

苏泊尔 (002032.SZ)

2022 年 04 月 02 日

渠道改革+品类扩张成效显著，看好盈利边际修复

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520230002

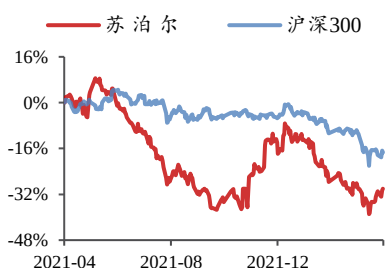
陆帅坤（联系人）

lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790121060033

日期	2022/4/1
当前股价(元)	53.40
一年最高最低(元)	79.78/42.18
总市值(亿元)	431.83
流通市值(亿元)	430.83
总股本(亿股)	8.09
流通股本(亿股)	8.07
近 3 个月换手率(%)	19.79

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-原材料扰动致业绩短期承压，看好 2022 年业绩恢复弹性》-2022.1.26

《公司信息更新报告-Q4 收入端逐步回暖，高管换帅有望激活内销活力》-2021.4.6

● 营收增长稳健，看好渠道改革+品类扩张强化竞争优势，维持“买入”评级

2021 年公司实现营收 215.85 亿元 (+16.07%)，归母净利润 19.44 亿元 (+5.29%)。2021Q4 收入 59.20 亿元 (+11.87%)，归母净利润 7.03 亿元 (-8.16%)。考虑公司渠道改革、品类扩张有望强化竞争优势，我们维持 2022-2023 盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 23.57/ 26.96/ 30.74 亿元，对应 EPS 为 2.91/3.33/3.80 元，当前股价对应 PE 为 18.3/16.0/14.0 倍，维持“买入”评级。

● 渠道改革+品类扩张带动内销稳健增长，SEB 订单转移拉动外销维持较好增长

(1) 内销业务：2021 年营收 142.6 亿元 (+10.80%)，在行业景气下行期内仍实现稳健增长，一方面系“一盘货”模式和 DTC 渠道改革效果显现，另一方面系清洁电器等高成长领域拓展收效显著。2021 年公司直销营收增长 348.76%，奥维云数据显示 2021 年公司集成灶/清洁电器线上份额同比分别+1.09pcts/+0.38pcts。

(2) 外销业务：2021 年实现营收 73.26 亿元 (+27.91%)，得益于 SEB 集团全球订单转移至公司。根据关联交易公告，预计 2022Q1 向 SEB 出售商品金额同比+1.6%，2022 年向 SEB 出售商品金额同比+10.1%，维持稳健增长。

● 受原材料价格仍处高位影响，2021Q4 成本压力延续

受原材料价格上涨+会计准则变更影响，2021 年毛利率 23% (-3.43pcts)，同口径下 2021 年毛利率同比-0.38pcts，2021Q4 毛利率同比-2.52pcts。费用端，2021 年销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别-2.57pcts/+0.15pcts/-0.29pcts，同口径下销售费用率同比+0.47pcts。综合影响下 2021 年净利率 9.01% (-0.92pcts)。

● 内销渠道改革+品类扩张成效显著，外销关注新一轮定价调整带动盈利修复

展望 2022 年，内销业务受益行业增长，继续看好生活/清洁电器等新领域拓展驱动营收稳健增长；看好渠道改革红利释放、抖音等新兴渠道放量以及原材料价格企稳回落驱动内销业绩增长。外销业务凭借竞争优势预计维持稳定增长，盈利能力预期在新一轮定价调整驱动下逐步恢复。综合来看，看好内外销带动盈利修复。

● 风险提示：原材料价格上涨；SEB 订单转移海外；汇率波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,597	21,585	24,391	27,074	29,782
YOY(%)	-6.3	16.1	13.0	11.0	10.0
归母净利润(百万元)	1,846	1,944	2,357	2,696	3,074
YOY(%)	-3.8	5.3	21.2	14.4	14.0
毛利率(%)	26.4	23.0	24.6	25.5	26.0
净利率(%)	9.9	9.0	9.7	10.0	10.3
ROE(%)	25.5	25.3	27.8	26.9	25.8
EPS(摊薄/元)	2.28	2.40	2.91	3.33	3.80
P/E(倍)	23.4	22.2	18.3	16.0	14.0
P/B(倍)	6.0	5.7	5.1	4.3	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10117	11159	11603	14265	15859
现金	1720	2654	2946	4411	5848
应收票据及应收账款	2473	2772	3155	3424	3813
其他应收款	40	12	47	19	54
预付账款	179	385	253	456	324
存货	2409	3097	2963	3718	3582
其他流动资产	3295	2239	2239	2239	2239
非流动资产	2175	2741	2804	2835	2849
长期投资	64	66	70	74	77
固定资产	1229	1292	1328	1342	1347
无形资产	462	452	472	482	485
其他非流动资产	421	931	934	937	940
资产总计	12292	13899	14406	17100	18708
流动负债	5036	6069	5784	6912	6652
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3252	4270	4009	5119	4855
其他流动负债	1784	1799	1774	1793	1798
非流动负债	19	172	172	172	172
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	172	172	172	172
负债合计	5056	6241	5956	7085	6824
少数股东权益	36	36	32	27	22
股本	821	809	809	809	809
资本公积	227	123	123	123	123
留存收益	6604	6809	7722	8693	9746
归属母公司股东权益	7201	7623	8419	9989	11862
负债和股东权益	12292	13899	14406	17100	18708

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2077	2050	1970	2642	2646
净利润	1843	1941	2353	2691	3069
折旧摊销	132	151	147	163	179
财务费用	-9	-6	-39	-60	-99
投资损失	-64	-91	-77	-75	-77
营运资金变动	120	133	-409	-69	-416
其他经营现金流	55	-78	-5	-9	-11
投资活动现金流	-151	339	-128	-110	-106
资本支出	280	228	59	27	10
长期投资	0	0	-4	-4	-4
其他投资现金流	129	568	-73	-87	-99
筹资活动现金流	-1465	-1594	-1551	-1067	-1102
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-12	0	0	0
资本公积增加	32	-104	0	0	0
其他筹资现金流	-1497	-1478	-1551	-1067	-1102
现金净增加额	422	788	292	1465	1437

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18597	21585	24391	27074	29782
营业成本	13683	16622	18294	20170	22039
营业税金及附加	103	93	131	138	147
营业费用	2124	1910	2275	2601	2889
管理费用	318	401	451	500	566
研发费用	442	450	537	569	625
财务费用	-9	-6	-39	-60	-99
资产减值损失	-16	-14	0	0	0
其他收益	204	203	0	0	0
公允价值变动收益	27	0	5	9	11
投资净收益	64	91	77	75	77
资产处置收益	-1	-0	0	0	0
营业利润	2197	2385	2826	3241	3703
营业外收入	19	14	12	12	14
营业外支出	15	13	17	18	16
利润总额	2200	2386	2822	3235	3701
所得税	358	444	468	544	632
净利润	1843	1941	2353	2691	3069
少数股东损益	-4	-3	-4	-5	-5
归母净利润	1846	1944	2357	2696	3074
EBITDA	2281	2457	2885	3288	3727
EPS(元)	2.28	2.40	2.91	3.33	3.80

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-6.3	16.1	13.0	11.0	10.0
营业利润(%)	-4.3	8.6	18.5	14.7	14.3
归属于母公司净利润(%)	-3.8	5.3	21.2	14.4	14.0
获利能力					
毛利率(%)	26.4	23.0	25.0	25.5	26.0
净利率(%)	9.9	9.0	9.7	10.0	10.3
ROE(%)	25.5	25.3	27.8	26.9	25.8
ROIC(%)	25.0	24.0	26.6	25.6	24.5
偿债能力					
资产负债率(%)	41.1	44.9	41.3	41.4	36.5
净负债比率(%)	-23.7	-32.2	-33.0	-42.4	-47.9
流动比率	2.0	1.8	2.0	2.1	2.4
速动比率	0.9	0.9	1.1	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	8.7	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.28	2.40	2.91	3.33	3.80
每股经营现金流(最新摊薄)	2.57	2.53	2.44	3.27	3.27
每股净资产(最新摊薄)	8.90	9.43	10.41	12.35	14.67
估值比率					
P/E	23.4	22.2	18.3	16.0	14.0
P/B	6.0	5.7	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	18.1	16.5	14.0	11.8	10.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn