



增持(维持)

所属行业: 家用电器/白色家电
当前价格(元): 15.51

证券分析师

谢丽媛

资格编号: S0120523010001

邮箱: xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号: S0120523020003

邮箱: hehp3@tebon.com.cn

邓颖

资格编号: S0120523020001

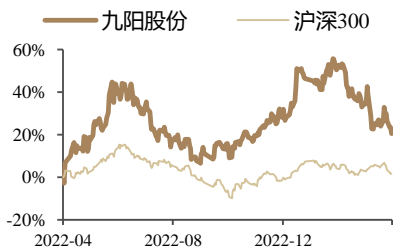
邮箱: dengying3@tebon.com.cn

研究助理

宋雨桐

邮箱: songyt@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.40	-19.93	-17.72
相对涨幅(%)	-7.72	-17.42	-12.40

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《九阳股份22年报点评: 重启新篇章, 拐点可期》, 2023.4.2

九阳股份23Q1点评: 海外去库存内销淡季, 短期承压修复可期

投资要点

- **事件:** 2023Q1 公司实现营收 18.92 亿元, 同比-18.74%, 实现归母净利润 1.21 亿元, 同比-26.98%, 实现扣非后归母净利润 1.17 亿元, 同比-25.63%。
- **Q1 国内淡季、海外去库存, 收入端略有承压。**分地区来看, 外销方面, 根据公司日常关联公告, Q1 已发生日常关联交易金额为 20.26 百万美元(去年同期约 33.14 百万美元), 同比-39%, 折算人民币约 1.39 亿元(按 3 月 31 日美元兑人民币即期汇率: 6.8713), 同比-34%, 预计海外仍处于库存消化阶段; 内销方面, 根据外销收入推算得出内销同比下滑约 17%, 根据魔镜数据, 公司 Q1 线上(天猫+京东+拼多多+苏宁+国美)合计销额同比-28%, 公司大力发展抖音等新渠道, 预计保持较快增长, 综合来看, 淡季导致线上或有所放缓, 线下方面, 随着国内疫情防控放开, 公司线下渠道预计有所恢复, 降幅或有收窄。从具体品类来看, 根据奥维云网, Q1 公司电饭煲线上、线下销售额同比分别+16%、+12%, 空气炸锅线上、线下销售额同比分别-55%、+35%, 料理机线上、线下销售额同比分别-19%、-18%, 公司发力电饭煲业务, 收效显著, 增速优于大盘, 受淡季影响, 料理机表现偏弱。
- **毛利率同比改善, 费用刚性、净利率持平略降。**Q1 公司毛利率为 27.87%, 同比+1.24pct, 预计主要受益于原材料价格同比下降; 费用端来看, Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动+1.47/+0.54/+0.67/-0.29pct, 财务费用率下降预计系汇兑收益增加, 而收入增速放缓、规模效应减弱, 导致 Q1 期间费用率整体+2.4pct, 综合来看, Q1 净利率为 6.45%, 同比-0.54pct。
- **4月26日, 公司召开2023太空科技系列新品发布会, 发布电饭煲、空气炸锅、破壁机、豆浆机四款新品。**1) 0涂层不粘电饭煲 N1S: 定价 799 元, 相比上一代, 内胆增加硬度处理工艺, 硬度为 316L 不锈钢的 3.5 倍, 采用点阵微坑水润膜技术, 不粘性能从 IV 级不粘升级至 II 级不粘, 耐磨易清洗; 2) 速嫩烤空气炸锅 V1 Fast: 定价 599 元, 240°C 远红外高温, 烹饪提效 50%+, 蒸汽锁水仓, 保留食物鲜嫩口感; 3) 变频静音破壁机 B1: 定价 999 元, 主打静音不扰、多种口感、一机多能; 4) 低嘌呤免手洗豆浆机 K7: 定价 1599 元, 主打低嘌呤、自制豆花、免手洗。公司太空系列产品矩阵进一步完善, 新品再次凸显公司优质的技术基因, 在新品及 618 大促带动下, Q2 公司内销有望迎来回暖。
- **投资建议:** 随着海外库存消化完毕, 公司外销业务有望逐步修复, 内销方面, 公司陆续完善太空系列产品矩阵、把握内容电商发展红利, 疫后内销有望恢复稳健增长, 而在产品结构优化、平台标准化、原材料降价等因素驱动下, 公司盈利能力有望持续修复。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 7.4、8.4、9.3 亿元, 同比+40%、+13%、+10%, 对应 PE 分别为 16x、14x、13x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新品表现不及预期, 国内外消费复苏不及预期, 原材料价格大幅上涨。

股票数据

总股本(百万股):	767.02
流通 A 股(百万股):	765.71
52 周内股价区间(元):	12.51-20.05
总市值(百万元):	11,896.43
总资产(百万元):	7,299.84
每股净资产(元):	4.48

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,540	10,177	11,411	12,626	13,800
(+/-)YOY(%)	-6.1%	-3.5%	12.1%	10.6%	9.3%
净利润(百万元)	746	530	742	842	926
(+/-)YOY(%)	-20.7%	-29.0%	40.2%	13.4%	10.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.97	0.69	0.97	1.10	1.21
毛利率(%)	27.8%	29.1%	29.8%	30.3%	30.7%
净资产收益率(%)	17.5%	16.0%	18.3%	17.2%	15.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.97	1.10	1.21
每股净资产	4.32	5.29	6.38	7.59
每股经营现金流	0.80	0.82	1.45	0.91
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	23.54	16.03	14.13	12.85
P/B	3.82	2.93	2.43	2.04
P/S	1.17	1.04	0.94	0.86
EV/EBITDA	15.72	11.53	9.22	7.93
股息率%	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.1%	29.8%	30.3%	30.7%
净利润率	5.1%	6.4%	6.6%	6.6%
净资产收益率	16.0%	18.3%	17.2%	15.9%
资产回报率	7.5%	8.0%	8.7%	7.9%
投资回报率	15.6%	17.2%	16.0%	14.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-3.5%	12.1%	10.6%	9.3%
EBIT 增长率	-12.2%	33.7%	12.0%	7.7%
净利润增长率	-29.0%	40.2%	13.4%	10.0%
偿债能力指标				
资产负债率	53.0%	56.0%	49.3%	50.3%
流动比率	1.3	1.4	1.6	1.6
速动比率	1.1	1.1	1.3	1.4
现金比率	0.4	0.4	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	22.6	14.3	16.9	17.9
存货周转天数	43.1	40.0	43.0	41.0
总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.2
固定资产周转率	16.0	18.2	20.1	21.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	530	742	842	926
少数股东损益	-7	-10	-11	-12
非现金支出	157	82	86	92
非经营收益	13	-31	-35	-38
营运资金变动	-82	-154	231	-273
经营活动现金流	610	629	1,113	695
资产	-57	-85	-92	-94
投资	-18	0	0	0
其他	302	32	35	38
投资活动现金流	228	-53	-57	-55
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,328	0	0	0
融资活动现金流	-1,328	0	0	0
现金净流量	-490	576	1,056	640

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,177	11,411	12,626	13,800
营业成本	7,217	8,005	8,798	9,570
毛利率%	29.1%	29.8%	30.3%	30.7%
营业税金及附加	55	62	69	75
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,593	1,826	2,045	2,277
营业费用率%	15.6%	16.0%	16.2%	16.5%
管理费用	376	399	446	490
管理费用率%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	390	439	505	566
研发费用率%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%
EBIT	593	793	887	956
财务费用	-65	-31	-43	-64
财务费用率%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.5%
资产减值损失	-24	-9	-9	-9
投资收益	28	32	35	38
营业利润	591	818	927	1,020
营业外收支	-8	0	0	0
利润总额	583	818	927	1,020
EBITDA	709	852	950	1,024
所得税	61	85	97	107
有效所得税率%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
少数股东损益	-7	-10	-11	-12
归属母公司所有者净利润	530	742	842	926

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,570	2,146	3,202	3,842
应收账款及应收票据	2,084	2,385	2,870	2,847
存货	680	1,089	994	1,168
其它流动资产	602	1,447	376	1,591
流动资产合计	4,936	7,068	7,442	9,448
长期股权投资	218	218	218	218
固定资产	637	627	628	647
在建工程	25	60	88	94
无形资产	121	121	121	121
非流动资产合计	2,138	2,164	2,193	2,218
资产总计	7,075	9,232	9,635	11,665
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,924	4,172	3,745	4,762
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	748	925	925	1,024
流动负债合计	3,673	5,098	4,670	5,786
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	76	76	76	76
非流动负债合计	76	76	76	76
负债总计	3,748	5,173	4,745	5,862
实收资本	767	767	767	767
普通股股东权益	3,313	4,055	4,897	5,823
少数股东权益	13	4	-8	-20
负债和所有者权益合计	7,075	9,232	9,635	11,665

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和平安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。