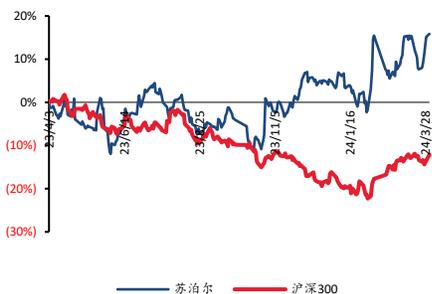


苏泊尔：2023Q4 毛利率明显提升，H2 外销贡献增长

走势比较



股票数据

| | |
|----------------|---------------|
| 总股本/流通(亿股) | 8.07/8.07 |
| 总市值/流通(亿元) | 472.17/472.17 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 59.47/44.3 |

相关研究报告

证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524020001

研究助理：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030006

研究助理：金桐羽

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030010

事件：2024年03月29日，苏泊尔发布2023年年报。2023年公司实现总营收213.04亿元(+5.62%)，归母净利润21.80亿元(+5.42%)。单季度来看，2023Q4公司营收59.37亿元(+14.40%)，归母净利润8.18亿元(+7.75%)。公司拟以7.97亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利27.30元(含税)，合计21.76亿元。

SEB 有机增长+渠道补库存需求，2023H2 外销业务取得较快增长。1) **分地区看**，2023年内销收入151.08亿元(+0.88%)，表现较为稳健，虽行业整体线上零售增速放缓，但公司线上各平台及品类市场份额有所提升；外销收入61.96亿元(+19.28%)，2023H2 受益于SEB 增长叠加海外渠道库存恢复性增长，外销业务景气度持续恢复。2) **分产品看**，2023年烹饪电器收入88.92亿元(+4.53%)，炊具及用具收入60.56亿元(-1.07%)，食物料理电器收入34.84亿元(+12.87%)，其中食物料理电器收入实现双位数增长。

2023Q4 毛利率明显提升，降本增效不断推进。1) **毛利率**：2023Q4 公司毛利率28.63%(+2.56pct)，实现较明显提升，或系产品结构优化，降本增效成果显现。2) **净利率**：2023Q4 公司净利率13.78%(-0.82pct)。3) **费用端**：2023Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为10.67/1.73/2.49/-0.18%，分别同比+0.52/-0.05/-0.01/+0.11pct，销售费用率提升或利好公司长期发展。

投资建议：外销方面，持续加深与SEB 合作，上调关联交易额度，有望扩大规模效应。内销方面，数字化运营不断提效，加强母婴等细分人群和场景覆盖，看好公司长期发展。我们预计，2024-2026 年公司归母净利润分别为24.05/26.55/29.31 亿元，对应 EPS 分别为2.98/3.29/3.63 元，当前股价对应 PE 分别为19.63/17.79/16.11 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示：宏观经济不确定性、行业竞争加剧导致价格战、原材料价格波动、汇率波动等。

盈利预测和财务指标

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 21,304 | 22,795 | 24,345 | 25,928 |
| 营业收入增长率(%) | 5.62% | 7.00% | 6.80% | 6.50% |
| 归母净利(百万元) | 2,180 | 2,405 | 2,655 | 2,931 |
| 净利润增长率(%) | 5.42% | 10.34% | 10.38% | 10.41% |
| 摊薄每股收益(元) | 2.72 | 2.98 | 3.29 | 3.63 |
| 市盈率(PE) | 19.50 | 19.63 | 17.79 | 16.11 |

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 3,563 | 3,548 | 6,117 | 8,996 | 12,140 |
| 应收和预付款项 | 2,293 | 3,067 | 3,280 | 3,502 | 3,729 |
| 存货 | 2,495 | 2,263 | 2,407 | 2,561 | 2,717 |
| 其他流动资产 | 1,167 | 1,159 | 1,186 | 1,213 | 1,241 |
| 流动资产合计 | 9,518 | 10,037 | 12,990 | 16,273 | 19,827 |
| 长期股权投资 | 62 | 62 | 61 | 59 | 58 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,303 | 1,243 | 1,238 | 1,212 | 1,179 |
| 在建工程 | 12 | 27 | 20 | 18 | 20 |
| 无形资产开发支出 | 440 | 429 | 418 | 407 | 396 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 11,135 | 11,346 | 14,373 | 17,691 | 21,292 |
| 资产总计 | 12,953 | 13,107 | 16,110 | 19,387 | 22,945 |
| 短期借款 | 0 | 200 | 399 | 599 | 799 |
| 应付和预收款项 | 3,693 | 4,441 | 4,724 | 5,027 | 5,331 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 2,187 | 2,085 | 2,200 | 2,320 | 2,443 |
| 负债合计 | 5,880 | 6,725 | 7,323 | 7,946 | 8,574 |
| 股本 | 809 | 807 | 807 | 807 | 807 |
| 资本公积 | 125 | 173 | 173 | 173 | 173 |
| 留存收益 | 6,222 | 5,873 | 8,279 | 10,934 | 13,865 |
| 归母公司股东权益 | 7,036 | 6,345 | 8,751 | 11,406 | 14,338 |
| 少数股东权益 | 37 | 37 | 35 | 35 | 34 |
| 股东权益合计 | 7,073 | 6,382 | 8,787 | 11,441 | 14,371 |
| 负债和股东权益 | 12,953 | 13,107 | 16,110 | 19,387 | 22,945 |

现金流量表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 3,160 | 2,035 | 2,532 | 2,807 | 3,078 |
| 投资性现金流 | -472 | -244 | -141 | -94 | -93 |
| 融资性现金流 | -2,766 | -2,782 | 176 | 167 | 159 |
| 现金增加额 | -48 | -990 | 2,568 | 2,879 | 3,144 |

利润表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 20,171 | 21,304 | 22,795 | 24,345 | 25,928 |
| 营业成本 | 14,969 | 15,700 | 16,702 | 17,772 | 18,850 |
| 营业税金及附加 | 131 | 142 | 152 | 163 | 173 |
| 销售费用 | 2,156 | 2,298 | 2,469 | 2,634 | 2,803 |
| 管理费用 | 374 | 394 | 422 | 450 | 480 |
| 财务费用 | -97 | -68 | -51 | -96 | -148 |
| 资产减值损失 | -11 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 54 | 49 | 57 | 58 | 63 |
| 公允价值变动 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2,535 | 2,681 | 2,961 | 3,269 | 3,610 |
| 其他非经营损益 | 10 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2,545 | 2,685 | 2,961 | 3,269 | 3,610 |
| 所得税 | 479 | 505 | 557 | 615 | 679 |
| 净利润 | 2,066 | 2,179 | 2,404 | 2,654 | 2,930 |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 归母股东净利润 | 2,068 | 2,180 | 2,405 | 2,655 | 2,931 |

预测指标

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 25.79% | 26.30% | 26.73% | 27.00% | 27.30% |
| 销售净利率 | 10.25% | 10.23% | 10.55% | 10.90% | 11.31% |
| 销售收入增长率 | -6.55% | 5.62% | 7.00% | 6.80% | 6.50% |
| EBIT 增长率 | 4.21% | 7.73% | 13.34% | 9.02% | 9.09% |
| 净利润增长率 | 6.36% | 5.42% | 10.34% | 10.38% | 10.41% |
| ROE | 29.39% | 34.35% | 27.48% | 23.28% | 20.44% |
| ROA | 15.96% | 16.63% | 14.93% | 13.69% | 12.78% |
| ROIC | 26.63% | 30.63% | 25.11% | 21.00% | 18.25% |
| EPS (X) | 2.57 | 2.72 | 2.98 | 3.29 | 3.63 |
| PE (X) | 19.28 | 19.50 | 19.63 | 17.79 | 16.11 |
| PB (X) | 5.68 | 6.74 | 5.40 | 4.14 | 3.29 |
| PS (X) | 1.98 | 2.01 | 2.07 | 1.94 | 1.82 |
| EV/EBITDA (X) | 14.18 | 14.27 | 13.66 | 11.73 | 10.00 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。