

2023 年 04 月 26 日
 九阳股份 (002242.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

小家电 III

Q1 毛利率同比持续改善

事件：九阳股份公布 2023 年一季报。公司 2023 年一季度实现收入 18.9 亿元，YoY-18.7%；实现归母净利润 1.2 亿元，YoY-27.0%。我们认为，海外需求持续偏低，国内消费受疫情过峰影响，Q1 九阳经营表现短期承压，但公司产品结构优化成效持续显现，Q1 毛利率同比提升。

Q1 单季收入同比下降：分区域来看：1) 内销方面，一二月份国内消费仍受疫情过峰影响，我们判断 Q1 九阳内销收入同比下降，线上、线下均有所承压。根据魔镜和久谦数据推总，Q1 九阳线上（天猫+京东+抖音）销售额 YoY-17.3%。2) 外销方面，海外需求持续低迷，Q1 九阳外销收入同比明显下降。可资参考的是，Q1 九阳关联交易出口金额同比下降约 37%。公司预计 2023 年关联交易出口金额较 2022 年实际发生金额增长 16.9%，公司对后续海外业务预期较为积极。展望后续，随着国内外小家电消费逐步复苏，九阳持续拓展新品和新渠道，收入规模有望逐季回升。

Q1 毛利率同比提升，净利率同比有所下降：九阳 Q1 毛利率 27.9%，同比+1.2pct，主要因为产品结构升级和平台化生产成效体现，且原材料成本压力有所缓解。Q1 期间费用率同比+2.4pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+1.5/+0.5/+0.7/-0.3pct。Q1 销售费用率有所增加，主要因为收入下降，规模效应有所减小，且公司立足长远发展考虑，营销投入维持较高水平。综合影响之下，Q1 九阳归母净利率 6.4%，同比-0.7pct。展望后续，随着原材料价格下行，公司产品结构持续升级，盈利能力有望改善。

Q1 经营性现金流净额同比下降：九阳 Q1 经营性现金流净额+3.1 亿元，YoY-38.1%。公司经营性现金流状况有所下降，主要因为受收入规模下降影响，Q1 销售商品、接受劳务收到的现金 YoY-16.7%。Q1 九阳收现比为 140.2%，公司收入质量较高，销售回款能力较强。本期末，公司存货余额 7.4 亿元，YoY-21.6%，公司存货消化较好，周转效率提升。

投资建议：九阳积极拓展产品品类，优化产品结构，布局以 Shopping Mall 为代表的高价值线下渠道。公司采用现代化的治理机构，对管理层和核心员工激励充分。随着后续小家电消费逐步复苏，公司经营有望展现较大弹性。预计公司 2023 年~2025 年的 EPS 分别为 0.95/1.23/1.41 元，维持买入-A 的投资评级，给予公司 2023 年 20 倍动态市盈率，相当于 6 个月目标价 18.90 元。

风险提示：行业竞争加剧，原材料价格大幅上升，人民币大幅升值。

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 **18.9 元**
 股价 (2023-04-25) **15.89 元**

交易数据

总市值(百万元)	12,187.90
流通市值(百万元)	12,167.06
总股本(百万股)	767.02
流通股本(百万股)	765.71
12 个月价格区间	13.74/20.05 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.6	-10.5	5.4
绝对收益	-7.2	-15.7	9.3

张立聪 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

余昆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521070002

yukun@essence.com.cn

相关报告

Q4 毛利率改善，期待后续复苏弹性	2023-04-02
Q3 收入短期承压，毛利率持续修复	2022-10-28

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	105.4	101.8	109.9	122.9	134.5
净利润	7.5	5.3	7.2	9.5	10.8
每股收益(元)	0.97	0.69	0.95	1.23	1.41
每股净资产(元)	5.56	4.32	4.83	5.45	6.15

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	16.3	23.0	16.8	12.9	11.3
市净率(倍)	2.9	3.7	3.3	2.9	2.6
净利润率	7.1%	5.2%	6.6%	7.7%	8.0%
净资产收益率	17.5%	16.0%	19.6%	22.7%	22.9%
股息收益率	6.3%	3.1%	3.0%	3.9%	4.4%
ROIC	328.3%	61.7%	74.0%	74.3%	249.7%

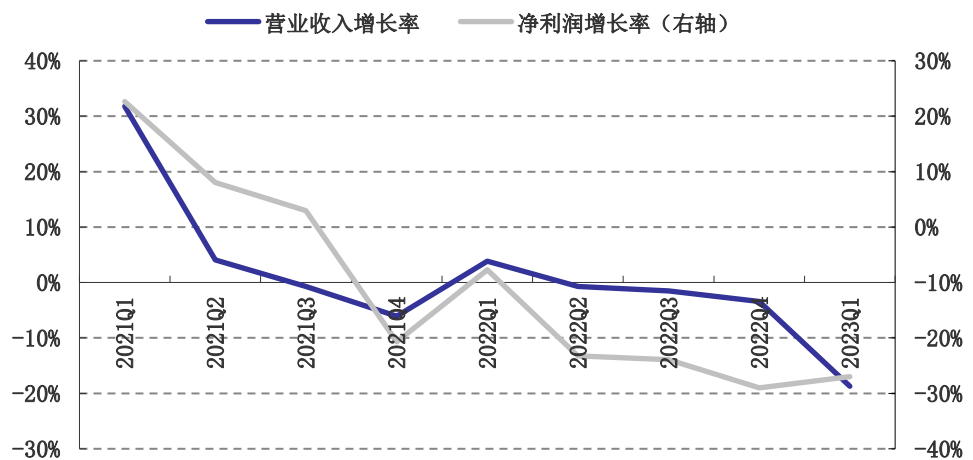
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

表 1: 财务指标分析

%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入 YoY	32	-12	-9	-15	4	-5	-3	-7	-19
归母净利润 YoY	23	0	-6	-72	-8	-34	-25	-70	-27
扣非归母净利润 YoY	13	-25	-6	-36	-3	-24	-19	77	-26
销售毛利率	31	30	28	23	27	31	29	30	28
销售费用率	16	17	11	15	11	19	14	18	13
毛利率-销售费用率	16	13	17	8	16	12	15	12	15
销售净利率	8	10	9	2	7	7	7	1	6
ROE	4	6	5	2	4	4	4	1	4
扣非后 ROE	4	4	5	1	4	3	4	3	3
ROA	2	3	3	1	2	2	2	0	2
销售商品提供劳务收到的 现金/收入	115	129	95	97	137	118	111	128	140
经营活动现金净流量/收入	-8	-6	-6	12	21	-1	20	-9	16
经营活动现金净流量/经营 净收益	-108	-79	-57	1,565	289	-22	248	-398	251
经营现金流净额占比	28	-70	16	35	106	4	115	53	85
投资现金流净额占比	86	224	-11	64	-16	-24	29	0	18
筹资现金流净额占比	-14	-53	95	0	10	120	-44	47	-3

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图1. 收入与归母净利润同比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	105.4	101.8	109.9	122.9	134.5	成长性					
减:营业成本	76.1	72.2	77.2	86.0	93.8	营业收入增长率	-6.1%	-3.5%	8.0%	11.9%	9.4%
营业税费	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7	营业利润增长率	-27.5%	-23.6%	34.4%	30.5%	14.2%
销售费用	15.8	15.9	16.6	17.8	19.5	净利润增长率	-20.7%	-29.0%	36.9%	30.5%	14.2%
管理费用	3.5	3.8	3.9	4.3	4.6	EBITDA 增长率	-33.4%	-23.2%	41.3%	27.8%	12.7%
研发费用	3.6	3.9	4.1	4.4	4.7	EBIT 增长率	-35.5%	-26.0%	50.4%	30.0%	13.5%
财务费用	-0.2	-0.6	-0.4	-0.5	-0.7	NOPLAT 增长率	-27.1%	-29.7%	44.6%	30.0%	13.5%
资产减值损失	-	-0.2	-	-	-	投资资本增长率	273.7%	20.7%	29.5%	-66.3%	124.4%
加:公允价值变动收益	0.3	-0.9	-	-	-	净资产增长率	-1.0%	-21.6%	11.5%	12.4%	12.6%
投资和汇兑收益	0.5	0.3	-	-	-						
营业利润	7.7	5.9	7.9	10.4	11.8	利润率					
加:营业外净收支	0.2	-0.1	-	-	-	毛利率	27.8%	29.1%	29.7%	30.0%	30.3%
利润总额	7.9	5.8	7.9	10.4	11.8	营业利润率	7.3%	5.8%	7.2%	8.4%	8.8%
减:所得税	0.9	0.6	0.8	1.0	1.2	净利润率	7.1%	5.2%	6.6%	7.7%	8.0%
净利润	7.5	5.3	7.2	9.5	10.8	EBITDA/营业收入	7.1%	5.7%	7.4%	8.5%	8.7%
						EBIT/营业收入	6.5%	4.9%	6.9%	8.0%	8.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	21	26	29	24	21
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-14	-7	-2	-6	-8
货币资金	19.9	15.7	16.5	29.0	29.2	流动资产周转天数	236	203	183	187	195
交易性金融资产	4.9	-	-	-	-	应收账款周转天数	17	24	16	8	7
应收账款	6.2	7.1	2.7	2.7	2.5	存货周转天数	34	31	34	36	35
应收票据	17.8	14.0	25.7	20.7	29.3	总资产周转天数	301	276	256	253	254
预付账款	0.2	0.2	0.7	0.3	0.8	投资资本周转天数	17	30	35	23	17
存货	10.5	6.8	13.8	10.6	15.5						
其他流动资产	5.7	5.6	3.0	2.0	3.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	17.5%	16.0%	19.6%	22.7%	22.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	7.4%	8.4%	10.7%	10.4%
长期股权投资	1.8	2.2	2.2	2.2	2.2	ROIC	328.3%	61.7%	74.0%	74.3%	249.7%
投资性房地产	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	费用率					
固定资产	5.8	9.1	8.6	8.0	7.5	销售费用率	15.0%	15.6%	15.1%	14.5%	14.5%
在建工程	0.8	0.2	2.2	2.2	2.2	管理费用率	3.3%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
无形资产	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	研发费用率	3.4%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
其他非流动资产	9.1	7.6	7.6	7.6	7.6	财务费用率	-0.2%	-0.6%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
资产总额	85.2	70.7	85.2	87.5	102.1	四费/营业收入	21.5%	22.5%	22.0%	21.1%	20.9%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	22.3	20.4	23.0	25.7	27.9	资产负债率	50.2%	53.0%	54.6%	50.4%	52.4%
应付票据	13.5	10.3	6.0	12.7	8.2	负债权益比	100.8%	112.7%	120.4%	101.5%	109.9%
其他流动负债	6.0	6.0	15.6	3.7	15.5	流动比率	1.56	1.34	1.40	1.55	1.56
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.31	1.16	1.09	1.30	1.26
其他非流动负债	1.0	0.8	0.1	0.2	0.1	利息保障倍数	-39.01	-7.78	-20.26	-18.63	-16.51
负债总额	42.7	37.5	44.6	42.3	51.6	分红指标					
少数股东权益	-0.2	0.1	-	-0.1	-0.2	DPS(元)	1.00	0.50	0.47	0.62	0.70
股本	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	分红比率	102.5%	72.1%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	34.7	25.7	29.4	34.1	39.5	股息收益率	6.3%	3.1%	3.0%	3.9%	4.4%
股东权益	42.4	33.3	37.1	41.7	46.9						
						现金流量表					
						(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	7.0	5.2	7.2	9.5	10.8
						加:折旧和摊销	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
						资产减值准备	0.1	0.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.3	0.9	-	-	-
						财务费用	0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.7
						投资收益	-0.5	-0.3	-	-	-
						少数股东损益	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
						营运资金的变动	-10.3	0.5	-4.8	7.3	-5.6
						经营活动产生现金流量	-0.3	6.1	2.5	16.7	5.0
						投资活动产生现金流量	7.9	2.3	-2.0	-	-
						融资活动产生现金流量	-7.9	-13.3	0.3	-4.2	-4.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.97	0.69	0.95	1.23	1.41
						BVPS(元)	5.56	4.32	4.83	5.45	6.15
						PE(X)	16.3	23.0	16.8	12.9	11.3
						PB(X)	2.9	3.7	3.3	2.9	2.6
						P/FCF	56.1	32.8	178.4	7.0	21.0
						P/S	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	19.0	17.8	11.9	8.1	7.1
						CAGR(%)	10.0%	26.8%	-7.9%	10.0%	26.8%
						PEG	1.6	0.9	-2.1	1.3	0.4
						ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（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。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034