

苏泊尔(002032)/家电

增长稳健，龙头地位稳固

——2019 三季度报点评

评级：增持（维持）

分析师：邓欣
执业证书编号：S0740518070004
Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	821
流通股本(百万股)	610
市价(元)	74.38
市值(百万元)	61100
流通市值(百万元)	45400

股价与行业-市场走势对比



相关报告

深度报告:

《在消费升级与品类扩张下“脱颖而出”》2019.8.6

业绩点评:

《内销增速小幅回落、产品创新市占提升》2019.8.29

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,187	17,851	20,559	23,692	27,317
营业收入增速	18.75%	25.83%	15.17%	15.24%	15.30%
归属于母公司的净利润	1,308	1,670	1,973	2,331	2,736
净利润增长率	21.35%	27.70%	18.16%	18.13%	17.37%
摊薄每股收益(元)	1.59	2.03	2.40	2.84	3.33
P/E	46.03	36.04	30.50	25.83	22.00
P/B	11.57	10.19	8.49	7.11	5.98

投资要点

公司披露 2019 三季度报：收入、归母、扣非 149.0 亿、12.5 亿、12.2 亿，同比 +11.2%、+13.0%、+16.2%；

对应 19Q3：收入、归母、扣非 50.6 亿、4.1 亿、4.1 亿，同比+11.4%、+12.4%、+17.7%；收入业绩基本符合预期。

一、收入分析：线上份额提升和三四级下沉助力稳增长

我们认为国内消费环境趋弱情况下，维持 10%+的稳定增长充分展示龙头企业的竞争力。具体来看：

- 分品类看，预计 Q3 单季度：炊具大个位数增长，厨房小电器双位数增长，厨房大电器增速 30%左右；环境电器和厨房用具大个位数增长。其中，炊具增长源于结构升级和三四级下沉；厨房小电器增长源于结构升级、三四级下沉和西式新品类扩张；厨房大电器、环境电器和厨房用具源于高性价比产品策略下份额提升，据中怡康数据，苏泊尔油烟机、吸尘器和挂烫机市占率分别提升 1.0pct、0.8pct、10.7pct。
- 分区域看，预计 Q3 单季度：外销双位数增长；内销大个位数增长，其中内销占比近 40%的线上渠道实现约 20%增长，一二线下滑，三四线大个位数增长。其中，外销增长源于 SEB 订单转移带来强确定性；内销线上源于运营效率提升、品牌优势和性价比优势下份额提升；一二线下滑源于消费环境趋弱，结构升级不及预期；三四线增长源于终端覆盖率提升和精细化运营。

图 1：近期分品类、分区域收入占比及同比增速

	炊具	电器	内销	外销
19H1 占比	32%	68%	77%	23%
19H1 同比	9%	12%	11%	11%
19Q3 占比	31%	69%	76%	24%
19Q3 同比	7-9%	12-14%	6-9%	12-15%

来源：中泰证券研究所测算

■ 二、盈利分析：原材料价格和增值税率降低，毛利率提升

1. **毛利率**：2019Q1-3 为 30.7%，同比+0.46pct；其中 2019Q3 为 30.5%，同比+1.24pct；预计毛利率提升原因主要是原材料价格和增值税率降低，此外，产品结构升级也有一定贡献。
2. **费用率**：2019Q1-3 销售费用率、管理费用率、财务费用率为 15.8%、3.8%、-0.4%，同比-0.36pct、+0.28pct、-0.38pct；其中 2019Q3 销售费用率、管理费用率、财务费用率为 15.6%、4.2%、-0.5%，同比+0.06pct、-0.20pct、-0.42pct。2019Q3 公司销售费用率相对稳定，而管理效率有所提升。
3. **净利率**：2019Q1-3 为 8.4%，同比+0.12pct；其中 2019Q3 为 8.06%，同比+0.04pct。毛利率提升、费用率下降情况下，净利率增长较小，主因呆滞产品计提的存货跌价准备增加致使资产减值损失增加、以及火灾诉讼案件致使营业外支出增加。

■ 三、现金流分析：四季度备货授信影响现金流

期末：**存货** 15.1 亿，同比-21.3%，主因前期去库存下渠道补库存需求增加；**应收账款+应收票据** 37.7 亿，同比+26.9%，主因四季度备货给予经销商部分授信支持；**预收款** 2.8 亿，同比-31.5%，主因预收款较少的线上占比提升。

2019Q1-3：**经营现金流净额** 1.9 亿，同比-61.5%，主因应收款增加而预收款减少。

■ 四、全年展望：内、外销有望维持 10%+稳健增长

1. 国内

①**产品结构升级和品类扩张**：2019 年，公司将持续推进产品创新，促进厨房小家电产品结构升级，推进 LAGOSTINA、KRUPS、WMF 等高端品牌发展，拓展环境电器品类，抓住消费升级机遇。

②**持续开拓三四级市场**：2019 年公司持续开拓三四级市场，推进精细化运作，提升网点的覆盖率和覆盖密度，扩大单店产出。

③**提高电商合作效率**：2019 年持续推进电商专业化运营，提高与主要线上零售商的合作效率，持续提升线上的销售规模和市占率。同时，面对线上线下渠道的进一步融合，公司也将主动拥抱渠道变革，发展苏泊尔自有渠道建设。

④**品牌年轻化建设**：年轻消费人群已经成为消费增长的主要驱动力之一，公司将利用更加精准和细分的数字化媒介，推动品牌年轻化建设。

2. 海外

①**SEB 内部订单具有高确定性**：公司供应链优势和成本优势明显，且逐步加码环境类电器，我们认为，未来大股东 SEB 不仅会将更多的炊具及厨房小家电产品，还会将环境类产品转移给苏泊尔生产。

②**开拓东南亚市场**：公司加码东南亚市场开拓，促进外销更快增长。

■ **五、盈利预测：优秀治理和良好分红保障投资回报**

苏泊尔竞争优势显著、长期空间确定，优秀治理和良好分红保障投资回报。预计 19-21 年业绩增长有望维持 18%、18%、17%，对应 PE30、25、22X，维持“增持”评级。

■ **风险提示**

国内经济失速、品牌升级不当、品类拓展不利，渠道下沉不及预期

盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	14,187	17,851	20,559	23,692	27,317
增长率	18.8%	25.8%	15.2%	15.2%	15.3%
营业成本	-9,994	-12,342	-14,107	-16,171	-18,566
% 销售收入	70.4%	69.1%	68.6%	68.3%	68.0%
毛利	4,193	5,509	6,452	7,521	8,751
% 销售收入	29.6%	30.9%	31.4%	31.7%	32.0%
营业税金及附加	-95	-114	-131	-151	-174
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-2,213	-2,813	-3,248	-3,767	-4,371
% 销售收入	15.6%	15.8%	15.8%	15.9%	16.0%
管理费用	-415	-345	-411	-474	-546
% 销售收入	2.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	1,470	2,237	2,662	3,129	3,660
% 销售收入	10.4%	12.5%	12.9%	13.2%	13.4%
财务费用	0	6	-206	-237	-273
% 销售收入	0.0%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	51	46	41	36	31
公允价值变动收益	9	-10	0	0	0
投资收益	63	87	0	0	0
% 税前利润	4.0%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,593	2,366	2,497	2,928	3,418
营业利润率	11.2%	13.3%	12.1%	12.4%	12.5%
营业外收支	-9	0	18	18	18
税前利润	1,584	2,365	2,515	2,946	3,435
利润率	11.2%	13.2%	12.2%	12.4%	12.6%
所得税	-257	-313	-384	-454	-532
所得税率	16.2%	13.2%	15.3%	15.4%	15.5%
净利润	1,308	1,669	2,049	2,420	2,841
少数股东损益	0	-1	76	90	105
归属于母公司的净利润	1,308	1,670	1,973	2,331	2,736
净利率	9.2%	9.4%	9.6%	9.8%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,308	1,669	2,049	2,420	2,841
加: 折旧和摊销	105	121	124	129	134
资产减值准备	51	46	0	0	0
公允价值变动损失	-9	10	0	0	0
财务费用	7	-1	206	237	273
投资收益	-63	-87	0	0	0
少数股东损益	0	-1	76	90	105
营运资金的变动	-181	-688	-1,164	714	-1,238
经营活动现金净流	1,081	2,014	1,215	3,500	2,010
固定资本投资	38	-56	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-544	-504	-123	-123	-113
股利分配	-591	-591	-817	-965	-1,132
其他	81	-378	-61	-354	-273
筹资活动现金净流	-510	-969	-877	-1,318	-1,405
现金净流量	27	541	215	2,060	492

资产负债表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	780	1,417	1,632	3,691	4,184
应收款项	2,092	2,572	3,379	3,478	4,428
存货	2,186	2,362	2,968	3,141	3,873
其他流动资产	2,660	2,643	2,796	2,729	2,895
流动资产	7,717	8,993	10,774	13,040	15,379
% 总资产	84.1%	84.6%	86.8%	88.9%	90.5%
长期投资	58	61	61	61	61
固定资产	829	868	794	718	639
% 总资产	9.0%	8.2%	6.4%	4.9%	3.8%
无形资产	335	397	440	481	518
非流动资产	1,454	1,640	1,636	1,629	1,608
% 总资产	15.9%	15.4%	13.2%	11.1%	9.5%
资产总计	9,172	10,633	12,409	14,669	16,987
短期借款	0	0	117	0	0
应付款项	3,580	4,257	4,656	5,576	6,186
其他流动负债	368	451	451	451	451
流动负债	3,948	4,708	5,224	6,028	6,637
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	25	18	18	18	18
负债	3,973	4,726	5,242	6,045	6,655
普通股股东权益	5,198	5,907	7,092	8,458	10,062
少数股东权益	1	0	76	165	270
负债股东权益合计	9,172	10,633	12,409	14,669	16,987

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	1.59	2.03	2.40	2.84	3.33
每股净资产 (元)	6.33	7.19	8.64	10.30	12.25
每股经营现金净流 (元)	1.32	2.45	1.48	4.26	2.45
每股股利 (元)	0.72	0.72	0.99	1.17	1.38
回报率					
净资产收益率	25.16%	28.27%	27.82%	27.56%	27.19%
总资产收益率	14.26%	15.69%	16.51%	16.50%	16.72%
投入资本收益率	46.98%	57.32%	58.36%	52.65%	72.29%
增长率					
营业总收入增长率	18.75%	25.83%	15.17%	15.24%	15.30%
EBIT增长率	15.20%	52.10%	15.56%	18.02%	17.31%
净利润增长率	21.35%	27.70%	18.16%	18.13%	17.37%
总资产增长率	16.77%	15.93%	16.70%	18.21%	15.80%
资产管理能力					
应收账款周转天数	33.4	33.1	33.7	33.7	33.7
存货周转天数	49.3	45.9	46.7	46.4	46.2
应付账款周转天数	78.7	76.7	78.6	78.6	78.6
固定资产周转天数	21.8	17.1	14.6	11.5	8.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-27.25%	-27.62%	-49.87%	-48.51%	#REF!
EBIT利息保障倍数	-11,743.6	-409.0	12.7	13.1	13.3
资产负债率	43.32%	44.45%	42.24%	41.21%	39.18%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。