



苏泊尔 (002032.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 内销稳健恢复，外销增速超预期

业绩简评

2023年10月26日公司披露三季报业绩,前三季度实现营收153.7亿元,同比+2.6%;实现归母净利润13.6亿元,同比+4.1%;实现扣非归母净利润13.3亿元,同比+4.9%。其中,Q3实现营收53.8亿元,同比+15.6%;实现归母净利润4.8亿元,同比+28.1%;实现扣非归母净利润4.8亿元,同比+32.2%。

经营分析

Q3 业绩超预期主因外销同比大幅提升，公司上调全年外销预期。分区域来看，预计公司 Q3 内销同比低个位数增长 (Q1 同比下滑，Q2 同比+6.24%)；外销同比大幅增长 (预计 50%左右)，Q2 以来主要外销客户的库存逐步得到消化，订单数量逐步增加，因外销超预期恢复，公司上调与 SEB 的 2023 年度关联交易预计销售金额，由年初的 50.6 亿元上调至 58.2 亿元，较 2022 年度实际金额增速由 8.2%上调到 24.6%，分品类看，炊具及电器出口至 SEB 分别同比增长 8%和 39%。

毛利率略有下降，费用控制优秀。前 3 季度、Q3 公司毛利率均为 25.4%，同比-0.3pct，整体毛利率微降，主因收入结构变化，外销占比提升，而外销毛利率低于内销，此外原材料价格下行的利好同比有所减弱。Q3 公司销售/管理/财务/研发费用率为 10.5%/3.9%/-0.3%/2.0%，同比-1.3pct/持平/+0.6pct/持平，销售费用率有所优化主因外销代工占比提升带来的收入结构变化所致。子公司绍兴苏泊尔、浙江福滕宝在今年初获得高新技术企业认证，所得税税率按 15%缴纳，带来报告期内所得税税率下降。综合来看，公司前三季度、Q3 净利率分别为 8.9%/+0.1pct、9.0%/+0.9pct。

此外，公司授予 53 名激励对象 107.5 万份股票期权，行权价格 36.49 元，自授予之日起 24、36 个月分两期解锁，对应考核要求 2023-2024 年 ROE 不低于 22%，表明公司对于运营质量考核的重视。展望未来，我们认为公司产品创新竞争力、新兴渠道销售规模扩大有望促进公司内销持续增长，SEB 经营预期上调明确显示海外补库需求增多，有望驱动公司外销迅速恢复。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2023-2025 年实现归母净利 21.3/23.6/25.9 亿元，同比 +3.1%/+10.7%/+9.6%，公司现价对应 PE 为 17.7/16.0/14.6x，维持“增持”评级。

风险提示

消费复苏不及预期；行业竞争加剧；汇率变动风险。

国金证券研究所

分析师：苏晨 (执业 S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

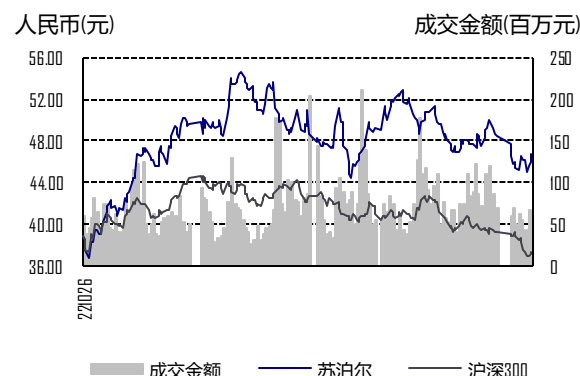
联系人：鲍秋宇

baoqiuyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：46.67 元

相关报告：

1.《苏泊尔公司点评：内销稳健恢复，外销拐点已现》，2023.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,585	20,171	21,822	24,141	26,587
营业收入增长率	16.07%	-6.55%	8.19%	10.63%	10.14%
归母净利润(百万元)	1,944	2,068	2,132	2,359	2,586
归母净利润增长率	5.29%	6.36%	3.09%	10.67%	9.61%
摊薄每股收益(元)	2.404	2.557	2.642	2.924	3.205
每股经营性现金流净额	2.53	3.91	2.08	3.56	3.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.50%	29.39%	28.81%	29.36%	31.18%
P/E	25.89	19.34	17.66	15.96	14.56
P/B	6.60	5.68	5.09	4.69	4.54

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	18,597	21,585	20,171	21,822	24,141	26,587
增长率	16.1%	-6.6%	8.2%	10.6%	10.1%	
主营业务成本	-13,683	-16,622	-14,969	-16,210	-17,877	-19,714
%销售收入	73.6%	77.0%	74.2%	74.3%	74.1%	74.1%
毛利	4,914	4,964	5,201	5,611	6,263	6,874
%销售收入	26.4%	23.0%	25.8%	25.7%	25.9%	25.9%
营业税金及附加	-103	-93	-131	-109	-121	-133
%销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,124	-1,910	-2,156	-2,335	-2,631	-2,871
%销售收入	11.4%	8.8%	10.7%	10.7%	10.9%	10.8%
管理费用	-318	-401	-374	-415	-459	-479
%销售收入	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%
研发费用	-442	-450	-416	-436	-483	-532
%销售收入	2.4%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	1,927	2,109	2,124	2,316	2,570	2,859
%销售收入	10.4%	9.8%	10.5%	10.6%	10.6%	10.8%
财务费用	9	6	97	28	34	51
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-34	-25	23	-22	0	-25
公允价值变动收益	27	0	1	10	10	8
投资收益	64	91	54	93	92	92
%税前利润	2.9%	3.8%	2.1%	3.6%	3.2%	2.9%
营业利润	2,197	2,385	2,535	2,626	2,905	3,185
营业利润率	11.8%	11.0%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%
营业外收支	3	1	10	2	2	2
税前利润	2,200	2,386	2,545	2,628	2,907	3,187
利润率	11.8%	11.1%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%
所得税	-358	-444	-479	-499	-552	-606
所得税率	16.3%	18.6%	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	1,843	1,941	2,066	2,129	2,355	2,582
少数股东损益	-4	-3	-1	-3	-4	-4
归属于母公司的净利润	1,846	1,944	2,068	2,132	2,359	2,586
净利率	9.9%	9.0%	10.3%	9.8%	9.8%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,843	1,941	2,066	2,129	2,355	2,582
少数股东损益	-4	-3	-1	-3	-4	-4
非现金支出	166	222	176	179	166	197
非经营收益	-78	-121	-56	-93	-83	-93
营运资金变动	146	8	974	-534	438	37
经营活动现金净流	2,077	2,050	3,160	1,681	2,875	2,723
资本开支	-278	-225	-160	-82	-134	-134
投资	0	0	0	6	6	4
其他	128	565	-312	93	92	92
投资活动现金净流	-151	339	-472	18	-35	-37
股权募资	32	3	3	-64	164	0
债权募资	0	0	6	550	-592	96
其他	-1,497	-1,597	-2,774	-1,726	-1,907	-2,336
筹资活动现金净流	-1,465	-1,594	-2,766	-1,240	-2,335	-2,240
现金净流量	422	788	-48	458	504	445

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,720	2,654	3,563	3,972	4,429	4,835
应收款项	2,835	2,787	2,206	2,775	3,003	3,308
存货	2,409	3,097	2,495	2,643	2,819	3,087
其他流动资产	3,153	2,621	1,254	1,270	1,310	1,394
流动资产	10,117	11,159	9,518	10,660	11,562	12,623
%总资产	82.3%	80.3%	73.5%	75.5%	77.0%	78.6%
长期投资	64	364	1,087	1,091	1,095	1,099
固定资产	1,276	1,318	1,315	1,279	1,258	1,229
%总资产	10.4%	9.5%	10.2%	9.1%	8.4%	7.7%
无形资产	463	452	440	444	448	451
非流动资产	2,175	2,741	3,434	3,454	3,458	3,434
%总资产	17.7%	19.7%	26.5%	24.5%	23.0%	21.4%
资产总计	12,292	13,899	12,953	14,114	15,020	16,057
短期借款	0	29	42	592	0	96
应付款项	3,347	4,381	3,831	3,914	4,424	4,760
其他流动负债	1,690	1,659	1,842	2,002	2,372	2,750
流动负债	5,036	6,069	5,715	6,508	6,797	7,606
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	172	165	174	160	133
负债	5,056	6,241	5,880	6,682	6,956	7,739
普通股股东权益	7,201	7,623	7,036	7,398	8,034	8,292
其中：股本	821	809	809	809	809	809
未分配利润	6,203	6,452	5,865	6,292	6,763	7,022
少数股东权益	36	36	37	34	30	26
负债股东权益合计	12,292	13,899	12,953	14,114	15,020	16,057

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.249	2.404	2.557	2.642	2.924	3.205
每股净资产	8.770	9.426	8.701	9.171	9.959	10.279
每股经营现金净流	2.529	2.535	3.908	2.079	3.555	3.367
每股股利	1.290	4.510	5.530	2.109	2.334	2.878
回报率						
净资产收益率	25.64%	25.50%	29.39%	28.81%	29.36%	31.18%
总资产收益率	15.02%	13.99%	15.96%	15.10%	15.71%	16.10%
投入资本收益率	22.30%	22.33%	24.23%	23.39%	25.81%	27.52%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.33%	16.07%	-6.55%	8.19%	10.63%	10.14%
EBIT 增长率	-6.32%	9.46%	0.68%	9.06%	10.94%	11.25%
净利润增长率	-3.84%	5.29%	6.36%	3.09%	10.67%	9.61%
总资产增长率	3.75%	13.07%	-6.81%	8.97%	6.42%	6.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.5	41.8	42.0	41.0	40.0	40.0
存货周转天数	62.1	60.5	68.2	60.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	83.5	77.1	78.1	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	24.1	21.8	23.6	20.4	17.3	14.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.37%	-36.63%	-55.89%	-51.28%	-60.28%	-62.16%
EBIT 利息保障倍数	-213.5	-325.4	-21.8	-81.7	-74.5	-55.7
资产负债率	41.13%	44.90%	45.40%	47.35%	46.31%	48.20%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-20	增持	44.80	52.00~54.00
2	2022-10-25	增持	42.00	N/A
3	2023-08-31	增持	47.98	N/A

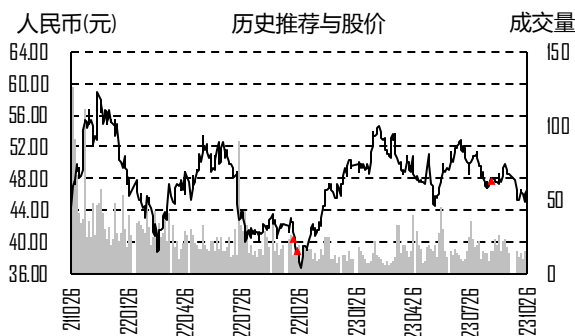
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究