

九阳股份（002242）

核心品类表现承压，外销较弱影响利润水平

事件：公司 2024 年实现营业收入 88.49 亿元，同比-7.94%，归母净利润 1.22 亿元，同比-68.55%；其中 2024Q4 实现营业收入 26.67 亿元，同比-5.8%，归母净利润 0.24 亿元，同比-4.87%。向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。

核心品类表现承压，外销下滑显著

分产品看，24 年除食品加工机系列收入同比+1.8%外，其他品类均为负增长，其中西式电器/炊具系列下滑最为明显，收入同比分别为-26.9%/-25.2%。24H2 核心品类销售环比 24H1 有所走弱，食品加工机/营养煲/西式电器系列收入同比为-6.9%/-8.1%/-38.6%，降幅环比扩大。受行业竞争持续加剧、品类可选属性较强、可受国补范围有限等因素影响，厨房小家电市场表现欠佳。分地区看，24 年内外销收入同比-1.9%/-28%，其中 24H2 同比-7.4%/-40.8%。内销受行业竞争加剧影响表现较弱，外销由于订单减少的影响，同比下滑较为显著。根据公司公告显示，24 年公司与 SharkNinja 的关联交易收入同比-29%。

外销表现较弱对毛利率有所拖累，费用投入较多影响利润水平

2024 年公司毛利率为 25.5%，同比-0.36pct，净利率为 1.2%，同比-2.86pct；其中 2024Q4 毛利率为 23.74%，同比-3.26pct，净利率为 0.55%，同比-0.36pct。分品类看，24A 食品加工机/营养煲/西式电器系列毛利率同比为+0.02/-1.03/+3.64pct；分地区看，24A 内外销毛利率同比为+0.03/-2.36pct。公司境外业务受国际局势影响较大，对公司境外业务的利润产生了较大不利影响。

公司 2024 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 17.02%、4.35%、4.08%、-1.22%，同比+2.19/+0.38/+0.03/-0.57pct；其中 24Q4 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.66%、5.19%、3.32%、-1.48%，同比-2.18/+0.44/-1.46/-1.15pct。销售费用率同比提升，其中职工薪酬同比+9%，渠道及广告费同比+18%。公司进行了较多的费用投入，用以推进技术创新、新品研发、品牌高端化建设与推广等，因投入的相关业务板块尚处于培育期，因此对短期业绩产生了不利影响，但公司管理层已开始调整相关经营策略。

公司经营情况较弱导致短期现金流承压

公司 2024 年经营活动产生的现金流量净额为 1.78 亿元，同比-76.74%，其中销售商品及提供劳务现金流入 99.76 亿元，同比-8.72%；其中 2024Q4 经营活动产生的现金流量净额为-2.39 亿元，23Q4 为 3.36 亿元，其中销售商品及提供劳务现金流入 31.1 亿元，同比-3.31%。

投资建议：公司内销核心品类增速有所修复。随着内需的逐步好转及核心品类销售的进一步修复，公司收入业绩或将逐步向好，根据公司年报，我们新增 27 年预测，预计 25-27 年公司归母净利润为 2.4/3.2/4.1 亿元（前值 25-26 年 2.4/3.2 亿元），对应动态 PE 为 32.9x/24.6x/19.5x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；替代产品风险；汇率风险；新品销售和推出不及预期等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,612.79	8,849.31	9,285.26	9,716.46	10,166.07
增长率(%)	(5.54)	(7.94)	4.93	4.64	4.63
EBITDA(百万元)	816.93	394.64	173.57	266.54	360.71
归属母公司净利润(百万元)	389.05	122.35	239.65	320.81	405.43
增长率(%)	(26.53)	(68.55)	95.87	33.87	26.37
EPS(元/股)	0.51	0.16	0.31	0.42	0.53
市盈率(P/E)	20.27	64.44	32.90	24.58	19.45
市净率(P/B)	2.27	2.26	2.18	2.05	1.90
市销率(P/S)	0.82	0.89	0.85	0.81	0.78
EV/EBITDA	7.64	10.54	26.97	13.73	13.02

资料来源：wind，天风证券研究所

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 10.28 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) 765.71

A 股总市值(百万元) 7,884.93

流通 A 股市值(百万元) 7,871.45

每股净资产(元) 4.54

资产负债率(%) 53.94

一年内最高/最低(元) 13.12/8.68

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

- 1 《九阳股份-公司点评:内销表现平稳，外销增速承压》 2025-01-22
- 2 《九阳股份-季报点评:行业低迷使公司增长承压，静待 Q4 以旧换新落地改善》 2024-11-02
- 3 《九阳股份-半年报点评:内销核心品类有所修复，盈利能力待改善》 2024-08-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,431.38	2,823.68	2,172.42	3,216.39	2,206.49	营业收入	9,612.79	8,849.31	9,285.26	9,716.46	10,166.07
应收票据及应收账款	2,155.03	1,791.14	1,277.01	1,856.16	1,585.02	营业成本	7,126.57	6,592.33	6,884.98	7,160.46	7,476.24
预付账款	40.57	28.26	29.12	14.64	26.90	营业税金及附加	38.49	43.87	37.10	38.81	38.81
存货	558.42	634.79	729.03	590.62	869.70	销售费用	1,426.14	1,506.25	1,532.07	1,554.63	1,575.74
其他	441.37	497.67	492.75	480.23	481.96	管理费用	381.03	384.53	389.98	393.52	401.56
流动资产合计	5,626.77	5,775.54	4,700.33	6,158.03	5,170.06	研发费用	388.91	360.97	371.41	388.66	406.64
长期股权投资	142.80	128.40	110.76	75.01	52.41	财务费用	(62.24)	(107.54)	(83.57)	(68.02)	(71.16)
固定资产	611.37	557.79	487.19	422.55	357.90	资产/信用减值损失	(38.74)	(33.97)	(37.84)	(36.85)	(36.22)
在建工程	8.38	13.65	63.65	103.65	133.65	公允价值变动收益	(37.49)	(113.06)	(53.40)	(74.64)	(69.65)
无形资产	117.46	115.49	105.32	94.97	84.84	投资净收益	124.89	85.33	64.11	68.26	68.95
其他	1,105.30	995.33	1,077.18	1,086.68	1,085.22	其他	(168.80)	78.22	(127.19)	(118.61)	(116.46)
非流动资产合计	1,985.31	1,810.65	1,844.11	1,782.86	1,714.03	营业利润	434.05	52.40	253.35	323.77	417.79
资产总计	7,612.08	7,586.19	6,544.44	7,940.89	6,884.09	营业外收入	1.92	6.11	3.12	20.00	20.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	5.05	9.44	7.89	5.00	5.00
应付票据及应付账款	3,319.79	3,564.41	2,173.07	3,396.18	2,003.33	利润总额	430.91	49.07	248.59	338.77	432.79
其他	542.45	319.64	692.79	637.75	668.32	所得税	40.36	(57.36)	24.86	33.88	43.28
流动负债合计	3,862.24	3,884.05	2,865.86	4,033.93	2,671.65	净利润	390.55	106.43	223.73	304.89	389.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1.50	(15.92)	(15.92)	(15.92)	(15.92)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	389.05	122.35	239.65	320.81	405.43
其他	59.25	47.39	60.73	55.79	54.64	每股收益（元）	0.51	0.16	0.31	0.42	0.53
非流动负债合计	59.25	47.39	60.73	55.79	54.64						
负债合计	4,125.83	4,092.22	2,926.59	4,089.72	2,726.28	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	14.90	8.07	4.83	3.03	2.04	成长能力					
股本	767.02	767.02	767.02	767.02	767.02	营业收入	-5.54%	-7.94%	4.93%	4.64%	4.63%
资本公积	668.06	663.22	668.06	668.06	668.06	营业利润	-26.59%	-87.93%	383.47%	27.80%	29.04%
留存收益	2,082.02	2,089.92	2,213.98	2,451.75	2,757.01	归属于母公司净利润	-26.53%	-68.55%	95.87%	33.87%	26.37%
其他	(45.75)	(34.26)	(36.02)	(38.68)	(36.32)	获利能力					
股东权益合计	3,486.25	3,493.96	3,617.86	3,851.18	4,157.81	毛利率	25.86%	25.50%	25.85%	26.31%	26.46%
负债和股东权益总计	7,612.08	7,586.19	6,544.44	7,940.89	6,884.09	净利率	4.05%	1.38%	2.58%	3.30%	3.99%
						ROE	11.21%	3.51%	6.63%	8.34%	9.76%
						ROIC	51.88%	328.90%	-52.20%	57.07%	-83.54%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	54.20%	53.94%	44.72%	51.50%	39.60%
净利润	390.55	106.43	239.65	320.81	405.43	净负债率	-69.19%	-80.08%	-59.35%	-82.91%	-52.47%
折旧摊销	74.29	75.70	71.96	72.40	72.40	流动比率	1.38	1.43	1.64	1.53	1.94
财务费用	(22.72)	(21.21)	(83.57)	(68.02)	(71.16)	速动比率	1.25	1.27	1.39	1.38	1.61
投资损失	(125.13)	(85.33)	(64.11)	(68.26)	(68.95)	营运能力					
营运资金变动	643.61	(191.21)	(813.45)	768.22	(1,373.51)	应收账款周转率	4.53	4.49	6.05	6.20	5.91
其它	(197.28)	293.19	(69.32)	(90.56)	(85.57)	存货周转率	15.52	14.83	13.62	14.73	13.92
经营活动现金流	763.32	177.56	(718.84)	934.59	(1,121.36)	总资产周转率	1.31	1.16	1.31	1.34	1.37
资本支出	(29.98)	22.74	27.87	42.34	28.78	每股指标（元）					
长期投资	(75.22)	(14.41)	(17.63)	(35.75)	(22.60)	每股收益	0.51	0.16	0.31	0.42	0.53
其他	205.43	240.24	74.23	108.19	115.55	每股经营现金流	1.00	0.23	-0.94	1.22	-1.46
投资活动现金流	100.23	248.58	84.47	114.78	121.73	每股净资产	4.53	4.54	4.71	5.02	5.42
债权融资	50.51	114.33	82.96	66.16	72.60	估值比率					
股权融资	(116.84)	6.65	(99.84)	(71.57)	(82.87)	市盈率	20.27	64.44	32.90	24.58	19.45
其他	16.42	(271.69)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.27	2.26	2.18	2.05	1.90
筹资活动现金流	(49.90)	(150.71)	(16.88)	(5.41)	(10.27)	EV/EBITDA	7.64	10.54	26.97	13.73	13.02
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.40	13.04	46.07	18.85	16.28
现金净增加额	813.64	275.43	(651.26)	1,043.96	(1,009.90)						

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 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