

内销稳健增长，预计23年外销拐点

苏泊尔(002032)

事件概述

3月30日，公司发布2022年年报：22年收入201.71亿元（YOY-6.55%），归母净利润20.68亿元（YOY+6.36%），扣非归母净利润18.88亿元（YOY+1.62%）。对应Q4收入51.90亿元（YOY-12.34%），归母净利润7.59亿元（YOY+7.95%），扣非归母净利润6.18亿元（YOY-4.17%）。

分析判断

收入端，拆分地区看：1）22年外销收入承压下滑（yoy-29%）。系主要客户SEB集团（22年占公司外销收入比例90%）库存水平较高，对公司订单量有所下滑。根据公司2023年度日常关联交易预计公告，22年全年实际发生对SEB销售额46.7亿元，同比下滑32%，其中炊具产品21.4亿元（-19%），电器产品25.1亿元（-40%）。公司预计23年全年对SEB销售额将达50.6亿元，同比增长8%，具有较高弹性，其中电器产品31.1亿元，同比+24%，炊具产品19.3亿元，同比-10%。2）受益于渠道改革持续推进、产品销售结构优化，22年内销收入稳健增长（yoy+5%）。我们预计线上维持稳健增长，线下有下滑，分线级市场看，预计三四级市场O2O渠道表现较好。新兴渠道方面，抖音、快手等社交电商已经占据先发优势，22年各主要品类市场份额占据第一。

盈利端：产品端推新卖贵，渠道端直营占比提升，带动毛利率显著抬升，22年公司毛利率25.8%，同比提升2.8pct。以核心品类电饭煲、电压力锅为例，根据奥维数据，22年公司产品线上均价提升幅度分别为7%、5%，消费者接受度较高，公司线上销售额市占率分别为29.5%（yoy+1.4%）、39.2%（yoy+3.5%）均维持第一。费用率方面，公司费用投放有所增加，22年销售费用率同比+1.8pct，管理/研发费用率基本持平。对应22年净利率水平10.2%，同比+1.3pct，Q4为14.6%，同比+2.7pct。

投资建议

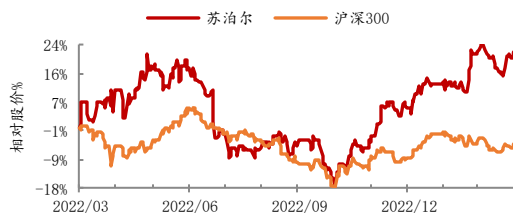
受益于渠道改革持续推进，产品结构升级，我们预计公司内销仍将稳健增长，外销方面，结合23年披露关联交易金额，我们预计SEB去库存状况良好，补库需求提升，对应公司外销端具有较高弹性。

结合年报信息，我们小幅下调公司23-24年收入预测（原值为224.45/252.02亿元），预计公司23-25年营收分别为222.41/244.16/271.17亿元，同比分别增长

10.27%/9.78%/11.06%。其中，毛利率方面，受益于产品结构改善、直营零售占比提升、持续推进降本增效，预计23-25年仍

评级及分析师信息

评级：增持	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	56.86
股票代码：	002032
52周最高价/最低价：	58.87/40.0
总市值(亿)	459.80
自由流通市值(亿)	458.07
自由流通股数(百万)	805.62



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

相关研究

1. 【华西家电】苏泊尔点评：内销逆势增长，盈利能力提升

2023.01.31

2. 【华西家电】苏泊尔（002032.SZ）线上市占率提升，净利率改善

将稳步提升。归母净利润分别为 23.98/25.70/28.64 亿元，同比分别增长 15.99%/7.18%/11.41%。相应调整 23-24 年 EPS（原值为 2.85/3.23 元），预计 23-25 年 EPS 分别为 2.97/3.18/3.54 元，以 23 年 3 月 30 日收盘价 56.86 元计算，对应 PE 分别为 19.17/17.89/16.06 倍，维持“增持”评级。

风险提示

海外需求持续恶化导致公司外销持续承压；新品表现不及预期；原材料价格大幅上涨削弱公司盈利能力。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,585	20,171	22,241	24,416	27,117
YoY (%)	16.1%	-6.6%	10.3%	9.8%	11.1%
归母净利润(百万元)	1,944	2,068	2,398	2,570	2,864
YoY (%)	5.3%	6.4%	16.0%	7.2%	11.4%
毛利率 (%)	23.0%	25.8%	26.6%	27.1%	27.4%
每股收益 (元)	2.40	2.57	2.97	3.18	3.54
ROE	25.5%	29.4%	26.7%	26.9%	26.0%
市盈率	23.69	22.17	19.17	17.89	16.06

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,171	22,241	24,416	27,117	净利润	2,066	2,398	2,570	2,864
YoY (%)	-6.6%	10.3%	9.8%	11.1%	折旧和摊销	199	149	155	162
营业成本	14,969	16,328	17,803	19,691	营运资金变动	974	638	200	-152
营业税金及附加	131	156	137	152	经营活动现金流	3,160	3,096	2,828	2,765
销售费用	2,156	2,447	2,686	3,064	资本开支	-160	-123	-132	-132
管理费用	374	400	427	461	投资	0	-369	-299	2
财务费用	-97	-89	-96	-104	投资活动现金流	-472	-403	-333	-22
研发费用	416	423	488	542	股权募资	3	-80	0	0
资产减值损失	-11	0	0	0	债务募资	6	0	0	0
投资收益	54	89	98	108	筹资活动现金流	-2,766	-80	-1,213	-1,375
营业利润	2,535	2,955	3,166	3,528	现金净流量	-48	2,614	1,282	1,369
营业外收支	10	-1	0	0					
利润总额	2,545	2,954	3,166	3,528	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	479	556	596	664	成长能力				
净利润	2,066	2,398	2,570	2,864	营业收入增长率	-6.6%	10.3%	9.8%	11.1%
归属于母公司净利润	2,068	2,398	2,570	2,864	净利润增长率	6.4%	16.0%	7.2%	11.4%
YoY (%)	6.4%	16.0%	7.2%	11.4%	盈利能力				
每股收益	2.57	2.97	3.18	3.54	毛利率	25.8%	26.6%	27.1%	27.4%
					净利率	10.3%	10.8%	10.5%	10.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	16.0%	14.7%	15.7%	14.5%
货币资金	3,563	5,810	6,292	7,661	净资产收益率 ROE	29.4%	26.7%	26.9%	26.0%
预付款项	340	347	393	431	偿债能力				
存货	2,495	3,039	3,177	3,710	流动比率	1.67	1.76	1.86	1.84
其他流动资产	3,121	3,363	2,452	3,985	速动比率	1.08	1.43	1.55	1.54
流动资产合计	9,518	12,558	12,314	15,787	现金比率	0.62	0.81	0.95	0.89
长期股权投资	62	61	60	58	资产负债率	45.4%	44.8%	41.5%	44.1%
固定资产	1,303	1,309	1,311	1,308	经营效率				
无形资产	440	430	419	409	总资产周转率	1.50	1.52	1.49	1.50
非流动资产合计	3,434	3,777	4,052	4,021	每股指标 (元)				
资产合计	12,953	16,335	16,366	19,808	每股收益	2.57	2.97	3.18	3.54
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.70	11.11	11.80	13.64
应付账款及票据	3,693	5,160	4,448	6,170	每股经营现金流	3.91	3.83	3.50	3.42
其他流动负债	2,022	1,987	2,172	2,403	每股股利	1.25	0.00	1.50	1.70
流动负债合计	5,715	7,147	6,620	8,573	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	22.17	19.17	17.89	16.06
其他长期负债	165	165	165	165	PB	5.68	5.12	4.82	4.17
非流动负债合计	165	165	165	165					
负债合计	5,880	7,311	6,785	8,738					
股本	809	807	807	807					
少数股东权益	37	37	37	37					
股东权益合计	7,073	9,024	9,581	11,070					
负债和股东权益合计	12,953	16,335	16,366	19,808					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。