东兴证券 DONGXING SECURITIES

苏泊尔（002032）：经营持续改善，拓品能力依旧

2021 年 04 月 6 日

强烈推荐/维持

苏泊尔 公司报告

事件：

公司发布 2020 年年报，2020 年收入 186.0 亿元（yoy -6.3%，考虑销售抵减同口径下 yoy -1.4%），归母净利 18.5 亿元（yoy -3.8%）。Q4 收入 52.9 亿元（yoy 6.8%，考虑销售抵减同口径下 yoy 12.5%），归母净利 7.7 亿元（yoy 13.8%）。公司控费能力较强，毛销差保持稳定，盈利能力平稳。

- **看过去：内销受疫情影响，外销高景气。**内销电器收入 93.01 亿元（yoy -10.53%），我们认为受到 Q1 缺货、线下客流难以恢复以及线上推新、营销引流反应较慢的影响；内销炊具收入 35.69 亿元（yoy -26%），我们认为受到 Q1 武汉工厂关停、线下客流难以恢复的影响。外销电器收入 34.27 亿元（yoy 18.5%），炊具收入 20.05 亿元（yoy 9.41%），我们认为受到欧美市场居家用品需求提升及工厂关停的影响，SEB 订单加速转移。

- **望未来：内销拥抱新消费，外销空间仍大。**我们认为，尽管行业线上占比的提升带来了渠道壁垒的下降，但线上竞争加剧也意味投入转化比下降，依然利好具备营销规模效应的龙头。目前公司炊具内销线上占比达 50%以上，电器内销线上占比达 70%以上，积极通过抖音、小红书等新媒体引流转化，在产品上推出“哆啦 A 梦”、“小黄人”联名款以及长尾新兴产品拥抱 Z 时代消费者。我们认为，外销的空间一看 SEB 有机增长、二看 SEB 兼并收购、三看欧美订单持续往亚洲转移、四看苏泊尔产能扩建落地之后承接此前外协的部分订单、五看苏泊尔代工的品类范围扩大。此次外销关联交易预告 21 年外销订单 yoy 22.18%，基本符合我们独家的外销订单假设。

- **迎变化：换帅注入新活力，拓品能力依旧。**公司具备小家电公司持续成长最为关键的拓品能力。新任 CEO 张国华先生具有多年快消品掌舵经验，料能给公司带来新的活力。公司绍兴厂区工程已由在建工程转固，福腾宝厂区和厨卫电器基建工程即将落地，未来有望迎来产能释放和品类矩阵运营的红利期。

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.30、2.72 和 3.25 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 31.6、26.8 和 22.4 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：品牌年轻化不及预期、新品推出不及预期、项目投产不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,853.48	18,596.94	23,472.53	26,917.93	31,648.52
增长率（%）	11.22%	-6.33%	26.22%	14.68%	17.57%
净归母利润（百万元）	1,919.91	1,846.22	1,889.21	2,233.82	2,667.95
增长率（%）	14.79%	-3.81%	2.33%	18.28%	19.47%
每股收益(元)	2.35	2.25	2.30	2.72	3.25
PE	31.01	32.29	31.64	26.76	22.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是国内著名的炊具研发制造商，中国厨房小家电的领先品牌，专注于炊具及厨房小家电领域的产品研发、制造与销售。公司的主要业务包括明火炊具、厨房小家电、厨卫电器、生活家居电器四大领域。如今的苏泊尔已从厨房走进客厅，不断用智巧的产品让消费者的生活变得更美好。

资料来源：公司财报

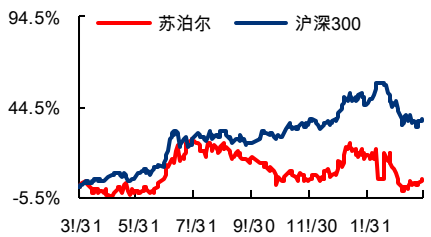
未来 3-6 个月重大事项提示：

2021-04-23 2021 年一季报披露

交易数据

52 周股价区间（元）	85.7-64.04
总市值（亿元）	584.2
流通市值（亿元）	435.64
总股本/流通 A 股（万股）	82,108/61,228
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.3

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

执业证书编号: S1480521010001

研究助理：徐程颖

01066554018 xuchy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070052

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	9830	10117	11560	12182	14312	**营业收入**	19853	18597	23473	26918	31649
货币资金	1308	1720	3096	2489	2927	**营业成本**	13668	13683	16420	18693	21865
应收账款	1797	2228	2812	3225	3792	营业税金及附加	124	103	117	135	158
其他应收款	14	40	51	58	68	营业费用	3206	2124	3756	4307	5064
预付款项	279	179	61	-75	-233	管理费用	346	318	401	460	541
存货	2248	2409	2891	3291	3850	财务费用	-43	-9	-9	-9	-9
其他流动资产	1733	2858	2272	2617	3090	研发费用	453	442	587	673	791
非流动资产合计	2018	2175	2477	2386	2312	资产减值损失	-38.50	-15.91	-15.91	-15.91	-15.91
长期股权投资	62	64	66	67	68	公允价值变动收益	4.56	27.07	27.07	27.07	27.07
固定资产	909	1229	1102	976	849	投资净收益	67.25	64.14	64.14	64.14	64.14
无形资产	466	462	491	525	574	加：其他收益	166.64	203.92	203.92	203.92	203.92
其他非流动资产	0	0	400	400	400	**营业利润**	2296	2197	2511	2970	3549
资产总计	11848	12292	14037	14569	16624	营业外收入	4.57	18.59	18.59	18.59	18.59
流动负债合计	4976	5036	8351	8341	6565	营业外支出	27.41	15.35	15.35	15.35	15.35
短期借款	0	0	3661	4706	4043	**利润总额**	2273	2200	2514	2974	3552
应付账款	3011	3252	3850	4382	5126	所得税	358	358	629	743	888
预收款项	1107	0	-1397	-3000	-4883	**净利润**	1916	1843	1886	2230	2664
一年内到期的非流动负债	0	0	650	600	550	少数股东损益	-4	-4	-4	-4	-4
非流动负债合计	27	19	4	4	4	归属母公司净利润	1920	1846	1889	2234	2668
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5003	5056	8355	8345	6569	**成长能力**					
少数股东权益	8	36	32	29	25	营业收入增长	11.22%	-6.33%	26.22%	14.68%	17.57%
实收资本（或股本）	821	821	821	821	821	营业利润增长	15.86%	-4.32%	14.28%	18.30%	19.49%
资本公积	195	227	227	227	227	归属于母公司净利润增长	14.97%	-3.84%	2.33%	18.24%	19.43%
未分配利润	5444	6203	7928	9967	12404	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	6836	7201	9338	11378	13814	毛利率(%)	31.15%	26.42%	30.04%	30.56%	30.91%
负债和所有者权益	11848	12292	17725	19752	20408	净利率(%)	9.65%	9.91%	8.03%	8.29%	8.42%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	16.20%	15.02%	13.46%	15.33%	16.05%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	28.08%	25.64%	20.23%	19.63%	19.31%
经营活动现金流	1733	2077	716	7	-79	**偿债能力**					
净利润	1916	1843	1886	2230	2664	资产负债率(%)	42%	41%	47%	42%	32%
折旧摊销	125.20	132.38	123.27	125.42	127.68	流动比率	1.98	2.01	1.38	1.46	2.18
财务费用	-43	-9	-9	-9	-9	速动比率	1.52	1.53	1.04	1.07	1.59
应收帐款减少	-69	-431	-584	-413	-567	**营运能力**					
预收帐款增加	-101	-1107	-1397	-1602	-1884	总资产周转率	1.77	1.54	1.56	1.44	1.58
投资活动现金流	-867	-151	-231	46	32	应收账款周转率	11	9	9	9	9
公允价值变动收益	5	27	27	27	27	应付账款周转率	6.66	5.94	6.61	6.54	6.66
长期投资减少	0	0	-1	-1	-1	**每股指标（元）**					
投资收益	67	64	64	64	64	每股收益(最新摊薄)	2.35	2.25	2.30	2.72	3.25
筹资活动现金流	-1038	-1465	892	-660	485	每股净现金流(最新摊薄)	-0.21	0.56	1.68	-0.74	0.53
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.33	8.77	11.37	13.86	16.82
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	31.01	32.29	31.64	26.76	22.40
资本公积增加	55	32	0	0	0	P/B	8.74	8.30	6.40	5.25	4.33
现金净增加额	-172	461	1376	-607	437	EV/EBITDA	24.59	25.02	23.23	20.28	16.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	【东兴家电】：厨电行业是否正面临“诺基亚时刻”？	2021-01-12
公司深度报告	九阳股份是否由产品驱动走向品牌驱动？（一）	2020-12-30
公司深度报告	如何看待北鼎股份的高端定位？	2020-10-09
公司深度报告	为什么苏泊尔可以持续成长？（一）	2020-08-27
行业深度报告	七月金股汇：景气度向上和业绩韧性仍是配置主线	2020-06-30
行业深度报告	家电行业报告：网红小家电能成为常青树吗？	2020-06-22
行业深度报告	家电行业专题：“精装修”和“消费升级”背景下，中央空调行业的“国进外退”	2020-06-10
公司普通报告	摩飞种草与长草背后的商业逻辑	2020-05-27
行业普通报告	渠道专题研究之一：美的渠道的开源与节流	2020-04-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构覆盖大消费行业研究，具备买方思维，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

研究助理简介

徐程颖

北京大学硕士，对外经济贸易大学学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，主要从事小家电、白电研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526