

# 苏泊尔 (002032)

证券研究报告

2021年01月24日

## Q4 外销拉动收入增长，利润水平环比提升

**事件：**公司营业收入 185.96 亿元，同比-6.33%，归母净利润 17.84-19.14 亿元，同比下降 7.08%-0.31%，扣非净利润 15.51-16.63 亿元，同比下降 10.57%-4.11%。其中 Q4 营收 52.92 亿元，同比+6.7%，归母净利润 7.03-8.33 亿元，同比 4.7%-24.1%，扣非净利润 5.69-6.81 亿元，同比 11%-32.8%。

### Q4 外销需求旺盛拉动收入增长，内销线上占比提升

公司全年营收增速下滑除受到新冠肺炎疫情影响外，还受到执行新收入准则下销售抵减的影响。如果将“本报告期”的营业收入按“上年同期”的口径进行重算，则全年营业收入为 195.85 亿元，同比下降 1.35%，Q4 营收为 62.81 亿元，同比 26.7%。公司 Q4 营收和利润情况有所恢复，疫情带来的负面影响逐渐消散。

**外销方面，下半年外销需求旺盛拉动营收增长。**Q3 开始公司外销需求强势上升，Q4 正值海外黑五网一圣诞等大促节日，预计外销需求旺盛的情况仍有持续。公司于 10 月提升了 8.51 亿元的与 SEB 的关联交易额度至 54.8 亿元，若达成关联交易额度，则 20H2 的关联交易额将同比提升 30.5%。我们预计，外销订单对于 Q4 的增长贡献较大。

**内销方面，Q4 线上小家电特别是厨房小家电类销售情况良好，线上占比持续提升带动内销有所恢复。**公司双十一期间成交量突破 14.5 亿，再创新高。根据天猫数据显示，公司 Q4 线上生活电器+厨房电器品类销额同比为 27.5%，10/11/12 月同比分别为 26%/27%/29%，销额增速逐月上升。虽然 Q4 线上销售情况良好在一定程度上为营收做出贡献，但由于公司仍有部分产品在线下销售，根据奥维数据显示，线下 Q4 大部分线下小家电等产品行业增速仍为负值，因此我们预计公司线下渠道销售情况仍处于恢复状态。

### 外销毛利率水平较高，整体利润水平环比改善

公司 Q4 归母净利润同比为 4.7%-24.1%，扣非净利润同比 11%-32.8%。一方面，公司 Q4 外销情况较好，根据 20H1 中报显示外销毛利率高达 18%，且外销部分主要是与 SEB 的关联交易无需发生相应的销售费用，因此我们认为外销增长较好使公司利润水平环比上升；另一方面，我们预计公司 Q4 在线上营收规模的增长高于费用投入的增长，因此也在一定程度上提升了整体的利润水平。

**投资建议：**公司是国内厨房炊具和厨房小家电龙头企业，Q4 国内销售情况环比继续恢复，其中线上厨房小家电品类销售情况良好；外销增长拉动营收增速。利润方面，外销较高的毛利率以及线上营收规模的增加高于费用投入的增长提升了整体的利润水平。根据公司业绩预告的情况，我们认为 20 年外销的强劲增势将可能影响到 21 年营收和业绩增速，因此略下调了公司的营收水平，预计 20-22 年净利润为 18.22 亿元、20.3 亿元、22.15 亿元（20-22 年前值为 18.25 亿元、21.8 亿元、23.88 亿元），当前股价对应 20-22 年动态估值为 35.77x、32.12x、29.44x，维持“买入”评级。

**风险提示：**WMF 销售不达预期风险，新品销售不及预期，原材料涨价风险等。

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	79.4 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	821.08
流通 A 股股本(百万股)	612.28
A 股总市值(百万元)	65,194.06
流通 A 股市值(百万元)	48,615.05
每股净资产(元)	8.00
资产负债率(%)	39.05
一年内最高/最低(元)	88.80/62.66

### 作者

蔡雯娟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516100008  
caiwenjuan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《苏泊尔-季报点评:海外复苏外贸订单增势强，准则变动影响毛利率水平》2020-10-27
- 《苏泊尔-半年报点评:Q2 营收逐步恢复，疫情短期影响现金流水平》2020-08-28
- 《苏泊尔-公司点评:Q2 有序复工复产，所得税变化影响净利率》2020-07-23

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,851.26	19,853.48	18,593.81	20,713.16	22,629.27
增长率(%)	25.83	11.22	(6.34)	11.40	9.25
EBITDA(百万元)	2,387.78	2,744.14	3,000.23	2,402.01	2,625.18
净利润(百万元)	1,669.87	1,919.91	1,822.42	2,029.81	2,214.53
增长率(%)	27.70	14.97	(5.08)	11.38	9.10
EPS(元/股)	2.03	2.34	2.22	2.47	2.70
市盈率(P/E)	39.04	33.96	35.77	32.12	29.44
市净率(P/B)	11.04	9.54	8.63	7.93	7.26
市销率(P/S)	3.65	3.28	3.51	3.15	2.88
EV/EBITDA	17.17	21.91	20.82	25.80	23.42

资料来源：wind，天风证券研究所

## 事件

公司营业收入 185.96 亿元，同比-6.33%，归母净利润 17.84-19.14 亿元，同比下降 7.08%-0.31%，扣非净利润 15.51-16.63 亿元，同比下降 10.57%-4.11%。

其中 Q4 营收 52.92 亿元，同比+6.7%，归母净利润 7.03-8.33 亿元，同比 4.7%-24.1%，扣非净利润 5.69-6.81 亿元，同比 11%-32.8%。

## Q4 外销需求旺拉动收入增长，内销线上占比提升

公司全年营收增速下滑除受到新冠肺炎疫情影响外，还受到执行新收入准则下销售抵减的影响。如果将“本报告期”的营业收入按“上年同期”的口径进行重算，则全年营业收入为 195.85 亿元，同比下降 1.35%，Q4 营收为 62.81 亿元，同比 26.7%。公司 Q4 营收和利润情况有所恢复，疫情带来的负面影响逐渐消散。

外销方面，下半年外销需求旺盛拉动营收增长。Q3 开始公司外销需求强势上升，Q4 正值海外黑五网一圣诞等大促节日，预计外销需求旺盛的情况仍有持续。公司于 10 月提升了 8.51 亿元的与 SEB 的关联交易额度至 54.8 亿元，若达成关联交易额度，则 20H2 的关联交易额将同比提升 30.5%。我们预计，外销订单对于 Q4 的增长贡献较大。

内销方面，Q4 线上小家电特别是厨房小家电类销售情况良好，线上占比持续提升带动内销有所恢复。公司双十一期间成交量突破 14.5 亿，再创新高。根据天猫数据显示，公司 Q4 线上生活电器+厨房电器品类销额同比为 27.5%，10/11/12 月同比分别为 26%/27%/29%，销额增速逐月上升。Q4 厨房电器和生活电器销额同比分别为 28.3%和 18.3%，厨房电器中破壁机销额增速贡献较多，同比为 87.44%，小品类中多功能锅保持高速增长，销额同比 240.4%；豆浆机和电炖锅保持双位数增长，销额同比为 25.04%和 16.72%；电饭煲和养生壶品类增速平稳，销额同比为 5.91%和 5.9%。生活电器中吸尘器品类增速亮眼，销额同比为 203%。虽然 Q4 线上销售情况良好在一定程度上为营收做出贡献，但由于公司仍有部分产品在线下销售，根据奥维数据显示，线下 Q4 大部分线下小家电等产品行业增速仍为负值，因此我们预计公司线下渠道销售情况仍处于恢复状态。

## 外销毛利率水平较高，整体利润水平环比改善

公司 Q4 归母净利润同比为 4.7%-24.1%，扣非净利润同比 11%-32.8%。一方面，公司 Q4 外销情况较好，根据 20H1 中报显示外销毛利率高达 18%，且外销部分主要是与 SEB 的关联交易无需发生相应的销售费用，因此我们认为外销增长较好使公司利润水平环比上升；另一方面，我们预计公司 Q4 在线上营收规模的增长高于费用投入的增长，因此也在一定程度上提升了整体的利润水平。

## 投资建议

公司是国内厨房炊具和厨房小家电龙头企业，Q4 国内销售情况环比继续恢复，其中线上厨房小家电品类销售情况良好；外销增长拉动营收增速。利润方面，外销较高的毛利率以及线上营收规模的增加高于费用投入的增长提升了整体的利润水平。根据公司业绩预告的情况，我们认为 20 年外销的强劲增势将可能影响到 21 年营收和业绩增速，因此略下调了公司的营收水平，预计 20-22 年净利润为 18.22 亿元、20.3 亿元、22.15 亿元（20-22 年前值为 18.25 亿元、21.8 亿元、23.88 亿元），当前股价对应 20-22 年动态估值为 35.77x、32.12x、29.44x，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,416.76	1,308.13	1,189.92	1,828.72	2,207.74
应收票据及应收账款	2,428.80	1,796.91	2,866.51	3,462.52	3,451.98
预付账款	216.57	278.55	266.15	314.86	305.76
存货	2,361.65	2,247.61	2,384.79	2,666.48	2,960.81
其他	2,569.53	4,198.76	3,374.26	3,441.28	3,743.74
<b>流动资产合计</b>	<b>8,993.32</b>	<b>9,829.96</b>	<b>10,081.62</b>	<b>11,713.85</b>	<b>12,670.02</b>
长期股权投资	60.65	61.92	61.92	61.92	61.92
固定资产	868.30	908.98	970.13	1,014.35	1,035.41
在建工程	40.56	215.17	165.10	147.06	118.24
无形资产	397.27	465.55	447.85	430.16	412.46
其他	273.07	366.38	282.38	305.42	316.78
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,639.84</b>	<b>2,017.99</b>	<b>1,927.38</b>	<b>1,958.91</b>	<b>1,944.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,633.16</b>	<b>11,847.95</b>	<b>12,009.00</b>	<b>13,672.76</b>	<b>14,614.84</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,953.81	3,011.46	2,491.63	3,407.04	3,237.50
其他	1,754.37	1,964.61	1,931.89	2,010.07	2,349.84
<b>流动负债合计</b>	<b>4,708.18</b>	<b>4,976.07</b>	<b>4,423.52</b>	<b>5,417.11</b>	<b>5,587.34</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.91	27.27	23.42	22.87	24.52
<b>非流动负债合计</b>	<b>17.91</b>	<b>27.27</b>	<b>23.42</b>	<b>22.87</b>	<b>24.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,726.09</b>	<b>5,003.34</b>	<b>4,446.95</b>	<b>5,439.98</b>	<b>5,611.86</b>
少数股东权益	(0.27)	8.20	6.30	16.13	25.91
股本	821.24	821.12	821.08	821.08	821.08
资本公积	139.53	194.63	194.63	194.63	194.63
留存收益	5,114.45	6,039.95	6,734.67	7,395.57	8,155.98
其他	(167.89)	(219.29)	(194.63)	(194.63)	(194.63)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,907.07</b>	<b>6,844.61</b>	<b>7,562.05</b>	<b>8,232.78</b>	<b>9,002.98</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,633.16</b>	<b>11,847.95</b>	<b>12,009.00</b>	<b>13,672.76</b>	<b>14,614.84</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,668.78	1,915.65	1,822.42	2,029.81	2,214.53
折旧摊销	121.20	125.20	66.61	71.51	75.46
财务费用	(0.93)	(1.35)	(11.01)	20.71	22.63
投资损失	(86.90)	(67.25)	(83.17)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(689.45)	(858.32)	(836.78)	(193.49)	(305.10)
其它	1,000.96	619.02	24.14	10.00	10.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,013.66</b>	<b>1,732.94</b>	<b>982.21</b>	<b>1,888.55</b>	<b>1,967.52</b>
资本支出	248.58	399.56	63.85	80.56	48.35
长期投资	2.82	1.27	0.00	0.00	0.00
其他	(755.46)	(1,267.70)	(72.30)	59.49	(159.88)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(504.06)</b>	<b>(866.87)</b>	<b>(8.45)</b>	<b>140.05</b>	<b>(111.54)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	74.20	102.01	35.63	(20.71)	(22.63)
其他	(1,042.77)	(1,140.22)	(1,127.60)	(1,369.08)	(1,454.34)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(968.57)</b>	<b>(1,038.21)</b>	<b>(1,091.98)</b>	<b>(1,389.80)</b>	<b>(1,476.97)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>541.03</b>	<b>(172.14)</b>	<b>(118.22)</b>	<b>638.80</b>	<b>379.02</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>17,851.26</b>	<b>19,853.48</b>	<b>18,593.81</b>	<b>20,713.16</b>	<b>22,629.27</b>
营业成本	12,341.94	13,668.23	12,700.75	14,156.83	15,495.80
营业税金及附加	113.76	123.74	92.03	124.28	124.46
营业费用	2,813.29	3,206.04	2,230.58	3,210.54	3,507.54
管理费用	344.81	345.73	312.59	372.84	396.01
研发费用	402.63	452.56	422.45	528.19	565.73
财务费用	(5.54)	(43.33)	(11.01)	20.71	22.63
资产减值损失	46.01	(38.50)	11.10	40.00	40.00
公允价值变动收益	(10.29)	4.56	26.14	0.00	0.00
投资净收益	86.90	67.25	83.17	50.00	50.00
其他	(264.18)	(229.11)	552.86	(190.00)	(190.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,981.93</b>	<b>2,296.30</b>	<b>2,173.15</b>	<b>2,399.78</b>	<b>2,617.10</b>
营业外收入	11.14	4.57	0.00	0.00	0.00
营业外支出	11.54	27.41	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1,981.54</b>	<b>2,273.46</b>	<b>2,176.30</b>	<b>2,399.78</b>	<b>2,617.10</b>
所得税	312.76	357.80	355.88	359.97	392.56
<b>净利润</b>	<b>1,668.78</b>	<b>1,915.65</b>	<b>1,820.42</b>	<b>2,039.81</b>	<b>2,224.53</b>
少数股东损益	(1.09)	(4.26)	(2.00)	10.00	10.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,669.87</b>	<b>1,919.91</b>	<b>1,822.42</b>	<b>2,029.81</b>	<b>2,214.53</b>
每股收益(元)	2.03	2.34	2.22	2.47	2.70

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.83%	11.22%	-6.34%	11.40%	9.25%
营业利润	25.87%	15.86%	-5.36%	10.43%	9.06%
归属于母公司净利润	27.70%	14.97%	-5.08%	11.38%	9.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.86%	31.15%	31.69%	31.65%	31.52%
净利率	9.35%	9.67%	9.80%	9.80%	9.79%
ROE	28.27%	28.08%	24.12%	24.70%	24.67%
ROIC	57.32%	50.20%	46.37%	42.69%	44.89%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.45%	42.23%	37.03%	39.79%	38.40%
净负债率	-23.98%	-19.11%	-15.74%	-22.21%	-24.52%
流动比率	1.91	1.98	2.28	2.16	2.27
速动比率	1.41	1.52	1.74	1.67	1.74
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.93	9.40	7.97	6.55	6.55
存货周转率	7.85	8.61	8.03	8.20	8.04
总资产周转率	1.80	1.77	1.56	1.61	1.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.03	2.34	2.22	2.47	2.70
每股经营现金流	2.45	2.11	1.20	2.30	2.40
每股净资产	7.19	8.33	9.20	10.01	10.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	39.04	33.96	35.77	32.12	29.44
市净率	11.04	9.54	8.63	7.93	7.26
EV/EBITDA	17.17	21.91	20.82	25.80	23.42
EV/EBIT	18.07	22.94	21.29	26.59	24.11

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com