

公司研究

线上渠道变革提速，上调外销目标金额

——苏泊尔（002032.SZ）2021 年三季报点评

买入（维持）

当前价：48.15 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

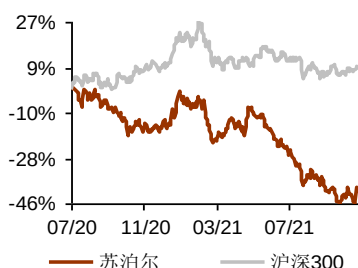
021-52523793

hongjiran@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.09
总市值(亿元):	389.38
一年最低/最高(元):	43.85/83.99
近 3 月换手率:	19.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.00	-12.47	-30.79
绝对	1.86	-8.72	-32.21

资料来源：Wind

相关研报

外销快速增长，所得税率抬升——苏泊尔（002032.SZ）2021 年半年度业绩快报点评（2021-07-26）

要点

事件：

公司发布 2021 年三季报：1-3Q21 实现营收 156.7 亿元，YoY+17.7%，较 19 年同期变化+5.2%；归母净利润 12.4 亿元，YoY+14.8%，较 19 年同期变化-0.6%。其中 3Q21 实现营收 52.3 亿元，YoY+2.2%，较 19 年同期变化+3.4%；归母净利润 3.8 亿元，YoY-9.4%，较 19 年同期变化-8.5%。

点评：

线上渠道变革提速，线下恢复尚需时日，上调全年外销关联交易金额。国内方面，今年公司持续推出新产品，如空气炸锅、炒锅、自动清洗油烟机、洗拖一体机等，在巩固优势品类的同时扩张清洁电器品类，并通过电商代理转直营+线上一盘货+重视内容电商，积极开展线上渠道变革。生意参谋数据显示，3Q21 公司线上销售提速，1) 生活电器：销售逐季复苏，1-3Q21 销售额同比+30%，其中 3Q21 销售额同比+72%；前三季度清洁电器表现亮眼，其中吸尘器/除螨仪销售额占生活电器比例 38%/18%，销售额累计同比分别为+72%/+49%。2) 厨房电器：1-3Q21 公司厨房电器销售额同比+2%，其中 3Q21 销售额同比+11%，刚需品类受疫情影响较小，3Q21 电饭煲/电热水壶/电热火锅销售额同比分别为+11%/+22%/+59%。我们推测，3Q21 收入增长较慢主因线下渠道恢复尚需时日，第三季度疫情反复对线下零售的冲击不可忽视。**外销方面**，预计 3Q21 公司出口维持高景气，由于国外疫情反复限制行业产能，同时四季度圣诞、新年等销售旺季即将到来，公司上调 2021 年与 SEB 集团的关联交易金额至 71.3 亿元（相比年初预计金额+5%）。

高新企业税收优惠到期，3Q21 净利率同比-0.9pcts。1-3Q21 公司毛利率 25.9%，其中 3Q21 毛利率 25.7%，YoY-0.1pcts，较 19 年同期相比-4.8pcts（新收入准则下销售抵减的影响），目前公司仍在消化原材料成本的压力。1-3Q21 销售费用率 YoY-0.1pcts，其中 3Q21 销售费用率 YoY+0.7pcts，或因 3Q21 公司积极推出新品导致营销费用增多；3Q21 管理费用率 YoY+0.1pcts，主因下属子公司搬迁人工费用支出增加。由于高新企业优惠所得税率到期，3Q21 所得税费用 YoY+58%，主要受此影响，1-3Q21 净利率 YoY-0.2pcts，3Q21 净利率 YoY-0.9pcts。资产负债方面，3Q21 末预付款项较期初+104%，主因本期采购材料预付货款增加；应付票据较期初+100%，主因本期下属子公司签发银行承兑汇票用于支付供应商货款；3Q21 末自有现金达到 40 亿元，占总资产 32%。现金流量方面，1-3Q21 经营性净现金 5.7 亿元，YoY-7.4%，公司经营尚处恢复阶段。

盈利预测、估值与评级：预计原材料价格高位回落，后疫情时代线下消费能力逐步复苏，第四季度公司内销有望维持稳定，外销继续强势增长。维持公司 2021-2023 年净利润为 20.1、22.0、24.5 亿元，现价对应 PE 为 19、18、16 倍。凭借强大的制造积累和品牌矩阵，公司是确定受益于小家电行业扩容的龙头公司，维持“买入”评级。

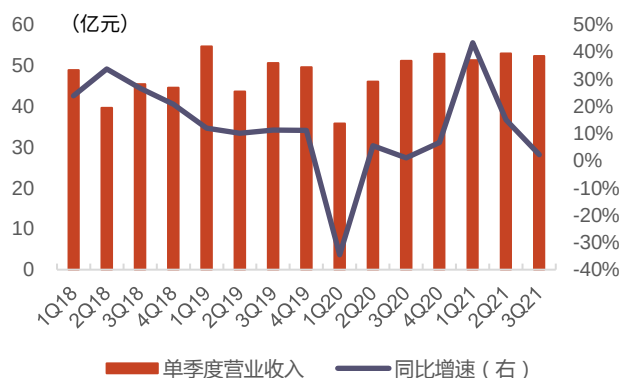
风险提示：新品拓展不及预期，海外销售疲软，原材料涨价超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	19,853	18,597	21,325	23,716	26,308
营业收入增长率	11.22%	-6.33%	14.67%	11.22%	10.93%
净利润 (百万元)	1,920	1,846	2,008	2,201	2,452
净利润增长率	14.97%	-3.84%	8.76%	9.63%	11.40%
总股本 (亿股)	8.21	8.21	8.09	8.09	8.09
EPS (元)	2.34	2.25	2.48	2.72	3.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.08%	25.64%	24.62%	24.05%	23.85%
P/E	21	21	19	18	16
P/B	5.8	5.5	4.8	4.3	3.8

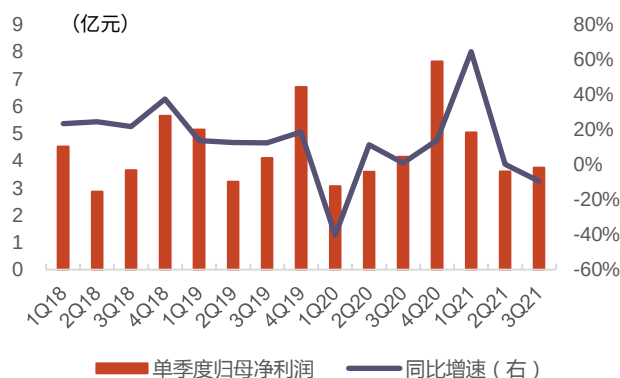
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26

图 1：公司单季度营业收入及同比



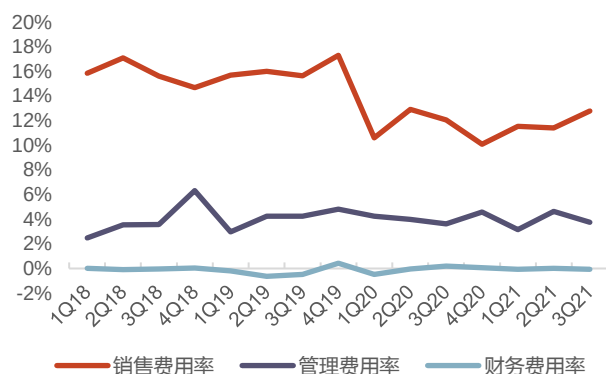
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比



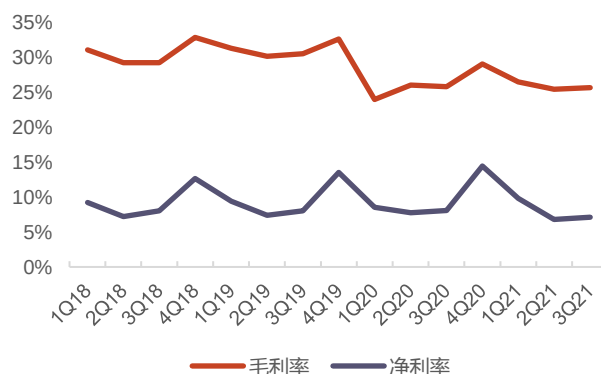
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司单季度三费率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,853	18,597	21,325	23,716	26,308
营业成本	13,668	13,683	15,157	16,781	18,604
折旧和摊销	124	132	163	181	202
税金及附加	124	103	128	142	158
销售费用	3,206	2,124	2,943	3,557	3,946
管理费用	346	318	384	427	474
研发费用	453	442	490	545	605
财务费用	-43	-9	-22	-43	-57
投资收益	67	64	100	110	120
营业利润	2,296	2,197	2,506	2,601	2,903
利润总额	2,273	2,200	2,511	2,606	2,903
所得税	358	358	502	404	450
净利润	1,916	1,843	2,009	2,202	2,453
少数股东损益	-4	-4	1	1	1
归属母公司净利润	1,920	1,846	2,008	2,201	2,452
EPS(元)	2.34	2.25	2.48	2.72	3.03

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,733	2,077	2,676	2,124	2,367
净利润	1,920	1,846	2,008	2,201	2,452
折旧摊销	124	132	163	181	202
净营运资金增加	-12	875	-368	269	288
其他	-299	-777	873	-528	-576
投资活动产生现金流	-867	-151	-479	-485	-475
净资本支出	-442	-278	-550	-550	-550
长期投资变化	62	64	0	0	0
其他资产变化	-487	63	71	65	75
融资活动现金流	-1,038	-1,465	-1,030	-1,163	-1,265
股本变化	0	0	-12	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	277	52	1,232	629	698
净现金流	-167	422	1,167	476	627

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.2%	26.4%	28.9%	29.2%	29.3%
EBITDA 率	12.0%	12.3%	12.1%	11.2%	11.2%
EBIT 率	11.4%	11.5%	11.4%	10.4%	10.4%
税前净利润率	11.5%	11.8%	11.8%	11.0%	11.0%
归母净利润率	9.7%	9.9%	9.4%	9.3%	9.3%
ROA	16.2%	15.0%	13.9%	13.7%	13.7%
ROE (摊薄)	28.1%	25.6%	24.6%	24.1%	23.8%
经营性 ROIC	34.0%	27.1%	29.2%	28.4%	29.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	41%	43%	43%	42%
流动比率	1.98	2.01	1.90	1.91	1.92
速动比率	1.52	1.53	1.43	1.43	1.44
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,848	12,292	14,481	16,107	17,937
货币资金	1,308	1,720	2,886	3,363	3,990
交易性金融资产	1,265	116	100	100	100
应收账款	1,797	2,228	2,026	2,253	2,499
应收票据	0	245	213	237	263
其他应收款 (合计)	14	40	61	68	75
存货	2,248	2,409	2,975	3,296	3,656
其他流动资产	2,920	3,179	3,315	3,435	3,564
流动资产合计	9,830	10,117	11,940	13,147	14,580
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	62	64	64	64	64
固定资产	909	1,229	1,275	1,371	1,494
在建工程	215	47	298	486	627
无形资产	466	462	502	542	580
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	2,018	2,175	2,541	2,959	3,357
总负债	5,003	5,056	6,288	6,917	7,615
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,011	3,252	3,486	3,860	4,279
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,107	0	1,706	1,897	2,105
其他流动负债	269	342	369	369	369
流动负债合计	4,976	5,036	6,268	6,897	7,595
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	18	18	18	18
非流动负债合计	27	19	20	20	20
股东权益	6,845	7,237	8,193	9,190	10,322
股本	821	821	809	809	809
公积金	596	629	631	631	631
未分配利润	5,444	6,203	7,149	8,145	9,275
归属母公司权益	6,836	7,201	8,156	9,152	10,283
少数股东权益	8	36	37	38	39

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	16.15%	11.42%	13.80%	15.00%	15.00%
管理费用率	1.74%	1.71%	1.80%	1.80%	1.80%
财务费用率	-0.22%	-0.05%	-0.10%	-0.18%	-0.22%
研发费用率	2.28%	2.38%	2.30%	2.30%	2.30%
所得税率	16%	16%	20%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.33	1.29	1.49	1.63	1.82
每股经营现金流	2.11	2.53	3.31	2.63	2.93
每股净资产	8.33	8.77	10.09	11.32	12.72
每股销售收入	24.18	22.65	26.37	29.33	32.53

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	21	21	19	18	16
PB	5.8	5.5	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	16.1	17.1	14.5	14.0	12.5
股息率	2.8%	2.7%	3.1%	3.4%	3.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE