

分析师： 陈志坚 (8621) 68751711 xuchun1987@gmail.com 执业证书编号： S0490208040136

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 xuchun1987@gmail.com

内外销快速增长，推动公司三季度业绩提升

事件描述

苏泊尔今日披露了其 2010 年三季度财务报告，主要内容如下：

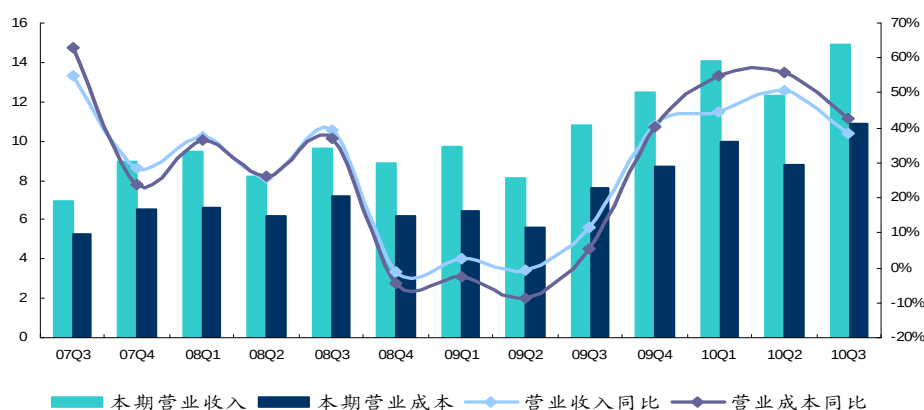
- 公司今年前三季度共实现营业收入 41.32 亿元，同比上升 43.97%；实现净利润 3.10 亿元，较上年同期上升 32.56%；实现 EPS 0.50 元，其中三季度实现 EPS 0.19 元。
- 随着公司与大股东协同效应的逐步体现，其在国内小家电行业中的竞争优势日趋明显。我们预计公司 10 年及 11 年 EPS 分别为 0.719、0.933 元，给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，受益内外销快速增长，公司三季度主营收入同比环比均增长明显

报告期内，公司共实现营业收入 41.32 亿元，同比增长 43.97%；其中三季度实现营业收入 14.94 亿元，同比增长 38.34%，较二季度环比也大幅增长。

图 1：公司三季度营业收入同比环比均增长明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

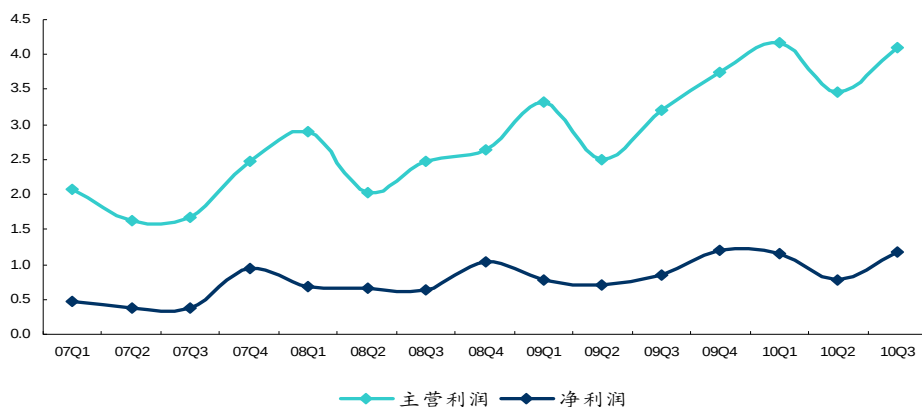
公司前三季度主营收入同比大幅增长的主要原因在于公司内外销规模的快速增长，尤其是出口业务的快速扩张。据公司中报披露的数据，公司上半年 SEB 出口与非 SEB 出口增长分别为 80%与 68%，出口增速远高于行业平均水平。SEB 订单的转移，不仅促进了公司外贸业务的快速增长，同时大幅提升了公司的整体规模，规模效应也得到体现。目前公司与大股东 SEB 的协同效应正逐步增强，在“强品类”战略的指导下，公司借助 SEB 先进的产品技术及工艺，

对现有产品实行持续的产品创新，推出大量新品，红点等系列产品的引入与成功推广即初步显示了公司现有品牌及渠道与 SEB 先进的产品、技术、工艺结合后所带来的巨大市场潜力。

第二，主营增长带动业绩提升，毛利率持续下滑

报告期内公司共实现净利润 3.10 亿元，较上年同期上升 32.56%；其中三季度实现净利润 1.18 亿元，环比二季度 0.78 亿元大幅提升。在公司主营大幅提升的情况下，净利润同比环比均增长明显也在预期之中。

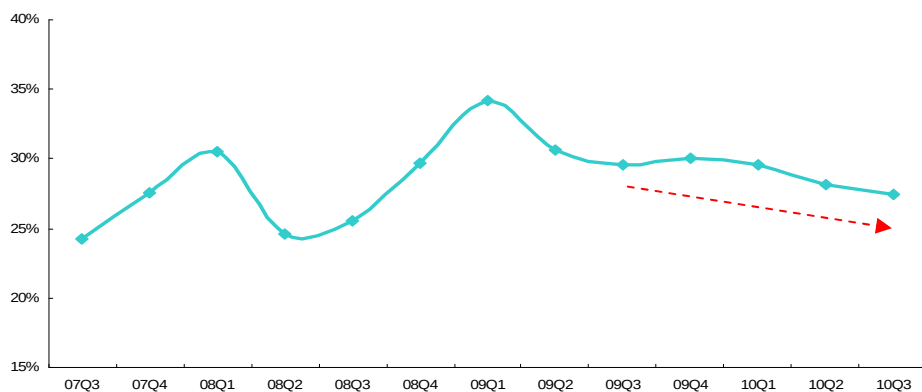
图 2：三季度主营利润及净利润环比二季度提升明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

从分季度毛利率上看，公司三季度毛利率环比二季度持续下滑，由二季度的 28.16% 下滑至 27.38%，已连续三个季度呈下滑趋势。

图 3：三季度综合毛利率环比二季度持续下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

我们认为造成毛利率环比下滑的原因一方面在于国内原材料价格的持续上涨，尤其是三季度铜、铝以及 ABS 等大宗原材料的快速上涨。另一方面，考虑到公司外销占比的增加以及产品结构调整使得低毛利产品比重有所增加等因素，公司毛利率下滑也在预期之中。同时，随着国内小家电行业进入者逐渐增多，竞争日趋激烈，行业平均单价整体也呈下滑趋势，其在一定程度上也使得公司毛利率有所下滑。在大宗原材料价格总体呈现上升趋势下，公司已采取积极应对措措施，提升采购效率，严格控制原材料成本。我们认为随着大宗原材料上涨趋势的变缓以及公司新品推出速度的加快，四季度公司毛利率大幅下滑的概率不大。

图 4：上海市场铜现货价格持续上涨



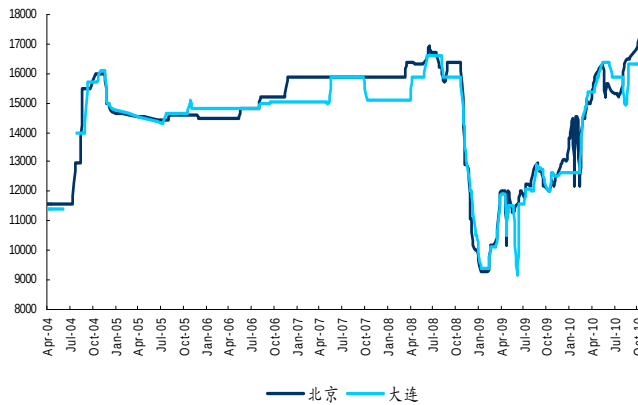
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：近期铝现货价格也有所上涨



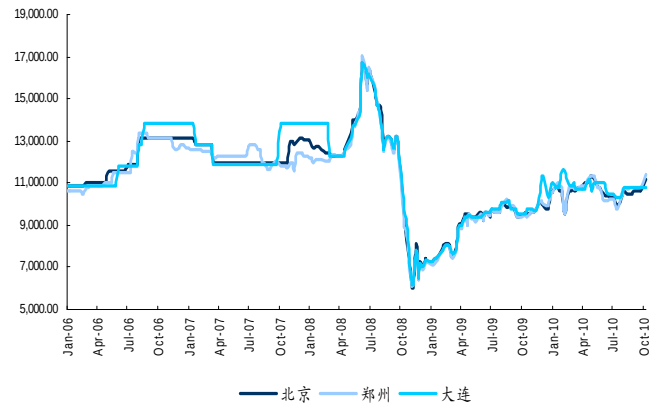
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：国内 ABS（注塑料）价格增长迅猛



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：PP（扁丝级）价格也有所增长



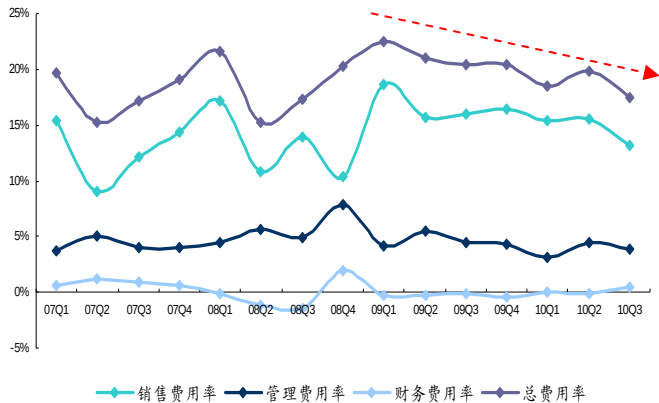
资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，规模摊薄效应渐显，费用率呈下滑趋势

我们从长期的趋势来看，自 09 年 1 季度以来，公司总费用率呈逐步下滑势态。公司总费用率从 09 年 1 季度的 21.55% 逐渐下滑至 3 季度 17.40%。这一方面是由于公司销售规模的扩大，固定费用摊薄效应有所展现；另一方面也在于公司费用控制能力的逐步增强。

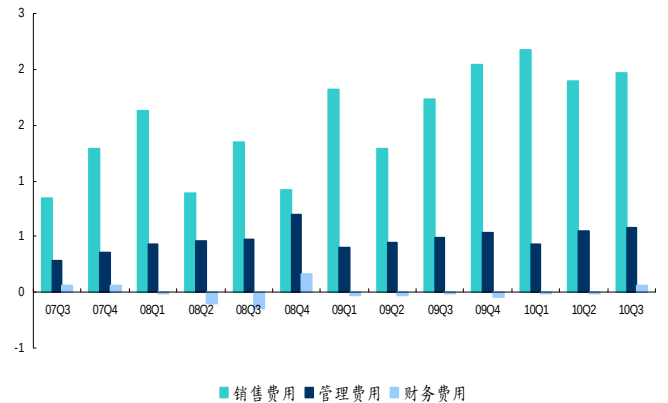
公司三季度期间费用率为 17.40%，较二季度 19.84% 环比明显下滑。其中公司销售费用率由二季度的 15.47% 下滑至 13.12%，同比下滑 2.9 个百分点。公司大力提升销售费用的使用效率，不断提升沃尔玛、家乐福、乐购等大型国际卖场，国美、苏宁、五星等大型现代家电零售渠道的网点覆盖率，增加在这些渠道的产品出样与推广力度。同时，公司积极完善传统经销商分销网络，加快渠道扁平化建设，减少中间环节，进一步提升苏泊尔在三四级市场的产品覆盖率与竞争力。另一方面，在公司严格的管理费用支出控制下，三季度管理费用率较二季度环比也有小幅下滑，考虑到公司管理费用率持续保持稳定，未来大幅变动的可能性不大，预计能维持在 4% 左右。

图 8：公司费用率呈逐步下滑趋势



资料来源：Wind，长江证券研究部

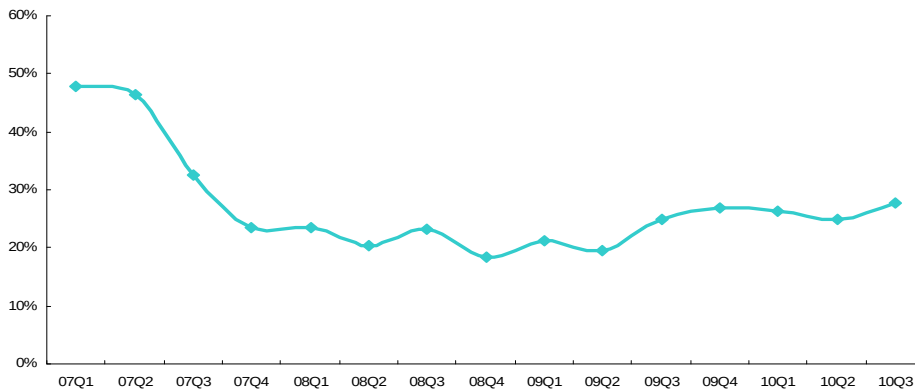
图 9：规模摊薄效应使得费用率下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司低财务杠杆的经营模式使得其财务费用一直处于较低的水平，且部分季度公司财务费用保持负值。公司三季度财务费用率为 0.43%，环比二季度-0.05%提升明显。我们推测三季度财务费用率上升的原因在于三季度资产负债率的提升，但相比与销售费用，财务费用对毛利率影响不大。相反，财务杠杆效应在一定程度上也使得公司净资产的盈利能力得到进一步提高。

图 10：较低的资产负债率使得公司财务费用较低



资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，首次给予“谨慎推荐”评级

随着公司与大股东协同效应的逐步体现，其在国内小家电行业中的竞争优势日趋明显。我们预计公司 10 年及 11 年 EPS 分别为 0.719、0.933 元，首次给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4116	5942	7384	8944	货币资金	945	296	277	292
营业成本	2839	4276	5319	6463	交易性金融资产	25	25	25	25
毛利	1277	1665	2065	2481	应收账款	505	691	858	1040
% 营业收入	31.0%	28.0%	28.0%	27.7%	存货	609	935	1163	1413
营业税金及附加	7	10	12	14	预付账款	65	98	122	148
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	2	2	3	3
销售费用	688	847	1019	1234	流动资产合计	2355	2343	2818	3368
% 营业收入	16.7%	14.3%	13.8%	13.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	187	250	310	304	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.6%	4.2%	4.2%	3.4%	长期股权投资	0	2	5	8
财务费用	-10	-1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	686	682	700	689
资产减值损失	3	5	5	5	无形资产	190	181	172	163
公允价值变动收益	10	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	13	2	3	3	递延所得税资产	34	1	1	1
营业利润	425	557	723	928	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	10.3%	9.4%	9.8%	10.4%	资产总计	3266	3210	3695	4229
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	427	557	723	928	应付款项	583	877	1091	1325
% 营业收入	10.4%	9.4%	9.8%	10.4%	预收账款	105	149	185	224
所得税费用	72	84	108	139	应付职工薪酬	116	171	212	258
净利润	355	473	615	789	应交税费	43	51	66	84
归属于母公司所有者					其他流动负债	30	43	53	64
的净利润	310.4	414.9	538.7	691.3	流动负债合计	877	1290	1607	1955
少数股东损益	45	58	76	97	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.70	0.72	0.93	1.20	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	2	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	295	370	536	705	负债合计	879	1290	1607	1955
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2150	2502	2960	3548
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	237	296	372	469
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2387	2798	3332	4017
固定资产投资	-149	-79	-110	-89	负债及股东权益	3266	4088	4939	5972
其他	30	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-119	-79	-110	-89		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.699	0.719	0.933	1.198
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.84	5.64	6.67	7.99
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	31.20	30.35	23.37	18.21
筹资成本	132	-62	-79	-102	PEG	1.02	0.99	0.76	0.60
其他	-265	0	0	0	PB	4.51	3.87	3.27	2.73
筹资活动现金流净额	-132	-62	-79	-102	EV/EBITDA	24.48	18.94	14.98	11.88
现金净流量	43	229	347	514	ROE	14.4%	16.6%	18.2%	19.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 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。

重要声明

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。