

九阳分部收入承压，SN 亚太业务增速亮眼

核心观点

- 事件：**公司公告 2023 年业绩，2023 年公司实现营收 14.29 亿美元，可比口径下同比下降 3.17%，持续经营业务净利润约为 0.70 亿美元，可比口径下同比下降 36.96%。
- 九阳分部收入承压，SN 亚太业务增长势头良好。**分部来看，2023 年九阳分部/SharkNinja 亚太分部通过向第三方销售产生的收入分别为 10.53/1.52 亿美元，同比分别-21%/+137%，其中九阳分部在国内小家电市场需求疲软（奥维口径 2023 年厨房小家电零售规模同比下滑 10%）、行业竞争加剧的背景下，收入增长仍有一定压力。SN 亚太分部收入增速亮眼主要系公司无线吸尘器产品在日本市场销售情况较好且公司通过收购等方式快速布局澳大利亚、新西兰等市场。分地区来看，2023 年公司在日本/中国地区通过向第三方销售产生的收入分别为 10.38 /0.92 亿美元，同比分别-20.6%/+43.7%，同时公司也逐步进入大洋洲以及新加坡、马来西亚等市场，2023 年来自于澳大利亚及新西兰/其他市场的收入分别达 0.44/0.32 亿美元。
- 营销、人力资源投入增加，2023 年公司盈利水平有所下降。**2023 年公司持续经营业务毛利率为 34.1%，同比下降 2.3pct，剔除关联方业务后毛利率为 32.5%，同比提升 0.1pct，其中九阳分部/SN 亚太分部毛利率同比分别-1.0pct/+2.6pct，九阳分部毛利率下降主要系公司增加了产品促销力度、低毛利产品占比提升，SN 亚太分部毛利率提升主要系高毛利的产品、渠道占比均有提升。2023 年公司销售及分销费用率、行政开支费用率同比分别提升 0.1pct、5.5pct，主要系公司为拓展亚太市场增加了品牌推广投入与人力资源投入，同时业务拆分等事项导致一次性专业服务费用大幅增加。2023 年公司持续经营业务净利率为 4.9%，同比下降 2.6pct。

盈利预测与投资建议

- 由于公司在 2023 年完成了业务拆分，根据业务拆分情况适当调整 SN 分部收入假设，同时根据国内小家电行业景气度适当调整九阳收入增速假设，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.32/0.64/0.74 亿美元（此前预测 2023-2025 年分别为 4.02/4.38/4.69 亿美元），根据可比公司给予 2024 年 11 倍 PE，对应目标价 1.54 港元，维持“买入”评级。

风险提示

- 研发创新能力不足导致品类扩张进度不达预期、估值下滑的风险；地区间贸易政策发生大幅变化的风险；行业竞争加剧的风险。

公司主要财务信息

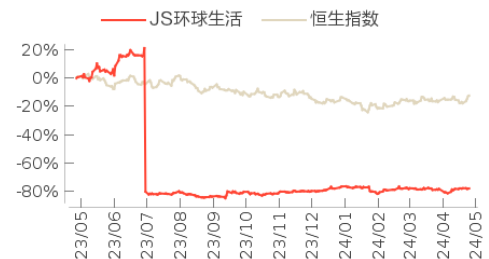
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,151	5,041	1,429	1,530	1,747
同比增长(%)	22.8%	-2.1%	-71.7%	7.1%	14.2%
营业利润(百万元)	561	462	7	19	37
同比增长(%)	4.6%	-17.6%	-98.5%	176.4%	91.2%
归属母公司净利润(百万元)	420	332	132	64	74
同比增长(%)	22.1%	-21.0%	-60.4%	-51.8%	16.2%
每股收益(元)	0.12	0.10	0.04	0.02	0.02
毛利率(%)	37.4%	37.3%	34.1%	34.3%	34.6%
净利率(%)	8.2%	6.6%	9.2%	4.2%	4.2%
净资产收益率(%)	21.0%	16.0%	9.5%	8.7%	9.3%
市盈率(倍)	1.6	2.0	4.8	9.8	8.5
市净率(倍)	0.3	0.3	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年04月25日）	1.46 港元
目标价格	1.54 港元
52 周最高价/最低价	8.27/0.99 港元
总股本/流通 H 股（万股）	347,457/347,457
H 股市值（百万港币）	5,073
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 04 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.69	4.29	11.45	-78.11
相对表现%	-4.79	-0.63	4.83	-66.22
恒生指数%	5.48	4.92	6.62	-11.89



证券分析师

李雪君 021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001
香港证监会牌照：BSW124

联系人

谢雨辰 xieyuchen@orientsec.com.cn

相关报告

SN 分部收入稳定，下半年毛利率小幅改善 2023-04-20
盈利能力短期承压，全球化扩张战略深化 2022-09-08

投资建议

由于公司在 2023 年完成了业务拆分，根据业务拆分情况适当调整 SN 分部收入假设，同时根据国内小家电行业景气度适当调整九阳收入增速假设，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.32/0.64/0.74 亿美元（此前预测 2023-2025 年分别为 4.02/4.38/4.69 亿美元），对应的 EPS 分别 0.04/0.02/0.02 美元（美元兑港元按 7.831 计算，约合 0.30/0.14/0.17 港元）。结合可比公司，我们给予公司 2024 年 11 倍市盈率估值，对应目标价 1.54 港元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司 2024 年调整后平均市盈率为 11 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2024年4月26日	2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
苏泊尔	002032.SZ	59.30	2.40	2.56	2.72	2.94	24.67	23.19	21.81	20.15
VESYNC*	2148.HK	4.33	0.04	-0.01	0.07	0.08	15.03	-38.40	7.99	6.94
新宝股份	002705.SZ	18.08	0.96	1.16	1.22	1.39	18.86	15.55	14.86	12.99
SEB SA**	SK.PA	111.20	9.14	5.40	7.11	8.71	12.17	20.59	15.64	12.77
Whirlpool Corporation**	WHR	105.68	26.95	4.96	10.47	13.24	3.92	21.31	10.09	7.98
	最大值						24.67	23.19	21.81	20.15
	最小值						3.92	(38.40)	7.99	6.94
	平均数						14.93	8.45	14.08	12.17
	调整后平均						15.35	19.15	13.53	11.25

*注：VESYNC 为港股上市公司，其股价货币单位为港元，每股收益单位为美元，市盈率计算时已根据最新汇率调整至统一货币单位（美元兑港元按 7.831 计算）。

**注：SEB SA 股价与每股收益的货币单位为欧元，Whirlpool Corporation 股价与每股收益的货币单位为美元，两家公司一致预期均来源于 Bloomberg，其余可比公司一致预期来自于 Wind。

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

风险提示

- 研发创新能力不足导致品类扩张进度不达预期、估值下滑的风险。
- 地区间贸易政策发生大幅变化的风险。
- 行业竞争加剧的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及等价物	555	504	320	315	380
应收账款	1,246	1,198	396	346	285
其他应收款	85	159	79	91	104
预付账款	0	0	0	0	1
存货	782	646	120	159	222
其他	111	75	107	107	106
流动资产合计	2,779	2,582	1,022	1,017	1,098
合资公司投资	0	0	0	0	0
固定资产	206	219	91	86	84
投资性房地产	20	17	15	13	11
商誉	849	849	6	6	6
无形资产	588	609	4	4	5
递延所得税资产	77	103	19	19	19
其他	366	360	266	300	285
非流动资产合计	2,030	2,054	381	409	391
资产总计	4,809	4,636	1,403	1,427	1,489
短期借款	85	135	0	0	0
应付账款	879	688	472	365	270
其他	659	772	222	211	280
流动负债合计	1,623	1,595	695	576	550
长期借款	857	722	0	0	0
递延税项负债	13,307	13,444	14,166	14,167	14,168
非流动负债合计	14,164	14,165	14,166	14,167	14,168
负债合计	2,720	2,571	705	673	660
股本(百万股)	3,495	3,495	3,495	3,495	3,495
股份溢价	1,064	1,064	433	433	433
资本储备	(27)	(61)	(61)	(61)	(61)
储备	826	929	210	256	322
少数股东权益	229	165	163	172	182
股东权益合计	2,089	2,065	698	754	829
负债和股东权益总计	4,809	4,636	1,403	1,427	1,489

现金流量表					
单位:百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	461	358	150	80	92
折旧摊销	117	128	129	66	69
财务费用	28	47	20	21	24
营运资金变动	(299)	(73)	(289)	(106)	(58)
其它	23	41	(83)	(3)	(3)
经营活动现金流	330	501	(73)	58	123
资本支出	(115)	(150)	(42)	(36)	(41)
合资公司投资	(2)	0	0	0	0
其他	(24)	37	0	0	0
投资活动现金流	(141)	(113)	(42)	(36)	(41)
债权融资	(1)	(89)	(51)	0	0
其他	(201)	(284)	(19)	(27)	(17)
筹资活动现金流	(202)	(373)	(70)	(27)	(17)
现金净增加额	(13)	14	(185)	(5)	65

利润表					
单位:百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,151	5,041	1,429	1,530	1,747
营业成本	(3,226)	(3,161)	(942)	(1,005)	(1,143)
毛利	1,924	1,880	487	525	604
其他收净额	41	37	94	94	94
销售费用	(809)	(790)	(256)	(267)	(296)
管理费用	(538)	(610)	(216)	(231)	(264)
财务费用	(28)	(47)	(20)	(21)	(24)
其他开支	(10)	(8)	(3)	(3)	(3)
除税前溢利	575	457	85	96	110
所得税	(114)	(99)	(15)	(15)	(19)
净利润	461	358	150	80	92
归属母公司净利润	420	332	132	64	74
少数股东权益	40	25	18	17	18
其他综合收益	17	(77)	(29)	0	0
综合收益总额(含少数股东权益)	478	281	121	80	92
综合收益总额	432	273	108	64	74
少数股东权益	46	8	13	17	18
每股收益(美元)	0.12	0.10	0.04	0.02	0.02

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	22.8%	-2.1%	-71.7%	7.1%	14.2%
营业利润	4.6%	-17.6%	-98.5%	176.4%	91.2%
归属于母公司净利润	22.1%	-21.0%	-60.4%	-51.8%	16.2%
获利能力					
毛利率	37.4%	37.3%	34.1%	34.3%	34.6%
净利率	8.2%	6.6%	9.2%	4.2%	4.2%
ROE	21.0%	16.0%	9.5%	8.7%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	55.5%	50.2%	47.2%	44.3%
净负债率	3.0%	8.2%	-67.7%	-48.4%	-32.5%
流动比率	1.71	1.62	1.47	1.77	2.00
速动比率	1.23	1.21	1.30	1.49	1.59
营运能力					
应收账款周转率	4.2	4.1	1.8	4.1	5.5
存货周转率	4.8	4.4	2.5	7.2	6.0
总资产周转率	1.1	1.1	0.5	1.1	1.2
每股指标(美元)					
每股收益	0.12	0.10	0.04	0.02	0.02
每股经营现金流	0.09	0.14	-0.02	0.02	0.04
每股净资产	0.60	0.59	0.20	0.22	0.24
估值比率					
市盈率	1.6	2.0	4.8	9.8	8.5
市净率	0.3	0.3	0.9	0.8	0.8

数据来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。