

苏泊尔 (002032)

证券研究报告

2018年04月24日

SEB 订单持续增加，业绩如期稳健增长

事件

(1) 公司发布 18 年一季度业绩报告, 实现收入 48.87 亿元, 同比增长 21.24% (调整后), 实现归母净利润 4.52 亿元, 同比增长 21.92% (调整后), 基本符合预期。(2) 公司公告完成收购上海 SEB100% 股权工商变更登记。(3) 公司公告拟设立绍兴苏泊尔销售公司, 以及在玉环市设立浙江福腾宝制造公司 (用于建设高端炊具产业园项目)。(4) 公司预计 18 年上半年业绩增速区间为 0-30%。

SEB 订单转移持续增加，消费升级助力收入稳增

随着 SEB 集团 2016 年收购 WMF, 以及订单转移进一步增加, 出口 SEB 收入大幅增加, 根据公司公告截至 Q1 关联交易金额, Q1 出口 SEB 为 8.36 亿元, 同比增加 35%, 其中炊具和电器同比分别增长 44% 和 24%, 预计部分为增加上海 SEB 和对 WMF 的出口所致。内销方面, 预计小家电增速预计超过 20%, 且预计线上渠道维持高增速。

新年新价改善毛利率，经营效率持续提升

过去一年原材料价格持续提升, 随着 18 年按照新的原材料价格与 SEB 签订出口合同, 公司毛利率同比仅-0.07pct, 较前期改善明显。销售费用同比增长 16%, 预计低于内销收入增速, 经营效率提升有所提升; 管理费用率受股权激励费用、研发费用等增长影响, 同比+0.44pct。

现金流状况健康，积极备货原材料

销售商品、提供劳务收到现金 31.13 亿元, 低于营业收入 17 亿元, 预计为 Q4 跨期现金流入、Q1 确认销货收入所致, Q4 收到现金 87.2 亿元, 超出 Q4 营业收入 50 亿元, 现金流整体稳定增长。因此 Q1 末存货 17.82 亿元, 环比减少 4 亿元, 预计为销售库存商品计提收入所致, 17 年末库存商品余额约 17 亿元。

投资建议

受所得税率变动影响, 对盈利预测进行小幅调整, 我们预计公司 18-20 年收入为 173.6、207.2、245.3 亿元, 净利润分别 16.1、20.1、24.4 亿元, 同比分别增长 23.3%、24.7%、21.6%, EPS 分别为 1.96、2.45、2.98 元/股 (前次为 2.01、2.55、3.13 元/股)。预计 18 年利润总额同比增长 28%, 假设下半年重新申请高新技术企业后全年税率恢复 17 年水平, 我们预计业绩增速仍可上调。当前股价分别对应 18-20 年 23.23x、18.63x、15.32xPE, 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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,947.12	14,187.35	17,360.49	20,719.85	24,530.27
增长率(%)	9.51	18.75	22.37	19.35	18.39
EBITDA(百万元)	1,417.75	1,596.36	2,001.37	2,493.69	3,038.76
净利润(百万元)	1,077.52	1,307.61	1,611.86	2,010.44	2,444.52
增长率(%)	21.21	21.35	23.27	24.73	21.59
EPS(元/股)	1.31	1.59	1.96	2.45	2.98
市盈率(P/E)	34.76	28.64	23.23	18.63	15.32
市净率(P/B)	8.25	7.21	5.46	4.22	3.31
市销率(P/S)	3.13	2.64	2.16	1.81	1.53
EV/EBITDA	14.33	19.34	16.89	12.80	9.83

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	45.60 元
目标价格	52.26 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	821.29
流通 A 股股本(百万股)	544.57
A 股总市值(百万元)	37,450.72
流通 A 股市值(百万元)	24,832.18
每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	38.47
一年内最高/最低(元)	50.50/35.15

作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
谢丽媛	联系人
xieliyuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《苏泊尔-公司深度研究:深度:从苏泊尔到赛博中国, 蛋糕有多大?》 2018-04-01
- 《苏泊尔-公司点评:收入增速改善显著, 实际净利润同比预计 19%》 2018-02-26
- 《苏泊尔-季报点评:多品牌战略再下一城, 小家电稳增长双十一预期良好》 2017-10-19



事件

(1) 公司发布 18 年一季度业绩报告, 实现收入 48.87 亿元, 同比增长 21.24% (调整后), 实现归母净利润 4.52 亿元, 同比增长 21.92% (调整后), 基本符合预期。(2) 公司公告完成收购上海 SEB100% 股权工商变更登记。(3) 公司公告拟设立绍兴苏泊尔销售公司, 以及在玉环市设立浙江福腾宝制造公司 (用于建设高端炊具产业园项目)。(4) 公司预计 18 年上半年业绩增速区间为 0-30%。

SEB 订单转移持续增加, 消费升级助力收入稳增

随着 SEB 集团 2016 年收购 WMF, 以及订单转移进一步增加, 出口 SEB 收入大幅增加, 根据公司公告截至 Q1 关联交易金额, Q1 出口 SEB 为 8.36 亿元, 同比增加 35%, 其中炊具和电器同比分别增长 44% 和 24%, 预计部分为增加上海 SEB 和对 WMF 的出口所致。内销方面, 预计小家电增速预计超过 20%, 且预计线上渠道维持高增速, 根据天猫零售数据, Q1 苏泊尔电饭煲销量同比+37% (行业销量同比+29%), 且养生壶等新品规模扩张迅速, 消费升级效应持续显现。

新年新价改善毛利率, 经营效率持续提升

过去一年原材料价格持续提升, 随着 18 年按照新的原材料价格与 SEB 签订出口合同, 公司毛利率同比仅-0.07pct, 较前期改善明显。销售费用同比增长 16%, 预计低于内销收入增速, 经营效率提升有所提升; 管理费用率受股权激励费用、研发费用等增长影响, 同比+0.44pct, 根据公司公告, 2018 年预计摊销股权激励费用 4263 万元, 假设 Q1 摊销 1000 万元, 则剔除该影响, 管理费用率同比+0.23pct; 财务费用率同比+0.04pct, 基本持平。Q1 所得税率同比提升 3.6pct, 预计为母公司及武汉子公司高新技术企业到期所致 (根据年报, 于 2018 年 1 月 1 日到期)。

现金流状况健康, 积极备货原材料

销售商品、提供劳务收到现金 31.13 亿元, 低于营业收入 17 亿元, 预计为 Q4 跨期现金流入、Q1 确认销货收入所致, Q4 收到现金 87.2 亿元, 超出 Q4 营业收入 50 亿元, 现金流整体稳定增长。因此 Q1 末存货 17.82 亿元, 环比减少 4 亿元, 预计为销售库存商品计提收入所致, 17 年末库存商品余额约 17 亿元。从而截至 18Q1, 公司现金+理财产品+交易性金融资产共计 32.62 亿元, 较前期增加仅 1.5 亿元, 而较 17Q3 增加 4.74 亿元, 现金流状况健康。应收账款+应收票据合计 22 亿元, 同比仅+4%, 公司回款效率提升, 应收账款周转天数同比-0.63 天。预收款项 7.9 亿元, 环比减少 4.16 亿元, 预计为确认销货收入。

投资建议

受所得税率变动影响, 对盈利预测进行小幅调整, 我们预计公司 18-20 年收入为 173.6、207.2、245.3 亿元, 净利润分别 16.1、20.1、24.4 亿元, 同比分别增长 23.3%、24.7%、21.6%, EPS 分别为 1.96、2.45、2.98 元/股 (前次为 2.01、2.55、3.13 元/股)。预计 18 年利润总额同比增长 28%, 假设下半年重新申请高新技术企业后全年税率恢复 17 年水平, 我们预计业绩增速仍可上调。当前股价分别对应 18-20 年 23.23x、18.63x、15.32xPE, 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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	750.56	779.64	2,127.74	4,018.69	6,052.47
应收账款	1,215.78	1,413.30	1,817.68	2,038.52	2,526.84
预付账款	157.33	326.63	240.26	432.09	359.32
存货	1,696.93	2,185.90	2,504.25	3,058.46	3,489.29
其他	2,682.49	3,011.81	3,440.58	3,319.10	3,843.07
流动资产合计	6,503.09	7,717.28	10,130.52	12,866.85	16,270.99
长期股权投资	53.88	57.83	57.83	57.83	57.83
固定资产	885.13	829.20	816.66	820.16	820.29
在建工程	5.99	23.46	50.08	78.05	76.83
无形资产	255.69	334.60	318.66	302.71	286.76
其他	150.42	209.30	209.30	209.30	209.30
非流动资产合计	1,351.11	1,454.39	1,452.52	1,468.05	1,451.01
资产总计	7,854.20	9,171.68	11,583.04	14,334.90	17,722.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,142.16	2,374.34	3,104.74	3,393.67	4,255.46
其他	1,132.84	1,573.76	1,591.43	2,043.93	2,124.72
流动负债合计	3,275.00	3,948.10	4,696.17	5,437.59	6,380.18
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	20.96	25.09	25.09	25.09	25.09
非流动负债合计	20.96	25.09	25.09	25.09	25.09
负债合计	3,295.96	3,973.19	4,721.26	5,462.68	6,405.28
少数股东权益	17.91	0.82	0.82	0.81	0.81
股本	631.77	821.29	821.29	821.29	821.29
资本公积	39.89	93.91	93.91	93.91	93.91
留存收益	3,929.68	4,427.82	6,039.67	8,050.12	10,494.63
其他	(61.00)	(145.35)	(93.91)	(93.91)	(93.91)
股东权益合计	4,558.24	5,198.49	6,861.78	8,872.22	11,316.73
负债和股东权益总	7,854.20	9,171.68	11,583.04	14,334.90	17,722.00

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133.95	1,307.84	1,611.86	2,010.44	2,444.52
折旧摊销	123.37	105.17	61.87	64.47	67.04
财务费用	(16.02)	7.22	(4.04)	(8.53)	(4.23)
投资损失	(61.08)	(63.27)	(65.41)	(65.41)	(65.41)
营运资金变动	600.50	(180.76)	(317.06)	(103.97)	(427.76)
其它	(391.73)	(94.72)	(0.00)	(0.01)	(0.01)
经营活动现金流	1,388.99	1,081.47	1,287.22	1,897.00	2,014.14
资本支出	100.18	145.44	60.00	80.00	50.00
长期投资	2.55	3.95	0.00	0.00	0.00
其他	(61.49)	(693.64)	(54.59)	(94.59)	(34.59)
投资活动现金流	41.24	(544.25)	5.41	(14.59)	15.41
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(498.25)	213.35	55.47	8.53	4.23
其他	(1,093.26)	(723.62)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,591.50)	(510.28)	55.47	8.53	4.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(161.28)	26.94	1,348.10	1,890.94	2,033.78

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,947.12	14,187.35	17,360.49	20,719.85	24,530.27
营业成本	8,300.00	9,994.04	12,124.02	14,379.57	16,925.89
营业税金及附加	90.08	94.67	112.03	133.71	158.30
营业费用	1,891.73	2,213.08	2,628.40	3,137.01	3,713.92
管理费用	388.31	415.19	569.29	653.08	773.19
财务费用	(21.44)	(0.13)	(4.04)	(8.53)	(4.23)
资产减值损失	48.47	50.99	52.66	52.66	52.66
公允价值变动收益	4.77	8.54	0.00	0.00	0.00
投资净收益	61.08	63.27	65.41	65.41	65.41
其他	(131.70)	(226.90)	(194.82)	(194.82)	(194.82)
营业利润	1,315.82	1,574.58	2,007.53	2,501.75	3,039.96
营业外收入	69.39	7.03	2.50	2.50	2.50
营业外支出	17.74	16.49	11.47	11.47	11.47
利润总额	1,367.47	1,565.13	1,998.56	2,492.77	3,030.98
所得税	233.51	257.28	386.71	482.33	586.47
净利润	1,133.95	1,307.84	1,611.85	2,010.44	2,444.51
少数股东损益	56.43	0.24	(0.00)	(0.01)	(0.01)
归属于母公司净利润	1,077.52	1,307.61	1,611.86	2,010.44	2,444.52
每股收益(元)	1.31	1.59	1.96	2.45	2.98

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.51%	18.75%	22.37%	19.35%	18.39%
营业利润	14.97%	19.67%	27.50%	24.62%	21.51%
归属于母公司净利润	21.21%	21.35%	23.27%	24.73%	21.59%
获利能力					
毛利率	30.53%	29.56%	30.16%	30.60%	31.00%
净利率	9.02%	9.22%	9.28%	9.70%	9.97%
ROE	23.73%	25.16%	23.49%	22.66%	21.60%
ROIC	31.23%	46.98%	55.64%	62.46%	73.33%
偿债能力					
资产负债率	41.96%	43.32%	40.76%	38.11%	36.14%
净负债率	29.51%	48.96%	46.54%	29.23%	12.76%
流动比率	1.99	1.95	2.16	2.37	2.55
速动比率	1.47	1.40	1.62	1.80	2.00
营运能力					
应收账款周转率	10.35	10.79	10.75	10.75	10.75
存货周转率	7.65	7.31	7.40	7.45	7.49
总资产周转率	1.57	1.67	1.67	1.60	1.53
每股指标(元)					
每股收益	1.31	1.59	1.96	2.45	2.98
每股经营现金流	1.69	1.32	1.57	2.31	2.45
每股净资产	5.53	6.33	8.35	10.80	13.78
估值比率					
市盈率	34.76	28.64	23.23	18.63	15.32
市净率	8.25	7.21	5.46	4.22	3.31
EV/EBITDA	14.33	19.34	16.89	12.80	9.83
EV/EBIT	15.70	20.70	17.43	13.14	10.06

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