

苏泊尔 (002032.SZ)

公司经营稳健，龙头韧性凸显

公司短期外销扰动阶段承压，中长期内销龙头地位巩固，外销深度绑定 SEB 集团，高股东回报凸显价值，维持“强烈推荐”投资评级。

- **2024Q2 收入增长稳健。**2025H1 公司预计实现营收 114.78 亿元，同比 +4.68%，归母净利润 9.40 亿元，同比-0.07%。单季度看，2025Q2 营收 56.92 亿元同比+1.88%，我们预计内销+3%、外销下滑不到 1%；归母净利润 4.43 亿元，同比-5.94%，主要系外销美国关税及高基数影响，内销行业竞争压力、投资收益因利率走低有所减少。
- **内销：龙头增长韧性优势仍在。**内销受益于以旧换新政策及渠道优势，预计实现稳定增长，核心品类市占率持续提升。根据久谦数据，苏泊尔 Q2 天猫/京东/抖音零售额同比增速+36%/-9.2%/+41%，电饭煲/空气炸锅/电压力锅 Q2 分别同比-2pct/+2.3pct/+5.6pct 至 22.4%/18%/38.6%。后续内销增长仍因国补政策影响边际递减面临一定压力，需等待宏观环境和消费意愿的改善。面对行业激烈的价格竞争，公司战略清晰，坚持产品创新以获高价值量、高毛利产品和降本增效保持毛利稳定；同时渠道上积极拓展新兴电商和新零售平台以保障持续增长。
- **外销：Q2 受关税和高基数影响增速放缓。**外销业务 Q1 因美国关税抢出口影响，实现高于预期增长。而 Q2 关税负面影响开始显现，叠加同期高基数，预计外销增速明显放缓。目前北美业务，部分炊具已通过越南基地生产和出货，但小家电仍主要在国内生产，受关税持续扰动。在保证产能利用率的前提下，公司越南产能正处于扩充阶段，同时外销业务与大股东赛博集团积极协商，以更好地应对地缘政治风险。
- **公司盈利能力稳健，股东回报保持高分红常态。**公司业绩短期受外销关税压力以及国内利率走低导致的投资收益减少一定压力，长期看，公司通过加大核心品类资源投入、优化产品结构、严控费用支出等措施积极维持毛利率稳定。过去三年公司分红比例保持 100%-118%的高分红状态，未来具体分红比例将取决于资本开支和现金流情况，公司严格控制资本开支、现金流稳定，大概率分红比例保持高水平。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司内销龙头地位稳固、外销绑定 SEB 稳增长，高股东回报凸显价值。我们预计公司 2025/2026 年分别实现归母净利润 24/26 亿元，对应当前股价 PE 约 17x 及 16x，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**国补效果不及预期，海外关税冲击，原材料价格大幅上涨等。

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	19.1	18.5	17.1	15.8	15.1
PB	6.5	6.5	6.3	5.7	5.2

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：NA

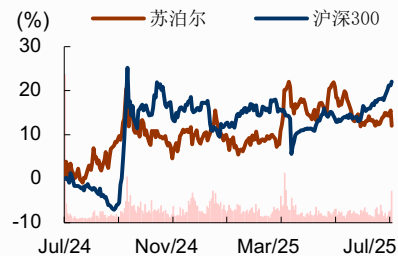
当前股价：51.84 元

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）	41.5
流通市值（十亿元）	41.5
每股净资产（MRQ）	8.6
ROE（TTM）	32.8
资产负债率	47.2%
主要股东	SEB INTERNATIONALE
主要股东持股比例	83.19%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	8	15
相对表现	-6	0	-5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《苏泊尔（002032）—合同负债高增 44%，国补提振效果显现》2025-04-28
- 2、《苏泊尔（002032）—分红表现超预期，内销市场景气改善》2025-03-29
- 3、《苏泊尔（002032）—业绩符合预告，内销改善可期》2025-02-28

史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

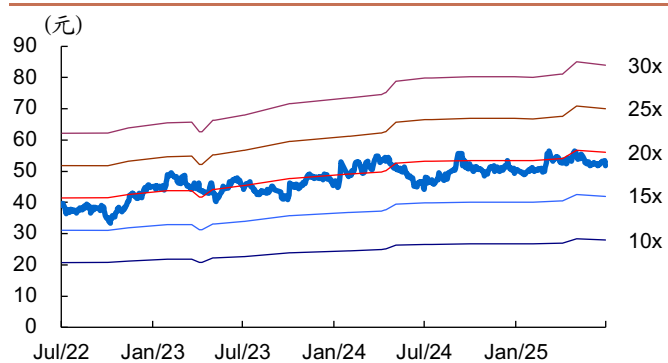
牛侯航 S1090525060005

✉ niuyuhang@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

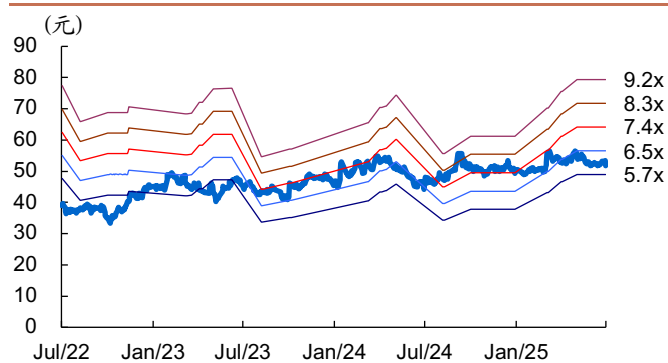
✉ yanzhekun@cmschina.com.cn

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	13107	13266	13888	15044	16023
流动负债	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
长期负债	200	280	280	280	280
长期借款	0	0	0	0	0
其他	200	280	280	280	280
负债合计	6725	6804	7246	7719	8052
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
负债及权益合计	13107	13266	13888	15044	16023

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(244)	(5)	196	196	196
资本支出	(137)	(208)	(154)	(154)	(154)
其他投资	(107)	203	350	350	350
筹资活动现金流	(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
现金净增加额	(991)	144	1	515	538

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	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
营业利润	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
利润总额	2685	2732	2957	3195	3342
所得税	505	487	524	567	594
少数股东损益	(0)	1	1	1	1
归属于母公司净利润	2180	2244	2431	2627	2747

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料(元)					
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
估值比率					
PE	19.1	18.5	17.1	15.8	15.1
PB	6.5	6.5	6.3	5.7	5.2
EV/EBITDA	18.8	18.5	16.6	15.5	14.9

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。