

股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.92
总股本/流通股本(亿股)	7.67 / 7.66
总市值/流通市值(亿元)	137 / 137
52 周内最高/最低价	20.05 / 13.74
资产负债率(%)	53.0%
市盈率	25.60
第一大股东	上海力鸿企业管理有限 公司
持股比例(%)	50.1%

研究所

分析师: 肖焱
SAC 登记编号: S1340522070002
Email: xiaoyao@cnpsec.com

九阳股份(002242)

Q4 单季毛利率大幅改善，扣非净利率同比提升

● 事件

公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司营业收入 101.77 亿元，同比下滑 3.45%；实现归母净利润 5.30 亿元，同比下滑 28.98%；实现扣非归母净利润 5.47 亿元，同比下滑 8.30%。其中，单四季度实现营业收入 32.52 亿元，同比下滑 7.32%；归母净利润 0.25 亿元，同比下滑 69.79%；扣非归母净利润 0.89 亿元，同比提升 76.66%。

2022 年公司实现基本每股收益 0.24 元/股，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.0 元（含税）。

● 投资要点

产品结构优化，发力新兴渠道。产品结构方面：2022H2 公司营养煲、食品加工机、西式小家电、炊具系列产品分别实现收入 20.66/17.62/11.13/3.56 亿元，同比分别+3%/-27%/+49%/-26%。食品加工机及西式小家电变动原因主要系公司将空气炸锅品类由食品加工机转入西式小家电品类，公司食品加工机+西式小家电产品业务实现收入 28.75 亿元，同比分别下滑 9%，公司核心品类营养煲保持正增长，未来，公司继续做大做强“家庭厨房”+“公益厨房”+“太空厨房”的品牌资产价值，提升品牌与产品竞争力。**销售区域方面：**2022H2 公司国内、国外分别实现收入 47.57/7.09 亿元，同比分别-4%/-13%。2022 年国内受新冠疫情影响，海外受俄乌冲突、通胀高企影响，小家电需求下滑，行业整体承压。**销售渠道方面：**公司持续发力抖音、小红书等线上新兴渠道，完善优化线下销售网络，2022 年公司线上、线下渠道收入分别为 61.60/40.17 亿元，同比分别+0.22%/-8.02%。

Q4 毛利率同比改善。2022 年公司销售毛利率为 29.09%，同比+1.3pct；毛销差为 13.44%，同比+0.64 个 pct，其中 Q4 单季销售毛利率为 29.84%，同比+6.35 个 pct，环比-1.16 个 pct；毛销差为 12.21%，同比+4.21 个 pct，环比-2.79 个 pct。受原材料价格回落以及“太空”系列新品营收贡献占比提升影响，毛利率同比改善。

Q4 单季净利率有所下滑。2022 年公司销售净利率为 5.13%，同比-1.52 个 pct，其中 Q4 单季销售净利率为 0.75%，同比-1.16 个 pct；环比-6.42 个 pct。费用端来看，公司 Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.63%/4.14%/4.49%/-0.15%，同比分别+2.14%/+0.71%/+0.76%/-0.24 个 pct，一方面，公司重视抖音、小红书等新兴渠道开拓，营销费用投放增大；另一方面，受信托及基金产品公允价值变动影响，公司公允价值变动损失、信用减值损失以及资产

减值损失等非经常性损失拖累公司业绩表现。剔除非经常性损益影响后，公司 Q4 扣非归母净利率达 2.74%，同比+1.34 个 pct。

维持“增持”评级。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 111/121/133 亿元，同比分别增长 9%/9%/10%，归母净利润分别为 7.37/8.41/9.61 亿元，同比分别增长 39%/14%/14%，摊薄每股收益分别为 0.96/1.10/1.25 元，对应 PE 分别为 17/15/13 倍。

● **风险提示：**

宏观经济风险、原材料价格波动风险、海外需求下滑风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10177	11061	12101	13283
增长率(%)	-3.45	8.69	9.40	9.77
EBITDA（百万元）	708.62	978.85	1093.81	1215.27
归属母公司净利润（百万元）	529.50	736.80	841.13	960.81
增长率(%)	-28.98	39.15	14.16	14.23
EPS（元/股）	0.69	0.96	1.10	1.25
市盈率（P/E）	24.05	17.28	15.14	13.25
市净率（P/B）	3.84	3.14	2.60	2.18
EV/EBITDA	15.72	11.03	8.80	7.46

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	10177	11061	12101	13283	营业收入	-3.5%	8.7%	9.4%	9.8%
营业成本	7217	7751	8450	9251	营业利润	-23.6%	36.1%	13.9%	14.5%
税金及附加	55	55	60	67	归属于母公司净利润	-29.0%	39.1%	14.2%	14.2%
销售费用	1593	1770	1936	2125	获利能力				
管理费用	376	393	431	476	毛利率	29.1%	29.9%	30.2%	30.4%
研发费用	390	409	448	478	净利率	5.2%	6.7%	7.0%	7.2%
财务费用	-65	-16	-20	-32	ROE	16.0%	18.2%	17.2%	16.4%
资产减值损失	-24	0	0	0	ROIC	15.6%	16.6%	15.8%	15.1%
营业利润	591	805	917	1050	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	53.0%	54.9%	48.3%	49.7%
营业外支出	9	0	0	0	流动比率	1.34	1.41	1.62	1.66
利润总额	583	805	917	1050	营运能力				
所得税	61	91	101	115	应收账款周转率	15.93	21.20	19.66	19.37
净利润	523	714	816	934	存货周转率	11.78	11.35	11.50	11.57
归母净利润	530	737	841	961	总资产周转率	1.31	1.38	1.32	1.27
每股收益(元)	0.69	0.96	1.10	1.25	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.69	0.96	1.10	1.25
货币资金	1570	2002	3175	3730	每股净资产	4.32	5.28	6.38	7.63
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2084	2486	2636	2973	PE	24.05	17.28	15.14	13.25
预付款项	15	18	20	21	PB	3.84	3.14	2.60	2.18
存货	680	1268	837	1460	现金流量表				
流动资产合计	4936	6810	7231	9347	净利润	523	714	816	934
固定资产	637	628	624	621	折旧和摊销	116	212	221	224
在建工程	25	17	6	-12	营运资本变动	-82	-280	375	-371
无形资产	121	119	118	116	其他	54	-22	-24	-26
非流动资产合计	2138	2141	2158	2166	经营活动现金流净额	610	624	1388	760
资产总计	7075	8950	9389	11513	资本开支	-57	-112	-120	-115
短期借款	0	0	0	0	其他	285	-80	-94	-90
应付票据及应付账款	2924	3991	3572	4676	投资活动现金流净额	228	-192	-214	-206
其他流动负债	748	844	885	971	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	3673	4834	4457	5647	债务融资	0	0	0	0
其他	76	76	76	76	其他	-1328	0	0	0
非流动负债合计	76	76	76	76	筹资活动现金流净额	-1328	0	0	0
负债合计	3748	4910	4532	5723	现金及现金等价物净增加额	-490	432	1173	555
股本	767	767	767	767					
资本公积金	653	653	653	653					
未分配利润	1524	2150	2865	3681					
少数股东权益	13	-10	-35	-61					
其他	370	480	606	751					
所有者权益合计	3326	4040	4856	5790					
负债和所有者权益总计	7075	8950	9389	11513					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048