

苏泊尔 (002032)

证券研究报告

2019年04月25日

收入增速略有放缓，盈利能力持续提升

事件：公司公布一季报，19Q1 实现收入 54.74 亿元，同比增长 12.00%；归母净利润 5.15 亿元，同比增长 13.81%。

收入增速环比略有放缓，线上增速依然稳健：一季度公司收入增速环比 18 年略有放缓，根据天猫数据，主要品类电饭煲 19Q1 销售额同比增长 22.5%，榨汁机销售额同比大幅增长 254.4%。受出口大环境影响，我们预计公司 19Q1 出口增速约 0~5%有所放缓。此外，随着厨电行业整体的竞争在加剧，行业需求放缓，公司增长基数已逐渐增高，大厨电业务增速也略有放缓。

产品结构改善及原材料降价带动毛利率改善，盈利能力持续提升：19Q1 季度得益于产品结构持续优化等因素，公司毛利率 31.28%，同比上升 0.21pct。从均价来看，根据天猫数据，19Q1 季度苏泊尔电饭产品均价同比上升 6.9%。一季度钢材、铜、铝、塑料件等大宗原材料同比均有小幅下降，也对于毛利率改善有所贡献。从费用率角度看，19Q1 公司销售、管理+研发、财务费用率同比-0.16pct、-0.11pct、-0.20pct，整体费用率下降 0.48pct 费用控制表现较为良好。

现金+理财大幅增长，经营性净现金流同比下降：19Q1 期末公司现金+其他流动资产合计 34.6 亿元，同比大幅增加约 17.8 亿元，增长 84.3%。应收票据+账款 26.2 亿元，同比增长 18.8%，高于收入增速，公司本期现金回款能力有所下降。存货余额 16.2 亿元，同比下降 9.3%，体现了公司产品销售情况依然保持良性。应付票据+账款 25.3 亿元，同比增长 19.4%，公司对于上游供应商占款增加，体现了较强的产业链议价能力。预收账款 3.25 亿元，同比减少约 4.65 亿元，我们预计公司未来收入端增速将延续一季度平稳增长趋势。从周转情况看，19Q1 季度公司存货及应收账款周转天数分别下降 5.4 天、上升 2.6 天，整体下降 2.8 天，营运效率有所提升。从现金流看，19Q1 销售商品、提供劳务收到的现金 35.5 亿元，同比增长 14.0%。与收入增速基本一致；经营性净现金流-1.19 亿元（去年同期为 4.41 亿元），同比明显下降。一方面，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长；另一方面，本期应收账款和票据同比大幅增加 4.15 亿元，环比大幅增加 1.91 亿元，也拖累了经营性净现金流的表现。

投资建议：公司一季度出口及线下增速有所放缓，公司为国内厨房炊具和厨房小家电龙头企业，我们仍长期看好小家电市场消费升级。展望二季度我们预计出口端或将有所恢复，同时公司 WMF、SEB 等新品牌以及更多新品类中长期看将持续提供增长动力。基于公司一季报情况，我们将公司 19-21 年收入增速预测由 23.3%、23.6%、24.5%调整为 17.5%、17.0%、16.7%，净利润增速由 23.3%、23.6%、24.5%调整为 18.1%、17.8%、17.3%。当前股价分别对应 19-21 年 28.15x、23.90x、20.38xPE，维持买入评级。

风险提示：WMF 销售不达预期风险，原材料涨价风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,187.35	17,851.26	20,978.81	24,545.20	28,649.16
增长率(%)	18.75	25.83	17.52	17.00	16.72
EBITDA(百万元)	1,596.36	2,387.78	2,445.99	2,809.32	3,288.68
净利润(百万元)	1,307.61	1,669.87	1,972.10	2,322.90	2,724.27
增长率(%)	21.35	27.70	18.10	17.79	17.28
EPS(元/股)	1.59	2.03	2.40	2.83	3.32
市盈率(P/E)	42.46	33.25	28.15	23.90	20.38
市净率(P/B)	10.68	9.40	7.75	6.40	5.27
市销率(P/S)	3.91	3.11	2.65	2.26	1.94
EV/EBITDA	19.34	17.17	21.57	17.44	15.26

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	67.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	821.24
流通 A 股股本(百万股)	544.62
A 股总市值(百万元)	55,516.09
流通 A 股市值(百万元)	36,816.58
每股净资产(元)	7.83
资产负债率(%)	34.96
一年内最高/最低(元)	82.59/44.80

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

罗岸阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518120002
luoanyang@tfzq.com

马王杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080001
mawangjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《苏泊尔-年报点评报告:内外销市场表现优异，产品结构提升效果明显》 2019-03-28
- 2 《苏泊尔-公司点评:18Q4 业绩超预期，市占率、产品结构持续提升》 2019-02-26
- 3 《苏泊尔-季报点评:业绩增速符合预期，持续稳定增速靓丽》 2018-10-24

事件

公司公布一季报，19Q1 实现收入 54.74 亿元，同比增长 12.00%；归母净利润 5.15 亿元，同比增长 13.81%。

收入增速环比略有放缓，线上增速依然稳健

一季度公司收入增速环比 18 年略有放缓，其中根据天猫数据，主要品类电饭煲 19Q1 销售额同比增长 22.5%，榨汁机销售额同比大幅增长 254.4%。因此，我们预计公司主要传统小家电品类内销线下增速有所放缓。同时，根据中国海关数据，一季度我国出口 5517.6 亿美元，同比增长 1.4%，增速有所放缓。受到出口大环境影响，我们预计公司 19Q1 出口增速约 0~5%有所放缓。此外，随着厨电行业整体的竞争在加剧，行业需求放缓，公司增长基数已逐渐增高，因此作为尚处于新进入者的苏泊尔来说，大厨电业务增速也略有放缓。

产品结构改善及原材料降价带动毛利率改善，盈利能力持续提升

1) 19Q1 季度得益于产品结构持续优化等因素，公司毛利率 31.28%，同比上升 0.21pct。从均价来看，根据天猫数据，19Q1 季度苏泊尔电饭产品均价同比上升 6.9%。同时，一季度钢材、铜、铝、塑料件等大宗原材料同比均有小幅下降，也对于毛利率改善有所贡献。

2) 从费用率角度看，19Q1 公司销售、管理+研发、财务费用率同比-0.16pct、-0.11pct、-0.20pct，整体费用率下降 0.48pct，费用控制表现较为良好。而 18Q4 季度收入及营业利润增速分别为 17.2%、22.6%，基于营业外收入变化以及重新申请高新技术企业后税率优惠在 Q4 季度集中体现，最终实现归母净利润增速达到 34.8%。我们预计，公司 19 年费用率表现将保持平稳，整体盈利能力仍将持续提升。

现金+理财大幅增长，经营性净现金流同比下降

1) 19Q1 期末公司现金+其他流动资产合计 34.6 亿元，同比大幅增加约 17.8 亿元，增长 84.3%。应收票据+账款 26.2 亿元，同比增长 18.8%，高于收入增速，公司本期现金回款能力有所下降。存货余额 16.2 亿元，同比下降 9.3%，体现了公司产品销售情况依然保持良性。应付票据+账款 25.3 亿元，同比增长 19.4%，公司对于上游供应商占款增加，体现了较强的产业链议价能力。预收账款 3.25 亿元，同比减少约 4.65 亿元，我们预计公司未来收入端增速将延续一季度平稳增长趋势。

2) 从周转情况看，19Q1 季度公司存货及应收账款周转天数分别下降 5.4 天、上升 2.6 天，整体下降 2.8 天，营运效率有所提升。

3) 从现金流看，19Q1 销售商品、提供劳务收到的现金 35.5 亿元，同比增长 14.0%。与收入增速基本一致；经营性净现金流-1.19 亿元（去年同期为 4.41 亿元），同比明显下降。一方面，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长；另一方面，本期应收账款和票据同比大幅增加 4.15 亿元，环比大幅增加 1.91 亿元，也拖累了经营性净现金流的表现。

投资建议

公司一季度出口及线下增速有所放缓，公司为国内厨房炊具和厨房小家电龙头企业，我们仍长期看好小家电市场消费升级。展望二季度我们预计出口端或将有所恢复，同时公司 WMF、SEB 等新品牌以及更多新品类中长期看将持续提供增长动力。基于公司一季报情况，我们将公司 19-21 年收入增速预测由 23.3%、23.6%、24.5%调整为 17.5%、17.0%、16.7%，净利润增速由 23.3%、23.6%、24.5%调整为 18.1%、17.8%、17.3%。当前股价分别对应 19-21

年 28.15x、23.90x、20.38xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	779.64	1,416.76	1,713.92	5,469.12	4,448.71
应收票据及应收账款	2,073.33	2,428.80	3,489.91	1,869.38	4,385.99
预付账款	326.63	216.57	384.18	369.76	481.44
存货	2,185.90	2,361.65	3,106.78	3,280.78	4,132.63
其他	2,351.78	2,569.53	2,211.22	2,486.25	2,375.71
流动资产合计	7,717.28	8,993.32	10,906.02	13,475.29	15,824.48
长期股权投资	57.83	60.65	60.65	60.65	60.65
固定资产	829.20	868.30	865.05	874.91	879.63
在建工程	23.46	40.56	60.34	84.20	80.52
无形资产	334.60	397.27	380.31	363.34	346.37
其他	209.30	273.07	210.16	229.64	236.42
非流动资产合计	1,454.39	1,639.84	1,576.50	1,612.73	1,603.59
资产总计	9,171.68	10,633.16	12,482.52	15,088.03	17,428.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,307.03	2,953.81	3,364.36	3,952.89	4,522.75
其他	1,641.07	1,754.37	1,900.53	2,398.84	2,293.56
流动负债合计	3,948.10	4,708.18	5,264.89	6,351.73	6,816.30
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	25.09	17.91	21.32	21.44	20.22
非流动负债合计	25.09	17.91	21.32	21.44	20.22
负债合计	3,973.19	4,726.09	5,286.21	6,373.17	6,836.53
少数股东权益	0.82	(0.27)	31.03	43.24	62.11
股本	821.29	821.24	821.24	821.24	821.24
资本公积	93.91	139.53	139.53	139.53	139.53
留存收益	4,427.82	5,114.45	6,344.04	7,850.37	9,708.19
其他	(145.35)	(167.89)	(139.53)	(139.53)	(139.53)
股东权益合计	5,198.49	5,907.07	7,196.31	8,714.86	10,591.54
负债和股东权益总	9,171.68	10,633.16	12,482.52	15,088.03	17,428.07

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,307.84	1,668.78	1,972.10	2,322.90	2,724.27
折旧摊销	105.17	121.20	60.44	63.24	65.93
财务费用	7.22	(0.93)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(63.27)	(86.90)	(70.42)	(70.42)	(70.42)
营运资金变动	(179.06)	(689.45)	(561.84)	2,256.38	(3,058.56)
其它	(96.42)	1,000.96	463.62	15.40	(126.25)
经营活动现金流	1,081.47	2,013.66	1,863.90	4,587.51	(465.03)
资本支出	145.44	248.58	56.59	79.88	51.22
长期投资	3.95	2.82	0.00	0.00	0.00
其他	(693.64)	(755.46)	(907.53)	(95.42)	260.29
投资活动现金流	(544.25)	(504.06)	(850.94)	(15.54)	311.50
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	213.35	74.20	28.36	0.00	0.00
其他	(723.62)	(1,042.77)	(744.16)	(816.77)	(866.88)
筹资活动现金流	(510.28)	(968.57)	(715.80)	(816.77)	(866.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	26.94	541.03	297.16	3,755.20	(1,020.40)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,187.35	17,851.26	20,978.81	24,545.20	28,649.16
营业成本	9,994.04	12,341.94	14,475.38	16,887.10	19,618.95
营业税金及附加	94.67	113.76	143.95	162.88	189.76
营业费用	2,213.08	2,813.29	3,272.69	3,669.51	3,982.23
管理费用	415.19	344.81	629.36	490.90	572.98
研发费用	383.90	402.63	524.47	613.63	939.69
财务费用	(0.13)	(5.54)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	50.99	46.01	48.49	48.50	47.66
公允价值变动收益	8.54	(10.29)	430.68	2.98	(145.54)
投资净收益	63.27	86.90	70.42	70.42	70.42
其他	(610.80)	(264.18)	(1,002.19)	(146.79)	150.26
营业利润	1,574.58	1,981.93	2,385.55	2,746.08	3,222.75
营业外收入	7.03	11.14	29.19	15.79	18.71
营业外支出	16.49	11.54	15.26	14.43	13.74
利润总额	1,565.13	1,981.54	2,399.48	2,747.44	3,227.72
所得税	257.28	312.76	394.44	412.12	484.16
净利润	1,307.84	1,668.78	2,005.04	2,335.32	2,743.56
少数股东损益	0.24	(1.09)	32.95	12.42	19.29
归属于母公司净利润	1,307.61	1,669.87	1,972.10	2,322.90	2,724.27
每股收益(元)	1.59	2.03	2.40	2.83	3.32

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.75%	25.83%	17.52%	17.00%	16.72%
营业利润	19.67%	25.87%	20.36%	15.11%	17.36%
归属于母公司净利润	21.35%	27.70%	18.10%	17.79%	17.28%
获利能力					
毛利率	29.56%	30.86%	31.00%	31.20%	31.52%
净利率	9.22%	9.35%	9.40%	9.46%	9.51%
ROE	25.16%	28.27%	27.52%	26.79%	25.87%
ROIC	46.98%	57.32%	52.71%	52.97%	127.58%
偿债能力					
资产负债率	43.32%	44.45%	42.35%	42.24%	39.23%
净负债率	-15.00%	-23.98%	-23.82%	-62.76%	-42.00%
流动比率	1.95	1.91	2.07	2.12	2.32
速动比率	1.40	1.41	1.48	1.60	1.72
营运能力					
应收账款周转率	6.96	7.93	7.09	9.16	9.16
存货周转率	7.31	7.85	7.67	7.69	7.73
总资产周转率	1.67	1.80	1.82	1.78	1.76
每股指标(元)					
每股收益	1.59	2.03	2.40	2.83	3.32
每股经营现金流	1.32	2.45	2.27	5.59	-0.57
每股净资产	6.33	7.19	8.72	10.56	12.82
估值比率					
市盈率	42.46	33.25	28.15	23.90	20.38
市净率	10.68	9.40	7.75	6.40	5.27
EV/EBITDA	19.34	17.17	21.57	17.44	15.26
EV/EBIT	20.70	18.07	22.12	17.84	15.57

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	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	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：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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