

炊具业务表现亮眼，盈利能力短期承压

核心观点

事件：公司公告 2021 年年报，2021 全年实现营业收入 105.40 亿元，同比下降 6.09%；实现归母净利润 7.46 亿元，同比下降 20.69%。其中，单四季度实现营业收入 35.09 亿元，同比下降 5.27%；实现归母净利润 8244.26 万元，同比下降 72.16%。

- **食品加工机、营养煲等核心品类内销承压，炊具系列收入高增长。**分品类，公司 2021 年食品加工机、营养煲、西式电器分别实现收入 43.54 亿元、38.32 亿元、13.25 亿元，同比增长-18%、12%、-13%，高基数压力下内销承压；公司同时积极推进多元化布局，炊具系列全年实现收入 7.52 亿元，同比高增 69%，占总收入比重同比提升 3pct 至 7%。分地区，2021 年公司于境内、境外分别实现收入 90.04 亿元、14.30 亿元，同比增长-9%、53%；海外业务成长迅速，其中 Foodi 系列代工收入达 11.88 亿元，同比增长 60%，贡献境外收入比重约 83%，公司同关联方 SharkNinja 的协同优势持续发挥。根据关联交易公告，公司预期 2022 年与 SharkNinja 的关联交易金额将达 13.5 亿，同比增长约 14%，外销有望稳健增长。
- **原材料涨价导致盈利能力承压，营销与研发持续加码。**2021 年公司实现毛利率 27.79%，同比下降约 4pct（其中运输费重分类至成本端影响约 2.5pct）；实现归母净利率 7.07%，同比下降 1pct。单四季度，公司毛利率、归母净利率分别为 23.49%、2.35%，同比分别下降 10pct、5pct；剔除会计准则调整影响后，可比口径下 2021Q4 毛利率同比下降 2pct，主要源于原材料涨价导致盈利承压；2021Q4 销售费用率、研发费用率同比分别提升约 3pct、1pct，公司在营销推广以及研究创新方面的投入持续加强。
- **品类拓展把握市场需求，持续扩张立体化渠道网络。**公司将持续推进产品创新，针对消费者需求痛点积极拓展厨小电、炊具、清洁电器、水家电等产品线布局，同时把握新兴品类需求快速增长趋势，推进九阳品牌年轻化转型。渠道方面将继续完善抖音等内容电商精细化营销策略，实现消费者精准触达，并于线下积极顺应流量碎片化趋势，通过品牌店、跨界零售等业态拓展立体化渠道网络边界。

盈利预测与投资建议

- 结合厨小电内外销需求景气程度、原材料价格走势，预测公司 2022-2024 年归母净利润为 8.33/9.43/10.62 亿元（此前预测 2022-2023 年为 11.71/13.33 亿元），根据可比公司给予 2022 年 17 倍市盈率估值，对应目标价 18.47 元，维持“增持”评级

风险提示

- 研发创新能力不足导致品类扩张进度不达预期；行业竞争加剧；中美贸易政策发生大幅变化的风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,224	10,540	12,028	13,637	15,228
同比增长(%)	20.0%	-6.1%	14.1%	13.4%	11.7%
营业利润(百万元)	1,066	774	891	1,039	1,183
同比增长(%)	13.1%	-27.5%	15.1%	16.6%	13.9%
归属母公司净利润(百万元)	940	746	833	943	1,062
同比增长(%)	14.1%	-20.7%	11.8%	13.1%	12.7%
每股收益(元)	1.23	0.97	1.09	1.23	1.39
毛利率(%)	32.1%	27.8%	28.4%	28.6%	28.6%
净利率(%)	8.4%	7.1%	6.9%	6.9%	7.0%
净资产收益率(%)	23.4%	17.4%	17.9%	17.0%	16.2%
市盈率	13.4	16.9	15.1	13.4	11.9
市净率	2.9	3.0	2.5	2.1	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

增持（维持）

股价（2022年04月01日）	16.42 元
目标价格	18.47 元
52 周最高价/最低价	37.22/15.55 元
总股本/流通 A 股（万股）	76,702/76,564
A 股市值（百万元）	12,594
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2022 年 04 月 06 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.43	-15.7	-29.22	-49.35
相对表现	-6.56	-14.56	-25.39	-27.11
沪深 300	5.13	-1.14	-3.83	-22.24



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001
吴瑾	021-63325888*6088 wujin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080001 香港证监会牌照：BRW772

联系人

黄宗坤	huangzongkun@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

相关报告

国内品质生活小家电领导者，产品、渠道 2021-06-28
持续创新求变

投资建议

结合厨小电内外销需求景气程度、原材料价格走势，适当下调核心品类及关联交易收入增速、毛利率假设，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.33、9.43、10.62 亿元（此前 2022-2023 年预测分别为 11.71、13.33 亿元），对应的 EPS 分别 1.09、1.23、1.39 元。可比公司 2022 年调整后平均 PE 为 17 倍，考虑到九阳作为国内品质生活小家电领导品牌，有望通过产品、渠道侧创新双引擎驱动，持续积极推进年轻化转型，Shark 品牌则有望受益乘中国清洁电器行业渗透率快速提升之势实现高增长，且二者协同效应正持续提升，共同驱动公司业绩稳健增长。我们给予公司 2022 年 17 倍市盈率估值，对应目标价 18.47 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司 2022 年调整后平均市盈率为 17 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)							市盈率							一致预期净利润增速		
		2022年4月6日	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
苏泊尔	002032.SZ	53.40	2.34	2.25	2.40	2.86	3.25	3.69	26.26	22.84	23.75	22.21	18.67	16.44	14.46	19.1%	13.6%	13.5%	
小熊电器	002959.SZ	45.95	2.23	2.74	2.01	2.67	3.26		22.29	20.56	16.74	22.88	17.20	14.08	33.1%	22.2%			
北鼎股份	300824.SZ	18.10	0.40	0.46	0.50	0.63	0.79	0.95	43.38	44.87	39.21	36.27	28.77	22.85	19.02	26.1%	25.9%	20.2%	
新宝股份	002705.SZ	16.80	0.86	1.35	0.96	1.29	1.54		27.15	19.59	12.42	17.48	13.01	10.91	34.8%	19.2%			
石头科技	688169.SH	566.55	15.66	20.54	21.02	28.48	36.67	45.82	92.12	36.18	27.58	26.95	19.89	15.45	12.36	35.7%	28.8%	24.9%	
莱克电气	603355.SH	21.07	1.25	0.80	1.12	1.63	2.01		19.97	16.82	26.39	18.75	12.91	10.47	45.3%	23.3%			
	最大值								92.12	44.87	39.21	36.27	28.77	22.85	19.02	45%	29%	25%	
	最小值								19.97	16.82	12.42	17.48	12.91	10.47	12.36	19%	14%	14%	
	平均数								38.53	26.81	24.35	24.09	18.41	15.03	15.28	32%	22%	20%	
	调整后平均								29.77	24.79	23.62	22.70	17.19	14.22	14.46	32%	23%	20%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
核心假设						
食品加工机收入增速	14%	11%		11%	10%	6%
变动幅度				-2.6%	-1.2%	
关联交易ODM收入增速	37%	30%	▲	14%	15%	15%
变动幅度				-23.4%	-15.0%	
Shark收入增速	80%	60%	▲	80%	50%	30%
				0.0%	-10.0%	
分产品盈利预测						
食品加工机系列						
销售收入	6,241	6,908		4,830	5,291	5,634
变动幅度				-22.6%	-23.4%	
毛利率	38.00%	38.00%		35.00%	35.20%	35.20%
变动幅度				-3.0%	-2.8%	
营养煲系列						
销售收入	4,345	4,859		4,063	4,337	4,646
变动幅度				-6.5%	-10.7%	
毛利率	23.33%	23.33%		20.0%	20.2%	20.2%
变动幅度				-3.3%	-3.1%	
西式家电系列						
销售收入	2,720	3,536		1,666	2,020	2,405
变动幅度				-38.8%	-42.9%	
毛利率	32.90%	32.90%		29.6%	29.6%	29.6%
变动幅度				-3.3%	-3.3%	
销售收入合计	15,171	17,437		12,028	13,637	15,228
变动幅度				-20.7%	-21.8%	
综合毛利率	32.37%	32.41%		28.40%	28.61%	28.58%
变动幅度				-4.0%	-3.8%	
主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	15,171	17,437		12,028	13,637	15,228
变动幅度				-20.7%	-21.8%	
营业利润	1,360	1,590	▲	891	1,039	1,183
变动幅度				-34.5%	-34.7%	
归属母公司净利润	1,171	1,333	▲	833	943	1,062
变动幅度				-28.8%	-29.3%	
每股收益（元）	1.53	1.74	▲	1.09	1.23	1.39
变动幅度				-28.8%	-29.3%	
毛利率(%)	32.37%	32.41%		28.40%	28.61%	28.58%
变动幅度				-4.0%	-3.8%	
净利率(%)	7.72%	7.64%	▲	6.93%	6.91%	6.98%
变动幅度				-0.8%	-0.7%	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,961	1,987	3,918	4,853	5,922	营业收入	11,224	10,540	12,028	13,637	15,228
应收票据、账款及款项融资	2,867	2,805	2,704	3,066	3,424	营业成本	7,626	7,612	8,612	9,736	10,875
预付账款	16	21	24	27	31	营业税金及附加	59	43	49	56	62
存货	945	1,048	1,186	1,340	1,497	营业费用	1,868	1,580	1,768	2,005	2,239
其他	1,511	661	666	670	675	管理费用及研发费用	744	708	895	1,000	1,075
流动资产合计	7,300	6,522	8,498	9,957	11,549	财务费用	1	(17)	(27)	(40)	(47)
长期股权投资	183	181	181	181	181	资产、信用减值损失	23	6	6	6	6
固定资产	646	577	706	751	796	公允价值变动收益	66	32	32	32	32
在建工程	11	84	0	0	0	投资净收益	62	50	50	50	50
无形资产	125	123	116	109	103	其他	37	84	84	84	84
其他	870	1,029	167	167	167	营业利润	1,066	774	891	1,039	1,183
非流动资产合计	1,835	1,994	1,171	1,209	1,246	营业外收入	6	28	28	28	28
资产总计	9,135	8,516	9,668	11,166	12,795	营业外支出	10	11	11	11	11
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,063	790	907	1,056	1,200
应付票据及应付账款	3,673	3,428	3,879	4,385	4,898	所得税	147	89	125	146	165
其他	1,127	750	723	760	797	净利润	916	701	782	910	1,034
流动负债合计	4,800	4,179	4,601	5,145	5,696	少数股东损益	(24)	(44)	(51)	(33)	(28)
长期借款	0	0	44	88	132	归属于母公司净利润	940	746	833	943	1,062
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.23	0.97	1.09	1.23	1.39
其他	53	96	23	23	23						
非流动负债合计	53	96	67	111	155	主要财务比率					
负债合计	4,852	4,275	4,668	5,256	5,850		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	(1)	(22)	(73)	(106)	(134)	成长能力					
实收资本(或股本)	767	767	767	767	767	营业收入	20.0%	-6.1%	14.1%	13.4%	11.7%
资本公积	934	936	936	936	936	营业利润	13.1%	-27.5%	15.1%	16.6%	13.9%
留存收益	2,561	2,537	3,371	4,314	5,376	归属于母公司净利润	14.1%	-20.7%	11.8%	13.1%	12.7%
其他	22	24	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,282	4,242	5,000	5,910	6,945	毛利率	32.1%	27.8%	28.4%	28.6%	28.6%
负债和股东权益总计	9,135	8,516	9,668	11,166	12,795	净利率	8.4%	7.1%	6.9%	6.9%	7.0%
						ROE	23.4%	17.4%	17.9%	17.0%	16.2%
						ROIC	22.9%	15.7%	16.0%	15.6%	15.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	53.1%	50.2%	48.3%	47.1%	45.7%
净利润	916	701	782	910	1,034	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	69	57	18	17	18	流动比率	1.52	1.56	1.85	1.94	2.03
财务费用	1	(17)	(27)	(40)	(47)	速动比率	1.32	1.31	1.59	1.67	1.76
投资损失	(62)	(50)	(50)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	737	(606)	404	13	22	应收账款周转率	46.8	24.0	17.9	17.8	17.7
其它	347	(119)	738	(25)	(25)	存货周转率	7.5	7.6	7.7	7.7	7.6
经营活动现金流	2,009	(35)	1,865	826	952	总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
资本支出	15	(45)	(55)	(55)	(55)	每股指标(元)					
长期投资	144	(22)	0	0	0	每股收益	1.23	0.97	1.09	1.23	1.39
其他	(820)	856	81	81	81	每股经营现金流	2.62	-0.05	2.43	1.08	1.24
投资活动现金流	(660)	789	26	26	26	每股净资产	5.58	5.56	6.61	7.84	9.23
债权融资	0	31	13	44	44	估值比率					
股权融资	46	2	0	0	0	市盈率	13.4	16.9	15.1	13.4	11.9
其他	(827)	(821)	27	40	47	市净率	2.9	3.0	2.5	2.1	1.8
筹资活动现金流	(780)	(788)	40	84	91	EV/EBITDA	8.5	11.8	10.9	9.5	8.3
汇率变动影响	(16)	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.0	12.7	11.1	9.6	8.5
现金净增加额	553	(38)	1,931	935	1,069						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn