

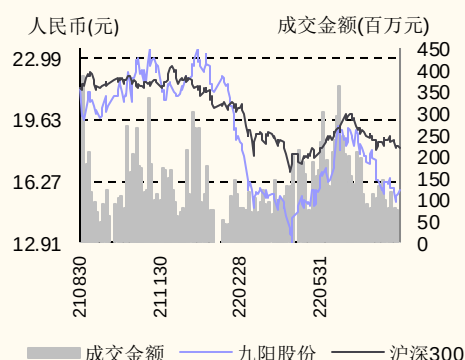
九阳股份 (002242.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.77 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.67
已上市流通 A 股(亿股)	7.66
总市值(亿元)	120.96
年内股价最高最低(元)	23.51/12.91
沪深 300 指数	4090
深证成指	12018

**相关报告**

1. 《向阳而生，迈向品质小家电龙头-九阳股份首次覆盖》，2022.8.10

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
hehongping@gjzq.com.cn

邓新 助理

空炸推动西式快增，降本增效毛利改善**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,224	10,540	11,154	12,671	14,251
营业收入增长率	20.02%	-6.09%	5.82%	13.60%	12.47%
归母净利润(百万元)	940	746	754	871	984
归母净利润增长率	14.07%	-20.69%	1.09%	15.50%	13.01%
摊薄每股收益(元)	1.225	0.972	0.983	1.135	1.283
每股经营性现金流净额	2.62	-0.05	0.74	1.11	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.95%	17.49%	18.27%	20.59%	22.13%
P/E	26.15	23.87	16.05	13.89	12.29
P/B	5.74	4.17	2.93	2.86	2.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8 月 29 日公司发布 2022 年半年报, 22H1 公司实现营收 47.10 亿元, 同比-0.70%, 归母净利润 3.46 亿元, 同比-23.27%, 扣非后归母 2.99 亿元, 同比-14.31%。22Q2 营收 23.82 亿元, 同比-4.76%, 归母净利润 1.80 亿元, 同比-33.60%, 扣非后归母 1.42 亿元, 同比-24.34%。

简评

- 收入端: 疫情影响需求表现, 国内外市场平淡。**分产品看, 公司聚焦 1+3 策略, 巩固厨房小家电优势地位同时积极拓展炊具、净水、清洁品类, 主打太空系列产品亦收获消费者青睐。22H1 公司西式电器收入同比增长 33%, 主要系公司将空气炸锅从食品加工系列调整至西式电器, 而食品加工机 (-10%) 和营养煲 (-10%) 均有所承压; **炊具品类**表现较为平稳, 收入同比微增 (+1.5%)。**分市场来看, 国内市场:** 受疫情影响, 厨房小家电需求略显平淡, 公司内销收入保持平稳态势 (-0.3%); **国外市场:** 欧美通胀高企影响小家电需求, 22H1 境外收入同比下滑 3.5%。**单二季度来看, 营收下滑 4.8%, 预计国内或相对平稳, 国外或有所承压。**
- 利润端: 增效降本毛利水平有所改善。**22H1 公司毛利率 28.77%, 同比-1.9pct, 其中境外毛利率提升 1.8pct。22Q2 公司毛利率 30.86%, 同比+0.9pct, 主要系产品结构升级及公司内部降本增效。费率方面, Q2 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 19.31%、2.90%、3.47%、-1.09%, 同比分别+2.5pct、+0.4pct、+0.5pct、-0.9pct, 财务费率下降主要系汇兑收益增加, 销售费用率提升主要系职工薪酬增加。Q2 公司归母净利率 7.56%, 同比-3.3pct, 随着原材料价格的回落及公司内部提效、产品结构优化, 后续盈利修复可期。

盈利调整&投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 111.5、126.7、142.5 亿元, 同比分别增长 5.8%、13.6%、12.5%, 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.5、8.7、9.8 亿元, 同比分别增长 1.1%、15.5%、13.0%, 当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 16x、14x、12x, 维持“增持”评级。

风险提示

- 新品表现不及预期, 行业竞争加剧风险, 原材料价格大幅上涨风险, 汇率大幅波动风险, 关联交易风险, 股东质押风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	9,351	11,224	10,540	11,154	12,671	14,251
增长率		20.0%	-6.1%	5.8%	13.6%	12.5%
主营业务成本	-6,310	-7,626	-7,612	-7,974	-8,978	-10,046
%销售收入	67.5%	67.9%	72.2%	71.5%	70.9%	70.5%
毛利	3,041	3,597	2,929	3,179	3,693	4,205
%销售收入	32.5%	32.1%	27.8%	28.5%	29.1%	29.5%
营业税金及附加	-47	-59	-43	-45	-52	-58
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,477	-1,868	-1,580	-1,677	-1,949	-2,206
%销售收入	15.8%	16.6%	15.0%	15.0%	15.4%	15.5%
管理费用	-389	-398	-351	-382	-441	-503
%销售收入	4.2%	3.5%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%
研发费用	-330	-346	-357	-402	-469	-534
%销售收入	3.5%	3.1%	3.4%	3.6%	3.7%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	798	927	597	673	783	903
%销售收入	8.5%	8.3%	5.7%	6.0%	6.2%	6.3%
财务费用	25	-1	17	46	33	35
%销售收入	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	0	-23	-6	-11	-1	-1
公允价值变动收益	13	66	32	-20	0	0
投资收益	60	62	50	60	65	70
%税前利润	6.4%	5.8%	6.3%	7.2%	6.7%	6.4%
营业利润	943	1,066	774	832	963	1,091
营业利润率	10.1%	9.5%	7.3%	7.5%	7.6%	7.7%
营业外收支	-3	-4	17	0	0	0
税前利润	940	1,063	790	832	963	1,091
利润率	10.1%	9.5%	7.5%	7.5%	7.6%	7.7%
所得税	-134	-147	-89	-94	-109	-123
所得税率	14.3%	13.8%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
净利润	806	916	701	738	855	968
少数股东损益	-18	-24	-44	-16	-16	-16
归属于母公司的净利润	824	940	746	754	871	984
净利率	8.8%	8.4%	7.1%	6.8%	6.9%	6.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	806	916	701	738	855	968
少数股东损益	-18	-24	-44	-16	-16	-16
非现金支出	90	113	127	83	83	92
非经营收益	-98	-57	-69	-47	-61	-69
营运资金变动	455	1,037	-793	-204	-22	-30
经营活动现金净流	1,253	2,009	-35	570	855	960
资本开支	-88	45	42	-100	-100	-110
投资	122	20	-12	-20	0	0
其他	-399	-724	759	60	65	70
投资活动现金净流	-365	-660	789	-60	-35	-40
股权募资	0	25	25	-125	0	0
债权募资	0	0	0	12	7	5
其他	-638	-805	-812	-768	-768	-768
筹资活动现金净流	-637	-780	-788	-882	-761	-763
现金净流量	253	553	-38	-371	59	158

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,603	1,961	1,987	1,609	1,664	1,818
应收款项	2,541	3,035	2,836	3,234	3,673	4,131
存货	1,086	945	1,048	1,081	1,218	1,362
其他流动资产	291	1,358	652	711	721	745
流动资产	5,522	7,300	6,522	6,635	7,276	8,057
%总资产	73.9%	79.9%	76.6%	76.6%	78.0%	79.5%
长期投资	969	913	1,010	1,010	1,010	1,010
固定资产	706	657	660	676	683	693
%总资产	9.5%	7.2%	7.8%	7.8%	7.3%	6.8%
无形资产	143	129	125	140	153	166
非流动资产	1,946	1,835	1,994	2,029	2,049	2,074
%总资产	26.1%	20.1%	23.4%	23.4%	22.0%	20.5%
资产总计	7,468	9,135	8,516	8,663	9,325	10,131
短期借款	0	0	31	30	32	32
应付款项	2,878	3,816	3,583	3,692	4,158	4,653
其他流动负债	822	983	564	753	853	956
流动负债	3,700	4,800	4,179	4,475	5,043	5,641
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	53	96	101	107	114
负债	3,717	4,852	4,275	4,576	5,150	5,755
普通股股东权益	3,753	4,284	4,264	4,125	4,229	4,446
其中：股本	767	767	767	767	767	767
未分配利润	1,668	2,163	2,139	2,126	2,230	2,447
少数股东权益	-2	-1	-22	-38	-54	-70
负债股东权益合计	7,468	9,135	8,516	8,663	9,325	10,131

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.074	1.225	0.972	0.983	1.135	1.283
每股净资产	4.891	5.584	5.559	5.379	5.514	5.796
每股经营现金净流	1.633	2.619	-0.045	0.744	1.114	1.252
每股股利	1.080	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	21.96%	21.95%	17.49%	18.27%	20.59%	22.13%
总资产收益率	11.04%	10.29%	8.75%	8.70%	9.34%	9.71%
投入资本收益率	18.17%	18.43%	12.23%	14.28%	16.26%	17.89%
增长率						
主营业务收入增长率	14.48%	20.02%	-6.09%	5.82%	13.60%	12.47%
EBIT增长率	35.09%	16.06%	-35.53%	12.59%	16.37%	15.37%
净利润增长率	9.26%	14.07%	-20.69%	1.09%	15.50%	13.01%
总资产增长率	12.13%	22.32%	-6.77%	1.73%	7.64%	8.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.3	6.8	13.9	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	53.0	48.6	47.8	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	93.7	103.3	108.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	26.6	21.0	20.0	19.0	16.7	14.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.50%	-74.91%	-57.73%	-50.70%	-50.89%	-52.08%
EBIT利息保障倍数	-32.6	872.1	-34.2	-14.7	-23.8	-25.6
资产负债率	49.77%	53.12%	50.19%	52.82%	55.23%	56.81%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	10	20	67
增持	0	2	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.40	1.17	1.23	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-10	增持	15.90	17.90 ~ 18.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402