

九阳股份 (002242.SZ)

炊具业务增长靓丽，原材料压力影响盈利

买入

核心观点

受行业及原材料影响，全年经营承压。九阳股份 2021 年实现营收 105.4 亿元/-6.1%，归母净利润为 7.5 亿元/-20.7%，归母扣非净利润为 6.0 亿元/-12.3%。其中 Q4 实现营收 35.1 亿元/-15.3%，归母净利润为 0.8 亿元/-72.2%，归母扣非净利润为 0.5 亿元/-35.8%。公司拟每 10 股派现金红利 10 元（含税），股利支付率为 102.9%。受到行业 and 同期高基数的影响，公司的营收有所承压，但相较于 2019 年依然增长 12.7%；利润则受到原材料价格高企影响。

外销增长较为强劲，内销承压但炊具表现靓丽。公司 2021 年外销收入 14.6 亿，同比增长 56.1%。外销收入的增长主要得益于 SharkNinja 关联交易的大幅增长和公司自有外销渠道的收入增长。2021 年九阳向 JS 关联销售 11.9 亿，同比增长 60.3%；自有渠道外销 2.7 亿，同比增长 40%。2021H2 受到海运等影响，关联销售金额增速有所放缓，同比增长 1.6%至 6.6 亿。但根据公告，10 月 26 日-12 月 31 日向 JS 关联交易销售额为 3.6 亿，同比增长 16.8%，Q4 外销或有所好转。内销方面，公司 2021 年内销收入同比下滑 11.7%至 90.8 亿。公司全年线上线下收入分别-4.2%/-8.6%至 61.7 亿/43.7 亿，线上渠道承压预计受到电商分流的影响，同时行业承压下竞争依然较为激烈；线下预计受到经销商考核调整的影响。分品类看，食品加工机系列收入下降 17.9%至 43.5 亿，下半年下滑 20.5%；营养煲系列收入增长 11.9%至 38.3 亿，下半年下滑 8.5%；西式电器系列收入同比下滑 13.5%至 13.3 亿，下半年降幅收窄至-8.4%；炊具系列收入增长 68.7%至 7.5 亿，下半年增速提升至 94.5%。

原材料成本影响下，公司盈利受挤压。受到原材料成本和运输费用调入成本的影响，公司 2021 年毛利率同比下滑 4.3pct 至 27.8%。排除运输费用调整的影响，同口径下公司毛利率为 30.5%，同比只下降 1.6pct；据此计算，Q4 毛利率同口径下同比降低 2.0pct。费用端，销售费用率下滑 1.6pct 至 15.0%，同口径下，预计销售费用率同比上升 1.1pct；管理费用率压缩 0.2pct 至 3.3%，财务费用率受到汇兑损益大幅下降的利好，同比降低 0.2pct 至-0.2%，研发费用同比增长 0.3pct 至 3.4%。综合影响下，公司净利率同比下滑 1.5pct 至 6.7%。Q4 公司净利率下滑 4.9pct 至 1.9%，预计主要受到销售费用投入增加和原材料成本的影响。

风险提示：新品推进不及预期；行业竞争加剧期；原材料价格大幅上涨。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到原材料成本压力依然存在，下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 8.3/9.9/10.7 亿（前值为 10.9/12.9/13.6 亿），同比增速 12/18/8%；摊薄 EPS=1.09/1.28/1.39 元，对应 PE=15/13/12x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,224	10,540	11,617	12,690	13,596
(+/-%)	20.0%	-6.1%	10.2%	9.2%	7.1%
净利润(百万元)	940	746	834	986	1065
(+/-%)	14.1%	-20.7%	11.9%	18.1%	8.1%
每股收益(元)	1.23	0.97	1.09	1.28	1.39
EBIT Margin	8.3%	5.7%	6.5%	7.1%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	21.9%	17.5%	18.8%	21.3%	22.0%
市盈率 (PE)	13.4	16.8	15.1	12.7	11.8
EV/EBITDA	17.4	25.2	21.2	18.2	16.9
市净率 (PB)	2.93	2.94	2.83	2.71	2.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·小家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

联系人：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	19.72 - 21.60 元
收盘价	16.75 元
总市值/流通市值	12847/12831 百万元
52 周最高价/最低价	38.47/15.55 元
近 3 个月日均成交额	93.28 百万元

市场走势

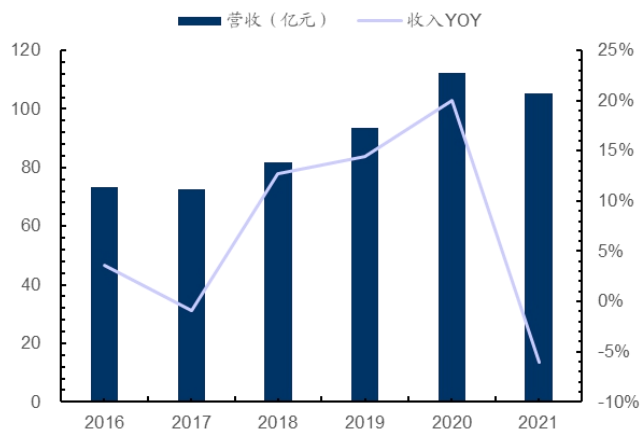


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

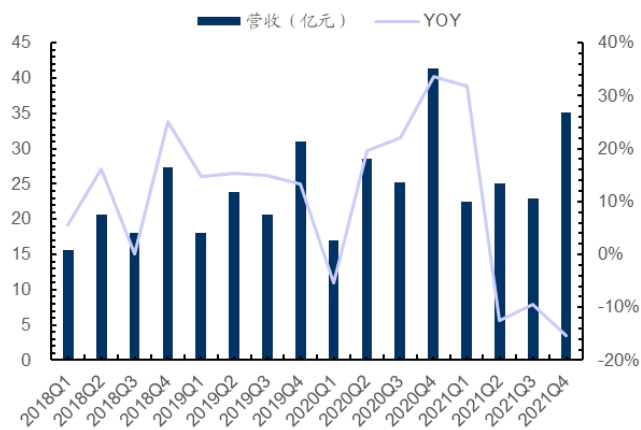
- 《九阳股份-002242-2021 年三季报点评：收入与盈利边际改善，中外协同推进》——2021-10-28
- 《九阳股份-002242-2021 年一季报点评：表现符合预期，年轻化龙头启航》——2021-05-04
- 《九阳股份-002242-2020 年年报点评：营收逐季加速，股权激励助增长》——2021-04-03
- 《九阳股份-002242-2020 年业绩快报点评：Q4 增长超预期，龙头行稳致远》——2021-03-05
- 《九阳股份-002242-重大事项点评：向上趋势确立，静待新品放量》——2014-06-09

图1：公司营业收入及增速



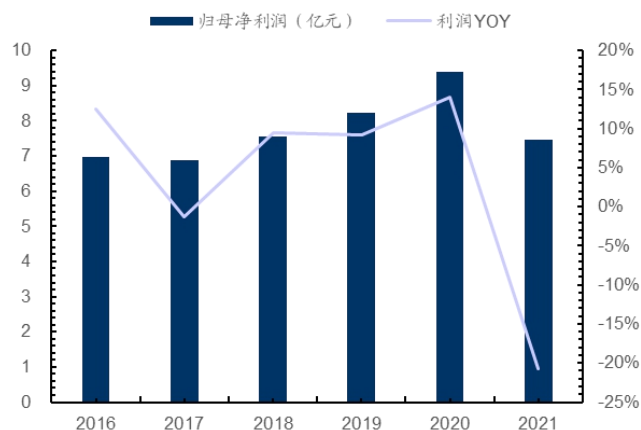
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



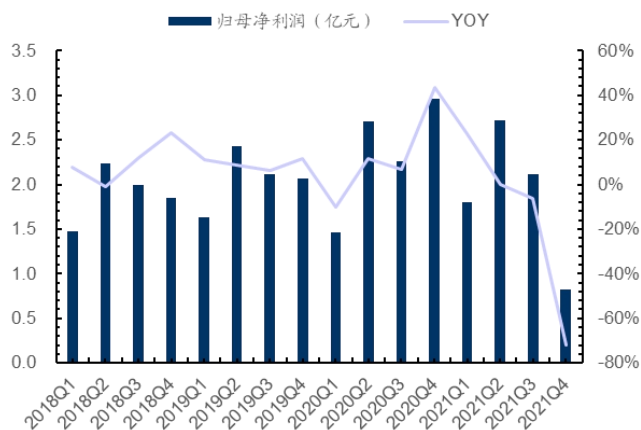
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



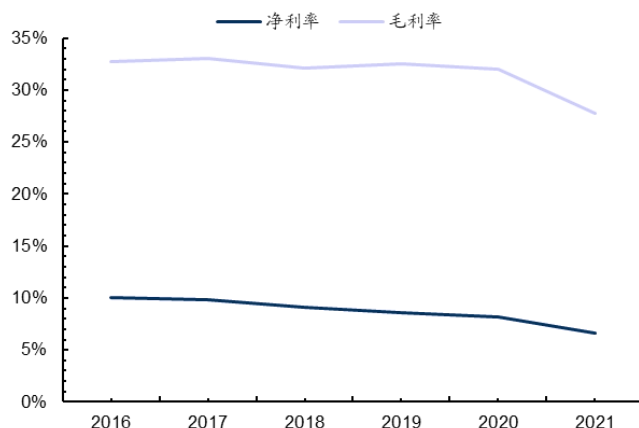
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



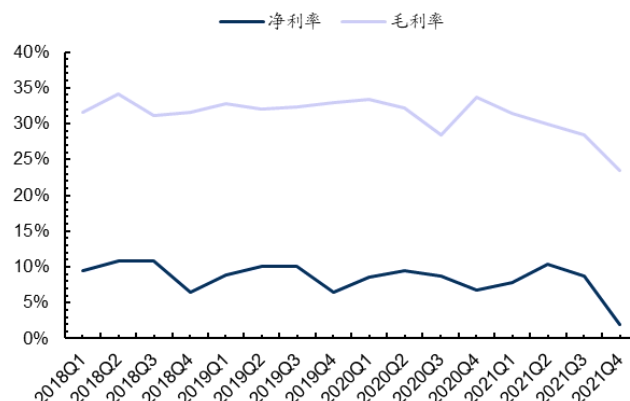
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



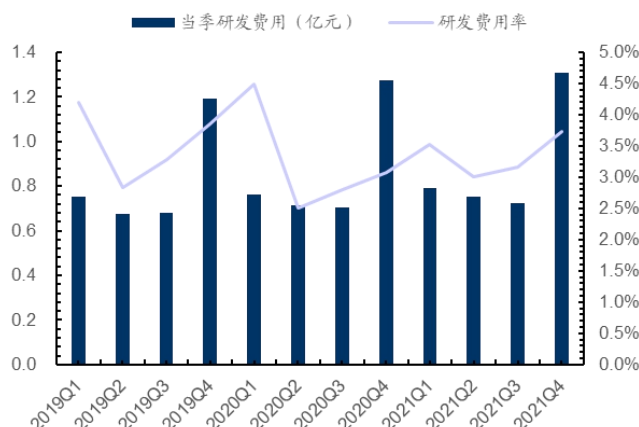
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



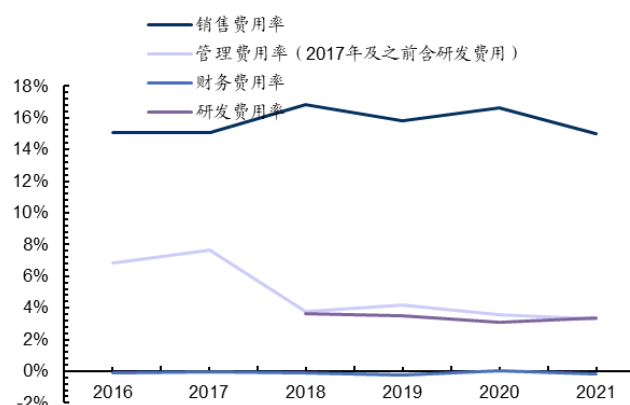
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
002705.SZ	新宝股份	16.85	139	1.35	0.96	1.27	1.53	12.5	17.6	13.3	11.0	0.7	买入
000333.SZ	美的集团	57.00	3,987	3.87	4.10	4.62	4.95	14.7	13.9	12.3	11.5	1.4	买入
002242.SZ	九阳股份	16.75	128	1.23	0.97	1.09	1.28	13.7	17.2	15.4	13.0	1.2	买入
002959.SZ	小熊电器	45.35	71	2.74	1.84	2.55	3.12	16.5	24.7	17.8	14.5	0.8	买入
002032.SZ	苏泊尔	49.63	401	2.25	2.37	2.71	3.01	22.1	21.0	18.3	16.5	1.6	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1961	1987	2461	2489	2627	营业收入	11224	10540	11617	12690	13596
应收款项	2277	2401	2275	2650	2866	营业成本	7626	7612	8281	8929	9541
存货净额	945	1048	1198	1209	1329	营业税金及附加	59	43	47	52	55
其他流动资产	870	594	704	758	815	销售费用	1868	1580	1766	1967	2107
流动资产合计	7300	6522	7181	7699	8272	管理费用	744	708	772	842	902
固定资产	657	660	703	769	811	财务费用	1	(17)	(33)	(36)	(37)
无形资产及其他	125	123	118	113	108	投资收益	62	50	52	52	52
投资性房地产	870	1029	1029	1029	1029	资产减值及公允价值变动	89	38	47	58	47
长期股权投资	183	181	156	143	123	其他收入	(10)	71	0	0	0
资产总计	9135	8516	9187	9754	10345	营业利润	1066	774	884	1045	1126
短期借款及交易性金融负债	0	31	10	14	18	营业外净收支	(4)	17	13	14	13
应付款项	3673	3428	3784	4069	4350	利润总额	1063	790	897	1059	1140
其他流动负债	1127	719	868	924	991	所得税费用	147	89	112	133	138
流动负债合计	4800	4179	4662	5006	5360	少数股东损益	(24)	(44)	(50)	(59)	(64)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	940	746	834	986	1065
其他长期负债	53	96	127	164	201	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	53	96	127	164	201	净利润	940	746	834	986	1065
负债合计	4852	4275	4789	5170	5560	资产减值准备	23	(17)	1	1	1
少数股东权益	(1)	(22)	(32)	(44)	(57)	折旧摊销	74	71	67	74	79
股东权益	4284	4264	4431	4628	4841	公允价值变动损失	(89)	(38)	(47)	(58)	(47)
负债和股东权益总计	9135	8516	9187	9754	10345	财务费用	1	(17)	(33)	(36)	(37)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	799	(735)	402	(62)	(6)
每股收益	1.23	0.97	1.09	1.28	1.39	其它	(36)	18	(11)	(13)	(13)
每股红利	0.58	1.00	0.87	1.03	1.11	经营活动现金流	1712	45	1247	928	1078
每股净资产	5.58	5.56	5.78	6.03	6.31	资本开支	0	(89)	(60)	(78)	(69)
ROIC	26%	17%	20%	25%	26%	其它投资现金流	(1068)	754	(50)	(50)	(42)
ROE	22%	17%	19%	21%	22%	投资活动现金流	(996)	666	(85)	(115)	(92)
毛利率	32%	28%	29%	30%	30%	权益性融资	(16)	24	0	0	0
EBIT Margin	8%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(445)	(768)	(668)	(788)	(852)
收入增长	20%	-6%	10%	9%	7%	其它融资现金流	548	826	(21)	3	5
净利润增长率	14%	-21%	12%	18%	8%	融资活动现金流	(358)	(685)	(688)	(785)	(848)
资产负债率	53%	50%	52%	53%	53%	现金净变动	358	26	474	28	138
股息率	3.5%	6.1%	5.3%	6.3%	6.8%	货币资金的期初余额	1603	1961	1987	2461	2489
P/E	13.4	16.8	15.1	12.7	11.8	货币资金的期末余额	1961	1987	2461	2489	2627
P/B	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6	企业自由现金流	0	(223)	1067	721	874
EV/EBITDA	17.4	25.2	21.2	18.2	16.9	权益自由现金流	0	603	1075	756	911

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032