

证券研究报告—动态报告

家用电器

小家电 II

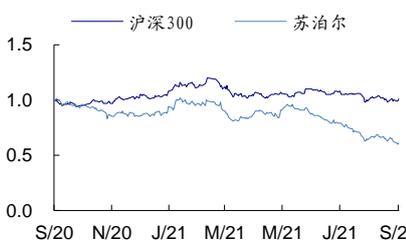
苏泊尔(002032)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 09 月 03 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)	817/608
总市值/流通(百万元)	40,295/30,000
上证综指/深圳成指	3,567/14,314
12 个月最高/最低(元)	85.50/48.00

相关研究报告:

《苏泊尔-002032-2021 年半年度业绩快报点评: 外销延续高增, 利润表现承压》——2021-07-26

《苏泊尔-002032-2021 年一季报点评: 龙头韧性凸显, 盈利稳健向好》——2021-04-26

《苏泊尔-002032-2020 年年报点评: Q4 反弹提速, 龙头尽显本色》——2021-04-02

《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

《苏泊尔-002032-2012 年三季报点评: 明年将恢复良性增长》——2012-10-30

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

联系人: 邹会阳

电话: 0755-81981518

E-MAIL: zouhuiyang@guosen.com.cn

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
外销高增内销恢复, 盈利能力稳健向好
● 经营快速恢复, 扣非利润良好

公司发布半年报, 2021H1 实现营收 104.34 亿/+27.44%, 同比 2019 年增长 6.08%; 归母净利润 8.66 亿/+29.87%, 同比 2019 年增长 3.27%; 扣非归母净利润 8.60 亿/+45.52%, 同比 2019 年增长 5.32%。其中 2021Q2 实现营收 52.98 亿/+15.01%, 同比 2019 年增长 21.45%; 归母净利润 3.61 亿/+0.28%, 同比 2019 年增长 11.63%; 扣非归母净利润 3.92 亿/+31.44%, 同比 2019 年增长 23.11%。Q2 营收已实现较高速增长, 扣非后利润增速已高于营收增速, 整体表现符合预期。

● 快速应对助力内销稳健发展, 外销依托大股东订单持续转移

在小家电市场整体面临高基数承压的情况下, 公司通过差异化产品创新持续推出新品、加大线上渠道建设和线下转型升级等措施, H1 内销收入 104.3 亿/+13.9%, 同比 2019 年下滑 8.3%。Q2 公司推出小 C 主厨料理机、电压力锅、电烤箱等多款新品, 深入解决消费者痛点。渠道上, 公司推动线上渠道模式的转变, 提升电商运营能力, 完善网店布局, 积极发展抖音等新兴渠道, 线上占比不断提升。H1 公司淘系 GMV 达到 36.2 亿/+9.9%, Q2 则略有承压。线下方面, 公司推动线下与线上的融合发展, 结合团购、到家业务、直播等线上形式为线下引流。外销方面, 依托大股东 SEB 的全球布局, 海外疫情下公司持续获得转移订单, 外销收入 34.2 亿/+68.6%, 同比 2019 年增长 56.5%。

● 外销占比提升拉低毛利率, 盈利表现稳健向好

外销占比提升下, 公司毛利率和费用率双降, 盈利能力有所提升。Q2 公司毛利率为 25.4%/-0.6pct, 其中内销毛利率 31.7%/+4.2pct, 外销毛利率在原材料成本压力下-3.6pct 至 14.2%。费用端, 公司销售/研发费用分别-1.5pct/-0.2pct 至 11.4%/2%, 管理费用率受重组影响人工支出增加, 提升 0.9pct 至 2.6%。期间费用率为 16%/-0.8pct。受所得税税率提升影响, 公司 Q2 净利率降低 1pct 至 6.8%, 若排除非经常性损益影响, Q2 扣非归母净利率提升 0.9pct 至 7.4%, 同比 2019 年+0.1pct。

● 投资建议: 维持“买入”评级

公司外销高增延续, 内销稳健恢复, 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 19/17/16x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 新品推进不及预期; 行业竞争加剧; 原材料价格大幅波动。
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	22,198	24,708	27,007
(+/-%)	11.2%	-6.3%	11.8%	11.3%	9.3%
净利润(百万元)	1920	1846	2,121	2,367	2,601
(+/-%)	15.0%	-3.8%	14.9%	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%	10.8%	10.9%	10.9%
净资产收益率(ROE)	28.1%	25.6%	27.1%	27.7%	27.9%
市盈率(PE)	21.1	21.9	19.1	17.1	15.6
EV/EBITDA	20.9	22.1	18.2	16.4	15.1
市净率(PB)	5.93	5.62	5.17	4.74	4.34

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

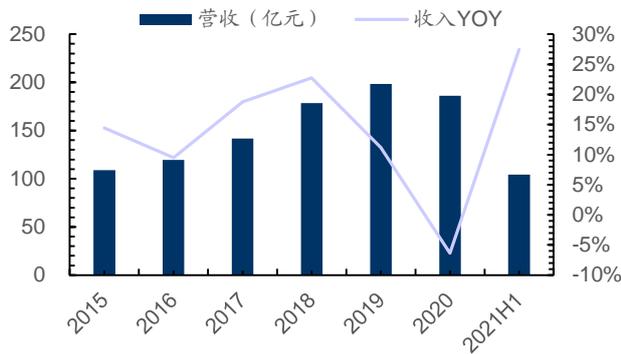
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

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
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
000333.SZ	美的集团	69.15	4,828	3.87	4.26	4.62	18	16	15	买入
002242.SZ	九阳股份	21.25	163	1.23	1.31	1.48	17	16	14	买入
002705.SZ	新宝股份	21.27	176	1.35	1.53	1.84	16	14	12	买入
002959.SZ	小熊电器	48.32	76	2.74	3.1	3.85	18	16	13	买入
平均							17	15	13	
002032.SZ	苏泊尔	49.33	403	2.25	2.58	2.88	22	19	17	买入

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

图 1: 公司营收及增速



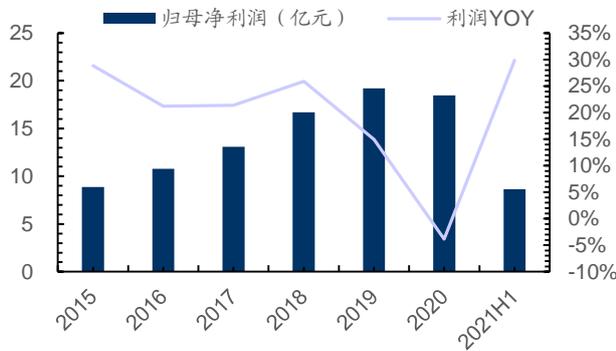
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及增速



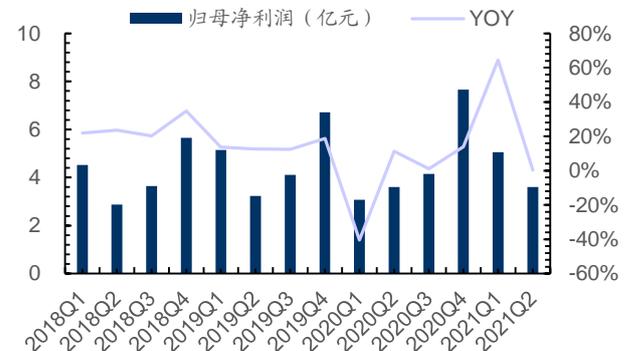
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速



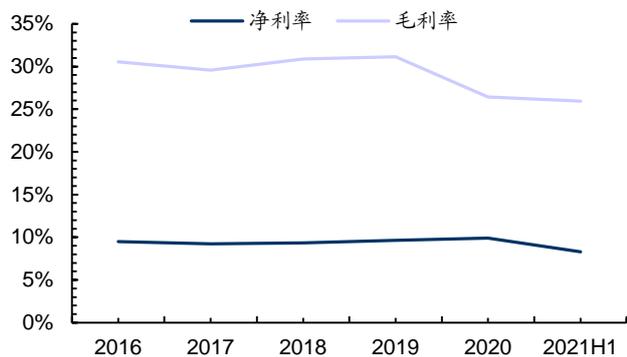
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速



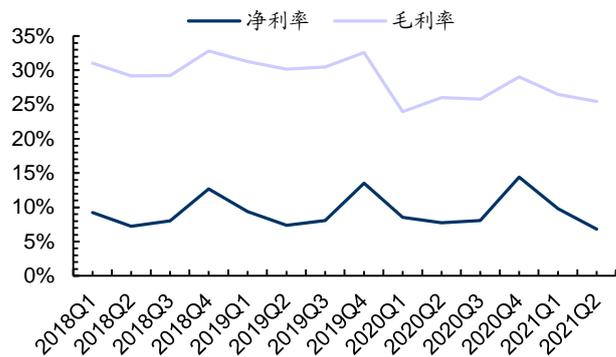
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率及净利率



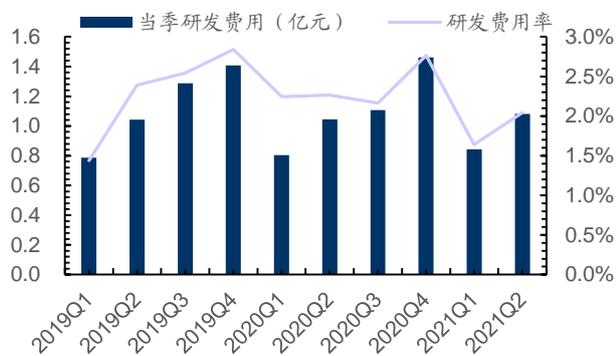
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率及净利率



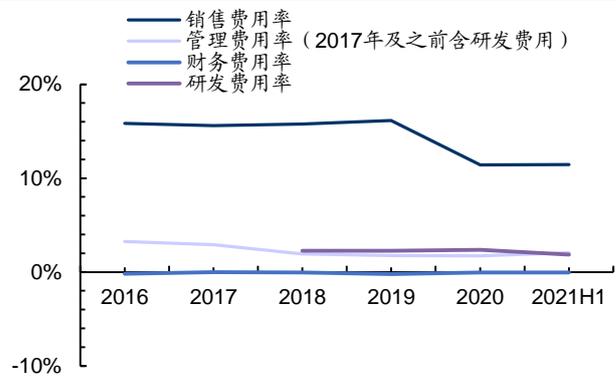
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1720	2206	2273	2180	营业收入	18597	22198	24708	27007
应收款项	2514	2741	2881	3378	营业成本	13683	16217	18009	19629
存货净额	2409	2875	3107	3439	营业税金及附加	103	140	151	163
其他流动资产	3358	3444	4092	4513	销售费用	2124	2531	2866	3187
流动资产合计	10117	11465	12593	13798	管理费用	759	906	982	1072
固定资产	1276	1468	1676	1908	财务费用	(9)	(39)	(45)	(45)
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
资产总计	12292	13816	15136	16557	营业利润	2197	2526	2826	3097
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	3769	4143	4579	利润总额	2200	2519	2817	3093
其他流动负债	1784	2157	2393	2603	所得税费用	358	403	454	497
流动负债合计	5036	5926	6536	7181	少数股东损益	(4)	(4)	(5)	(5)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1846	2121	2367	2601
其他长期负债	19	20	20	18					
长期负债合计	19	20	20	18	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5056	5945	6556	7199	净利润	1846	2121	2367	2601
少数股东权益	36	34	32	30	资产减值准备	(23)	3	2	3
股东权益	7201	7837	8547	9328	折旧摊销	132	153	174	196
负债和股东权益总计	12292	13816	15136	16557	公允价值变动损失	(61)	(17)	(17)	(31)
					财务费用	(9)	(39)	(45)	(45)
					营运资本变动	(1001)	114	(408)	(605)
					其它	21	(4)	(4)	(5)
					经营活动现金流	915	2370	2115	2159
					资本开支	(303)	(313)	(349)	(381)
					其它投资现金流	1149	(84)	(40)	(48)
					投资活动现金流	843	(399)	(391)	(431)
					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)	(1484)	(1657)	(1821)
					其它融资现金流	797	0	0	0
					融资活动现金流	(1346)	(1484)	(1657)	(1821)
					现金净变动	412	486	67	(93)
					货币资金的期初余额	1308	1720	2206	2273
					货币资金的期末余额	1720	2206	2273	2180
					企业自由现金流	442	1974	1682	1691
					权益自由现金流	1238	2007	1719	1729

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%	32%	31%
ROE	26%	27%	28%	28%
毛利率	26%	27%	27%	27%
EBIT Margin	10%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	11%	12%	12%	12%
收入增长	-6%	12%	11%	9%
净利润增长率	-4%	15%	12%	10%
资产负债率	41%	43%	44%	44%
息率	2.7%	3.7%	4.1%	4.5%
P/E	21.9	19.1	17.1	15.6
P/B	5.6	5.2	4.7	4.3
EV/EBITDA	22.1	18.2	16.4	15.1

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。

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