

# 苏泊尔 (002032.SZ)

## 稳健增长，持续增长

### ● 行业：受益于国内消费升级，行业龙头强者恒强

小家电进入消费升级大周期，未来均价提升、品类扩张空间大。消费品行业强者恒强的理论依然适用小家电行业，公司作为龙头，受益最大。近几年厨房小家电的市场集中度不断提升，公司在传统品类的产品、品牌、渠道优势明显，未来市场份额有望持续提升。

### ● 内销：市场份额提升+品类扩张，实现持续增长

内销方面，公司作为龙头企业，地位稳固，未来将通过份额提升和品类扩张，保持持续增长，具体来看：1) 市场份额的提升。这主要来源于两大动力：突出的产品研发能力和日益完善的渠道布局，市场份额的提升，将推动公司业绩稳定增长。2) 积极拓展新品类。公司努力开拓环境家居电器和高端厨房电器市场，通过品类扩张有望为公司带来新的利润增长点。

### ● 外销：受益于 SEB 未来良好的成长性，海外订单有望持续增长

公司 80% 以上外销收入来自于控股股东 SEB 集团，SEB 集团未来成长性良好，也是公司未来外销增长的一大推动力。在 SEB 收购 WMF 后，公司未来有望在维持稳定的海外订单转移的基础上，实现新业务量的增长。

### ● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017-19 年收入为 141、162、184 亿元，同比增速为 18%、15%、13%；净利润为 13.8、16.4、19.4 亿元，同比增速为 28%、19%、18%，EPS 为 1.66、1.97、2.34 元，对应 2017 年 PE 为 21.8 倍，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

SEB 订单下滑，导致公司出口收入下降；原材料价格上涨。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10910	11947	14098	16212	18385
增长率(%)	14.4%	9.5%	18.0%	15.0%	13.4%
EBITDA(百万元)	1254	1400	1683	1991	2332
净利润(百万元)	889	1078	1378	1641	1943
增长率(%)	28.9%	21.2%	27.9%	19.0%	18.4%
EPS(元/股)	1.07	1.30	1.66	1.97	2.34
市盈率(P/E)	33.9	27.9	21.8	18.3	15.5
市净率(P/B)	6.8	6.6	5.5	4.6	3.9
EV/EBITDA	25.9	23.8	19.8	17.0	14.7

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

36.21 元

前次评级

买入

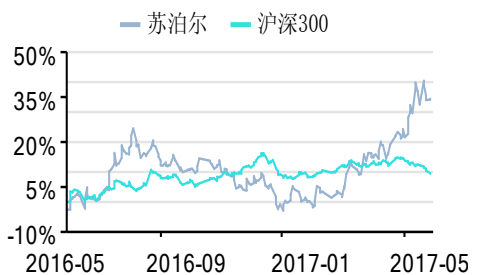
报告日期

2017-05-25

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	821/546
流通 A 股市值(百万元)	28,651
每股净资产(元)	7.19
资产负债率(%)	41.96
一年内最高/最低(元)	47.15/31.35

### 相对市场表现



分析师：曾 焯 S0260517050002



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 相关研究：

苏泊尔 (002032.SZ)：一季 2017-04-23

报超预期，收入增速创新高

苏泊尔 (002032.SZ)：内销 2017-03-30

持续增长，外销逐季改善

联系人：袁雨辰 021-60750604

yuanyuchen@gf.com.cn

## 目录索引

投资建议 .....	4
内销：炊具和小家电龙头，持续增长 .....	5
炊具和厨房小家电的领军品牌，受益于消费升级 .....	5
市场份额有望持续提升，原因一：产品研发能力出众 .....	6
市场份额有望持续提升，原因二：渠道布局完善 .....	8
品类扩张，有望带来新的增长点 .....	10
外销：大股东 SEB 集团资源优势突出 .....	12
背靠大树，外销收入以 SEB 订单为主 .....	12
SEB 集团积极实施全球扩张战略，业务拓展迅速，未来成长性良好 .....	13
SEB 与公司的协同效用明显 .....	16
未来的外销市场有望进一步拓展 .....	17
盈利预测 .....	18
主要风险 .....	18
SEB 订单下滑，导致公司出口收入下降 .....	18
原材料价格上涨 .....	18

## 图表索引

图 1: 公司主要厨房小家电品类市场竞争格局变化: 市场集中度显著提高 (2012 年和 2016 年) .....	5
图 2: 行业集中度 CR3 提升明显 (2012 年 12 与 2016 年 12 月对比) .....	6
图 3: 公司常年来占据国内炊具行业领先地位 .....	6
图 4: 加大研发投入, 研发费用稳步上升 .....	8
图 5: 豆浆机分级市场销售量份额变化 .....	8
图 6: 电饭煲分级市场销售量份额变化 .....	8
图 7: 电磁炉分级市场销售量份额变化 .....	9
图 8: 电压力锅分级市场销售量份额变化 .....	9
图 9: 电水壶分级市场销售量份额变化 .....	9
图 10: 互联网思维渠道战略成效显著 .....	9
图 11: 空气净化器近几年销售量及销售额均有所提升 .....	10
图 12: 空气净化器均价有明显的提升趋势 .....	10
图 13: 预期未来空气净化器销售额将稳步攀升 (百万元) .....	11
图 14: 向 Lagostina 采购产成品金额 (万元) .....	11
图 15: 外销收入占比略微有所下滑 .....	12
图 16: SEB 转移订单占外销比例已升至 89% .....	12
图 17: 公司与 SEB 关联交易的产品结构 .....	13
图 18: 公司股权结构 (截至 2017 年一季报) .....	13
图 19: SEB 集团通过并购全球优秀品牌实现全球战略扩张 .....	14
图 20: SEB 旗下品牌 .....	14
图 21: SEB 旗下品类 .....	15
图 22: SEB 集团营业收入稳定增长 .....	15
图 23: SEB 集团净利润有所回升 .....	15
图 24: SEB 集团分业务收入占比情况 .....	15
图 25: 公司与 SEB 集团展开深度合作 .....	16
图 26: SEB 全球各地区销售量占比: 公司是 SEB 全球业务的重要组成部分 ....	17
表 1: 公司研发的新技术持续引领炊具行业发展 .....	7
表 2: 公司研发的新技术持续引领行业发展 .....	7
表 3: SEB 转移订单情况 .....	12

## 投资建议

小家电进入消费升级大周期，未来均价提升、品类扩张空间大，苏泊尔作为炊具、小家电龙头之一，将充分受益。我们预期，公司内销通过份额提升、品类扩张将持续增长，外销获取SEB的订单量也将持续稳定增长，内外销合力带动公司业绩持续良好增长。

内销方面，公司作为龙头企业，地位稳固，未来将保持持续增长，主要通过份额提升和品类扩张两大途径。

1) 公司市场份额的提升主要来源于两大动力：突出的产品研发能力和日益完善的渠道布局，具体来看：

- 突出的产品研发能力：主要来源于内外两部分。
  - ◆ 公司本身：公司自身的产品研发和制造能力比较突出，长期以来引领行业发展；
  - ◆ 法国SEB集团：公司的控股股东法国SEB集团给予了技术方面大力的支持，帮助公司在市场上通过具有竞争力的产品不断提升市场份额。
- 日益完善的渠道布局：主要可以从线下和线上两个方面进行剖析。
  - ◆ 线下：通过过去十年渠道的精心布局和管理，公司一二线市场销售稳定，三四线实现了较快增长；
  - ◆ 线上：公司通过互联网化的营销思路，迎合新一代消费群体的消费习惯，对电商渠道持续投入，使得公司的电商收入占比持续提升，线上销售快速增长。

2) 公司通过品类扩张开发新的利润增长点，主要有两大品类：环境家居电器和高端厨房电器。

- 公司进军环境家居电器市场，主要依赖产品技术和渠道两大支撑力。
  - ◆ 产品技术：SEB的顶尖技术为公司进军环境家居电器市场起到了有力的支撑作用，帮助公司快速开拓市场，吸引消费者的注意。
  - ◆ 渠道：公司现有的线上线下的广泛的渠道铺展有利于降低新品类的销售费用，起到一定的协同作用。
- 公司通过从SEB引入Lagostina品牌，开拓国内的高端厨房电器市场。

外销方面：公司的外销收入90%左右来源于其控股股东SEB的海外订单转移，因此，公司的外销业务能否良好增长取决于SEB集团未来业务的成长性。通过对SEB集团未来业务情况的分析，我们判断公司外销业务仍将持续稳定增长。具体来看：

- SEB集团未来成长性良好：近年来，SEB积极实施全球扩张战略，业务增长迅速。

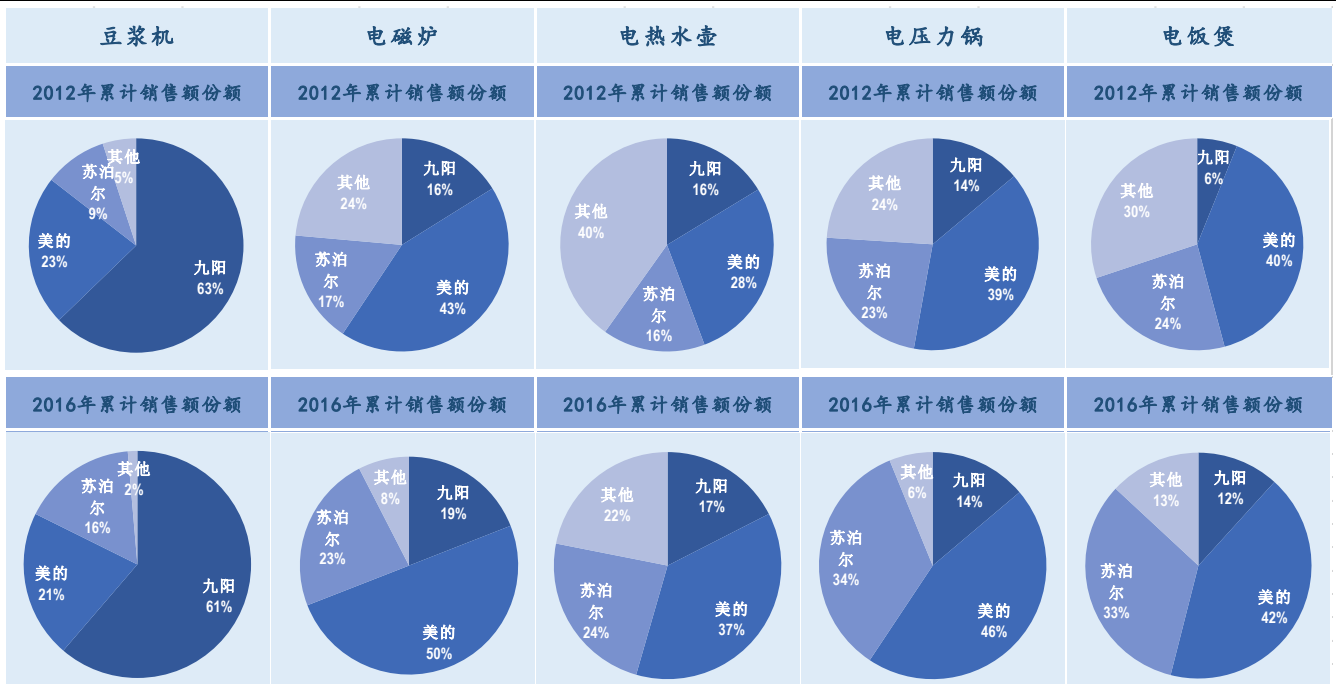
- **SEB集团与公司的协同效应明显：**公司作为SEB集团全球重要的分支，很大部分的海外订单均由SEB转移而来，公司占SEB集团总业务量的比重较大；而SEB集团为公司提供了技术、产品、管理等多个层面的资源支持，对公司日后的发展起到了至关重要的作用。
- **公司未来外销业务将有新的增长点：**SEB集团收购WMF将有望为公司带来新的海外订单的转移，带动公司外销收入进一步增长。

## 内销：炊具和小家电龙头，持续增长

### 炊具和厨房小家电的领军品牌，受益于消费升级

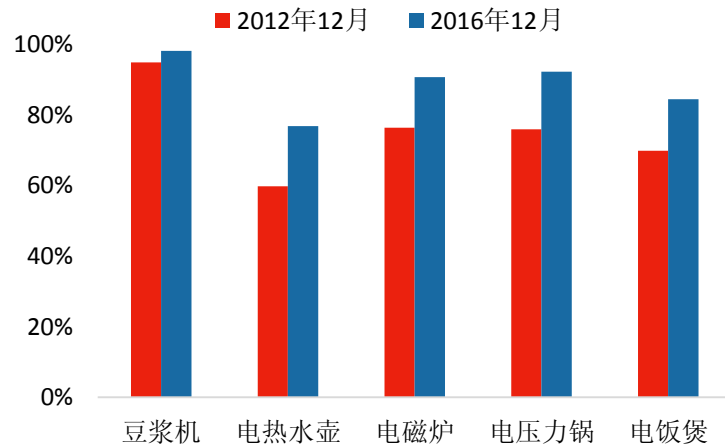
小家电进入消费升级大周期，未来均价提升、品类扩张空间大，具体请见报告《我国小家电行业步入消费升级新阶段-20170425》。消费品行业的强者恒强的理论依然适用小家电行业，公司作为龙头，受益最大。近几年厨房小家电的市场集中度不断提升，CR3基本已经垄断整个厨房小家电市场。作为CR3的一员，公司在几大子品类的统治权明显较强。根据中怡康数据显示，2016年苏泊尔在电饭煲、电压力锅、电磁炉、电水壶和豆浆机五个品类的合计市场份额全年累计达到28.3%，稳居行业第二。

图1：公司主要厨房小家电品类市场竞争格局变化：市场集中度显著提高（2012年和2016年）



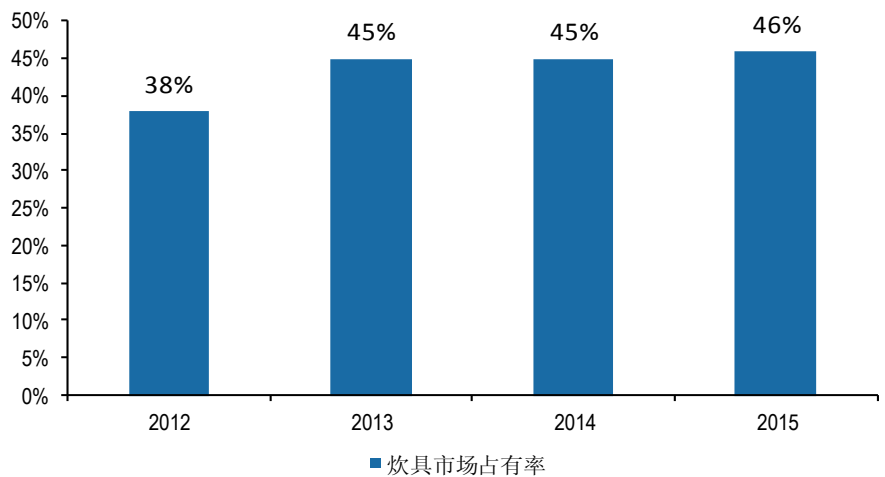
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 2：行业集中度 CR3 提升明显（2012 年 12 与 2016 年 12 月对比）



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 3：公司常年来占据国内炊具行业领先地位



数据来源：GFK，广发证券发展研究中心

### 市场份额有望持续提升，原因一：产品研发能力出众

公司具有卓越的产品创新能力和研发制造能力。长期以来，公司通过敏锐的观察和科学的研究，密切跟踪消费者需求，紧紧抓住市场痛点，通过系统化的产品创新体系源源不断地向市场提供创新产品，在炊具和厨房小家电领域起到关键的引领作用。公司目前所拥有的五大研发制造基地保证了产品的品质和创新能力，且公司高度重视对产品研发和专利的保护工作。2016年，公司共申请了1740个专利。

法国SEB公司给予了一定的技术支持。在与法国SEB公司的战略合作背景下，公司引进了对方成熟的产品和先进的工艺技术，在产品研发上达成了深层次的合作关系，进一步提升了公司的核心竞争力，有望实现市场份额的进一步提升。

具体分品类来看：

- 明火炊具：**主要包括炒锅、压力锅、电煎锅、陶瓷煲等。根据GFK监控的中国30大城市炊具市场份额数据显示，2016年公司炊具七大品类的市场份额依然保持绝对的领先地位，已持续多年稳居行业第一。公司研发的新技术在各项产品中的运用，持续引领着行业的发展，如无涂层不锈技术、火红点技术、巧易旋压力快锅所采用的100kpa加压提速系统等。其中，从SEB公司引入的火红点专利技术被一代代地运用于无油烟炒锅，在市场上引起了广泛关注，助力公司扩大炊具市场份额。

表 1：公司研发的新技术持续引领炊具行业发展

时间	新技术
1994	推出国内第一口安全压力锅
2007	首推无涂层不锈铁锅技术，重组铁基材表面结构，从而达到持久不生锈的效果
2009	从 SEB 引入火红点技术，推出火红点 1 代无油烟炒锅
2012	推出巧易开压力快锅，开创压力快锅时代
2013	推出火红点二代无油烟炒锅，红点技术帮助分辨火候，减少油烟
2014	拓展陶瓷煲品类，广受市场欢迎，创造进军新品类 2 年时间成为行业领导品牌的优秀战绩
2015	通过技术创新，再一次突出独具 100kPa 加压提速系统的巧易旋压力快锅，再次引领压力锅行业发展
2016	推出蓝眼示压不锈钢压力锅、火红点 3 代钛 Pro 无油烟炒锅

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

- 电器：**主要包括厨房小家电、厨卫电器和环境家居电器。苏泊尔目前五大品类市场份额稳居市场第二。在电器方面，公司不断创新产品，引领行业发展。在SEB集团的国际顶尖专利技术的支持下，公司于2015年进军环境家居电器，现推出空气净化器、挂烫机、吸尘机和电熨斗，未来还将继续推出新产品，这将为公司贡献新的增长点。

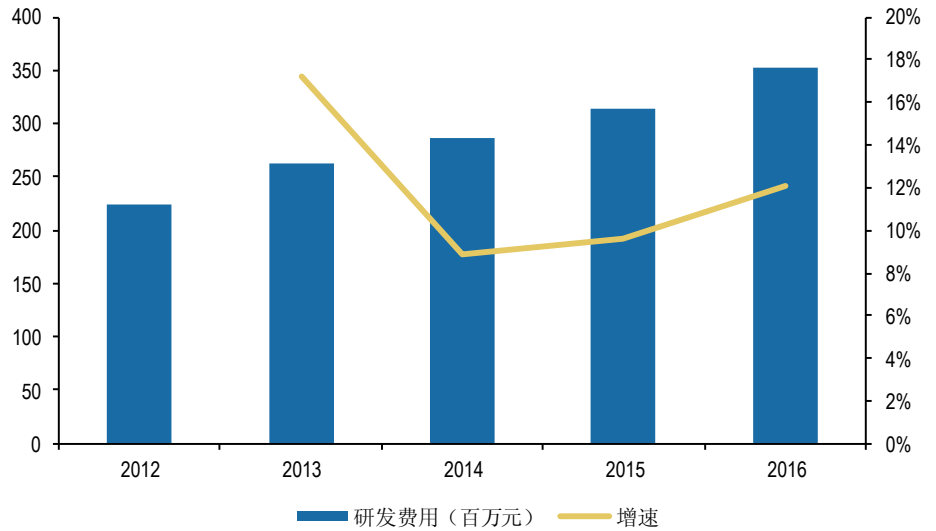
表 2：公司研发的新技术持续引领行业发展

时间	新品	技术优势
2011	行业首台 IH 电饭煲	成熟的 IH 电磁环绕加热技术及 20 多年的炊具制造经验
2013	首创球釜内胆	电饭煲的内胆形状由圆柱形变成球面，让米粒均匀受热
2014	鲜呼吸电压力锅	“鲜呼吸烹饪技术”使得食物不需味精味道一样鲜美
	鲜呼吸 IH 电压力锅	“鲜呼吸”烹饪技术、钛金探针第八代“精控火候系统”及 IH 加热技术
	“显微净”空气净化器、吸尘器、	从 SEB 引进的顶尖国际专利技术并进行改进：“Nanocaptur”纳米甲醛捕获技术，可在 30
2015	电熨斗和挂烫机等生活电器	分钟净化 30 平方米，PM2.5 去除率高达 99.97%。
	空气油炸锅	从 SEB 引进的国际市场的成熟产品，只需要一勺油即可烹饪多种美味
	全自动手感面条机	创新揉面成团和冷风技术，可做出口感劲道的手擀面

行业首款蒸汽 IH 球釜电饭煲	以球釜内胆技术为基础，创新应用大火力高温蒸汽技术
真磨醇菜机	真磨碾压技术
2016 双面大风除甲醛空气净化器	采用双重动力系统，提升净化效率

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 4：加大研发投入，研发费用稳步上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 市场份额有望持续提升，原因二：渠道布局完善

一二线销售稳定，三四线实现较快增长。得益于过去十年公司的布局，公司三四线市场终端数超 3 万个，覆盖率超 80%。2016 年公司在三四级市场实现了较好的增长，内销实现了约 17% 的增长，其中主要来源于三四级和线上的增长。

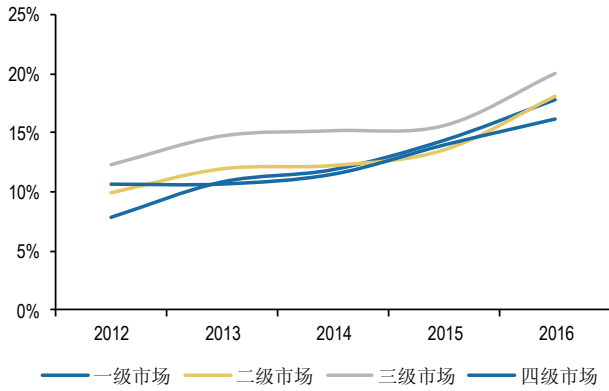
公司在三四线市场份额能继续提升的原因：1) 三四线市场山寨品牌多，所以三四线市场集中度低于一二线市场，市场集中度提升空间大；2) 龙头企业经销商相对杂牌经销商优势显著。

线上渠道一并发力，有望实现市场份额进一步提升。公司在线上投入持续增加，进一步提升专业化运营能力，线上市场份额也持续提升。2016 年，公司的线上收入占比达到 30%，预计未来还会有进一步的提升。

图 5：豆浆机分级市场销售量份额变化

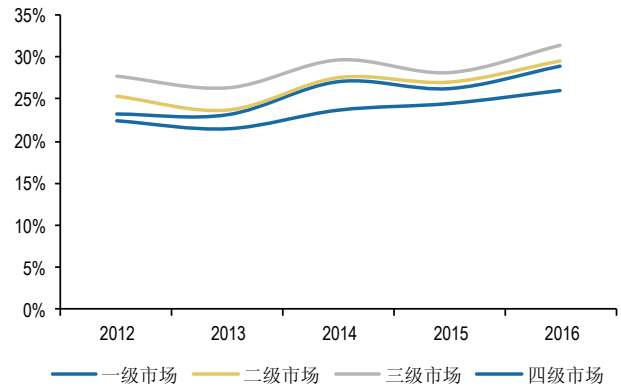
图 6：电饭煲分级市场销售量份额变化





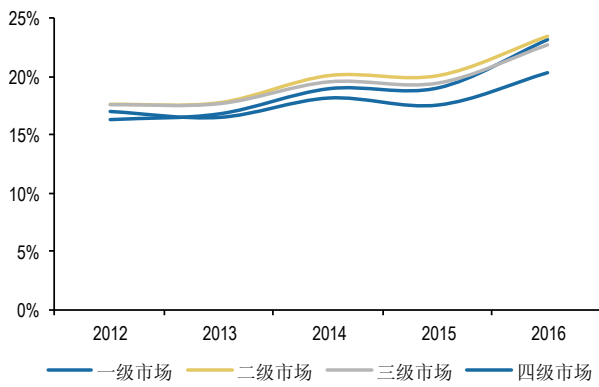
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图7：电磁炉分级市场销售量份额变化

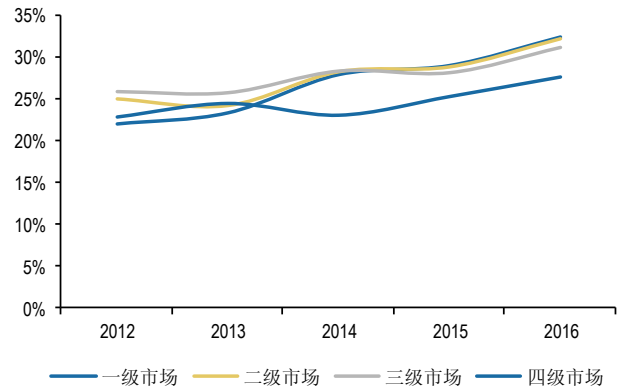


数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图8：电压力锅分级市场销售量份额变化

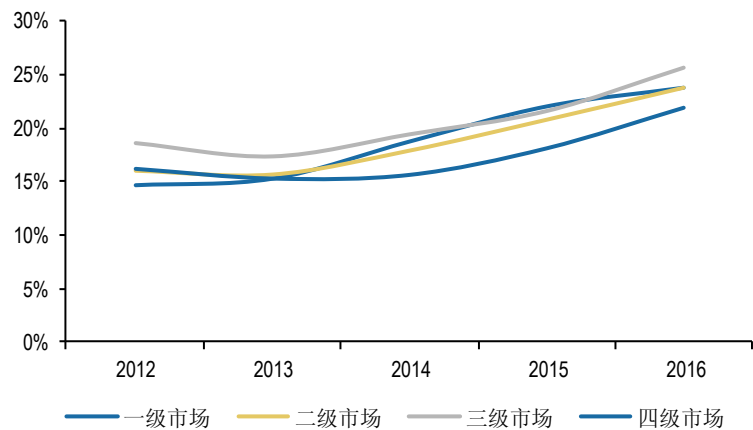


数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心



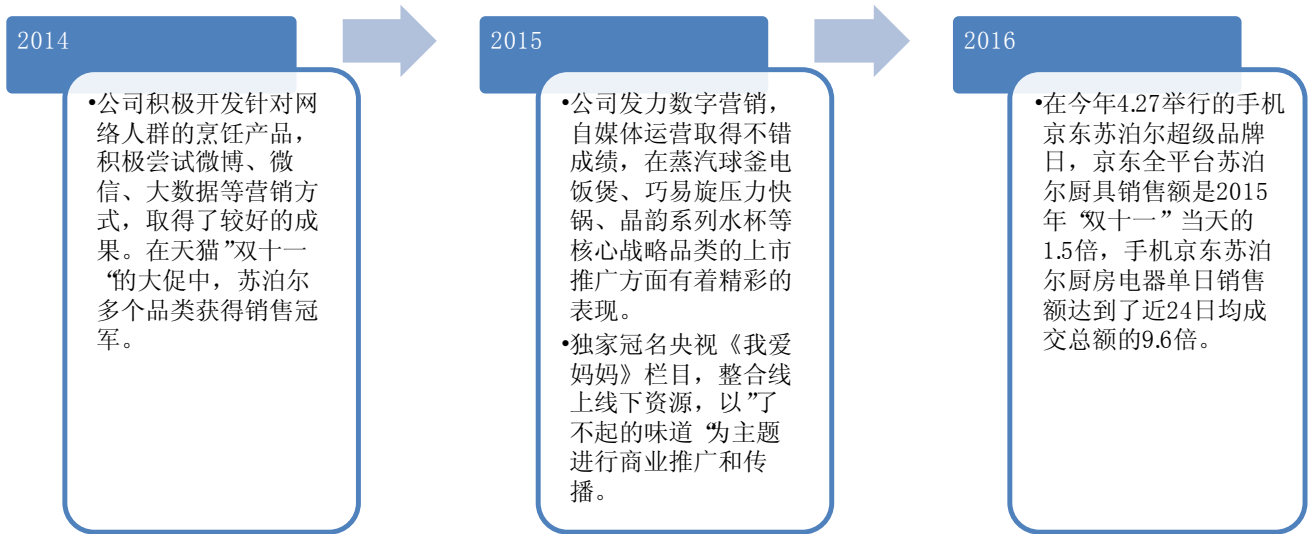
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图9：电水壶分级市场销售量份额变化



数据来源：中怡康、广发证券研究发展中心

图10：互联网思维渠道战略成效显著



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 品类扩张，有望带来新的增长点

#### 进军环境家居电器业务，培育新的增长点

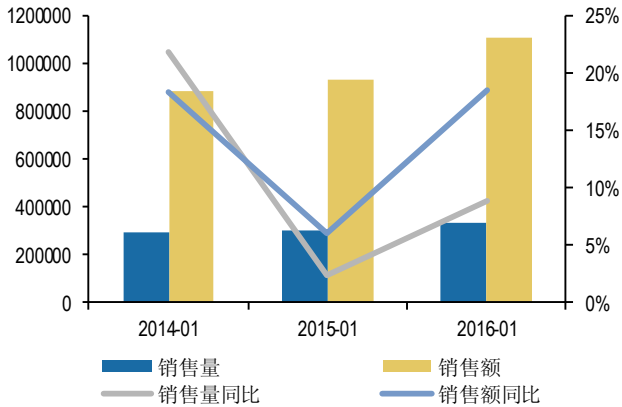
公司自2015年开始，不断推出创新型产品，包括空气净化器、挂烫机、电熨斗、吸尘器等，全面进军环境家居电器业务。其进军该业务的主要优势如下：

- **SEB专利技术支持：**借助SEB集团独有的国际顶尖技术——“Nanocaptur”技术推出“显微净”空气吸尘器，引起了市场的广泛关注，从而为公司的环境家居电器业务打开市场。（seB集团提供产品技术支持）
- **渠道上的协同作用：**公司的线上线下渠道布局日益完善，各大终端已广泛铺展。因此，此时进军新的业务市场可以降低销售成本，达到一定的协同作用。

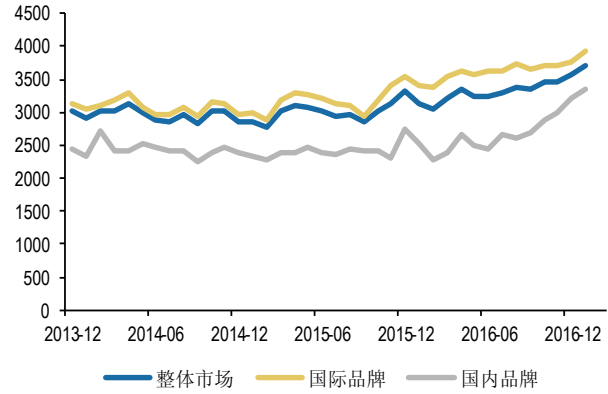
据中怡康数据，2016年国内空气净化器累计销售额同比增长18.5%，增长迅速。这主要是由于近几年国内空气质量的恶化引起了消费者对空气质量的关注，从而刺激了其对于空气净化器的需求。根据Euromonitor对未来空气净化器市场的预测趋势，我们有理由相信环境家居电器将呈现快速增长趋势，因此该品类有望成为公司的一大增长点。

图11：空气净化器近几年销售量及销售额均有所提升

图12：空气净化器均价有明显的提升趋势

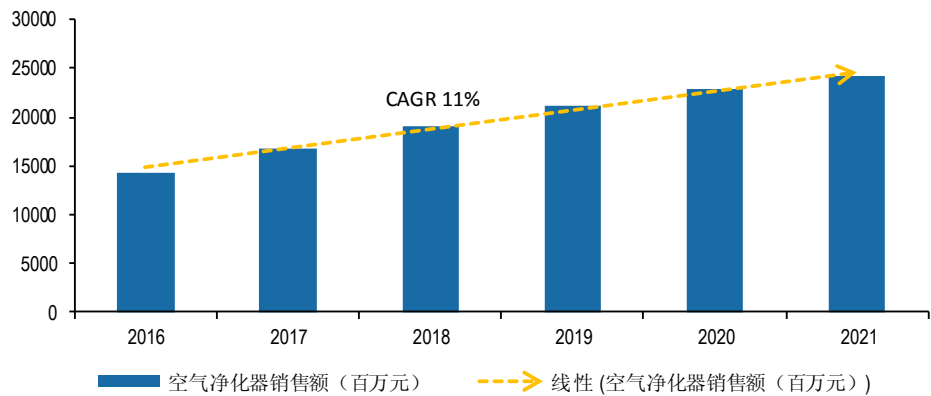


数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图13: 预期未来空气净化器销售额将稳步攀升（百万元）

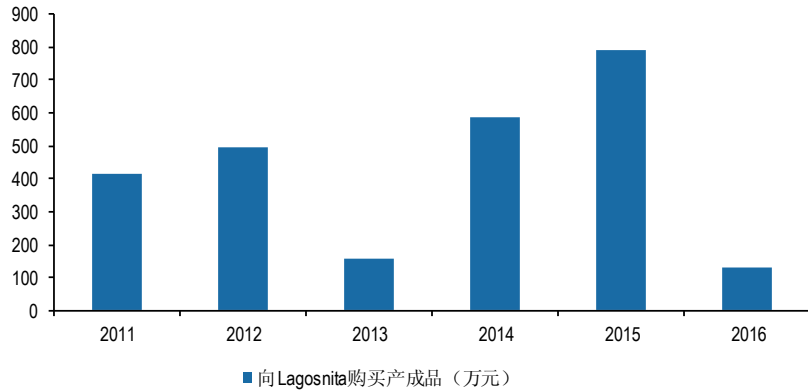


数据来源：Euromonitor, 广发证券发展研究中心

### 引入Lagostina品牌，发展高端炊具市场

2010.12.1公司发布公告，为发展炊具高端品牌及业务，公司计划引进SEB集团旗下的Lagostina品牌业务，并设立全资子公司杭州奥梅尼商贸有限公司独立运营该品牌业务。Lagostina主打高端炊具，以进驻高端商场为主要销售渠道。公司引进该品牌后，将承接原有部分高端百货渠道，并新开拓一部分高端渠道。在品牌定位及渠道上对原有品牌不构成影响。

图14: 向Lagostina采购产成品金额（万元）



数据来源：公司公告, 广发证券发展研究中心

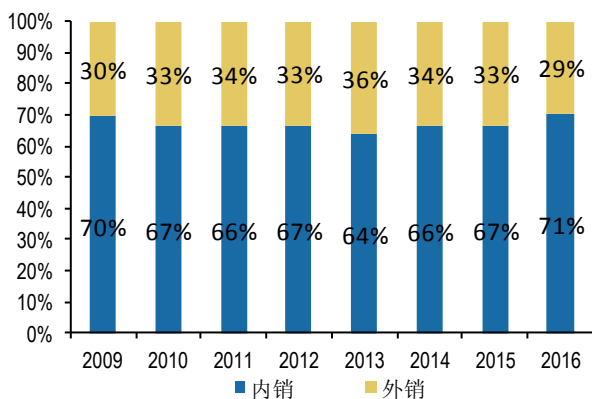
## 外销：大股东 SEB 集团资源优势突出

背靠大树，外销收入以 SEB 订单为主

外销收入以seb订单为主，占比已达89%。2016年尽管受到国外销售订单下滑的影响，外销收入占比有所下降，但是公司的外销收入中SEB转移订单所占比重却仍在提升,目前已达89%。可见SEB对于公司的订单支持的力度相当大。

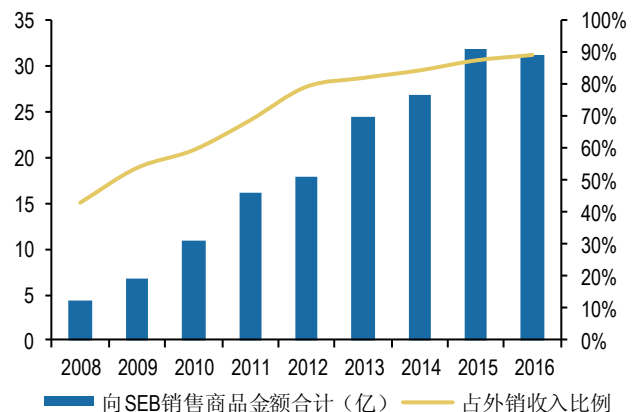
2016年公司与SEB关联交易合计30.7亿元，其中，12亿为炊具、18.5亿为电器、0.2亿为塑料产品。

图15：外销收入占比略微有所下滑



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

图16：SEB转移订单占外销比例已升至89%



数据来源：公司公告, 广发证券发展研究中心

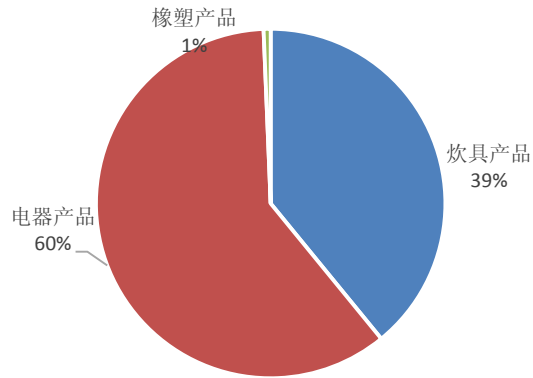
表 3：SEB 转移订单情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
向 SEB 销售商品金额合计 (亿)	2.7	4.4	6.7	11.0	16.2	18.0	24.6	26.9	31.9	31.3
营业收入 (亿)	29.3	36.2	41.2	56.2	71.3	68.9	83.8	95.4	109.1	119.5

外销收入 (亿)	9.0	10.2	12.4	18.4	23.5	22.7	30.0	31.8	36.5	35.1
占收入比例	9%	12%	16%	19%	23%	26%	29%	28%	29%	26%
占外销收入比例	30%	43%	54%	60%	69%	79%	82%	84%	88%	89%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 17: 公司与 SEB 关联交易的产品结构

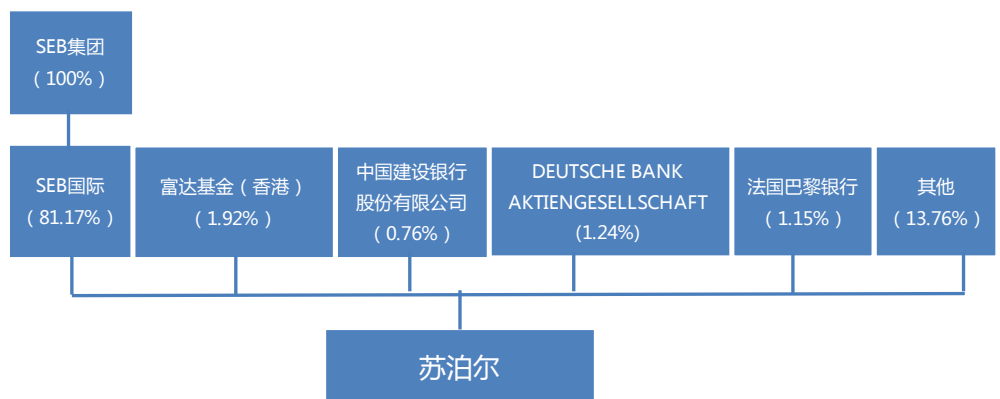


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### SEB 集团积极实施全球扩张战略，业务拓展迅速，未来成长性良好

公司控股股东为 SEB 国际，SEB 集团为实际控制人，持有上市公司 81% 的股权。原控股股东苏泊尔集团自 2016 年 6 月 24 日将其持有的 5000 万股普通股转让给 SEB 国际后，不再是公司持股 5% 以上股东。

图 18: 公司股权结构 (截至 2017 年一季报)

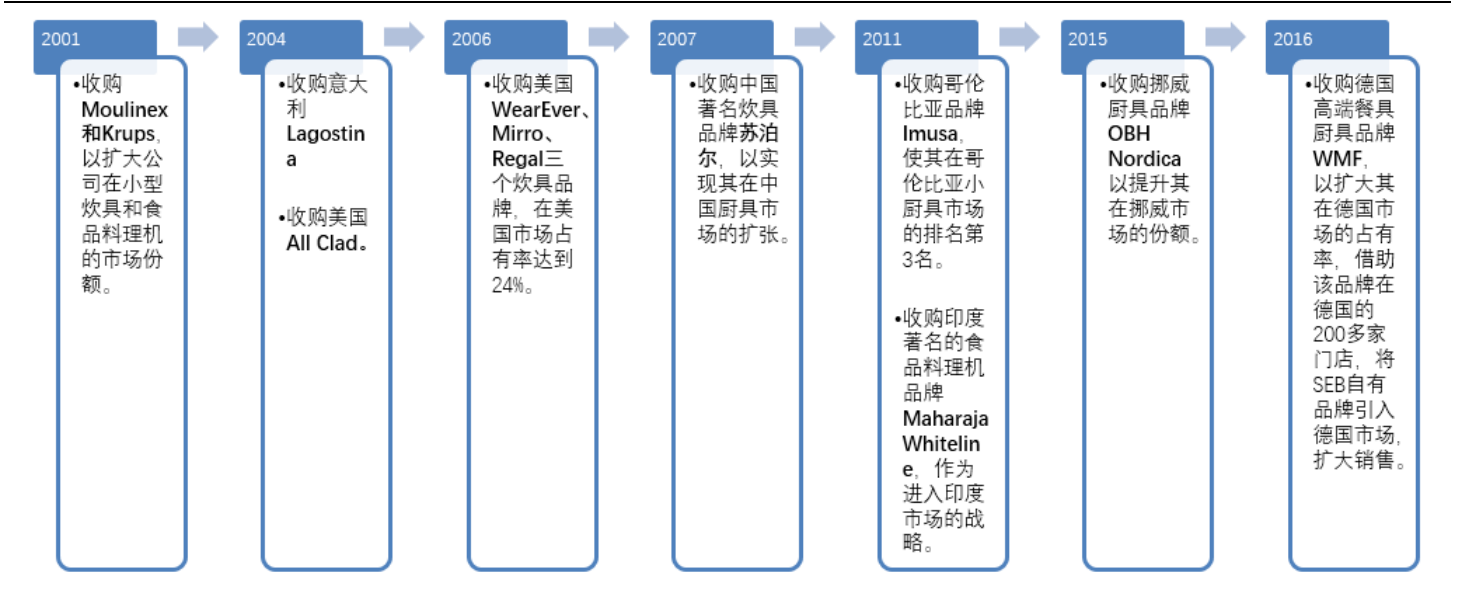


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

法国 SEB 集团是全球第一大炊具制造商，第三大小家电制造商 (2016 年被美的超越)。每年约有 2 亿件产品销往全球 150 个国家。SEB 集团擅长通过并购各国的优秀品牌来

实现其在国际上的战略扩张,其先后创立或拥有TEFAL、Moulinex、Rowenta、Krupps、All-Clad和Lagostina等世界知名电器和炊具品牌,在不粘锅、厨房用电器、熨斗、电扇、移动电热器和洗衣机等家用电器以及浴室用体重计、脱毛器和吹风机等个人护理电器等产品领域拥有世界领先的技术与知名产品。

图 19: SEB 集团通过并购全球优秀品牌实现全球战略扩张



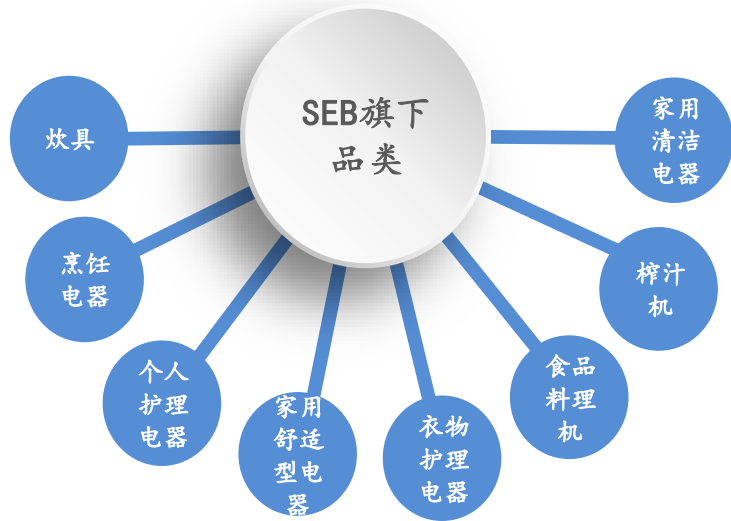
数据来源: Euromonitor、广发证券发展研究中心

图 20: SEB 旗下品牌



数据来源: SEB GROUP官网、广发证券发展研究中心

图 21: SEB 旗下品类

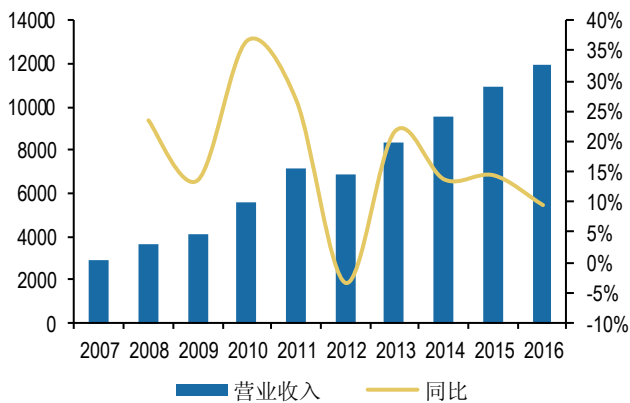


数据来源: SEB年报、广发证券发展研究中心

### SEB全球业务成长性良好

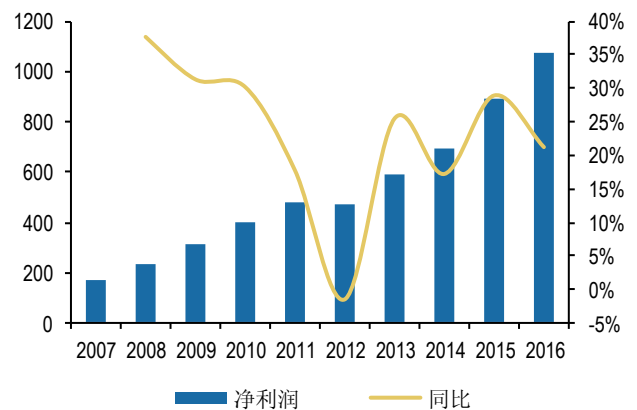
SEB集团营收情况较为良好,伴随着全球扩张战略的进一步实施,未来盈利状况有望持续改善。从收入结构来看,炊具为主,占30%;烹饪电器、食品料理机、衣物护理电器、榨汁机、个人护理电器、家居清洁电器、家用舒适型电器合计占70%左右。

图22: SEB集团营业收入稳定增长



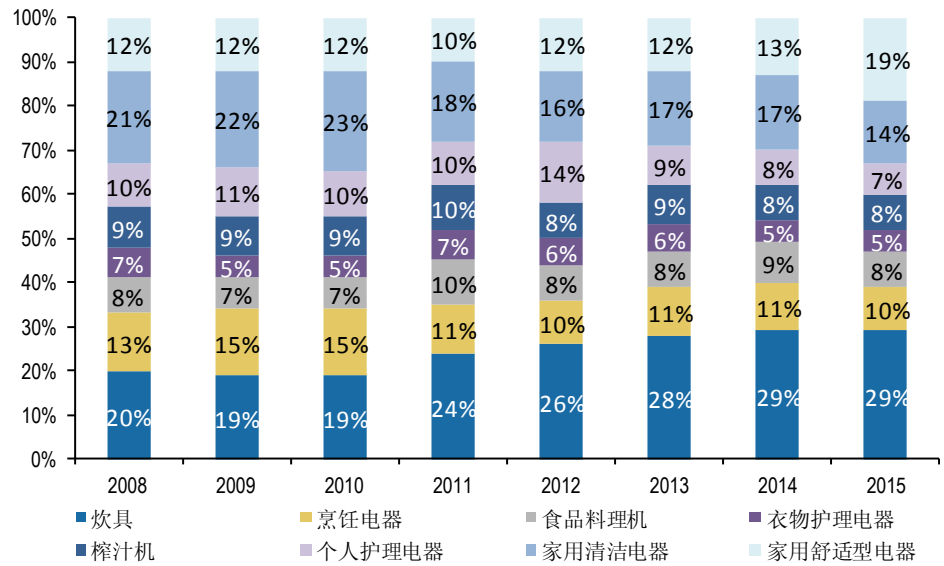
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: SEB集团净利润有所回升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: SEB 集团分业务收入占比情况

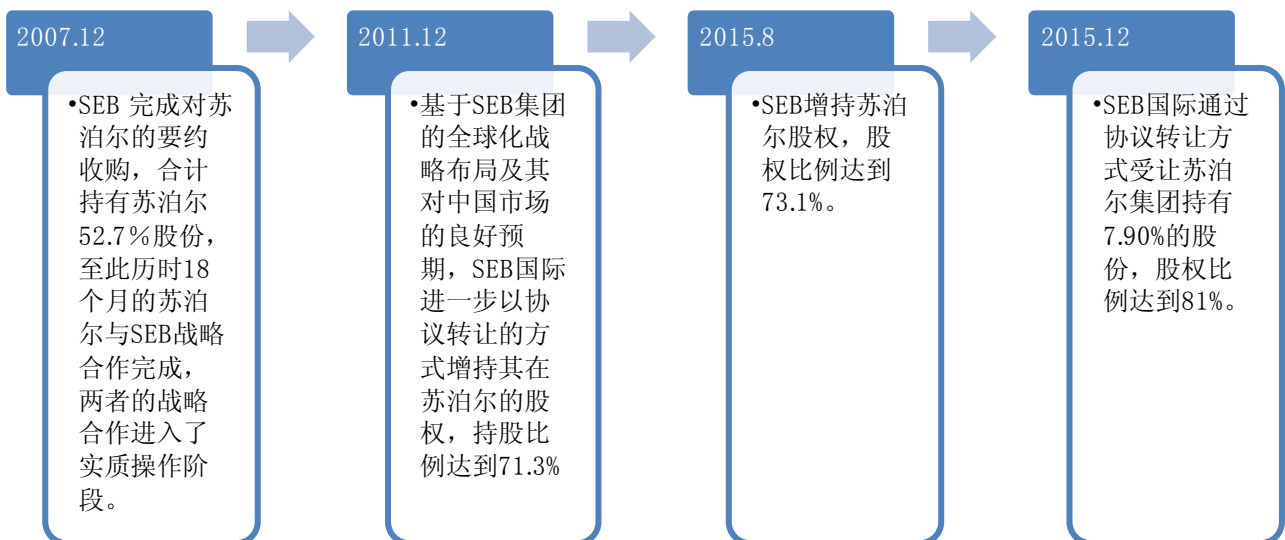


数据来源：SEB年报、广发证券发展研究中心

### SEB 与公司的协同效用明显

**海外订单持续转移。**自与SEB集团达成战略合作以来，两者整合的协同效应逐渐显现。SEB集团为公司提供稳定的海外订单，帮助公司大幅提升整体规模和制造能力。SEB集团的全球销售量中，亚太地区占比约32%，中国占比约25%，这其中主要来源于苏泊尔。2016年，公司与SEB集团及其关联方发生日常关联交易金额为31.7亿元，稍不及预期，这主要与2016年上半年海外订单下滑有关。

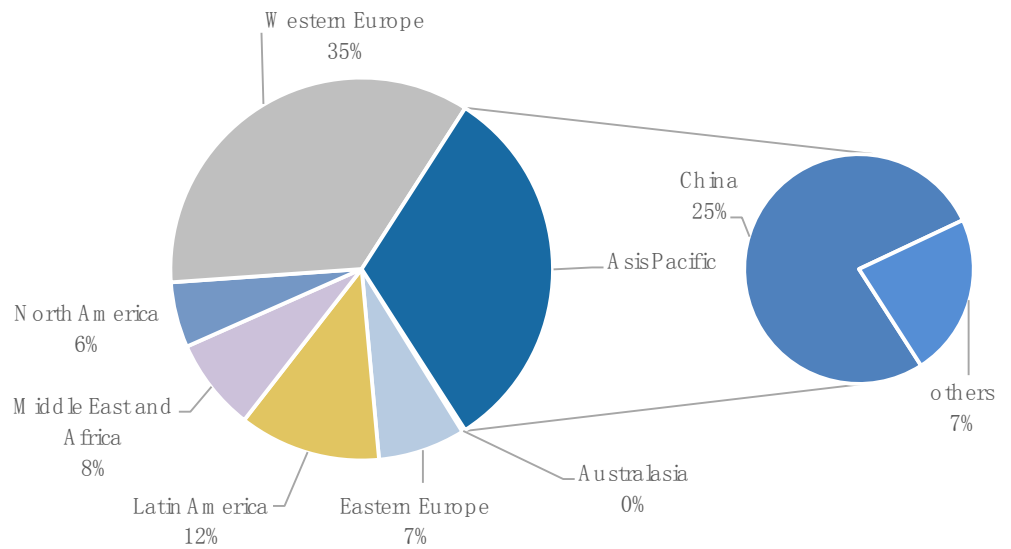
图 25：公司与 SEB 集团展开深度合作



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心



图 26: SEB 全球各地区销售量占比: 公司是 SEB 全球业务的重要组成部分



数据来源: Euromonitor、广发证券发展研究中心

### SEB 集团在技术研发和管理层面为公司提供许多资源。

在核心技术和产品工艺方面, 公司从 SEB 集团引入了许多顶尖的专利技术:

- 2009 年引入的火红点技术, 不断被运用于公司的几代炒锅产品上, 达到了理想的销售效果。
- 2015 年引入的“Nanocaptur”纳米甲醛捕获技术, 被运用于“显微净”空气净化器, 标志着公司正式切入环境家居电器市场。

在管理方面, SEB 集团凭借多年跨国经营的经验为公司提供了许多帮助。因此, 长期来看, SEB 集团的硬件和软件优势都让公司在之后的发展道路上受益良多。

### 未来的外销市场有望进一步拓展

**SEB 收购 WMF, 有望为公司带来新的海外锅具订单的转移。** 2016 年 5 月, SEB 集团收购德国高端餐具厨具品牌 WMF, 又迈出了其全球扩张的一步。公司在此次收购中也将通过 SEB 集团间接受益。WMF 作为德国高端餐具厨具品牌, 目前其产品大多在德国等海外市场生产, 2015 年的营业收入达 11 多亿欧元, EBIT 为 1.2 亿欧元。在被 SEB 集团收购以后, 这部分的生产订单预期会有一部分转移到公司, 为公司带来新的海外订单收入。

## 盈利预测

### 模型假设:

1、我们认为消费升级趋势仍会继续，因此我们假设厨房小家电、锅具的均价稳定提升，同时公司的市场份额也将稳步提升。

2、我们认为上市公司与母公司之间的关联交易将持续，所以我们假设外销收入稳步增长。

我们预计公司2017-19年收入为141、162、184亿元，同比增速为18%、15%、13%；净利润为13.8、16.4、19.4亿元，同比增速为28%、19%、18%，EPS为1.66、1.97、2.34元，对应2017年PE为21.8倍，给予“买入”评级。

## 主要风险

### SEB 订单下滑，导致公司出口收入下降

公司出口收入主要来自于SEB的转移订单，如果SEB订单下滑，将影响公司的外销收入情况，影响公司业绩。

### 原材料价格上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	6,052	6,503	7,429	9,038	10,855
货币资金	1,041	751	893	1,651	2,771
应收及预付	1,697	2,059	2,317	2,665	3,022
存货	1,427	1,697	2,009	2,301	2,423
其他流动资产	1,485	1,139	1,410	1,621	1,838
<b>非流动资产</b>	1,344	1,351	1,306	1,237	1,163
长期股权投资	51	54	54	54	54
固定资产	943	891	857	798	734
在建工程	23	6	9	13	16
无形资产	221	256	245	235	225
其他长期资产	129	150	150	150	150
<b>资产总计</b>	7,396	7,854	8,736	10,276	12,018
<b>流动负债</b>	2,374	3,275	3,261	3,734	4,214
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,640	2,062	2,143	2,454	2,769
其他流动负债	735	1,213	1,117	1,280	1,445
<b>非流动负债</b>	12	21	21	21	21
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	12	21	21	21	21
<b>负债合计</b>	2,386	3,296	3,282	3,755	4,235
股本	831	831	831	831	831
资本公积	558	40	40	40	40
留存收益	3,032	3,669	4,565	5,631	6,894
归属母公司股东权	4,421	4,540	5,436	6,503	7,765
少数股东权益	589	18	18	18	18
<b>负债和股东权益</b>	7,396	7,854	8,736	10,276	12,018

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	274	1,872	668	1,413	1,880
净利润	889	1,078	1,378	1,641	1,943
折旧摊销	110	123	107	113	118
营运资金变动	-853	591	-857	-381	-220
其它	129	81	40	40	40
<b>投资活动现金流</b>	509	-461	-43	-80	-80
资本支出	0	-4	-100	-80	-80
投资变动	509	-461	-43	-80	-80
其他	0	4	100	80	80
<b>筹资活动现金流</b>	-363	-1,702	-482	-574	-680
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	15	0	0	0	0
其他	-378	-1,702	-482	-574	-680
<b>现金净增加额</b>	420	-290	142	758	1,120
<b>期初现金余额</b>	621	1,041	751	893	1,651
<b>期末现金余额</b>	1,041	751	893	1,651	2,771

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	14.4%	9.5%	18.0%	15.0%	13.4%
营业利润增长	28.9%	21.2%	27.9%	19.0%	18.4%
归属母公司净利润增长	28.9%	21.2%	27.9%	19.0%	18.4%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	29.0%	30.5%	30.7%	31.0%	31.4%
净利率	8.1%	9.0%	9.8%	10.1%	10.6%
ROE	20.1%	23.7%	25.4%	25.2%	25.0%
ROIC	24.6%	26.1%	32.0%	32.7%	36.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.3%	42.0%	37.6%	36.5%	35.2%
净负债比率	-18.2%	-32.4%	-27.3%	-20.5%	-12.2%
流动比率	2.55	1.99	2.28	2.42	2.58
速动比率	1.95	1.47	1.66	1.80	2.00
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.48	1.52	1.61	1.58	1.53
应收账款周转率	6.43	5.80	6.08	6.08	6.08
存货周转率	5.43	4.89	4.87	4.86	5.21
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.07	1.30	1.66	1.97	2.34
每股经营现金流	0.33	2.25	0.80	1.70	2.26
每股净资产	5.32	5.46	6.54	7.82	9.34
<b>估值比率</b>					
P/E	33.9	27.9	21.8	18.3	15.5
P/B	6.8	6.6	5.5	4.6	3.9
EV/EBITDA	25.9	23.8	19.8	17.0	14.7

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	10910	11947	14098	16212	18385
营业成本	7749	8300	9777	11186	12612
营业税金及附加	69	90	99	113	129
销售费用	1580	1892	2185	2513	2850
管理费用	367	388	461	521	580
财务费用	-23	-21	-25	-38	-66
资产减值损失	-61	-44	-40	-40	-40
公允价值变动收益	0	1	2	3	4
投资净收益	-83	-27	-32	-33	-34
<b>营业利润</b>	1144	1316	1610	1927	2291
营业外收入	49	69	69	69	69
营业外支出	19	18	18	18	18
<b>利润总额</b>	1174	1367	1660	1977	2341
所得税	187	234	282	336	398
<b>净利润</b>	889	1078	1378	1641	1943
少数股东损益	98	56	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	889	1078	1378	1641	1943
EBITDA	1254	1400	1683	1991	2332
EPS(元)	1.07	1.30	1.66	1.97	2.34

## 广发家电行业研究小组

蔡益润： 分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 年进入广发证券发展研究中心。

## 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。  
谨慎增持： 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
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。