

苏泊尔 (002032.SZ)

2022年中报点评：内销稳健外销波动，盈利持续提升

买入

核心观点

二季度收入承压，利润表现稳健向好。公司 2022H1 实现营收 103.2 亿/-1.1%，归母净利润 9.3 亿/+7.8%，扣非归母净利润 9.1 亿/+5.7%；其中 Q2 营收 47.1 亿/-11.0%，归母净利润 3.9 亿/+9.4%，扣非归母净利润 3.8 亿/-2.5%。公司收入增长承压主要源于海外需求疲软，SEB 的外销订单出现一些波动；盈利端受益于直营占比提升及产品提价，Q2 利润率出现明显改善。

外销承压受 SEB 欧洲地区收入下滑影响。公司 H1 外销收入同比下滑 16.1% 至 28.7 亿，其中根据关联交易公告，Q1 公司向 SEB 的关联销售金额为 14.0 亿，同比增长 1.6%，预计 Q2 公司外销下滑幅度在 28% 左右。公司外销下滑较大预计主要是给 SEB 的代工订单下滑较多，2021 年 SEB 的订单占公司外销的 94%。而根据 SEB 的中报，在排除汇率等因素影响下，SEB 在上半年同口径下营收同比下滑 2.3%，其中 Q2 下滑 5.1%。分地区看，同口径下 SEB 在西北欧营收下滑 14.5%，北美营收下滑 3.8%，南美营收增长 16.0%，中国区营收增长 1.9%，预计 SEB 给苏泊尔的订单下滑主要受到欧洲地区收入下滑影响。

受疫情拖累，二季度内销小幅增长。公司 H1 内销收入同比增长 6.3% 至 74.6 亿，与 SEB 披露的中国区业务同口径下增速基本匹配，因而预计苏泊尔内销 Q1 收入增长 10.9%，Q2 内销增长 1.9%。内销收入增速放缓主要受到疫情影响，公司 4 月内销收入出现下滑，5 月疫情好转后基本持平，6 月增长 12%。

毛利率提升、费用率优化，盈利能力显著提升。受益于推新卖贵及电商直营化变革，和外销重新定价，公司 Q2 毛利率同比提升 0.7pct 至 26.1%。考虑到运输费进成本的影响，同口径下毛利率提升幅度更大。Q2 公司管理费用率优化 0.5pct 至 2.0%，财务费用率受汇兑收益增长影响而减少 0.8pct 至 -0.8%，销售费用率受到会计准则调整和直营占比提升影响，提升 0.1pct 至 11.5%，研发费用率提升 0.2pct 至 2.2%。公司 Q2 净利率提升 1.6pct 至 8.4%，后续随着原材料价格持续下行、渠道转型效果释放，盈利有望稳步提升。

风险提示：原材料价格大幅波动；行业竞争加剧；汇率大幅波动。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到海外需求承压对公司外销的影响，调整盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 21.5/24.4/26.9 亿(前值为 22.2/24.7/26.8 亿)，增速为 10.8%/13.1%/10.4%；摊薄 EPS=2.66/3.01/3.32 元，PE=17/15/14x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,597	21,585	22,441	24,871	27,045
(+/-%)	-6.3%	16.1%	4.0%	10.8%	8.7%
净利润(百万元)	1846	1944	2,155	2,436	2,689
(+/-%)	-3.8%	5.3%	10.8%	13.1%	10.4%
每股收益(元)	2.25	2.40	2.66	3.01	3.32
EBIT Margin	10.4%	9.8%	10.5%	10.9%	11.1%
净资产收益率(ROE)	25.6%	25.5%	26.1%	27.8%	28.9%
市盈率(PE)	20.4	19.1	17.2	15.2	13.8
EV/EBITDA	20.7	19.1	17.3	15.4	14.0
市净率(PB)	5.22	4.86	4.48	4.23	3.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·小家电

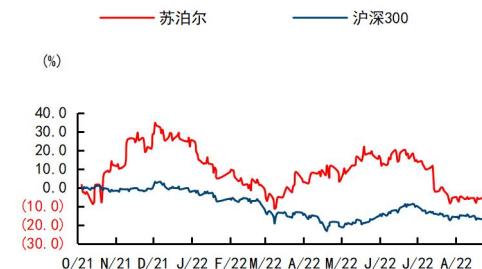
证券分析师：陈伟奇 **证券分析师：王兆康**
 0755-81982606 0755-81983063
 chenweiqi@guosen.com.cn wangzk@guosen.com.cn
 S0980520110004 S0980520120004

联系人：邹会阳
 0755-81981518
 zouhuiyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	58.62 - 66.61 元
收盘价	45.80 元
总市值/流通市值	37052/36961 百万元
52 周最高价/最低价	68.68/42.18 元
近 3 个月日均成交额	97.23 百万元

市场走势

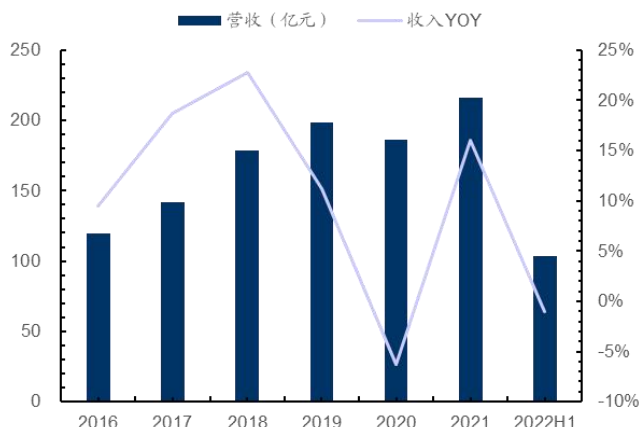


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

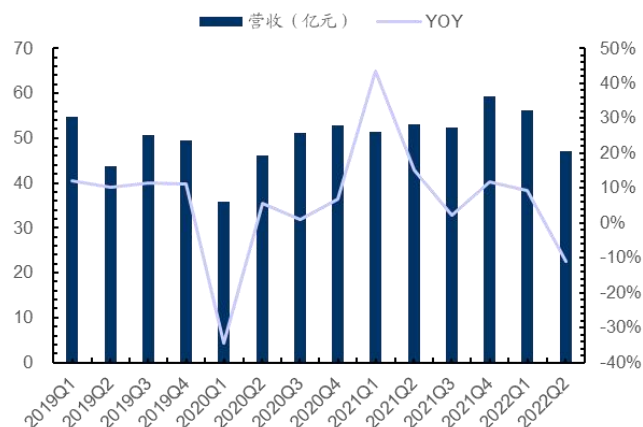
《苏泊尔-002032-2021 年业绩快报点评：营收稳健增长，利润短期受累》——2022-02-25
 《苏泊尔-002032-2021 年三季报点评：内销企稳，毛利稳健》——2021-10-29
 《苏泊尔-002032-2021 年半年报点评：外销高增内销恢复，盈利能力稳健向好》——2021-09-04
 《苏泊尔-002032-2021 年半年度业绩快报点评：外销延续高增，利润表现承压》——2021-07-26
 《苏泊尔-002032-2021 年一季报点评：龙头韧性凸显，盈利稳健向好》——2021-04-26

图1: 公司营业收入及增速



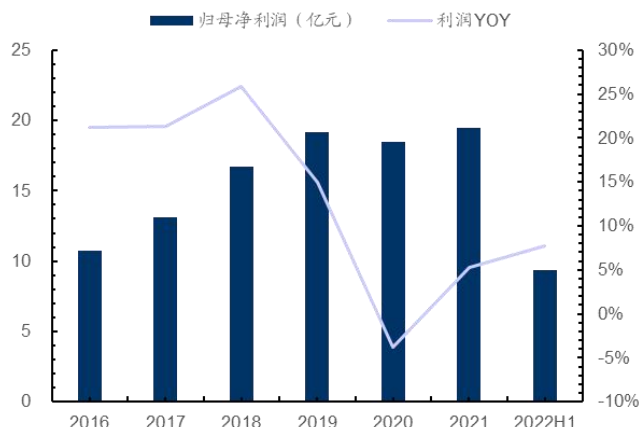
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



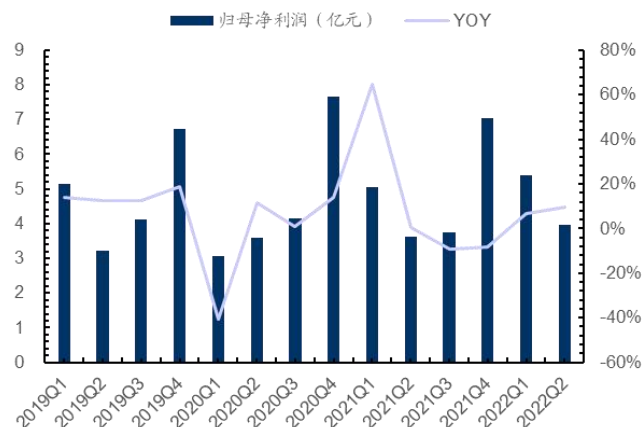
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率

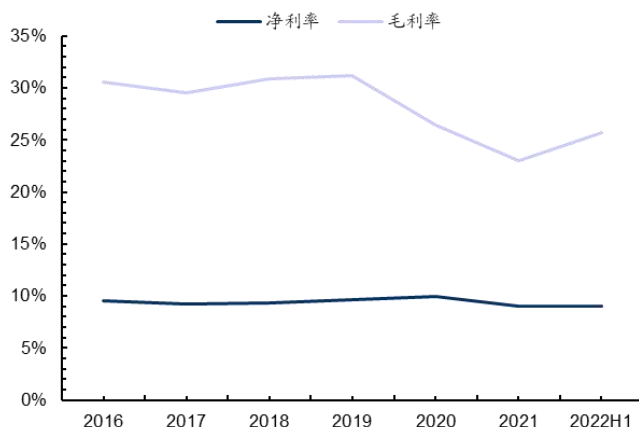
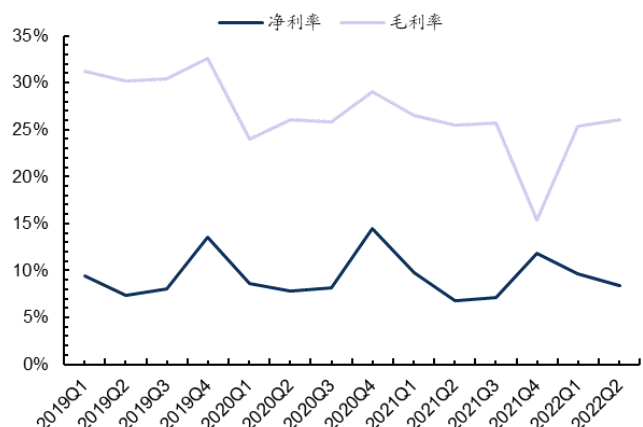
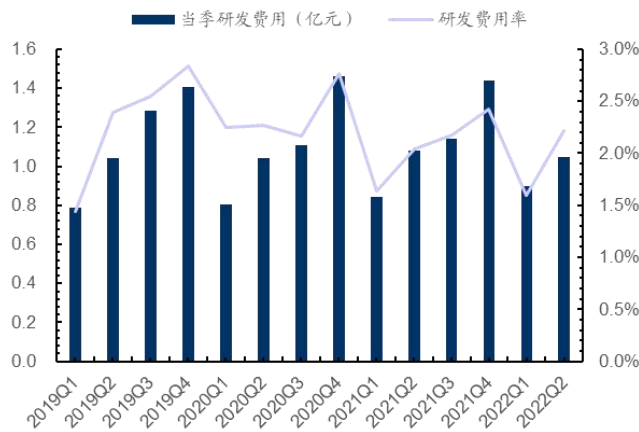


图6: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

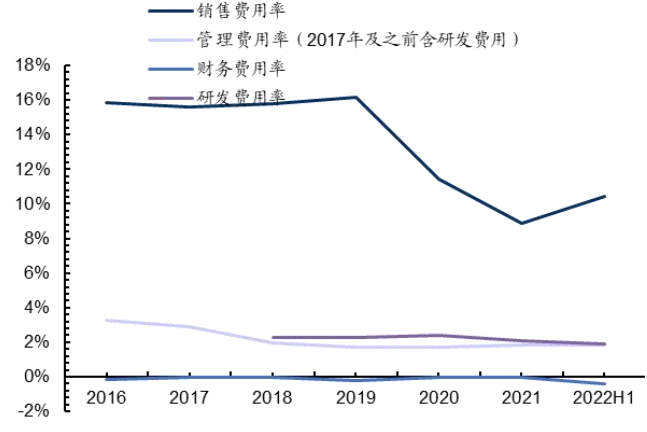
图7：公司研发费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

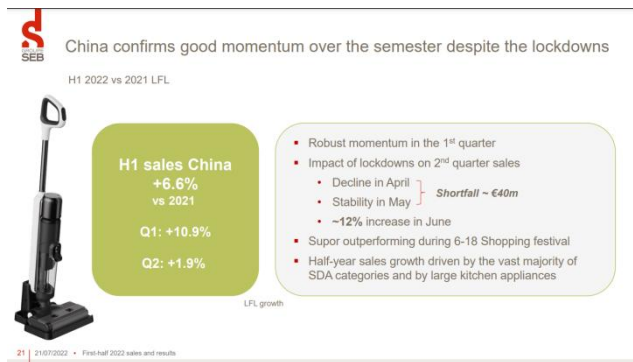
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



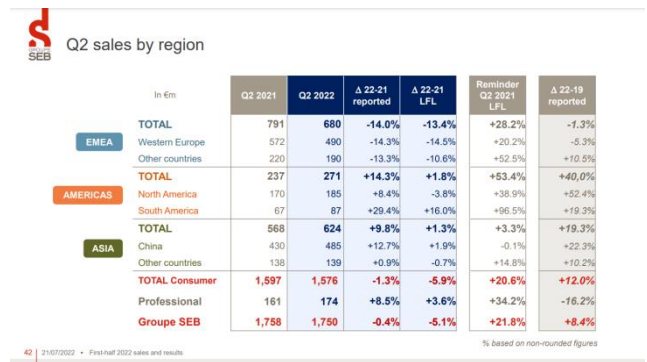
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：SEB 披露的苏泊尔具体增长情况



资料来源：SEB 官网、国信证券经济研究所整理

图10：



资料来源：SEB 官网、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
002705.SZ	新宝股份	18.75	155	0.96	1.31	1.49	1.66	19.6	14.3	12.6	11.3	0.7	买入
000333.SZ	美的集团	53.80	3,765	4.09	4.50	5.18	5.74	13.2	12.0	10.4	9.4	1.0	买入
002242.SZ	九阳股份	15.09	116	0.97	1.09	1.28	1.39	15.5	13.9	11.7	10.9	1.1	买入
002959.SZ	小熊电器	51.65	81	1.81	2.10	2.53	2.89	28.5	24.6	20.4	17.9	1.5	买入
002032.SZ	苏泊尔	45.10	365	2.40	2.66	3.01	3.32	18.8	16.9	15.0	13.6	1.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1720	2654	2652	2674	3290	营业收入	18597	21585	22441	24871	27045
应收款项	2514	2784	2658	3172	3380	营业成本	13683	16622	17121	18919	20527
存货净额	2409	3097	3005	3392	3702	营业税金及附加	103	93	121	126	133
其他流动资产	3358	2444	3403	3693	3726	销售费用	2124	1910	1997	2201	2380
流动资产合计	10117	11159	11919	13171	14386	管理费用	759	851	848	926	992
固定资产	1276	1318	1375	1403	1414	财务费用	(9)	(6)	(26)	(26)	(29)
无形资产及其他	462	452	434	416	398	投资收益	64	91	74	82	78
投资性房地产	373	905	905	905	905	资产减值及公允价值变动	(61)	(25)	(34)	(40)	(33)
长期股权投资	64	66	67	69	70	其他收入	257	203	171	171	171
资产总计	12292	13899	14700	15963	17174	营业利润	2197	2385	2590	2939	3258
短期借款及交易性金融负债	0	29	10	13	17	营业外净收支	3	1	(1)	1	0
应付款项	3252	4270	4078	4621	5059	利润总额	2200	2386	2589	2940	3258
其他流动负债	1784	1770	2064	2222	2354	所得税费用	358	444	437	507	573
流动负债合计	5036	6069	6152	6856	7430	少数股东损益	(4)	(3)	(3)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1846	1944	2155	2436	2689
其他长期负债	19	172	244	317	416						
长期负债合计	19	172	244	317	416	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5056	6241	6396	7173	7846	净利润	1846	1944	2155	2436	2689
少数股东权益	36	36	35	34	33	资产减值准备	(23)	(2)	1	0	0
股东权益	7201	7623	8269	8756	9294	折旧摊销	132	151	156	170	184
负债和股东权益总计	12292	13899	14700	15963	17174	公允价值变动损失	61	25	34	40	33
						财务费用	(9)	(6)	(26)	(26)	(29)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(1001)	581	(567)	(417)	117
每股收益	2.25	2.40	2.66	3.01	3.32	其它	21	0	(1)	(1)	(1)
每股红利	1.32	1.30	1.87	2.41	2.66	经营活动现金流	1036	2699	1778	2229	3022
每股净资产	8.77	9.43	10.23	10.83	11.49	资本开支	0	(145)	(230)	(220)	(210)
ROIC	26%	24%	27%	30%	32%	其它投资现金流	1149	(64)	(20)	(40)	(48)
ROE	26%	26%	26%	28%	29%	投资活动现金流	1146	(210)	(252)	(261)	(259)
毛利率	26%	23%	24%	24%	24%	权益性融资	(39)	3	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	10%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	10%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(1087)	(1049)	(1508)	(1949)	(2151)
收入增长	-6%	16%	4%	11%	9%	其它融资现金流	444	540	(19)	3	4
净利润增长率	-4%	5%	11%	13%	10%	融资活动现金流	(1770)	(1554)	(1528)	(1946)	(2147)
资产负债率	41%	45%	44%	45%	46%	现金净变动	412	934	(2)	22	616
息率	2.9%	2.8%	4.1%	5.3%	5.8%	货币资金的期初余额	1308	1720	2654	2652	2674
P/E	20.4	19.1	17.2	15.2	13.8	货币资金的期末余额	1720	2654	2652	2674	3290
P/B	5.2	4.9	4.5	4.2	4.0	企业自由现金流	563	2303	1316	1767	2573
EV/EBITDA	20.7	19.1	17.3	15.4	14.0	权益自由现金流	1188	2843	1318	1792	2602

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032