

九阳股份 (002242.SZ) 2023Q3 外销持续高增，静待内销修复带动盈利改善

2023 年 11 月 16 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

林文隆（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

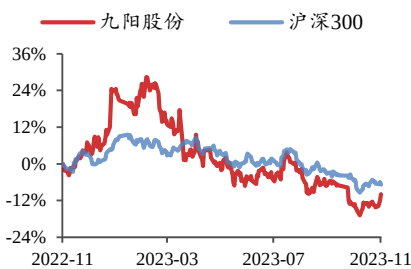
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122070043

日期	2023/11/16
当前股价(元)	13.79
一年最高最低(元)	20.28/12.58
总市值(亿元)	105.77
流通市值(亿元)	105.59
总股本(亿股)	7.67
流通股本(亿股)	7.66
近 3 个月换手率(%)	22.41

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q2 外销高增，静待盈利能力修复——公司信息更新报告》-2023.9.1

《2023Q1 业绩阶段承压，静待新品带动业绩改善——公司信息更新报告》-2023.4.28

《2022Q4 盈利能力迎拐点，关注 2023 年业绩改善——公司信息更新报告》-2023.4.3

● 2023Q3 外销持续增长，静待内销改善，维持“买入”评级

2023Q1-Q3 公司实现营收 67.81 亿元（-2.1%），归母净利润 3.64 亿元（-28.0%），扣非归母净利润 3.38 亿元（-26.15%）。单季度来看 2023Q3 公司实现营收 24.64 亿元（+11.2%），归母净利润 1.16 亿元（-26.4%），扣非归母净利润 1.12 亿元（-29.48%）。考虑到短期内销仍承压，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计归母净利润为 5.58/6.54/7.43 亿元（原值为 6.14/6.98/7.86 亿元），对应 EPS 为 0.73/0.85/0.97 元，当前股价对应 PE 为 18.9/16.2/14.2 倍，展望后续，外销预期向好，内销方面布局新品以及渠道优化后改善值得期待，维持“买入”评级。

● 2023Q3 外销维持高增，内销线下保持正增长

分区域，我们预计公司外销仍实现翻倍以上增长，根据关联交易公告，公司 2023 年关联交易由年初 2.09 亿美元上调至 3.5 亿美元，同比增速由 21%上调至 102%，预计下半年将保持高速增长。内销方面行业需求仍有压力，但我们预计公司线上降幅有所收窄，线下 KA、Shopping Mall 等核心渠道实现同比增长，得益于公司线下渠道的持续布局以及线下消费场景回暖。分品类，行业层面 2023Q1-Q3 豆浆机恢复正增长，电饭煲、电水壶维持平稳增长，净水保持增长趋势，破壁机受经济环境影响仍有压力，我们预计公司锅煲类产品仍表现平稳。

● 业务结构变化影响毛利率水平，销售费用摊薄效应提高

2023Q1-Q3 公司毛利率 25.39%（-3.35pct），单季度来看 2023Q3 毛利率 22.43%（-6.2pct），毛利率下滑或主要系低毛利外销占比提升+原材料红利走弱所致。费用端，2023Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.2%/3.6%/3.7%/-0.8%，同比分别-1.56/+0.15/+0.21/+0.08pct。单季度来看 2023Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-2.61/-0.79/+0.01/+0.9pct，销售费用率较大幅度下降或主要系低销售费用外销占比提升所致，规模恢复带来费用摊薄效应。综合影响下，2023Q3 公司净利率 4.72%（-2.4pct），扣非净利率 4.56%（-2.6pct）。

● 风险提示：海外需求快速回落；内销修复不及预期；原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,540	10,177	10,428	11,492	12,549
YOY(%)	-6.1	-3.5	2.5	10.2	9.2
归母净利润(百万元)	746	530	558	654	743
YOY(%)	-20.7	-29.0	5.5	17.1	13.7
毛利率(%)	27.8	29.1	26.2	26.7	26.7
净利率(%)	7.1	5.2	5.4	5.7	5.9
ROE(%)	16.5	15.7	14.8	17.0	18.7
EPS(摊薄/元)	0.97	0.69	0.73	0.85	0.97
P/E(倍)	14.2	20.0	18.9	16.2	14.2
P/B(倍)	2.5	3.2	2.9	2.8	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6522	4936	6173	5921	7018
现金	1987	1570	1914	1905	2100
应收票据及应收账款	2370	2084	2480	2550	2943
其他应收款	31	24	32	30	38
预付账款	21	15	22	19	26
存货	1048	680	1163	854	1348
其他流动资产	1066	563	563	563	563
非流动资产	1994	2138	2134	2182	2227
长期投资	181	218	267	319	377
固定资产	577	637	601	611	612
无形资产	123	121	108	98	89
其他非流动资产	1113	1163	1158	1153	1148
资产总计	8516	7075	8307	8103	9244
流动负债	4179	3673	4595	4313	5310
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3428	2924	3850	3565	4533
其他流动负债	750	748	745	748	778
非流动负债	96	76	76	76	76
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	76	76	76	76
负债合计	4275	3748	4671	4389	5386
少数股东权益	-22	13	-5	-28	-49
股本	767	767	767	767	767
资本公积	936	653	653	653	653
留存收益	2537	1921	2030	2158	2259
归属母公司股东权益	4264	3313	3641	3743	3907
负债和股东权益	8516	7075	8307	8103	9244

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-35	610	569	575	799
净利润	701	523	540	631	723
折旧摊销	75	74	65	69	75
财务费用	-17	-65	-50	-15	-15
投资损失	-50	-28	-49	-51	-50
营运资金变动	-795	-100	74	-26	113
其他经营现金流	51	207	-11	-33	-47
投资活动现金流	789	228	-14	-46	-40
资本支出	97	57	12	65	62
长期投资	-12	-18	-49	-53	-58
其他投资现金流	897	303	46	71	80
筹资活动现金流	-788	-1328	-211	-537	-564
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	2	-283	0	0	0
其他筹资现金流	-790	-1045	-211	-537	-564
现金净增加额	-38	-490	344	-9	195

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10540	10177	10428	11492	12549
营业成本	7612	7217	7696	8424	9199
营业税金及附加	43	55	51	55	63
营业费用	1580	1593	1429	1609	1744
管理费用	351	376	386	414	439
研发费用	357	390	407	442	471
财务费用	-17	-65	-50	-15	-15
资产减值损失	-2	-24	-10	-13	-19
其他收益	84	88	30	40	40
公允价值变动收益	32	-95	-3	20	30
投资净收益	50	28	49	51	50
资产处置收益	0	-0	0	-0	-0
营业利润	774	591	609	700	804
营业外收入	28	1	13	20	21
营业外支出	11	9	10	10	11
利润总额	790	583	612	710	814
所得税	89	61	72	79	91
净利润	701	523	540	631	723
少数股东损益	-44	-7	-18	-23	-20
归属母公司净利润	746	530	558	654	743
EBITDA	806	610	627	724	831
EPS(元)	0.97	0.69	0.73	0.85	0.97

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-6.1	-3.5	2.5	10.2	9.2
营业利润(%)	-27.5	-23.6	3.0	15.0	14.7
归属于母公司净利润(%)	-20.7	-29.0	5.5	17.1	13.7
获利能力					
毛利率(%)	27.8	29.1	26.2	26.7	26.7
净利率(%)	7.1	5.2	5.4	5.7	5.9
ROE(%)	16.5	15.7	14.8	17.0	18.7
ROIC(%)	15.1	14.3	13.6	15.5	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	50.2	53.0	56.2	54.2	58.3
净负债比率(%)	-45.8	-46.0	-52.4	-51.1	-54.2
流动比率	1.6	1.3	1.3	1.4	1.3
速动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	26.3	15.9	15.9	15.9	15.9
应付账款周转率	3.4	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.69	0.73	0.85	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.80	0.74	0.75	1.04
每股净资产(最新摊薄)	5.56	4.32	4.75	4.88	5.09
估值比率					
P/E	14.2	20.0	18.9	16.2	14.2
P/B	2.5	3.2	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	10.1	14.8	13.8	12.0	10.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn