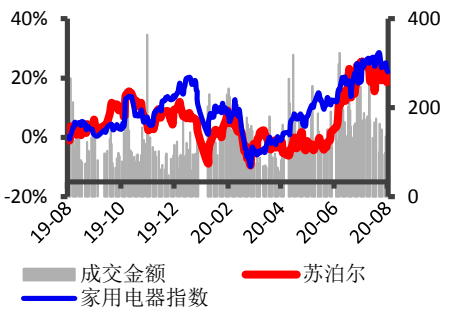
家电 苏泊尔（002032.SZ） 维持评级

报告原因：业绩点评 **公司毛利率下降但净利率处于稳态** **增持**

2020 年 8 月 28 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 27 日

收盘价(元)：	81.74
年内最高/最低（元）：	88.8/61.3
流通 A 股/总股本（亿）：	6.11/8.21
流通 A 股市值（亿）：	499.5
总市值（亿）：	671.2

基础数据：2020 年 6 月 30 日

每股净资产(元)：	7.54
每股公积金（元）：	0.25
每股未分配利润(元)：	6.12

分析师：石晋 CFA
执业登记编码：S0760514050003
邮箱：shijin@sxzq.com
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

事件描述

- 2020 年上半年，公司实现营业收入 81.87 亿元，较上年同期下降 16.76%（含销售抵减）；实现归属上市公司股东净利润 6.66 亿元，同比下降 20.5%。每股收益 0.813 元，同比下降 20.45%。其中 Q2 实现营收 46.06 亿元，同比增长 5.6%，当期归母净利润 3.6 亿元，同比增长 11.3%。国内业务收入 61.6 亿元，毛利率 35.4%，销售占比 77.8%下降 2.55pct；海外业务收入 20.3 亿元，毛利率 17.76%，销售占比 24.75%。

事件点评

- **公司产品覆盖面广，市场份额居前列。**上半年，公司小家电业务 9 大品类合计市场份额位居第二，市场地位稳固。1）电饭煲做为传统中式小家电，线上竞争激烈，TOP3 市场份额约 68%，低于线下份额（90.2%），线上市场份额主要集中在 399 元以下价格段，线下市场分布较均匀，从 200-3999 均有涉及。公司电饭煲市场份额居第二位，线上份额 26.3%，与去年同期基本持平，线下份额 33.3%，同比小幅下滑约 1pct。2）电压力锅线下、线上市场均呈现出高集中度，TOP3 份额分别为 93%和 96.6%，其中苏泊尔的线上零售额份额为 34.6%，同比下降 2.5pct，线下份额 37.6%，略有上升。在出口业务上，由于受到国际疫情的持续影响，上半年公司的出口业务受到一定拖累；但是随着工厂的完全复工和 SEB 业务订单的持续转移，整体出口业务逐渐向好。
- **公司毛利率下降，净利率保持稳定。**上半年，公司炊具业务实现收入 21.36 亿元，同比下降 30.43%；电器业务实现收入 60 亿元，同比下降 10.62%。公司主营业务毛利率 25.22%，较上年同期下降 5.63pct，主要是受新冠肺炎疫情的影响，公司加大了线上营销力度，线上毛利率偏低，以及国内销售占公司收入比重下滑所致。三费方面，销售费用 9.74 亿元，同比下降 37.4%，系公司受疫情影响促销活动减少；管理费用 1.49 亿元，同比减少 8.86%；研发费用 1.85 亿元，同比微增 0.96%，继续保持正向增长。销售净利率 8.12%，较去年同期略下降 0.39pct，虽然毛利率发生较大下滑，但净利率仍然维保持稳定水平。

投资建议

- 预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.36\2.5\2.76，PE 为 34.67\32.4\29.6，维持“增持”评级。

存在风险

➢ 海外疫情导致市场需求放缓，国内线上渠道表现不佳、原材料价格波动剧烈。

资产负债表 单位（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,308.1	1,174.5	1,581.6	1,684.0
交易性金融资产	1,264.6	1,215.0	1,336.5	1,563.7
应收票据及账款	1,796.9	2,025.1	2,673.1	2,742.6
预付款项	278.6	331.9	351.0	328.6
存货	2,247.6	2,213.0	2,594.0	2,957.6
其它流动资产	2,934.2	3,037.6	2,405.8	2,886.9
流动资产合计	9,830.0	9,997.1	10,941.9	12,163.5
长期投资	61.9	60.7	60.7	60.7
固定资产（净值）	909.0	926.7	946.0	958.9
无形资产	465.6	544.2	634.0	741.8
其它非流动资产	581.5	625.2	713.8	782.2
资产总计	11,848.0	12,504.9	14,276.7	15,644.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	3,011.5	2,766.2	3,356.9	3,614.9
预收账款	1,107.0	1,383.1	1,525.9	1,643.1
其他流动负债	857.6	622.4	732.4	821.6
流动负债合计	4,976.1	4,771.7	5,615.2	6,079.6
其它	27.3	20.0	20.0	20.0
负债合计	5,003.3	4,791.7	5,635.2	6,099.6
少数股东权益	8.2	4.3	0.2	(4.3)
股本	821.1	821.1	821.1	821.1
资本公积	194.6	194.6	194.6	194.6
留存收益	5,820.7	6,693.0	7,625.5	8,533.6
归属母公司股	6,836.4	7,708.8	8,641.3	9,549.4
权益合计	6,844.6	7,713.1	8,641.5	9,545.0
负债和股东权益	11,848.0	12,504.9	14,276.7	15,644.6

财务比率 单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19,853.48	20,250.55	22,275.60	24,057.65
归属母公司股东净	1,919.92	1,938.62	2,072.13	2,270.26

利润表 单位（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	19,853.5	20,250.5	22,275.6	24,057.7
营业成本	13,668.2	13,831.1	15,258.8	16,431.4
税金及附加	123.7	125.6	138.1	149.2
销售费用	3,206.0	3,240.1	3,519.5	3,777.1
管理费用	345.7	283.5	445.5	481.2
研发费用	452.6	465.8	556.9	553.3
财务费用（利息）	(43.3)	(37.2)	(41.3)	(49.0)
资产减值损失	(38.5)	0.0	0.0	60.4
其他经营收益	(96.2)	(101.3)	(22.3)	(48.1)
投资净收益	61.1	60.8	66.8	72.2
营业利润	2,296.3	2,301.3	2,442.7	2,678.2
营业外净收支	(22.8)	2.0	4.7	3.1
利润总额	2,273.5	2,303.3	2,447.3	2,681.3
所得税	357.8	368.5	379.3	415.6
净利润	1,915.7	1,934.8	2,068.0	2,265.7
（减去）少数股东损益	(4.3)	(3.9)	(4.1)	(4.5)
归母净利润	**1,919.9**	**1,938.6**	**2,072.1**	**2,270.3**

现金流量表 单位（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润（含少数股东）	1,915.7	1,934.8	2,068.0	2,265.7
折旧	107.7	103.7	114.4	131.5
摊销	16.4	23.7	21.8	25.4
财务费用	(43.3)	(37.2)	(41.3)	(49.0)
投资净收益	(61.1)	(60.8)	(66.8)	(72.2)
营运资金变动	314.8	(777.3)	303.5	0.0
其它	(517.2)	15.1	(950.6)	(941.4)
经营活动现金流合计	1,732.9	1,202.0	1,449.0	1,360.0
（固定资产构建）	(148.4)	(121.5)	(133.7)	(144.3)
（无形资产构建）	(84.7)	(102.4)	(111.6)	(133.1)
非经常性或非经营性损益	61.1	60.8	66.8	72.2

利润									
每股收益(EPS)	2.33	2.36	2.52	2.76	非流动资产减少（增加）	(267.9)	(43.7)	(88.6)	(68.4)
市盈率(P/E)	35.01	34.67	32.44	29.60	其它	(60.0)	(120.0)	(187.0)	(93.0)
毛利率	0.31	0.32	0.32	0.31	**投资活动现金流合计**	(866.9)	(326.9)	(454.0)	(366.7)
净利率	0.10	0.10	0.09	0.09	（财务费用）	43.3	37.2	41.3	49.0
净资产收益率(ROE)	0.28	0.25	0.24	0.24	（归母股东红利）	(1,045.8)	(1,066.2)	(1,139.7)	(1,362.2)
资产负债率	0.42	0.38	0.39	0.39	（归属少数股东的红利）	12.7	0.0	0.0	0.0
流动比率	1.98	2.10	1.95	2.00	股本及资本公积+/-	55.1	0.0	0.0	0.0
速动比率	1.52	1.63	1.49	1.51	其它	(86.0)	(121.0)	(42.0)	(19.0)
应收款帐款周转率	8.45	10.39	8.62	8.23	**筹资活动现金流合计**	(1,038.2)	(1,150.0)	(1,140.3)	(1,332.2)

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336