

## 苏泊尔 (002032.SZ)

### 合同负债高增 44%，国补提振效果显现

公司披露一季报。2025Q1 收入实现同比增长 7.6%，归母净利润同比增长 +5.8%，扣非归母净利润同比增长+5%，表现符合市场预期。一季度公司经营活现金流净额 5.8 亿元，超出业绩绝对值。

□ **国补助力内需改善。**我们预计苏泊尔 25Q1 国内恢复增长 3.5%，相较 24H2 下滑 2.7%，环比改善明显，主要跟国补提振市场终端需求有关，公司合同负债同比大幅增长 44%，预示经销商打款积极性高；根据奥维云网，厨小电 2025Q1 零售额同比增长 2.5%。苏泊尔今年 AWE 期间发布多款电饭煲、破壁机、空气炸锅等小厨电新品，同时迭代多款饮水机、熨烫机、吹风筒、母婴系列等产品，预期有望凭借出色产品力充分受益国补。

□ **SEB 订单稳增无惧关税冲击。**公司 25Q1 外销收入预计同比增长 18%，主要跟 SEB 持续订单转移助力有关，公司预计全年 SEB 订单同比增长 5%。当前市场忧虑美国关税冲击对全球宏观经济产生不利影响，我们分析 SEB 报表依然可以看到增长韧性：消费者 toC 业务 25Q1 可比增长 2.8%，其中北美增长 4.9%、西欧增长 1.7%、EMEA 增长 7.2%、除中国市场外其他亚太增长 7.7%，仅南美市场承压下滑 8.3%。母公司 SEB 的稳健表现将为苏泊尔外销订单提供源源不断增长动能。

□ **盈利方面，**公司毛利率一季度同比下滑 0.5pct，主要跟质保金费用重新调整有关，参考毛销差（毛利率-销售费用率）25Q1 同比改善 0.4pct，表明公司盈利水平持续优化。其他费用基本保持稳定，业绩增长和收入基本同步。

□ **维持强烈推荐投资评级。**我们预计苏泊尔 2025-2027 年业绩分别为 24.3/26.3/27.5 亿元，同比分别增长 8%、8%及 5%，对应 PE 分别为 19 倍、18 倍及 17 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**行业需求不振、以旧换新国家补贴效果不及预期；海外需求景气度不及预期；原材料价格大幅上涨。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	21304	22427	24356	26262	27575
同比增长	6%	5%	9%	8%	5%
营业利润(百万元)	2681	2732	2956	3195	3341
同比增长	6%	2%	8%	8%	5%
归母净利润(百万元)	2180	2244	2431	2627	2747
同比增长	5%	3%	8%	8%	5%
每股收益(元)	2.72	2.80	3.03	3.28	3.43
PE	21.5	20.9	19.2	17.8	17.0
PB	7.4	7.3	7.1	6.4	5.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

消费品/家电

目标估值:

当前股价: 55.45 元

#### 基础数据

总股本 (百万股)	801
已上市流通股 (百万股)	800
总市值 (十亿元)	44.4
流通市值 (十亿元)	44.4
每股净资产 (MRQ)	8.6
ROE (TTM)	32.8
资产负债率	47.15%
主要股东	SEB INTERNATIONALE
主要股东持股比例	83.18%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	1	6
相对表现	6	-5	-7



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《苏泊尔 (002032) —业绩符合预告，内销改善可期》2025-02-28
- 2、《苏泊尔 (002032) —外销表现稳健，内销改善可期》2025-01-25
- 3、《苏泊尔 (002032) —外销表现稳健，调增关联交易预计额》2024-10-28

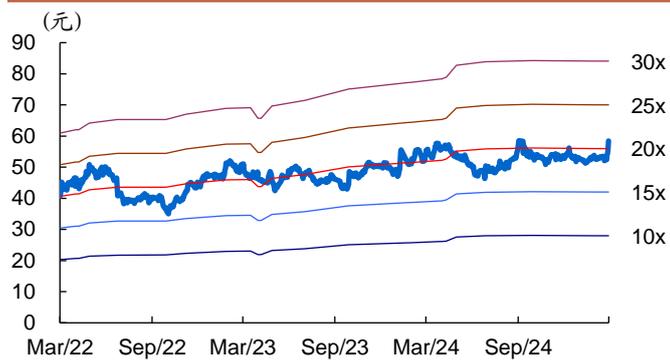
史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

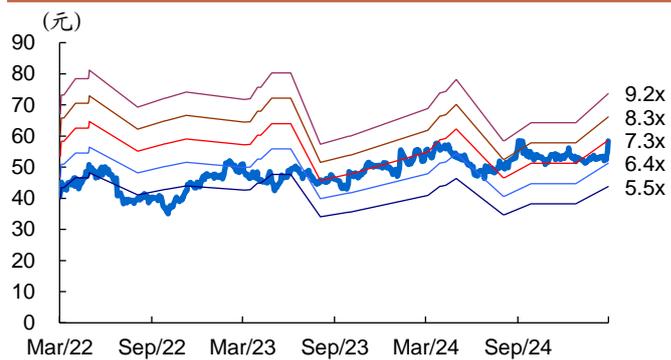
✉ yanzhekun@cmschina.com.cn

图 1: 苏泊尔历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 苏泊尔历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	10037	10604	11246	12419	13415
现金	3548	2480	2481	2996	3535
交易性投资	351	281	281	281	281
应收票据	15	4	4	5	5
应收款项	2858	2690	2900	3127	3283
其它应收款	16	95	103	111	116
存货	2263	2566	2775	2987	3136
其他	985	2488	2702	2913	3058
<b>非流动资产</b>	3070	2662	2642	2624	2608
长期股权投资	62	61	61	61	61
固定资产	1243	1266	1287	1306	1323
无形资产商誉	429	408	367	330	297
其他	1336	927	927	927	927
<b>资产总计</b>	<b>13107</b>	<b>13266</b>	<b>13888</b>	<b>15044</b>	<b>16023</b>
<b>流动负债</b>	6524	6524	6965	7439	7772
短期借款	200	0	0	0	0
应付账款	4441	4444	4821	5189	5449
预收账款	863	1088	1181	1271	1334
其他	1021	992	964	978	988
<b>长期负债</b>	200	280	280	280	280
长期借款	0	0	0	0	0
其他	200	280	280	280	280
<b>负债合计</b>	<b>6725</b>	<b>6804</b>	<b>7246</b>	<b>7719</b>	<b>8052</b>
股本	807	801	801	801	801
资本公积金	(315)	(43)	(43)	(43)	(43)
留存收益	5854	5666	5846	6528	7173
少数股东权益	37	37	38	39	40
归属于母公司所有者权益	6345	6424	6604	7286	7931
<b>负债及权益合计</b>	<b>13107</b>	<b>13266</b>	<b>13888</b>	<b>15044</b>	<b>16023</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2035	2584	2071	2232	2405
净利润	2179	2245	2432	2628	2748
折旧摊销	160	159	174	172	170
财务费用	(10)	(46)	(29)	(33)	(39)
投资收益	(49)	(31)	(350)	(350)	(350)
营运资金变动	(228)	245	(159)	(188)	(126)
其它	(17)	12	2	3	2
<b>投资活动现金流</b>	(244)	(5)	196	196	196
资本支出	(137)	(208)	(154)	(154)	(154)
其他投资	(107)	203	350	350	350
<b>筹资活动现金流</b>	(2782)	(2434)	(2265)	(1912)	(2062)
借款变动	919	(651)	(42)	0	0
普通股增加	(2)	(5)	0	0	0
资本公积增加	(341)	272	0	0	0
股利分配	(3461)	(2202)	(2252)	(1945)	(2102)
其他	103	153	29	33	39
<b>现金净增加额</b>	<b>(991)</b>	<b>144</b>	<b>1</b>	<b>515</b>	<b>538</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	21304	22427	24356	26262	27575
营业成本	15700	16898	18330	19732	20719
营业税金及附加	142	148	146	158	165
营业费用	2298	2182	2370	2555	2683
管理费用	394	396	430	464	487
研发费用	431	470	510	550	577
财务费用	(68)	(72)	(29)	(33)	(39)
资产减值损失	(24)	8	8	8	8
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
其他收益	249	286	300	300	300
投资收益	49	31	50	50	50
<b>营业利润</b>	2681	2732	2956	3195	3341
营业外收入	15	10	10	10	10
营业外支出	12	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	2685	2732	2957	3195	3342
所得税	505	487	524	567	594
少数股东损益	(0)	1	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	2180	2244	2431	2627	2747

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	6%	5%	9%	8%	5%
营业利润	6%	2%	8%	8%	5%
归母净利润	5%	3%	8%	8%	5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.3%	24.7%	24.7%	24.9%	24.9%
净利率	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ROE	32.6%	35.2%	37.3%	37.8%	36.1%
ROIC	30.7%	33.2%	36.5%	37.1%	35.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.3%	51.3%	52.2%	51.3%	50.3%
净负债比率	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
存货周转率	6.6	7.0	6.9	6.8	6.8
应收账款周转率	8.8	8.1	8.7	8.7	8.6
应付账款周转率	3.9	3.8	4.0	3.9	3.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.72	2.80	3.03	3.28	3.43
每股经营净现金	2.54	3.22	2.58	2.79	3.00
每股净资产	7.92	8.02	8.24	9.09	9.90
每股股利	2.75	2.81	2.43	2.62	2.74
<b>估值比率</b>					
PE	21.5	20.9	19.2	17.8	17.0
PB	7.4	7.3	7.1	6.4	5.9
EV/EBITDA	18.8	18.5	16.6	15.5	14.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。