

# 苏泊尔 (002032)

证券研究报告

2022年07月21日

## 短期外销受宏观扰动，内销新兴渠道加速发展

**事件：**公司披露半年度业绩快报，22H1 收入 103.2 亿元，同比-1.05%，归母净利润 9.3 亿元，同比 7.77%；其中 Q2 收入 47.1 亿元，同比-11%，归母净利润 3.9 亿元，同比 9.4%。

### 新兴渠道加速发展，外销需求显著下滑

**分业务看，内销平稳增长，外销显著下滑。**根据我们的拆分，22Q2 国内收入+1%，其中线上+6%，线下-9%。二季度虽然在 4-5 月份受疫情和国内消费需求的影响增速有所放缓，但公司得益于线上渠道转型战略成功落地、产品销售结构持续优化，在 6.18 大促上的表现较为优异，同比增长 13.25%。同时，在内销线上渠道方面，得益于兴趣电商的流量优势，公司在抖音平台上实现了快速增长，22Q2 成交同比+217.64%。外销方面，由于主要客户为了更好的应对国际上不稳定的政治及经济局势，积极管理控制当地渠道存货水平，公司上半年出口业务在连续两年高速增长后有所下降，我们预计 22Q2 外销收入同比下滑较大。

### 销售结构优化提升利润水平，成本端有望持续改善

利润方面，公司 22Q2 归母净利率为 8.4%，同比+1.56pct，主要得益于渠道转型及销售结构优化，公司直营比例上升+高客单价产品销售情况较好，使毛利率得到改善，同口径相比，22H1 综合毛利率同比提升 2.95pct。22H1 销售费用率同比+2.18pct；其中 Q2 销售费用率为 18.54%，同比+7.14pct，主要由于公司为支持和实现营业规模的稳定增长，适当加大终端促销费用等营销资源投入。公司积极拓展抖音等新兴渠道，增加费用投入和品牌推广，推动新兴渠道销售收入增速迅速增长。公司在内部采取了积极的措施严格控制各项费用，22H1 管理费用率、财务费用率同比共下降 0.41pct。此外，22H1 货币资金整体收益、政府补助同比均有增加，对利润的增长产生积极的作用。从成本端看，目前原材料价格显著走低，下半年有望对公司利润做出正向贡献。

**投资建议：**公司短期受宏观环境的影响，单季度外销显著下降，内销得益于线上尤其是新兴渠道的贡献实现平稳增长。展望下半年，公司外销代工收入由于宏观环境的波动或将承压，内销在新兴渠道高增速的带动下有望继续向好；利润端，当前原材料价格下行，对公司利润或有一定的正向贡献；叠加公司直营比例上升及销售结构优化，利润端或将增长。根据公司的业绩快报，我们适当下调了外销代工的收入并上调整体的毛利率，预计 22-24 年净利润为 21.2、24.3、27.4 亿元（前值为 22.7、25.7、28.7 亿元），对应估值分别为 20.3x、17.7x、15.7x，维持“买入”评级。

**风险提示：**新品销售不及预期，原材料价格上涨风险，海外需求不及预期，业绩快报仅为初步合算数据，具体数据以公司披露的半年报为准。

### 投资评级

行业	家用电器/小家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	53.19 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	808.65
流通 A 股股本(百万股)	806.80
A 股总市值(百万元)	43,012.33
流通 A 股市值(百万元)	42,913.62
每股净资产(元)	10.10
资产负债率(%)	40.09
一年内最高/最低(元)	68.68/42.18

### 作者

**孙谦** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《苏泊尔-季报点评:线上销售增速良好，利润端有所恢复》 2022-04-29
- 《苏泊尔-年报点评报告:内销稳健增长，外销增速亮眼》 2022-04-01
- 《苏泊尔-公司点评:渠道多元化+产品结构优化，营收业绩符合预期》 2022-02-25

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,596.94	21,585.33	22,278.74	24,515.66	27,023.61
增长率(%)	(6.33)	16.07	3.21	10.04	10.23
EBITDA(百万元)	2,607.65	2,815.76	2,601.94	2,983.59	3,349.46
净利润(百万元)	1,846.22	1,943.94	2,119.48	2,430.25	2,737.81
增长率(%)	(3.84)	5.29	9.03	14.66	12.66
EPS(元/股)	2.28	2.40	2.62	3.01	3.39
市盈率(P/E)	23.30	22.13	20.29	17.70	15.71
市净率(P/B)	5.97	5.64	5.24	4.82	4.41
市销率(P/S)	2.31	1.99	1.93	1.75	1.59
EV/EBITDA	23.72	16.57	14.92	13.51	11.05

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,719.79	2,654.05	2,974.91	1,961.25	4,720.16
应收票据及应收账款	2,473.36	2,771.83	2,318.60	5,172.30	3,084.92
预付账款	179.49	385.37	164.69	424.35	225.81
存货	2,409.30	3,096.52	2,255.43	3,563.73	2,830.84
其他	3,334.89	2,250.81	3,512.96	3,791.98	3,190.18
<b>流动资产合计</b>	<b>10,116.82</b>	<b>11,158.57</b>	<b>11,226.59</b>	<b>14,913.61</b>	<b>14,051.92</b>
长期股权投资	64.45	65.60	65.60	65.60	65.60
固定资产	1,228.54	1,291.90	1,159.84	1,027.77	895.70
在建工程	47.18	26.48	26.48	26.48	26.48
无形资产	461.80	452.20	430.65	409.10	387.55
其他	373.49	904.69	546.93	607.83	686.48
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,175.45</b>	<b>2,740.88</b>	<b>2,229.50</b>	<b>2,136.79</b>	<b>2,061.82</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,292.27</b>	<b>13,899.46</b>	<b>13,456.09</b>	<b>17,050.40</b>	<b>16,113.74</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	904.35	0.00
应付票据及应付账款	3,252.44	4,269.95	2,875.03	4,342.28	4,014.80
其他	933.06	905.39	2,254.59	2,753.15	2,202.32
<b>流动负债合计</b>	<b>4,185.49</b>	<b>5,175.35</b>	<b>5,129.62</b>	<b>7,999.78</b>	<b>6,217.12</b>
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	19.07	172.06	72.80	87.98	110.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>19.07</b>	<b>172.06</b>	<b>72.80</b>	<b>87.98</b>	<b>110.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,055.55</b>	<b>6,241.15</b>	<b>5,202.42</b>	<b>8,087.76</b>	<b>6,328.07</b>
少数股东权益	35.78	35.67	37.86	37.01	36.17
股本	821.08	808.68	808.65	808.65	808.65
资本公积	226.86	122.97	122.97	122.97	122.97
留存收益	6,604.24	6,808.67	7,482.05	8,249.60	9,008.26
其他	(451.24)	(117.68)	(197.86)	(255.59)	(190.38)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,236.72</b>	<b>7,658.31</b>	<b>8,253.67</b>	<b>8,962.64</b>	<b>9,785.67</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,292.27</b>	<b>13,899.46</b>	<b>13,456.09</b>	<b>17,050.40</b>	<b>16,113.74</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,842.62	1,941.37	2,119.48	2,430.25	2,737.81
折旧摊销	132.38	151.01	153.62	153.62	153.62
财务费用	20.03	15.23	(17.82)	(7.35)	(8.11)
投资损失	(64.14)	(90.66)	(74.41)	(74.41)	(76.31)
营运资金变动	(80.29)	800.58	118.47	(2,391.27)	2,244.86
其它	225.99	(767.65)	2.08	1.63	2.03
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,076.59</b>	<b>2,049.88</b>	<b>2,301.41</b>	<b>112.46</b>	<b>5,053.90</b>
资本支出	290.23	31.84	99.26	(15.18)	(22.97)
长期投资	2.53	1.15	0.00	0.00	0.00
其他	(443.64)	306.46	(556.31)	(307.31)	531.64
<b>投资活动现金流</b>	<b>(150.87)</b>	<b>339.45</b>	<b>(457.05)</b>	<b>(322.49)</b>	<b>508.67</b>
债权融资	9.03	35.67	(1.64)	914.94	(891.91)
股权融资	(1,442.99)	(1,342.23)	(1,521.86)	(1,718.58)	(1,911.75)
其他	(30.93)	(287.35)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,464.90)</b>	<b>(1,593.91)</b>	<b>(1,523.50)</b>	<b>(803.63)</b>	<b>(2,803.66)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>460.82</b>	<b>795.43</b>	<b>320.86</b>	<b>(1,013.66)</b>	<b>2,758.91</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>18,596.94</b>	<b>21,585.33</b>	<b>22,278.74</b>	<b>24,515.66</b>	<b>27,023.61</b>
营业成本	13,683.28	16,621.61	15,915.71	17,321.55	19,019.89
营业税金及附加	103.34	93.42	111.39	122.58	135.12
销售费用	2,123.75	1,909.95	3,007.63	3,309.61	3,648.19
管理费用	317.73	400.78	401.02	465.80	513.45
研发费用	441.73	450.11	467.85	539.34	594.52
财务费用	(9.03)	(6.48)	(17.82)	(7.35)	(8.11)
资产/信用减值损失	(33.55)	(24.79)	(0.42)	(0.42)	(9.02)
公允价值变动收益	27.07	0.31	4.33	4.33	5.05
投资净收益	64.14	90.89	74.41	74.41	76.31
其他	(318.58)	(335.58)	(141.92)	(153.85)	(182.71)
<b>营业利润</b>	<b>2,197.08</b>	<b>2,385.11</b>	<b>2,613.19</b>	<b>2,996.30</b>	<b>3,375.60</b>
营业外收入	18.59	13.90	0.00	0.00	0.00
营业外支出	15.35	13.23	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2,200.32</b>	<b>2,385.78</b>	<b>2,613.86</b>	<b>2,996.97</b>	<b>3,376.27</b>
所得税	357.69	444.41	496.63	569.42	641.49
<b>净利润</b>	<b>1,842.62</b>	<b>1,941.37</b>	<b>2,117.23</b>	<b>2,427.55</b>	<b>2,734.78</b>
少数股东损益	(3.60)	(2.57)	(2.25)	(2.70)	(3.02)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,846.22</b>	<b>1,943.94</b>	<b>2,119.48</b>	<b>2,430.25</b>	<b>2,737.81</b>
每股收益(元)	2.28	2.40	2.62	3.01	3.39

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-6.33%	16.07%	3.21%	10.04%	10.23%
营业利润	-4.32%	8.56%	9.56%	14.66%	12.66%
归属于母公司净利润	-3.84%	5.29%	9.03%	14.66%	12.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.42%	23.00%	28.56%	29.34%	29.62%
净利率	9.93%	9.01%	9.51%	9.91%	10.13%
ROE	25.64%	25.50%	25.80%	27.23%	28.08%
ROIC	46.92%	38.50%	53.24%	60.02%	43.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.13%	44.90%	38.66%	47.43%	39.27%
净负债率	-23.76%	-34.27%	-35.93%	-11.65%	-48.06%
流动比率	2.01	1.84	2.19	1.86	2.26
速动比率	1.53	1.33	1.75	1.42	1.80
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.71	8.23	8.75	6.55	6.55
存货周转率	7.99	7.84	8.33	8.43	8.45
总资产周转率	1.54	1.65	1.63	1.61	1.63
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.28	2.40	2.62	3.01	3.39
每股经营现金流	2.57	2.53	2.85	0.14	6.25
每股净资产	8.90	9.43	10.16	11.04	12.06
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.30	22.13	20.29	17.70	15.71
市净率	5.97	5.64	5.24	4.82	4.41
EV/EBITDA	23.72	16.57	14.92	13.51	11.05
EV/EBIT	24.99	17.51	15.86	14.24	11.58

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com