

九阳股份 (002242)

证券研究报告

2022年08月30日

空气炸锅增速向好，盈利能力同比承压

事件：公司 22H1 实现营业收入 47.1 亿元，同比-0.7%，归母净利润 3.46 亿元，同比-23.27%；其中 22Q2 实现营业收入 23.82 亿元，同比-4.76%，归母净利润 1.8 亿元，同比-33.6%。公司拟按每 10 股派发现金红利 5.0 元。

收入端：分产品来看，22H1 食品加工机系列 15.11 亿元，同比-9.96%，营养煲系列 16.4 亿元，同比-10.13%，西式电器系列 11.35 亿元，同比+32.75%，炊具系列 2.78 亿元，同比+1.54%。西式电器（含空气炸锅）增速向好，食品加工及营养煲类产品增速承压，炊具系列保持相对平稳。分地区来看，22H1 内销 40.93 亿元，同比-0.26%，外销 6.17 亿元，同比-3.49%。根据 22 年披露的关联交易，公司 22 年预计外销代工收入为 13.5 亿元，同比+14%，维持先前额度不变。

利润端：22H1 公司毛利率为 28.77%，同比-1.9pct；其中 22Q2 毛利率为 30.86%，同比+0.89pct。费用方面：公司 22H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 15.22%、3.23%、3.63%、-0.65%，同比-1.1、+0.22、+0.38、-0.44pct；其中 22Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 19.31%、2.9%、3.47%、-1.09%，同比+2.48、+0.45、+0.46、-0.93pct。从毛销差来看，Q2 同比-1.6pct，我们预计大促节点推广投入加大带来毛销差水平同比下行。综合来看，22 年 H1 公司归母净利率为 7.35%，同比-2.16pct；其中 22Q2 归母净利率为 7.56%，同比-3.29pct。

Shark 情况：22H1 尚科宁家（中国）公司实现营收 0.31 亿元，同比-66%，净利润-0.25 亿元，同比收窄，目前公司全资控股尚科宁家（中国）公司，后续有望加速清洁电器产品本土化及双品牌协同进展。

投资建议：公司西式电器业务增速亮眼，未来有望贡献收入，同时清洁电器本土化有望进一步助力营收增长。利润方面，原材料价格上涨仍对公司有一定的影响，未来随着原材料价格高基数影响的逐渐消除，公司利润有望恢复正常水平。根据公司中报情况，我们适当下调了炊具、食品加工类的营收增速，上调了西式的营收增速，适当下调了毛利率，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 7.82、8.73、9.76 亿元（前值为 8.7、10.36、11.58 亿元），当前股价对应 PE 15.5x、13.9x、12.4x，维持“增持”评级。

风险提示：新品销售不及预期；Shark 品牌销售不及预期；原材料价格波动风险等

投资评级

行业	家用电器/小家电
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	15.77 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	767.02
流通 A 股股本(百万股)	765.64
A 股总市值(百万元)	12,095.86
流通 A 股市值(百万元)	12,074.21
每股净资产(元)	4.81
资产负债率(%)	47.74
一年内最高/最低(元)	25.30/13.33

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《九阳股份-季报点评:西式品类贡献增速，公司经营效率显著提升》
2022-04-29
- 《九阳股份-年报点评报告:炊具业务增速亮眼，会计准则变动或影响毛利率》
2022-03-30
- 《九阳股份-季报点评:核心品类增速承压，新品拓展新增长空间》
2021-10-29

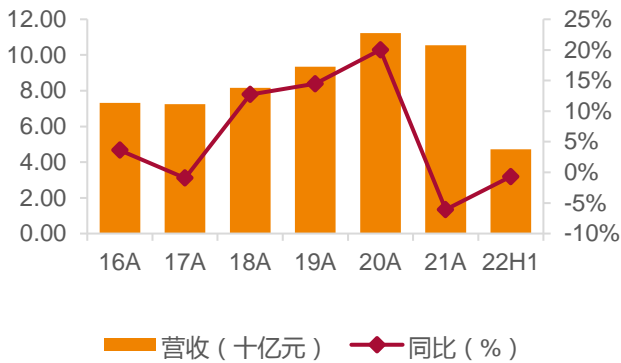
财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,223.75	10,540.47	11,104.92	12,226.23	13,532.12
增长率(%)	20.02	(6.09)	5.36	10.10	10.68
EBITDA(百万元)	1,475.31	1,109.54	782.33	928.57	1,037.40
归属母公司净利润(百万元)	940.08	745.60	782.28	872.85	976.05
增长率(%)	14.07	(20.69)	4.92	11.58	11.82
EPS(元/股)	1.23	0.97	1.02	1.14	1.27
市盈率(P/E)	12.87	16.22	15.46	13.86	12.39
市净率(P/B)	2.82	2.84	2.81	2.77	2.75
市销率(P/S)	1.08	1.15	1.09	0.99	0.89
EV/EBITDA	13.90	12.88	7.36	8.87	5.44

资料来源：wind，天风证券研究所

事件

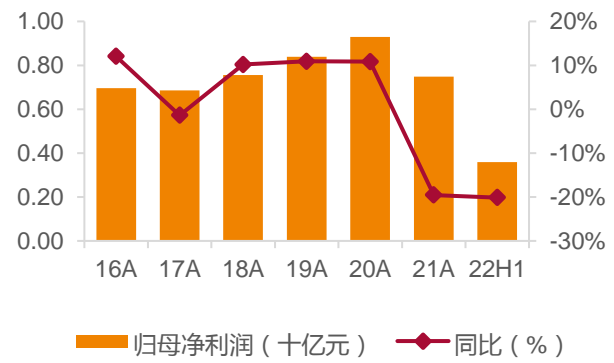
公司 22H1 实现营业收入 47.1 亿元，同比-0.7%，归母净利润 3.46 亿元，同比-23.27%；其中 22Q2 实现营业收入 23.82 亿元，同比-4.76%，归母净利润 1.8 亿元，同比-33.6%。公司拟按每 10 股派发现金红利 5.0 元。

图 1：公司营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速



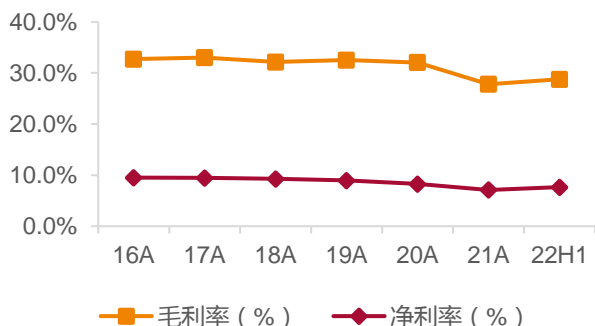
资料来源：Wind，天风证券研究所

空气炸锅增速向好，盈利能力同比承压

收入端：分产品来看，22H1 食品加工机系列 15.11 亿元，同比-9.96%，营养煲系列 16.4 亿元，同比-10.13%，西式电器系列 11.35 亿元，同比+32.75%，炊具系列 2.78 亿元，同比+1.54%。西式电器（含空气炸锅）增速向好，食品加工及营养煲类产品增速承压，炊具系列保持相对平稳。分地区来看，22H1 内销 40.93 亿元，同比-0.26%，外销 6.17 亿元，同比-3.49%。根据 22 年披露的关联交易，公司 22 年预计外销代工收入为 13.5 亿元，同比+14%，维持先前额度不变。

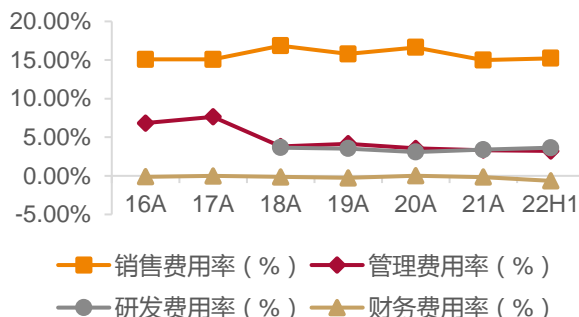
利润端：22H1 公司毛利率为 28.77%，同比-1.9pct；其中 22Q2 毛利率为 30.86%，同比+0.89pct。费用方面：公司 22H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 15.22%、3.23%、3.63%、-0.65%，同比-1.1、+0.22、+0.38、-0.44pct；其中 22Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 19.31%、2.9%、3.47%、-1.09%，同比+2.48、+0.45、+0.46、-0.93pct。从毛销差来看，Q2 同比-1.6pct，我们预计大促节点推广投入加大带来毛销差水平同比下行。综合来看，22 年 H1 公司归母净利率为 7.35%，同比-2.16pct；其中 22Q2 归母净利率为 7.56%，同比-3.29pct。

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司销售/管理/研发/财务费用率



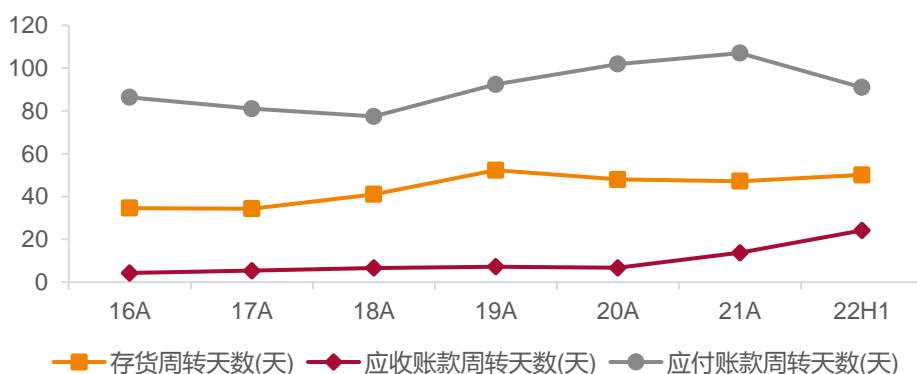
资料来源：Wind，天风证券研究所

Shark 情况：22H1 尚科宁家（中国）公司实现营收 0.31 亿元，同比-66%，净利润-0.25 亿元，同比收窄，目前公司全资控股尚科宁家（中国）公司，后续有望加速清洁电器产品本土化及双品牌协同进展。

运营能力保持稳定，现金流状况有所改善

资产负债表方面：公司 2022 年 H1 货币资金+交易性金融资产为 20.21 亿元，同比-34.45%，存货为 8.18 亿元，同比+6.26%，应收票据和账款合计为 18.39 亿元，同比+1.3%。公司 2022 年 H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 50.05、24.17 和 90.97 天，同比+3.12、+5.49 和-5.57 天。

图 5：公司运营能力



资料来源：Wind，天风证券研究所

现金流量表方面：公司 2022 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为 4.64 亿元，同比+239.59%，其中销售商品及提供劳务现金流入 60.03 亿元，同比+3.69%；其中 2022Q2 经营活动产生的现金流量净额为-0.32 亿元，同比+79.25%，其中销售商品及提供劳务现金流入 28.17 亿元，同比-12.36%。上半年经营性现金流增加主要系本期收回上期贷款所致。

投资建议

公司西式电器业务增速亮眼，未来有望贡献收入，同时清洁电器本土化有望进一步助力营收增长。利润方面，原材料价格上涨仍对公司有一定的影响，未来随着原材料价格高基数影响的逐渐消除，公司利润有望恢复正常水平。根据公司中报情况，我们适当下调了炊具、食品加工类的营收增速，上调了西式的营收增速，适当下调了毛利率，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 7.82、8.73、9.76 亿元（前值为 8.7、10.36、11.58 亿元），当前股价对应 PE 15.5x、13.9x、12.4x，维持“增持”评级。

风险提示

新品销售不及预期；Shark 品牌销售不及预期；原材料价格波动风险等

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,961.21	1,986.84	5,206.92	2,665.09	5,223.61
应收票据及应收账款	2,107.93	2,369.73	728.91	2,409.81	1,547.10
预付账款	16.24	21.20	30.83	14.72	38.77
存货	944.93	1,047.86	1,098.15	1,201.64	1,390.02
其他	2,269.40	1,096.66	1,198.64	1,085.04	1,136.42
流动资产合计	7,299.72	6,522.30	8,263.45	7,376.29	9,335.92
长期股权投资	182.67	181.30	181.30	181.30	181.30
固定资产	646.31	576.56	515.53	454.51	393.48
在建工程	11.01	83.79	83.79	83.79	83.79
无形资产	124.87	123.09	116.56	110.04	103.51
其他	870.25	1,029.35	902.94	939.53	956.37
非流动资产合计	1,835.11	1,994.08	1,800.12	1,769.16	1,718.46
资产总计	9,134.83	8,516.38	10,063.58	9,145.45	11,054.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,672.79	3,428.26	4,433.70	3,544.61	5,290.32
其他	558.01	504.11	1,294.32	1,195.38	1,322.21
流动负债合计	4,230.80	3,932.37	5,728.02	4,739.99	6,612.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	52.67	95.96	55.12	67.92	73.00
非流动负债合计	52.67	95.96	55.12	67.92	73.00
负债合计	4,852.33	4,274.65	5,783.14	4,807.91	6,685.53
少数股东权益	(1.27)	(21.93)	(25.50)	(27.61)	(28.58)
股本	767.17	767.02	767.02	767.02	767.02
资本公积	933.78	935.61	935.61	935.61	935.61
留存收益	2,561.22	2,537.31	2,577.47	2,638.81	2,670.37
其他	21.58	23.73	25.84	23.72	24.43
股东权益合计	4,282.49	4,241.73	4,280.43	4,337.54	4,368.84
负债和股东权益总计	9,134.83	8,516.38	10,063.58	9,145.45	11,054.38

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	916.31	701.31	782.28	872.85	976.05
折旧摊销	89.57	75.31	67.55	67.55	67.55
财务费用	12.71	10.81	(55.52)	6.11	6.77
投资损失	(75.32)	(51.26)	(57.16)	(56.07)	(54.28)
营运资金变动	1,457.34	(704.03)	2,851.86	(2,640.00)	2,474.99
其它	(391.32)	(66.92)	(28.73)	(29.50)	(29.50)
经营活动现金流	2,009.30	(34.79)	3,560.28	(1,779.05)	3,441.58
资本支出	(81.25)	27.87	40.84	(12.80)	(5.08)
长期投资	(72.40)	(1.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(506.62)	762.09	298.65	38.41	38.93
投资活动现金流	(660.26)	788.59	339.49	25.61	33.84
债权融资	(1.06)	48.56	34.79	(2.66)	(2.16)
股权融资	(731.50)	(760.13)	(714.48)	(785.74)	(914.74)
其他	(47.81)	(76.41)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(780.37)	(787.97)	(679.69)	(788.40)	(916.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	568.66	(34.18)	3,220.08	(2,541.83)	2,558.52

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,223.75	10,540.47	11,104.92	12,226.23	13,532.12
营业成本	7,626.33	7,611.66	7,863.28	8,612.66	9,537.38
营业税金及附加	59.05	42.99	49.97	55.02	60.89
销售费用	1,867.76	1,580.33	1,754.58	1,895.07	2,070.41
管理费用	398.10	350.77	388.67	427.92	473.62
研发费用	345.84	357.28	388.67	427.92	473.62
财务费用	1.06	(17.46)	(55.52)	6.11	6.77
资产/信用减值损失	(23.41)	(6.48)	(1.76)	(2.61)	(3.62)
公允价值变动收益	65.52	31.56	0.37	0.50	0.50
投资净收益	61.79	49.62	57.16	56.07	54.28
其他	(244.71)	(233.43)	(91.22)	(107.70)	(118.18)
营业利润	1,066.42	773.64	862.25	963.19	1,078.76
营业外收入	6.03	28.24	13.47	15.91	19.21
营业外支出	9.57	11.38	9.99	10.31	10.56
利润总额	1,062.87	790.50	865.73	968.79	1,087.41
所得税	146.55	89.19	112.54	125.94	141.36
净利润	916.31	701.31	753.18	842.85	946.05
少数股东损益	(23.77)	(44.30)	(29.10)	(30.00)	(30.00)
归属于母公司净利润	940.08	745.60	782.28	872.85	976.05
每股收益(元)	1.23	0.97	1.02	1.14	1.27

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	20.02%	-6.09%	5.36%	10.10%	10.68%
营业利润	13.11%	-27.45%	11.45%	11.71%	12.00%
归属于母公司净利润	14.07%	-20.69%	4.92%	11.58%	11.82%
获利能力					
毛利率	32.05%	27.79%	29.19%	29.56%	29.52%
净利率	8.38%	7.07%	7.04%	7.14%	7.21%
ROE	21.95%	17.49%	18.17%	20.00%	22.20%
ROIC	83.07%	328.29%	92.00%	-41.56%	186.37%
偿债能力					
资产负债率	53.12%	50.19%	57.47%	52.57%	60.48%
净负债率	-45.80%	-46.11%	-121.40%	-61.12%	-119.14%
流动比率	1.52	1.56	1.44	1.56	1.41
速动比率	1.32	1.31	1.25	1.30	1.20
营运能力					
应收账款周转率	6.32	4.71	7.17	7.79	6.84
存货周转率	11.05	10.58	10.35	10.63	10.44
总资产周转率	1.35	1.19	1.20	1.27	1.34
每股指标(元)					
每股收益	1.23	0.97	1.02	1.14	1.27
每股经营现金流	2.62	-0.05	4.64	-2.32	4.49
每股净资产	5.58	5.56	5.61	5.69	5.73
估值比率					
市盈率	12.87	16.22	15.46	13.86	12.39
市净率	2.82	2.84	2.81	2.77	2.75
EV/EBITDA	13.90	12.88	7.36	8.87	5.44
EV/EBIT	14.63	13.77	8.06	9.57	5.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com