

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: luoanyang@cindasc.com

相关研究:

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

短期业绩承压，新品类加速拓展

2022年03月30日

事件: 九阳股份发布 2021 年度报告, 2021 年公司实现营业收入 105.40 亿元, 同比-6.09%; 实现归母净利润 7.46 亿元, 同比-20.69%。Q4 公司实现营业收入 35.09 亿元, 同比-15.27%; 实现归母净利润 0.82 亿元, 同比-72.16%。分红方案每 10 股派 10 元, 分红率 102.08%, 股息率 5.97%。

- **Q4 业绩短期承压，炊具业务收获高增。**分业务来看，公司食品加工机、营养煲、西式电器、炊具系列产品分别实现营收 43.54、38.32、13.25、7.52 亿元，同比-17.87%、+11.87%、-13.49%、+68.70%，其中炊具业务实现高速增长，已发展为公司重点产品线之一，其他品类相对平稳。分地区来看，公司境内、境外业务分别实现营收 90.82、14.58 亿元，分别同比-11.73%、+56.09%，境外业务取得较快增长，主要来源于公司与 JS Global Trading HK Limited 关联销售的增加。此外，分渠道来看，线上、线下营收分别为 61.73、43.67 亿元，同比-4.24%、-8.58%，渠道占比分别为 58.57%、41.43%，其中线上占比同比小幅提高 1.13pct。
- **原材料上涨成本端承压，优化内部效率抵御风险。**全年毛利率为 27.79%，同比-4.26pct；净利率为 6.65%，同比-1.51pct。Q4 毛利率为 23.49%，同比-10.20pct；净利率为 1.91%，同比-4.85pct。公司毛利率下滑主要受到 1) 21 年大宗商品原材料价格持续上涨；2) 新会计准则将运输费从原来的销售费用计入营业成本影响。若还原运输费至销售费用科目，则公司全年毛利率为 30.50%，同比-1.55pct，内销毛利率同比+0.29pct。为了应对成本上涨压力，公司对内部效率进行优化，全年销售、管理、研发、财务费用率分为 14.99、3.33、3.39、-0.17%，分别同比-1.65、-0.22、+0.31、-0.18pct；Q4 销售、管理、研发、财务费用率分为 15.49、3.43、3.73、0.09%，分别同比-5.69、-0.46、+0.65、-0.25pct。
- **经营性现金流同比有所下滑。**1) 21 年公司现金+其他流动资产合计 21.24 亿元，同比+3.29%；合同负债+其他流动负债（原预收账款）合计 2.77 亿元，同比-56.77%；应收票据和应收账款合计 23.70 亿元，同比+12.42%，主要系公司对 JS 环球应收账款增加，目前未达账期。2) 从周转情况来看，公司存货周转天数同比-0.81 天，较 20 年小幅改善；应收账款天数同比+7 天。3) 20 年公司经营性现金流净额为-0.35 亿元，同比-101.73%，大幅下滑主要为支付上期原料款导致；Q4 经营性现金流净额为 4.25 亿，同比-63.76%。
- **拓宽产品矩阵，即将切入清洁电器赛道。**据公司介绍，未来九阳将以厨房小家电为基础，逐步专业化拓展炊具、清洁电器和水家电品类，拓宽产品矩阵。一方面公司将通过技术升级巩固在破壁机、电饭煲、空气炸锅等厨小电品类的领先地位，另一方面在炊具、清洁电器、茶吧机等品类将加大研发投入，从用户需求和痛点切入打造及提升产品力。未来九

阳清洁电器产品将定位中端，能更好地借助公司现有中端渠道资源快速起步，Shark 产品则定位中高端，以此涵盖更广阔的客户群体，增加公司营收增长点。

- **推出员工持股计划，深入绑定核心人员利益。**公司拟推出第一期员工持股计划，范围为公司及子公司高管、核心管理人员，总人数预计不超过 30 人，资金规模不超过 3.5 亿元。此持股计划将以 2022-2026 年 5 个会计年度对持有人进行绩效考核。员工持股计划将帮助公司建立健全长效激励机制，充分有效调动管理者和核心员工的主动性、积极性及创造性，吸引和保留优秀人才，将个人利益与公司利益深入绑定，有助于提高员工的凝聚力和公司的核心竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**尽管 2021 年原材料上涨、市场需求恢复缓慢等不利因素为公司发展带来了一定挑战，但是厨房小家电从长期来看保有量远没有达到天花板，公司作为行业龙头具有品牌、渠道、供应链等多方面优势，相信未来公司通过优化产品结构、拓宽产品矩阵、调整渠道布局能继续取得稳定增长。我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 116.01/133.01/148.89 亿元，分别同比+10.1%/+14.7%/+11.9%；归母净利润 8.41/9.42/10.61 亿元，分别同比+12.8%/+12.0%/+12.7%，对应 PE 为 15.28/13.64/12.11 倍。**维持“买入”评级。**
- **风险因素：**国内外疫情反复、原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，新品开拓不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	11,224	10,540	11,601	13,301	14,889
增长率 YoY %	20.0%	-6.1%	10.1%	14.7%	11.9%
归属母公司净利润 (百万元)	940	746	841	942	1,061
增长率 YoY%	14.1%	-20.7%	12.8%	12.0%	12.7%
毛利率%	32.1%	27.8%	27.9%	28.9%	29.6%
净资产收益率ROE%	21.9%	17.5%	19.4%	20.8%	22.0%
EPS(摊薄)(元)	1.23	0.97	1.10	1.23	1.38
市盈率 P/E(倍)	13.62	17.27	15.28	13.64	12.11
市净率 P/B(倍)	3.00	3.01	2.96	2.84	2.67

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 3 月 30 日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,300	6,522	8,756	9,037	10,200
货币资金	1,961	1,987	3,812	3,508	4,088
应收票据	1,895	1,780	1,888	2,205	2,461
应收账款	212	590	440	543	631
预付账款	16	21	21	24	27
存货	945	1,048	1,161	1,286	1,438
其他	2,269	1,097	1,434	1,470	1,554
非流动资产	1,835	1,994	1,849	1,717	1,572
长期股权投资	183	181	181	181	181
固定资产	646	577	528	484	440
无形资产	125	123	98	73	33
其他	881	1,113	1,041	978	918
资产总计	9,135	8,516	10,605	10,753	11,772
流动负债	4,800	4,179	6,230	6,236	7,010
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	1,228	1,349	1,390	1,599	1,777
应付账款	2,445	2,079	2,978	3,052	3,413
其他	1,127	750	1,862	1,585	1,820
非流动负债	53	96	96	96	96
长期借款	0	0	0	0	0
其他	53	96	96	96	96
负债合计	4,852	4,275	6,326	6,332	7,106
少数股东权益	-1	-22	-57	-100	-149
归属母公司所有者权益	4,284	4,264	4,337	4,521	4,815
负债和股东权益	9,135	8,516	10,605	10,753	11,772

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,224	10,540	11,601	13,301	14,889
同比	20.0%	-6.1%	10.1%	14.7%	11.9%
归属母公司净利润	940	746	841	942	1,061
同比	14.1%	-20.7%	12.8%	12.0%	12.7%
毛利率(%)	32.1%	27.8%	27.9%	28.9%	29.6%
ROE%	21.9%	17.5%	19.4%	20.8%	22.0%
EPS (摊薄)(元)	1.23	0.97	1.10	1.23	1.38
P/E	13.62	17.27	15.28	13.64	12.11
P/B	3.00	3.01	2.96	2.84	2.67
EV/EBITDA	10.58	13.72	9.21	8.71	7.32

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,224	10,540	11,601	13,301	14,889
营业成本	7,626	7,612	8,360	9,460	10,485
营业税金及附加	59	43	58	67	74
销售费用	1,868	1,580	1,642	1,942	2,233
管理费用	398	351	348	452	521
研发费用	346	357	360	452	529
财务费用	1	-17	0	0	0
减值损失合	-1	-2	0	0	0
投资净收益	62	50	41	44	45
其他	80	111	48	55	61
营业利润	1,066	774	922	1,026	1,153
营业外收支	-4	17	0	0	0
利润总额	1,063	790	922	1,026	1,153
所得税	147	89	116	127	141
净利润	916	701	805	899	1,011
少数股东损	-24	-44	-35	-43	-49
归属母公司	940	746	841	942	1,061
EBITDA	1,030	795	987	1,078	1,204
EPS (当年)(元)	1.23	0.97	1.10	1.23	1.38

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,009	-35	2,559	427	1,314
净利润	916	701	805	899	1,011
折旧摊销	90	120	153	151	157
财务费用	13	11	0	0	0
投资损失	-75	-51	-41	-44	-45
营运资金变	1,037	-793	1,642	-578	191
其它	29	-22	-1	-1	-1
投资活动现金流	-660	789	33	27	34
资本支出	45	42	-7	-17	-11
长期投资	20	-12	0	0	0
其他	-724	759	41	44	45
筹资活动现金流	-780	-788	-767	-757	-767
吸收投资	25	25	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-445	-768	-767	-757	-767
现金流净增加额	553	-38	1,825	-304	580

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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。