

# 九阳股份 (002242.SZ)

## 2023 年年报点评：外销拖动增长，内销有待复苏

买入

### 核心观点

**经营有所承压，Q4 盈利企稳。**公司 2023 年实现营收 96.1 亿/-5.5%，归母净利润 3.9 亿/-26.6%，扣非归母净利润 3.5 亿/-35.8%。其中 Q4 收入 28.3 亿/-12.9%，归母净利润 0.3 亿/+0.9%，扣非归母净利润 0.1 亿/-83.9%。公司拟每 10 股派现金红利 1.5 元（含税）。受到宏观环境及公司渠道调整的影响，公司内销承压，利润下滑；Q4 公司归母净利润在低基数下企稳。

**外销实现加速增长。**公司 2023 年外销收入增长 68.8%至 22.4 亿，其中 H1/H2 分别+49.2%/+85.8%，下半年外销收入实现加速增长。其中公司向关联方 JS 及 SharkNinja 销售额同比增长 74.8%至 20.8 亿。根据关联交易公告，预计公司 2024 年向 SharkNinja 关联销售金额 2.2 亿美元（2023 年发生额为 1.5 亿美元，同比+50%），向 JS 环球关联销售金额从 2023 年的 1.4 亿美元降至 0.015 亿美元。预计公司与 SharkNinja 的协同仍有望持续发力。

**厨房小家电内销承压，公司国内收入下滑。**奥维云网数据显示，2023 年我国厨房小家电零售额下滑 9.6%至 549 亿，其中豆浆机零售额增长 18.8%至 19 亿，破壁机零售额下滑 18.3%至 63 亿，空气炸锅下滑 46.0%至 45 亿，电饭煲零售额增长 1.1%至 133 亿。公司强势品类破壁机、空气炸锅等下滑明显，带动公司 2023 年内销收入下滑 16.7%至 73.7 亿，H1/H2 分别-17.0%/-16.4%。

**西式小家电受外销带动增长稳定。**公司 2023 年营养煲收入下滑 0.2%至 37.0 亿，H1/H2 分别+7.3%/-6.3%；食品加工机系列收入下滑 10.2%至 29.4 亿，H1/H2 分别-17.0%/-4.4%；西式小家电收入增长 2.6%至 23.1 亿，H1/H2 分别-17.1%/+22.7%，预计下半年受外销拉动；炊具收入下滑 33.7%至 4.2 亿。

**毛利率下滑主要受内外销结构拖累。**公司 2023 年毛利率同比-3.2pct 至 25.9%，其中内外销毛利率同比-1.0/-0.7pct 至 31.1%/8.6%，公司整体毛利率下滑明显主要系内外销结构变化。公司全年费用率有所优化，期间费用率下降 0.3pct 至 22.2%，主要系销售费用率有所下降。Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别+1.2/+0.6/+0.3/-0.2pct 至 18.8%/4.8%/4.8%/-0.3%，Q4 销售费用率提升预计与渠道调整有关。2023 年公司归母净利率下滑 1.2pct 至 4.0%，Q4 归母净利率提升 0.1pct 至 0.9%。

**风险提示：原材料价格大幅波动；行业竞争加剧；新品销售不及预期。**

**投资建议：**调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到国内厨房小家电行业需求，调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 4.8/5.5/6.2 亿（前值为 5.9/6.7/-1 亿），同比增长 24%/14%/12%，对应 PE 为 17/15/13 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,177	9,613	10,296	11,109	12,005
(+/-%)	-3.5%	-5.5%	7.1%	7.9%	8.1%
净利润(百万元)	530	389	483	552	618
(+/-%)	-29.0%	-26.5%	24.2%	14.3%	11.9%
每股收益(元)	0.69	0.51	0.63	0.72	0.81
EBIT Margin	5.4%	2.6%	4.3%	4.7%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	16.0%	11.2%	12.8%	13.7%	14.2%
市盈率 (PE)	15.2	20.7	16.7	14.6	13.1
EV/EBITDA	19.1	37.4	23.8	21.3	19.9
市净率 (PB)	2.43	2.32	2.14	2.00	1.85

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

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

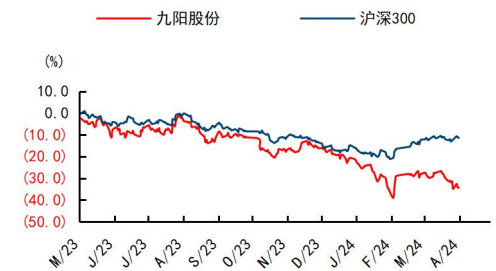
zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.51 元
总市值/流通市值	8061/8048 百万元
52 周最高价/最低价	17.90/9.52 元
近 3 个月日均成交额	52.08 百万元

#### 市场走势



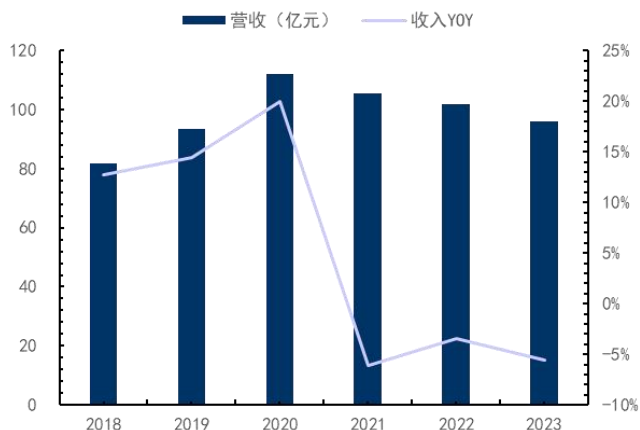
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《九阳股份 (002242.SZ) -2023 年中报点评：二季度外销高增，期待业绩改善》——2023-09-07

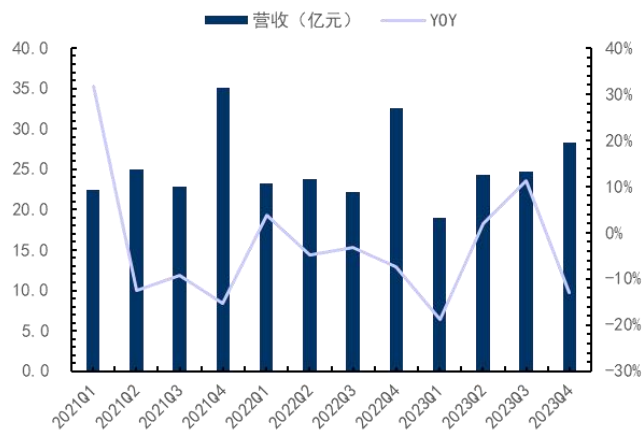
《九阳股份 (002242.SZ) -2022 年年报点评：毛利率有所改善，经营性盈利触底回升》——2023-04-03

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



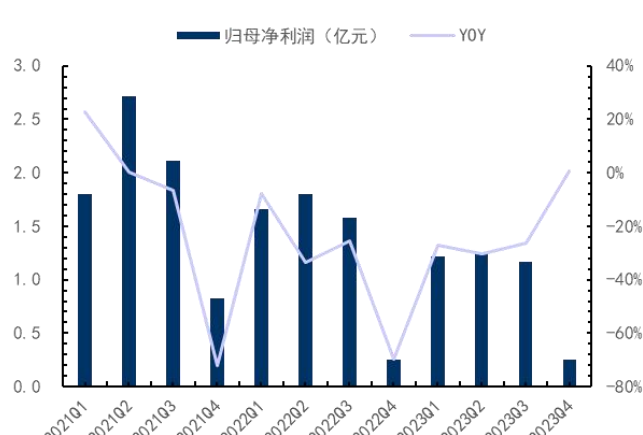
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



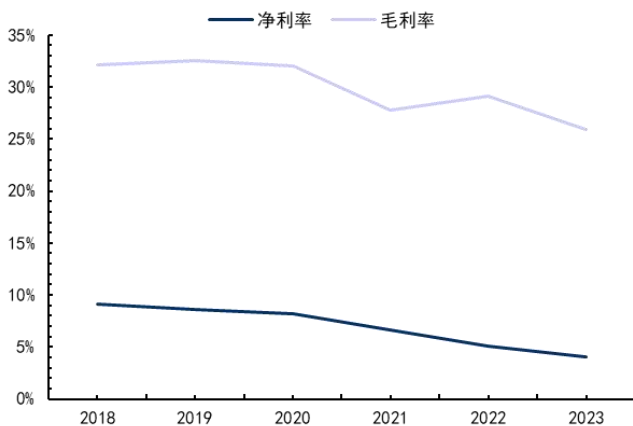
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



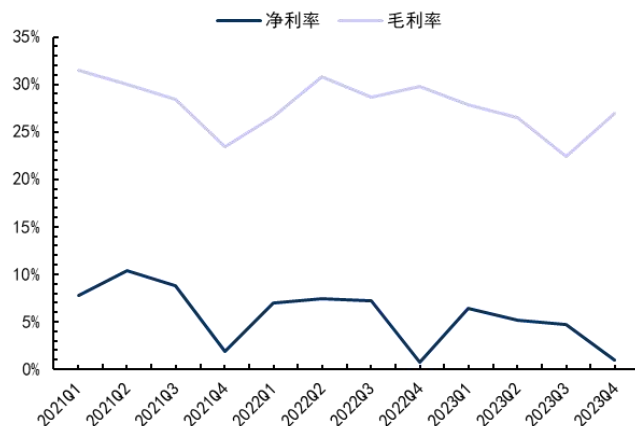
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



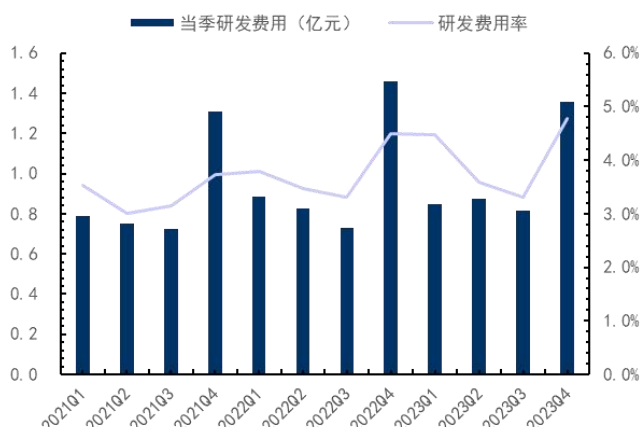
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



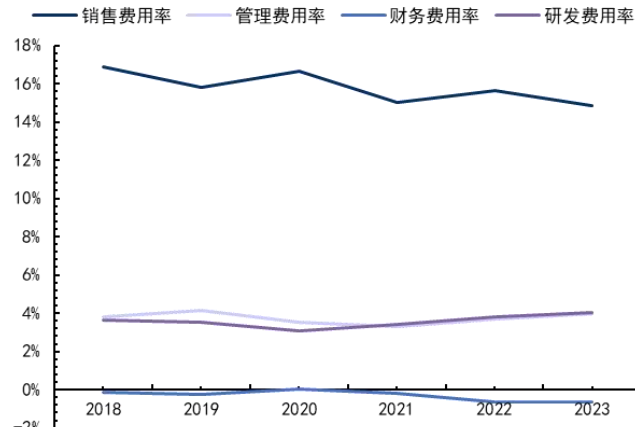
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用率情况



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 (23E)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
000333.SZ	美的集团	66.73	4,650	4.22	4.80	5.34	5.87	15.8	13.9	12.5	11.4	1.3	买入
002242.SZ	九阳股份	10.53	81	0.69	0.51	0.63	0.72	15.3	20.8	16.7	14.6	1.1	买入
002032.SZ	苏泊尔	57.30	462	2.56	2.70	2.91	3.12	22.4	21.2	19.7	18.3	2.8	买入
002959.SZ	小熊电器	55.00	86	2.48	3.13	3.62	4.11	22.2	17.6	15.2	13.4	1.2	买入
002705.SZ	新宝股份	18.07	149	1.16	1.22	1.36	1.50	15.5	14.9	13.2	12.0	1.3	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1570	2431	2567	3085	3463	营业收入	10177	9613	10296	11109	12005
应收款项	2108	2236	2291	2453	2705	营业成本	7217	7127	7487	8063	8712
存货净额	680	558	774	742	796	营业税金及附加	55	38	41	44	48
其他流动资产	578	396	456	485	526	销售费用	1593	1426	1514	1622	1741
<b>流动资产合计</b>	<b>4936</b>	<b>5627</b>	<b>6093</b>	<b>6770</b>	<b>7495</b>	管理费用	766	770	808	860	929
固定资产	662	620	578	526	476	财务费用	(65)	(62)	(62)	(63)	(76)
无形资产及其他	121	117	113	108	103	投资收益	28	125	46	61	58
投资性房地产	1138	1105	1105	1105	1105	资产减值及公允价值变动	(54)	1	(12)	(25)	(18)
长期股权投资	218	143	130	115	100	其他收入	6	(6)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7075</b>	<b>7612</b>	<b>8019</b>	<b>8623</b>	<b>9280</b>	营业利润	591	434	542	619	691
短期借款及交易性金融负债	31	19	27	26	24	营业外净收支	(8)	(3)	(4)	(4)	(4)
应付款项	2924	3320	3398	3681	3974	<b>利润总额</b>	<b>583</b>	<b>431</b>	<b>538</b>	<b>615</b>	<b>687</b>
其他流动负债	717	728	760	818	883	所得税费用	61	40	53	61	67
<b>流动负债合计</b>	<b>3673</b>	<b>4067</b>	<b>4185</b>	<b>4525</b>	<b>4881</b>	少数股东损益	(7)	2	2	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>530</b>	<b>389</b>	<b>483</b>	<b>552</b>	<b>618</b>
其他长期负债	76	59	57	44	34	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>76</b>	<b>59</b>	<b>57</b>	<b>44</b>	<b>34</b>	<b>净利润</b>	<b>530</b>	<b>389</b>	<b>483</b>	<b>552</b>	<b>618</b>
<b>负债合计</b>	<b>3748</b>	<b>4126</b>	<b>4242</b>	<b>4569</b>	<b>4915</b>	资产减值准备	34	(2)	(2)	(3)	(3)
少数股东权益	13	15	16	17	18	折旧摊销	74	74	71	74	76
股东权益	3313	3471	3761	4037	4346	公允价值变动损失	54	(1)	12	25	18
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7075</b>	<b>7612</b>	<b>8019</b>	<b>8623</b>	<b>9280</b>	财务费用	(65)	(62)	(62)	(63)	(76)
<b>关键财务与估值指标</b>						营运资本变动	76	596	(224)	167	(2)
每股收益	0.69	0.51	0.63	0.72	0.81	其它	(26)	3	3	4	4
每股红利	1.49	0.30	0.25	0.36	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>741</b>	<b>1059</b>	<b>343</b>	<b>818</b>	<b>711</b>
每股净资产	4.32	4.53	4.90	5.26	5.67	资本开支	0	(25)	(35)	(38)	(36)
ROIC	15%	7%	12%	14%	16%	其它投资现金流	493	(5)	(0)	(0)	(0)
ROE	16%	11%	13%	14%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>456</b>	<b>45</b>	<b>(22)</b>	<b>(23)</b>	<b>(23)</b>
毛利率	29%	26%	27%	27%	27%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	3%	4%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	3%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(1146)	(229)	(193)	(276)	(309)
收入增长	-3%	-6%	7%	8%	8%	其它融资现金流	680	216	8	(1)	(2)
净利润增长率	-29%	-27%	24%	14%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1614)</b>	<b>(242)</b>	<b>(185)</b>	<b>(277)</b>	<b>(311)</b>
资产负债率	53%	54%	53%	53%	53%	<b>现金净变动</b>	<b>(417)</b>	<b>862</b>	<b>136</b>	<b>517</b>	<b>378</b>
股息率	14.2%	2.8%	2.4%	3.4%	3.8%	货币资金的期初余额	1987	1570	2431	2567	3085
P/E	15.2	20.7	16.7	14.6	13.1	货币资金的期末余额	1570	2431	2567	3085	3463
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9	企业自由现金流	149	873	214	670	557
EV/EBITDA	19.1	37.4	23.8	21.3	19.9	权益自由现金流	829	1089	278	726	624

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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