

苏泊尔 (002032. SZ)

2022 年年报点评：内销增长稳健，盈利能力持续提升

买入

核心观点

外销拖累收入下滑，业绩持续提升。公司 2022 年实现营收 201.7 亿/-6.6%，归母净利润 20.7 亿/+6.4%，扣非归母净利润 18.9 亿/+1.6%。其中 Q4 收入 51.9 亿/-12.3%，归母净利润 7.6 亿/+7.9%，扣非归母净利润 6.2 亿/-4.2%。公司拟每 10 股派现金红利 30.3 元（含税）。受外销拖累，公司收入出现下滑；得益于渠道结构调整及持续推新卖贵，公司盈利能力不断提升。

内销增长稳健，外销在高基数下承压。1) **内销：**2022 年内销实现收入 147.97 亿/+5.07%，预计 Q4 收入增长 3.8%。主要得益于公司线上渠道转型战略成功落地、产品销售结构持续优化，内销收入较同期稳定增长。2022 年公司在抖音、快手等新兴平台各主要品类市场份额占据第一，据久谦数据，2022Q4 公司抖音渠道收入+26.4%。此外随着线下消费复苏以及下沉市场 O2O 渠道的持续拓展，公司内销有望延续稳健增长。2) **外销：**2022 年外销实现收入 51.5 亿/-29.34%，其中向 SEB 关联销售额 46.73 亿/-31.9%。主要客户 SEB 集团由于库存水平较高、积极管理控制当地渠道存货水平，因此订单数量有一定下滑。根据 SEB 年报，SEB 的 C 端业务 2022Q4 同口径收入同比-7.3%，全年-5.9%。考虑到高基数已逐步消除，预计 2023 年公司外销有望实现修复。

电器业务表现相对较好，各业务保持行业领先地位。2022 年炊具业务收入 61.2 亿/-8.66%，电器业务收入 138 亿/-5.72%。炊具领域公司不断挖掘消费者需求并加快产品拓展，公司炊具双线保持行业第一地位；电器产品推新兼具差异化创新和高性价比，公司全年厨房小家电与灶具市占均居行业第一。

公司盈利能力持续改善，Q4 净利率创新高。2022 年公司毛利率 25.8%/+2.8pct，期间费用率提升 1.4pct 至 14.1%，主要为销售费用率有所增加；净利率为 10.3%/+1.2pct。公司 Q4 毛销差（毛利率-销售费用率）同比提升 1.3pct，财务/管理/研发费用率分别-0.3/+0.0/+0.1pct，费用率有所优化。Q4 公司净利率为 14.6%/+2.7pct，创下单季度净利率最高值。公司盈利能力提升主要系产品结构升级下高毛利产品占比提升，线上渠道占比持续提升带来营销等经营效率改善，以及子公司通过高新技术企业认定而有税收优惠。

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：维持盈利预测，维持“买入”评级。

维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 23.1、25.1、27.4 亿，增速为 11.8%、8.8%、9.0%，摊薄 EPS=2.86、3.11、3.39 元，对应 PE=19.9、18.3、16.8 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,585	20,171	22,590	24,767	26,748
(+/-%)	16.1%	-6.6%	12.0%	9.6%	8.0%
净利润(百万元)	1944	2068	2,311	2,515	2,740
(+/-%)	5.3%	6.4%	11.8%	8.8%	9.0%
每股收益(元)	2.40	2.56	2.86	3.11	3.39
EBIT Margin	9.8%	10.5%	11.2%	11.4%	11.5%
净资产收益率(ROE)	25.5%	29.4%	29.9%	30.5%	31.2%
市盈率(PE)	23.7	22.2	19.9	18.3	16.8
EV/EBITDA	23.1	22.8	19.6	17.8	16.6
市净率(PB)	6.03	6.53	5.95	5.59	5.24

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

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

56.86 元

收盘价

45980/45807 百万元

总市值/流通市值

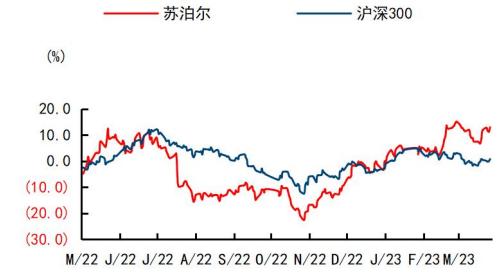
58.87/40.00 元

52 周最高价/最低价

51.96 百万元

近 3 个月日均成交额

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

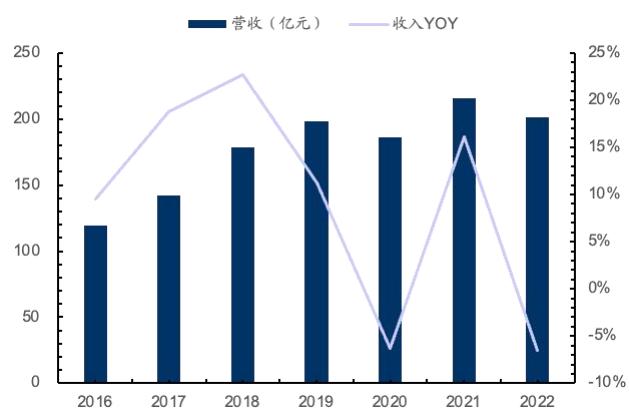
《苏泊尔 (002032. SZ) -2022 年三季报点评：外销拖累收入，盈利持续好转》——2022-10-27

《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》——2022-09-08

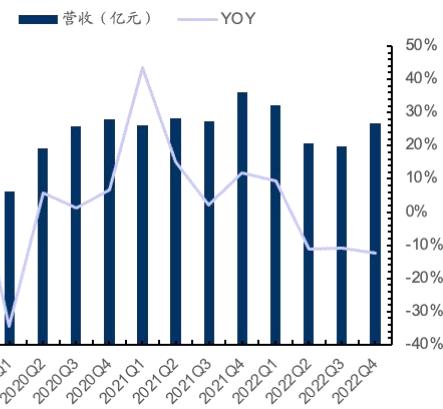
《苏泊尔-002032-2021 年业绩快报点评：营收稳健增长，利润短期受累》——2022-02-25

《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

图1: 公司营业收入及增速


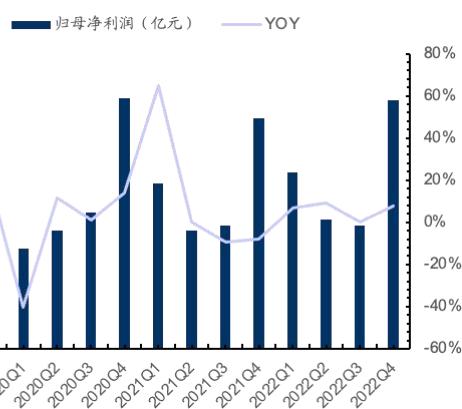
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

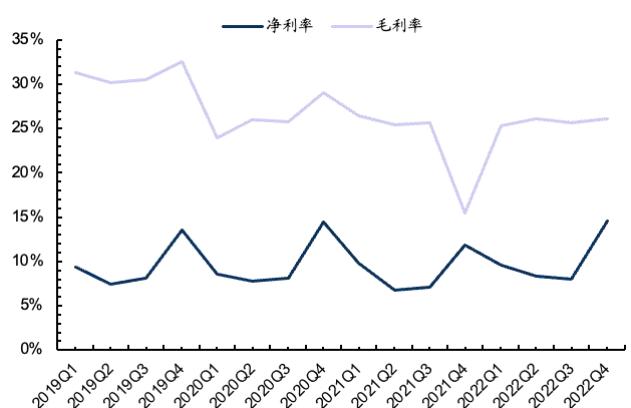

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速


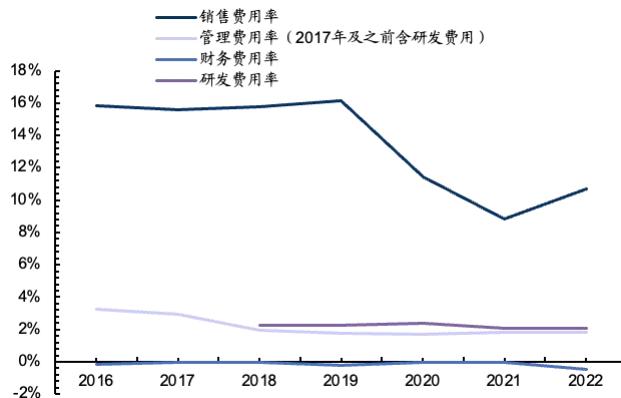
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季毛利率及净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司费用率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季研发费用及费率


资料来源：公司公告、Wind、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			EPS				PE			PEG		投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(23E)			
000333.SZ	美的集团	54.47	3,811	4.09	4.27	4.74	5.13	13.3	12.8	11.5	10.6	1.2	买入		
002242.SZ	九阳股份	18.36	141	0.97	1.09	1.28	1.39	18.9	16.9	14.3	13.2	1.1	买入		
002705.SZ	新宝股份	17.13	142	0.96	1.16	1.33	1.47	17.9	14.8	12.9	11.6	1.0	买入		
002032.SZ	苏泊尔	56.86	460	2.40	2.55	2.86	3.09	23.7	22.3	19.9	18.4	2.0	买入		
002959.SZ	小熊电器	71.98	112	1.81	2.38	2.84	3.24	39.7	30.3	25.4	22.2	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2654	3563	2646	3240	4026	营业收入	21585	20171	22590	24767	26748
应收款项	2784	1970	2724	2867	2978	营业成本	16622	14969	16916	18696	20192
存货净额	3097	2495	2983	3299	3496	营业税金及附加	93	131	123	134	155
其他流动资产	2444	1027	2595	2303	2307	销售费用	1910	2156	2135	2179	2354
流动资产合计	11159	9518	11149	11949	13096	管理费用	851	790	876	934	981
固定资产	1318	1315	1410	1478	1530	财务费用	(6)	(97)	(21)	(19)	(35)
无形资产及其他	452	440	422	405	387	投资收益	91	54	70	62	66
投资性房地产	905	1617	1617	1617	1617	资产减值及公允价值变动	(25)	22	4	0	9
长期股权投资	66	62	61	59	57	其他收入	203	238	171	171	171
资产总计	13899	12953	14659	15507	16687	营业利润	2385	2535	2806	3075	3348
短期借款及交易性金融负债	29	42	419	32	32	营业外净收支	1	10	7	6	8
应付款项	4270	3693	4180	4678	5008	利润总额	2386	2545	2813	3081	3355
其他流动负债	1770	1980	2056	2218	2474	所得税费用	444	479	504	569	617
流动负债合计	6069	5715	6656	6928	7515	少数股东损益	(3)	(1)	(2)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1944	2068	2311	2515	2740
其他长期负债	172	165	238	311	357						
长期负债合计	172	165	238	311	357	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	6241	5880	6894	7239	7872	净利润	1944	2068	2311	2515	2740
少数股东权益	36	37	36	36	35	资产减值准备	(2)	(3)	1	0	0
股东权益	7623	7036	7729	8232	8780	折旧摊销	151	152	156	170	183
负债和股东权益总计	13899	12953	14659	15507	16687	公允价值变动损失	25	(22)	(4)	(0)	(9)
						财务费用	(6)	(97)	(21)	(19)	(35)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	581	1743	(2175)	568	319
每股收益	2.40	2.56	2.86	3.11	3.39	其它	0	3	(1)	(1)	(1)
每股红利	1.30	3.18	2.00	2.49	2.71	经营活动现金流	2699	3941	288	3251	3233
每股净资产	9.43	8.70	9.56	10.18	10.86	资本开支	(145)	(144)	(230)	(220)	(210)
ROIC	24%	25%	29%	30%	33%	其它投资现金流	(64)	(283)	264	(40)	(48)
ROE	26%	29%	30%	31%	31%	投资活动现金流	(210)	(424)	35	(258)	(256)
毛利率	23%	26%	25%	25%	25%	权益性融资	(7)	3	0	0	0
EBIT Margin	10%	11%	11%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(1049)	(2568)	(1618)	(2012)	(2192)
收入增长	16%	-7%	12%	10%	8%	其它融资现金流	550	2524	378	(388)	1
净利润增长率	5%	6%	12%	9%	9%	融资活动现金流	(1554)	(2609)	(1240)	(2400)	(2191)
资产负债率	45%	46%	47%	47%	47%	现金净变动	934	909	(917)	594	786
息率	2.3%	5.6%	3.5%	4.4%	4.8%	货币资金的期初余额	1720	2654	3563	2646	3240
P/E	23.7	22.2	19.9	18.3	16.8	货币资金的期末余额	2654	3563	2646	3240	4026
P/B	6.0	6.5	5.9	5.6	5.2	企业自由现金流	2303	3476	(163)	2819	2795
EV/EBITDA	23.1	22.8	19.6	17.8	16.6	权益自由现金流	2853	6000	231	2447	2825

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 ±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 ±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提供。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