

强烈推荐-A (维持)

苏泊尔 002032.SZ

目标估值: 40.12-42.01 元

当前股价: 36.47 元

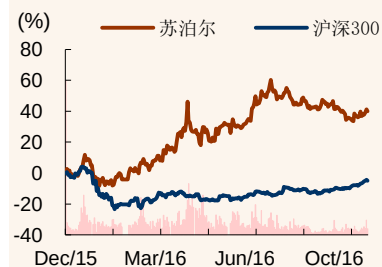
2016 年 12 月 01 日

基础数据

上证综指	3250
总股本(万股)	63177
已上市流通股(万股)	41824
总市值(亿元)	230
流通市值(亿元)	153
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	23.7
资产负债率	38.1%
主要股东	SEB
主要股东持股比例	81.17%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	12	50
相对表现	-6	0	51



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《苏泊尔(002032)——龙头步伐稳健, 引领消费升级》2016-10-24
- 2、《苏泊尔(002032)——通胀预期和消费升级背景下的抉择》2016-04-04

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn

资源优势叠加品牌力, 业绩增长仍旧确定

公司内销具备极强品牌优势, 作为 SEB 全球制造中心, 大股东资源优势显著, 看好公司业绩稳健成长, 引领消费升级, 实现小家电全品类布局。预计 16、17EPS 1.73、2.04 元, 对应 PE21.1、17.9 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **最优品牌力, 内销优势显著。**国内小家电市场正逐步走向多元化、高品质与个性化, 消费升级趋势下, 一线品牌及创新设计享有更大溢价空间。公司是国内炊具及小家电领域产品工艺与创新的杰出代表, 在渠道下沉与品类扩张的进程中, 品牌优势将持续彰显。目前公司三四级网点逐步完善, 并发力电商销售, 对低端产品有较强替代效应。而以烟灶、净水器为代表的厨卫电器, 成长前景较厨房小家电更为广阔, 公司该品类重视性价比, 预计今年规模可达 2-3 亿, 后续还将推广净水器及嵌入式烤箱产品, 拓展步伐稳健。预计今年内销业绩可实现 20%以上的增长, 并且将长期享受渠道与品牌优势。
- **大股东资源加持, 出口业务确定性强。**大股东 SEB 具备全球影响力, 目前对公司持股达 81%, 在订单销售及技术研发方面可提供全面支持。公司海外业务占比约 30%, 近三年 85%以上出口订单来自 SEB。2016 上半年 SEB 在北美进行渠道去库存, 公司炊具出口有所下滑。但随着去化周期结束加之海外四季度消费旺季来临, 全年出口降幅将收窄, 有望接近年初与 SEB 预估的 33 亿关联交易额。通过数据测算, 公司近年来与 SEB 的预估交易额完成度在 98%以上, 这一合作模式实质上增强了出口实力, 减少了汇率及原材料等外部因素对经营的影响, 使其业务具备较高确定性。
- **发展前景广阔, 地产后周期的极佳配置选择。**公司成长动力来源于品牌溢价能力, 产品优化布局及出口稳健发展, 看好公司在品牌影响力与大股东支持下, 实现品类扩展。近日 SEB 已完成对德国一线厨电企业 WMF 的收购, (高端炊具、咖啡机及全品类厨电品牌, 15 年规模约 11 亿欧元), 作为 SEB 全球制造中心, 苏泊尔有望承接部分订单转移。在小家电产品升级趋势下, 公司有把握发展机遇, 实现穿越地产周期的稳健成长。此外公司计划明年推出新一期股权激励计划, 业绩释放更具动力。维持“强烈推荐-A”评级。

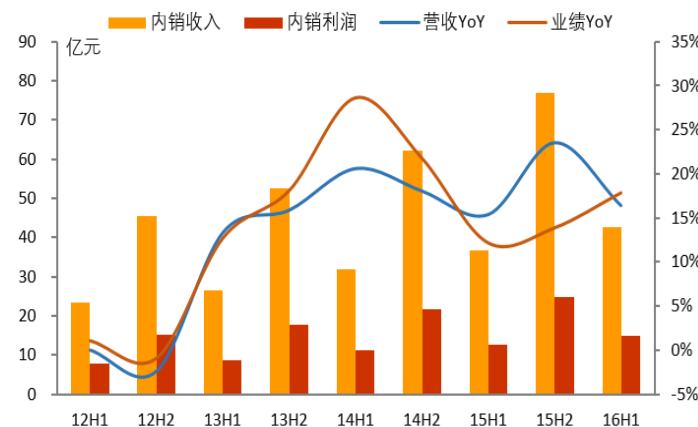
□ **风险提示:** 海外需求低于预期、新品推广低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	9535	10910	12266	13962	15617
同比增长	14%	14%	12%	14%	12%
营业利润(百万元)	905	1144	1405	1671	1978
同比增长	19%	26%	23%	19%	18%
净利润(百万元)	690	889	1090	1291	1523
同比增长	17%	29%	23%	18%	18%
每股收益(元)	1.09	1.40	1.73	2.04	2.41
PE	33.5	26.0	21.1	17.9	15.1
PB	6.1	5.2	4.5	3.8	3.2

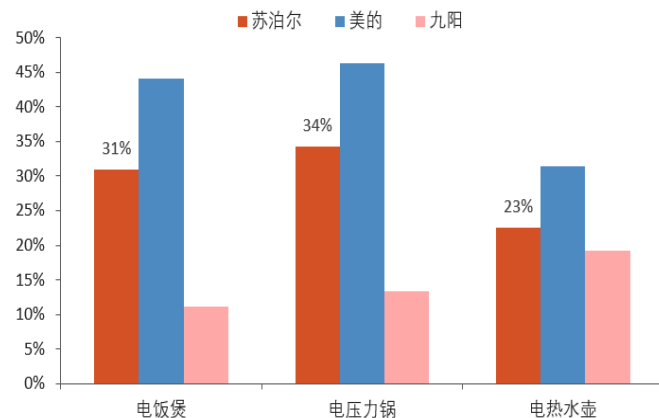
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 13 年以来内销保持稳健成长



资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 主流品牌零售额占比：中式厨房小家电产品



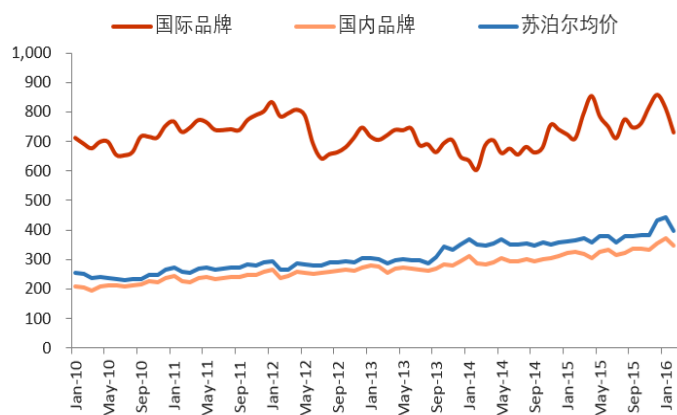
资料来源：中怡康、招商证券

表 1: 苏泊尔与 SEB 订单交易情况：今年仍有可能接近年初预估交易目标

单位: 亿元	预估与 SEB 关联交易额	SEB 订单 实际交易额	实际交易额 占比	全年交易额 完成情况	SEB 实际交易额/ 苏泊尔海外收入
13H1	25.0	12.0	48%	99%	83%
13H2		12.8	52%		83%
14H1	27.8	11.9	44%	98%	85%
14H2		15.3	56%		86%
15H1	32.1	14.9	46%	101%	88%
15H2		17.5	54%		89%
16H1	33.4	13.8	41%	-	95%
16H2		-	-		-

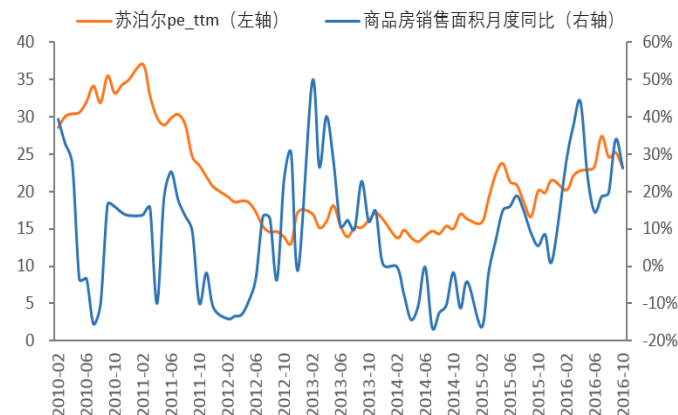
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 国内电饭煲零售均价：苏泊尔具备一定优势



资料来源：中怡康、招商证券

图 4: 苏泊尔估值水平与地产景气关联度极弱



资料来源：wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5264	6052	6878	7957	9330
现金	621	1041	1166	1187	1208
交易性投资	914	402	402	402	402
应收票据	486	605	736	977	1484
应收款项	1004	1057	1252	1466	1760
其它应收款	49	35	39	70	125
存货	1568	1427	1615	1848	2054
其他	621	1485	1668	2006	2297
非流动资产	1370	1344	1289	1239	1194
长期股权投资	48	51	51	51	51
固定资产	956	920	887	857	831
无形资产	226	221	199	179	161
其他	140	152	152	152	152
资产总计	6634	7396	8167	9196	10524
流动负债	2333	2374	2295	2279	2377
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1593	1640	1539	1467	1522
预收账款	356	363	385	440	489
其他	384	372	372	372	365
长期负债	22	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	22	12	12	12	12
负债合计	2355	2386	2307	2291	2389
股本	634	633	632	632	632
资本公积金	520	537	538	538	538
留存收益	2634	3251	3986	4896	5967
少数股东权益	491	589	703	839	998
归属于母公司所有者权益	3788	4421	5157	6066	7137
负债及权益合计	6634	7396	8167	9196	10524

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	833	1133	485	417	487
净利润	690	889	1090	1291	1523
折旧摊销	99	110	122	116	111
财务费用	(13)	(18)	(24)	(14)	(15)
投资收益	(26)	(39)	(37)	(37)	(37)
营运资金变动	52	107	(785)	(1079)	(1264)
其它	31	84	119	140	169
投资活动现金流	(570)	(406)	(66)	(66)	(66)
资本支出	(124)	(76)	(66)	(66)	(66)
其他投资	(446)	(330)	0	0	0
筹资活动现金流	(235)	(271)	(294)	(330)	(400)
借款变动	(46)	(65)	0	0	0
普通股增加	(1)	(1)	(1)	0	0
资本公积增加	(9)	17	1	0	0
股利分配	(235)	(273)	(354)	(381)	(452)
其他	55	50	61	51	52
现金净增加额	28	456	125	21	21

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9535	10910	12266	13962	15617
营业成本	6767	7749	8550	9783	10874
营业税金及附加	56	69	78	89	99
营业费用	1481	1580	1901	2025	2249
管理费用	325	367	393	447	469
财务费用	(19)	(23)	(24)	(14)	(15)
资产减值损失	50	59	0	0	0
公允价值变动收益	4	(1)	(1)	(1)	(1)
投资收益	26	39	39	39	39
营业利润	905	1144	1405	1671	1978
营业外收入	33	49	49	49	49
营业外支出	30	19	19	19	19
利润总额	908	1174	1435	1700	2007
所得税	143	187	230	274	325
净利润	765	987	1204	1426	1683
少数股东损益	75	98	114	135	160
归属于母公司净利润	690	889	1090	1291	1523
EPS（元）	1.09	1.40	1.73	2.04	2.41

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	14%	14%	12%	14%	12%
营业利润	19%	26%	23%	19%	18%
净利润	17%	29%	23%	18%	18%
获利能力					
毛利率	29.0%	29.0%	30.3%	29.9%	30.4%
净利率	7.2%	8.1%	8.9%	9.2%	9.8%
ROE	18.2%	20.1%	21.1%	21.3%	21.3%
ROIC	17.3%	18.7%	19.7%	20.0%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	32.3%	28.3%	24.9%	22.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.5	3.0	3.5	3.9
速动比率	1.6	1.9	2.3	2.7	3.1
营运能力					
资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
存货周转率	4.7	5.2	5.6	5.6	5.6
应收帐款周转率	11.5	10.6	10.6	10.3	9.7
应付帐款周转率	4.8	4.8	5.4	6.5	7.3
每股资料（元）					
每股收益	1.09	1.40	1.73	2.04	2.41
每股经营现金	1.31	1.79	0.77	0.66	0.77
每股净资产	5.98	6.99	8.16	9.60	11.30
每股股利	0.43	0.56	0.60	0.72	0.84
估值比率					
PE	33.5	26.0	21.1	17.9	15.1
PB	6.1	5.2	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	14.7	11.7	9.5	8.1	6.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，复旦大学，计算机专业学士和硕士。

2011-至今，任招商证券家电行业分析师。2015 年获新财富家电行业第 3 名，水晶球奖家电行业第 4 名，金牛奖家电行业第 3 名。2014 年获新财富家电行业第 3 名，水晶球奖家电行业第 4 名，金牛奖家电行业第 3 名。2013 年获新财富家电行业第 5 名，水晶球奖家电行业第 5 名，金牛奖家电行业第 4 名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。2015 年加入招商证券，从事家电行业研究工作

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。