

外销持续高增，盈利短期承压

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年公司实现营业收入 105.4 亿元，同比减少 6.1%；归母净利润 7.5 亿元，同比减少 20.7%；扣非后归母净利润 6 亿元，同比下降 12.3%。单季度来看，Q4 公司实现营收 35.1 亿元，同比下降 15.3%；归母净利润 0.8 亿元，同比下降 72.2%。
- **外销持续高增。**分产品来看，公司营养煲类、炊具类产品增长较好，2021 年分别实现营收 38.3 亿元和 7.5 亿元，同比增长 11.9%和 68.7%。而食品加工系列、西式电器系列在小家电消费疲软的背景下，营收表现有所下滑，2021 年分别实现营收 43.5 亿元和 13.3 亿元，同比减少 17.9%和 13.5%。分地区来看，公司与 sharkninja 的协同效应进一步发力，境外销售实现收入 14.6 亿元，同比增长 56.1%；境内收入 90.8 亿元，同比减少 11.7%。
- **短期盈利承压。**全年来看，公司综合毛利率为 27.8%，同比减少 4.3pp；经调整后毛利率 30.5%，同比减少 1.6pp。我们推测主要是原材料价格上涨影响。费用率方面，公司销售费用率为 15%，同比减少 1.6pp；管理费用率为 6.7%，同比提升 0.1pp；财务费用率为-0.2%，同比减少 0.2pp。综合来看，公司净利率为 6.7%，同比减少 1.5PP。未来随着原材料价格趋稳叠加公司产品结构优化，预期公司的盈利表现将有所恢复。
- **研发持续加码，主营产品份额领先。**报告期内公司持续加大研发投入，全年研发费用率为 3.4%，同比提升 0.3pp。公司继续聚焦核心主流品类，重点推出了鸿蒙智联免手洗破壁机 Y521、可视化的蒸汽空气炸锅 SF 系列、智能炭钢釜电饭煲 F921、大磨王耐磨不粘炒锅等；Shark 品牌也推出了洗地机 ED200、蒸汽电动拖把 T21、吸拖一体洗地机 V5 等。公司研发投入持续加码，主营产品技术领先。全年来看，豆浆机、破壁机、空气炸锅、面条机、榨汁机等优势品类牢牢占据市场第一的位置，其他大部分品类也位列行业前三。
- **盈利预测与投资建议。**公司持续探索新零售业务模式，加快推进线上线下融合发展。随着国内消费需求的恢复，公司创新产品的推出，预期公司业绩将快速增长。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.07 元、1.22 元、1.38 元，未来三年业绩复合增速为 12.4%，下调评级至“持有”。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、市场竞争加剧、小家电销售不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10540.47	11338.40	12356.43	13467.33
增长率	-6.09%	7.57%	8.98%	8.99%
归属母公司净利润（百万元）	745.60	822.40	938.49	1057.23
增长率	-20.69%	10.30%	14.12%	12.65%
每股收益 EPS（元）	0.97	1.07	1.22	1.38
净资产收益率 ROE	16.53%	16.22%	16.03%	15.73%
PE	17	16	14	12
PB	3.01	2.61	2.26	1.96

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn
联系人：夏勤
电话：023-63786049
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.67
流通 A 股(亿股)	7.66
52 周内股价区间(元)	15.78-36.59
总市值(亿元)	128.48
总资产(亿元)	85.16
每股净资产(元)	5.56

相关研究

1. 九阳股份(002242):盈利能力稳中有升,静待内销改善 (2021-10-27)
2. 九阳股份(002242):外销高速增长,盈利能力相对稳定 (2021-08-31)
3. 九阳股份(002242):内外销表现亮眼,Q1 营收稳健增长 (2021-04-30)
4. 九阳股份(002242):营收高速增长,产品+渠道多维拓展 (2021-04-01)

关键假设：

假设 1：目前欧美小家电户均保有量超过 30 台，我国城市户均保有量 10 台。随着可支配收入的提高和消费升级，小家电市场渗透率进一步提升，预期 10 年内我国城市户均小家电保有量有望达到 20 台；

假设 2：随着原材料价格趋稳叠加公司产品结构优化，预计公司盈利表现有所优化，预期 2022-2024 年食品加工/营养煲/西式小家电业务毛利率分别为 35%/35.5%/36%，20%/20%/20%，30%/30.5%/31%；其他业务盈利能力保持稳定，预期 2022-2024 年其他业务毛利率保持为 29%/29%/29%。

假设 3：预期公司费用率保持相对稳定，预期 2022-2024 年公司销售费用率为 15%/15%/15%，管理费用率为 6%/6%/6%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
食品加工机系列	收入	4354.1	4680.7	5148.7	5663.6
	增速	-17.9%	7.5%	10.0%	10.0%
	毛利率	34.6%	35.0%	35.5%	36.0%
营养煲	收入	3832.0	4138.5	4469.6	4827.2
	增速	11.9%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	19.4%	20%	20%	20%
西式小家电	收入	1325.2	1418	1559.8	1715.8
	增速	-13.5%	7%	10%	10%
	毛利率	29.1%	30%	30.5%	31%
其他业务	收入	1029.2	1101.2	1178.3	1260.8
	增速	6.7%	7%	7%	7%
	毛利率	28.4%	29%	29%	29%
合计	收入	10540.5	11338.4	12356.4	13467.3
	增速	-6.1%	7.6%	9.0%	9.0%
	毛利率	27.8%	28.3%	28.6%	29.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10540.47	11338.40	12356.43	13467.33	净利润	701.31	787.72	896.03	1007.95
营业成本	7611.66	8127.71	8817.27	9565.48	折旧与摊销	75.31	23.32	25.41	26.38
营业税金及附加	42.99	52.51	56.25	60.60	财务费用	-17.46	-16.81	-23.68	-26.36
销售费用	1580.33	1700.76	1853.46	2020.10	资产减值损失	-2.35	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	350.77	680.30	741.39	808.04	经营营运资本变动	-598.17	465.71	-6.97	3.70
财务费用	-17.46	-16.81	-23.68	-26.36	其他	-193.43	-97.43	-99.66	-98.73
资产减值损失	-2.35	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	-34.79	1161.52	790.13	911.94
投资收益	49.62	60.00	60.00	60.00	资本支出	-10.64	-50.00	-50.00	0.00
公允价值变动损益	31.56	39.77	41.32	39.18	其他	799.23	99.77	101.32	99.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	788.59	49.77	51.32	99.18
营业利润	773.64	894.68	1014.07	1139.64	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	16.86	6.77	8.41	9.27	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	790.50	901.45	1022.49	1148.92	股权融资	1.67	0.00	0.00	0.00
所得税	89.19	113.73	126.46	140.97	支付股利	0.00	-149.12	-164.48	-187.70
净利润	701.31	787.72	896.03	1007.95	其他	-789.65	-38.03	23.68	26.36
少数股东损益	-44.30	-34.68	-42.46	-49.28	筹资活动现金流净额	-787.97	-187.15	-140.79	-161.34
归属母公司股东净利润	745.60	822.40	938.49	1057.23	现金流量净额	-37.87	1024.13	700.66	849.77
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1986.84	3010.98	3711.64	4561.41	成长能力				
应收和预付款项	2421.79	2444.00	2699.35	2953.92	销售收入增长率	-6.09%	7.57%	8.98%	8.99%
存货	1047.86	1117.57	1211.83	1315.39	营业利润增长率	-27.45%	15.65%	13.34%	12.38%
其他流动资产	1065.80	640.71	653.97	668.45	净利润增长率	-23.46%	12.32%	13.75%	12.49%
长期股权投资	181.30	181.30	181.30	181.30	EBITDA 增长率	-28.14%	8.38%	12.72%	12.19%
投资性房地产	114.56	114.56	114.56	114.56	获利能力				
固定资产和在建工程	660.35	690.02	717.59	694.20	毛利率	27.79%	28.32%	28.64%	28.97%
无形资产和开发支出	123.09	120.32	117.55	114.78	三费率	18.16%	20.85%	20.81%	20.80%
其他非流动资产	914.78	914.57	914.35	914.14	净利率	6.65%	6.95%	7.25%	7.48%
资产总计	8516.38	9234.02	10322.15	11518.14	ROE	16.53%	16.22%	16.03%	15.73%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.23%	8.53%	8.68%	8.75%
应付和预收款项	3714.86	4082.41	4422.10	4779.52	ROIC	48.14%	52.60%	64.54%	67.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.89%	7.95%	8.22%	8.46%
其他负债	559.79	295.01	311.89	330.22	营运能力				
负债合计	4274.65	4377.42	4733.99	5109.74	总资产周转率	1.19	1.28	1.26	1.23
股本	767.02	767.02	767.02	767.02	固定资产周转率	17.24	18.90	19.27	20.80
资本公积	935.61	935.61	935.61	935.61	应收账款周转率	26.27	22.22	26.44	25.06
留存收益	2537.31	3210.59	3984.60	4854.13	存货周转率	7.63	7.50	7.56	7.56
归属母公司股东权益	4263.66	4913.21	5687.22	6556.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.76%	—	—	—
少数股东权益	-21.93	-56.61	-99.07	-148.35	资本结构				
股东权益合计	4241.73	4856.60	5588.15	6408.40	资产负债率	50.19%	47.41%	45.86%	44.36%
负债和股东权益合计	8516.38	9234.02	10322.15	11518.14	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.56	1.68	1.78	1.89
					速动比率	1.31	1.42	1.52	1.63
					股利支付率	0.00%	18.13%	17.53%	17.75%
					每股指标				
					每股收益	0.97	1.07	1.22	1.38
					每股净资产	5.56	6.41	7.41	8.55
					每股经营现金	-0.05	1.51	1.03	1.19
					每股股利	0.00	0.19	0.21	0.24
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	831.49	901.20	1015.80	1139.67					
PE	17.23	15.62	13.69	12.15					
PB	3.01	2.61	2.26	1.96					
PS	1.22	1.13	1.04	0.95					
EV/EBITDA	11.00	8.97	7.27	5.74					
股息率	0.00%	1.16%	1.28%	1.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn