

# 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

**买入**

### 核心观点

**Q4 疫情下收入承压，扣非盈利明显改善。**公司 2022 年实现营收 101.8 亿/-3.5%，归母净利润 5.3 亿/-29.0%，扣非归母净利润 5.5 亿/-8.3%。其中 Q4 收入 32.5 亿/-7.3%，归母净利润 0.2 亿/-69.8%，扣非归母净利润 0.9 亿/+76.7%。公司拟每 10 股派现金红利 3 元（含税）。受到 Q4 疫情快速过峰影响，公司收入降幅环比 Q3 有所扩大；非经常性损失主要来自于信托等理财产品的公允价值变动，Q4 公司经营性利润实现较大幅度的恢复。

**内销韧性显现，外销有所承压。**1) 公司内销表现好于行业：根据奥维云网的数据，2022 年厨房小家电共 13 个品类零售额同比下滑 6.7%，其中线上/线下分别-2.9%/-16.0%，行业较为承压。公司 2022 年内销收入同比下滑 2.6%至 88.5 亿，其中 H2 下滑 4.4%；全年线上销售额同比微降 0.2%至 61.6 亿，整体表现好于行业。2) 全年外销收入下滑 9.0%至 13.3 亿，其中 H2 下滑 13.4%。公司与 JS 环球的关联交易较为稳健，2022 年关联销售额为 11.6 亿，同比下滑 2.1%。公司预计 2023 年关联销售额为 13.6 亿，同比 2022 年发生额增长 16.9%。预计公司外销将在 2023 年实现触底回升，呈现较为强劲的增长势头。

**主要品类在下半年销售有所好转。**公司 2022 年食品加工机系列收入下降 7.5%至 32.7 亿，H2 下滑 5.3%；营养煲系列收入下滑 3.3%至 37.1 亿，H2 增长 2.9%；西式电器系列收入增长 5.0%至 22.5 亿，H2 下滑 13.5%；炊具收入下滑 15.6%至 6.3 亿，H2 下滑 25.4%。公司食品加工机及营养煲产品收入在 H2 出现环比改善，预计与太空系列新品逐渐发力及传统小电需求回暖有关。

**毛利率有所改善，费用投入压力仍存。**公司 2022 年毛利率同比提升 1.3pct 至 29.1%，预计与产品结构及提价有关。期间费用率提升 1.0pct 至 22.5%，销售/研发/管理/财务费用率分别+0.7/+0.4/+0.4/-0.5pct。受到公允价值变动损失及减值损失等影响，公司归母净利率下降 1.9pct 至 5.2%。Q4 公司毛销差提升 4.2pct，研发/管理/财务费用率分别+0.8/+0.7/-0.2pct，扣非归母净利率提升 1.3pct 至 2.7%，经营性盈利出现积极改善。

**扩大员工持股计划人数，充分调动核心员工积极性。**公司对第一期员工持股计划进行修订，新增副董事长韩润、总经理郭浪等，人数从 30 人增加至 50 人。预计将更有利于调动现有管理层的经营积极性，抓住行业复苏的机遇期。

**风险提示：**新品推进不及预期；行业竞争加剧期；原材料价格大幅上涨。

**投资建议：**调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到当前内外销恢复情况，调整盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 7.2/9.2/10.5 亿（前值为 9.9/10.7/-亿），同比增速 36/28/14%；摊薄 EPS=0.94/1.20/1.37 元，对应 PE=19/15/13x，维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标    | 2020   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 10,540 | 10,177 | 11,496 | 12,693 | 13,700 |
| (+/-%)       | -6.1%  | -3.5%  | 13.0%  | 10.4%  | 7.9%   |
| 净利润(百万元)     | 746    | 530    | 721    | 919    | 1051   |
| (+/-%)       | -20.7% | -29.0% | 36.1%  | 27.6%  | 14.3%  |
| 每股收益(元)      | 0.97   | 0.69   | 0.94   | 1.20   | 1.37   |
| EBIT Margin  | 5.7%   | 5.4%   | 6.1%   | 7.3%   | 7.8%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 17.5%  | 16.0%  | 20.8%  | 25.2%  | 27.3%  |
| 市盈率 (PE)     | 18.4   | 26.0   | 19.1   | 15.0   | 13.1   |
| EV/EBITDA    | 26.9   | 28.2   | 23.2   | 18.3   | 16.3   |
| 市净率 (PB)     | 3.22   | 4.15   | 3.98   | 3.77   | 3.57   |

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         | 17.92 元         |
| 总市值/流通市值    | 13745/13721 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 20.28/13.33 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 102.94 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) - 2021 年年报点评：炊具业务增长靓丽，原材料压力影响盈利》——2022-03-31

《九阳股份-002242-2021 年三季报点评：收入与盈利边际改善，中外协同推进》——2021-10-28

《九阳股份-002242-2021 年一季报点评：表现符合预期，年轻化龙头启航》——2021-05-04

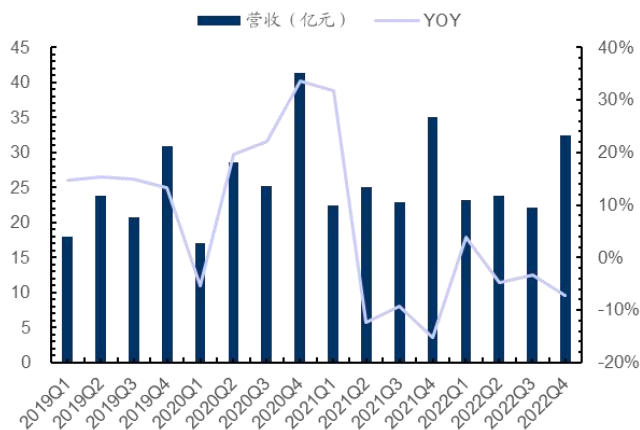
《九阳股份-002242-2020 年年报点评：营收逐季加速，股权激励助增长》——2021-04-03

图1：公司营业收入及增速



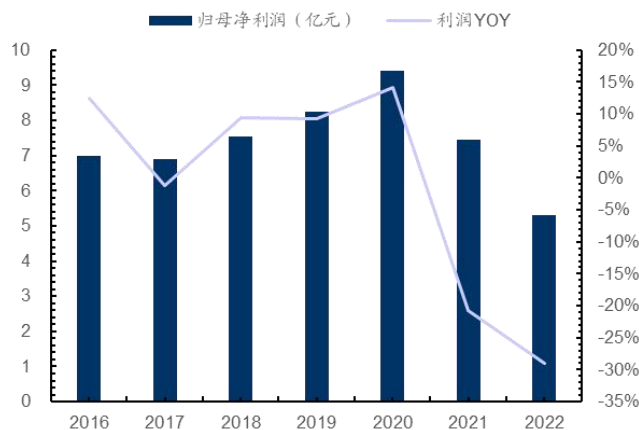
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



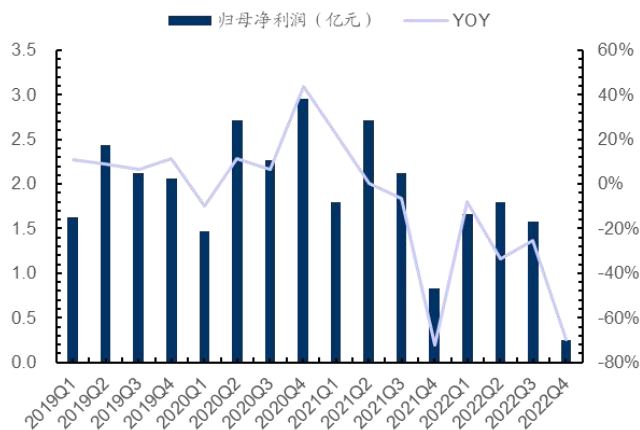
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

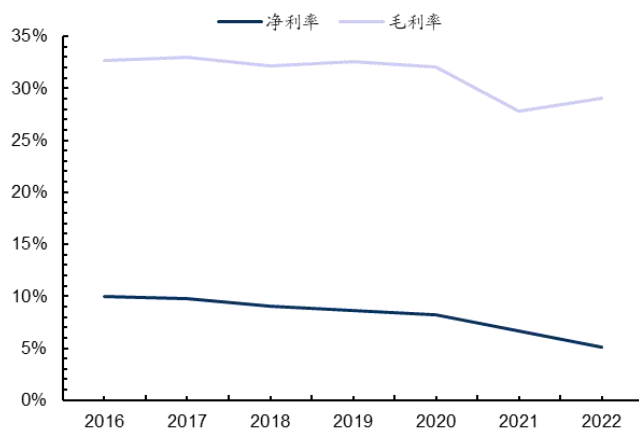
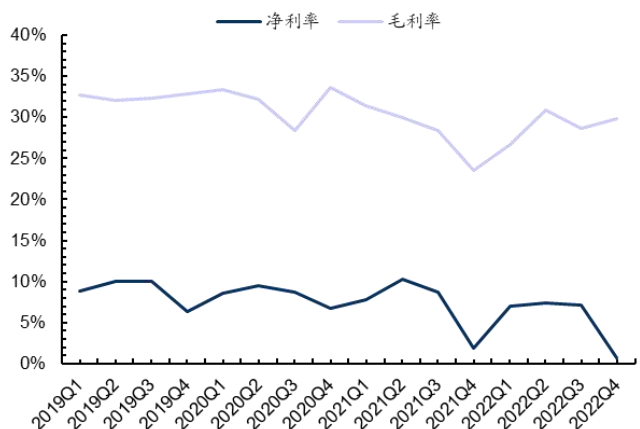
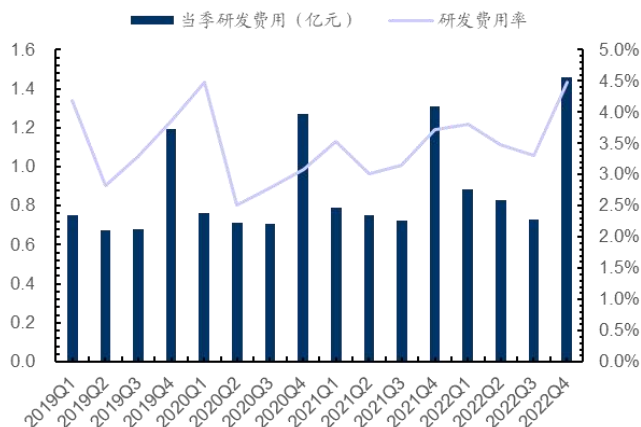


图6：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

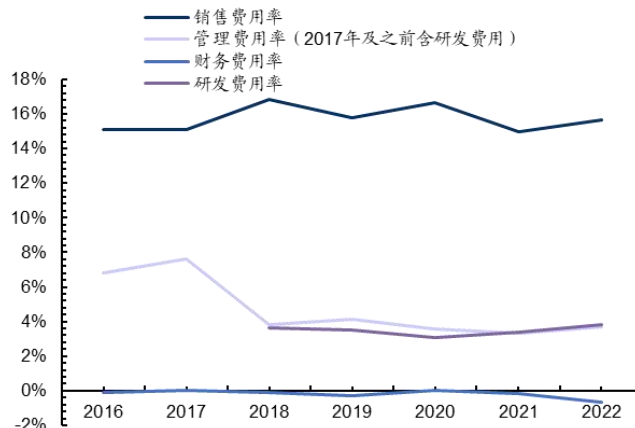
图7：公司研发费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：公司修订后第一期员工持股计划涵盖人数增加

| 修订后员工持股计划参与员工情况 |       |                       | 修订前员工持股计划参与员工情况 |        |                       |
|-----------------|-------|-----------------------|-----------------|--------|-----------------------|
| 持有人             | 职务    | 拟认购份额上限占本员工持股计划总份额的比例 | 持有人             | 职务     | 拟认购份额上限占本员工持股计划总份额的比例 |
| 杨宁宁             | 董事长   | 10%                   | 杨宁宁             | 董事、总经理 | 10%                   |
| 韩润              | 副董事长  | 10%                   | 阚建刚             | 财务负责人  | 6%                    |
| 郭浪              | 总经理   | 10%                   | 缪敏鑫             | 董事会秘书  | 3%                    |
| 阚建刚             | 财务负责人 | 6%                    | 核心管理人员（不超过27人）  |        | 81%                   |
| 缪敏鑫             | 董事会秘书 | 3%                    |                 |        |                       |
| 核心管理人员（不超过45人）  |       | 61%                   |                 |        |                       |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

| 代码        | 公司简称 | 股价    | 总市值<br>亿元 | EPS  |      |      |      | PE   |      |      |      | PEG<br>(23E) | 投资<br>评级 |
|-----------|------|-------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|----------|
|           |      |       |           | 21A  | 22E  | 23E  | 24E  | 21A  | 22E  | 23E  | 24E  |              |          |
| 002705.SZ | 新宝股份 | 17.04 | 141       | 0.96 | 1.16 | 1.33 | 1.47 | 17.8 | 14.7 | 12.8 | 11.6 | 1.0          | 买入       |
| 000333.SZ | 美的集团 | 53.81 | 3,765     | 4.09 | 4.27 | 4.74 | 5.13 | 13.2 | 12.6 | 11.3 | 10.5 | 1.2          | 买入       |
| 002242.SZ | 九阳股份 | 17.92 | 137       | 0.97 | 0.69 | 0.94 | 1.20 | 18.4 | 26.0 | 19.1 | 15.0 | 0.6          | 买入       |
| 002959.SZ | 小熊电器 | 70.40 | 110       | 1.81 | 2.38 | 2.84 | 3.24 | 38.9 | 29.6 | 24.8 | 21.7 | 1.5          | 买入       |
| 002032.SZ | 苏泊尔  | 54.15 | 438       | 2.40 | 2.55 | 2.86 | 3.09 | 22.5 | 21.2 | 18.9 | 17.5 | 1.9          | 买入       |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2020        | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表（百万元）          | 2020         | 2022          | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 1987        | 1570        | 1570         | 1676         | 1991         | 营业收入              | 10540        | 10177         | 11496        | 12693        | 13700        |
| 应收款项             | 2401        | 2108        | 2444         | 2739         | 2902         | 营业成本              | 7612         | 7217          | 8152         | 8872         | 9511         |
| 存货净额             | 1048        | 680         | 968          | 1038         | 1047         | 营业税金及附加           | 43           | 55            | 63           | 69           | 74           |
| 其他流动资产           | 594         | 578         | 652          | 720          | 777          | 销售费用              | 1580         | 1593          | 1759         | 1917         | 2069         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6522</b> | <b>4936</b> | <b>5634</b>  | <b>6174</b>  | <b>6717</b>  | 管理费用              | 708          | 766           | 821          | 906          | 977          |
| 固定资产             | 660         | 662         | 677          | 682          | 687          | 财务费用              | (17)         | (65)          | (39)         | (38)         | (41)         |
| 无形资产及其他          | 123         | 121         | 116          | 111          | 106          | 投资收益              | 50           | 28            | 33           | 32           | 32           |
| 投资性房地产           | 1029        | 1138        | 1138         | 1138         | 1138         | 资产减值及公允价值变动       | 38           | (54)          | 27           | 22           | 25           |
| 长期股权投资           | 181         | 218         | 206          | 218          | 218          | 其他收入              | 71           | 6             | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>8516</b> | <b>7075</b> | <b>7770</b>  | <b>8324</b>  | <b>8867</b>  | 营业利润              | 774          | 591           | 801          | 1022         | 1165         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 31          | 31          | 25           | 28           | 26           | 营业外净收支            | 17           | (8)           | (3)          | (4)          | (4)          |
| 应付款项             | 3428        | 2924        | 3381         | 3664         | 3932         | <b>利润总额</b>       | <b>790</b>   | <b>583</b>    | <b>798</b>   | <b>1018</b>  | <b>1162</b>  |
| 其他流动负债           | 719         | 717         | 800          | 873          | 937          | 所得税费用             | 89           | 61            | 87           | 111          | 125          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4179</b> | <b>3673</b> | <b>4206</b>  | <b>4564</b>  | <b>4896</b>  | 少数股东损益            | (44)         | (7)           | (10)         | (12)         | (14)         |
| 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>746</b>   | <b>530</b>    | <b>721</b>   | <b>919</b>   | <b>1051</b>  |
| 其他长期负债           | 96          | 76          | 95           | 109          | 114          |                   |              |               |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>96</b>   | <b>76</b>   | <b>95</b>    | <b>109</b>   | <b>114</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2020</b>  | <b>2022</b>   | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>4275</b> | <b>3748</b> | <b>4301</b>  | <b>4673</b>  | <b>5009</b>  | 净利润               | 746          | 530           | 721          | 919          | 1051         |
| 少数股东权益           | (22)        | 13          | 11           | 9            | 6            | 资产减值准备            | (17)         | 34            | 2            | 0            | 0            |
| 股东权益             | 4264        | 3313        | 3457         | 3641         | 3851         | 折旧摊销              | 71           | 74            | 75           | 80           | 84           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>8516</b> | <b>7075</b> | <b>7770</b>  | <b>8324</b>  | <b>8867</b>  | 公允价值变动损失          | (38)         | 54            | (27)         | (22)         | (25)         |
|                  |             |             |              |              |              | 财务费用              | (17)         | (65)          | (39)         | (38)         | (41)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2020</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营运资本变动            | (735)        | 76            | (137)        | (63)         | 109          |
| 每股收益             | 0.97        | 0.69        | 0.94         | 1.20         | 1.37         | 其它                | 18           | (26)          | (4)          | (3)          | (3)          |
| 每股红利             | 1.00        | 1.49        | 0.75         | 0.96         | 1.10         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>45</b>    | <b>741</b>    | <b>630</b>   | <b>911</b>   | <b>1216</b>  |
| 每股净资产            | 5.56        | 4.32        | 4.51         | 4.75         | 5.02         | 资本开支              | 0            | (49)          | (60)         | (59)         | (59)         |
| ROIC             | 17%         | 15%         | 20%          | 25%          | 29%          | 其它投资现金流           | 754          | 493           | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 17%         | 16%         | 21%          | 25%          | 27%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>755</b>   | <b>407</b>    | <b>(48)</b>  | <b>(71)</b>  | <b>(59)</b>  |
| 毛利率              | 28%         | 29%         | 29%          | 30%          | 31%          | 权益性融资             | (4)          | 0             | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 6%          | 5%          | 6%           | 7%           | 8%           | 负债净变化             | 0            | 0             | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 6%          | 6%          | 7%           | 8%           | 8%           | 支付股利、利息           | (768)        | (1146)        | (577)        | (735)        | (841)        |
| 收入增长             | -6%         | -3%         | 13%          | 10%          | 8%           | 其它融资现金流           | 765          | 728           | (5)          | 2            | (1)          |
| 净利润增长率           | -21%        | -29%        | 36%          | 28%          | 14%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(774)</b> | <b>(1565)</b> | <b>(582)</b> | <b>(733)</b> | <b>(842)</b> |
| 资产负债率            | 50%         | 53%         | 56%          | 56%          | 57%          | <b>现金净变动</b>      | <b>26</b>    | <b>(417)</b>  | <b>0</b>     | <b>107</b>   | <b>315</b>   |
| 股息率              | 5.6%        | 8.3%        | 4.2%         | 5.4%         | 6.1%         | 货币资金的期初余额         | 1961         | 1987          | 1570         | 1570         | 1676         |
| P/E              | 18.4        | 26.0        | 19.1         | 15.0         | 13.1         | 货币资金的期末余额         | 1987         | 1570          | 1570         | 1676         | 1991         |
| P/B              | 3.2         | 4.1         | 4.0          | 3.8          | 3.6          | 企业自由现金流           | 0            | 589           | 503          | 786          | 1086         |
| EV/EBITDA        | 26.9        | 28.2        | 23.2         | 18.3         | 16.3         | 权益自由现金流           | 0            | 1317          | 533          | 822          | 1122         |

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

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 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