

## 业绩依旧稳健，行稳方能致远

### ——苏泊尔 (002032.SZ) 2019 年业绩快报点评

公司简报

#### 买入 (维持)

当前价：75.83 元

#### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

[jinxing@ebsecn.com](mailto:jinxing@ebsecn.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebsecn.com](mailto:ganjun@ebsecn.com)

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

[wangqq@ebsecn.com](mailto:wangqq@ebsecn.com)

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)

021-52523879

[wangyw@ebsecn.com](mailto:wangyw@ebsecn.com)

#### 市场数据

总股本(亿股)：8.21

总市值(亿元)：622.66

一年最低/最高(元)：57.83/81.60

近3月换手率：11.52%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.65	-1.34	21.91
绝对	7.38	3.68	31.12

资料来源：Wind

#### 相关研报

业绩依旧稳健，看好公司持续增长能力  
——苏泊尔 (002032.SZ) 2019 年三季报点评

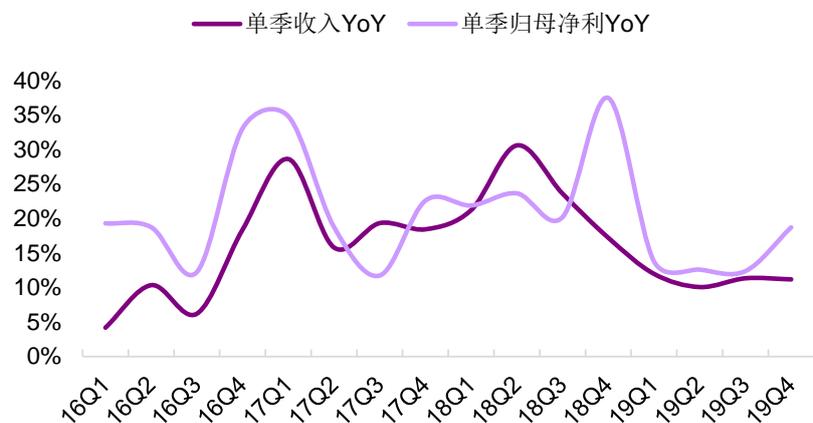
.....2019-10-30

#### 事件：

公司发布 2019 年业绩快报，营业总收入 198.5 亿元，同比+11.2%，归母净利润 19.2 亿元，同比+15%。19Q4 单季营业总收入 49.6 亿元，同比+11.2%，利润总额 6.6 亿元，同比+9.7%，归母净利润 6.7 亿元，同比+18.8%。

春节备货拉动出货，单季收入保持双位数增长，盈利能力稳中有升，业绩依然符合预期。

图 1：2019Q4 苏泊尔收入和利润增速依旧稳健



资料来源：Wind，光大证券研究所

#### 点评：

##### ◆收入分析：内销保持双位数增长，出口略低于目标

分区域看，受春节备货拉动，公司 19Q4 内销收入增速环比 19Q3 提升，外销收入增速估计仅个位数增长，关联交易销售目标未 100% 完成，综合来看，单季收入增速保持在 11.2%，符合预期。

全年来看，面对国内疲软的消费和较为激烈的竞争环境，公司内销收入能够在较高的基数上保持 10% 以上增长已属不易，电商估计实现 15% 或更高增长，其中电器品类的电商占比估计已经超过 50%。

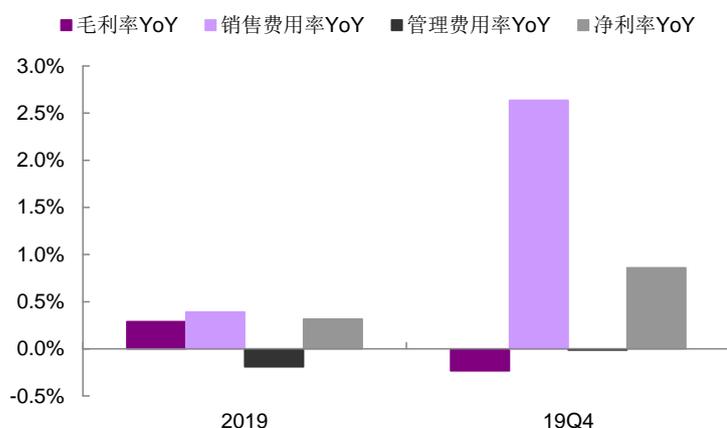
主要新品类中，大厨电和厨房工具增速放缓，但依然高于整体，环境生活电器依然保持较快增长。

#### ◆盈利能力：费用控制良好，盈利能力稳中有升

2019年公司盈利能力依然稳中有升，毛利率同比+0.3pct至31.2%，估计主要受益于产品结构优化和成本红利。公司对费用率的控制依然良好，2019年销售/管理费用率分别同比+0.4/-0.2pct，其中19Q4加大营销资源投入，单季毛利率-0.2pct，销售费用率同比+2.6pct。

因重新拿到高新认证，19Q4单季净利润增速快于收入增速，全年所得税率和18年基本持平，除了经营主业本身，账上资金投资回报增长较快，其他收益因政府补助增加同比+50%，全年净利率同比+0.3pct至9.7%，ROE同比+1.8pct至30.6%。

图2：苏泊尔2019年盈利能力依然稳中有升



资料来源：Wind，光大证券研究所

#### ◆业绩展望：20Q1 预计承压，全年仍有望实现 5~10%增长

春节备货提前叠加疫情对线下销售的影响，预计公司20Q1的业绩会受到较大影响，但我们对全年的业绩并不悲观，5~10%的增长依然可以期待。炊具和厨房小家电都是成熟的高刚需产品，短期需求的压抑会带来后续需求的反弹，因此，随着疫情结束，线下销售回暖是大概率事件。

预计受物流等因素影响，公司武汉炊具工厂短期复工难度较大，但公司已通过增加玉环工厂产能，加上外部合作方式，保障内销供应。

谨慎预计公司20年内销收入实现5~10%增长，20年出口关联交易指引尚不明朗，谨慎假设同比增速也在5~10%，综合来看，公司2019年收入增速预计在5~10%之间。有较强的费用管控能力和产品结构优化作保障，预计公司盈利能力依然能够实现稳中有升，预计全年净利润增速略高于收入增速。

#### ◆品类扩张节奏有条不紊，持续性比短期增速更重要

从炊具、厨房小家电，再到厨卫电器和家居生活电器，苏泊尔品类扩张的节奏有条不紊，专注收入可能达10亿以上的大品类，提前战略性布局，新品类的收获也支撑了公司的持续增长。2019年末公司新推出了倍爱系列母婴电器系列，也再次体现了苏泊尔品类扩张的稳健有序。

此次疫情给公司经营带来一定不确定性，短期增速可能有波动，但我们看好公司的长期持续增长能力，围绕大品类的持续扩张和突出的经营能力，将保障公司成长为中国规模前列的小家电龙头。

◆投资建议：

公司 19 年内销保持双位数增长，出口略低于目标，盈利能力依然稳中有升。受多重因素影响，公司 20Q1 业绩预计承压，全年仍有望实现接近 10% 的增长，小幅上调 2019 年 EPS 预测为 2.34 元（原为 2.32 元），因疫情影响，下调 20/21 年 EPS 预测为 2.60 元/3.11 元（原为 2.71/3.24 元），对应 PE 32/29/24 倍，我们看好公司的长期持续增长能力，围绕大品类的持续扩张和突出的经营能力，将保障公司成长为中国规模前列的小家电龙头，维持“买入”评级。

◆风险提示：内销市场需求不及预期，SEB 集团海外销售疲软。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14,187	17,851	19,853	21,754	25,201
营业收入增长率	18.75%	25.83%	11.22%	9.58%	15.84%
净利润（百万元）	1,308	1,670	1,920	2,135	2,551
净利润增长率	21.35%	27.70%	14.97%	11.22%	19.49%
EPS（元）	1.59	2.03	2.34	2.60	3.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.16%	28.27%	28.08%	28.44%	30.17%
P/E	48	37	32	29	24
P/B	12.0	10.5	9.1	8.3	7.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 02 月 26 日

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14187	17851	19853	21754	25201
营业成本	9994	12342	13663	14949	17215
折旧和摊销	105	120	128	138	151
税金及附加	95	114	127	139	161
销售费用	2213	2813	3206	3502	4077
管理费用	415	345	346	379	439
研发费用	0	403	507	553	640
财务费用	0	-6	-16	-30	-37
投资收益	63	87	100	110	120
营业利润	1575	1982	2284	2539	3031
利润总额	1565	1982	2275	2530	3022
所得税	257	313	354	393	470
净利润	1308	1669	1921	2136	2552
少数股东损益	0	-1	1	1	1
归属母公司净利润	1308	1670	1920	2135	2551
EPS(按最新股本计)	1.59	2.03	2.34	2.60	3.11

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,081	2,014	1,900	1,975	2,262
净利润	1,308	1,670	1,920	2,135	2,551
折旧摊销	105	120	128	138	151
净营运资金增加	220	1,006	382	289	524
其他	-552	-782	-529	-587	-964
投资活动产生现金流	-544	-504	177	-265	-230
净资本支出	-155	-199	-300	-300	-300
长期投资变化	58	61	0	0	0
其他资产变化	-447	-366	477	35	70
融资活动现金流	-510	-969	-875	-1,434	-1,566
股本变化	190	0	0	0	0
债务净变化	0	0	10	0	0
无息负债变化	677	753	652	499	893
净现金流	22	547	1,202	276	466

## 主要指标

盈利能力 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	29.6%	30.9%	31.2%	31.3%	31.7%
EBITDA 率	11.3%	11.3%	11.6%	11.7%	12.1%
EBIT 率	10.6%	10.6%	10.9%	11.1%	11.5%
税前净利润率	11.0%	11.1%	11.5%	11.6%	12.0%
归母净利润率	9.2%	9.4%	9.7%	9.8%	10.1%
ROA	14.3%	15.7%	15.6%	15.8%	16.6%
ROE (摊薄)	25.2%	28.3%	28.1%	28.4%	30.2%
经营性 ROIC	31.0%	30.5%	32.5%	33.2%	35.7%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	43%	44%	44%	44%	45%
流动比率	1.95	1.91	1.95	1.95	1.93
速动比率	1.40	1.41	1.46	1.45	1.44
归母权益/有息债务			68.37	75.09	84.58
有形资产/有息债务			118.15	129.43	147.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	9,172	10,633	12,316	13,488	15,331
货币资金	780	1,417	2,619	2,895	3,361
交易性金融资产	1,306	435	10	10	10
应收账款	1,395	1,728	1,88	2,067	2,394
应收票据	679	701	993	1,088	1,260
其他应收款(合计)	21	143	57	62	72
存货	2,186	2,362	2,677	2,930	3,378
其他流动资产	1,026	1,991	2,091	2,186	2,358
流动资产合计	7,717	8,993	10,665	11,596	13,238
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	58	61	61	6	61
固定资产	829	868	854	863	885
在建工程	23	41	162	253	321
无形资产	335	397	439	480	519
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	1,454	1,640	1,651	1,892	2,093
总负债	3,973	4,726	5,478	5,978	6,870
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,307	2,954	3,142	3,438	3,959
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,206	1,208	1,588	1,740	2,016
其他流动负债	-15	-10	10	10	10
流动负债合计	3,948	4,708	5,462	5,961	6,854
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	15	15	15	15
非流动负债合计	25	18	17	17	17
股东权益	5,198	5,907	6,838	7,510	8,461
股本	821	821	821	821	821
公积金	488	541	550	550	550
未分配利润	3,940	4,573	5,647	6,341	7,290
归属母公司权益	5,198	5,907	6,837	7,509	8,458
少数股东权益	1	0	1	2	3

费用率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	16%	16%	16%	16%	16%
管理费用率	3%	2%	2%	2%	2%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	0%	2%	3%	3%	3%
所得税率	16%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股红利	0.72	1.02	1.75	1.95	2.33
每股经营现金流	1.32	2.45	2.31	2.40	2.75
每股净资产	6.33	7.19	8.33	9.14	10.30
每股销售收入	17.27	21.74	24.17	26.49	30.69

估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PE	48	37	32	29	24
PB	12.0	10.5	9.1	8.3	7.4
EV/EBITDA	38	31	27	24	20
股息率	1%	1%	2%	3%	3%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼