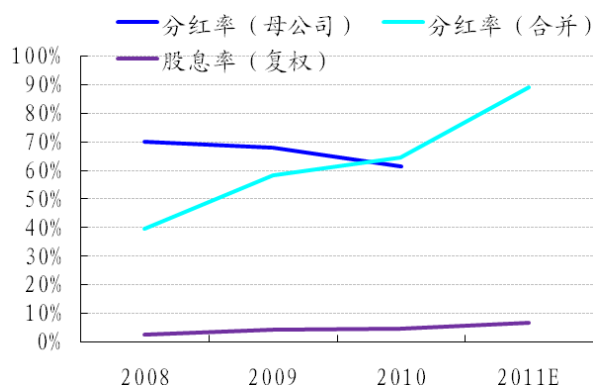
4. 股息率处于市场前列，未来增长仍可期待

公司上市后保持了较高的分红率，我们认为未来还能够持续。对应于较低估值，形成了非常高的股息率。

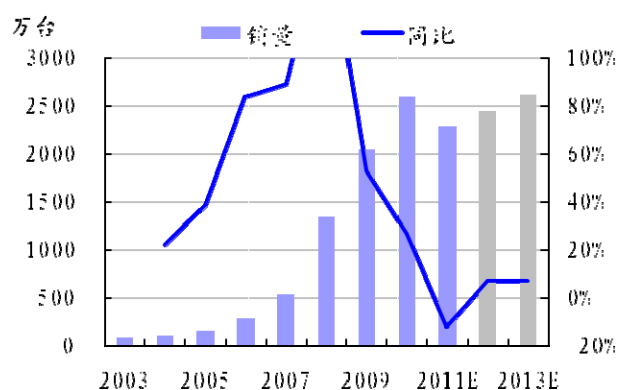
- ✓ 2008-2010 年分红分别达到 2.1 亿元、3.6 亿元与 3.8 亿元，占母公司净利润的比重在 60%-70%；2011 年中期更达到了 5.3 亿元，超过母公司中期净利润，估计占合并报表全年净利润的比重接近 90%。
- ✓ 分红率高的原因具有持续性。1.公司现金流非常好，手持现金较多。资本支出一直较少，临安土地项目的投资是少量逐步的，对现金流影响不大。2.公司主要股东（高管）及持股业务骨干主要以分红方式获取公司收益，而非出售股票。
- ✓ 今年公司估值水平大幅下降，以当前股价来看，股息率达到 6.7%，应该居于市场前列。如果以分红率 75%、动态估值 15x 来计算，当年分红的股息率即可达到 5%，已经是比较高的水平。

图 2:

分红率与股息率



豆浆机内销市场规模



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

注: 股息率以当前股价计算, 未复权

公司业务结构有显著改善, 豆浆机占比从以往的 70%以上下降到了 60%左右, 但仍处于转型期。新业务净水器市场潜力较大, 但还处于培育期。因此, 我们并不期待公司近两年有非常好的增长, 但只要豆浆机收入不持续下降, 那么公司收入利润实现两位数以上增长是比较合理的。

- ✓ 如果说豆浆机市场规模在 2500 万台左右波动, 那么明后年还有增长空间。如果新品有效刺激更新、便携式产品推出突破家用电器范畴, 那么市场规模突破一般成熟小电的 3000 万台左右是完全有可能的。
- ✓ 小电业务在市场份额和新品类扩张等方面都有较大空间。虽然下半年推出的电烤炉、电饼铛、煮蛋器、酸奶机及未来将推出的西式小电等市场需求不如当前的主流品种, 但都有望进入成长期; 当前主流品种电压力锅、电水壶等都仍有较好增长, 未来几年小电收入 20%以上增长应无压力。
- ✓ 净水器市场处于培育期, 明后年将逐步放量, 未来在规模和利润水平上都有望和豆浆机分庭抗礼。
- ✓ 业务结构转型过程中, 豆浆机占比持续下降, 利润率较低的小电及新业务占比提升, 是否影响到盈利能力? 过去两年中, 小电占比提升伴随着生产效率与管理效率提高, 小电业务盈利能力增强, 盈利能力并未出现太大下降。未来小电盈利能力还将逐步提升, 净水器放量后盈利能力有望接近豆浆机, 整体盈利能力有望维持较高水平。

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.79 元、0.90 元与 1.06 元, 维持“增持”评级。

表 2: 九阳股份收入分类预测

分类 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
家用豆浆机	3,250	3,600	3,200	3,456	3,732	11%	-11%	8%	8%
料理商用	372	443	480	588	743	19%	8%	23%	26%
电磁炉	494	584	776	838	906	18%	33%	8%	8%
小电 (现有)	471	646	937	1,143	1,348	37%	45%	22%	18%
小电 (新增)			28	120	268			321%	124%
豆料	25	42	63	95	143	66%	50%	50%	50%
净水器			50	200	500			300%	150%

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

注: 分拆数据为大致估计

作者简介:

方馨:

执业资格证书编号: S0880511010048

电话: 021-38676685

邮箱: fangxin@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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		