



# 九阳股份 (002242.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 内销收入承压，外销恢复超预期

### 业绩简评

2023年8月29日公司披露半年报业绩，上半年实现营收43.2亿元，同比-8.3%；实现归母净利润2.5亿元，同比-28.7%；实现扣非归母净利润2.3亿元，同比-24.4%。其中，Q2实现营收24.3亿元，同比+1.8%；实现归母净利润1.3亿元，同比-30.2%；实现扣非归母净利润1.1亿元，同比-23.0%。

### 经营分析

**内销收入承压，外销恢复超预期。**分产品：1H23公司食品加工机/营养煲/西式电器/炊具系列营收分别为12.5/17.6/9.4/19.0/11.8亿元，同比分别-17.0%/+7.3%/-17.1%/-31.6%。食品加工机和炊具需求有所承压，公司太空系列0涂层不粘电饭煲销售情况良好，助推营养煲增速提升，西式电器因空气炸锅高基数影响同比下滑。分地区：1H23公司内销/外销营收分别为33.5/9.1亿元，同比-18.0%/+47.1%，外销占比达到21.3%/+8.2pct，内销下滑较多主因疫情后整体消费环境低迷，外销超预期增长主因客户补库需求增多，海外恢复趋势明显。

**外销占比提升致整体毛利率下降，销售费用利用率提升。**1H23、2Q23公司毛利率分别为27.1%/-1.7pct、26.5%/-4.4pct，整体毛利率下滑主因市场结构变化（低毛利率外销占比提升），分区域来看1H23公司国内、国外毛利率分别为31.4%/-0.2pct、8.9%/-1.3pct，国外毛利率减少主因外销代工比例增加。Q2公司销售/管理/财务/研发费用率为15.8%/7.2%/-1.3%/3.6%，同比-3.5pct/+0.9pct/-0.3pct/+0.1pct，销售费率下降主要因为公司为提高销售费用的利用效率，在渠道、售后及广告费减少（1H23同比减少19.7%）；综合影响下，公司1H23、2Q23净利率分别为5.7%/-1.5pct、5.2%/-2.2pct。

公司今年新推出的“太空科技2.0”系列产品（中高端产品线）进一步优化产品结构，结合总经理换帅改善经营，盈利能力有望持续改善，随国内市场迎来消费复苏，海外持续推出更多本地化、差异化产品，深化与JS环球协同发展，公司业绩有望实现增长。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司2023-2025年实现归母净利5.7/6.5/7.3亿元，同比+7.6%/+14.8%/+12.1%，公司现价对应PE为19.0/16.6/14.8x，维持“增持”评级。

### 风险提示

消费复苏不及预期；行业竞争加剧；汇率变动风险。

国金证券研究所

分析师：苏晨 (执业S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

联系人：鲍秋宇

baoqueiyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.11元

### 相关报告：

- 《营收表现较为稳健，经营提质毛利改善-九阳股份3Q22业绩点评》，2022.10.28
- 《空炸推动西式快增，降本增效毛利改善-九阳股份22H1业绩点评》，2022.8.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,540	10,177	10,643	11,669	12,634
营业收入增长率	-6.09%	-3.45%	4.58%	9.64%	8.27%
归母净利润(百万元)	746	530	569	654	732
归母净利润增长率	-20.69%	-28.98%	7.55%	14.79%	12.05%
摊薄每股收益(元)	0.972	0.690	0.742	0.852	0.955
每股经营性现金流净额	-0.05	0.80	1.18	1.13	1.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.49%	15.98%	16.03%	17.44%	18.46%
P/E	23.87	23.87	19.01	16.56	14.78
P/B	4.17	3.82	3.05	2.89	2.73

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>11,224</b>	<b>10,540</b>	<b>10,177</b>	<b>10,643</b>	<b>11,669</b>	<b>12,634</b>
增长率	-6.1%	-3.5%	4.6%	9.6%	8.3%	
主营业务成本	-7,626	-7,612	-7,217	-7,646	-8,359	-9,015
%销售收入	67.9%	72.2%	70.9%	71.8%	71.6%	71.4%
毛利	3,597	2,929	2,960	2,997	3,310	3,619
%销售收入	32.1%	27.8%	29.1%	28.2%	28.4%	28.6%
营业税金及附加	-59	-43	-55	-53	-58	-63
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,868	-1,580	-1,593	-1,596	-1,750	-1,895
%销售收入	16.6%	15.0%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-398	-351	-376	-404	-443	-480
%销售收入	3.5%	3.3%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	-346	-357	-390	-415	-455	-493
%销售收入	3.1%	3.4%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	927	597	546	528	603	688
%销售收入	8.3%	5.7%	5.4%	5.0%	5.2%	5.4%
财务费用	-1	17	65	22	27	32
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-23	-6	-41	-18	-1	-1
公允价值变动收益	66	32	-95	0	0	0
投资收益	62	50	28	40	40	40
%税前利润	5.8%	6.3%	4.9%	6.1%	5.3%	4.8%
营业利润	1,066	774	591	653	749	840
营业利润率	9.5%	7.3%	5.8%	6.1%	6.4%	6.6%
营业外收支	-4	17	-8	2	2	2
税前利润	1,063	790	583	655	751	842
利润率	9.5%	7.5%	5.7%	6.2%	6.4%	6.7%
所得税	-147	-89	-61	-85	-98	-109
所得税率	13.8%	11.3%	10.4%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	916	701	523	569	654	732
少数股东损益	-24	-44	-7	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>940</b>	<b>746</b>	<b>530</b>	<b>569</b>	<b>654</b>	<b>732</b>
净利率	8.4%	7.1%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	916	701	523	569	654	732
少数股东损益	-24	-44	-7	0	0	0
非现金支出	113	127	157	97	92	102
非经营收益	-57	-69	13	-38	-44	-45
营运资金变动	1,037	-793	-82	274	169	213
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,009</b>	<b>-35</b>	<b>610</b>	<b>903</b>	<b>870</b>	<b>1,003</b>
资本开支	45	42	-57	-154	-154	-154
投资	20	-12	-18	-10	0	0
其他	-724	759	302	40	40	40
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-660</b>	<b>789</b>	<b>228</b>	<b>-124</b>	<b>-114</b>	<b>-114</b>
股权募资	25	25	0	68	0	0
债权募资	0	0	0	23	-32	0
其他	-805	-812	-1,328	-402	-461	-515
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-780</b>	<b>-788</b>	<b>-1,328</b>	<b>-311</b>	<b>-493</b>	<b>-515</b>
<b>现金净流量</b>	<b>553</b>	<b>-38</b>	<b>-490</b>	<b>468</b>	<b>264</b>	<b>374</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,961	1,987	1,570	2,025	2,275	2,635
应收款项	3,035	2,836	2,536	2,634	2,825	2,954
存货	945	1,048	680	862	920	968
其他流动资产	1,358	652	151	155	157	158
流动资产	7,300	6,522	4,936	5,677	6,176	6,716
%总资产	79.9%	76.6%	69.8%	71.6%	72.5%	73.6%
长期投资	913	1,010	1,147	1,157	1,157	1,157
固定资产	657	660	662	740	808	866
%总资产	7.2%	7.8%	9.4%	9.3%	9.5%	9.5%
无形资产	129	125	123	125	127	128
非流动资产	1,835	1,994	2,138	2,252	2,337	2,407
%总资产	20.1%	23.4%	30.2%	28.4%	27.5%	26.4%
<b>资产总计</b>	<b>9,135</b>	<b>8,516</b>	<b>7,075</b>	<b>7,928</b>	<b>8,513</b>	<b>9,123</b>
短期借款	0	31	31	62	30	30
应付款项	3,816	3,583	3,072	3,650	4,014	4,353
其他流动负债	983	564	570	569	625	678
流动负债	4,800	4,179	3,673	4,281	4,669	5,062
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	53	96	76	82	83	79
负债	4,852	4,275	3,748	4,363	4,752	5,141
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,284</b>	<b>4,264</b>	<b>3,313</b>	<b>3,552</b>	<b>3,748</b>	<b>3,968</b>
其中：股本	767	767	767	767	767	767
未分配利润	2,163	2,139	1,524	1,694	1,890	2,110
少数股东权益	-1	-22	13	13	13	13
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,135</b>	<b>8,516</b>	<b>7,075</b>	<b>7,928</b>	<b>8,513</b>	<b>9,123</b>

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.225	0.972	0.690	0.742	0.852	0.955
每股净资产	5.584	5.559	4.319	4.631	4.887	5.173
每股经营现金净流	2.619	-0.045	0.796	1.177	1.135	1.307
每股股利	1.000	1.000	0.500	0.520	0.597	0.668
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.95%	17.49%	15.98%	16.03%	17.44%	18.46%
总资产收益率	10.29%	8.75%	7.48%	7.18%	7.68%	8.03%
投入资本收益率	18.43%	12.23%	14.42%	12.52%	13.70%	14.78%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	20.02%	-6.09%	-3.45%	4.58%	9.64%	8.27%
EBIT 增长率	16.06%	-35.53%	-8.66%	-3.29%	14.28%	14.10%
净利润增长率	14.07%	-20.69%	-28.98%	7.55%	14.79%	12.05%
总资产增长率	22.32%	-6.77%	-16.93%	12.07%	7.38%	7.15%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.8	13.9	22.9	20.0	18.0	15.0
存货周转天数	48.6	47.8	43.7	42.0	41.0	40.0
应付账款周转天数	103.3	108.5	100.4	105.0	106.0	107.0
固定资产周转天数	21.0	20.0	22.8	22.8	21.4	20.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-74.91%	-57.73%	-46.26%	-55.05%	-59.68%	-65.43%
EBIT 利息保障倍数	872.1	-34.2	-8.4	-23.9	-22.2	-21.2
资产负债率	53.12%	50.19%	52.98%	55.03%	55.82%	56.36%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-10	增持	15.90	17.90~18.80
2	2022-08-30	增持	15.77	N/A
3	2022-10-28	增持	15.19	N/A

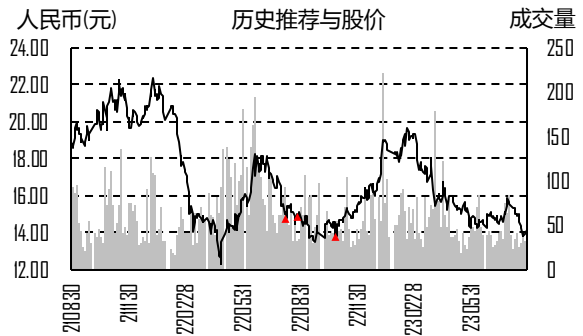
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究