

## 公司研究

## 收入稳定增长，盈利受制于成本压力

## ——苏泊尔（002032.SZ）2021年度业绩预告点评

## 要点

**事件：**2021年1月26日，公司发布2021年年度业绩预增公告，预计全年实现营业收入215.9亿元，同比增长16.1%；归母净利润18.8~20.1亿元，同比增长1.7%~9.0%；扣非后归母净利润17.0~18.2亿元，同比增长6.4%~14.3%。Q4公司预计实现归母净利润6.4~7.7亿元，同比-16.9%~+0.9%；归母净利率为10.7%-13.0%，同比下滑1.4~3.7pct.。受到海运不畅以及成本压力影响，公司4Q21归母净利润略低于预期。

## 点评：

**内销稳定增长，外销有望持续提升。**国内方面，公司各主要品类实现稳定增长。1) 厨房电器：生意参谋数据显示，公司4Q21厨电品类销售额同比+15%，其中电饭煲/电热水壶销售额同比+11%/+17%。2) 清洁电器：2021年公司积极布局，该品类增长较快，根据奥维云网线上零售量/额同比+38%/+58%，高于行业同比(+3%/+31%)；4Q21线上零售量/额同比+35%/+52%。出口方面，根据关联交易公告，由于Q4国外疫情反复，圣诞、新年等销售旺季到来，公司上调2021年全年与SEB集团的关联交易金额至71.3亿元。

**积极开展渠道变革，盈利空间逐渐打开。**自新的管理层上任以来，苏泊尔渠道改革发生良性改变：1) 线上一盘货体系逐渐完善：自营和经销商销售均实现统仓统配，公司预计2022年上半年将实现大部分业务一盘货，物流费用减少，经销商资金压力缓解；2) 店铺直营体系增多：2020年以来相继将天猫、京东POP旗舰店直营化，2022年公司将继续加大直营体系投入，进一步改善公司盈利空间。3) 电商渠道投入加大：一方面，电商员工数量增多，库存效率得以优化；另一方面，公司在抖音等新兴渠道的运营能力领先，是唯一一家把抖音订单导到京东仓的小家电企业，同时公司负责大部分渠道推广费用，对营销人员进行培训指导，线上收入增长快于整体。

**盈利预测、估值与评级：**2021年公司内销实现稳定增长，在巩固优势品类的同时扩张清洁电器，并积极开展渠道变革，外销业务进一步增长。考虑到原材料上涨等因素，调整公司2021年净利润预测为19.5亿元（下调4.94%），维持2022-2023年净利润预测为24.3亿元、27.4亿元，当前股价对应PE分别为23、18、16倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新品拓展不及预期，海外销售疲软，原材料价格上行。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,853	18,597	21,586	24,002	26,616
营业收入增长率	11.2%	-6.3%	16.1%	11.2%	10.9%
净利润（百万元）	1,920	1,846	1,951	2,433	2,740
净利润增长率	15.0%	-3.8%	5.7%	24.7%	12.6%
EPS（元）	2.34	2.25	2.41	3.01	3.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.08%	25.64%	24.09%	25.99%	25.75%
P/E	23	24	23	18	16
P/B	6.5	6.2	5.4	4.7	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-01-26；2021年5月及9月，公司先后回购并注销421万、817万股股票，注销完成后，公司股本由8.21亿股减少至8.09亿股

## 买入（维持）

当前价：54.52元

## 作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

联系人：金屹唯

021-52523820

jjinyiwei@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	8.09
总市值(亿元)	440.89
一年最低/最高(元)	43.85/82.27
近3月换手率	30.25%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.69	16.33	-18.35
绝对	-15.58	10.59	-32.33

资料来源：Wind

## 相关研报

股权激励绑定骨干员工，渠道改革改善盈利空间——苏泊尔（002032.SZ）拟实施股权激励计划事件点评（2021-12-13）

线上渠道变革提速，上调外销目标金额——苏泊尔（002032.SZ）2021年三季度报点评（2021-10-27）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,853	18,597	21,586	24,002	26,616
营业成本	13,668	13,683	15,442	16,739	18,517
折旧和摊销	124	132	163	181	202
税金及附加	124	103	130	144	160
销售费用	3,206	2,124	2,979	3,600	3,992
管理费用	346	318	389	432	479
财务费用	(43)	(9)	(22)	(43)	(60)
研发费用	453	442	496	552	612
投资收益	67	64	100	110	120
营业利润	2,296	2,197	2,435	2,876	3,244
利润总额	2,273	2,200	2,440	2,881	3,244
所得税	358	358	488	446	503
净利润	1,916	1,843	1,952	2,434	2,741
少数股东损益	(4)	(4)	1	1	1
归属母公司净利润	1,920	1,846	1,951	2,433	2,740
EPS(元)	2.34	2.25	2.41	3.01	3.39

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,733	2,077	2,614	2,342	2,648
净利润	1,920	1,846	1,951	2,433	2,740
折旧摊销	124	132	163	181	202
净营运资金增加	(12)	875	(344)	284	293
其他	(299)	(777)	845	(556)	(587)
投资活动产生现金流	(867)	(151)	(479)	(485)	(475)
净资本支出	(442)	(278)	(550)	(550)	(550)
长期投资变化	62	64	0	0	0
其他资产变化	(487)	63	71	65	75
融资活动现金流	(1,038)	(1,465)	(1,031)	(1,128)	(1,400)
股本变化	(0)	(0)	(12)	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	277	52	1,331	548	689
净现金流	(167)	422	1,104	730	773

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.2%	26.4%	28.5%	30.3%	30.4%
EBITDA 率	12.0%	12.3%	11.7%	12.2%	12.3%
EBIT 率	11.4%	11.5%	10.9%	11.4%	11.6%
税前净利润率	11.5%	11.8%	11.3%	12.0%	12.2%
归母净利润率	9.7%	9.9%	9.0%	10.1%	10.3%
ROA	16.2%	15.0%	13.4%	14.9%	15.0%
ROE (摊薄)	28.1%	25.6%	24.1%	26.0%	25.8%
经营性 ROIC	34.0%	27.1%	28.3%	31.4%	32.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	41%	44%	42%	42%
流动比率	1.98	2.01	1.88	1.93	1.97
速动比率	1.52	1.53	1.41	1.46	1.49
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,848	12,292	14,522	16,333	18,303
货币资金	1,308	1,720	2,824	3,554	4,326
交易性金融资产	1,265	116	100	100	100
应收账款	1,797	2,228	2,051	2,280	2,529
应收票据	0	245	216	240	266
其他应收款 (合计)	14	40	62	68	76
存货	2,248	2,409	3,032	3,288	3,638
其他流动资产	2,920	3,179	3,328	3,449	3,580
流动资产合计	9,830	10,117	11,982	13,374	14,945
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	62	64	64	64	64
固定资产	909	1,229	1,275	1,371	1,494
在建工程	215	47	298	486	627
无形资产	466	462	502	542	580
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	2,018	2,175	2,541	2,959	3,357
总负债	5,003	5,056	6,386	6,934	7,623
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,011	3,252	3,552	3,850	4,259
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,107	0	1,727	1,920	2,129
其他流动负债	269	342	372	372	372
流动负债合计	4,976	5,036	6,367	6,914	7,603
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	18	18	18	18
非流动负债合计	27	19	20	20	20
股东权益	6,845	7,237	8,136	9,399	10,679
股本	821	821	809	809	809
公积金	596	629	631	631	631
未分配利润	5,444	6,203	7,091	8,354	9,633
归属母公司权益	6,836	7,201	8,099	9,361	10,641
少数股东权益	8	36	37	38	39

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	16.1%	11.4%	13.8%	15.0%	15.0%
管理费用率	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
财务费用率	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
研发费用率	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
所得税率	15.7%	16.3%	20.0%	15.5%	15.5%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.33	1.29	1.45	1.81	2.03
每股经营现金流	2.11	2.53	3.23	2.90	3.27
每股净资产	8.33	8.77	10.02	11.58	13.16
每股销售收入	24.18	22.65	26.69	29.68	32.91

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	23	24	23	18	16
PB	6.5	6.2	5.4	4.7	4.1
EV/EBITDA	18	19	17	14	13
股息率	2.4%	2.4%	2.7%	3.3%	3.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE