

收入短期承压，盈利持续向好

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2022 年三季报, 2022 年前三季度公司实现营收 149.8 亿元, 同比减少 4.4%; 归母净利润 13.1 亿元, 同比增长 5.5%。单季度来看, Q3 公司实现营收 46.6 亿元, 同比减少 11%; 归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 0.2%。
- **营收端短期承压, 综合实力稳步优化。** 考虑到去年外销较高的基数, 叠加大客户积极去库存, 海外高通胀下消费疲软, 我们推测公司 Q3 外销收入持续承压。内销方面, 受到疫情多发频发影响, 公司国内收入增长承压。但是得益于公司强化内部运营, 积极布局新兴渠道, 大力发展新兴品类, 公司仍旧保持了行业领先优势。根据奥维云网数据显示, 2022 年 1-9 月, 公司电饭煲、电磁炉、电压力锅等刚需类产品份额持续领先, 线上渠道份额分别同比提升 2pp、3.9pp、3.5pp; 新兴产品空气炸锅线上市场份额达到了 15.6%, 位居第一, 份额同比小幅提升; 主打多功能的电蒸锅品类销额快速提升, 线上市场份额同比提升 0.1pp 至 19.1%。
- **盈利能力稳步向好。** 从毛销差来看, Q3 单季度公司毛销差同比提升 0.9pp, 盈利延续改善趋势。我们认为公司盈利持续改善主要得益于两方面: (1) 内销收入结构持续改善, 外销重新协价, 内外销毛利率均有不同程度的修复; (2) 原材料价格趋稳回落, 公司成本端压力减小, 盈利能力持续优化。费用方面来看, 前三季度公司降本控费, 期间费用率有所减少, 销售费用率为同比减少 1pp, 管理费用率同比减少 0.1pp; 得益于汇兑收益, 财务费用率为同比减少 0.5pp。综合来看, 公司前三季度净利率为 8.7%, 同比提升 0.8pp。
- **产品渠道多元优化。** 受到海外高通胀以及国内疫情反复的影响, 公司短期营收增长承压。但是公司通过产品渠道的多元优化, 盈利端呈现持续改善的趋势。产品方面, 公司在传统产品更新迭代的基础上, 积极拓展新兴品类。传统产品推陈出新, 终端份额稳步优化; 新兴品类快速放量, 清洁电器以及大厨电等增量明显。根据奥维数据, 2022 年 1-9 月公司集成灶线上销售额同比增长 234.2%。渠道方面, 公司持续强化“一盘货”运营, 积极布局新兴渠道, 充分分享新兴渠道带来的流量红利, 渠道多元化布局逐步成型。未来随着公司产品、渠道的持续优化, 预计公司综合竞争力不断强化。
- **盈利预测与投资建议。** 未来随着国内疫情得控, 海外消费逐步修复, 预期公司收入端有望环比改善。随着公司产品渠道端的持续发力, 叠加原材料价格进一步的回落, 预期公司盈利端持续向好。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.60 元、2.96 元、3.35 元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、汇率的波动风险、市场竞争加剧风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21585.33	21357.73	23570.82	25853.65
增长率	16.07%	-1.05%	10.36%	9.68%
归属母公司净利润(百万元)	1943.94	2105.08	2391.65	2705.38
增长率	5.29%	8.29%	13.61%	13.12%
每股收益EPS(元)	2.40	2.60	2.96	3.35
净资产收益率 ROE	25.35%	24.17%	24.15%	24.05%
PE	17	16	14	13
PB	4.43	3.90	3.43	3.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 夏勤
执业证号: S1250522080003
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.09
流通 A 股(亿股)	8.07
52 周内股价区间(元)	42.0-66.4
总市值(亿元)	339.63
总资产(亿元)	138.99
每股净资产(元)	9.43

相关研究

1. 苏泊尔 (002032): 内销稳健增长, 盈利能力提升 (2022-09-01)
2. 苏泊尔 (002032): 短期营收承压, 盈利有所改善 (2022-07-21)
3. 苏泊尔 (002032): Q1 收入持续增长, 盈利表现稳健 (2022-04-29)
4. 苏泊尔 (002032): 营收稳健增长, 预期盈利向好 (2022-04-01)
5. 苏泊尔 (002032): 股权激励范围广, 长期增长动力足 (2021-12-14)
6. 苏泊尔 (002032): 出口延续增长, 内销稳步复苏 (2021-10-27)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21585.33	21357.73	23570.82	25853.65	净利润	1941.37	2102.29	2388.49	2701.80
营业成本	16621.61	16131.57	17713.59	19335.26	折旧与摊销	151.01	289.77	295.46	298.63
营业税金及附加	93.42	92.43	102.01	111.89	财务费用	-6.48	-56.30	-71.22	-97.91
销售费用	1909.95	1922.20	2121.37	2326.83	资产减值损失	-14.39	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	850.89	811.59	895.69	982.44	经营营运资本变动	970.03	-878.13	-369.57	-327.88
财务费用	-6.48	-56.30	-71.22	-97.91	其他	-991.66	-51.28	-62.52	-58.10
资产减值损失	-14.39	-15.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	2049.88	1391.34	2165.65	2501.54
投资收益	90.89	65.00	65.00	65.00	资本支出	-57.50	-95.00	-95.00	0.00
公允价值变动损益	0.31	9.94	9.58	8.16	其他	396.95	74.94	74.58	73.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	339.45	-20.06	-20.42	73.16
营业利润	2385.11	2546.18	2898.96	3283.29	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.67	-2.39	-0.43	-0.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2385.78	2543.78	2898.52	3282.39	股权融资	-116.29	0.00	0.00	0.00
所得税	444.41	441.49	510.03	580.59	支付股利	-1048.60	-1104.11	-1195.63	-1358.39
净利润	1941.37	2102.29	2388.49	2701.80	其他	-429.01	68.63	71.22	97.91
少数股东损益	-2.57	-2.79	-3.16	-3.58	筹资活动现金流净额	-1593.91	-1035.47	-1124.41	-1260.48
归属母公司股东净利润	1943.94	2105.08	2391.65	2705.38	现金流量净额	787.95	335.81	1020.83	1314.21
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2654.05	2989.86	4010.69	5324.90	成长能力				
应收和预付款项	3169.35	2917.29	3306.89	3611.77	销售收入增长率	16.07%	-1.05%	10.36%	9.68%
存货	3096.52	2996.69	3296.34	3600.92	营业利润增长率	8.56%	6.75%	13.86%	13.26%
其他流动资产	2238.65	2213.67	2424.37	2641.70	净利润增长率	5.36%	8.29%	13.61%	13.12%
长期股权投资	65.60	65.60	65.60	65.60	EBITDA 增长率	9.02%	9.88%	12.36%	11.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1318.39	1166.48	1008.88	768.12	毛利率	23.00%	24.47%	24.85%	25.21%
无形资产和开发支出	452.20	409.34	366.47	308.61	三费率	12.76%	12.54%	12.50%	12.42%
其他非流动资产	904.69	904.69	904.69	904.69	净利率	8.99%	9.84%	10.13%	10.45%
资产总计	13899.46	13663.62	15383.93	17226.32	ROE	25.35%	24.17%	24.15%	24.05%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.97%	15.39%	15.53%	15.68%
应付和预收款项	4845.74	4501.99	5000.84	5470.50	ROIC	30.09%	32.32%	33.82%	36.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.72%	13.01%	13.25%	13.48%
其他负债	1395.41	463.62	492.21	521.52	营运能力				
负债合计	6241.15	4965.61	5493.05	5992.02	总资产周转率	1.65	1.55	1.62	1.59
股本	808.68	808.65	808.65	808.65	固定资产周转率	17.13	17.76	22.93	31.46
资本公积	122.97	122.99	122.99	122.99	应收账款周转率	8.73	8.16	8.78	8.66
留存收益	6808.67	7809.65	9005.67	10352.66	存货周转率	5.97	5.25	5.57	5.56
归属母公司股东权益	7622.64	8665.14	9861.16	11208.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.40%	—	—	—
少数股东权益	35.67	32.88	29.72	26.14	资本结构				
股东权益合计	7658.31	8698.02	9890.88	11234.29	资产负债率	44.90%	36.34%	35.71%	34.78%
负债和股东权益合计	13899.46	13663.62	15383.93	17226.32	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.84	2.32	2.45	2.61
					速动比率	1.33	1.69	1.83	1.99
					股利支付率	53.94%	52.45%	49.99%	50.21%
					每股指标				
					每股收益	2.40	2.60	2.96	3.35
					每股净资产	9.47	10.76	12.23	13.89
					每股经营现金	2.53	1.72	2.68	3.09
					每股股利	1.30	1.37	1.48	1.68
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2529.64	2779.64	3123.20	3484.01					
PE	17.47	16.13	14.20	12.55					
PB	4.43	3.90	3.43	3.02					
PS	1.57	1.59	1.44	1.31					
EV/EBITDA	11.96	10.75	9.24	7.91					
股息率	3.09%	3.25%	3.52%	4.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn