天风证券 TF SECURITIES

苏泊尔（002032）

证券研究报告
2021 年 12 月 14 日

公司推出激励计划，明年成本修复可期

事件：1）股权激励：公司发布 2021 年限制性股票激励计划，激励计划拟授予限制性股票数量为 120.95 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 8.09 亿股的 0.15%。激励对象总人数不超过 293 人，包括公司公告本激励计划草案时在公司任职的中高层管理人员和核心技术（业务）人员，以及公司董事会认定需要激励的其他员工。限制性股票的授予价格为 1 元/股。本激励计划根据公司业绩、激励对象所在业务单元业绩的达成情况及激励对象个人绩效考核结果分 2 期将授予的限制性股票解除限售，第一期解除 50%（授予登记完成之日起 24 个月）、第二期解除 50%（授予登记完成之日起 36 个月）。业绩考核目标：第一个解除限售期目标为 2022 年归母净利润不低于 2021 年的 105%，第二个解除限售期目标为 2023 年归属于母公司股东的净利润不低于 2022 年的 105%。注：剔除考核当期并购重组及重大资产处置对损益的影响。

2）回购：公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分社会公众股份用以实施股权激励计划，回购股份的最高价不超过人民币 67.68 元/股，本次拟回购股份数量为 120.95 万股。本次回购股份的期限为董事会审议通过本方案后 6 个月内。

3）开展预付款融资业务：2022 年度，公司拟开展预付款融资业务，业务授信总额度不超过 70,000 万元，授信滚动使用后年度总规模不超过 140,000 万元，以解决优质经销商在经营过程中遇到的资金需求问题。

事件点评：激励计划落地，明年成本有望修复

从价格看，此次授予价格为 1 元/股，远低于当前股价（65.2 元）；从授予对象看，此次授予对象包括公司的总经理、财务总监、副总经理等中高层管理人员和核心技术（业务）人员，因此本次激励主要为鼓励和犒赏公司核心成员，将核心员工与公司利益做深度绑定。除对整体利润层面考核外，公司对业务单元进行拆分考核，若所在业务单元的相关业绩未达到基础目标，则可解除限售的限制性股票将被回购注销，有利于提升分品类增长的积极性。

我们认为公布的 22-23 年的归母净利润同比增长不低于 5%的股权激励目标为底线目标。公司今年受原材料价格上升的影响，利润端承压，且外销毛利率有显著下降。根据 21H1 中报披露的数据，外销毛利率仅为 14%，明年公司可能将与代工的母公司 SEB 重新定价，毛利率有望恢复至往年的 18%左右，带动整体毛利率改善。同时内销方面，今年在产品结构升级和终端涨价等因素的带动下，毛利率水平将得以稳定，若明年大宗下行，则可能有额外利润贡献。根据我们的测算，我们预计公司 22-23 年业绩为 24.4/28.1 亿元，同比 21%/15%。

投资建议：公司股权激励计划落地，将核心员工与公司利益深度绑定。22 年公司内外销利润有望恢复。我们略上调了公司明年内外销的毛利率水平，预计 21-23 年净利润为 20.2、24.4、28.1 亿元（前值为 20.2、23.2、26 亿元），对应动态估值分别为 26.2x、21.6x、18.8x，维持“买入”评级。

风险提示：新品销售不及预期，原材料价格上涨风险，海外需求不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,853.48	18,596.94	21,518.25	23,670.08	26,122.56
增长率(%)	11.22	(6.33)	15.71	10.00	10.36
EBITDA(百万元)	2,744.14	2,607.65	2,419.33	2,993.63	3,440.16
净利润(百万元)	1,919.91	1,846.22	2,015.40	2,444.14	2,811.67
增长率(%)	14.97	(3.84)	9.16	21.27	15.04
EPS(元/股)	2.37	2.28	2.49	3.02	3.48
市盈率(P/E)	27.46	28.56	26.16	21.57	18.75
市净率(P/B)	7.71	7.32	6.42	5.79	5.18
市销率(P/S)	2.66	2.84	2.45	2.23	2.02
EV/EBITDA	21.91	23.72	19.87	16.79	13.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	65.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	808.68
流通 A 股股本(百万股)	600.19
A 股总市值(百万元)	52,725.84
流通 A 股市值(百万元)	39,132.40
每股净资产(元)	8.65
资产负债率(%)	44.04
一年内最高/最低(元)	85.45/43.85

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《苏泊尔-季报点评:内销线下增速承压，外销提升关联交易》 2021-10-27
2 《苏泊尔-半年报点评:海外市场需求旺盛，国内市场平稳恢复》 2021-08-27
3 《苏泊尔-公司点评:海外需求旺盛带动外销大幅增长，企业所得税率提升》 2021-07-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,308.13	1,719.79	4,076.27	1,048.39	4,815.01
应收票据及应收账款	1,796.91	2,473.36	2,509.33	4,723.19	3,258.70
预付账款	278.55	179.49	421.57	193.14	473.04
存货	2,247.61	2,409.30	3,119.88	2,742.82	3,730.21
其他	4,198.76	3,334.89	3,060.82	4,066.53	3,527.69
流动资产合计	**9,829.96**	**10,116.82**	**13,187.87**	**12,774.07**	**15,804.65**
长期股权投资	61.92	64.45	64.45	64.45	64.45
固定资产	908.98	1,228.54	1,223.81	1,231.06	1,232.48
在建工程	215.17	47.18	64.31	86.58	81.95
无形资产	465.55	461.80	443.31	424.81	406.31
其他	366.38	373.49	336.31	357.55	354.76
非流动资产合计	**2,017.99**	**2,175.45**	**2,132.18**	**2,164.45**	**2,139.95**
资产总计	**11,847.95**	**12,292.27**	**15,320.05**	**14,938.52**	**17,944.60**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,011.46	3,252.44	3,727.43	3,413.60	4,752.34
其他	1,964.61	1,784.04	3,322.38	2,359.04	2,959.02
流动负债合计	**4,976.07**	**5,036.48**	**7,049.81**	**5,772.64**	**7,711.36**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.27	19.07	21.42	22.59	21.02
非流动负债合计	**27.27**	**19.07**	**21.42**	**22.59**	**21.02**
负债合计	**5,003.34**	**5,055.55**	**7,071.23**	**5,795.23**	**7,732.38**
少数股东权益	8.20	35.78	31.20	31.20	31.20
股本	821.12	821.08	808.68	808.68	808.68
资本公积	194.63	226.86	114.36	114.36	114.36
留存收益	6,039.95	6,831.09	7,408.95	8,303.41	9,372.34
其他	(219.29)	(678.10)	(114.36)	(114.36)	(114.36)
股东权益合计	**6,844.61**	**7,236.72**	**8,248.82**	**9,143.29**	**10,212.22**
负债和股东权益总计	**11,847.95**	**12,292.27**	**15,320.05**	**14,938.52**	**17,944.60**

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**19,853.48**	**18,596.94**	**21,518.25**	**23,670.08**	**26,122.56**
营业成本	13,668.23	13,683.28	15,857.70	17,138.47	18,635.17
营业税金及附加	123.74	103.34	112.55	130.19	143.67
营业费用	3,206.04	2,123.75	2,449.09	2,603.71	3,004.09
管理费用	345.73	317.73	401.20	426.06	470.21
研发费用	452.56	441.73	452.76	520.74	574.70
财务费用	(43.33)	(9.03)	(19.77)	2.37	2.61
资产减值损失	(38.50)	(15.91)	(7.80)	6.86	6.86
公允价值变动收益	4.56	27.07	1.83	4.63	4.63
投资净收益	67.25	64.14	98.67	75.96	75.96
其他	(229.11)	(336.23)	(393.49)	(300.17)	(316.03)
营业利润	**2,296.30**	**2,197.08**	**2,565.50**	**3,061.26**	**3,520.68**
营业外收入	4.57	18.59	0.00	0.00	0.00
营业外支出	27.41	15.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	**2,273.46**	**2,200.32**	**2,563.82**	**3,055.17**	**3,514.59**
所得税	357.80	357.69	553.24	611.03	702.92
净利润	**1,915.65**	**1,842.62**	**2,010.58**	**2,444.14**	**2,811.67**
少数股东损益	(4.26)	(3.60)	(4.83)	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**1,919.91**	**1,846.22**	**2,015.40**	**2,444.14**	**2,811.67**
每股收益（元）	2.37	2.28	2.49	3.02	3.48

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,915.65	1,842.62	2,015.40	2,444.14	2,811.67
折旧摊销	125.20	132.38	66.09	68.97	71.71
财务费用	(1.35)	20.03	(19.77)	2.37	2.61
投资损失	(67.25)	(64.14)	(98.67)	(75.96)	(75.96)
营运资金变动	(858.32)	770.69	1,482.92	(3,071.93)	2,068.18
其它	619.02	(624.99)	(3.00)	4.63	4.63
经营活动现金流	**1,732.94**	**2,076.59**	**3,442.98**	**(627.78)**	**4,882.85**
资本支出	399.56	290.23	57.65	78.83	51.56
长期投资	1.27	2.53	0.00	0.00	0.00
其他	(1,267.70)	(443.64)	(165.44)	(926.89)	577.56
投资活动现金流	**(866.87)**	**(150.87)**	**(107.79)**	**(848.06)**	**629.12**
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	102.01	(385.37)	346.10	(2.37)	(2.61)
其他	(1,140.22)	(1,079.53)	(1,324.81)	(1,549.67)	(1,742.74)
筹资活动现金流	**(1,038.21)**	**(1,464.90)**	**(978.71)**	**(1,552.04)**	**(1,745.36)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(172.14)**	**460.82**	**2,356.48**	**(3,027.87)**	**3,766.62**

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.22%	-6.33%	15.71%	10.00%	10.36%
营业利润	15.86%	-4.32%	16.77%	19.32%	15.01%
归属于母公司净利润	14.97%	-3.84%	9.16%	21.27%	15.04%
获利能力					
毛利率	31.15%	26.42%	26.31%	27.59%	28.66%
净利率	9.67%	9.93%	9.37%	10.33%	10.76%
ROE	28.08%	25.64%	24.53%	26.82%	27.62%
ROIC	50.20%	46.92%	39.66%	68.41%	42.39%
偿债能力					
资产负债率	42.23%	41.13%	46.16%	38.79%	43.09%
净负债率	-19.11%	-23.76%	-49.42%	-11.47%	-47.15%
流动比率	1.98	2.01	1.87	2.21	2.05
速动比率	1.52	1.53	1.43	1.74	1.57
营运能力					
应收账款周转率	9.40	8.71	8.64	6.55	6.55
存货周转率	8.61	7.99	7.78	8.07	8.07
总资产周转率	1.77	1.54	1.56	1.56	1.59
每股指标（元）					
每股收益	2.37	2.28	2.49	3.02	3.48
每股经营现金流	2.14	2.57	4.26	-0.78	6.04
每股净资产	8.45	8.90	10.16	11.27	12.59
估值比率					
市盈率	27.46	28.56	26.16	21.57	18.75
市净率	7.71	7.32	6.42	5.79	5.18
EV/EBITDA	21.91	23.72	19.87	16.79	13.69
EV/EBIT	22.94	24.99	20.43	17.18	13.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com