

业绩依旧稳健，看好公司持续增长能力

——苏泊尔 (002032.SZ) 2019 年三季度点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：76.23 元

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebsecn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebsecn.com

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

wangqq@ebsecn.com

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)

021-52523879

wangyw@ebsecn.com

市场数据

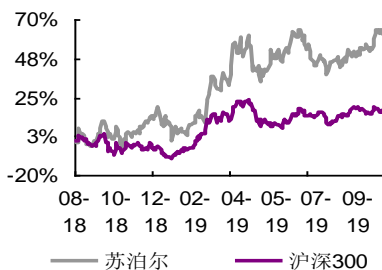
总股本(亿股)：8.21

总市值(亿元)：625.94

一年最低/最高(元)：44.02/81.16

近3月换手率：11.24%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.36	6.67	39.42
绝对	4.85	8.01	62.63

资料来源：Wind

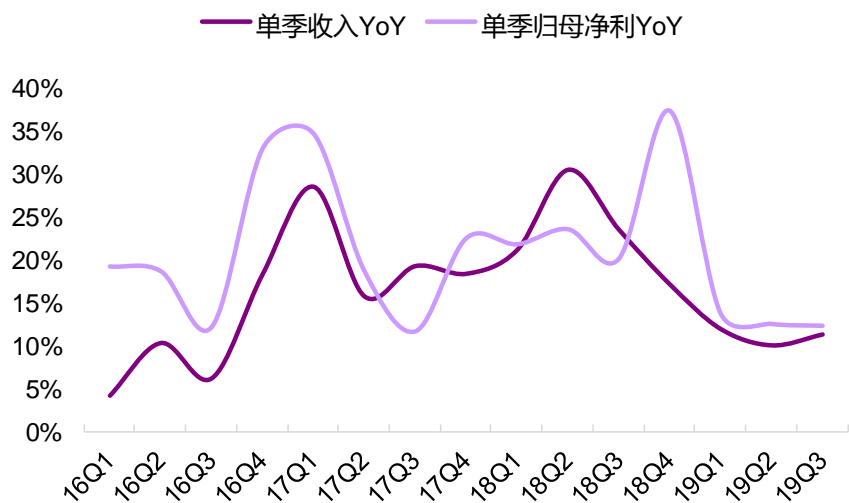
相关研报

业绩依旧稳健，进军热水器领域——苏泊尔 (002032.SZ) 2019 年中报点评
 2019-08-30

事件：

公司发布 2019 年三季度报，19 年前三季度实现营业总收入 149.0 亿元，同比+11.2%，归母净利润 12.5 亿元，同比+13%。19Q3 单季营业总收入 50.6 亿元，同比+11.4%，利润总额 5.2 亿元，同比+17.6%，归母净利润 4.1 亿元，同比+12.4%，业绩基本符合市场预期。

图 1：2019Q3 苏泊尔收入和利润增速环比持平



资料来源：Wind，光大证券研究所

点评：

◆收入分析：内销增速小幅放缓，外销增速有所提升

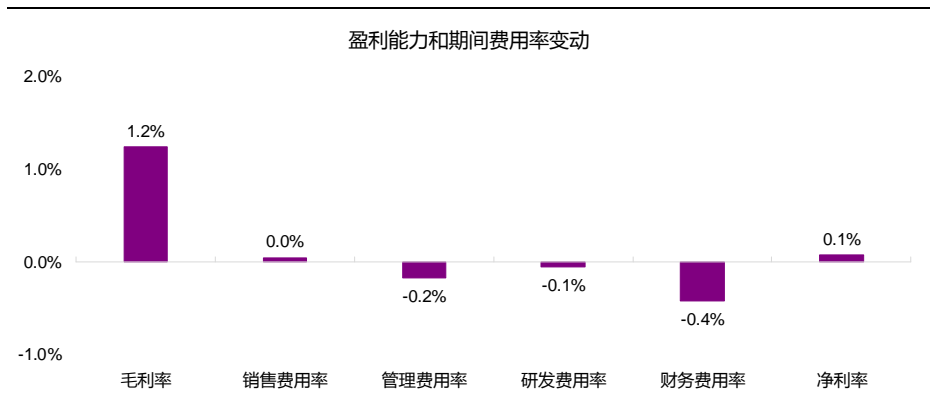
分区域看，因国内消费环境疲软，公司 19Q3 内销收入增速不到 10%，较 19H1 (+11.24%) 继续小幅回落，外销收入增速有所提升，因此单季收入增速 11.4% 和 19H1 增速基本持平，符合预期。

综合来看，面对国内疲软的消费和较为激烈的竞争环境，公司内销收入能够在较高的基数上保持 10% 左右增长已属不易，外销收入依然对整体收入增速起到很好的稳定作用。

◆盈利能力：内外销毛利率均提升，费用控制良好

2019Q3 公司毛利率同比+1.2pct 至 30.5%，内外销毛利率均有所提升，估计主要受益于成本红利。公司对费用率的控制依然良好，19Q3 销售/管理/研发费用率分别同比持平/-0.2pct/-0.1pct，加之利息收入增加导致财务费用率同比-0.4pct，19Q3 利润总额同比+17.6%，但因子公司高新认证到期重新评定，所得税率暂时从 15%变为 25%，所得税同比增加较多，归母净利润同比增长 12.4%，仅略快于收入增速。

图 2：苏泊尔 2019Q3 盈利能力同比变动



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆经营质量分析：增加经销商授信导致现金流变化

2019Q1~3 公司经营现金流为净流入 1.9 亿元，其中 19Q3 单季经营现金净流入为 2.2 亿元，环比有所改善，但仍显著低于净利润。从资产负债表来看，应收账款+应收款项融资同比增加 8.1 亿元，预收款项同比减少 32%，预计主要原因是：1) 增加对经销商的授信额度以刺激提货和销售；2) 随出口订单加快出货，SEB 集团应收账款同比增加较多。由于对经销商授信年底部分收回，预计届时现金流将有明显改善。

2019 年半年度权益分派实施后，2019Q3 公司账上现金+其他流动资产依然超过 28 亿元，财务状况非常健康，由于账面现金多，且现金流状况总体健康，公司加大股东回馈力度预计将成为常态。

◆业绩展望：19 年收入增速预计在 10~15%之间，盈利能力小幅提升

年初以来公司内销增速回落，跟疲软的消费环境有关，审慎预计公司 19 年内销收入增速维持在 10%左右，19 年出口关联交易预计同比增长 14%左右，年初以来增速逐步提升，综合来看，公司 2019 年收入增速预计在 10~15%之间。

表 1：苏泊尔跟 SEB 集团关联交易销售一览

品类	单位：万元人民币	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
炊具	关联交易销售（预计）	101946	106936	116193	148272	153774	142029	140341	181166	191962
	YoY（预计）		5%	9%	28%	4%	-8%	-1%	22%	11%
	YoY（实际）						-18%	17%	17%	
小家电	关联交易销售（预计）	40520	66787	90056	124311	157216	184980	222034	305017	313910
	YoY（预计）		65%	35%	38%	26%	18%	20%	38%	17%
	YoY（实际）						18%	19%	5%	
橡塑	关联交易销售（预计）	2600	2600	2300	2520	2205	1929	2100	2619	2107
	YoY（预计）		0%	-12%	10%	-13%	-13%	9%	20%	14%
	YoY（实际）						-11%	12%	-16%	
合计	关联交易销售（预计）	145066	176323	208548.3	275103	313195	328938	364475	488802	507979
	YoY（预计）		22%	18%	32%	14%	5%	11%	32%	14%
	YoY（实际）						0%	19%	9%	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

受益于成本红利、增值税降税等因素，预计公司毛利率小幅提升，有公司较强的费用管控能力作保障，预计 19 年净利润增速依然高于收入增速，子公司所得税率上升只是暂时影响，年末重新认证后预计将追溯调整。

◆增长的持续性比短期增速更重要

我们复盘过苏泊尔过去十多年接近 20% 的年复合增长，直接受益于以下三大原因：（1）成功的品类扩张；（2）强大的渠道布局；（3）SEB 集团的外销订单转移。这三大成功要素未来依然成立，并且苏泊尔在经营的关键环节已经形成了其成熟而科学的内部体系，能够保障其竞争力的稳定性和持续性。

我们看好苏泊尔的持续增长能力，但苏泊尔的持续增长靠的是前瞻的长期战略，和机会来临时的把握能力，一旦外围市场机会减少，增速预期自然也要降低，增长的持续性比短期增速更重要。

◆投资建议：

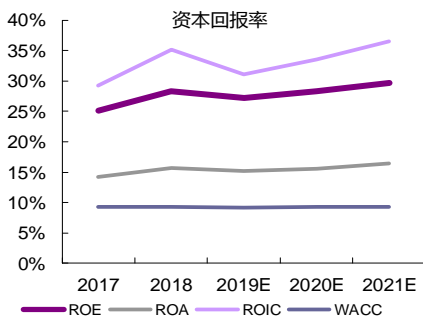
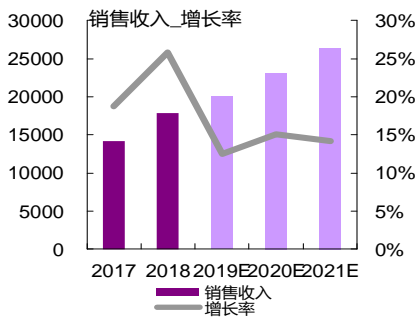
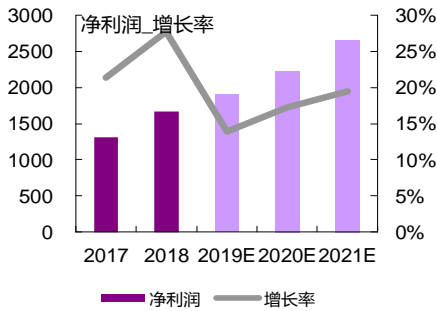
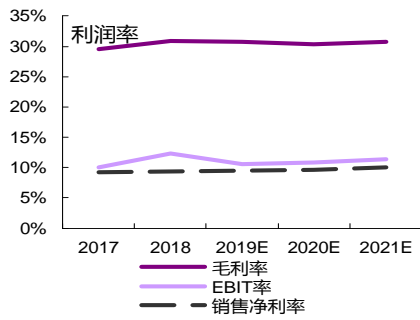
苏泊尔 2019Q3 收入增速和 19H1 持平，盈利能力继续小幅提升，符合预期。预计 19 年收入增速在 10~15% 之间，净利润增速略快于收入增速，维持 2019-21 年 EPS 预测为 2.32/2.71/3.24 元，对应 PE 33/28/24 倍，我们认为苏泊尔今年以来内销增速的下行主要系疲软的消费环境影响，长远来看，增长的持续性比短期增速更重要，看好苏泊尔的持续增长能力，维持“买入”评级。

◆风险提示：内销市场需求不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	14,187	17,851	20,091	23,121	26,395
营业收入增长率	18.75%	25.83%	12.55%	15.08%	14.16%
净利润 (百万元)	1,308	1,670	1,901	2,229	2,662
净利润增长率	21.35%	27.70%	13.87%	17.20%	19.44%
EPS (元)	1.59	2.03	2.32	2.71	3.24
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.16%	28.27%	27.26%	28.31%	29.67%
P/E	48	37	33	28	24
P/B	12.0	10.6	9.0	8.0	7.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 29 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,187	17,851	20,091	23,121	26,395
营业成本	9,994	12,342	13,923	16,119	18,273
折旧和摊销	105	121	17	31	41
营业税费	95	114	129	148	169
销售费用	2,213	2,813	3,074	3,572	4,065
管理费用	415	345	683	763	871
财务费用	0	-6	-3	-5	-16
公允价值变动损益	9	-10	8	9	10
投资收益	63	87	100	110	120
营业利润	1,575	1,982	2,234	2,627	3,147
利润总额	1,565	1,982	2,259	2,647	3,162
少数股东损益	0	-1	1	1	1
归属母公司净利润	1,308	1,670	1,901	2,229	2,662

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	9,172	10,633	12,473	14,296	16,242
流动资产	7,717	8,993	10,688	12,307	14,129
货币资金	780	1,417	1,406	1,942	2,643
交易型金融资产	1,306	435	1,200	1,200	1,200
应收帐款	1,395	1,728	1,909	2,197	2,508
应收票据	679	701	1,005	1,156	1,320
其他应收款	19	143	57	66	75
存货	2,186	2,362	2,729	3,168	3,599
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	58	61	61	61	61
固定资产	829	868	1,082	1,273	1,379
无形资产	335	397	421	445	468
总负债	3,973	4,726	5,497	6,422	7,266
无息负债	3,973	4,726	5,470	6,422	7,266
有息负债	0	0	28	0	0
股东权益	5,198	5,907	6,976	7,873	8,976
股本	821	821	821	821	821
公积金	488	541	550	550	550
未分配利润	3,940	4,573	5,628	6,525	7,626
少数股东权益	1	0	1	2	3

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,081	2,014	1,685	2,007	2,281
净利润	1,308	1,670	1,901	2,229	2,662
折旧摊销	105	121	17	31	41
净营运资金增加	220	1,006	355	342	507
其他	-552	-783	-589	-595	-930
投资活动产生现金流	-544	-504	-892	-116	-35
净资本支出	-155	-199	-235	-235	-165
长期投资变化	58	61	0	0	0
其他资产变化	-447	-366	-657	119	130
融资活动现金流	-510	-969	-803	-1,355	-1,545
股本变化	190	0	0	0	0
债务净变化	0	0	28	-28	0
无息负债变化	677	753	743	953	844
净现金流	22	547	-10	536	701

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	18.75%	25.83%	12.55%	15.08%	14.16%
净利润增长率	21.35%	27.70%	13.87%	17.20%	19.44%
EBITDA 增长率	12.77%	51.69%	-7.46%	18.42%	20.04%
EBIT 增长率	15.53%	54.40%	-3.13%	17.94%	19.85%
估值指标					
PE	48	37	33	28	24
PB	12	11	9	8	7
EV/EBITDA	40	27	29	24	20
EV/EBIT	43	28	29	24	20
EV/NOPLAT	52	34	34	29	24
EV/Sales	4	3	3	3	2
EV/IC	15	12	11	10	9
盈利能力 (%)					
毛利率	29.56%	30.86%	30.70%	30.29%	30.77%
EBITDA 率	10.75%	12.96%	10.65%	10.96%	11.53%
EBIT 率	10.00%	12.28%	10.57%	10.83%	11.37%
税前净利润率	11.03%	11.10%	11.24%	11.45%	11.98%
税后净利润率 (归属母公司)	9.22%	9.35%	9.46%	9.64%	10.08%
ROA	14.26%	15.69%	15.25%	15.60%	16.40%
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.16%	28.27%	27.26%	28.31%	29.67%
经营性 ROIC	29.30%	35.19%	31.13%	33.53%	36.52%
偿债能力					
流动比率	1.95	1.91	1.95	1.92	1.95
速动比率	1.40	1.41	1.45	1.43	1.45
归属母公司权益/有息债务	-	-	252.69	-	-
有形资产/有息债务	-	-	429.36	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.59	2.03	2.32	2.71	3.24
每股红利	0.72	1.02	1.62	1.90	2.27
每股经营现金流	1.32	2.45	2.05	2.44	2.78
每股自由现金流(FCFF)	1.18	0.98	1.67	1.92	2.33
每股净资产	6.33	7.19	8.49	9.59	10.93
每股销售收入	17.28	21.74	24.47	28.16	32.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼