

苏泊尔 (002032)

证券研究报告

2021年07月23日

海外需求旺盛带动外销大幅增长，企业所得税率提升

事件：公司发布 21 年半年度业绩快报，2021H1 实现营收 104.3 亿元，同比 27.44%，19H1-21H1 的 GAGR 为 3%；归母净利润 8.66 亿元，同比 29.87%，19H1-21H1 的 GAGR 为 1.6%。其中 Q2 实现营收 53 亿元，同比 15%，19Q2-21Q2 的 GAGR 为 10.2%；归母净利润 3.6 亿元，同比 0.3%，19Q2-21Q2 的 GAGR 为 5.7%。

低基数及海外需求旺盛带动外销大幅增长，国内主要品类销售良好

海外方面，公司于 21 年初公布了关联交易金额，预计与 SEB 2021 年全年的关联交易额同比+22.2%，关联交易同比显著提升。根据 20 年中报和年报的数据显示，公司 20H1 和 20H2 外销占比分别为 24.7%和 35.6%，增速分别为-7.2%和 26.5%，**由于 20H1 外销低基数以及今年上半年海外需求旺盛的原因，外销收入同比大幅增长。**

国内方面，根据奥维线上数据显示，电饭煲/电压力锅/料理机/电磁炉市占率同比分别提升 1.18/1.25/0.64/1.27pct，主要品类线上市占率有所提升。618 期间公司成交总额 12.7 亿，其中炒锅、压力锅、煎锅、汤锅、蒸锅等多个烹饪用品类销售额位居多平台第一。**我们预计主要品类的增长带动公司国内营收增长，此外，线下方面由于消除了疫情的影响，预计公司线下销售恢复正轨，同比有所提升。**

原材料价格上涨使单季度利润承压，企业所得税率提升

利润方面，公司 21H1 利润总额同比增长 38.55%，主要得益于产品结构持续优化，实际毛利率同比提升 0.84pct 为 26%。从 Q2 看，公司单季度毛利率约为 25.6%左右，环比下降 0.9pct。**我们预计由于原材料价格上涨叠加 618 年中大促的原因使公司单季度毛利率环比略有下降。**归属于上市公司股东的净利润同比增长 29.87%，主要是由于公司企业所得税率变化使得本期所得税费用上升使归母净利润增速低于利润总额增速。**费用方面，**公司采取了积极的措施，严格控制各项费用，21H1 总体期间费用率同比下降 0.58pct，增加利润约 0.6 亿元。

投资建议

公司国内线上主要品类市占率不断提升，线下销售持续恢复；外销方面受益于海外需求旺盛使外销持续高速增长。公司不断优化产品结构使实际毛利率同比略有上升，同时加强管控费用投入保证整体的利润水平。基于 21H1 业绩快报的情况，我们预计公司 21-23 年净利润为 20.9、23.7、26.3（21-22 年前值为 21.8、23.88 亿元），对应动态估值分别为 22.3x、19.7x、17.7x，给予“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，业绩快报是初步测算结果，具体财务数据以公司披露公告为准。

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	21,431.41	24,013.79	26,609.32
增长率(%)	11.22	(6.33)	15.24	12.05	10.81
EBITDA(百万元)	2,744.14	2,607.65	2,658.26	2,854.43	3,172.20
净利润(百万元)	1,919.91	1,846.22	2,092.84	2,365.60	2,633.16
增长率(%)	14.97	(3.84)	13.36	13.03	11.31
EPS(元/股)	2.35	2.26	2.56	2.90	3.22
市盈率(P/E)	24.26	25.22	22.25	19.69	17.69
市净率(P/B)	6.81	6.47	5.57	5.05	4.55
市销率(P/S)	2.35	2.50	2.17	1.94	1.75
EV/EBITDA	21.91	23.72	15.72	15.82	12.54

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	57.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	816.85
流通 A 股股本(百万股)	608.16
A 股总市值(百万元)	46,568.43
流通 A 股市值(百万元)	34,671.16
每股净资产(元)	9.23
资产负债率(%)	38.23
一年内最高/最低(元)	88.80/56.37

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：贝格数据

相关报告

- 1 《苏泊尔-公司点评:Q4 外销拉动收入增长，利润水平环比提升》2021-01-24
- 2 《苏泊尔-季报点评:海外复苏外贸订单增势强，准则变动影响毛利率水平》2020-10-27
- 3 《苏泊尔-半年报点评:Q2 营收逐步恢复，疫情短期影响现金流水平》2020-08-28

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	4,214.70	0.00	5,976.09
应收票据及应收账款	1,796.91	2,473.36	2,489.22	4,848.32	3,282.30
预付账款	278.55	179.49	407.93	205.33	468.61
存货	2,247.61	2,409.30	2,994.37	2,854.47	3,693.95
其他	4,198.76	3,334.89	3,060.23	4,069.12	3,527.60
流动资产合计	9,829.96	10,116.82	13,166.46	11,977.24	16,948.56
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	15,298.64	14,141.69	19,088.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	23.00	0.00
应付票据及应付账款	3,011.46	3,252.44	3,568.99	3,555.16	4,705.88
其他	1,964.61	1,784.04	3,308.48	1,275.47	4,095.06
流动负债合计	4,976.07	5,036.48	6,877.47	4,853.63	8,800.95
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	6,898.89	4,876.21	8,821.97
少数股东权益	8.20	35.78	34.94	34.94	34.94
股本	821.12	821.08	816.85	816.85	816.85
资本公积	194.63	226.86	226.86	226.86	226.86
留存收益	6,039.95	6,831.09	7,547.97	8,413.69	9,414.75
其他	(219.29)	(678.10)	(226.86)	(226.86)	(226.86)
股东权益合计	6,844.61	7,236.72	8,399.75	9,265.47	10,266.54
负债和股东权益总计	11,847.95	12,292.27	15,298.64	14,141.69	19,088.51

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,915.65	1,842.62	2,092.84	2,365.60	2,633.16
折旧摊销	125.20	132.38	66.09	68.97	71.71
财务费用	(1.35)	20.03	(20.57)	2.40	2.66
投资损失	(67.25)	(64.14)	(55.73)	0.00	0.00
营运资金变动	(858.32)	770.69	1,470.42	(4,253.01)	4,368.53
其它	619.02	(624.99)	0.37	0.00	0.00
经营活动现金流	1,732.94	2,076.59	3,553.41	(1,816.04)	7,076.05
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)	(207.81)	(998.21)	506.24
投资活动现金流	(866.87)	(150.87)	(150.15)	(919.38)	557.80
债权融资	0.00	0.00	0.00	23.00	0.00
股权融资	102.01	(385.37)	467.57	(2.40)	(2.66)
其他	(1,140.22)	(1,079.53)	(1,375.92)	(1,499.88)	(1,655.10)
筹资活动现金流	(1,038.21)	(1,464.90)	(908.35)	(1,479.27)	(1,657.76)
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	2,494.91	(4,214.70)	5,976.09

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,853.48	18,596.94	21,431.41	24,013.79	26,609.32
营业成本	13,668.23	13,683.28	15,497.75	17,097.96	18,852.20
营业税金及附加	123.74	103.34	121.15	144.08	159.66
营业费用	3,206.04	2,123.75	2,437.25	2,953.70	3,326.17
管理费用	345.73	317.73	346.83	432.25	478.97
研发费用	402.63	441.73	481.33	600.34	691.84
财务费用	(43.33)	(9.03)	(20.57)	2.40	2.66
资产减值损失	(38.50)	(15.91)	11.92	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.56	27.07	1.26	0.00	0.00
投资净收益	67.25	64.14	55.73	0.00	0.00
其他	(179.19)	(336.23)	(242.96)	0.00	0.00
营业利润	2,296.30	2,197.08	2,741.73	2,783.06	3,097.83
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	2,733.87	2,783.06	3,097.83
所得税	357.80	357.69	641.92	417.46	464.67
净利润	1,915.65	1,842.62	2,091.95	2,365.60	2,633.16
少数股东损益	(4.26)	(3.60)	(0.89)	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,919.91	1,846.22	2,092.84	2,365.60	2,633.16
每股收益(元)	2.35	2.26	2.56	2.90	3.22

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.22%	-6.33%	15.24%	12.05%	10.81%
营业利润	15.86%	-4.32%	24.79%	1.51%	11.31%
归属于母公司净利润	14.97%	-3.84%	13.36%	13.03%	11.31%
获利能力					
毛利率	31.15%	26.42%	27.69%	28.80%	29.15%
净利率	9.67%	9.93%	9.77%	9.85%	9.90%
ROE	28.08%	25.64%	25.02%	25.63%	25.74%
ROIC	50.20%	46.92%	41.26%	65.99%	33.65%
偿债能力					
资产负债率	42.23%	41.13%	45.09%	34.48%	46.22%
净负债率	-19.11%	-23.76%	-50.18%	0.25%	-58.21%
流动比率	1.98	2.01	1.91	2.47	1.93
速动比率	1.52	1.53	1.48	1.88	1.51
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	7.93	8.21	8.13
总资产周转率	1.77	1.54	1.55	1.63	1.60
每股指标(元)					
每股收益	2.35	2.26	2.56	2.90	3.22
每股经营现金流	2.12	2.54	4.35	-2.22	8.66
每股净资产	8.37	8.82	10.24	11.30	12.53
估值比率					
市盈率	24.26	25.22	22.25	19.69	17.69
市净率	6.81	6.47	5.57	5.05	4.55
EV/EBITDA	21.91	23.72	15.72	15.82	12.54
EV/EBIT	22.94	24.99	16.12	16.22	12.83

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com