

## 外销增速亮眼，经营持续改善

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2020年年度报告, 报告期内公司实现营收186亿元, 同比减少6.3%, 主要受新收入准则下销售抵减的影响(若刨除会计准则变化影响, 则营业收入同比下降1.4%); 实现归母净利润18.5亿元, 同比减少3.8%; 实现扣非后归母净利润16亿元, 同比减少8%。单季度来看, Q4公司实现营收52.9亿元, 同比增长6.8%, Q4营收环比提升; 归母净利润7.7亿元, 同比增长14%, 扣非后归母净利润6.1亿, 同比增长19.6%。公司拟每10股派现金红利12.9元(含税), 分红比例为79.1%。
- 外销增长亮眼, 营收总体略有下滑。** 分产品来看, 报告期内公司炊具/电器实现营收55.1/129.2亿元, 同比下降10.3%/4.5%。受到新冠疫情影响, 线下零售门店客流量下降, 但是通过新品的不断拓展, 公司终端零售表现优于行业平均水平。根据GFK以及中怡康数据显示, 公司炒锅、高压锅、煎锅等炊具品类线下合计市场份额达到了49.2%, 同比提升1.4pp; 电饭煲、电压力锅、电磁炉等电器产品合计市场份额达到了18.9%, 稳居行业第二。分地区来看, 得益于海外需求提升, SEB集团订单持续转移, 以及疫情海外蔓延, 炊具以及电器等供应转向中国, 公司外销呈现高速增长。报告期内公司外销实现收入57.3亿元, 同比增长12%; 内销实现收入128.7亿元, 同比减少12.7%。
- 费用率总体平稳, 盈利能力略有提升。** 报告期内, 公司综合毛利率为26.4%, 同比下降4.7pp。除新冠疫情以及会计准则变化的影响, 我们认为公司毛利率的下滑还受到产品结构变化的影响。报告期内, 公司内销/外销毛利率分别为29.4%/19.7%, 同比变动-6pp/+0.9pp。盈利能力相对较低的外销占比提升, 带动公司整体毛利率下行。2020年公司外销占比为30.8%, 同比提升5.1pp。费用率方面, 受会计准则变化, 销售费用率同比减少4.7pp; 管理费用率和财务费用率维持相对稳定。综合来看, 2020年公司净利率为9.9%, 同比提升0.3PP。
- 线上线下协同发展, 完善渠道布局。** 公司巩固线下渠道优势, 持续开拓三四级市场, 提升网点的覆盖率和覆盖密度, 进一步加强和电商平台在O2O渠道的合作, 扩大单店产出。同时发力线上渠道, 积极应对主动求变, 推进直播、内购和微信秒杀等营销活动, 拥抱渠道变革, 多触点贴近年轻消费群体, 持续提升线上的销售规模和市占率。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为2.59 / 2.94 / 3.3元, 未来三年归母净利润将保持13.6%的复合增长率。随着疫情影响减弱, 线下客流量逐步恢复, 预期公司线下渠道恢复快速增长, 线上维持稳定增长, 维持“持有”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动风险、人民币汇率或大幅波动风险。

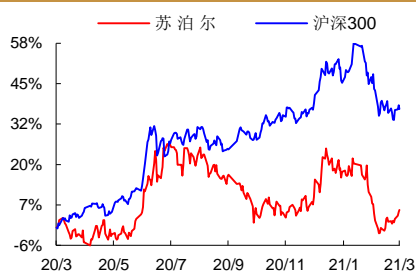
| 指标/年度         | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 18596.94 | 21620.21 | 24123.59 | 26927.77 |
| 增长率           | -6.33%   | 16.26%   | 11.58%   | 11.62%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1846.22  | 2124.72  | 2412.42  | 2709.58  |
| 增长率           | -3.84%   | 15.09%   | 13.54%   | 12.32%   |
| 每股收益EPS(元)    | 2.25     | 2.59     | 2.94     | 3.30     |
| 净资产收益率ROE     | 25.46%   | 22.57%   | 20.40%   | 18.64%   |
| PE            | 32       | 28       | 24       | 22       |
| PB            | 8.12     | 6.25     | 4.98     | 4.05     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn  
联系人: 夏勤  
电话: 023-63786049  
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 8.21      |
| 流通A股(亿股)    | 6.12      |
| 52周内股价区间(元) | 65.3-85.7 |
| 总市值(亿元)     | 587.49    |
| 总资产(亿元)     | 122.92    |
| 每股净资产(元)    | 8.77      |

### 相关研究

- 苏泊尔(002032): Q4增速环比提升, 未来经营可期 (2021-02-25)
- 苏泊尔(002032): 线上持续发力, Q3维持正增长 (2020-10-27)
- 苏泊尔(002032): Q2营收转正, 期待业绩重回增长轨道 (2020-08-28)
- 苏泊尔(002032): 2019年业绩稳健, 疫情冲击短期销售承压 (2020-04-29)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                 |                 |                 |                 | 现金流量表 (百万元)       |                 |                |                |                |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           |                   | 2020A           | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 营业收入          | 18596.94        | 21620.21        | 24123.59        | 26927.77        | 净利润               | 1842.62         | 2120.58        | 2407.72        | 2704.30        |
| 营业成本          | 13683.28        | 15848.05        | 17664.13        | 19733.67        | 折旧与摊销             | 132.38          | 163.76         | 170.20         | 177.21         |
| 营业税金及附加       | 103.34          | 130.89          | 143.48          | 157.61          | 财务费用              | -9.03           | -58.72         | -98.97         | -151.11        |
| 销售费用          | 2123.75         | 2378.22         | 2653.59         | 2962.05         | 资产减值损失            | -15.91          | -3.00          | -3.00          | -3.00          |
| 管理费用          | 317.73          | 864.81          | 964.94          | 1077.11         | 经营营运资本变动          | -907.24         | -997.62        | -516.59        | -575.32        |
| 财务费用          | -9.03           | -58.72          | -98.97          | -151.11         | 其他                | 1033.76         | -47.90         | -82.91         | -81.53         |
| 资产减值损失        | -15.91          | -3.00           | -3.00           | -3.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>2076.59</b>  | <b>1177.11</b> | <b>1876.44</b> | <b>2070.55</b> |
| 投资收益          | 64.14           | 65.00           | 65.00           | 65.00           | 资本支出              | -236.23         | -95.00         | -95.00         | -95.00         |
| 公允价值变动损益      | 27.07           | 13.34           | 16.45           | 17.18           | 其他                | 85.36           | 78.34          | 81.45          | 82.18          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-150.87</b>  | <b>-16.66</b>  | <b>-13.55</b>  | <b>-12.82</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>2197.08</b>  | <b>2538.30</b>  | <b>2880.86</b>  | <b>3233.62</b>  | 短期借款              | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 3.24            | -6.06           | -5.76           | -4.36           | 长期借款              | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>2200.32</b>  | <b>2532.24</b>  | <b>2875.11</b>  | <b>3229.26</b>  | 股权融资              | 32.19           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 357.69          | 411.65          | 467.39          | 524.96          | 支付股利              | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 净利润           | 1842.62         | 2120.58         | 2407.72         | 2704.30         | 其他                | -1497.09        | 97.75          | 98.97          | 151.11         |
| 少数股东损益        | -3.60           | -4.14           | -4.70           | -5.28           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-1464.90</b> | <b>97.75</b>   | <b>98.97</b>   | <b>151.11</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 1846.22         | 2124.72         | 2412.42         | 2709.58         | <b>现金流量净额</b>     | <b>421.65</b>   | <b>1258.20</b> | <b>1961.87</b> | <b>2208.84</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                 |                 |                 |                 | 财务分析指标            |                 |                |                |                |
|               | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           |                   | 2020A           | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 货币资金          | 1719.79         | 2977.98         | 4939.85         | 7148.70         | <b>成长能力</b>       |                 |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 2693.01         | 2884.74         | 3238.81         | 3660.41         | 销售收入增长率           | -6.33%          | 16.26%         | 11.58%         | 11.62%         |
| 存货            | 2409.30         | 2763.02         | 3087.25         | 3453.99         | 营业利润增长率           | -4.32%          | 15.53%         | 13.50%         | 12.24%         |
| 其他流动资产        | 3294.72         | 3438.11         | 3822.77         | 4253.66         | 净利润增长率            | -3.81%          | 15.09%         | 13.54%         | 12.32%         |
| 长期股权投资        | 64.45           | 64.45           | 64.45           | 64.45           | EBITDA 增长率        | -2.43%          | 13.92%         | 11.68%         | 10.42%         |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1275.71         | 1235.98         | 1189.82         | 1136.64         | 毛利率               | 26.42%          | 26.70%         | 26.78%         | 26.72%         |
| 无形资产和开发支出     | 461.80          | 432.93          | 404.06          | 375.19          | 三费率               | 13.08%          | 14.73%         | 14.59%         | 14.44%         |
| 其他非流动资产       | 373.49          | 373.33          | 373.17          | 373.00          | 净利率               | 9.91%           | 9.81%          | 9.98%          | 10.04%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>12292.27</b> | <b>14170.55</b> | <b>17120.17</b> | <b>20466.04</b> | ROE               | 25.46%          | 22.57%         | 20.40%         | 18.64%         |
| 短期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 14.99%          | 14.96%         | 14.06%         | 13.21%         |
| 应付和预收款项       | 3734.08         | 4232.31         | 4714.31         | 5287.60         | ROIC              | 28.96%          | 27.96%         | 27.81%         | 28.33%         |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 12.48%          | 12.23%         | 12.24%         | 12.11%         |
| 其他负债          | 1321.46         | 541.90          | 601.81          | 670.08          | <b>营运能力</b>       |                 |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>5055.55</b>  | <b>4774.21</b>  | <b>5316.11</b>  | <b>5957.68</b>  | 总资产周转率            | 1.54            | 1.63           | 1.54           | 1.43           |
| 股本            | 821.08          | 821.08          | 821.08          | 821.08          | 固定资产周转率           | 17.40           | 18.01          | 21.06          | 24.72          |
| 资本公积          | 226.86          | 226.86          | 226.86          | 226.86          | 应收账款周转率           | 9.24            | 9.56           | 9.84           | 9.69           |
| 留存收益          | 6604.24         | 8728.96         | 11141.38        | 13850.95        | 存货周转率             | 5.81            | 6.10           | 5.99           | 5.99           |
| 归属母公司股东权益     | 7200.94         | 9364.70         | 11777.11        | 14486.69        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 107.38%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 35.78           | 31.64           | 26.94           | 21.67           | <b>资本结构</b>       |                 |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>7236.72</b>  | <b>9396.34</b>  | <b>11804.06</b> | <b>14508.36</b> | 资产负债率             | 41.13%          | 33.69%         | 31.05%         | 29.11%         |
| 负债和股东权益合计     | 12292.27        | 14170.55        | 17120.17        | 20466.04        | 带息债务/总负债          | 0.00%           | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 2.01            | 2.54           | 2.85           | 3.12           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.53            | 1.96           | 2.27           | 2.54           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                |                |                |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 2.25            | 2.59           | 2.94           | 3.30           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 8.81            | 11.44          | 14.38          | 17.67          |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 2.53            | 1.43           | 2.29           | 2.52           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                |                |
|               | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           |                   |                 |                |                |                |
| EBITDA        | 2320.43         | 2643.34         | 2952.09         | 3259.73         |                   |                 |                |                |                |
| PE            | 31.82           | 27.65           | 24.35           | 21.68           |                   |                 |                |                |                |
| PB            | 8.12            | 6.25            | 4.98            | 4.05            |                   |                 |                |                |                |
| PS            | 3.16            | 2.72            | 2.44            | 2.18            |                   |                 |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 24.37           | 20.91           | 18.06           | 15.68           |                   |                 |                |                |                |
| 股息率           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |                   |                 |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下       |
|      | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376   | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 地区销售总监  | 18601139362   | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚 | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |