

**证券研究报告—动态报告**

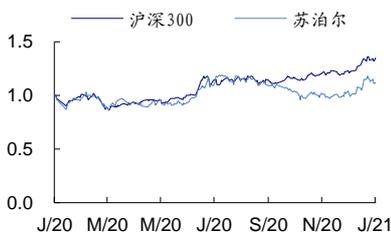
家用电器

小家电 II

**苏泊尔(002032)**
**买入**
**2020 年业绩预告点评**

(调高评级)

2021 年 01 月 22 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	821/612
总市值/流通(百万元)	65,933/49,166
上证综指/深圳成指	3,621/15,521
12 个月最高/最低(元)	88.80/62.66

**证券分析师: 陈伟奇**

电话: 0755-81982606

E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110004

**证券分析师: 王兆康**

电话: 0755-81983063

E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120004

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# Q4 明显恢复, 增长韧性十足

**● Q4 增长超预期, 业绩增长逾 20%**

苏泊尔预计 2020 年实现营收 185.96 亿元, 同比下降 6.33%; 归母净利润 17.84-19.14 亿元, 同比下降 7.08%-0.31%; 归母扣非净利 15.51-16.63 亿元, 同比下降 10.57%-4.11%。其中 Q4 预计实现营收 52.91 亿元, 同比增长 6.75%; 归母净利润 7.03-8.33 亿元, 同比增长 4.61%-23.96%; 归母扣非净利为 5.69-6.81 亿元, 同比增长 10.92%-32.75%, 取均值计算, **Q4 扣非净利同比增长 21.83%**。若排除新收入准则下销售抵减的影响, 公司 2020 年营收只同比下降 1.35%, Q4 营收 55.77 亿元, 同口径下同比增长 **12.50%**。

**● 疫情后实现强劲反弹, 外销或实现高速增长**

公司四季度以来开始加大线上渠道投入, 内销预计接近持平或正增长, 显示出公司强大的增长韧性。奥维云网数据显示, 10-12 月小家电线上销售同比增长 15.21%, 线下销售同比下降 28.84%, 整体同比微增 1.46%。预计苏泊尔增速已明显恢复, 彰显公司在过去多年发展中沉淀下的品牌影响力和高效执行力。**外销方面, 预计公司 Q4 保持高速增长。**根据关联交易调增公告, 10 月 26 日公司已向 SEB 销售商品 42 亿元, 离年度预计金额尚有 12.69 亿元, 预计 Q4 关联销售超 10+ 亿元。

**● 产品阵容持续扩大, 新媒体助力线上发展**

公司在产品创新上持续投入, 不断推出具有较强竞争优势的新品。炊具方面, 公司推出小黄人系列、辅食锅、置物架等, 助力品牌形象年轻化。电器方面, 公司推出母婴产品、原汁机等, 持续引领行业潮流。公司始终坚持线上线下协同发展, 在强化原有优势线下渠道的同时, 运用社交电商、直播、内容营销等方式, 在线上渠道取得显著成果。

**● 投资建议: 上调至“买入”评级**

公司外销稳健, 内销市占率有望提升, 根据公司预告及 Q4 表现, 预计 20-22 年净利润分别为 18.5/21.2/23.6 亿元, 对应 PE 为 36/31/28x, 上调为“买入”评级。

**● 风险提示: 新品推进不及预期; 行业竞争加剧; 海外发展不及预期。**
**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,851	19,853	18,596	21,156	23,517
(+/-%)	25.8%	11.2%	-6.3%	13.8%	11.2%
净利润(百万元)	1670	1920	1849	2115	2355
(+/-%)	27.7%	15.0%	-3.7%	14.4%	11.4%
摊薄每股收益(元)	2.03	2.34	2.25	2.58	2.87
EBIT Margin	10.3%	10.4%	11.3%	11.3%	11.3%
净资产收益率(ROE)	28.3%	28.1%	23.8%	24.0%	23.6%
市盈率(PE)	39.5	34.3	35.7	31.2	28.0
EV/EBITDA	36.2	32.5	31.8	28.0	25.3
市净率(PB)	11.16	9.64	8.50	7.48	6.60

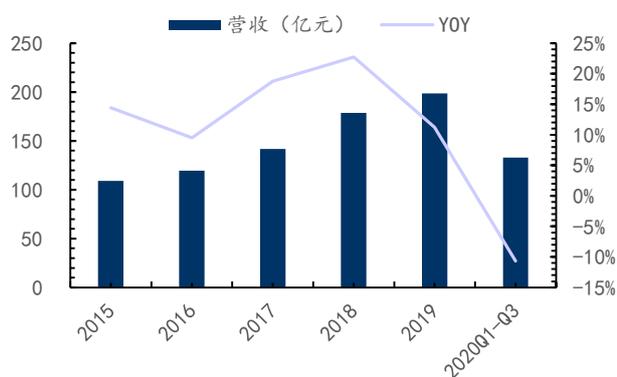
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

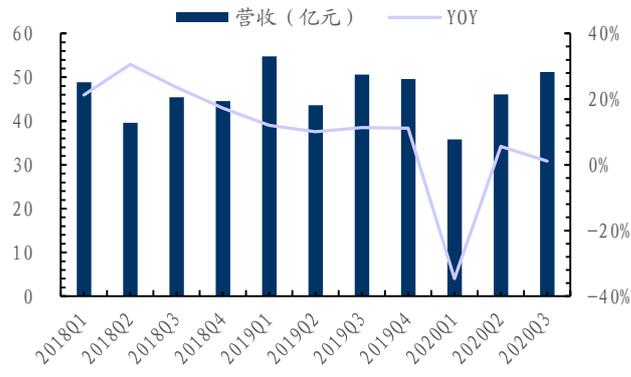
**表 1: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
000333.SZ	美的集团	100.10	7,037	3.47	3.66	3.97	4.57	28.82	27.37	25.22	21.92	买入
002242.SZ	九阳股份	32.70	251	1.07	1.19	1.38	1.57	23.43	27.51	23.63	20.81	无评级
002705.SZ	新宝股份	57.15	472	0.86	1.34	1.65	1.95	19.23	42.68	34.73	29.37	无评级
002959.SZ	小熊电器	127.80	199	2.23	3.00	3.75	4.72	31.05	42.67	34.08	27.08	无评级
平均								25.63	35.06	29.41	24.79	
002032.SZ	苏泊尔	80.30	659	2.34	2.25	2.58	2.87	34.34	35.67	31.18	27.99	买入

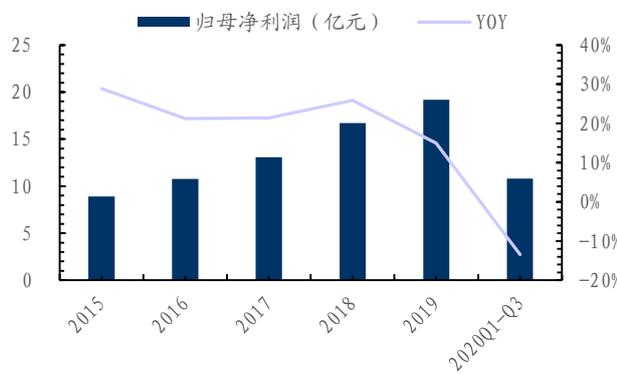
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测  
 注: 九阳股份、新宝股份、小熊电器暂采用 Wind 一致预期

**图 1: 公司营收及增速**


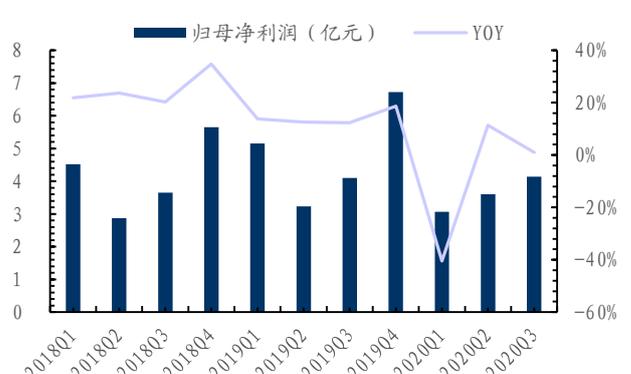
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**图 2: 公司单季度营收及增速**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

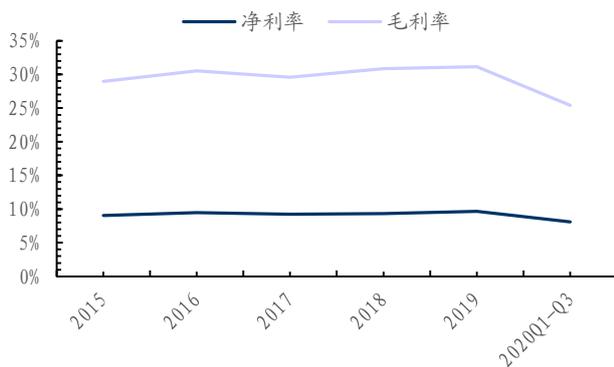
**图 3: 公司归母净利润及增速**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**图 4: 公司单季度归母净利润及增速**


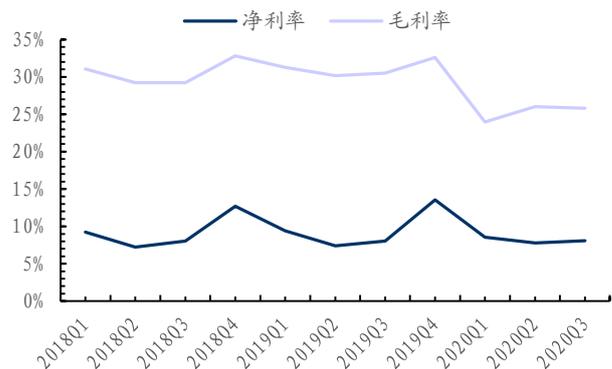
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率及净利率



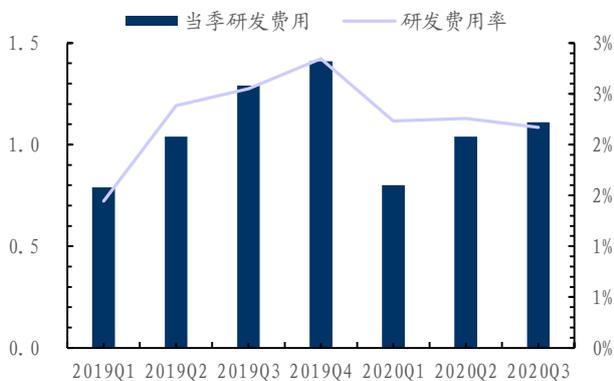
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率及净利率



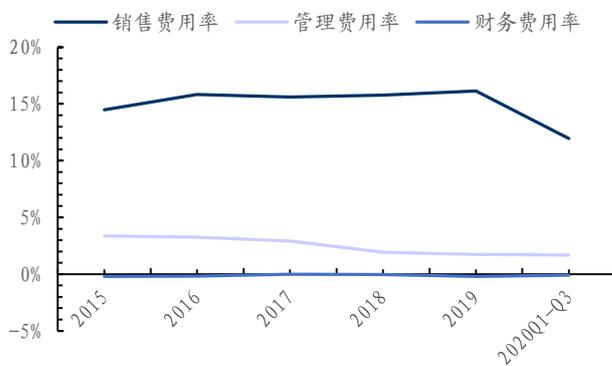
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司研发费用情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1308	2965	3519	3808	营业收入	19853	18596	21156	23517
应收款项	1811	2373	2559	2663	营业成本	13668	13476	14889	16558
存货净额	2248	2580	2712	2964	营业税金及附加	124	121	136	150
其他流动资产	3199	2357	2902	3332	销售费用	3206	2232	2962	3292
<b>流动资产合计</b>	<b>9830</b>	<b>10475</b>	<b>11933</b>	<b>13055</b>	管理费用	798	669	780	865
固定资产	1124	1402	1721	2076	财务费用	(43)	(43)	(65)	(73)
无形资产及其他	466	447	428	410	投资收益	67	77	72	75
投资性房地产	366	366	366	366	资产减值及公允价值变动	46	(18)	(10)	6
长期股权投资	62	64	66	67	其他收入	83	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11848</b>	<b>12754</b>	<b>14514</b>	<b>15974</b>	营业利润	2296	2200	2516	2805
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(23)	(11)	(11)	(15)
应付款项	3011	3101	3418	3746	<b>利润总额</b>	<b>2273</b>	<b>2190</b>	<b>2504</b>	<b>2790</b>
其他流动负债	1965	1918	2101	2352	所得税费用	358	345	394	440
<b>流动负债合计</b>	<b>4976</b>	<b>5020</b>	<b>5519</b>	<b>6098</b>	少数股东损益	(4)	(4)	(5)	(5)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1920</b>	<b>1849</b>	<b>2115</b>	<b>2355</b>
其他长期负债	27	28	29	33					
<b>长期负债合计</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>5003</b>	<b>5048</b>	<b>5549</b>	<b>6131</b>	净利润	1920	1849	2115	2355
少数股东权益	8	6	4	2	资产减值准备	(8)	17	11	14
股东权益	6836	7761	8818	9996	折旧摊销	124	132	164	195
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11848</b>	<b>12815</b>	<b>14371</b>	<b>16128</b>	公允价值变动损失	(46)	18	10	(6)
					财务费用	(43)	(43)	(65)	(73)
					营运资本变动	60	9	(352)	(190)
					其它	6	(19)	(13)	(16)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>2057</b>	<b>2005</b>	<b>1934</b>	<b>2352</b>
					资本开支	(361)	(426)	(485)	(539)
					其它投资现金流	(829)	1065	(40)	(48)
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(1192)</b>	<b>636</b>	<b>(526)</b>	<b>(589)</b>
					权益性融资	13	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(1050)	(924)	(1057)	(1178)
					其它融资现金流	1112	0	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(974)</b>	<b>(924)</b>	<b>(1057)</b>	<b>(1178)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(109)</b>	<b>1717</b>	<b>351</b>	<b>586</b>
					货币资金的期初余额	1417	1308	2965	3519
					货币资金的期末余额	1308	3025	3315	4105
					企业自由现金流	1557	1482	1340	1700
					权益自由现金流	2669	1518	1394	1762

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.34	2.25	2.58	2.87
每股红利	1.28	1.13	1.29	1.43
每股净资产	8.33	9.45	10.74	12.17
ROIC	32%	32%	34%	34%
ROE	28%	24%	24%	24%
毛利率	31%	28%	30%	30%
EBIT Margin	10%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	11%	12%	12%	12%
收入增长	11%	-6%	14%	11%
净利润增长率	15%	-4%	14%	11%
资产负债率	42%	39%	39%	38%
息率	1.6%	1.4%	1.6%	1.8%
P/E	34.3	35.7	31.2	28.0
P/B	9.6	8.5	7.5	6.6
EV/EBITDA	32.5	31.8	28.0	25.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032