

罗岸阳 家电行业首席分析师
执业编号: S1500520070002
联系电话: 13656717902
邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究

《股权激励高目标展现长期发展信心》

《海尔智家 (600690.SH) 深度报告: 桃实千年非易待, 三翼鸟乘风会有时》

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

外销拉动营收稳定增长, 盈利能力短期承压

2022 年 04 月 01 日

事件: 2021 年公司实现营业收入 215.85 亿元, 同比+16.07%, 实现归母净利润 19.44 亿元, 同比+5.29%。Q4 公司实现营业收入 59.20 亿元, 同比+11.87%, 实现归母净利润 7.03 亿元, 同比-8.16%。

点评:

- **集团外销持续转移拉动收入增长, 小家电龙头地位稳固。**2021 年公司实现营业收入 215.85 亿元, 同比+16.07%, Q4 营业收入 59.20 亿元, 同比+11.87%。分地区来看: 2021 年公司内外销主营业务分别实现收入 140.83/72.89 亿元, 分别同比+10.72/27.28%。公司持续得益于 SEB 集团外销转移, 2022 年苏泊尔拟向 SEB 销售 75.54 亿元商品, 较 2021 年实际发生额同比+10.09%。分产品来看: 除食物料理电器外公司其他细分品类均实现双位数增长, 炊具/烹饪电器/食物料理电器/其他家电营收分别同比+21.72/+18.35/+0.06/+20.55%。从市场份额来看: 苏泊尔作为炊具绝对龙头, 线上线下市场份额分别达到 21.7/48.4%, 厨房小电线上线下市占率分别达到 21.1/30.1%, 稳居行业前列。
- **成本承压盈利受损, 海外毛利下滑明显。**2021 年公司实现毛利率 23.00%, 若不考虑会计准则变化毛利率同比-0.38pct, Q4 公司实现毛利率 15.42%, 同比-0.1pct。分产品来看: 受大宗原材料大幅上涨影响, 炊具/烹饪电器/食物料理电器/其他家电毛利率分别同比-5.15/-3.08/-3.89/-0.62pct; 分地区来看: 海运费高企、汇率波动导致外销毛利同比-4.77pct; 国内市场方面, 公司通过调整产品结构+提高渠道效率缓解成本压力, 内销毛利同比-2.27pct。
- **从费用率来看:** 2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.8/1.9/2.1/-0.03%, 同比-2.6/+0.1/+2.1/-0.03pct, 剔除会计准则变化影响销售费用率同比+0.32pct。Q4 管理/研发/财务费用率分别为 1.77/2.43/0.03%, 分别同比-0.02/-0.34/0.02pct。受毛利率下滑和研发费用率增长等共同影响, 2021 年公司实现净利润率 8.99%, 同比-0.92pct, Q4 实现净利润 11.88%, 同比-1.3pct。
- **积极备货应对原材料压力, 存货周转效率有效提升。**1) 21 年期末公司现金+其他流动资产合计 47.09 亿元, 同比+2.88%; 应收票据及应收账款合计 27.72 亿元, 同比+12.07%, 主要为报告期外销业务增长导致外销应收账款增加所致, 体现出公司良好的收入增长潜力; 合同负债 8.94 亿元, 同比+5.02%; 为应对原材料上涨公司积极备货, 21 年期末公司存货合计 30.97 亿元, 同比+28.52%, 其中原材料/在产品/库存产品期末余额分别同比+35.37/+20.44/+29.35%。2) 从周转来看, 公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别-1.64/+2.28/+0.36 天, 电商一盘货模式和直销比例增加有效提升了存货周转效率。3) 21 年经营活动产生的现金流量净额 20.50 亿元, 同比-1.29%, 主要系购买原材料等支付现金和支付给员工以及为职工支付的现金增加所致。

- **渠道改革效果明显，拓宽品类积极推新。**公司持续推进线上渠道建设，积极拥抱新渠道流量规则变化，在抖音、快手等社交平台占据 21 年市场份额第一，抖音销售单月最高近亿元。在产品方面，积极推动清洁电器、厨电等非优势品类拓展，为公司保持稳定增长提供更多支持。在品牌方面，多品牌战略扩大价格带覆盖，2022 年公司预计向 WMF、Lagostina 等购买产品 6503 万，同比+14.72%，进一步巩固在厨房领域多品牌、多品类的强大竞争优势。
- **盈利预测与投资评级：**公司渠道改革成效明显，集团外销转移提振短期增长，长期来看，公司在巩固自身炊具和厨房小电龙头优势的同时推动生活电器、厨电新布局，有望为公司提供更多增长点。我们预计公司 2022-2024 年收入为 244.08/272.38/302.90 亿元，同比增速为 13.1%/11.6%/11.2%；归母净利润为 22.52/26.41/30.50 亿元，同比增速为 15.9%/17.2%/15.5%；对应 PE17.96/15.32/13.26。
- **风险因素：**原材料价格大幅上涨、SEB 集团订单不及预期、海运费大幅上涨、国内厨房小电需求不振、新品推出不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	18,597	21,585	24,408	27,238	30,290
增长率 YoY %	-6.3%	16.1%	13.1%	11.6%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,846	1,944	2,252	2,641	3,050
增长率 YoY%	-3.8%	5.3%	15.9%	17.2%	15.5%
毛利率%	26.4%	23.0%	23.6%	24.7%	25.6%
净资产收益率ROE%	25.6%	25.5%	22.8%	21.2%	19.9%
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.40	2.79	3.27	3.77
市盈率 P/E(倍)	34.45	25.93	17.96	15.32	13.26
市净率 P/B(倍)	8.89	6.60	4.10	3.25	2.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 月 31 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,117	11,159	14,180	17,566	21,291
货币资金	1,720	2,654	4,822	7,590	10,445
应收票据	245	55	149	134	161
应收账款	2,228	2,717	3,023	3,392	3,765
预付账款	179	385	370	430	464
存货	2,409	3,097	3,411	3,653	4,052
其他	3,335	2,251	2,405	2,368	2,404
非流动资产	2,175	2,741	2,619	2,498	2,376
长期股权投资	64	66	66	66	66
固定资产(合	1,229	1,292	1,178	1,062	944
无形资产	462	452	452	452	452
其他	421	931	923	918	914
资产总计	12,292	13,899	16,799	20,064	23,667
流动负债	5,036	6,069	6,720	7,398	8,105
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	500	374	480	503
应付账款	3,252	3,770	4,298	4,703	5,178
其他	1,784	1,799	2,048	2,216	2,425
非流动负债	19	172	172	172	172
长期借款	0	0	0	0	0
其他	19	172	172	172	172
负债合计	5,056	6,241	6,892	7,570	8,277
少数股东权益	36	36	32	28	24
归属母公司股	7,201	7,623	9,875	12,466	15,366
负债和股东权	12,292	13,899	16,799	20,064	23,667
益					

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	18,597	21,585	24,408	27,238	30,290
同比(%)	-6.3%	16.1%	13.1%	11.6%	11.2%
归属母公司净利润	1,846	1,944	2,252	2,641	3,050
同比(%)	-3.8%	5.3%	15.9%	17.2%	15.5%
毛利率(%)	26.4%	23.0%	23.6%	24.7%	25.6%
ROE%	25.6%	25.5%	22.8%	21.2%	19.9%
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.40	2.79	3.27	3.77
P/E	34.45	25.93	17.96	15.32	13.26
P/B	8.89	6.60	4.10	3.25	2.63
EV/EBITDA	30.26	20.75	14.03	10.92	8.75

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	18,597	21,585	24,408	27,238	30,290
营业成本	13,683	16,622	18,650	20,516	22,550
营业税金及	103	93	116	125	141
销售费用	2,124	1,910	2,148	2,438	2,756
管理费用	318	401	439	504	606
研发费用	442	450	622	749	909
财务费用	-9	-6	0	0	0
减值损失合	-16	-14	0	0	0
投资净收益	64	91	85	95	106
其他	213	193	219	218	303
营业利润	2,197	2,385	2,737	3,219	3,737
营业外收支	3	1	0	0	0
利润总额	2,200	2,386	2,737	3,219	3,737
所得税	358	444	488	583	691
净利润	1,843	1,941	2,249	2,637	3,046
少数股东损	-4	-3	-3	-4	-5
归属母公司	1,846	1,944	2,252	2,641	3,050
EBITDA	2,060	2,306	2,554	3,028	3,450
EPS(当	2.26	2.40	2.79	3.27	3.77

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,077	2,050	2,083	2,722	2,900
净利润	1,843	1,941	2,249	2,637	3,046
折旧摊销	132	197	121	122	122
财务费用	20	15	0	0	0
投资损失	-64	-91	-85	-95	-106
营运资金变	146	8	-202	59	-162
其它	-1	-21	0	0	0
投资活动现金流	-151	339	85	95	106
资本支出	-278	-225	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他	128	565	85	95	106
筹资活动现金流	-1,465	-1,594	0	0	0
吸收投资	32	3	0	0	0
借款	0	4	0	0	0
支付利息或	-1,087	-1,049	0	0	0
现金流净增加额	422	788	2,168	2,767	2,856

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 4

涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。