

2023年08月31日

九阳股份（002242.SZ）

公司快报

家电 | 小家电III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2023-08-30)

13.97 元

交易数据

总市值（百万元）	10,715.23
流通市值（百万元）	10,696.91
总股本（百万股）	767.02
流通股本（百万股）	765.71
12个月价格区间	19.72/14.15

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.58	-5.25	0.64
绝对收益	-9.7	-6.43	-6.72

分析师

吴东炬

SAC 执业证书编号：S0910523070002

wudongju@huajinsc.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsc.cn

相关报告

外销向好、新品发力，经营有望改善

事件：公司发布 2023 年半年报。根据公告，23H1 公司实现营业收入 43.18 亿元，同比增长-8.34%，实现归母净利润 2.47 亿元，同比增长-28.66%，实现扣非后归母净利润 2.26 亿元，同比增长-24.38%；单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 24.25 亿元，同比增长 1.83%，实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长-30.21%，实现扣非后归母净利润 1.09 亿元，同比增长-22.98%。

投资要点

◆ **外销超预期增长，产品、渠道持续优化。**分产品来看，23H1 食品加工机/营养煲/西式电器/炊具系列同比增长-16.97%/7.34%/-17.12%/-31.62%，营养煲系列实现较好增长；分地区来看，23H1 公司内外销收入 33.96/9.21 亿元，同比-17.02%/+49.21%，外销实现快速增长，根据前期公告，公司 Q1 实现关联交易约 0.20 亿美元，相较去年同期的 0.33 亿美元左右约下降 38.9%，基于此预计公司 Q2 外销或实现翻倍增长。由于 SharkNinja 已完成从 JS 环球的分拆上市，公司因业务发展实际需要对相应的 23 年关联交易预计金额进行调整，其中新增与 SharkNinja 相关的关联交易 1.94 亿美元，并将与 JS 环球相关的关联交易额度由 2.09 亿美元下调至 1.56 亿元，调整后公司关联交易预计总额度约为 3.50 亿美元，较调整前增加 1.41 亿美元。截止 8 月 30 日，公司关联交易已发生金额 1.52 亿美元，占全年预计总额度的 43.3%，预计下半年仍将实现快速增长。内销方面，市场消费信心不足，Q2 小厨电大盘仍有承压，根据魔镜数据，Q2 小厨电天猫京东平台销额同比下降 15.1%，对于公司内销造成一定负面影响，在此背景下，公司积极布局中高端和入口端产品、重磅推出太空 2.0 系列，其中新品 0 涂层不粘电饭煲 N1S、速嫩烤空气炸锅 V1 Fast、变频轻音破壁机 B1 等可有效解决市场痛点，未来有望持续贡献增长。与此同时，公司不断发力渠道布局，积极拓展抖音、小红书等新兴渠道，加强线下零售终端建设，根据久谦中台，Q2 九阳品牌天猫/京东/抖音收入同比约-24%/+2%/+79%，除此之外，上半年公司还着重发展直营团队、自营店铺的建设，有效拉近与消费者的距离，有望持续赋能经营。

◆ **Q2 费率管控良好，净利率同比下滑。**23H1/Q2 毛利率为 27.08%/26.46%，同比下降 1.69pct/4.40pct，考虑到 H1 境内外毛利率分别提升 0.09pct/0.03pct，整体毛利率下降预计主要是由毛利率较低的外销业务占比提升所致。Q2 公司费率管控良好，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.82%/3.65%/3.60%/-1.35%，同比-3.49pct/+0.75pct/+0.13pct/-0.26pct，销售、财务费率有所改善，其中财务费用率改善主要受益于人民币贬值带来的汇兑收益增加；净利润端，23H1/23Q2 净利率为 5.74%/5.19%，同比-1.46pct/-2.23pct。23H1/Q2 经营性净现金流为 3.37/0.3 亿元，较去年同期分别增长-27.5%/+194%。

◆ **投资建议：**公司技术、品牌优势领先，持续推出太空系列等新品发力中高端市场，并积极布局入口端产品拓宽价格带，叠加渠道、营销持续发力以及外销需求向好，公司经营有望拐点向上，中长期随着清洁加快发展，第二成长曲线有望逐步形成。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 104.31/115.36/129.68 亿元，同比增长 2.



5%/10.6%/12.4%，归母净利润 6.01/6.97/8.31 亿元，同比增长 13.6%/15.9%/19.2%，对应 EPS 分别为 0.78/0.91/1.08 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：** 市场需求不及预期，新品表现不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,540	10,177	10,431	11,536	12,968
YoY(%)	-6.1	-3.5	2.5	10.6	12.4
净利润(百万元)	746	530	601	697	831
YoY(%)	-20.7	-29.0	13.6	15.9	19.2
毛利率(%)	27.8	29.1	26.9	27.1	27.9
EPS(摊薄/元)	0.97	0.69	0.78	0.91	1.08
ROE(%)	16.5	15.7	15.8	17.7	19.9
P/E(倍)	14.4	20.2	17.8	15.4	12.9
P/B(倍)	2.5	3.2	2.9	2.8	2.6
净利率(%)	7.1	5.2	5.8	6.0	6.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

2023-2025 年内销业务预计同比增长-11.6%/6.7%/9.6%，毛利率分别为 32.5%/33.5%/35%：

- (1) 食品加工机系列：考虑到当前消费较为疲软、中小品牌低价抢占市场份额，预计公司第一大品类破壁机今年仍将延续下滑状态，拉低系列收入。随着后续行业景气回升、新品逐步发力，明后年该系列有望迎来改善。预计 2023-2025 年食品加工机系列收入同比增长-16%/5%/8%。
- (2) 营养煲系列：22 年在太空科技无涂层饭煲新品的拉动下，公司饭煲份额明显提升，23Q2 公司再度推出无涂层饭煲 N1S，产品性能再上台阶，有望继续推动市占率提升。无涂层饭煲贴合健康理念，从根本上解决涂层脱落问题，长期有望引领行业实现较快增长，预计 2023-2025 年营养煲系列收入增速分别为 7%、10%、12%。
- (3) 西式电器系列：过去 2-3 年空炸保持高速增长、渗透率快速提升，高基数及疲软消费背景下，23 年空炸或将有一定程度下滑。预计 2023-2025 年西式电器系列收入增速分别为-25%、8%、9%。
- (4) 炊具系列：行业发展较为成熟，受消费环境影响较大，预计 2023-2025 年炊具收入增速分别为-25%、6%、10%。

2023-2025 年外销业务预计同比增长 96.6%/22.3%/19.8%，毛利率分别为 10%/10.5%/10.8%：

随着海外通胀缓解、消费复苏，公司与 SharkNinja 和 JS 全球的协同效应将进一步增强，考虑到公司上半年外销收入同比+49.21%，且进一步提高了 23 年关联交易额度，预计 23H2 公司外销仍将获得亮眼表现。预计 2023-2025 年公司外销业务中食品加工机系列同比增长 205%/5%/8%，营养煲系列同比增长 63%/15%/15%，考虑到欧洲空炸或有快速增长，预计西式电器系列同比增长 460%/70%/40%，炊具系列同比增长-40%/5%/8%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万元）

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
内销	食品加工机系列	3372.3	3158.4	2653.0	2785.7	3008.5
	yoy	-34.8%	-6.3%	-16.0%	5.0%	8.0%
	营养煲系列	2620.4	2602.0	2784.1	3062.5	3430.0
	yoy	-2.8%	-0.7%	7.0%	10.0%	12.0%
	西式电器系列	2092.9	2171.9	1628.9	1759.2	1917.6
	yoy	38.4%	3.8%	-25.0%	8.0%	9.0%
	其他	918.8	836.6	674.4	652.8	703.1
	yoy	62.2%	-9.0%	-19.4%	-3.2%	7.7%
	其中：炊具系列	747.8	632.5	474.4	502.8	553.1
	yoy	68.7%	-15.4%	-25.0%	6.0%	10.0%
	其他业务收入	78.0	81.5	83.1	85.6	88.2
	yoy	-77.3%	4.4%	2.0%	3.0%	3.0%
	内销合计	9082.4	8850.3	7823.6	8345.9	9147.4

	yoy	-11.7%	-2.6%	-11.6%	6.7%	9.6%
	毛利率	30.3%	32.1%	32.5%	33.5%	35.0%
外销	食品加工机系列	165.6	114.2	348.4	365.8	395.0
	yoy	25.8%	-31.0%	205.0%	5.0%	8.0%
	营养煲系列	1211.6	1103.6	1798.9	2068.8	2379.1
	yoy	54.9%	-8.9%	63.0%	15.0%	15.0%
	西式电器系列	48.5	76.0	425.9	724.0	1013.6
	yoy	150.1%	56.7%	460.0%	70.0%	40.0%
	其他	4.2	4.1	6.6	1.9	2.0
	yoy	371.0%	-3.3%	61.2%	-70.5%	4.7%
	其中：炊具系列	3.8	1.8	1.1	1.1	1.2
	yoy		48.0%	-40.0%	5.0%	8.0%
	其他业务收入	28.1	28.4	27.8	29.2	30.7
			1.0%	-2.0%	5.0%	5.0%
	外销合计	1458.0	1326.4	2607.6	3189.7	3820.4
	yoy	56.1%	-9.0%	96.6%	22.3%	19.8%
	毛利率	12.3%	9.3%	10.0%	10.5%	10.8%
	占比	13.8%	13.0%	25.0%	27.7%	29.5%
营业总收入		10540.5	10176.7	10431.1	11535.6	12967.8
yoy		-6.1%	-3.5%	2.5%	10.6%	12.4%
毛利率		27.8%	29.1%	26.9%	27.1%	27.9%

资料来源：wind，华金证券研究所（22 年公司将空气炸锅从食品加工机系列调整至西式电器系列，21 年口径已与 22 年调整一致）

二、可比公司估值

公司主要从事小家电系列产品的研发、生产和销售，产品主要为厨房小家电。为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司小熊电器、苏泊尔、北鼎股份、新宝股份（以上 4 家均以厨房小家电为主营业务）作为可比公司，进行估值对比。公司具备较强的产品力和品牌力，依托于强大的研发实力持续推出创新性产品，短期随着公司积极布局太空系列等新品发力中高端市场、布局入门端产品拓宽价格带，叠加渠道、营销持续发力以及外销需求向好，公司经营有望拐点向上，中长期随着清洁加快发展，有望形成第二增长曲线。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
002959	小熊电器	94.76	3.86	4.96	5.91	6.88	19.96	19.12	16.03	13.77
002032	苏泊尔	387.06	20.68	22.34	24.73	27.50	19.20	17.33	15.65	14.08
300824	北鼎股份	33.25	0.47	0.98	1.22	1.43	53.60	34.08	27.21	23.20
002705	新宝股份	143.93	9.61	10.08	11.56	12.97	16.55	14.27	12.45	11.10
	平均	-	8.66	9.59	10.85	12.20	27.33	21.20	17.84	15.53
002242	九阳股份	107.15	5.30	6.01	6.97	8.31	24.90	17.82	15.37	12.90

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2023 年 8 月 30 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6522	4936	6191	6106	7367
现金	1987	1570	1947	2060	2255
应收票据及应收账款	2370	2084	2481	2568	3108
预付账款	21	15	22	19	27
存货	1048	680	1146	866	1373
其他流动资产	1097	587	595	593	603
非流动资产	1994	2138	2135	2182	2243
长期投资	181	218	268	316	368
固定资产	577	637	602	614	637
无形资产	123	121	108	98	89
其他非流动资产	1113	1163	1158	1153	1149
资产总计	8516	7075	8326	8288	9610
流动负债	4179	3673	4571	4410	5509
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3428	2924	3790	3609	4625
其他流动负债	750	748	781	802	884
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	4646	4486	5585
少数股东权益	-22	13	-5	-27	-56
股本	767	767	767	767	767
资本公积	936	653	653	653	653
留存收益	2537	1921	2093	2265	2483
归属母公司股东权益	4264	3313	3684	3829	4081
负债和股东权益	8516	7075	8326	8288	9610

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-35	610	578	631	779
净利润	701	523	583	675	802
折旧摊销	75	74	65	69	77
财务费用	-17	-65	-41	-64	-59
投资损失	-50	-28	-50	-47	-44
营运资金变动	-795	-100	51	38	33
其他经营现金流	51	207	-30	-40	-30
投资活动现金流	789	228	19	-29	-64
筹资活动现金流	-788	-1328	-220	-489	-520

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.97	0.69	0.78	0.91	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.80	0.75	0.82	1.02
每股净资产(最新摊薄)	5.56	4.32	4.80	4.99	5.32

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10540	10177	10431	11536	12968
营业成本	7612	7217	7628	8405	9354
营业税金及附加	43	55	42	46	52
营业费用	1580	1593	1481	1650	1854
管理费用	351	376	365	404	454
研发费用	357	390	417	461	532
财务费用	-17	-65	-41	-64	-59
资产减值损失	-6	-41	-17	-24	-27
公允价值变动收益	32	-95	30	40	30
投资净收益	50	28	50	47	44
营业利润	774	591	665	765	904
营业外收入	28	1	10	12	13
营业外支出	11	9	10	10	10
利润总额	790	583	666	766	907
所得税	89	61	83	92	105
税后利润	701	523	583	675	802
少数股东损益	-44	-7	-18	-23	-28
归属母公司净利润	746	530	601	697	831
EBITDA	806	610	678	776	919

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-6.1	-3.5	2.5	10.6	12.4
营业利润(%)	-27.5	-23.6	12.6	14.9	18.2
归属于母公司净利润(%)	-20.7	-29.0	13.6	15.9	19.2
获利能力					
毛利率(%)	27.8	29.1	26.9	27.1	27.9
净利率(%)	7.1	5.2	5.8	6.0	6.4
ROE(%)	16.5	15.7	15.8	17.7	19.9
ROIC(%)	15.0	14.2	14.4	16.1	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	50.2	53.0	55.8	54.1	58.1
流动比率	1.6	1.3	1.4	1.4	1.3
速动比率	1.2	1.0	1.0	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	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
估值比率					
P/E	14.4	20.2	17.8	15.4	12.9
P/B	2.5	3.2	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	10.3	15.1	13.0	11.2	9.2

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn