

## 九阳股份 (002242.SZ) 2022Q4 盈利能力迎拐点, 关注 2023 年业绩改善

2023 年 04 月 03 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

陆帅坤 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

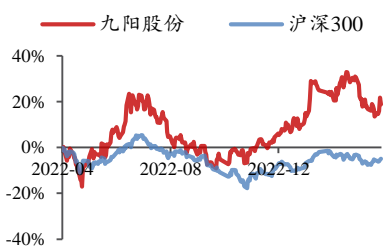
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790121060033

日期	2023/4/3
当前股价(元)	16.60
一年最高最低(元)	20.28/13.33
总市值(亿元)	127.32
流通市值(亿元)	127.11
总股本(亿股)	7.67
流通股本(亿股)	7.66
近 3 个月换手率(%)	44.95

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2022Q3 外销恢复正增长, 毛利率持续修复趋势——公司信息更新报告》-2022.10.30

《2022Q2 毛利率修复, 静待成本缓和后盈利改善——公司信息更新报告》-2022.9.1

《2022Q1 业绩短期承压, 关注产品策略及渠道战略转型驱动盈利逐季度改善——公司信息更新报告》-2022.5.1

● **2022Q4 盈利能力迎拐点向上, 看好 2023 年内外销改善, 维持“买入”评级**  
2022 年公司实现营收 101.77 亿元 (-3.45%), 归母净利润 5.3 亿元 (-28.98%), 扣非归母净利润 5.47 亿元 (-8.3%), 非经常性损益主要来自于信托及基金产品公允价值变动损失。2022Q4 营收 32.52 亿元 (-7.32%), 归母净利润 0.25 亿元 (-69.79%), 扣非归母净利润 0.89 亿元 (+76.66%), Q4 盈利拐点向上。考虑到渠道建设和产品推广下费用阶段性提升, 我们下调 2023-2024 年盈利预测, 并新增 2025 年盈利预测, 预计归母净利润 7.72/8.62/9.57 亿元 (2023-2024 年原值为 8.11/9.33 亿元), 对应 EPS 为 1.01/1.12/1.25 元, 当前股价对应 PE 为 17.8/15.9/14.4 倍, 考虑到产品结构升级及渠道建设稳步推进, 维持“买入”评级。

● **2022 年线上渠道保持平稳, 2022H2 营养煲及食品加工机营收增速改善**  
分品类看, 2022 年公司食品加工机/营养煲/西式电器/炊具/其他产品营收同比分别 -7.5%/-3.3%/+4.97%/-15.6%/+20.32%, 西式电器增长主系空气炸锅拉动, 其中 2022H2 食品加工机/营养煲/西式电器/炊具系列营收同比分别 -5%/+3%/-13%/-25%, H2 食品加工机增速环比改善, 营养煲同比恢复正增长主要系太空系列产品拉动。分区域看, 2022 年公司境内/境外分别实现营收 88.5/13.26 亿元, 同比分别 -2.56%/-9.03%, 其中向 JS 环球生活销售产品收入 11.63 亿元 (-2.08%), 2022H2 境内/境外营收同比分别 -4.5%/-13.4%。分渠道看, 2022 年公司线上/线下分别实现营收 61.6/40.17 亿元, 同比分别 -0.22%/-8.02%。

● **产品结构优化带动内销毛利率提升, 建议关注 2023 年内外销改善**  
2022 年整体毛利率 29.09% (+1.3pct), 其中境内毛利率同比 +1.77pct, 毛利率提升主要系产品结构优化及成本回落。费用端, 2022 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +0.66pct/+0.37pct/+0.44pct/-0.47pct。综合影响下 2022 年扣非净利率 5.38% (-0.28pct), 2022Q4 扣非净利率 2.73% (+1.3pct), Q4 盈利迎拐点向上。展望后续, 关联公告预计 2023 年外销恢复双位数增长, 建议关注内外销改善。

● **风险提示:** 海外需求持续疲弱; 产品结构优化不及预期; 原材料价格上涨等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,540	10,177	11,172	12,259	13,207
YOY(%)	-6.1	-3.5	9.8	9.7	7.7
归母净利润(百万元)	746	530	772	862	957
YOY(%)	-20.7	-29.0	45.8	11.7	11.0
毛利率(%)	27.8	29.1	29.5	29.8	30.0
净利率(%)	7.1	5.2	6.9	7.0	7.2
ROE(%)	16.5	15.7	19.4	20.2	20.8
EPS(摊薄/元)	0.97	0.69	1.01	1.12	1.25
P/E(倍)	18.4	26.0	17.8	15.9	14.4
P/B(倍)	3.2	4.1	3.6	3.3	3.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q4 营收仍有压力， 盈利能力迎拐点向上.....	3
2、 产品结构优化带动内销毛利率改善 .....	4
3、 盈利预测与投资建议 .....	5
4、 风险提示 .....	5
附： 财务预测摘要 .....	6

## 图表目录

图 1： 2022 年公司实现营收 101.77 亿元（-3.45%） .....	3
图 2： 2022 年扣非归母净利润 5.47 亿元（-8.3%） .....	3
图 3： 2022Q4 实现营收 32.52 亿元（-7.32%） .....	3
图 4： 2022Q4 实现扣非归母净利润 0.89 亿元（+76.66%） .....	3
图 5： 2022 年公司扣非后净利率 5.38%（-0.28pct） .....	4
图 6： 2022Q4 公司扣非后净利率 2.73%（+1.3pct） .....	4
图 7： 2022 年公司期间费用率 22.54%（+1.0pct）， 其中销售费用率同比+0.66pct .....	5
图 8： 2022Q4 公司期间费用率 26.1%， 同口径下预计销售费用率保持平稳.....	5

## 1、2022Q4 营收仍有压力，盈利能力迎拐点向上

2022 年公司实现营收 101.77 亿元 (-3.45%)，归母净利润 5.3 亿元 (-28.98%)，扣非归母净利润 5.47 亿元 (-8.3%)，非经常性损益主要来自于信托及基金产品公允价值变动损失。分季度来看，2022Q4 公司实现营收 32.52 亿元 (-7.32%)，归母净利润 0.25 亿元 (-69.79%)，扣非归母净利润 0.89 亿元 (+76.66%)，单季度非经常性损益主要来自于信托及基金产品公允价值变动损失，2022Q4 持有交易性金融资产和负债产生的公允价值变动损益为-0.77 亿元。

图1：2022 年公司实现营收 101.77 亿元 (-3.45%)

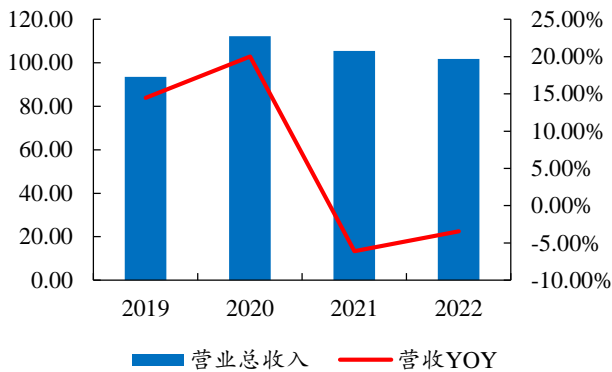
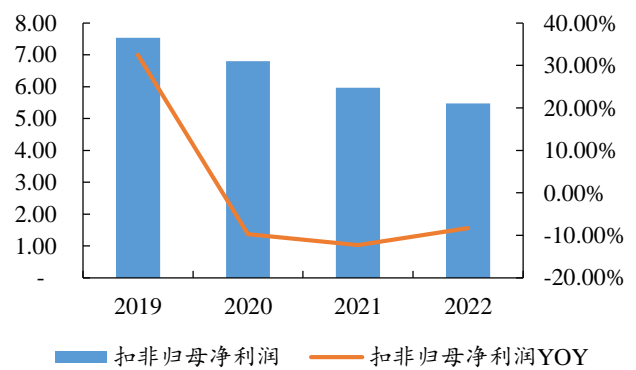


图2：2022 年扣非归母净利润 5.47 亿元 (-8.3%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022Q4 实现营收 32.52 亿元 (-7.32%)

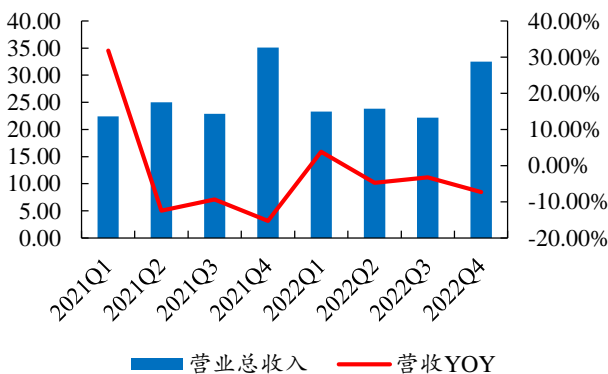
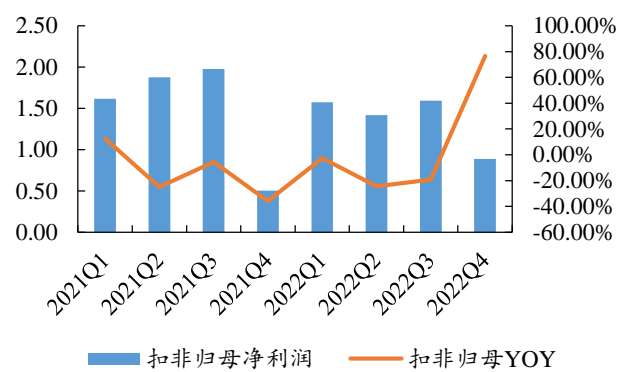


图4：2022Q4 实现扣非归母净利润 0.89 亿元 (+76.66%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**收入按品类拆分：**2022 年公司食品加工机系列/营养煲系列/西式电器系列/炊具系列/其他产品/其他业务营收分别为 32.73/37.06/22.48/6.34/2.06/1.10 亿元，同比分别 -7.5%/-3.3%/+4.97%/-15.6%/+20.32%/+3.54%。西式电器增长主要系空气炸锅拉动。2022H2 食品加工机系列/营养煲系列/西式电器系列/炊具系列营收同比分别 -5%/+3%/-13%/-25%，2022H2 食品加工机增速环比 H1 改善，营养煲同比恢复正增长主要系太空系列产品拉动，西式电器同比下滑主要系空气炸锅同期高基数。

**收入按区域拆分：**2022 年公司境内/境外分别实现营收 88.5/13.26 亿元，同比分别 -2.56%/-9.03%，其中向 JS 环球生活销售产品收入 11.63 亿元 (-2.08%)。2022H2 境内/境外营收同比分别 -4.5%/-13.4%，外销受下游客户去库存影响增速环比 H1 下降。

**收入按渠道拆分：**2022 年公司线上/线下分别实现营收 61.6/40.17 亿元，同比分

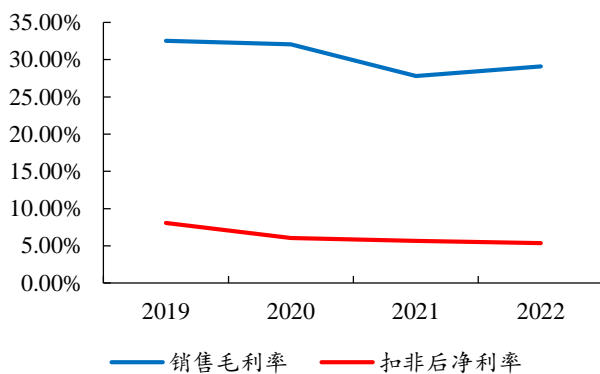
别-0.22%/-8.02%，线上保持平稳或主要系新兴电商拉动。线下中高单位数下滑主要系与JS 环球生活关联业务下滑所致，预计 H2 境内线下保持平稳。

## 2、产品结构优化带动内销毛利率改善

**(1) 毛利率：产品结构优化下毛利率延续同比提升趋势** 2022 年公司整体毛利率为 29.09% (+1.3pct)。单季度来看 2022Q4 毛利率 29.84% (+6.35pct)，同口径下预计仍保持同比提升趋势，整体毛利率主要系原材料成本回落以及产品结构优化所致。**按区域拆分毛利率**，2022 年境内/境外毛利率分别为 32.05%/9.33%，同比分别 +1.77pct/-2.95pct，境内毛利率提升主要系产品结构升级，境外毛利率同比下滑或系外销调价机制相对滞后。**按产品拆分毛利率**，2022 年食品加工机/营养煲/西式电器毛利率同比分别 +1.52pct/+0.89pct/+1.38pct，毛利率均有所提升主要系高毛利太空系列产品占比提升。**按渠道拆分毛利率**，2022 年线上/线下毛利率同比分别 +0.62pct/+2.14pct，线下较大幅度提升或主要系太空终端门店拉动。

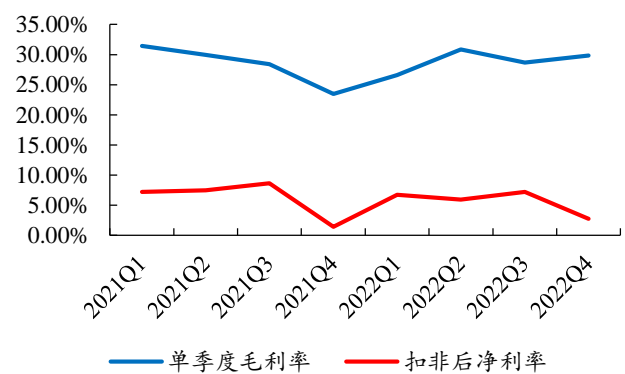
**(2) 净利率：2022Q4 扣非净利率同比恢复正增长。**2022 年公司净利率为 5.2% (-1.87pct)，扣非后净利率 5.38% (-0.28pct)。其中 2022Q4 净利率为 0.77% (-1.58pct)，扣非后净利率 2.73% (+1.3pct)，得益于公司产品结构持续优化以及线下太空终端门店建设，2022Q4 公司扣非净利率同比恢复正增长，迎来拐点。

图5：2022 年公司扣非后净利率 5.38% (-0.28pct)



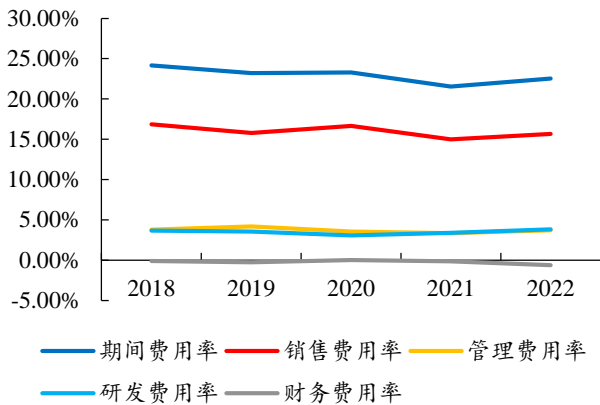
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022Q4 公司扣非后净利率 2.73% (+1.3pct)

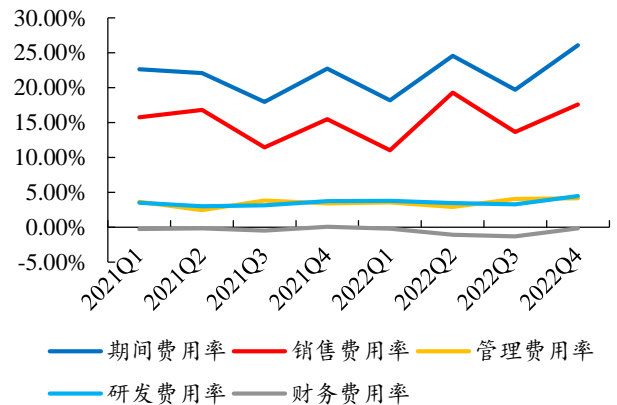


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(3) 费用端：**2022 年公司期间费用率 22.54% (+1.0pct)，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 15.65%/3.7%/3.83%/-0.64%，同比分别 +0.66pct/+0.37pct/+0.44pct/-0.47pct，销售费用率同比提升或系推进线下太空终端门店建设。**分季度来看**，2022Q4 公司期间费用率 26.1%，销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +2.13pct/+0.71pct/+0.76pct/-0.25pct。同口径下预计销售费用率保持平稳，财务费用率下降主要系汇兑收益增加所致。

**图7：2022 年公司期间费用率 22.54% (+1.0pct)，其中销售费用率同比+0.66pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图8：2022Q4 公司期间费用率 26.1%，同口径下预计销售费用率保持平稳**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(3) 营运能力：经营性现金流改善明显，存货周转效率有所提升。**2022 年公司经营性现金流净额 6.1 亿元 (+1855%)，主要系本期收回的贷款增加所致；投资活动现金流净额 2.28 亿元 (-71.08%)，主要系本期赎回的理财减少所致；筹资活动现金流净额-13.28 亿元 (-68.52%)，主要系本期分配股利增加所致。2022 年年末公司存货 6.8 亿元，较 2021 年年末减少 35.09%，主要系本期公司加速库存周转所致，存货周转天数 43.1 天，同比减少 4 天。2022 年年末应收账款 6.87 亿元，较 2021 年年末增加 16.49%，应收账款周转天数 23 天，同比增加 9 天，但仍处相对健康水平。

### 3、盈利预测与投资建议

2022 年公司实现营收 101.77 亿元 (-3.45%)，归母净利润 5.3 亿元 (-28.98%)，扣非归母净利润 5.47 亿元 (-8.3%)，非经常性损益主要来自于信托及基金产品公允价值变动损失。2022Q4 营收 32.52 亿元 (-7.32%)，归母净利润 0.25 亿元 (-69.79%)，扣非归母净利润 0.89 亿元 (+76.66%)，产品结构优化带动 Q4 盈利拐点向上。考虑到渠道建设和产品推广下费用阶段性提升，我们下调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计归母净利润 7.72/8.62/9.57 亿元（原值为 8.11/9.33 亿元），对应 EPS 为 1.01/1.12/1.25 元，当前股价对应 PE 为 17.8/15.9/14.4 倍，考虑到产品结构升级及渠道建设稳步推进，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

海外需求持续疲弱；产品结构优化不及预期；原材料价格上涨等。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6522	4936	3553	3357	4028
现金	1987	1570	1723	1891	2037
应收票据及应收账款	2370	2084	0	0	0
其他应收款	31	24	36	30	41
预付账款	21	15	25	19	28
存货	1048	680	1206	855	1359
其他流动资产	1066	563	563	563	563
<b>非流动资产</b>	1994	2138	2183	2229	2262
长期投资	181	218	267	319	377
固定资产	577	637	649	656	647
无形资产	123	121	108	98	89
其他非流动资产	1113	1163	1160	1155	1148
<b>资产总计</b>	8516	7075	5736	5586	6290
<b>流动负债</b>	4179	3673	1818	1388	1741
短期借款	0	0	1065	640	961
应付票据及应付账款	3428	2924	0	0	0
其他流动负债	750	748	753	748	779
<b>非流动负债</b>	96	76	76	76	76
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	76	76	76	76
<b>负债合计</b>	4275	3748	1893	1464	1816
少数股东权益	-22	13	-12	-43	-69
股本	767	767	767	767	767
资本公积	936	653	653	653	653
留存收益	2537	1921	2071	2240	2371
<b>归属母公司股东权益</b>	4264	3313	3855	4165	4543
<b>负债和股东权益</b>	8516	7075	5736	5586	6290

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-35	610	-678	1153	415
净利润	701	523	747	831	931
折旧摊销	75	74	67	74	80
财务费用	-17	-65	-50	-15	-15
投资损失	-50	-28	-49	-51	-50
营运资金变动	-795	-100	-1338	372	-475
其他经营现金流	51	207	-55	-58	-55
<b>投资活动现金流</b>	789	228	-23	-23	-25
资本支出	97	57	63	66	55
长期投资	-12	-18	-49	-53	-58
其他投资现金流	897	303	89	96	88
<b>筹资活动现金流</b>	-788	-1328	-211	-537	-564
短期借款	0	0	1065	-425	321
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	2	-283	0	0	0
其他筹资现金流	-790	-1045	-1276	-113	-885
<b>现金净增加额</b>	-38	-490	-912	592	-175

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10540	10177	11172	12259	13207
营业成本	7612	7217	7876	8606	9245
营业税金及附加	43	55	55	59	67
营业费用	1580	1593	1788	1974	2113
管理费用	351	376	408	435	462
研发费用	357	390	436	478	502
财务费用	-17	-65	-50	-15	-15
资产减值损失	-2	-24	-10	-14	-20
其他收益	84	88	70	81	79
公允价值变动收益	32	-95	40	45	38
投资净收益	50	28	49	51	50
资产处置收益	0	-0	0	-0	-0
<b>营业利润</b>	774	591	843	926	1038
营业外收入	28	1	13	20	21
营业外支出	11	9	10	10	11
<b>利润总额</b>	790	583	847	936	1048
所得税	89	61	100	105	117
<b>净利润</b>	701	523	747	831	931
少数股东损益	-44	-7	-26	-31	-26
<b>归属母公司净利润</b>	746	530	772	862	957
EBITDA	806	610	899	1009	1119
EPS(元)	0.97	0.69	1.01	1.12	1.25

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-6.1	-3.5	9.8	9.7	7.7
营业利润(%)	-27.5	-23.6	42.6	9.9	12.0
归属于母公司净利润(%)	-20.7	-29.0	45.8	11.7	11.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.8	29.1	29.5	29.8	30.0
净利率(%)	7.1	5.2	6.9	7.0	7.2
ROE(%)	16.5	15.7	19.4	20.2	20.8
ROIC(%)	15.1	14.3	14.9	17.3	16.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.2	53.0	33.0	26.2	28.9
净负债比率(%)	-45.8	-46.0	-16.9	-30.1	-23.9
流动比率	1.6	1.3	2.0	2.4	2.3
速动比率	1.3	1.1	1.2	1.7	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.3	1.7	2.2	2.2
应收账款周转率	26.3	15.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.4	3.6	8.3	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.69	1.01	1.12	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.80	-0.88	1.50	0.54
每股净资产(最新摊薄)	5.56	4.32	5.03	5.43	5.92
<b>估值比率</b>					
P/E	18.4	26.0	17.8	15.9	14.4
P/B	3.2	4.1	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	14.0	20.0	14.6	12.3	11.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn