

证券研究报告—动态报告

家用电器

苏泊尔(002032)

买入

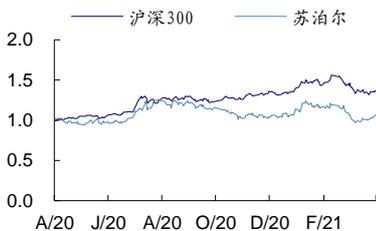
小家电 II

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 02 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)	59,767/44,558
上证综指/深圳成指	3,466/13,980
12 个月最高/最低(元)	88.80/63.80

相关研究报告:

《苏泊尔-002032-2020 年业绩预告点评: Q4 明显恢复, 增长韧性十足》——2021-01-22

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 反弹提速, 龙头尽显本色

● Q4 增长提速, 业绩表现超预期

公司 2020 年实现营收 185.97 亿元/-6.33%, 归母净利润为 18.46 亿元/-3.84%, 扣非归母净利润为 15.95 亿元/-8.02%, 拟每 10 股派现金红利 12.90 元(含税), 符合此前业绩快报。其中 Q4 实现营收 52.92 亿元/+6.76%, 归母净利润为 7.65 亿元/+13.97%, 扣非归母净利润为 6.13 亿元/+19.57%。若排除新收入准则下销售抵减的影响, 公司 2020 年营收同比只下降 1.35%, Q4 营收 55.76 亿元, 同口径下同比增长 12.50%。

● 外销稳健增长, 盈利保持稳定

外销基本盘延续增长, 内销各业务保持领先。内销方面, 公司持续加大线上渠道的建设, 完善直播、社交电商等多渠道布局, 国内实现营收 128.70 亿元/-12.71%, 考虑到销售递减的影响, 下滑应只有个位数水平。外销方面, 大股东 SEB 的订单持续向公司转移, 外销实现收入 57.27 亿元/+12.08%, 其中向 SEB 的关联销售额为 54.55 亿元/+15.05%。分板块来看, 电器业务表现相对较好, 各业务持续保持行业领先地位。全年炊具业务实现收入 55.06 亿元/-10.31%, 电器业务实现收入 129.15 亿元/-4.51%。炊具线上线下保持行业第一的领先地位, 电器业务持续保持行业前列, 份额有所提升。盈利方面, 排除销售抵减的影响, 2020 年毛利率为 30.14%/-1.02pct。费用投放基本稳定, 同口径下期间费用率为 20.77%/+0.82pct。全年归母净利率为 9.93%/+0.26pct, 归母扣非净利率为 8.58%/-0.16pct。

● 产品推新表现亮眼, 渠道品牌持续优化

公司产品研发实力雄厚, 不断推出新品, 渠道和品牌建设卓有成效。公司立足“以消费者为中心”, 借助大数据, 深度挖掘细分人群和多场景下的用户需求, 不断推出有竞争力的新品, 扩展新的品类。渠道方面, 公司优化电商店铺布局, 借力社交电商及直播; 促进线上线下融合发展。品牌方面, 持续推进品牌年轻化, 加大互联网营销资源投入, 不断打造 IP 联名爆款, 开展私域流量的运营, 扩大品牌影响力。

● 小家电龙头稳健向上, 维持“买入”评级

公司外销稳健, 内销份额有望增长, 维持盈利预测, 预计 21-23 年 EPS 为 2.58/2.88/3.17 元/股, 对应 PE 为 28/25/23x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 新品推进不及预期、行业竞争加剧、汇率大幅波动。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,853	18,597	22,591	25,145	27,484
(+/-%)	11.2%	-6.3%	13.8%	11.3%	9.3%
净利润(百万元)	1920	1846	2,119	2,365	2,599
(+/-%)	15.0%	-3.8%	14.8%	11.6%	9.9%
摊薄每股收益(元)	2.34	2.25	2.58	2.88	3.17
EBIT Margin	10.4%	10.4%	10.6%	10.7%	10.8%
净资产收益率(ROE)	28.1%	25.6%	27.0%	27.7%	27.9%
市盈率(PE)	31.1	32.37	28.21	25.27	23.00
EV/EBITDA	29.7	31.5	25.7	23.1	21.3
市净率(PB)	8.74	8.30	7.63	6.99	6.41

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

**Q4 增长提速, 业绩表现超预期。**公司 2020 年实现营收 185.97 亿元/-6.33%, 归母净利为 18.46 亿元/-3.84%, 扣非归母净利为 15.95 亿元/-8.02%, 拟每 10 股派现金红利 12.90 元 (含税), 符合此前业绩快报。其中 Q4 实现营收 52.92 亿元/+6.76%, 归母净利为 7.65 亿元/+13.97%, 扣非归母净利为 6.13 亿元/+19.57%。若排除新收入准则下销售抵减的影响, 公司 2020 年营收同比只下降 1.35%, Q4 营收 55.76 亿元, 同口径下同比增长 12.50%。

图 1: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及同比增速



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同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**外销基本盘延续增长, 内销各业务保持领先。**国内方面, 公司炊具和小家电业务受到疫情带来的线下流量下滑的冲击, 但公司持续加大线上渠道的建设, 完善直播、社交电商等多渠道布局, 国内实现营收 128.70 亿元/-12.71%, 考虑到销售递减的影响, 下滑只有个位数水平。海外方面, 大股东 SEB 的订单持续向公司转移, 外销实现收入 57.27 亿元/+12.08%, 其中向 SEB 的关联销售额为 54.55 亿元/+15.05%。公司预计 2021 年向 SEB 的关联销售额为 66.65 亿元, 比 2020 年实际发生额增长 22.18%。

图 5: 公司内销收入及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

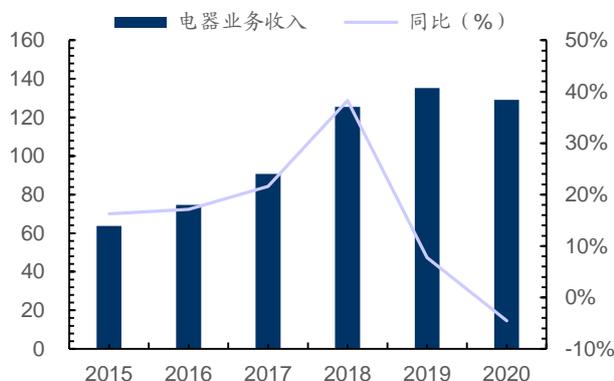
图 6: 公司外销收入及向 SEB 关联销售情况 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

分板块来看, 电器业务表现相对较好, 炊具、电器销售持续保持行业领先地位。公司全年炊具业务实现收入 55.06 亿元/-10.31%, 电器业务实现收入 129.15 亿元/-4.51%。但公司依托于新品类的扩展和强大的渠道优势, 线上线下的市场份额依然稳居前列。公司推出风冷小快电饭煲、IH 猛火快速电压力锅、芯铁二代炒锅、可拆静音破壁机等新品, 扩展空气炸锅、三明治机、电热水杯、消杀系列等新品类。根据 GFK 数据显示, 公司炊具炒锅、高压锅、煎锅等七大品类线下市占率达到 49.2%, 同比提升 1.4pct, 领先优势进一步扩大; 奥维云网数据显示, 公司电饭煲、电压力锅、电磁炉、电水壶等十二大品类线上市场份额为 18.9%, 位居行业第二, 炊具线上品类保持行业第一。

图 7: 公司电器业务收入及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

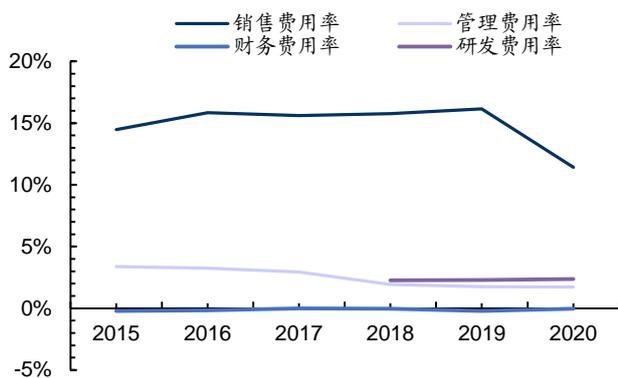
图 8: 公司炊具业务收入及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

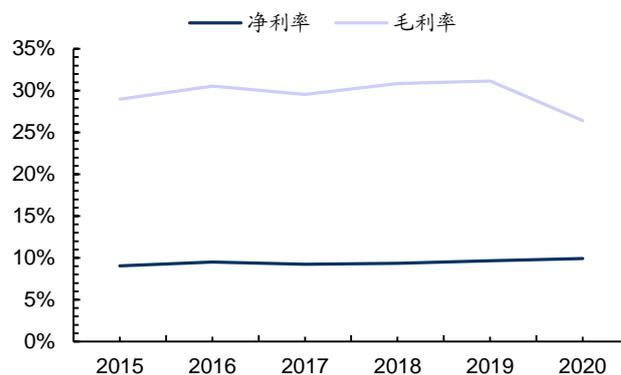
内销毛利率受疫情和销售抵减影响有所下滑, 但盈利能力保持稳定。2020 年公司毛利率为 26.42%/-4.73pct, 若排除销售抵减的影响, 毛利率为 30.14%, 同比下滑 1.02pct。毛利率下滑主要缘于疫情期间, 公司在武汉的工厂无法正常开工, 受疫情影响较大。费用方面, 公司费用投放基本保持稳定, 同口径下销售费用率为 16.74%/+0.59pct, 管理费用率为 1.71%/-0.03pct, 财务费用率为 -0.05%/+0.17pct, 研发费用率为 2.38%/+0.10pct。销售费用增加主要来源于直播等线上投放增加, 财务费用则受到人民币汇率升值的影响, 全年汇兑损失 0.2 亿元, 而去年实现汇兑收益 135 万元。2020 年公司归母净利率为 9.93%/+0.26pct, 归母扣非净利润率为 8.58%/-0.16pct, 盈利能力较为稳定。

图 9: 公司费用率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

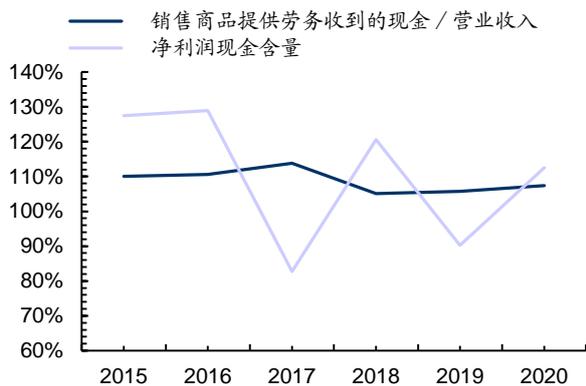
图 10: 公司毛/净利率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

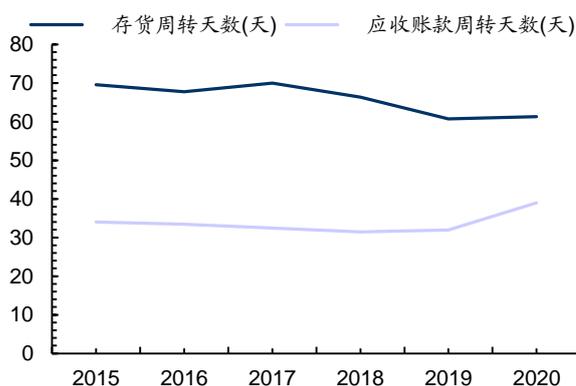
**现金流稳健向好, 周转略有下滑。**2020 年公司经营活动现金流量净额为 20.77 亿元/+19.83%, 营业收入的现金含量为 107.39%/+1.68pct, 净利润的现金含量为 112.48%/+22.22pct。周转方面, 公司存货周转天数达到 61.26 天/+0.56 天, 应收账款周转天数为 38.96 天/+7.01 天, 应付账款周转天数为 82.40 天/+3.84 天, 营业周期为 100.22 天/+7.57 天。虽然受到疫情影响, 公司的周转情况有所下降, 但依然处于近十年较好的水平。

图 11: 公司经营性现金流情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司流动资产周转情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**新任总经理有望在营销和品牌建设上为公司注入新的活力。**公司前任总经理苏明瑞先生因个人原因申请辞去公司总经理职务, 辞职后不再担任公司任何职务。公司董事会聘任张国华先生为新任总经理。张国华历任中国飞鹤有限公司国际业务部董事长兼总裁, 雀巢公司大中华区董事长兼首席执行官等职务, 曾一手奠定惠氏奶粉业务在中国的辉煌, 打造了启赋和 S-26 等品牌, 对快消品行业有着深刻的认识。他的加盟有望助力公司在营销和品牌建设上的突破, 帮助公司更好地应对小家电快消品潮流下的产品定位和宣传问题, 加快品牌年轻化。

**公司产品研发实力雄厚, 不断推出新品, 渠道和品牌建设卓有成效。**公司立足“以消费者为中心”的创新战略和新品发展战略, 借助大数据, 深度挖掘细分人群和多场景下的用户需求, 不断推出有竞争力的新品。炊具方面, 全新进入婴童新品类, 围绕辅食锅、哺喂用品, 打造婴童健康辅食烹饪专家定位; 扩展砧板、小工具、烘焙等新品类, 顺应疫情下新需求。电器方面, 新推出风冷小快电饭煲、多功能系列料理锅等, 开发电热烧烤炉、磨粉机、和面机等新品类, 持续满足消费者的需求。渠道方面, 公司加大电商渠道的建设力度, 优化电商

店铺布局，借力社交电商及直播；线下渠道方面则发挥出代理商的优势，推动线上线下融合发展。品牌方面，公司持续推进品牌年轻化，加大互联网营销资源投入，打造 IP 联名爆款，吸引年轻消费者的关注度，树立品牌影响力和传播力；成立会员中心，开展私域流量的运营。

**投资建议：小家电龙头稳健向上，维持“买入”评级。**公司外销稳健，内销份额有望延续上升势头，维持盈利预测，预计 21-23 年 EPS 为 2.58/2.88/3.17 元/股，对应 PE 为 28/25/23x，维持“买入”评级。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
000333.SZ	美的集团	买入	85.43	3.47	3.82	4.30	25	22	20	5.9
002242.SZ	九阳股份	买入	33.51	1.07	1.22	1.38	31	27	24	6.0
002705.SZ	新宝股份	买入	36.82	1.25	0.98	1.40	30	37	26	7.1
002959.SZ	小熊电器	买入	85.62	2.23	3.57	4.36	38	24	20	8.0
002032.SZ	苏泊尔	买入	72.79	2.34	2.25	2.58	31	32	28	8.3

数据来源：Wind、国信证券

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1720	2150	2204	2094	营业收入	18597	22591	25145	27484
应收款项	2514	2790	2932	3438	营业成本	13683	16503	18327	19975
存货净额	2409	2926	3162	3500	营业税金及附加	103	142	154	166
其他流动资产	3358	3505	4164	4593	销售费用	2124	2621	2967	3298
<b>流动资产合计</b>	<b>10117</b>	<b>11570</b>	<b>12702</b>	<b>13913</b>	管理费用	759	922	999	1090
固定资产	1276	1473	1687	1925	财务费用	(9)	(39)	(44)	(43)
无形资产及其他	462	443	425	406	投资收益	64	66	65	65
投资性房地产	373	373	373	373	资产减值及公允价值变动	61	17	17	31
长期股权投资	64	66	69	71	其他收入	136	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12292</b>	<b>13926</b>	<b>15256</b>	<b>16689</b>	营业利润	2197	2524	2823	3094
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	3	(7)	(9)	(4)
应付款项	3252	3836	4216	4660	<b>利润总额</b>	<b>2200</b>	<b>2518</b>	<b>2814</b>	<b>3090</b>
其他流动负债	1784	2200	2441	2655	所得税费用	358	403	454	496
<b>流动负债合计</b>	<b>5036</b>	<b>6036</b>	<b>6658</b>	<b>7315</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>1846</b>	<b>2119</b>	<b>2365</b>	<b>2599</b>
其他长期负债	19	20	20	18					
<b>长期负债合计</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>18</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5056</b>	<b>6056</b>	<b>6678</b>	<b>7333</b>	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	36	34	32	30	净利润	1846	2119	2365	2599
股东权益	7201	7837	8546	9326	资产减值准备	(23)	3	2	3
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12292</b>	<b>13926</b>	<b>15256</b>	<b>16689</b>	折旧摊销	132	154	174	197
					公允价值变动损失	(61)	(17)	(17)	(31)
					财务费用	(9)	(39)	(44)	(43)
					营运资本变动	(1001)	64	(414)	(615)
					其它	21	(4)	(4)	(5)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>915</b>	<b>2318</b>	<b>2107</b>	<b>2147</b>
					资本开支	(303)	(319)	(355)	(388)
					其它投资现金流	1149	(84)	(40)	(48)
					<b>投资活动现金流</b>	<b>843</b>	<b>(405)</b>	<b>(397)</b>	<b>(438)</b>
					权益性融资	32	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(1087)	(1483)	(1656)	(1819)
					其它融资现金流	797	0	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(1346)</b>	<b>(1483)</b>	<b>(1656)</b>	<b>(1819)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>412</b>	<b>430</b>	<b>54</b>	<b>(110)</b>
					货币资金的期初余额	1308	1720	2150	2204
					货币资金的期末余额	1720	2150	2204	2094
					企业自由现金流	442	1917	1668	1674
					权益自由现金流	1238	1950	1705	1710

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.25	2.58	2.88	3.17
每股红利	1.32	1.81	2.02	2.22
每股净资产	8.77	9.54	10.41	11.36
ROIC	26%	29%	31%	31%
ROE	26%	27%	28%	28%
毛利率	26%	27%	27%	27%
EBIT Margin	10%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	11%	11%	11%	11%
收入增长	-6%	14%	11%	9%
净利润增长率	-4%	15%	12%	10%
资产负债率	41%	44%	44%	44%
息率	1.8%	2.5%	2.8%	3.0%
P/E	32.4	28.2	25.3	23.0
P/B	8.3	7.6	7.0	6.4
EV/EBITDA	31.5	25.7	23.1	21.3

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