

苏泊尔 (002032.SZ)

公司业绩稳健，内销彰显韧性

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。

- 2025Q2 公司经营稳健。2025H1 公司实现营业收入 114.78 亿元，同比增长 4.68%；实现归母净利润 9.40 亿元，同比微降 0.07%；扣非后归母净利润为 9.07 亿元，同比下降 1.65%。单季度来看，2025 年 Q2 实现营收 56.9 亿元，同比增长约 1.88%；实现归母净利润 4.43 亿元，同比下降约 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。
- 内销业务彰显龙头韧性。面对国内消费意愿偏弱及行业价格竞争加剧的挑战，公司内销业务 25H1 收入达 77.61 亿元，实现同比增长 3.36%，展现出强大的经营韧性。1) 产品端：公司持续推进创新战略，聚焦高品质和高附加值产品；例如，2025 年新推出的“旋焰釜蒸汽远红外 IH 电饭煲”，上市后连续 6 个月成为线下市占率第一的单品；同时公司积极拓展新品类，如台式净饮机、制冰机以及采用革新技术的吸附式手持挂烫机等，满足了多元化和细分场景的需求。2) 渠道端：线上渠道公司在巩固天猫、京东等传统电商优势的同时，着力提升抖音等兴趣电商的运营效率和盈利能力；线下渠道公司深化与美团闪购、京东到家等平台的合作，大力拓展即时零售业务，寻找线下新增量。根据奥维云网数据，上半年公司在厨房小家电和炊具两大领域，线上、线下市场份额均位居行业第一。
- 外销短期关税扰动，长期越南产能提供支持。2025H1 公司外销业务实现收入 37.16 亿元，同比增长 7.55%，增长主要系一季度部分出口订单受关税政策影响提前出货所致，进入 Q2 受关税影响叠加同期高基数，增速放缓。关税主要由客户 SEB 集团承担，对公司毛利率的直接冲击有限，但 Q2 发货放缓导致产能利用率下降，从而对毛利造成间接影响。长期看，公司正积极扩充越南生产基地的产能，未来将覆盖炊具及小家电品类，以满足北美市场的订单需求，规避关税影响。
- 内外销毛利率分化，股东回报维持高分红预期。25H1 公司整体毛利率为 23.6%，同比微降 0.79pct。其中，内销业务毛利率提升 0.6pct 至 27.72%，体现产品结构优化和品牌力的成效；外销业务毛利率下降 1.49pct 至 15.02%，主要系关税影响对 Q2 产能利用率波动所致。费用端，财务费用因利息收入减少而对利润产生负贡献。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，预计分红比例保持高水平。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司推出股票期权和业绩激励基金，考核 2025-2026 年 ROE 不低于 26%，稳定高股东回报凸显长期投资价值。我们预计公司 2025/2026 年分别实现归母净利润 23/25 亿元，对应当前股价 PE 约 18x 及 17x，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。

强烈推荐（维持）

消费品/家电

目标估值：NA

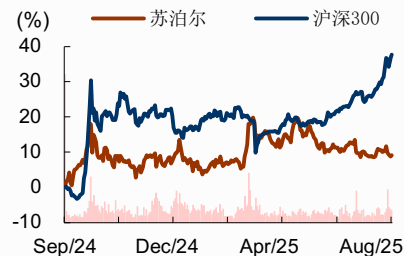
当前股价：51.43 元

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）	41.2
流通市值（十亿元）	41.2
每股净资产（MRQ）	6.4
ROE（TTM）	43.8
资产负债率	55.7%
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	-0	0	7
相对表现	-9	-15	-30



相关报告

- 《苏泊尔 (002032) —公司经营稳健，龙头韧性凸显》2025-07-25
- 《苏泊尔 (002032) —合同负债高增 44%，国补提振效果显现》2025-04-28
- 《苏泊尔 (002032) —分红表现超预期，内销市场景气改善》2025-03-29

史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

牛侯航 S1090525060005

niuyuhang@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

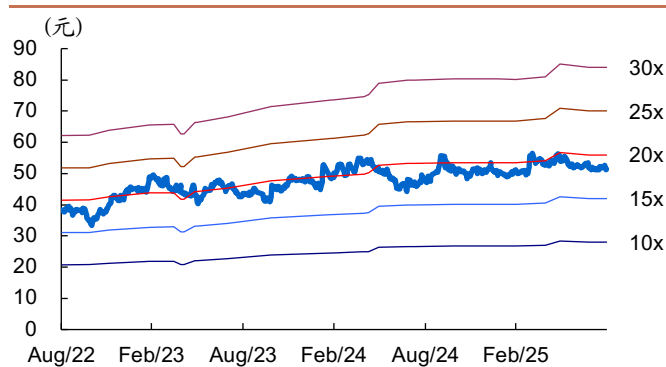
yanzhekun@cmschina.com.cn

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	23531	24936	26183
同比增长	6%	5%	5%	6%	5%
营业利润(百万元)	2681	2732	2844	3008	3193
同比增长	6%	2%	4%	6%	6%
归母净利润(百万元)	2180	2244	2341	2474	2626
同比增长	5%	3%	4%	6%	6%
每股收益(元)	2.72	2.80	2.92	3.09	3.28
PE	18.9	18.4	17.6	16.7	15.7
PB	6.5	6.4	6.3	5.8	5.3

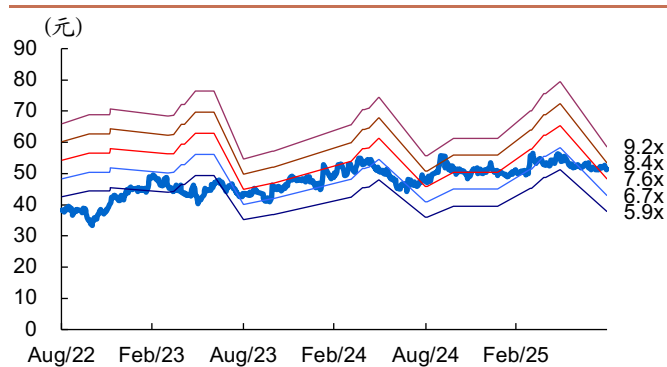
资料来源：公司数据、招商证券

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	10955	11926	12907
现金	3548	2480	2473	2958	3504
交易性投资	351	281	281	281	281
应收票据	15	4	4	4	5
应收款项	2858	2690	2802	2969	3117
其它应收款	16	95	99	105	110
存货	2263	2566	2685	2842	2985
其他	985	2488	2611	2766	2905
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	13597	14551	15515
流动负债	6524	6524	6765	7117	7434
短期借款	200	0	0	0	0
应付账款	4441	4444	4664	4938	5185
预收账款	863	1088	1142	1210	1270
其他	1021	992	958	969	978
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	7045	7397	7714
股本	807	801	801	801	801
资本公积金	(315)	(43)	(43)	(43)	(43)
留存收益	5854	5666	5756	6357	7003
少数股东权益	37	37	38	39	40
归属于母公司所有者权益	6345	6424	6514	7115	7761
负债及权益合计	13107	13266	13597	14551	15515

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2035	2584	2061	2132	2279
净利润	2179	2245	2342	2475	2626
折旧摊销	160	159	174	172	170
财务费用	(10)	(46)	(70)	(70)	(70)
投资收益	(49)	(31)	(310)	(310)	(330)
营运资金变动	(228)	245	(76)	(137)	(119)
其它	(17)	12	1	2	2
投资活动现金流	(244)	(5)	156	156	176
资本支出	(137)	(208)	(154)	(154)	(154)
其他投资	(107)	203	310	310	330
筹资活动现金流	(2782)	(2434)	(2224)	(1803)	(1909)
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)	(1873)	(1979)
其他	103	153	70	70	70
现金净增加额	(991)	144	(7)	485	546

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21304	22427	23531	24936	26183
营业成本	15700	16898	17737	18778	19717
营业税金及附加	142	148	141	150	157
营业费用	2298	2182	2289	2426	2514
管理费用	394	396	416	440	462
研发费用	431	470	493	522	548
财务费用	(68)	(72)	(70)	(70)	(70)
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	250	260	280
投资收益	49	31	60	50	50
营业利润	2681	2732	2844	3008	3193
营业外收入	15	10	10	11	11
营业外支出	12	10	10	10	10
利润总额	2685	2732	2844	3009	3193
所得税	505	487	502	534	567
少数股东损益	(0)	1	1	1	1
归属于母公司净利润	2180	2244	2341	2474	2626

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	5%	5%	6%	5%
营业利润	6%	2%	4%	6%	6%
归母净利润	5%	3%	4%	6%	6%
获利能力					
毛利率	26.3%	24.7%	24.6%	24.7%	24.7%
净利率	10.2%	10.0%	9.9%	9.9%	10.0%
ROE	32.6%	35.2%	36.2%	36.3%	35.3%
ROIC	30.7%	33.2%	34.8%	35.1%	34.2%
偿债能力					
资产负债率	51.3%	51.3%	51.8%	50.8%	49.7%
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	1.7
存货周转率	6.6	7.0	6.8	6.8	6.8
应收账款周转率	8.8	8.1	8.6	8.6	8.6
应付账款周转率	3.9	3.8	3.9	3.9	3.9
每股资料(元)					
EPS	2.72	2.80	2.92	3.09	3.28
每股经营净现金	2.54	3.22	2.57	2.66	2.84
每股净资产	7.92	8.02	8.13	8.88	9.69
每股股利	2.75	2.81	2.34	2.47	2.62
估值比率					
PE	18.9	18.4	17.6	16.7	15.7
PB	6.5	6.4	6.3	5.8	5.3
EV/EBITDA	16.7	16.4	15.5	14.7	13.9

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。