

公司研究/季报点评

2019年10月30日

家用电器/小家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 76.23
合理价格区间(元): 81.42~86.14

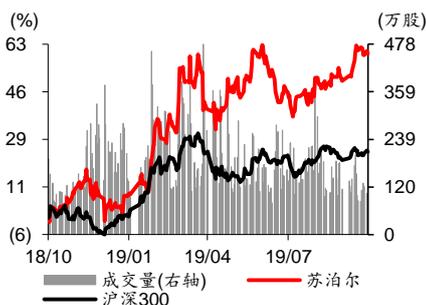
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

1 《苏泊尔(002032 SZ,买入): SEB 助力产品品牌双增长》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q3 收入净利润均双位数增长

苏泊尔(002032)

Q1-Q3 收入、盈利增速稳定, 符合预期, 维持“买入”评级

公司披露 2019 年三季报, 2019Q1-Q3 公司实现营业收入 148.96 亿元, 同比+11.22%, 归母净利润 12.48 亿元, 同比+13.04%, 其中, 2019Q3 单季, 公司实现营业收入 50.61 亿元, 同比+11.36%, 归母净利润 4.10 亿元, 同比+12.41%, 单季增速稳健, 符合我们的预期。我们维持公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.36、2.77、3.22 元的预测, 维持“买入”评级。

小厨电或维持份额优势, 拓宽品类有利于提升成长性

2019Q1-Q3 公司实现营业收入 148.96 亿元, 同比+11.22%, 2019Q3 单季, 公司实现营业收入 50.61 亿元, 同比+11.36%。公司深耕传统厨房小家电, 内销竞争格局较为稳定, 美苏九三家共分市场, 龙头凭借其渠道与品牌优势预计保持规模稳定; 厨具市场需求向多元化方向发展, 消费者对于专业性、差异化产品需求提升, 公司通过 WMF 品牌切入中国高端厨具市场, 获得高端产品订单转移增量, 巩固精品战略; 品类扩张继续拓展成长空间, 公司拓展生活电器及热水器产品, 有望利用品牌影响力打开市场。

Q3 毛利率提升 0.4PCT, 或受外销及高端产品影响

公司 2019Q1-Q3 实现毛利率 30.67%, 同比-0.05PCT。其中, 2019Q3 单季, 公司毛利率为 30.48%, 同比+0.40PCT。一方面, 外销业务受益于 SEB 订单拉动, 对 Q3 毛利率提升或有正向贡献。另一方面, 厨电高端需求持续升温, 以 IH 电饭煲为主的高端产品拓展收效较为明显, 或能带动盈利能力提升。

Q1-Q3 期间费用率同比-0.96PCT, 主要由于销售及财务费用率下降

2019Q1-Q3 公司整体期间费用率为 19.10%, 同比-0.96 PCT, 费用控制良好。其中, 销售费用率同比-0.36PCT, 下降至 15.76%, 研发费用率为 2.09%, 同比基本持平, 而管理费用率同比-0.19PCT。由于利息收入增长, 财务费用为-6371.82 万元, 较同期大幅下降。综上 2019Q1-Q3 公司实现归母净利润 3.05 亿元, 同比+23.12%。

基本面依然稳健, 看好公司持续增长能力, 维持“买入”评级

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 2.36、2.77、3.22 元的预测。截至 2019 年 10 月 29 日, 行业可比公司 2019 年平均 PE 为 25x。公司历史增长稳定性强, 过去十年净利润 CAGR 达 21.56%, 短期受小家电市场需求影响, 公司增速低于历史平均, 但我们依然看好公司内销未来持续增长的能力, 公司前瞻性布局生活电器及热水器产品, 并拓展高端厨具, 有望把握新增增长点; 同时, 外销受益于母公司稳定订单转移, 提供稳定增量, 中长期发展依然可期。因此, 认可给予公司 2019 年 34.5-36.5x PE, 对应目标价格 81.42~86.14 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 市场竞争格局加剧; 2) 原材料价格上涨; 3) 关联交易金额增长低于预期; 4) 关联交易潜在的合规法律风险等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	821.12
流通 A 股 (百万股)	609.96
52 周内股价区间 (元)	47.90-78.00
总市值 (百万元)	62,594
总资产 (百万元)	10,356
每股净资产 (元)	7.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	14,542	17,851	20,421	23,686	27,341
+/-%	21.72	22.75	14.39	15.99	15.43
归属母公司净利润 (百万元)	1,326	1,670	1,938	2,272	2,645
+/-%	23.10	25.91	16.06	17.22	16.42
EPS (元, 最新摊薄)	1.62	2.03	2.36	2.77	3.22
PE (倍)	47.19	37.48	32.29	27.55	23.66

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	2018	2019E	2020E	2021E	2019E-2021E	
						营收 CAGR	归母净利 CAGR
002242.SZ	九阳股份	16.33	19.33	16.85	14.77	14.43%	12.97%
603486.SH	科沃斯	36.28	25.53	19.84	15.66	13.64%	14.62%
603868.SH	飞科电器	18.45	18.75	17.55	16.03	2.89%	0.65%
002259.SZ	小熊电器	-	35.89	29.13	24.22	35.34%	38.69%
可比公司平均		23.69	24.88	20.84	17.67	16.58%	16.73%
002032.SZ	苏泊尔	26.64	32.23	27.51	23.62	14.41%	16.73%

注：可比公司数据均为 Wind 一致预测，苏泊尔数据为华泰证券研究所模型预测，数据截至 2019/10/29

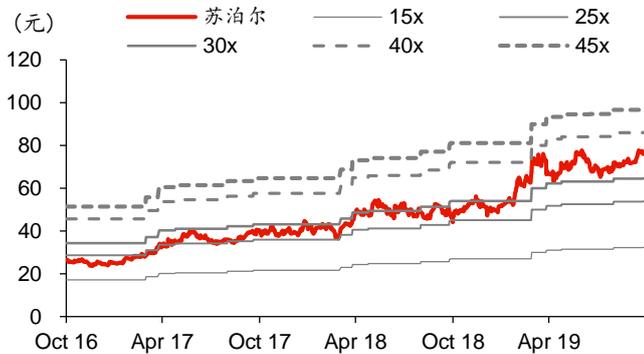
资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

- (1) 市场竞争加剧。如果厨房小家电市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。
- (2) 原材料等价格不利波动。如果原材料价格大幅度上升，公司成本有可能上升，盈利能力有可能下降。
- (3) 关联交易增长低于预期。公司外销方面对母公司关联交易依赖性较强，如果关联交易的金额增长低于预期，公司外销收入及增长或将受到影响。
- (4) 关联交易潜在的合规法律风险。公司与母公司关联交易占外销比例较高，关联交易受到限制较多，或将造成潜在的合规法律风险。

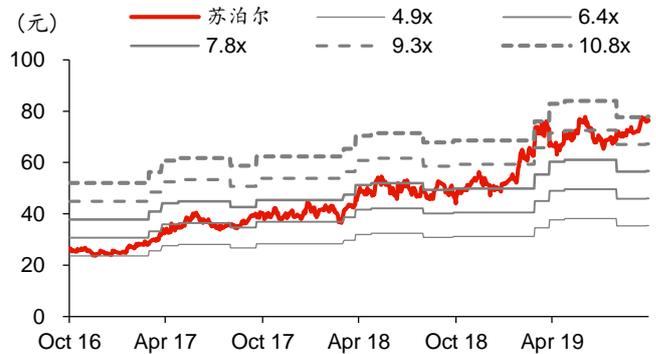
PE/PB - Bands

图表2：苏泊尔历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：苏泊尔历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,959	8,993	10,627	12,532	15,108
现金	869.58	1,417	2,230	3,135	4,601
应收账款	1,499	1,728	2,022	2,360	2,692
其他应收账款	25.33	143.35	97.60	114.15	160.43
预付账款	327.28	216.57	323.16	396.01	405.98
存货	2,203	2,362	2,870	3,223	3,778
其他流动资产	3,035	3,127	3,085	3,304	3,471
非流动资产	1,503	1,640	1,629	1,714	1,783
长期投资	57.83	60.65	57.45	58.64	58.91
固定投资	860.84	868.30	895.13	916.33	937.47
无形资产	334.60	397.27	441.88	494.04	541.98
其他非流动资产	249.90	313.63	234.93	245.08	244.92
资产总计	9,462	10,633	12,257	14,246	16,891
流动负债	4,029	4,708	5,404	6,069	7,013
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,375	2,954	3,391	3,886	4,502
其他流动负债	1,654	1,754	2,014	2,183	2,511
非流动负债	25.09	17.91	21.32	21.44	20.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	25.09	17.91	21.32	21.44	20.22
负债合计	4,054	4,726	5,426	6,091	7,033
少数股东权益	0.82	(0.27)	23.47	51.52	85.10
股本	821.29	821.24	821.12	821.12	821.12
资本公积	261.96	139.53	139.53	139.53	139.53
留存公积	4,375	4,975	5,839	7,125	8,785
归属母公司股东权益	5,407	5,907	6,808	8,104	9,773
负债和股东权益	9,462	10,633	12,257	14,246	16,891

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,101	2,014	2,412	2,037	2,464
净利润	1,326	1,669	1,962	2,300	2,678
折旧摊销	118.15	121.20	120.82	137.08	154.14
财务费用	(1.40)	(5.54)	(5.47)	(8.05)	(11.60)
投资损失	(63.83)	(86.90)	(42.00)	(49.00)	(49.00)
营运资金变动	(106.67)	260.21	269.45	(353.39)	(347.72)
其他经营现金	(171.62)	55.91	107.12	11.05	39.80
投资活动现金	(576.17)	(504.06)	(557.81)	(155.69)	(23.60)
资本支出	169.15	202.29	112.00	132.00	154.00
长期投资	0.00	0.00	(3.20)	1.19	0.27
其他投资现金	(407.02)	(301.78)	(449.01)	(22.50)	130.67
筹资活动现金	(518.27)	(968.57)	(1,040)	(977.30)	(973.74)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	189.52	(0.04)	(0.12)	0.00	0.00
资本公积增加	220.21	(122.43)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(928.00)	(846.09)	(1,040)	(977.30)	(973.74)
现金净增加额	2.18	547.18	813.53	904.38	1,467

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,542	17,851	20,421	23,686	27,341
营业成本	10,105	12,342	14,073	16,297	18,792
营业税金及附加	94.67	113.76	132.73	153.96	177.71
营业费用	2,220	2,813	3,104	3,648	4,169
管理费用	240.43	344.81	796.41	923.77	1,094
财务费用	(1.40)	(5.54)	(5.47)	(8.05)	(11.60)
资产减值损失	52.25	46.01	45.32	13.60	13.60
公允价值变动收益	8.54	(10.29)	8.00	10.00	10.00
投资净收益	63.83	86.90	42.00	49.00	49.00
营业利润	1,598	1,982	2,325	2,717	3,165
营业外收入	7.07	11.14	9.78	10.24	10.09
营业外支出	16.55	11.54	13.21	12.65	12.84
利润总额	1,589	1,982	2,322	2,715	3,162
所得税	262.16	312.76	359.84	415.41	483.79
净利润	1,326	1,669	1,962	2,300	2,678
少数股东损益	0.24	(1.09)	23.74	28.05	33.58
归属母公司净利润	1,326	1,670	1,938	2,272	2,645
EBITDA	1,715	2,098	2,440	2,847	3,307
EPS (元, 基本)	1.61	2.03	2.36	2.77	3.22

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.72	22.75	14.39	15.99	15.43
营业利润	21.43	24.02	17.31	16.88	16.46
归属母公司净利润	23.10	25.91	16.06	17.22	16.42
获利能力 (%)					
毛利率	30.51	30.86	31.09	31.20	31.27
净利率	9.12	9.35	9.49	9.59	9.67
ROE	24.53	28.27	28.47	28.03	27.06
ROIC	44.83	44.56	56.34	59.26	62.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.85	44.45	44.27	42.75	41.64
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.98	1.91	1.97	2.06	2.15
速动比率	1.42	1.40	1.42	1.52	1.60
营运能力					
总资产周转率	1.68	1.78	1.78	1.79	1.76
应收账款周转率	10.33	10.45	10.29	10.21	10.22
应付账款周转率	4.55	4.63	4.44	4.48	4.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.03	2.36	2.77	3.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	2.45	2.94	2.48	3.00
每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.19	8.29	9.87	11.90
估值比率					
PE (倍)	47.19	37.48	32.29	27.55	23.66
PB (倍)	11.57	10.59	9.19	7.72	6.40
EV_EBITDA (倍)	35.38	28.93	24.86	21.31	18.35

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com