

证券研究报告

公司研究

点评报告

九阳股份 (002242.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

联系电话: +86 13656717902

邮箱: luoyanyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## Q2 收入增速转正，外销同比高增

2023年08月30日

**事件:** 公司发布 2023 年半年报，上半年公司实现营业收入 43.18 亿元，同比-8.43%；实现归母净利润 2.47 亿元，同比-28.66%；实现扣非后归母净利润 2.26 亿元，同比-24.38%。

➢ **外销显著修复，上调全年关联交易额。** Q2 单季度实现营业收入 24.25 亿元，同比增长 1.83%；实现归母净利润 1.26 亿元，同比-30.21%；实现扣非后归母净利润 1.09 亿元，同比-22.96%。分业务来看，上半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、其他产品分别实现营收 12.55、17.60、9.41、1.90、1.18 亿元，同比-16.97%、+7.34%、-17.12%、-31.62%、+29.27%。分内外销来看，境内、境外分别实现营收 33.96、9.21 亿元，同比-17.02%、+49.21%，内销受整体消费需求复苏缓慢拖累，外销则显著修复。

根据公司公告，2023 年公司及其控股子公司/孙公司向 JS 环球、SharkNinja 销售商品关联交易上调至 3.50 亿美元，截至目前已发生 1.52 亿美元，去年全年为 1.73 亿美元，因此我们认为下半年公司外销增长将得到有力支撑。

➢ **内外销毛利率稳定，销售费用率有所降低。** 2023H1 公司毛利率为 27.08%，同比-1.69pct，净利率为 5.74%，同比-1.46pct。Q2 单季度公司毛利率为 26.46%，同比-4.40pct，净利率为 5.19%，同比-2.23pct。我们认为盈利能力下降主要由于公司毛利率较低的外销业务占比提升。分品类来看，上半年公司食品加工系列、营养煲系列、西式电器系列毛利率分别为 35.03%、21.07%、28.12%，同比+0.00、+1.18、-5.72pct。分内外销来看，上半年公司境内、境外业务毛利率分别为 31.66%、10.21%，同比+0.09、0.03pct。

费用率方面，23 年 H1 公司销售、管理、研发费用率分别为 14.37%、3.85%、3.98%，分别同比-0.85、+0.62、+0.35pct；单 Q2 销售、管理、研发费用率分别为 15.82%、3.65%、3.60%，分别同比-3.49、+0.75、+0.13pct，单季度销售费用率明显下降。

➢ **应收账款有所增加，存货周转提速。** 1) 截至 23 年 H1 公司现金+其他流动资产合计 19.72 亿元，同比+3.63%；应收票据和应收账款合计 20.55 亿元，同比+11.75%；公司存货为 6.26 亿元，同比-23.47%；应付票据和账款合计 30.21 亿元，同比+8.09%。2) 从周转情况来看，公司 23 年 H1 期末存货周转天数同比-12.72 天，应收账款周转天数同比+9.39 天。3) 23 年 H1 公司经营性现金流净额为 3.37 亿元，同比-27.37%，23 年 Q2 经营性现金流净额为 0.30 亿元，同比+193.75%。

➢ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 101.20/109.85/119.78 亿元，分别同比-0.6%/+8.5%/+9.0%；归母净利润 5.64/6.41/7.41 亿元，分别同比+6.5%/+13.8%/+15.5%，对应 PE 为

19.01/16.71/14.46 倍。维持“买入”评级。

- **风险因素：**原材料价格波动、产品推广不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,540	10,177	10,120	10,985	11,978
增长率 YoY %	-6.1%	-3.5%	-0.6%	8.5%	9.0%
归属母公司净利润 (百万元)	746	530	564	641	741
增长率 YoY%	-20.7%	-29.0%	6.5%	13.8%	15.5%
毛利率%	27.8%	29.1%	26.7%	27.0%	27.8%
净资产收益率ROE%	17.5%	16.0%	19.5%	23.1%	27.0%
EPS(摊薄)(元)	0.97	0.70	0.74	0.84	0.97
市盈率 P/E(倍)	14.40	19.96	19.01	16.71	14.46
市净率 P/B(倍)	2.51	3.23	3.71	3.87	3.90

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月30日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	6,522	4,936	4,077	4,524	4,665	
货币资金	1,987	1,570	1,504	1,385	1,326	
应收票据	1,780	1,397	1,109	1,414	1,482	
应收账款	590	687	540	636	693	
预付账款	21	15	17	19	20	
存货	1,048	680	608	763	783	
其他	1,097	587	298	307	361	
<b>非流动资产</b>	1,994	2,138	2,079	2,039	2,013	
长期股权	181	218	218	218	218	
固定资产	577	637	682	652	635	
无形资产	123	121	120	119	118	
其他	1,113	1,163	1,059	1,050	1,042	
<b>资产总计</b>	8,516	7,075	6,155	6,562	6,678	
<b>流动负债</b>	4,179	3,673	3,197	3,739	3,902	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	1,349	1,034	1,169	1,252	1,335	
应付账款	2,079	1,890	1,220	1,647	1,657	
其他	750	748	808	840	909	
<b>非流动负债</b>	96	76	76	76	76	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	96	76	76	76	76	
<b>负债合计</b>	4,275	3,748	3,272	3,815	3,977	
少数股东权益	-22	13	-4	-23	-44	
归属母公司股东权益	4,264	3,313	2,887	2,771	2,744	
<b>负债和股东权益</b>	8,516	7,075	6,155	6,562	6,678	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,540	10,177	10,120	10,985	11,978	
同比 (%)	-6.1%	-3.5%	-0.6%	8.5%	9.0%	
归属母公司净利润	746	530	564	641	741	
同比	-20.7%	-29.0%	6.5%	13.8%	15.5%	
毛利率 (%)	27.8%	29.1%	26.7%	27.0%	27.8%	
ROE%	17.5%	16.0%	19.5%	23.1%	27.0%	
EPS (摊薄)(元)	0.97	0.70	0.74	0.84	0.97	
P/E	14.40	19.96	19.01	16.71	14.46	
P/B	2.51	3.23	3.71	3.87	3.90	
EV/EBITDA	11.04	13.00	16.52	14.63	12.03	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	10,540	10,177	10,120	10,985	11,978	
营业成本	7,612	7,217	7,421	8,017	8,642	
营业税金及附加	43	55	51	55	60	
销售费用	1,580	1,593	1,437	1,571	1,713	
管理费用	351	376	364	373	419	
研发费用	357	390	374	406	443	
财务费用	-17	-65	-60	-28	-26	
减值损失合计	-2	-24	-2	-2	-2	
投资净收益	50	28	56	60	66	
其他	111	-23	30	52	22	
<b>营业利润</b>	774	591	617	701	812	
营业外收支	17	-8	-3	-3	-4	
<b>利润总额</b>	790	583	614	698	808	
所得税	89	61	68	76	88	
<b>净利润</b>	701	523	546	622	720	
少数股东损益	-44	-7	-18	-19	-20	
<b>归属母公司净利润</b>	746	530	564	641	741	
EBITDA	795	709	561	642	786	
EPS (当年)(元)	0.97	0.70	0.74	0.84	0.97	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	-35	610	546	621	707	
净利润	701	523	546	622	720	
折旧摊销	120	116	88	80	86	
财务费用	11	-26	2	2	2	
投资损失	-51	-30	-56	-60	-66	
营运资金变	-793	-82	-50	-41	-55	
其它	-22	109	15	19	20	
<b>投资活动现金流</b>	789	228	376	19	3	
资本支出	42	-57	-102	-42	-63	
长期投资	-12	-18	350	0	0	
其他	759	302	128	60	66	
<b>筹资活动现金流</b>	-788	-1,328	-1,048	-759	-769	
吸收投资	25	0	11	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-768	-1,146	-769	-759	-769	
<b>现金流净增加额</b>	-38	-490	-65	-120	-59	

## 研究团队简介

**罗岸阳**，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。