

2009 年 03 月 05 日

 市价(人民币): 13.51元
 目标(人民币): 15.19-16.39元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 98.57
 总市值(百万元) 5,998.98
 年内股价最高最低(元) 25.44/9.40
 沪深 300 指数 2304.92
 中小板指数 3349.28


苏泊尔 (002032.SZ)

——将要跨出厨房，走向家庭生活

卖出 减持 持有 买入 强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.156	0.230	0.387	0.522	0.683	0.844
净利润增长率	9.63%	47.64%	68.22%	34.72%	30.95%	23.58%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.525	0.673	0.845
市盈率(倍)	16.20	33.24	61.64	25.90	19.78	16.00
行业优化市盈率(倍)	14.70	21.72	46.92	20.19	20.19	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
股息率	3.14%	1.04%	N/A	1.48%	1.48%	0.00%
PE/G(倍)	1.68	0.70	0.90	0.64	0.68	0.83
净资产收益率	9.80%	13.14%	10.53%	15.23%	16.45%	0.00%
每股净资产(元)	4.01	4.42	7.56	4.49	5.13	5.91
市净率(倍)	1.59	4.37	6.49	3.01	2.63	2.28
每股经营性现金流(元)	0.66	1.55	0.77	0.43	1.04	0.64
已上市流通A股(百万股)	59.67	72.50	24.32	98.57	98.57	98.57
总股本(百万股)	176.02	176.02	216.02	444.04	444.04	444.04

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 苏泊尔所处的炊具和厨房小家电行业具有“口红效应”的特点，收入增长的变化滞后于经济周期，但相对抗跌。预计未来 2-3 年我国炊具销量将保持稳定，厨房小家电销量较快增长；电磁炉、微波炉纳入家电下乡范围更将加速厨房小家电在农村市场的发展。
- 与大家电相比，小家电的竞争格局尚未稳定：行业进入壁垒低；产品差异性和品牌忠诚度不高；产品更新换代相对频繁，且研发上创意和工业设计比技术更重要。因此在目前阶段，小家电品牌的市场份额、排名比大家电更容易变化。
- 我们认为小家电企业有三大关键成功因素：品牌张力必须足以支持产品延伸；渠道能见度要尽可能高；研发创新能力要又快又准，能符合或引导市场需求。
- 苏泊尔 08 年的厨房家电的收入已超过炊具业务，根据公司的战略，今后将继续增加厨房小家电的品种，同时将拓展生活小家电，开辟新的增长点。
- 控股股东全球小家电领导企业 SEB 集团持有苏泊尔 51.31% 股权，08 年收入 32.32 亿欧元。SEB 的发展道路就是通过并购形成多品牌经营的架构，旗下的全球性品牌与地区性品牌在不同的定位上错开发展。因此我们看好 SEB 与苏泊尔的结合。SEB 能给苏泊尔带来订单、技术的转移和管理经验，从而在中国及周边东南亚国家扩大苏泊尔的品牌影响力。整合工作一

王晓莹

 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

联系人: 赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

直在按部就班地进行，并且没有影响到公司的正常经营，08 年公司继续保持盈利、营运能力逐年提升的势头。

- 结合三个关键成功因素来看苏泊尔，我们认为：
 - ◆ 苏泊尔的品牌张力能够支持其在各类厨房小家电产品中的品种多元化、并取得行业前列的市场份额，从而内生和外延增长均能获得；不过要扩大到生活小家电，还需要更多的投入去提升品牌张力，短时间内难以速见成效；
 - ◆ SEB 控股能够让公司以较低的代价和很快的速度获得新产品技术转让，在产品研发效率上有望强于竞争对手；
 - ◆ 不过从渠道网络和营销投入来看，公司品牌和产品的能见度还不够。我们期待公司能够借电磁炉下乡之机能够有效地进一步开拓三四级市场的销售网络。苏泊尔已经从以炊具
- 预测公司 2009-2011 年营业收入分别为：42.8、50.6、59.7 亿元，对应增速 18.0%、18.3%、18.0%；EPS 分别为 09 年 0.683、2010 年 0.844、2011 年 0.983 元；08-11 年复合增长率 23.5%。
- 给予 09 年 24 倍和 2010 年 18 倍的 PE，认为公司的合理价格在 15.19-16.39 元之间，距离目前股价还有 10-20%的上升空间，因此给予买入评级。

内容目录

炊具和厨房小家电具有“口红效应”特点	4
炊具和厨房小家电滞后于经济周期，但相对抗跌	4
未来 2-3 年我国炊具销量保持稳定，厨房小家电销量较快增长	5
小家电的竞争特点与大家电的不同之处	5
用营销组合模型比较小家电与大家电的竞争格局	5
小家电企业的三大关键成功因素	6
苏泊尔的战略方向：跨出厨房，走向家庭生活	7
从炊具企业到厨房家电企业的转型已经完成	7
今后将拓展生活小家电，开辟新的增长点	8
SEB 控股对公司的提升作用将逐渐显现	9
SEB 的发展现状和战略	9
SEB 控股一年间公司的改变	10
并购整合不影响公司经营效率的持续提高	11
公司竞争力分析	12
公司盈利预测（2009-2011 年）	15
收入预测	16

毛利率预测.....	18
三项费用预测.....	18
所得税率.....	18
盈利预测结论.....	19
股票估值和定价.....	19
PE 估值.....	19
风险提示.....	19
附录：三张报表预测摘要.....	20

图表目录

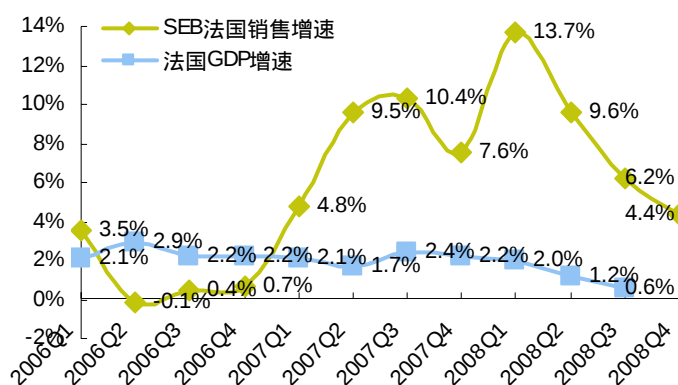
图表 1：SEB 在法国销售增速与法国 GDP 增速比较.....	4
图表 2：08 年小家电上市公司单季度同比销售增速.....	4
图表 3：用 4Ps 营销组合比较小家电与大家电的不同.....	5
图表 4：电器销售占公司主营业务比重快速提高.....	7
图表 5：单品种来看电磁炉、电饭煲已是最主要产品.....	7
图表 6：炊具毛利率高于厨房小家电毛利率.....	8
图表 7：SEB 与苏泊尔的产品品种比较.....	8
图表 8：2008 年 SEB 的收入地区结构.....	9
图表 9：2005-2008SEB 收入增速及净利率.....	9
图表 10：SEB 旗下品牌大多通过并购获得.....	10
图表 11：SEB 对苏泊尔的调整计划及进展情况.....	11
图表 12：公司营运能力持续提升.....	12
图表 13：公司历年 1-9 月的盈利表现.....	12
图表 14：公司历年营业利润率及净利率.....	12
图表 15：电磁炉城市零售市场分额.....	13
图表 16：电饭煲城市零售市场份额.....	13
图表 17：食品料理机（含豆浆机）城市零售市场分额.....	13
图表 18：电热水壶城市零售市场分额.....	13
图表 19：四类厨房小家电产品的市场集中度.....	13
图表 20：公司竞争力分析.....	14
图表 21：公司产品收入预测.....	15
图表 22：电磁炉市场零售总量增长情况.....	17
图表 23：美的、苏泊尔、九阳电磁炉收入增长情况.....	17
图表 24：产品毛利率预测.....	18
图表 25：三项费用预测.....	18
图表 26：小家电上市公司业绩预测及估值.....	19

炊具和厨房小家电具有“口红效应”特点

炊具和厨房小家电滞后于经济周期，但相对抗跌

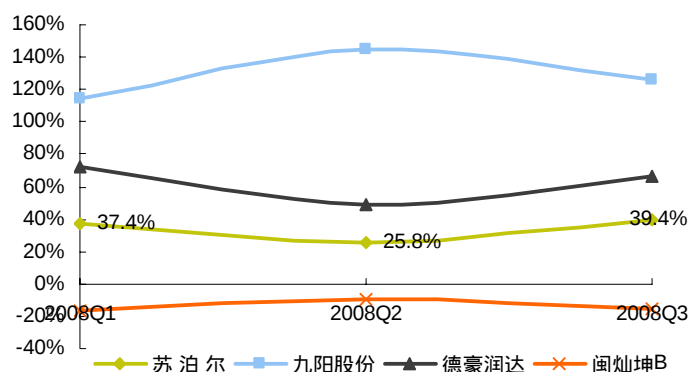
- 在 08 年全球经济形式急转之下的过程中，不论是国际还是国内，炊具和厨房小家电企业的收入增长都显得滞后于经济周期，而且相对抗跌。
- ◆ 国际的情况我们以苏泊尔的控股股东、全球小家电的领导企业 SEB（赛博集团，下文简称 SEB）为例，因其规模较大，年收入超过 32 亿欧元，同时主营业务较为单纯，即炊具和厨房小家电为主的小家电产品，具有代表性。法国 GDP 增速 07 年 4 季度开始就逐渐回落，08 年更加明显；但总部在法国的 SEB 在本国的销售增速是在 08 年 1 季度达到高峰，此后才开始回落，不过全年仍有 4.4% 的增长（图表 1）。

图表1：SEB 在法国销售增速与法国 GDP 增速比较



来源：国金证券研究所

图表2：08 年小家电上市公司单季度同比销售增速



- ◆ 国内的小家电上市公司的季度销售收入也表现出类似的特征（图表 2），尤其是以内销为主公司。由于国内小家电需求的快速增长，保持了很高的增速。不过第 4 季度小家电的销售增速也开始下降；苏泊尔在 11 和 12 月的销售增速遭遇明显下滑，根据公司的业绩快报，与前三季度 30% 以上的收入增速相比，Q4 单季度仅增 10.6%，全年收入增长 23.5%。
- 我们分析炊具和厨房小家电增速变化滞后于经济周期且相对抗跌的原因是因他们具备“口红效应”的一些特点。
 - ◆ 口红效应（lipstick effect）是上个世纪三十年代美国经济大萧条时期首次提出的，是指在美国每当在经济不景气时，口红的销量反而会快速上升；原因是口红在美国是较廉价的消费品，但能有效修饰形象，在经济不景气的情况下，女性仍然会有强烈的消费欲望，就会转到这种比较廉价的物品上，从而令其销量大增。推而广之，那些本身绝对价格较低、除实用价值外还具备精神层面价值的商品都可能会产生同样的效果，在舆论导向的刺激下还能加强。
 - ◆ 炊具和小家电正是具备上述特点。首先，此类消费品属于单价较低的耐用消费品，收入弹性相对大家电要小很多；而且在人们减少外出餐饮消费的背景下，回归厨房的比率自然会提高，对炊具和厨房小家电的新增和更新需求都可能增加。其次，人们追求更加便捷、舒适生活的心理并不会因经济疲软而消失，尤其厨房小家电中的许多品种（如电磁炉、电压力锅、料理机等）正是能够让消费者以不高的代价享受到便捷轻松的烹饪过程和美味可口的食品，即使算上购置小家电的成本，还是比在外购买成品要低不少。第三，此类产品的价格、功能适合馈赠亲友和公司福利；春节期间不少小家电都被作为年货采购。单价低、性价比高、便捷舒适，正是厨房小家电在经济萧条下受到欢迎的原因。

- ◆ 不过，既然是属于非必须的消费品，炊具和厨房小家电的需求量增长幅度还是不可避免地会受到影响，因为会有一些购买计划因萧条而取消（如公司福利性的订单）；同时人们会降低对档次的要求，更偏向于购买低端的产品，造成销售均价下降，也影响收入的增幅。

未来 2-3 年我国炊具销量保持稳定，厨房小家电销量较快增长

- 虽然我国经济回暖可能要到 09 下半年或 2010 的上半年，但基于炊具和厨房小家电的“口红经济”特点，需求量应不会出现大幅下跌，尤其厨房小家电应会继续保持增长势头。
 - ◆ 炊具行业的需求基本为更新需求，因此预计内销量能够保持稳定；不过因消费能力的下降和促销的增加，行业的销售均价预计会同比下降，从而导致炊具行业的销售收入可能会同比下降；2010 年如果经济实现复苏，则销售额也有望保持同比稳定。
 - ◆ 厨房小家电行业中细分品类的增速根据产品所处生命周期的不同而不同；在苏泊尔所经营的品类中，电磁炉预计将继续保持较高的增速，电饭煲、食品料理机、电热水壶的增速可能相对低一些。同样，消费能力下降所导致的销售均价下降将带来收入的增幅低于销量的增幅。
- 家电下乡产品范围扩大到微波炉、电磁炉还将促进行业领导品牌在农村市场的普及。
 - ◆ 由于燃气价格的上涨、农村电网改造和生活方式的进步，微波炉、电磁炉目前正在农村市场颇受欢迎的厨房小家电，2007 年以来地县级市场的需求增长很快。但农村消费者价格敏感度高，面对市场上充斥着价格低廉的杂牌，行业领导品牌缺乏价格优势。
 - ◆ 家电下乡范围的扩大能够使农村居民优惠 13%购买中标品牌产品，一方面能够刺激更多的新增需求，同时也起到打击不够中标资格的品牌的作用，使行业领导企业更加受益。

小家电的竞争特点与大家电的不同之处

用营销组合模型比较小家电与大家电的竞争格局

图表3：用 4Ps 营销组合比较小家电与大家电的不同

营销组合	小家电	大家电
产品 Product	● 品种繁多	● 品种少且基本固定
	● 国内普及率和保有量与发达国家相比都很低	● 国内城镇普及率及保有量都已相当高，农村尚较低
	● 品种和产品更新换代都较快，革命性和改进性的创新都比较频繁，创意难度高于技术难度	● 品种上的拓展空间很小，产品上主要是改进性的创新，技术难度高于创意难度
	● 工业设计（结构、外观设计）相当重要，往往决定购买	● 工业设计虽然重要，但并非最成功的关键要素；品质口碑更重要
	● 快速成长期往往较短（因为进入壁垒低）	● 已经处于成熟期，平均增幅不大但年际波动明显
	● 大部分是新增需求	● 更新需求比重已超过三成
价格 Price	● 价格不高，适合礼品及福利	● 价格较高，耐用消费品的特征明显，消费者购买货比三家
	● 毛利较高，不过渠道成本也较高	● 毛利相对较低
渠道 Pipe	● 渠道逐渐扁平化，公司-地市级经销商-销售终端的结构是趋势	● 公司-区域销售公司/省级代理-地市级经销商-销售终端的结构是主流
	● 销售终端同样是家电卖场为主，但超市和百货的比重比大家电大；专卖店模式逐渐成熟	● 销售终端家电卖场为主，超市百货比重很小；专卖店模式在空调业已成熟、在三四级市场可行
营销 Promotion	● 消费者的品牌意识在提高，但品牌忠诚度的作用不及价格优势，跟随者/新进入者的价格战有效性相对高	● 消费者的品牌意识已经较强，尤其城镇；新进入者的价格战没有效果
	● 电视广告不及终端演示对销售的促进作用，尤其在产品的快速成长期	● 由于要开拓三四级市场，因此在全国性电视媒体的广告投放比较重要

来源：国金证券研究所

- 与大家电相比，小家电的竞争格局尚未稳定。从营销组合（marketing mix）的四个方面对小家电和大家电进行比较（图表3）后可以看到：
 - ◆ 小家电行业进入壁垒相对更低、市场一旦培育起来便会涌入大量新进入者；
 - ◆ 小家电的产品差异性和品牌忠诚度不高，新进入者运用价格策略获得一定市场份额的难度不大；
 - ◆ 小家电产品更新换代相对频繁，且研发上创意和工业设计比技术更重要，因此跟随者/新进入者可以通过推出差异化的畅销新产品来抢占市场份额。
 - ◆ 因此在目前阶段，小家电品牌的市场份额、排名比大家电更容易变化。

小家电企业的三大关键成功因素

- 品牌张力必须足以支持产品延伸。
 - ◆ 只要是消费品，建设品牌的知名度、美誉度、忠诚度都绝对重要；不过，小家电品牌要做大、要持续增长，和大家电品牌相比，必须增加一个条件——品牌要具备足够张力。
 - ◆ 所谓品牌张力，简单说就是能够支持品牌在不同产品领域延伸扩张的力量，与品牌形象的设计和实际执行效果密切相关。大家电品牌由于品种较少，而且单一市场就具备相当大的规模，品牌要成功并不一定需要多方向的产品延伸，因此对品牌张力的要求并不高，专业化的形象同样有其成功之道，如格力。但小家电由于单一产品的市场规模相对要小很多，产品快速成长的周期短，而且按用途分类跨度较大（厨房用、个人护理用、家居生活用等）；因此品牌必须具备足够的张力才能支持产品的多元化，否则难以做大和持续增长。
 - ◆ 在全球著名的小家电品牌中，如 SEB、飞利浦（Sense and Simplicity 精于心 简于形）、伊莱克斯（Thinking of you 想你所想）等，都具备足够的品牌张力。国内品牌在这一点上，美的品牌多年坚持的生活化定位和其在不少小家电品种中的领导地位就很有优势；而苏泊尔目前还给人以厨房用具品牌的感觉、九阳目前则以豆浆机品牌的形象深入人心，在品牌张力上都稍逊一筹。当然，苏泊尔和九阳也都在突破，下文会谈到苏泊尔的品牌形象提升计划。
- 渠道能见度要尽可能高。
 - ◆ 目前小家电的终端销售渠道以家电连锁、超市、百货为主；和大家电一样，家电连锁所占的比重最高，但超市和百货所占小家电渠道比重高于大家电的情况。终端渠道还有正在蓬勃发展的品牌专卖店网络，专卖店的好处是可以全面、集中地展示品牌的形象和产品，并且可以承担售后服务的功能，在家电连锁尚不发达的三四级市场更有发展空间。
 - ◆ 与大家电要“货比三家”的购买行为不同，小家电由于单价相对较低，消费者的价格弹性相对也较低，而且在终端容易产生购买冲动。因此渠道能见度对于小家电品牌的销量十分重要，这也是美的小家电的一大优势，美的商场覆盖率高达百分之七八十，而苏泊尔、九阳的覆盖率则都与美的还有一定的差距。
- 研发创新能力要既快又准，能符合或引导市场需求。
 - ◆ 小家电由于进入门槛低，产品一旦培育出一定的市场需求，便有大量新进入者涌入，从而使得市场很快就会出现饱和（有些是由于新的市场需求还来不及形成而造成阶段性的饱和）。因此小家电企业要保持增长必须及时推出新产品，而且要有能力先于市场半拍。小家电都是提高便利性和舒适性、改善生活质量的产品，而且装饰性也越来越受到重视，因此对与创新和创意都要求更高。

- ◆ 另外，研发要符合甚至能够引导市场需求，这要求企业长期系统地、密切地观察消费行为，把握消费趋势。

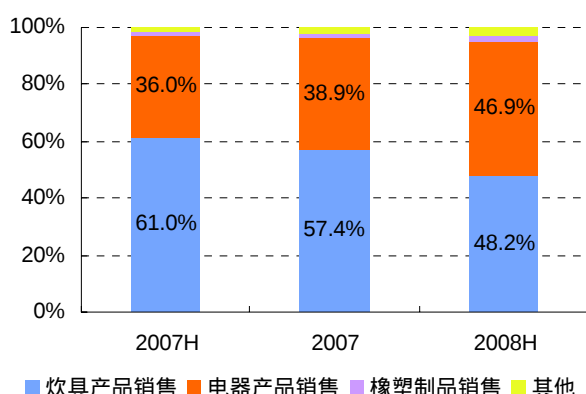
苏泊尔的战略方向：跨出厨房，走向家庭生活

从炊具企业到厨房家电企业的转型已经完成

■ 厨房家电的收入已超过炊具业务

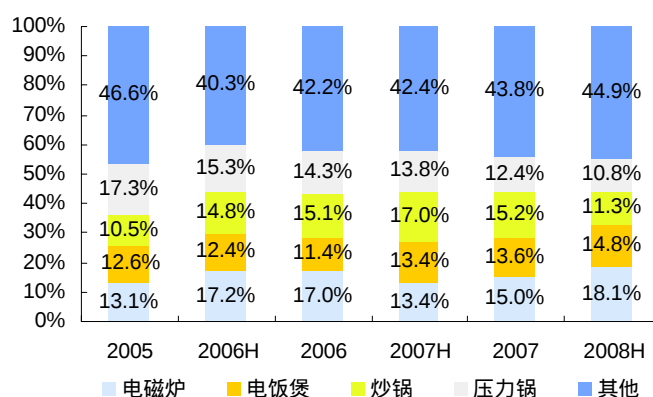
- ◆ 与公司定期报告中的行业和产品分类不同，从约定俗成的分类来看，目前公司主要产品可以分为三大类：炊具（炒锅、压力锅、汤锅、蒸锅、煎锅、奶锅）、厨房小家电（电磁炉、电饭煲、电水壶、智能电压力锅、电火锅、电炖锅、榨汁机）、厨房大家电（燃气灶、抽油烟机、消毒柜）等。
- ◆ 苏泊尔自上世纪八十年代末从炊具起家，至今仍是最大的炊具研发和制造商。2002 年进入厨房小家电后，2005 年底又开始厨房大家电业务。但目前增速最快的还是厨房小家电（图表 4、5）。根据公司 2008 年业绩快报，电器产品销售收入较上年同期大幅增长 51%，在小家电行业仅次于美的和新崛起的九阳股份，位列第三。

图表4：电器销售占公司主营业务比重快速提高



来源：公司报告，国金证券研究所

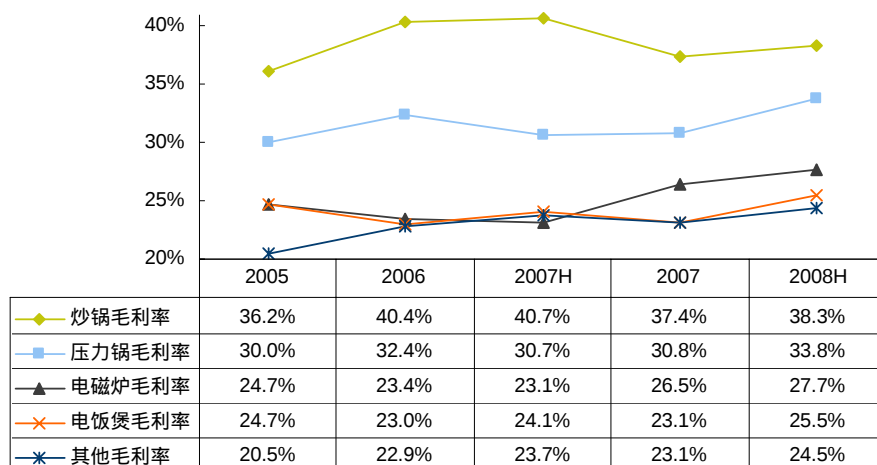
图表5：单品种来看电磁炉、电饭煲已是最主要产品



■ 明星业务收入占比超过现金牛业务将加快收入增速，但降低毛利率

- ◆ 我们用波士顿矩阵分析公司业务，认为炊具业务市场份额高、毛利率高（图表 6）、收入增速低（据了解 08 年公司炊具只有个位数的增长），当属公司的现金牛。厨房小家电业务市场份额和收入增速均较高，是明星业务；而厨房大家电业务目前销售规模尚在 1 亿左右，市场份额排名都在十名以外，受到房地产交易量影响，收入增速也不高，是属于瘦狗业务还是问号业务尚有待观察。
- ◆ 作为明星业务的厨房小家电收入占比超过作为现金牛的炊具业务后，今后公司的收入增速将加快，但毛利率将有所降低，这是业务结构变化导致，并非公司盈利能力下降。

图表6：炊具毛利率高于厨房小家电毛利率



来源：公司报告，国金证券研究所

- 苏泊尔的行业属性已真正从家用器皿转为小家电。据公司介绍，08 年厨房小家电收入已经与炊具相当；其中小家电内销增长最快，单从内销来看小家电收入已经超过炊具。公司预计 09 年小家电内销还会保持 30%以上的增长。

今后将拓展生活小家电，开辟新的增长点

- 控股股东 SEB 作为全球小家电的领导企业，不仅是厨房小家电的龙头，而且在生活小家电领域也是强有力的竞争者（图表 7）。
 - ◆ SEB 有九大类产品的市场份额全球第一，包括炊具、压力锅、电熨斗、电热水壶、电蒸锅、食品料理机、多士炉、电炸锅、特别烹调产品；其中电熨斗就属于生活小家电。

图表7：SEB 与苏泊尔的产品品种比较

		SEB	苏泊尔
炊具 COOKWARE		煎锅、奶锅、煲、烤箱、微波炉用器皿、压力锅，等等	有
厨房小家电	电炊具 ELECTRIC COOKING	电煎锅、微波炉、电烧烤机、面包机、土司机、电蒸锅，等等	无：微波炉、面包机
	食品料理 FOOD AND BEVERAGE PREPARATION	榨汁机、搅拌机、小型食品料理机、咖啡过滤器、咖啡机、电水壶，等等	无：咖啡机
生活小家电	个人护理 PERSONAL CARE	美发电器、刮胡刀、浴室秤、婴儿护理产品，等等	无
	纺织品护理 LINEN CARE	蒸汽熨斗、半自动洗衣机，等等	无
	家庭护理 HOME CARE	真空吸尘器、电扇、可移动取暖器和可移动空调，等等	无
厨房大家电		无	油烟机、灶具

来源：SEB2007 年报，国金证券研究所

- 因此苏泊尔也会延伸到生活小家电领域，而且公司已经开始行动。
 - ◆ 公司目前正在对品牌识别系统（Brand Identity）进行修订，目的就是为了让品牌识别能够支持接下来的延伸。新的品牌标志将会更加符合国际审美的趋势，且醒目、易于识别和记忆。更重要的是，品牌口号也将更换，从 2000 年采用至今的“创意厨房好生活”口号将品牌限定在厨房之中，而新的品牌口号将跨出厨房，走向生活。

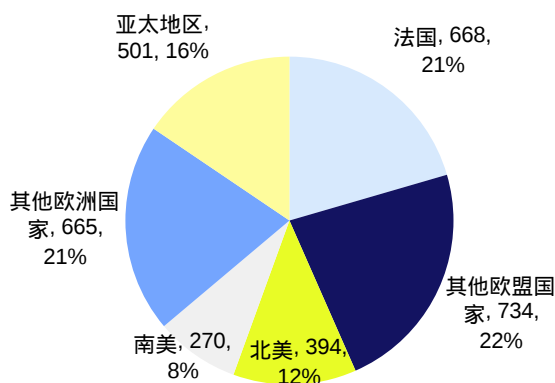
- ◆ 正如上文所述的小家电品牌的关键成功因素之一，小家电品牌要做大就需要进行品类的多元化，但必须要保证品牌张力必须能够支持其多元化的方向。由于苏泊尔品牌的发展道路是从炊具走向厨房小家电，刻画了深深的厨房烙印，因此要扩大到家居生活的小家电，还需要更多的投入去提升品牌张力，至少不会是短时间内能够速见成效的。当然苏泊尔也有可以从 SEB 那里学习到国际化的品牌建设经验的优势。不过中短期我们还是更看好公司在厨房小家电范围里面进行更多品类的多元化。

SEB 控股对公司的提升作用将逐渐显现

SEB 的发展现状和战略

- 苏泊尔的控股股东 SEB 集团通过全资子公司 SEB 国际持有苏泊尔 51.31% 的股权。
- SEB 集团是全球小家电的领导企业，集团 1857 年创立于法国，发展已超过 150 年；目前全球员工达 1.95 万人；产品年销量约有 1.7 亿件，产品类型包括炊具、厨房电器、食品饮料加工、衣物及个人护理、家居清洁及舒适系列等五大类；市场覆盖 120 多个国家（图表 8）。根据 SEB 今年 1 月 19 日的公告，2008 年集团实现全球销售收入 32.32 亿欧元，增长 12.6%，即使考虑汇率变化并扣除收购苏泊尔因素，同比增长仍有 4.2%；在全球经济不景气的 08 年表现突出。

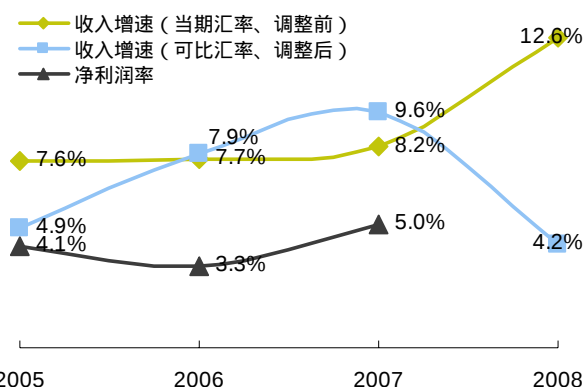
图表8：2008 年 SEB 的收入地区结构



单位：百万欧元

来源：SEB 公告，国金证券研究所

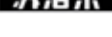
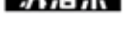
图表9：2005-2008 SEB 收入增速及净利率



标注说明：08 年调整后收入不含苏泊尔的收入。

- SEB 于上世纪 90 年代进入中国市场，以 Tefal（特福）品牌为主，定位中高档，其他还有 KRUPS 咖啡机、Rowenta（好运达）吸尘器等。根据中怡康的监测，目前 Tefal 在城市面包机、电熨斗、咖啡机市场的份额都在前十名：面包机 15% 左右列第二，咖啡机 4% 左右列第七，电熨斗 3% 左右列第八，电烤箱 2.5% 左右列第十。
- SEB 实行品牌多元化战略，旗下小家电和炊具品牌众多（图表 10），其中全球性的品牌就有 Tefal、Rowenta、Moulinex（万能牌）、KRUPS 等 6 个，区域性品牌还有 14 个。而且，从图表中可以看到其实 SEB 品牌目前仅是以法国本土为主的区域市场品牌，而集团的全球性品牌和其他区域性品牌大都通过并购获得，显示出公司很强的并购整合偏好和整合能力。而 SEB 的发展战略就是外延式的并购与内生性增长两条主线，我们认为对于一个小家电和炊具企业而言，超过 30 亿欧元的庞大收入已经很难完全依靠内生性增长来持续增长，因此走并购的道路确有必要。

图表10：SEB 旗下品牌大多通过并购获得

全球性品牌	     			• 1968年收购Tefal • 1988年收购Rowenta • 2001-2005年收购Moulinex和KRUPS • 2004年收购All-Clad • 2005年收购Lagostina
	销售地区	小家电品牌	炊具品牌	
区域性品牌	法国、比利时	 		• 1972年收购Calor • 1997-1998收购ARNO、Volmo • 2005年收购PANEX • 2006年收购MIRRO、WearEver • 2006-2008年初收购苏泊尔
	北美		    	
	南美	 	   	
	亚洲	 	 	

来源：SEB 网站、公告，国金证券研究所

- 从 SEB 的品牌结构、完成收购苏泊尔一年来苏泊尔内销的增长情况可以判断，SEB 不会采取收购之前市场所担心的苏泊尔品牌将消失的手段，因为这对 SEB 来说没有任何好处。
 - ◆ SEB 已进入中国市场的旗下品牌 Tefal、Rowenta、KRUPS 虽然也有厨房小家电产品，但在中国市场定位均属高档及以上，而且各有不同的专攻产品；苏泊尔品牌中档略偏高的定位与他们形成了很好的互补，对 SEB 来说是纯粹的加法。
 - ◆ 而 SEB 在巴西的发展路径也可以作为历史性的参考。SEB1998 年完成了对巴西小家电领导品牌 ARNO 的收购，2005 年又收购了炊具领导品牌 PANEX。收购后，SEB 仍以 ARNO 和 PANEX 品牌打市场，并没有优先发展 SEB 本身品牌。目前上述两个品牌产品销售额占 SEB 集团在巴西总销售额的 99%。
 - ◆ SEB 收购苏泊尔的主要意图是利用 SEB 的技术优势扩大苏泊尔的品牌影响力，最终使该品牌向东南亚市场辐射，甚至将来市场基础成熟后可能进入美洲市场。

SEB 控股一年间公司的改变

- 在 06 年 8 月 SEB 与苏泊尔集团和苏氏父子签订的《战略投资框架协议》、以及 07 年 8 月的《非公开发行股票发行情况及上市公告书》和 11 月的《要约收购报告书》中，SEB 对苏泊尔的调整计划是十分明确的，主要对公司管理结构、国内外市场、及技术转让做了安排，第一步以产能转移和技术转移为重点。调整计划执行的时间起点是实现控股后，即 07 年底，且 08 年 3 月份股权才真正交割完毕。因此其实 SEB 真正控股苏泊尔至今也就一年的时间。在将近一年的时间中，我们看到调整计划正在按部就班地进行（图表 11）。

图表11：SEB 对苏泊尔的调整计划及进展情况

	调整计划要点	目前进展
公司治理及管理结构	9 人董事会中 SEB 推荐 4 人、苏泊尔集团推荐 2 人，3 人独立董事 SEB 推荐 2 人、苏泊尔集团推荐 1 人；董事长由苏泊尔集团推荐董事中的一人担任 - 苏泊尔的现有管理结构维持不变 - SEB 在《框架协议》约定的交割日后向苏泊尔派遣至少：(1)一名运营总监，负责在苏泊尔总体经营管理中协助董事长和总经理的工作。(2)一名市场营销经理，负责通过从 SEB 挑选最符合中国市场预期和需求的现有生产线和技术以扩大和/或改进目标公司现有的各类产品线，并负责协调苏泊尔与全球范围内 SEB 商业关联方之间发展的业务关系。(3)一名财务监督人员，负责实施和监督 SEB 的财务程序和报告体系。(4)一名工程经理，负责 SEB 的关联方向苏泊尔实施生产转让所必需的技术转让和相关的技术协助	- SEB 董事长兼首席执行官、战略和事业部高级执行副总裁、西欧区总裁、集团高级执行副总裁兼首席财务官 4 人出任苏泊尔董事；董事长仍由苏显泽担任 - 按计划派来运营总监、战略市场总监（市场营销经理）、财务总监和工业发展总监（工程经理）4 人；分别由上海赛博电器与赛博贸易(上海)执行董事、任 SEB 集团中国项目总监、上海赛博电器有限公司总经理、SEB 集团中国首席财务官兼人力资源经理担任 - 其余管理结构不变
国内市场	- 将苏泊尔本身已经具备的富有效率的销售网络与 SEB 旗下的著名国际品牌相结合，进一步提升销售收入和利润 - SEB 将其品牌管理经验引入苏泊尔，从而帮助苏泊尔提升其品牌组合 - SEB 帮助苏泊尔在中国市场上开发和投放新产品，从而更好地满足消费者需求 - 将苏泊尔发展成为 SEB 在中国的研发基地	- SEB 旗下其他品牌尚未利用苏泊尔的销售网络，但今后不排除这种可能性 - 苏泊尔正在进行品牌形象提升，更换标志及品牌口号 - 利用 SEB 转让的技术，09 年苏泊尔将推出一些技术转移成果的产品种类
海外业务	- SEB 利用自己在东南亚国家和其他地区已经具备的营销网络帮助苏泊尔扩大其出口市场，并且帮助苏泊尔在国外建立其自己的品牌 - SEB 转让核心技术并充分发挥苏泊尔的生产能力，以极富竞争力的产品供应国际市场 - 浙江苏泊尔从 SEB 其他关联方获得的毛利润应相当于浙江苏泊尔制造的产品的 FOB 转让价格的 18%，特殊情况除外 - 各方确信浙江苏泊尔的 OEM 及 ODM 业务会有一个飞速的发展。与 SEB 集团的另一品牌 Mirro 之间 OEM 合同也根据上述规则	08 年苏泊尔为 SEB 集团企业的贴牌加工已占公司出口比重的 40-50%，未来还将上升 - 对 SEB 的出口毛利率锁定在 18%
技术转让	SEB 向苏泊尔品牌授予技术许可，浙江苏泊尔或其关联方向 SEB 支付使用费，按季支付，使用费与净销售额比例在 3%基础上确定，可在区分核心技术与非核心技术不同而有所不同。该等许可的期限为十年且不可转让。若同一产品上使用了不止一项技术，使用费并不增加。	目前利用 SEB 的技术都是支付不高于 3%销售额的技术使用费。

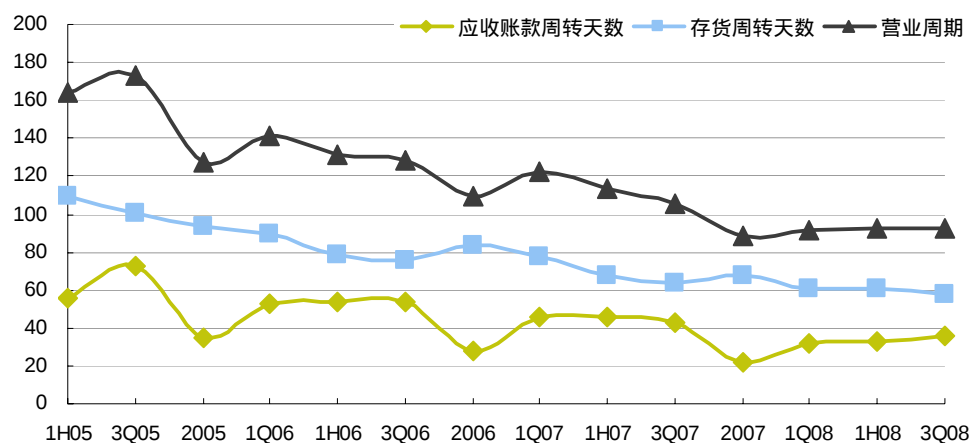
来源：公司公告，国金证券研究所

- 在图表中我们列出的大多是看得见的进展，而在管理能力的提高方面，看不见的改变也在发生，如现在公司在经营统计和业务总结上面和以往有很大不同，管理层每个月都会看到经营业绩，可以有针对性地进行提升和改变；公司文化和员工素质也逐渐走向国际化。

并购整合不影响公司经营效率的持续提高

- 公司营运能力逐年提升，08 年也继续保持势头
 - ◆ 公司自 2004 年底上市以来，营运能力明显改善，应收账款、存货周转情况持续改善，营业周期不断缩短。虽然自 2006 年 SEB 与公司宣布收购计划以来，引起了相当一段时间的社会干预和舆论争议，但公司并没有因此而影响到经营，08 年收购正式完成后也依然保持这样的势头（图表 12）。

图表12：公司营运能力持续提升

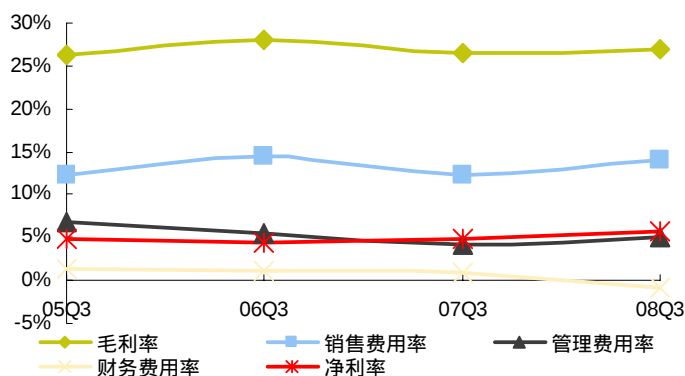


说明：均为年化指标

来源：公司报告，国金证券研究所

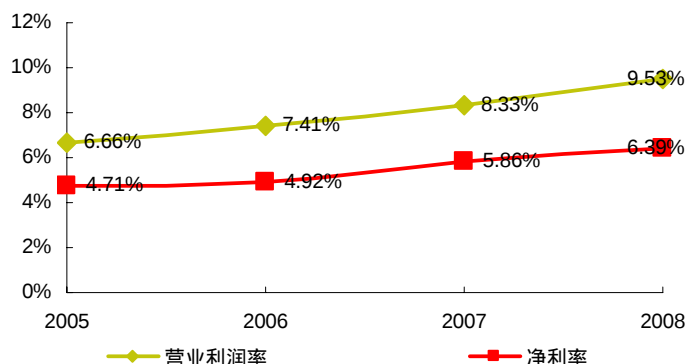
■ 盈利能力也克服经济环境的影响持续提升

图表13：公司历年1-9月的盈利表现



来源：公司报告，国金证券研究所

图表14：公司历年营业利润率及净利率



- ◆ 根据 08 业绩快报，公司净利率在 08 年继续提升 0.53 个百分点，营业利润率同比上升 0.8 个百分点，提高得更多，显示出公司主营业务盈利能力的提高。分析前三季度的利润指标，销售费用和管理费用率同比分别增长了 1.8 和 0.75 个百分点，而毛利率仅增长 0.56 个百分点；净利率的提高主要是财务费用为负（出口业务锁定汇率带来汇兑收益所致）和所得税率下降的贡献；不过全年应该没有所得税率下降的因素；因此估计全年营业利润率和净利率的提高是因为公司毛利率进一步提高或费用率上升幅度有所下降的结果。

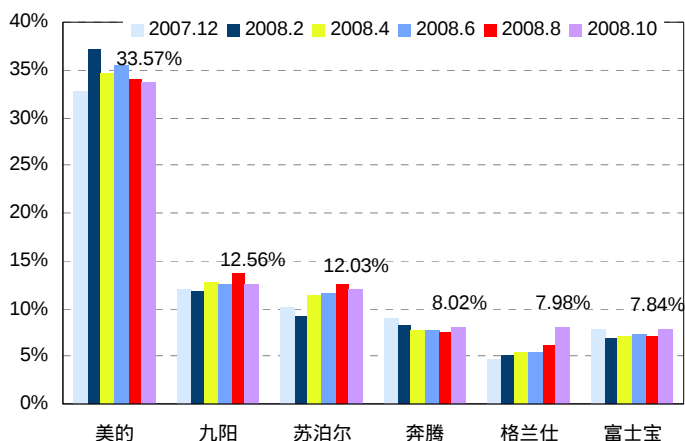
公司竞争力分析

■ 品牌张力能够支持苏泊尔在各类厨房小家电产品中进入前三的竞争能力。

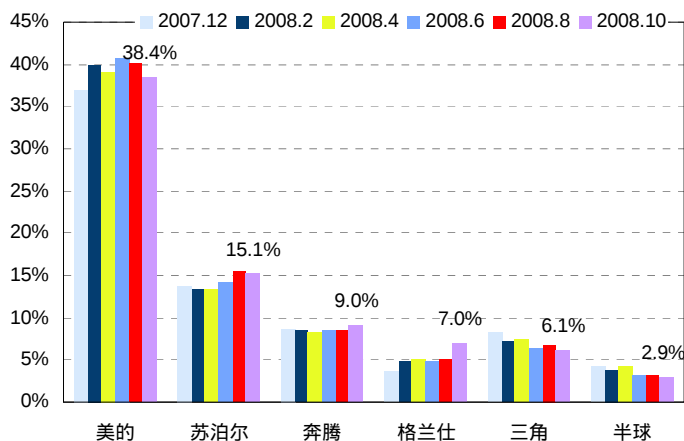
- ◆ 从公司在几类主要厨房小家电的城市零售市场份额来看（图表 15-18），主要产品电磁炉、电饭煲的市场份额都稳居二三位，其中电磁炉与九阳的竞争正不相上下。食品料理机由于苏泊尔尚未开展豆浆机业务，因此市场份额难有表现，如排除九阳、美的、西贝乐的豆浆机业务，苏泊尔与他们的差距不会如此悬殊；而且应注意到在 9 月牛奶三聚氰胺事件曝光引起豆浆机大幅热销之前，苏泊尔的市场份额其实正在逐步上升。电热水壶产品上苏泊尔市场份额更是上升得很快，已经进入行业前三。

- ◆ 从电热水壶的市场份额结构中可以看到，苏泊尔和九阳的份额上升得都很快，另外小家电产品的市场集中度在一年间较快提高（图表19），这都证明了品牌张力的作用，只要品牌张力能够支持产品品类多元化的方向，品牌产品的销量便能随着能见度的提高而快速上升。也证明了苏泊尔的品牌张力能够支持其在各类厨房小家电产品中进入前三的竞争力。

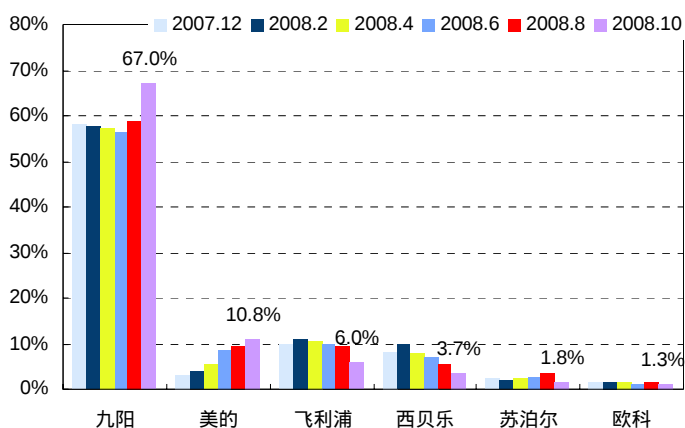
图表15：电磁炉城市零售市场份额



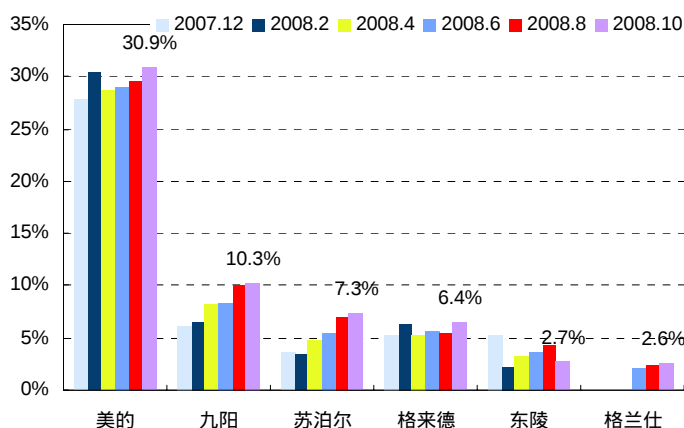
图表16：电饭煲城市零售市场份额



图表17：食品料理机（含豆浆机）城市零售市场份额

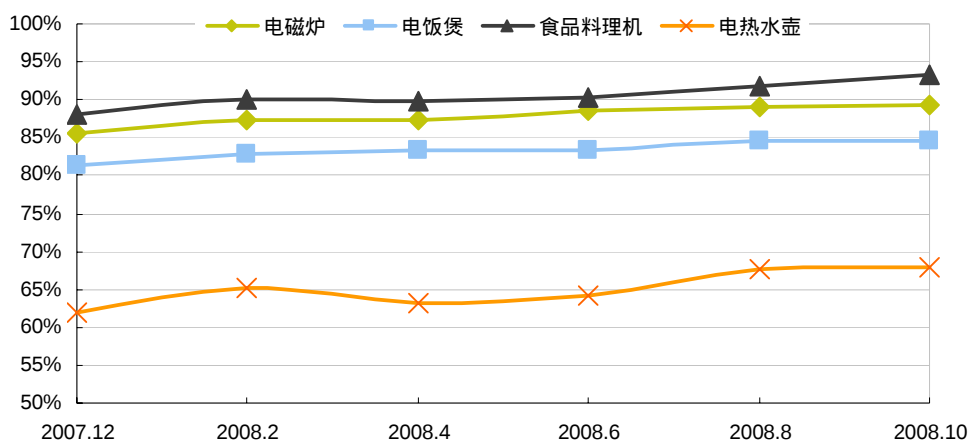


图表18：电热水壶城市零售市场份额



来源：中怡康，国金证券研究所

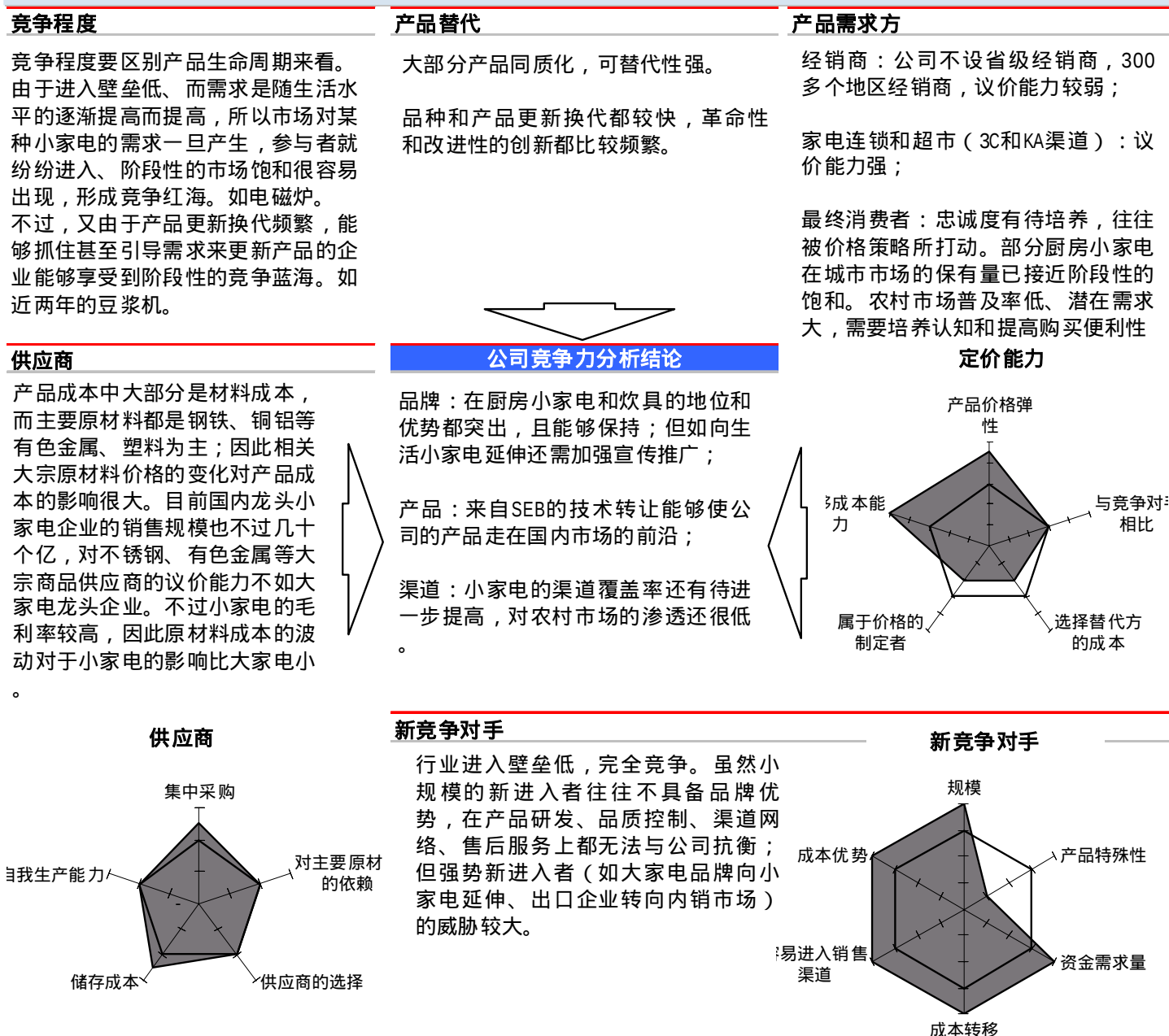
图表19：四类厨房小家电产品的市场集中度



来源：中怡康，国金证券研究所

- 通过小家电企业的关键成功因素结合波特五力分析（图表 20），我们认为公司竞争力有以下优势：
 - ◆ 品牌发展史和业绩所形成的品牌张力足以支撑公司在厨房小家电领域的品种多元化、并取得行业前列的市场份额，从而内生和外延增长均能获得；
 - ◆ SEB 控股能够让公司以较低的代价和很快的速度获得新产品技术转让，在产品研发效率上有望强于竞争对手（09 年公司就将有一系列 SEB 技术转让成果的产品投放市场）；

图表20：公司竞争力分析



来源：国金证券研究所

- 当然，公司也同样面临挑战：
 - ◆ 从渠道网络和营销投入来看，公司品牌和产品的能见度还不够。一方面，相比美的和九阳，公司在三四级市场的网络相对薄弱；而 09 年起

在政策补贴电磁炉下乡和需求的推动下，农村市场应该会有较大增长。公司 08 年专卖店业态的苏泊尔生活馆开设速度超计划完成，增加到 400 家，09 年计划再开设 350 家；但农村市场的开拓光靠生活馆还远远不够，我们期待公司能够借电磁炉下乡之机能够有效地进一步开拓三四级市场的销售网络。

- ◆ 另一方面，09 年公司在 SEB 全球缩减费用的经营原则下，对销售费用也加以控制，重终端投入、轻广告宣传；加强终端投入固然是好事，公司换标也需要逐步更换终端形象，但如要支持全国网络的拓展，尤其是农村市场，我们有点担心减少广告宣传费用，尤其 09 年放弃央视广告（竞争对手均有投放）是否会影响公司的销售增长。

公司盈利预测（2009-2011 年）

图表21：公司产品收入预测

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
业务I：电器产品销售							
销售收入（百万元）	685.12	1,069.07	1,140.26	1,718.90	2,290.21	2,953.42	3,652.89
增长率（YOY）	57.84%	56.04%	6.66%	50.75%	33.24%	28.96%	23.68%
毛利率	15.90%	17.37%	25.83%	29.52%	29.54%	29.39%	29.41%
销售成本（百万元）	576.22	883.42	845.74	1,211.55	1,613.57	2,085.43	2,578.60
增长率（YOY）	59.11%	53.31%	-4.27%	43.25%	33.18%	29.24%	23.65%
毛利（百万元）	108.90	185.65	294.53	507.35	676.64	867.98	1,074.29
增长率（YOY）	51.42%	70.47%	58.65%	72.26%	33.37%	28.28%	23.77%
占总销售额比重	46.62%	51.42%	38.87%	47.45%	53.58%	58.42%	61.22%
占主营业务利润比重	29.79%	33.06%	37.52%	50.26%	57.14%	62.57%	65.77%
其中：电磁炉							
销售收入（百万元）	192.00	353.09	438.82	683.08	922.16	1,106.59	1,272.58
增长率（YOY）	125.66%	83.90%	24.28%	55.66%	35.00%	20.00%	15.00%
毛利率	24.73%	23.44%	26.49%	28.00%	28.50%	28.00%	27.50%
销售成本（百万元）	144.52	270.31	322.59	491.82	659.34	796.75	922.62
增长率（YOY）	122.07%	87.05%	19.34%	52.46%	34.06%	20.84%	15.80%
毛利（百万元）	47.48	82.77	116.23	191.26	262.82	309.85	349.96
增长率（YOY）	137.34%	74.33%	40.42%	64.56%	37.41%	17.89%	12.95%
占总销售额比重	13.06%	16.98%	14.96%	18.86%	21.57%	21.89%	21.33%
占主营业务利润比重	12.99%	14.74%	14.81%	18.95%	22.19%	22.34%	21.42%
其中：电饭煲							
销售收入（百万元）	184.89	237.14	399.98	547.32	684.15	820.99	944.13
增长率（YOY）	80.54%	28.26%	68.67%	36.84%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	24.69%	23.02%	23.10%	25.80%	26.00%	25.50%	25.00%
销售成本（百万元）	139.24	182.55	307.58	406.11	506.27	611.63	708.10
增长率（YOY）	87.62%	31.11%	68.49%	32.04%	24.66%	20.81%	15.77%
毛利（百万元）	45.66	54.59	92.40	141.21	177.88	209.35	236.03
增长率（YOY）	61.91%	19.57%	69.27%	52.82%	25.97%	17.69%	12.75%
占总销售额比重	12.58%	11.41%	13.63%	15.11%	16.01%	16.24%	15.82%
占主营业务利润比重	12.49%	9.72%	11.77%	13.99%	15.02%	15.09%	14.45%
其中：其它							
销售收入（百万元）	308.23	478.84	301.46	488.49	683.89	1,025.84	1,436.17
增长率（YOY）	25.01%	55.35%	-37.04%	62.04%	40.00%	50.00%	40.00%
毛利率	5.11%	10.08%	28.49%	35.80%	34.50%	34.00%	34.00%
销售成本（百万元）	292.47	430.55	215.57	313.61	447.95	677.05	947.88
增长率（YOY）	31.24%	47.22%	-49.93%	45.48%	42.83%	51.15%	40.00%
毛利（百万元）	15.76	48.29	85.90	174.88	235.94	348.79	488.30
增长率（YOY）	-33.52%	206.28%	77.89%	103.60%	34.92%	47.83%	40.00%
占总销售额比重	20.97%	23.03%	10.28%	13.49%	16.00%	20.29%	24.07%
占主营业务利润比重	4.31%	8.60%	10.94%	17.32%	19.92%	25.14%	29.89%

业务II 炊具产品销售							
销售收入 (百万元)	978.09	1,331.18	1,683.91	1,722.08	1,756.52	1,809.22	1,929.04
增长率 (YOY)	28.04%	36.10%	26.50%	2.27%	2.00%	3.00%	6.62%
毛利率	23.96%	26.38%	28.30%	28.39%	28.11%	27.88%	28.15%
销售成本 (百万元)	743.72	980.03	1,207.36	1,233.13	1,262.78	1,304.81	1,386.08
增长率 (YOY)	30.15%	31.77%	23.20%	2.14%	2.40%	3.33%	6.23%
毛利 (百万元)	234.38	351.15	476.55	488.95	493.75	504.41	542.97
增长率 (YOY)	21.78%	49.82%	35.71%	2.60%	0.98%	2.16%	7.65%
占总销售额比重	66.55%	64.03%	57.40%	47.54%	41.09%	35.79%	32.33%
占主营业务利润比重	64.12%	62.54%	60.71%	48.44%	41.69%	36.36%	33.24%
其中：炒锅							
销售收入 (百万元)	153.85	314.42	446.32	421.60	430.03	442.93	465.08
增长率 (YOY)	81.15%	104.37%	41.95%	-5.54%	2.00%	3.00%	5.00%
毛利率	36.17%	40.39%	37.42%	38.50%	38.00%	37.50%	37.70%
销售成本 (百万元)	98.20	187.42	279.29	259.28	266.62	276.83	289.74
增长率 (YOY)	90.98%	90.85%	49.02%	-7.16%	2.83%	3.83%	4.66%
毛利 (百万元)	55.64	126.99	167.03	162.32	163.41	166.10	175.34
增长率 (YOY)	66.06%	128.23%	31.53%	-2.82%	0.68%	1.64%	5.56%
占总销售额比重	10.47%	15.12%	15.21%	11.64%	10.06%	8.76%	7.79%
占主营业务利润比重	15.22%	22.62%	21.28%	16.08%	13.80%	11.97%	10.73%
其中：压力锅							
销售收入 (百万元)	253.86	297.17	363.52	368.77	376.15	387.43	406.80
增长率 (YOY)	6.06%	17.06%	22.33%	1.44%	2.00%	3.00%	5.00%
毛利率	30.04%	32.43%	30.81%	34.00%	33.50%	33.00%	33.20%
销售成本 (百万元)	177.59	200.77	251.49	243.39	250.14	259.58	271.75
增长率 (YOY)	7.83%	13.05%	25.26%	-3.22%	2.77%	3.77%	4.69%
毛利 (百万元)	76.27	96.40	112.04	125.38	126.01	127.85	135.06
增长率 (YOY)	2.16%	26.39%	16.22%	11.91%	0.50%	1.46%	5.64%
占总销售额比重	17.27%	14.29%	12.39%	10.18%	8.80%	7.66%	6.82%
占主营业务利润比重	20.87%	17.17%	14.27%	12.42%	10.64%	9.22%	8.27%
其中：其它							
销售收入 (百万元)	570.39	719.59	874.06	931.71	950.34	978.85	1,057.16
增长率 (YOY)	29.75%	26.16%	21.47%	6.60%	2.00%	3.00%	8.00%
毛利率	17.96%	17.75%	22.59%	21.60%	21.50%	21.50%	22.00%
销售成本 (百万元)	467.92	591.84	676.58	730.46	746.02	768.40	824.59
增长率 (YOY)	31.69%	26.48%	14.32%	7.96%	2.13%	3.00%	7.31%
毛利 (百万元)	102.47	127.76	197.48	201.25	204.32	210.45	232.58
增长率 (YOY)	21.55%	24.68%	54.58%	1.91%	1.53%	3.00%	10.51%
占总销售额比重	38.81%	34.61%	29.79%	25.72%	22.23%	19.36%	17.72%
占主营业务利润比重	28.03%	22.75%	25.16%	19.94%	17.25%	15.17%	14.24%
销售总收入 (百万元)	1469.66	2078.93	2933.70	3622.47	4274.63	5055.69	5966.87
销售总成本 (百万元)	1104.15	1517.46	2148.78	2612.99	3090.37	3668.42	4333.44
毛利 (百万元)	365.51	561.48	784.93	1009.49	1184.26	1387.27	1633.43
平均毛利率	24.87%	27.01%	26.76%	27.87%	27.70%	27.44%	27.37%

来源：国金证券研究所

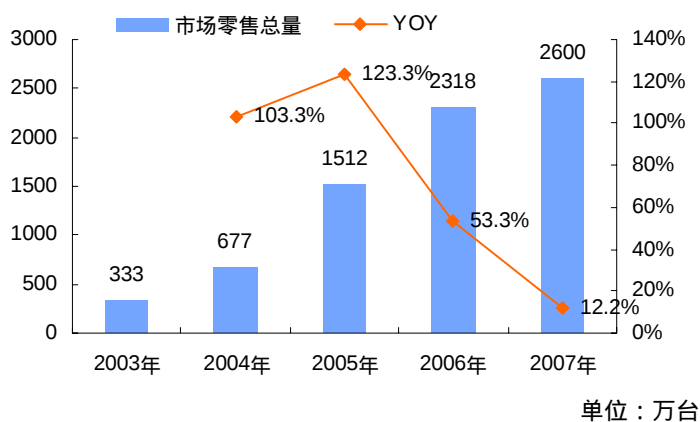
收入预测

■ 电磁炉

- ◆ 电磁炉目前国内需求占绝大多数。由于电磁炉使用成本低于天然气和煤气，而且热效率高、烧煮省时，又无油烟和明火，因此近几年在家庭中快速普及。03 -07 年我国电磁炉市场已经历了一轮高速增长后的增速正常回落（图表 22）。不过电磁炉保有量尚低，估计百户家庭保有量在 20-25 台左右；我们认为电磁炉由于其高性价比和便捷特性，在农村和流动人口中也能成为其他电炊具的替代品；因此电磁炉的家庭保有量应该能够达到微波炉现在的百户 50 台以上的水平，发展空间较大。08 年由于燃气涨价以及消费者对电磁炉接受度提高等因素，上半年电磁炉的销售又迎来一次高速增长（图表 23）；估计行业全年增

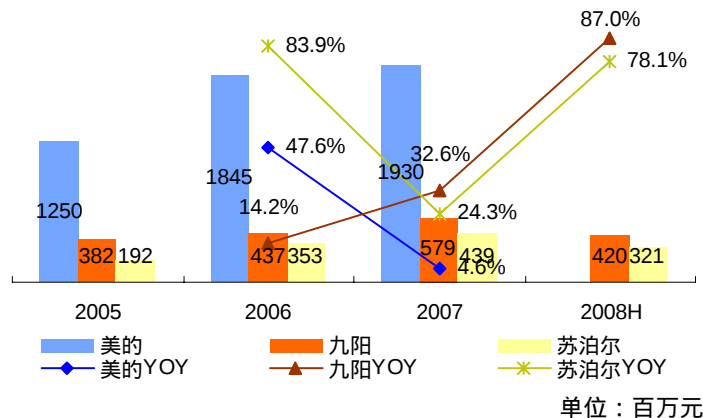
速将低于中期、约为 30%左右，09、10 年增速将再次逐渐回落，2011 年随着经济的复苏和可能的更新换代增速有望反弹。

图表22：电磁炉市场零售总量增长情况



来源：九阳股份招股说明书，国金证券研究所

图表23：美的、苏泊尔、九阳电磁炉收入增长情况



- ◆ 苏泊尔在电磁炉市场排名二三位，虽然属于市场跟随者，但市场份额稳比较稳定（图表 15），城市卖场的销量份额和九阳不相上下，具有一定的竞争力。预计随着其产品能见度的进一步提高（卖场覆盖率的提高和专卖店数量的增加），总体销量增速能够超过行业平均增速。我们估计公司电磁炉业务收入 08 年增长约 56%，09-11 年增速分别为 35%、20%、15%。

■ 电饭煲

- ◆ 正如前文已述，小家电更新换代较为频繁也是行业能够保持增长的原因之一。电饭煲近几年正处在电脑电饭煲逐步替代传统机械电饭煲的阶段，因此行业销量增长较为稳定。
- ◆ 07 年电饭煲行业产量增速 20%，而当年苏泊尔电饭煲的收入增速达到 68.7%、量价齐升；08 年苏泊尔在电饭煲市场的竞争力又有提高，市场份额逐月增长的趋势较明显（图表 16），08 年中期电饭煲收入增长 45%，估计全年增长约 37%；09-10 年增速回落到 25%、20%、15%。

■ 炒锅和压力锅

- ◆ 炒锅市场在经历了 06 年的高速增长之后，07 年在居民消费水平快速提高的情况下，苏泊尔的炒锅业务增速还是从 06 年的 104%下降到 42%，08 中期更是收入同比下降了 11.8%，说明此轮炒锅的更新换代高潮已过，市场再次进入饱和阶段。考虑到炒锅主要是国内市场需求、09 年消费能力可能不振，量增价减，预计 08 年炒锅收入增速下降约 5%。
- ◆ 压力锅前两年的增长都比较平稳，06 年 17%、07 年 22.3%、08 年中期增速回落到 2.8%；压力锅在城市市场面临着电压力锅的替代，而且在消费能力不振的情况下，即使销量得以稳定，均价也会有所下降；因此预计 08 年压力锅收入增速下降约 1.5%。
- ◆ 不过 08 年公司在炊具行业的龙头地位稳中还有上升；主要竞争对手由于出口比重较大而经营受到影响较大，市场份额下滑。预计公司 09-11 年随着市场份额的提高和消费回暖，加上为 SEB 代工的业务量会稳定增长，因此炊具收入会有个位数增长。

■ 出口在 SEB 订单转移的持续下能做到稳定增长

- ◆ SEB 控股苏泊尔后，逐渐把在中国的采购订单转移过来。08 年 SEB 的订单已占公司出口业务的 40-50%，今后还将提高。据公司介绍，SEB08 年在中国的采购额达到 6-7 亿美元，其中与苏泊尔同类的产品

在 2-3 亿美元，这些产品陆陆续续都会转到公司来，从而能够稳定公司出口收入的增长。

- ◆ 产能问题。在绍兴袍江基地建成以前，公司的四大生产基地是湖北武汉（内销）和浙江玉环（外销）的炊具生产基地，杭州滨江和广东东莞（电磁炉）的家电生产基地；袍江基地虽然要到 09 年底才完全建成，但今年年一季度后一期工程就将投产，预计 09 年能够新增 10 亿以上的产值，这将从产能上支持 SEB 的订单转移。

毛利率预测

- 面对消费能力和消费信心不振的需求面，公司采取的策略是提供性价比更高的产品，但不以牺牲毛利率为代价。这种策略建立在一方面原材料端降价幅度大（目前铝价只有去年同期的 50% 不到、钢价也下降了 20-30%）、另一方面公司能够从 SEB 那里以较低代价获得新技术从而实现以低成本丰富产品功能的基础上，我们认为有可能是有可能实现的。
- 出口上，公司为 SEB 代工业务的毛利率锁定 18% 的约定没有变化。18% 的毛利率本来就比其他出口业务要高，再加上为 SEB 代工的出口业务比重将逐渐增大，出口毛利率也将稳中有升。
- 因此预计未来几年的毛利率的变化不会很大（图表 24）。

图表24：产品毛利率预测

	2007	2008H	2008E	2009E	2010E	2011E
电磁炉	26.5%	27.7%	28.0%	28.5%	28.0%	27.5%
电饭煲	23.1%	25.5%	25.8%	26.0%	25.5%	25.0%
炒锅	37.4%	38.3%	38.5%	38.0%	37.5%	37.7%
压力锅	30.8%	33.8%	34.0%	33.5%	33.0%	33.2%
平均	26.8%	27.8%	27.9%	27.7%	27.4%	27.4%

来源：公司报告，国金证券研究所

三项费用预测

- 销售费用率：控制销售费用是 SEB 在 09 年对旗下所有企业的经营要求；由于央视广告招标公司虽入围但最终没有中标，因此与 08 年相比 3000 万的央视广告投入 09 年没有；但为了促进销量、更新终端形象、开拓三四级市场，我们认为公司还是会进行更多的渠道建设、终端形象和促销投入，因此预计 09 年销售费用率仅是略有下降，2010 和 2011 年则随着需求的回暖促销力度能够相应减少而小幅下降。
- 管理费用率：08 年公司因实施股权激励，计提了股份支付（股票期权）费用 1856 万元，约占 08 年管理费用的 10% 左右；09 年则不存在计提的需要，因此预计管理费用率将回到 07 年的水平。

图表25：三项费用预测

	2007	2008H	2008Q3	2008E	2009E	2010E	2011E
营业费用率	12.9%	14.2%	14.1%	13.8%	13.5%	13.0%	12.5%
管理费用率	4.2%	5.0%	5.0%	4.8%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用率	0.8%	-0.6%	-0.9%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.5%

来源：公司报告，国金证券研究所

所得税率

- 苏泊尔母公司所得税率为 25%，但利润贡献合计超过 80% 的子公司浙江家电和武汉炊具的 08 年所得税率均在两免三减半的最后一年、为 12.5%，因此 08 年实际所得税率按 13% 测算。
- 浙江家电是生产厨房小家电产品的子公司，利润贡献率在 50% 以上，已获得 2008 年浙江省高新技术企业证书，因此 09-10 年所得税率为 15%；另外据公司介绍，苏泊尔母公司和武汉炊具公司 09 年也有望获得高新技术

企业证书；其余主要子公司均恢复为 25%（浙江乐苏为 12.5%）。因此预计 09、10 年公司实际所得税率将约为 15%，2011 约为按 20%测算。

盈利预测结论

- 我们预测公司 2009-2011 年营业收入分别为：42.8、50.6、59.7 亿元，对应增速 18.0%、18.3%、18.0%；
- EPS 分别为 09 年 0.683、2010 年 0.844、2011 年 0.983 元；08-11 年复合增长率 23.5%。

股票估值和定价

PE 估值

图表26：小家电上市公司业绩预测及估值

	主营收入(亿元)	内销收入比重	09-3-4 收盘价 (元)	EPS					PE			
	2008A	2008H		08A	09E	10E	11E	复合 增长	08A	09E	10E	11E
苏泊尔	36.2	69.5%	13.5	0.52	0.68	0.84	0.98	23.5%	25.9	19.8	16.0	13.7
九阳股份	43.2	99.8%	44.51	2.02	2.40	2.78	3.33	18.1%	22.0	18.6	16.0	13.4
伊利浦	7.3	10.9%	8.04	0.23	0.35	0.41	—	33.5%	35.0	23.0	19.6	—
德豪润达	25.2	7.3%	7.06	-0.18	0.04	0.25	—	—	—	100.3	15.1	—
华帝股份	14.1	100%	5.27	-0.06	0.09	0.13	—	—	—	66.9	42.5	—

来源：朝阳永续（除苏泊尔、九阳股份），国金证券研究所

- 在小家电上市公司中，与苏泊尔可比的应该说只有九阳股份一家公司。从估值来看，两家公司相当；同时从未来三年的复合增长率以及持续增长潜力来看，我们认为苏泊尔的成长性略好于九阳股份。
- 我们给予苏泊尔 09 年 24 倍和 2010 年 18 倍的 PE，认为公司的合理价格在 15.19-16.39 元之间，距离目前股价还有 10-20% 的上升空间，因此给予买入评级。

风险提示

- 我们的盈利预测基于宏观经济将于 09 下半年或 2010 上半年复苏的前提下进行，因此如果经济复苏需要更长的时间，公司的收入增速可能会比我们预期的要低。
- SEB 出于对 09 年行业形势可能比 08 年更加糟糕的预期，要求旗下公司采取压缩开支的措施，包括广告宣传费用。因此公司也会执行这样的精神，压缩营业费用。而且在 09 年央视广告招标中，公司的投标价格虽然入围、但最终没有中标。对于压缩广告开支的策略我们报有一定的担忧，因为宣传推广对于小家电品牌尤其重要。小家电需要品牌能见度、需要不断地广告宣传才能强化消费者的品牌认知和品牌意识、刺激购买欲、提高销量，另外公司更新 BI 也需要宣传和投入，特别是竞争对手美的、九阳 09 年都在央视投入近亿元的广告费；苏泊尔相反缩减广告开支可能会影响销售的增长速度。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,470	2,079	2,934	3,622	4,275	5,056	5,967
增长率		41.5%	41.1%	23.5%	18.0%	18.3%	18.0%
主营业务成本	-1,104	-1,517	-2,149	-2,613	-3,090	-3,668	-4,333
% 销售收入	75.1%	73.0%	73.2%	72.1%	72.3%	72.6%	72.6%
毛利	366	561	785	1,009	1,184	1,387	1,633
% 销售收入	24.9%	27.0%	26.8%	27.9%	27.7%	27.4%	27.4%
营业税金及附加	-4	-5	-7	-9	-11	-13	-15
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-171	-256	-379	-500	-577	-657	-746
% 销售收入	11.6%	12.3%	12.9%	13.8%	13.5%	13.0%	12.5%
管理费用	-79	-122	-123	-174	-180	-212	-251
% 销售收入	5.4%	5.9%	4.2%	4.8%	4.2%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	111	179	276	327	417	505	622
% 销售收入	7.6%	8.6%	9.4%	9.0%	9.8%	10.0%	10.4%
财务费用	-14	-26	-24	16	17	22	28
% 销售收入	0.9%	1.3%	0.8%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	0	0	-10	0	0	0	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	0	2	3	3	4	4
% 税前利润	n.a	n.a	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
营业利润	95	152	244	345	437	531	650
营业利润率	6.5%	7.3%	8.3%	9.5%	10.2%	10.5%	10.9%
营业外收支	0	-4	-2	3	2	2	2
税前利润	95	149	242	348	439	533	652
利润率	6.5%	7.2%	8.3%	9.6%	10.3%	10.5%	10.9%
所得税	-4	-16	-27	-45	-66	-80	-130
所得税率	4.2%	10.8%	11.1%	13.0%	15.0%	15.0%	20.0%
净利润	91	133	215	303	373	453	522
少数股东损益	22	31	43	71	70	78	85
归属于母公司的净利	69	102	172	232	303	375	437
净利率	4.7%	4.9%	5.9%	6.4%	7.1%	7.4%	7.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
净利润	69	102	215	303	373	453	522
少数股东损益	22	31	0	0	0	0	0
非现金支出	34	72	27	41	44	45	77
非经营收益	23	27	17	14	-5	-5	-6
营运资金变动	-32	42	-92	-275	-221	-29	-310
经营活动现金净流	117	274	167	83	191	464	283
资本开支	-102	-200	-125	-93	0	-1	-1
投资	-2	5	3	-1	0	0	0
其他	0	-20	20	3	3	4	4
投资活动现金净流	-104	-214	-103	-92	3	3	3
股权募资	8	0	705	0	0	0	0
债权募资	-180	102	-290	-8	0	1	2
其他	-48	-58	-59	1	-89	-89	-89
筹资活动现金净流	-220	44	356	-7	-89	-88	-87
现金净流量	-208	104	420	-16	105	379	199

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金	269	418	795	780	885	1,264	1,463
应收款项	190	190	374	680	826	848	828
存货	318	373	424	465	593	683	772
其他流动资产	38	93	35	41	48	57	435
流动资产	815	1,075	1,628	1,966	2,352	2,852	3,498
% 总资产	60.5%	64.0%	68.8%	71.8%	76.3%	80.5%	85.0%
长期投资	17	11	2	3	2	1	1
固定资产	516	590	520	574	534	493	451
% 总资产	38.3%	35.2%	22.0%	21.0%	17.3%	13.9%	11.0%
无形资产	0	3	195	194	194	193	165
非流动资产	533	604	738	773	731	689	619
% 总资产	39.5%	36.0%	31.2%	28.2%	23.7%	19.5%	15.0%
资产总计	1,348	1,678	2,366	2,740	3,083	3,541	4,117
短期借款	196	298	8	0	0	0	0
应付款项	321	441	470	553	598	674	796
其他流动负债	24	34	80	164	178	195	214
流动负债	540	772	558	717	776	869	1,010
长期贷款	0	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	0	0	0	0	0	0	0
负债	540	773	558	717	776	870	1,013
普通股股东权益	706	773	1,633	1,778	1,992	2,278	2,626
少数股东权益	102	132	174	245	315	393	478
负债股东权益合计	1,348	1,678	2,366	2,740	3,083	3,541	4,117

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
每股指标							
每股收益	0.393	0.581	0.796	0.522	0.683	0.844	0.983
每股净资产	4.011	4.393	7.561	4.003	4.486	5.130	5.914
每股经营现金净流	0.665	1.555	0.773	0.187	0.430	1.044	0.636
每股股利	0.200	0.200	0.000	0.200	0.200	0.200	0.000
回报率							
净资产收益率	9.80%	13.22%	10.53%	13.03%	15.23%	16.45%	0.00%
总资产收益率	5.13%	6.09%	7.27%	8.45%	9.84%	10.59%	0.00%
投入资本收益率	10.90%	13.41%	13.50%	14.05%	15.36%	16.06%	0.00%
增长率							
主营业务收入增长率	46.22%	41.46%	41.12%	23.48%	18.00%	18.27%	18.02%
EBIT增长率	35.34%	58.47%	52.39%	18.49%	27.65%	21.12%	23.17%
净利润增长率	9.63%	47.64%	68.22%	34.72%	30.95%	23.58%	16.48%
总资产增长率	-0.77%	24.48%	40.98%	15.80%	12.54%	14.85%	0.00%
资产管理能力							
应收账款周转天数	35.1	27.6	22.2	28.0	30.0	28.0	0.0
存货周转天数	93.0	83.2	67.7	65.0	70.0	68.0	0.0
应付账款周转天数	67.0	59.2	52.4	65.0	60.0	55.0	0.0
固定资产周转天数	122.2	103.2	63.0	52.3	43.5	33.8	0.0
偿债能力							
净负债/股东权益	-9.10%	-13.36%	-43.56%	-38.55%	-38.36%	-47.27%	0.00%
EBIT利息保障倍数	8.4	6.9	11.5	-20.4	-24.2	-22.7	0.0
资产负债率	40.07%	46.03%	23.61%	26.17%	25.17%	24.56%	0.00%

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
强买	0	0	0	1	4
买入	0	2	2	3	7
持有	0	2	2	3	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.50	2.50	2.40	2.20

来源：朝阳永续

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。