

| 研究报告 |

苏泊尔（002032）



2018-04-23

公司报告 | 点评报告

评级 买入 维持

报告要点

■ 事件描述

苏泊尔披露 18 年一季报：公司一季度实现营业收入 48.87 亿元，同比增长 21.24%，实现归属净利润 4.52 亿元，同比增长 21.92%，实现 EPS0.55 元；此外，公司预计 18 年上半年归属净利润同比增长 0%-30% 至 5.97-7.76 亿元。

■ 事件评论

- **多渠道共同发力，收入端实现较快增长：**公司当季营收实现 21.24% 的较好增长，其中预计内销表现优于出口，一方面在消费升级驱动下公司传统产品仍实现较快增长，另一方面新品类及新产品线推出也持续带来收入增量；而受益于 SEB 订单稳步转移，预计当季公司出口业务也实现稳健增长；后续基于公司在国内市场已有的领先优势、多品牌及多品类运营，且结合 SEB 订单稳步转移，公司全年营收有望实现较快增长。
- **毛利率小幅改善，盈利能力基本持平：**受益于公司产品结构持续改善，公司当季毛利率小幅提升 0.24pct 至 31.07%；费用率方面，在规模效应持续显现背景下，公司当期销售费用率下行 0.68pct，而管理及财务费用率则提升 0.33 及 0.04pct；总的来说，虽然当季母公司及部分子公司所得税率提高使得整体所得税同比增加 4,986 万元，但受益于毛利率提升及费用率小幅下行，公司归属净利率仍小幅提升 0.05pct 至 9.26%。
- **多品类叠加多品牌运营，长期增长可期：**从内销层面看，公司目前已完成对上海赛博电器有限公司的收购，而随着 WMF 品牌引入，且结合此前已引入的 LAGOSTINA 与 KRUPS 品牌，公司品牌阵营将持续完善，同时结合产品多元化趋势，其内销业务长期增长可期；而从出口层面看，公司与 SEB 集团 18 年关联交易总额达到 50.76 亿元，相较于 17 年实际发生额增长超过 30%，我们预计 18 年公司出口业务增长有望提速。
- **维持公司“买入”评级：**在内外销业务共同驱动下，报告期内公司营收端实现较快增长，而盈利能力基本持平背景下利润端表现与收入端基本匹配，公司当季整体经营较为稳健且符合市场预期；而后续考虑到公司在内销端多品牌、多品类发力以及出口端 SEB 订单持续转移，我们认为公司长期增长值得期待；预计公司 18、19 年 EPS 分别为 1.96、2.36 元，对应当前股价 PE 分别为 23.27 及 19.35 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示： 1. 原材料价格风险；
2. 市场竞争加剧风险。

分析师 徐春

电话 (8621) 61118737

邮箱 xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

分析师 孙珊

电话 (8621) 61118737

邮箱 sunshan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020002

分析师 管泉森

电话 (8621) 61118737

邮箱 guanqs@cjsc.com.cn

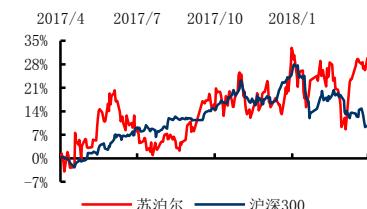
执业证书编号：S0490516070002

联系人 贺本东

电话 (8621) 61118737

邮箱 hebd@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

- 《全年实现稳健经营，增长趋势有望延续》
2018-04-01
- 《内外销均衡发展，盈利能力稳步改善》
2018-02-26
- 《经营延续稳健表现，业绩确定性无忧》
2018-01-17

苏泊尔披露 18 年一季报及对外投资设立子公司公告：

- (1) 公司 18 年一季度实现营业收入 48.87 亿元，同比增长 21.24%，实现归属净利润 4.52 亿元，同比增长 21.92%，实现 EPS 0.55 元；此外，公司预计 18 年上半年归属净利润同比增长 0%-30% 至 5.97-7.76 亿元。
- (2) 公司拟以自有资金 5,000 万元对外投资设立国内销售全资子公司绍兴苏泊尔销售有限公司，该子公司拟对公司的产品进行采购和对国内客户进行销售。
- (3) 公司拟以自有资金不超过 1 亿元对外投资设立全资子公司浙江福腾宝制造有限公司，规划该子公司主要负责运营公司从控股股东 SEB 国际引入的高端品牌 WMF、LAGOSTINA 和 KRUPS；该子公司设立完成后拟竞拍购买玉环市国有土地使用权，建设高端炊具产业园项目。

多渠道共同发力，收入端实现较快增长：

内销层面：预计一季度公司内销表现优于出口且好于 17 年整体：从品类角度看，一方面在消费升级驱动下公司传统产品仍实现较快增长，另一方面新品类及新产品线推出也持续带来收入增量；从渠道层面看，一方面预计线上渠道当季仍实现快速增长，而线下渠道也实现双位数增长，其中三四级市场表现优于一二级市场。

出口层面：受益于 SEB 订单持续转移，预计公司当季出口业务收入仍然实现稳健增长，而考虑到传统出口旺季逐步来临以及 SEB 订单持续转移，预计后续公司出口端仍可延续较好增长。

综上，在内外销业务共同驱动下，公司当季营收端实现 21.24% 的较好增长；而后续基于公司在国内市场已有的显著领先优势、多品牌及多品类持续运营，同时结合 SEB 订单稳步转移，公司全年营收端有望实现较快增长。

毛利率小幅改善，盈利能力基本持平：

毛利率小幅提升：公司当季毛利率逆势小幅提升 0.24pct 至 31.07%，我们预计这主要仍然受益于公司产品结构持续改善。

费用率小幅下行：在规模效应持续显现背景下，公司当期销售费用率下行 0.68pct；而公司当季管理费用率则提升 0.33pct，预计这主要因股权激励费用及研发费用增长所致；此外，在汇兑损失增加背景下公司当期财务费用率也小幅提升 0.04pct；综上，公司一季度期间费用率下行 0.31pct。

所得税明显增加：公司当季所得税同比增加 4,986 万元，主要系母公司及部分子公司所得税率增加所致；若不考虑所得税影响，公司当季利润总额同比增长 27.67%。

表 1：18 年一季度公司利润表各项占营收比重变动一览

	18Q1	17Q1	17Q4	同比变动	同比变动原因分析
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	-	
营业成本	68.93%	69.17%	70.46%	-0.24pct	
毛利率	31.07%	30.83%	29.54%	0.24 pct	产品结构改善
营业税金及附加	0.77%	0.88%	0.52%	-0.11 pct	
销售费用率	15.84%	16.52%	14.63%	-0.68 pct	规模效应显现
管理费用率	2.48%	2.15%	3.16%	0.33 pct	股权激励费用、研发费用增加
财务费用率	0.00%	-0.04%	0.01%	0.04 pct	
资产减值损失	0.01%	-0.03%	0.69%	0.04 pct	
公允价值变动净收益	-0.02%	0.07%	0.28%	-0.09 pct	
投资净收益	0.28%	0.29%	0.33%	-0.01 pct	
其他收益	0.07%	0.00%	2.23%	0.07 pct	
营业利润率	12.33%	11.72%	13.41%	0.61 pct	
营业外收入	0.02%	0.13%	-0.54%	-0.12 pct	
营业外支出	0.01%	0.14%	0.10%	-0.13 pct	
利润总额	12.33%	11.71%	12.77%	0.62 pct	
所得税	3.08%	2.50%	1.64%	0.58 pct	母公司及部分子公司所得税率调整
净利润	9.25%	9.21%	11.13%	0.04 pct	
少数股东损益	-0.01%	0.01%	-0.01%	-0.01 pct	
归属母公司股东净利润	9.26%	9.21%	11.14%	0.05 pct	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

总的来说，尽管税率调整使得公司当季所得税明显增加，但受益于毛利率提升及费用率小幅下行，公司当季归属净利率仍小幅提升 0.05pct 至 9.26%。

多品类叠加多品牌运营，长期增长可期：

拟成立绍兴销售公司提升客户便利性：公司拟成立“绍兴销售公司”，未来下游客户将逐步与“绍兴销售公司”对接，这一方面会提高客户下订单便利性，另一方面也将加强公司内部需求端与生产端匹配，从而有望促进整体经营高效提升。

多品牌运营以及 SEB 订单转移保障增长：从内销层面看，公司当前已完成对上海赛博电器有限公司的收购，而随着 WMF 品牌引入，结合此前已引入的 LAGOSTINA 和 KRUPS 品牌，公司品牌阵营将进一步完善，同时结合产品多元化趋势，公司内销业务长期增长可期；而从出口层面看，公司与 SEB 集团 18 年关联交易总额达到 50.76 亿元，相较于 17 年实际发生额增长超过 30%，依托于此，我们预计 18 年公司出口业务增长有望提速。

维持“买入”评级：在内外销业务共同驱动下，报告期内公司营收端实现较快增长，而盈利能力基本持平背景下利润端表现与收入端基本匹配，公司当季整体经营稳健且符合市场预期；而后续考虑到公司在内销端多品牌、多品类发力以及出口端 SEB 订单持续转

移，我们认为公司长期增长可期；预计公司 18、19 年 EPS 分别为 1.96、2.36 元，对应当前股价 PE 分别为 23.27 及 19.35 倍，维持公司“买入”评级。

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	14187	17054	19730	22758
增长率(%)	19%	20%	16%	15%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1307.6	1609.6	1935.5	2270.0
增长率(%)	21%	23%	20%	17%
每股收益(元)	1.592	1.960	2.357	2.764
净资产收益率 (%)	25.2%	25.8%	25.8%	25.3%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	14187	17054	19730	22758	货币资金	780	1705	1973	3058
营业成本	9994	12029	13824	15911	交易性金融资产	1306	1311	1316	1321
毛利	4193	5024	5906	6848	应收账款	1413	1699	1965	2267
%营业收入	29.6%	29.5%	29.9%	30.1%	存货	2186	2601	2963	3390
营业税金及附加	95	114	132	152	预付账款	327	393	452	520
%营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	1028	1175	1360	1569
销售费用	2213	2524	2920	3368	流动资产合计	7717	9700	10973	13213
%营业收入	15.6%	14.8%	14.8%	14.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	415	483	558	644	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	长期股权投资	58	58	58	58
财务费用	0	3	5	-8	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	944	1452	1811	1847
资产减值损失	51	30	30	30	无形资产	335	318	302	287
公允价值变动收益	9	5	5	5	商誉	0	0	0	0
投资收益	63	60	60	60	递延所得税资产	209	5	5	5
营业利润	1491	1936	2326	2726	其他非流动资产	-91	-91	-91	-91
%营业收入	10.5%	11.4%	11.8%	12.0%	资产总计	9172	11442	13057	15319
营业外收支	-9	-9	-9	-9	短期贷款	0	422	51	0
利润总额	1565	1926	2317	2717	应付款项	2307	2777	3191	3673
%营业收入	11.0%	11.3%	11.7%	11.9%	预收账款	1206	1450	1677	1935
所得税费用	257	315	379	444	应付职工薪酬	239	288	331	381
净利润	1308	1611	1938	2273	应交税费	129	157	187	218
归属于母公司所有者的净利润	1307.6	1609.6	1935.5	2270.0	其他流动负债	67	80	92	106
少数股东损益	0	2	2	3	流动负债合计	3948	5174	5529	6312
EPS (元/股)	1.59	1.96	2.36	2.76	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2017A	2018E	2019E	2020E	递延所得税负债	4	1	1	1
经营活动现金流量净额	1081	1651	1789	2091	其他非流动负债	21	21	21	21
取得投资收益	54	60	60	60	负债合计	3973	5195	5550	6333
长期股权投资	-2	0	0	0	归属于母公司	5198	6244	7502	8977
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1	3	5	8
固定资产投资	-155	-641	-528	-228	股东权益	5198	6247	7507	8985
其他	-388	0	0	0	负债及股东权益	9172	11442	13057	15319
投资活动现金流量净额	-544	-581	-468	-168	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	2017A	2018E	2019E	2020E	
股权融资	0	0	0	0	EPS	1.592	1.960	2.357	2.764
银行贷款增加 (减少)	0	422	-371	-51	BVPS	6.33	7.60	9.13	10.93
筹资成本	-486	-566	-682	-787	PE	28.64	23.27	19.35	16.50
其他	-24	0	0	0	PEG	1.42	1.15	0.96	0.82
筹资活动现金流量净额	-510	-144	-1054	-838	PB	7.21	6.00	4.99	4.17
现金净流量	27	926	268	1085	EV/EBITDA	22.97	17.32	14.12	11.76
					ROE	25.2%	25.8%	25.8%	25.3%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于市场

中性： 相对表现与市场持平

看淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入： 相对大盘涨幅大于 10%

增持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。