公司研究

公司信息更新报告

开源证券 证券研究报告

苏泊尔（002032.SZ）

2021 年 04 月 06 日

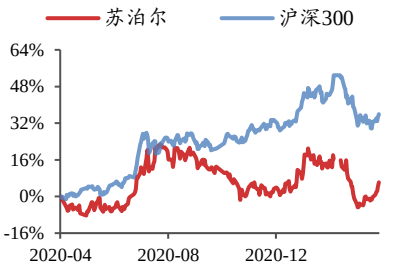
Q4 收入端逐步回暖，高管换帅有望激活内销活力

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/4/2
当前股价(元)	74.20
一年最高最低(元)	88.80/63.80
总市值(亿元)	609.24
流通市值(亿元)	454.21
总股本(亿股)	8.21
流通股本(亿股)	6.12
近 3 个月换手率(%)	17.7

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-SEB 赋能打造厨房整体解决方案，深耕品牌年轻化》-2020.11.19

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● **Q4 营收回暖，国内小家电龙头回归可期，维持“买入”评级**

2020/2020Q4 公司实现营收 185.97 亿元（-6.33%）/52.92 亿元（+6.76%），剔除会计准则变化的影响，2020/2020Q4 公司营收 195.85 亿元（-1.35%）/55.77 亿元（+12.50%）。Q4 营收显著回暖。考虑疫情造成 2020 年低基数影响，下调 2021-2022 年盈利预测。预计 2021-2023 年归母净利润 21.09/ 24.30/ 27.90 亿元（此前预测 2021-2022 年归母净利润为 22.36/25.22 亿元），以最新股本计算，对应 EPS 为 2.57/2.96/3.40 元，PE 为 28.9/25.1/21.8 倍，由于公司系国内小家电龙头，且线下渠道优势显著，伴随管理层变革，品牌活力有望重新激活，维持“买入”评级。

● **电器表现优于炊具，外销协同效应提升**

分业务来看，电器业务表现略优于炊具业务。电器业务推陈出新，根据魔镜数据，2020 年公司在淘系渠道上，破壁机销售额 6.95 亿元（+206.3%），空气炸锅销售额 1.97 亿元。炊具业务份额领先。据 GFK 数据，2020 年苏泊尔炊具炒锅、高压锅等七大品类线下总体市场份额达 49.2%（+1.4pct），WMF 在高端炊具市场份额同比提升 5pct。**分渠道看，外销协同效应持续提升**。2020 年公司外销收入 57.27 亿元（+12.08%），内销线上占比持续提升，线下渠道继续下沉。

● **盈利能力稳步提升，现金流持续改善**

受疫情、会计准则变化影响，2020 年毛利率 26.42%（-4.73pct），销售/管理/财务/研发费用率分别为 11.42%/4.08%/-0.05%/2.38%，同比变动-4.73/0.06/0.17/0.1pct。净利率同比提升 0.26pct 至 9.93%。经营活动产生的现金流净额同比提升 19.85%。

● **高管换帅有望激活内销活力，2021 年外销关联交易预计再升**

2020 年以来公司通过联名、启用新青春代言人等深耕品牌年轻化。新任总经理张国华丰富的快消行业经验有望帮助公司进一步提升品牌活力。根据预计关联交易公告，2020 年与 SEB 集团关联交易实际发生额为 55.42 亿元，预计 2021 年与 SEB 关联交易 66.65 亿元，同比提升 20%以上，双方协同效应有望进一步提升。

● **风险提示：**SEB 订单波动、原材料价格波动、汇率波动等

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,853	18,597	21,388	23,786	26,543
YOY(%)	11.2	-6.3	15.0	11.2	11.6
归母净利润(百万元)	1,920	1,846	2,109	2,430	2,790
YOY(%)	15.0	-3.8	14.2	15.2	14.8
毛利率(%)	31.2	26.4	28.5	29.5	29.9
净利率(%)	9.7	9.9	9.9	10.2	10.5
ROE(%)	28.0	25.5	25.4	24.6	23.7
EPS(摊薄/元)	2.34	2.25	2.57	2.96	3.40
P/E(倍)	31.7	33.0	28.9	25.1	21.8
P/B(倍)	8.9	8.5	7.4	6.2	5.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 空气炸锅增速亮眼、外销回暖，Q4 收入环比提升 3
1.1、 电器业务表现优于炊具，空气炸锅品类增速亮眼 3
1.2、 受益于 SEB 订单转移，2020 年外销表现优于内销 4
2、 毛利率：受疫情、会计准则变化影响下滑，Q4 环比改善 4
3、 费用率管控良好，净利率有所提升 4
4、 营运能力分析 5
5、 高管换帅有望持续激活内销活力，外销协同效应显著提升 6
6、 盈利预测与投资建议 6
7、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

图 1： 受疫情及会计准则影响，2020 年收入同比下滑 3
图 2： 2020Q4 收入端显著回暖 3
图 3： 受疫情及会计准则改变，毛利率有所下滑 4
图 4： Q4 毛利率环比提升显著 4
图 5： 2020 年公司整体费用管控良好 5
图 6： 净利率稳步提升 5
图 7： 受疫情影响归母净利润略有下滑 5

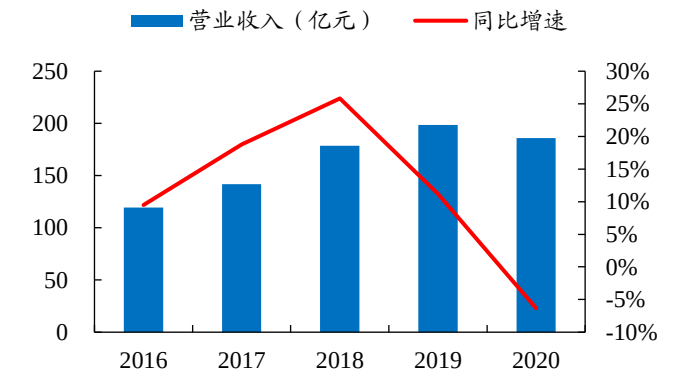
表 1： 电器业务整体表现优于炊具业务 3
表 2： 外销业务整体表现优于内销 4

1、 空气炸锅增速亮眼、外销回暖，Q4 收入环比提升

受新冠疫情及新的会计准则下销售费用抵减营收的影响，2020 年公司营业收入同比有所下滑。2020 年公司实现营收 185.97 亿元（-6.33%），剔除会计准则变化的影响，2020 年公司营收 195.85 亿元（-1.35%）。

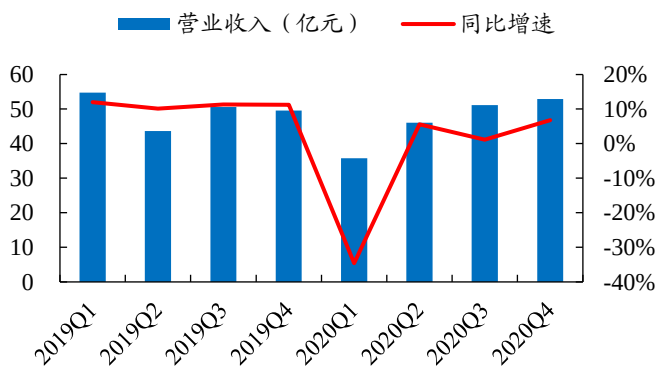
2020Q4 收入端显著回暖。2020Q4 营业收入 52.92 亿元（+6.76%），剔除会计准则变化影响，2020Q4 营收 55.77 亿元（+12.50%），Q4 收入端显著回暖。

图1：受疫情及会计准则影响，2020 年收入同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020Q4 收入端显著回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、 电器业务表现优于炊具，空气炸锅品类增速亮眼

分业务来看，电器业务表现略优于炊具业务。2020 年公司的电器、炊具业务收入占比分别为 69.44%、29.61%，合计达 99.05%。其中电器业务收入 129.15 亿元（-4.5%），炊具业务收入 55.06 亿元（-10.31%）。

（1）炊具业务市场份额保持领先地位。根据 GFK 监控的国内 30 个重点城市炊具市场份额数据，2020 年苏泊尔炊具炒锅、高压锅、煎锅、汤锅、蒸锅、套装锅、陶瓷煲七大品类线下总体市场份额达 49.2%，同比 2019 年提升 1.4pct。根据 GFK 数据，2020 年 WMF 在高端炊具市场份额同比提升 5pct。

（2）电器业务推陈出新，不断丰富、扩大现有品类。报告期内公司新上了风冷小快电饭煲、IH 猛火快速电压力煲、可折静音破壁机等产品，在品类扩张上，开发了空气炸锅、三明治机、电热水杯等新品，根据魔镜数据，2020 年公司在天猫、淘宝渠道上，破壁机销售额 6.95 亿元（+206.3%），空气炸锅销售额 1.97 亿元。

表1：电器业务整体表现优于炊具业务

		2017	2018	2019	2020
电器	收入（亿元）	145.42	178.51	135.24	129.15
	YoY		22.75%	-24.24%	-4.50%
炊具	收入（亿元）	49.56	58.19	61.39	55.06
	YoY		17.41%	5.50%	-10.31%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 受益于 SEB 订单转移，2020 年外销表现优于内销

（1）外销受益于 SEB 订单持续转移。由于全球疫情影响，大部分国家分阶段采取防疫措施，导致国外产能收缩，促使炊具、电器供应端向国内转移。2020 年全年，公司外销收入 57.27 亿元（+12.08%）。

（2）内销线上占比持续提升，线下渠道继续下沉。根据年报披露，2020 年公司电商渠道占比持续提升，积极把握直播风口、精细化店铺运营管理。根据公司官方微信号数据，2020 年双十一期间，全网销售额 14.5 亿元，同时客单价提升 28%。线下积极推动三四级市场发展，并推动和电商平台在下沉市场 O2O 渠道的全面合作，发挥公司中高端产品差异化与代理商稳定优势，打造公司在三四级市场新的增长点。

表2：外销业务整体表现优于内销

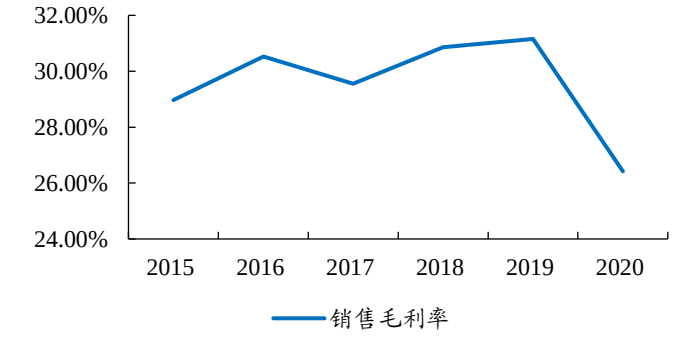
		2017	2018	2019	2020
外销	收入（亿元）	102.12	131.09	147.44	128.70
	YoY		28.36%	12.47%	-12.71%
内销	收入（亿元）	39.75	47.42	51.10	57.27
	YoY		19.31%	7.75%	12.08%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 毛利率：受疫情、会计准则变化影响下滑，Q4 环比改善

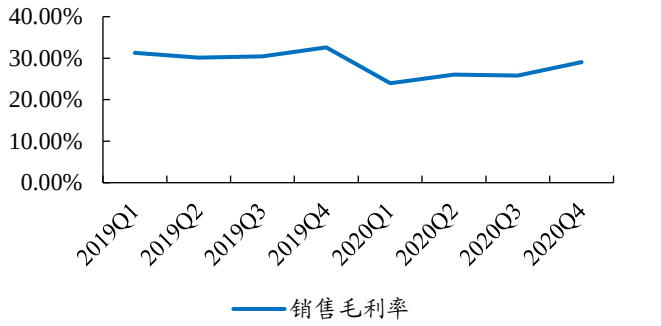
受疫情、会计准则变化影响，2020 年公司毛利率出现一定下滑，Q4 毛利率显著回暖。2020 年公司销售毛利率 26.42%，同比下降 4.73pct，主要系：（1）受新收入准则影响，将符合销售抵减的应付客户费用抵减营业收入；（2）新冠疫情影响公司线下销售，同时加大线上营销力度。2020Q4 公司销售毛利率 29.04%，环比提升 3.24pct。

图3：受疫情及会计准则改变，毛利率有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：Q4 毛利率环比提升显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 费用率管控良好，净利率有所提升

2020 年公司期间费用率 17.83%，较 2019 年同比下滑 4.4pct。

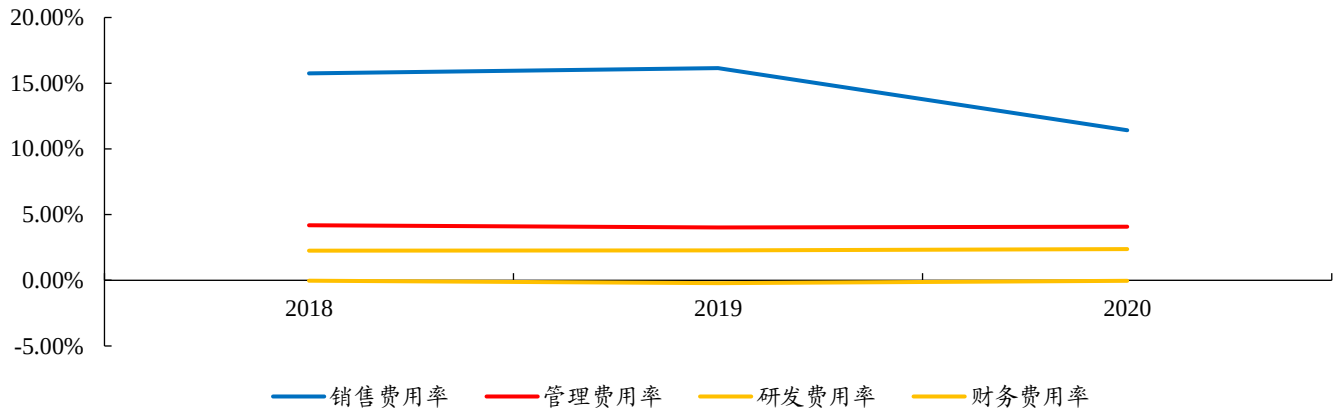
销售费用率 11.42%，同比减少 4.73pct。销售费用 21.24 亿元，同比下滑 33.76%，若将会计准则变动带来的 9.89 亿元销售抵减加回，还原后销售费用同比下滑 2.90%；

管理费用率 4.08%，同比提升 0.06%。管理费用为 3.17 亿元，同比下滑 8.10%，主要系疫情影响下，减少办公、差旅招待费等。

财务费用率为-0.05%，同比提升 0.17pct。财务费用为-902.78 万元，同比提升 79.16%，主要人民币汇率波动产生的汇兑损失所致。

研发费用率为 2.38%，同比提升 0.1pct。研发费用为 4.42 亿元，同比下滑 2.39%，主要系降低试制实验费及消耗支出所致。

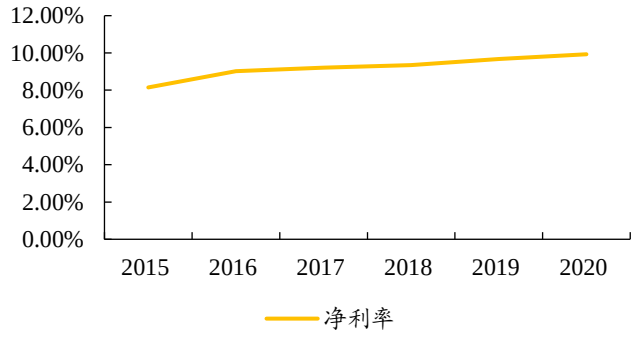
图5：2020 年公司整体费用管控良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

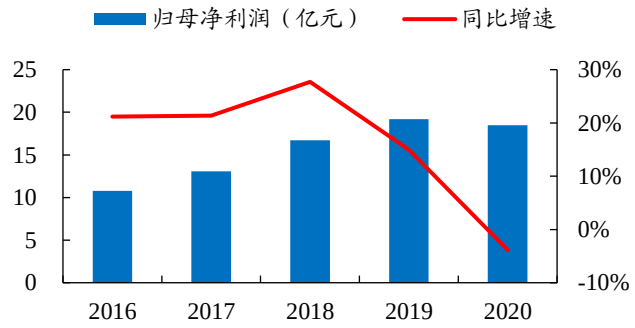
公司净利率稳步提升。2020 年公司净利率 9.93%，较 2019 年同期提升 0.26pct。报告期内公司归母净利润 18.46 亿元(-3.84%)，扣非后归母净利润 15.95 亿元(-8.02%)。单季度看，2020Q4 归母净利润 7.65 亿元（+13.97%），扣非后归母净利润 6.13 亿元（+19.60%）。

图6：净利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：受疫情影响归母净利润略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 营运能力分析

（1）存货：2020 年公司存货为 24.09 亿元，占总资产比例较 2019 年提升 0.63pct。存货周转率 5.88，相比 2019 年同期略有所下滑，主要系疫情影响导致。

（2）应收账款：2020 年公司应收账款为 22.28 亿元，占总资产比例较 2019 年提升 2.96pct。主要系外销业务规模提升带来外销应收账款提升所致。

（3）经营性现金流：2020 年公司经营活动产生的现金流净额为 20.77 亿元（+19.85 %），现金流改善明显，整体运营指标良好。

5、 高管换帅有望持续激活内销活力，外销协同效应显著提升

根据公司公告，原总经理苏明瑞辞职后将不会担任公司任何职务，新聘任总经理张国华先生曾任飞鹤国际业务部董事长兼总裁、雀巢大中华区董事长兼 CEO，新总经理在快消行业丰富的经验有望帮助公司重唤品牌活力。

聘请 00 后代言人，加强 IP 联名，品牌年轻化持续推进。2020 年以来，公司深耕品牌年轻化。在代言人方面，积极启用青春代言人，掘金粉丝经济。同时积极推出针对年轻人的“哆啦 A 梦”联名款，联合 B 站切入二次元周边产品市场。将消费者刻板印象中的“妈妈厨电”转变为年轻人的厨电潮牌。

根据预计关联交易公告，外销协同效应有望再次提升。2020 年与 SEB 集团关联交易实际发生额为 55.42 亿元，根据公告预计 2021 年与 SEB 关联交易 66.65 亿元，同比提升 20%以上，双方协同效应有望进一步提升。

6、 盈利预测与投资建议

考虑疫情造成 2020 年低基数影响，下调 2021-2022 年盈利预测。预计公司 2021-2023 年归母净利润 21.09/ 24.30/ 27.90 亿元（此前预测 2021-2022 年归母净利润为 22.36/25.22 亿元），以最新股本计算，对应 EPS 为 2.57/2.96/3.40 元，对应 PE 为 28.9/25.1/21.8 倍，由于公司系国内小家电龙头，且线下渠道优势显著，伴随管理层变革，品牌活力有望重新激活，维持“买入”评级。

7、 风险提示

SEB 订单波动、原材料价格波动、汇率波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9830	10117	12838	13449	17270
现金	1308	1720	2106	4125	5676
应收票据及应收账款	1797	2473	2795	2909	3035
其他应收款	14	40	72	52	73
预付账款	279	179	419	218	473
存货	2248	2409	4387	2903	4569
其他流动资产	4185	3295	3059	3241	3445
非流动资产	2018	2175	2255	2290	2324
长期投资	62	64	71	77	83
固定资产	909	1229	1277	1279	1284
无形资产	466	462	489	517	537
其他非流动资产	582	421	419	418	419
资产总计	11848	12292	15094	15739	19594
流动负债	4976	5036	6791	5852	7806
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3011	3252	3748	3928	4589
其他流动负债	1965	1784	3043	1924	3216
非流动负债	27	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	19	19	19	19
负债合计	5003	5056	6810	5871	7825
少数股东权益	8	36	33	30	25
股本	821	821	821	821	821
资本公积	195	227	227	227	227
留存收益	5845	6604	7607	8718	9965
归属母公司股东权益	6836	7201	8251	9838	11744
负债和股东权益	11848	12292	15094	15739	19594

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1733	2077	2199	2812	2475
净利润	1916	1843	2106	2427	2785
折旧摊销	125	132	148	166	182
财务费用	-43	-9	-62	-101	-166
投资损失	-67	-64	-70	-12	-53
营运资金变动	-157	120	83	339	-264
其他经营现金流	-40	55	-6	-6	-11
投资活动现金流	-867	-151	-816	-51	-206
资本支出	455	280	74	29	28
长期投资	0	0	-6	-6	-6
其他投资现金流	-412	129	-748	-28	-184
筹资活动现金流	-1038	-1465	-998	-742	-719
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	55	32	0	0	0
其他筹资现金流	-1093	-1497	-998	-742	-719
现金净增加额	-167	422	386	2020	1550

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19853	18597	21388	23786	26543
营业成本	13668	13683	15293	16769	18606
营业税金及附加	124	103	133	145	160
营业费用	3206	2124	2924	3299	3703
管理费用	346	318	353	409	491
研发费用	453	442	494	583	677
财务费用	-43	-9	-62	-101	-166
资产减值损失	-39	-16	0	0	0
其他收益	167	204	185	195	190
公允价值变动收益	5	27	7	7	12
投资净收益	67	64	70	12	53
资产处置收益	-2	-1	-1	-1	-1
营业利润	2296	2197	2516	2894	3325
营业外收入	5	19	10	13	12
营业外支出	27	15	18	18	20
利润总额	2273	2200	2508	2889	3317
所得税	358	358	402	463	532
净利润	1916	1843	2106	2427	2785
少数股东损益	-4	-4	-2	-4	-5
归母净利润	1920	1846	2109	2430	2790
EBITDA	2359	2281	2599	2962	3353
EPS(元)	2.34	2.25	2.57	2.96	3.40

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.2	-6.3	15.0	11.2	11.6
营业利润(%)	15.9	-4.3	14.5	15.0	14.9
归属于母公司净利润(%)	15.0	-3.8	14.2	15.2	14.8
获利能力					
毛利率(%)	31.2	26.4	28.5	29.5	29.9
净利率(%)	9.7	9.9	9.9	10.2	10.5
ROE(%)	28.0	25.5	25.4	24.6	23.7
ROIC(%)	27.5	25.0	24.9	23.9	22.7
偿债能力					
资产负债率(%)	42.2	41.1	45.1	37.3	39.9
净负债比率(%)	-19.1	-23.7	-25.4	-41.8	-48.2
流动比率	2.0	2.0	1.9	2.3	2.2
速动比率	0.9	0.9	0.8	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.5	1.6	1.5	1.5
应收账款周转率	9.4	8.7	8.1	8.3	8.9
应付账款周转率	4.6	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.34	2.25	2.57	2.96	3.40
每股经营现金流(最新摊薄)	2.11	2.53	2.68	3.43	3.01
每股净资产(最新摊薄)	8.33	8.77	10.05	11.98	14.30
估值比率					
P/E	31.7	33.0	28.9	25.1	21.8
P/B	8.9	8.5	7.4	6.2	5.2
EV/EBITDA	24.7	25.9	22.3	19.0	16.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn