

收入业绩承压，毛利率持续提升

九阳股份(002242)

事件概述

公司发布 2022 年年报：22 年收入 101.77 亿元 (YOY-3.45%)，归母净利润 5.30 亿元 (YOY-28.98%)，扣非归母净利润 5.47 亿元 (YOY-8.30%)。对应 Q4 收入 32.52 亿元 (YOY-7.32%)，归母净利润 0.25 亿元 (YOY-69.79%)，扣非归母净利润 0.89 亿元 (YOY+76.66%)。

分析判断

收入端：全年承压，Q4 降幅走阔。分品类看，22 年全年食品加工机/营养煲/西式电器/炊具系列实现收入同比分别-7.5%/-3.3%/+5.0%/-15.6%。其中食品加工机系列降幅较 21 年明显收窄 (21 年 yoy-27%)，占收入比例进一步下降 1.4pct 至 32.2%。分地区看，22 年境内销售同比下滑 2.6%，境外销售同比下滑 9.0%。拆分渠道，线上略有下滑 (yoy-0.2%)，线下受疫情等影响较为严重，同比下滑 8%。

盈利端：22 年公司整体毛利率为 29.1%，同比增加 1.3pct，其中境内销售/线下渠道提升更为显著，同比分别+1.8/+2.1pct。我们判断主要受益于 1) 太空系列产品热销，在相应品类中占比提升带动毛利率抬升；2) 线下渠道持续推进 ShoppingMall 为代表的太空科技样板终端建设，转化率提高。Q4 公司整体毛利率达 29.8%，同比增加 6.3pct。费用率方面，22 年销售/管理/研发费用率同比分别+0.7/+0.5/+0.4pct，对应 Q4 同比分别+2.1/+0.7/+0.8pct，公司在费用投放上更加积极。此外，受信托及基金产品公允价值变动影响，公司 22 年存在-1.06 亿元非经常性投资收益，且主要计入 Q4，拖累业绩端表现。综合影响下 22 年全年公司归母净利率水平为 5.2%，同比-1.9pct，若以扣非口径计算，则扣非归母净利率为 5.4%，同比-0.3pct。

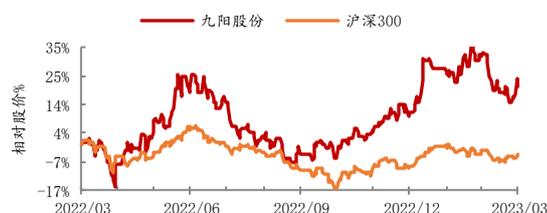
投资建议

厨房小家电龙头，在原有优势品类食品加工机承压下滑背景下积极寻求新品类突破，电饭煲、空气炸锅等品类表现亮眼，全资持股尚科宁家中国叠加新总经理赋能，清洁品类有望实现快速发展。产品策略上主打太空系列，销售占比提升带动公司整体毛利率持续改善。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 113.27/123.44/134.77 亿元，同比分别增长 11.30%/8.98%/9.18%。毛利率方面，考虑到高端战略推进、大宗价格回落，预计 23-25 年毛利率稳步提升。费用率方面，公司费用投放较为积极，预计费用率仍将有所抬升。对应 23-25 年归母净利润分别为 7.73/8.87/10.06 亿

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	17.92
股票代码：	002242
52 周最高价/最低价：	20.28/13.33
总市值(亿)	137.45
自由流通市值(亿)	137.21
自由流通股数(百万)	765.69



分析师：陈玉卢
邮箱：chenyl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522090001
联系电话：

联系人：李琳
邮箱：lilin1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

元，同比分别增长 46.01%/14.77%/13.34%，相应 EPS 分别为 1.01/1.16/1.31 元，以 23 年 3 月 31 日收盘价 17.92 元计算，对应 PE 分别为 17.78/15.49/13.67 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 18.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

国内消费复苏不及预期；清洁电器品类拓展不及预期；原材料价格大幅上涨。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,540	10,177	11,327	12,344	13,477
YoY (%)	-6.1%	-3.5%	11.3%	9.0%	9.2%
归母净利润(百万元)	746	530	773	887	1,006
YoY (%)	-20.7%	-29.0%	46.0%	14.8%	13.3%
毛利率 (%)	27.8%	29.1%	29.3%	29.6%	29.9%
每股收益 (元)	0.97	0.70	1.01	1.16	1.31
ROE	17.5%	16.0%	18.9%	17.8%	16.8%
市盈率	18.47	25.60	17.78	15.49	13.67

资料来源: wind, 华西证券

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 分析判断.....	4
3. 投资建议.....	4
4. 风险提示.....	5

图表目录

图 1 可比公司估值表	5
-------------------	---

1. 事件概述

公司发布 2022 年年报：22 年收入 101.77 亿元 (YOY-3.45%)，归母净利润 5.30 亿元 (YOY-28.98%)，扣非归母净利润 5.47 亿元 (YOY-8.30%)。对应 Q4 收入 32.52 亿元 (YOY-7.32%)，归母净利润 0.25 亿元 (YOY-69.79%)，扣非归母净利润 0.89 亿元 (YOY+76.66%)。

2. 分析判断

收入端：全年承压，Q4 降幅走阔。分品类看，22 年全年食品加工机/营养煲/西式电器/炊具系列实现收入同比分别-7.5%/-3.3%/+5.0%/-15.6%。其中食品加工机系列降幅较 21 年明显收窄 (21 年 yoy-27%)，占收入比例进一步下降 1.4pct 至 32.2%。分地区看，22 年境内销售同比下滑 2.6%，境外销售同比下滑 9.0%。拆分渠道，线上略有下滑 (yoy-0.2%)，线下受疫情等影响较为严重，同比下滑 8%。

盈利端：22 年公司整体毛利率为 29.1%，同比增加 1.3pct，其中境内销售/线下渠道提升更为显著，同比分别+1.8/+2.1pct。我们判断主要受益于 1) 太空系列产品热销，在相应品类中占比提升带动毛利率抬升；2) 线下渠道持续推进 ShoppingMall 为代表的太空科技样板终端建设，转化率提高。Q4 公司整体毛利率达 29.8%，同比增加 6.3pct。费用率方面，22 年销售/管理/研发费用率同比分别+0.7/+0.5/+0.4pct，对应 Q4 同比分别+2.1/+0.7/+0.8pct，公司在费用投放上更加积极。此外，受信托及基金产品公允价值变动影响，公司 22 年存在-1.06 亿元非经常性投资收益，且主要计入 Q4，拖累业绩端表现。综合影响下 22 年全年公司归母净利率水平为 5.2%，同比-1.9pct，若以扣非口径计算，则扣非归母净利率为 5.4%，同比-0.3pct。

3. 投资建议

厨房小家电龙头，在原有优势品类食品加工机承压下滑背景下积极寻求新品类突破，电饭煲、空气炸锅等品类表现亮眼，全资持股尚科宁家中国叠加新总经理赋能，清洁品类有望实现快速发展。产品策略上主打太空系列，销售占比提升带动公司整体毛利率持续改善。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 113.27/123.44/134.77 亿元，同比分别增长 11.30%/8.98%/9.18%。毛利率方面，考虑到高端战略推进、大宗价格回落，预计 23-25 年毛利率稳步提升。费用率方面，公司费用投放较为积极，预计费用率仍将有所抬升。对应 23-25 年归母净利润分别为 7.73/8.87/10.06 亿元，同比分别增长 46.01%/14.77%/13.34%，相应 EPS 分别为 1.01/1.16/1.31 元，以 23 年 3 月 31 日收盘价 17.92 元计算，对应 PE 分别为 17.78/15.49/13.67 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 18.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值表

	股票名称	股价(元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
	苏泊尔	54.15	2.97	3.18	3.54	18.3	17.0	15.3
	新宝股份	17.04	1.43	1.62	-	11.9	10.5	-
	小熊电器	70.40	2.89	3.33	-	24.4	21.2	-
	平均数					18.2	16.2	
	九阳股份	17.92	1.01	1.16	1.31	17.8	15.5	13.7

资料来源：wind(2023年3月31日收盘价，其中新宝EPS预测为WIND一致预期)，华西证券

4. 风险提示

国内消费复苏不及预期；清洁电器品类拓展不及预期；原材料价格大幅上涨。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,177	11,327	12,344	13,477	净利润	523	749	861	978
YoY (%)	-3.5%	11.3%	9.0%	9.2%	折旧和摊销	116	212	221	224
营业成本	7,217	8,010	8,692	9,449	营运资金变动	-82	-222	329	-336
营业税金及附加	55	56	61	68	经营活动现金流	610	696	1,366	818
销售费用	1,593	1,767	1,915	2,097	资本开支	-57	-112	-120	-115
管理费用	376	402	440	482	投资	-18	-102	-118	-117
财务费用	-65	-26	-35	-54	投资活动现金流	228	-170	-194	-184
研发费用	390	403	447	490	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-24	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	28	44	45	48	筹资活动现金流	-1,328	0	0	0
营业利润	591	844	967	1,099	现金净流量	-490	526	1,173	634
营业外收支	-8	0	0	0					
利润总额	583	844	967	1,099	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	61	95	106	121	成长能力				
净利润	523	749	861	978	营业收入增长率	-3.5%	11.3%	9.0%	9.2%
归属于母公司净利润	530	773	887	1,006	净利润增长率	-29.0%	46.0%	14.8%	13.3%
YoY (%)	-29.0%	46.0%	14.8%	13.3%	盈利能力				
每股收益	0.70	1.01	1.16	1.31	毛利率	29.1%	29.3%	29.6%	29.9%
					净利率	5.2%	6.8%	7.2%	7.5%
					总资产收益率 ROA	7.5%	8.4%	9.4%	8.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	16.0%	18.9%	17.8%	16.8%
货币资金	1,570	2,095	3,268	3,902	偿债能力				
预付款项	15	19	20	22	流动比率	1.34	1.40	1.64	1.65
存货	680	1,333	832	1,514	速动比率	1.12	1.10	1.42	1.37
其他流动资产	2,671	3,653	3,198	4,243	现金比率	0.43	0.41	0.73	0.67
流动资产合计	4,936	7,101	7,319	9,681	资产负债率	53.0%	55.9%	47.9%	50.1%
长期股权投资	218	224	239	254	经营效率				
固定资产	637	628	624	621	总资产周转率	1.31	1.39	1.32	1.26
无形资产	121	119	118	116	每股指标 (元)				
非流动资产合计	2,138	2,141	2,158	2,166	每股收益	0.70	1.01	1.16	1.31
资产合计	7,075	9,241	9,477	11,847	每股净资产	4.32	5.33	6.48	7.80
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	0.80	0.91	1.78	1.07
应付账款及票据	2,924	4,221	3,558	4,867	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	748	869	907	990	估值分析				
流动负债合计	3,673	5,090	4,465	5,857	PE	25.60	17.78	15.49	13.67
长期借款	0	0	0	0	PB	3.82	3.36	2.76	2.30
其他长期负债	76	76	76	76					
非流动负债合计	76	76	76	76					
负债合计	3,748	5,166	4,540	5,932					
股本	767	767	767	767					
少数股东权益	13	-11	-37	-65					
股东权益合计	3,326	4,076	4,936	5,914					
负债和股东权益合计	7,075	9,241	9,477	11,847					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业分析师，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。