

苏泊尔 (002032.SZ)

超越行业，业绩维持良好增长

核心观点：

- **公司公告 2019 年业绩快报，全年实现良好增长。** 2019 年实现营业收入 198.5 亿元 (YoY+11.2%)，利润总额 22.7 亿元 (YoY+14.7%)，归母净利 19.2 亿元 (YoY+15.0%)，毛利率 31.2% (YoY+0.3pct)，净利率 9.7% (YoY+0.3pct)。Q4 单季实现营业收入 49.6 亿元 (YoY+11.2%)，利润总额 6.6 亿元 (YoY+9.7%)，归母净利 6.7 亿元 (YoY+18.8%)，毛利率 32.6% (YoY-0.2pct)，净利率 13.5% (YoY+0.9pct)。Q4 收入实现稳健增长，我们预计，内外销均保持良好增长；Q4 归母净利增速快于利润总额，主要原因：子公司完成高新技术企业认定，有部分税收返还。
- **疫情仅影响短期经营，不改长期成长性。** 短期来看，受疫情影响，国内线下消费趋弱，同时公司武汉炊具产能也面临一定压力。中长期来看，疫情导致居家时间增加，也催生了更多的小家电需求，加速了消费升级，苏泊尔作为行业龙头，竞争优势明显，将受益于消费升级。同时，公司未来公司在品类扩张，高端品牌布局方面，也将为公司持续贡献增长动力。
- **盈利预测：** 我们预计厨房小家电行业集中度持续提升，同时海外市场复苏，海外代工订单增加。根据以上假设，我们预计 2019-21 年公司归母净利分别为 19.2、21.0、24.8 亿元，同比分别增长 15.0%、9.4%、17.9%，考虑公司是小家电公司龙头，消费升级中最为受益，过去六年收入、利润均保持稳健增长，业绩稳定性高于其他小家电公司，且未来业绩有望持续稳健增长，维持合理价值 78.4 元人民币/股的判断不变，对应 2020 年 30.6xPE，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 原材料价格上涨；消费升级不及预期；海外市场疲软；高端业务发展不顺利；多品类业务发展不顺利。

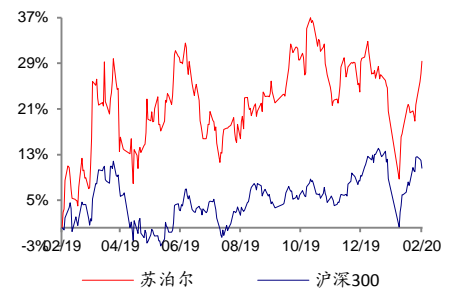
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,542	17,851	19,852	21,515	24,331
增长率(%)	21.7	22.8	11.2	8.4	13.1
EBITDA(百万元)	1,611	1,956	2,420	2,638	3,119
净利润(百万元)	1,326	1,670	1,920	2,102	2,478
增长率(%)	23.1	25.9	15.0	9.4	17.9
EPS (元/股)	1.61	2.03	2.34	2.56	3.02
市盈率 (P/E)	25.01	25.82	32.83	29.63	25.12
市净率 (P/B)	6.13	7.30	8.86	7.44	6.33
EV/EBITDA	20.05	21.32	25.50	23.03	19.39

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	75.83 元
合理价值	78.4 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-26

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001

021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

苏泊尔 (002032.SZ) :收入保 2019-10-29

持平稳增长，彰显龙头实力

联系人：

黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

表 1: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)		市盈率 (X)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
603868.SH	飞科电器	35.56	1.75	1.90	20.30	18.73
002242.SZ	九阳股份	27.77	1.07	1.23	26.07	22.61
603355.SH	莱克电气	23.67	1.19	1.29	19.83	18.36
603486.SH	科沃斯	25.13	0.85	0.97	29.71	25.78
	行业平均				23.98	21.37
002032.SZ	苏泊尔	75.83	2.34	2.56	32.83	29.63

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2020-2-26 收盘价; 可比公司盈利预测均与广发最新外发报告一致。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,959	8,993	10,421	12,079	14,158
货币资金	870	1,417	1,336	1,515	1,776
应收及预付	2,505	2,645	3,278	3,613	4,080
存货	2,203	2,362	2,616	2,905	3,245
其他流动资产	2,381	2,570	3,191	4,047	5,056
非流动资产	1,503	1,640	1,629	1,661	1,694
长期股权投资	58	61	61	61	61
固定资产	861	868	871	887	897
在建工程	31	41	17	17	17
无形资产	335	397	407	423	447
其他长期资产	219	273	273	273	273
资产总计	9,462	10,633	12,050	13,740	15,852
流动负债	4,029	4,708	4,919	5,357	5,990
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	3,581	4,162	4,317	4,689	5,257
其他流动负债	448	546	601	668	732
非流动负债	25	18	18	18	18
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	25	18	18	18	18
负债合计	4,054	4,726	4,937	5,375	6,008
股本	821	821	821	821	821
资本公积	262	140	131	131	131
留存收益	4,375	4,975	6,165	7,417	8,895
归属母公司股东权益	5,407	5,907	7,113	8,365	9,843
少数股东权益	1	0	0	1	1
负债和股东权益	9,462	10,633	12,050	13,740	15,852

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,542	17,851	19,852	21,515	24,331
营业成本	10,105	12,342	13,640	14,827	16,564
营业税金及附加	95	114	139	151	170
销售费用	2,220	2,813	3,176	3,399	3,893
管理费用	240	345	343	355	414
研发费用	389	403	246	267	302
财务费用	-1	-6	-14	-14	-16
资产减值损失	52	46	72	63	84
公允价值变动收益	9	-10	0	0	0
投资净收益	64	87	65	65	65
营业利润	1,598	1,982	2,314	2,533	2,986
营业外收支	-9	0	0	0	0
利润总额	1,589	1,982	2,314	2,533	2,986
所得税	262	313	393	431	508
净利润	1,326	1,669	1,921	2,102	2,479
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	1,326	1,670	1,920	2,102	2,478
EBITDA	1,611	1,956	2,420	2,638	3,119
EPS (元)	1.61	2.03	2.34	2.56	3.02

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,101	2,014	671	1,118	1,360
净利润	1,326	1,669	1,921	2,102	2,479
折旧摊销	118	121	113	122	130
营运资金变动	-283	322	-1,370	-1,103	-1,268
其它	-60	-98	7	-2	19
投资活动现金流	-576	-504	-37	-89	-98
资本支出	-167	-199	-102	-154	-163
投资变动	-2	-274	0	0	0
其他	-407	-31	65	65	65
筹资活动现金流	-518	-969	-715	-850	-1,000
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	-9	0	0
其他	-518	-969	-706	-850	-1,000
现金净增加额	7	541	-81	179	261
期初现金余额	851	854	1,417	1,336	1,515
期末现金余额	854	1,401	1,336	1,515	1,776

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	21.7%	22.8%	11.2%	8.4%	13.1%
营业利润增长	21.4%	24.0%	16.8%	9.4%	17.9%
归母净利润增长	23.1%	25.9%	15.0%	9.4%	17.9%
获利能力					
毛利率	30.5%	30.9%	31.3%	31.1%	31.9%
净利率	9.1%	9.3%	9.7%	9.8%	10.2%
ROE	24.5%	28.3%	27.0%	25.1%	25.2%
ROIC	38.6%	38.1%	35.8%	32.6%	32.5%
偿债能力					
资产负债率	42.8%	44.4%	41.0%	39.1%	37.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.98	1.91	2.12	2.25	2.36
速动比率	1.35	1.36	1.52	1.64	1.75
营运能力					
总资产周转率	1.68	1.78	1.75	1.67	1.64
应收账款周转率	6.95	7.75	6.76	6.64	6.64
存货周转率	5.18	5.41	5.21	5.10	5.10
每股指标 (元)					
每股收益	1.61	2.03	2.34	2.56	3.02
每股经营现金流	1.34	2.45	0.82	1.36	1.66
每股净资产	6.58	7.19	8.66	10.19	11.99
估值比率					
P/E	25.01	25.82	32.83	29.63	25.12
P/B	6.13	7.30	8.86	7.44	6.33
EV/EBITDA	20.05	21.32	25.50	23.03	19.39

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获 2019 年新财富家电行业第三名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。