

苏泊尔(002032)调研报告

谨慎推荐

——与 SEB 合作步入收获期，未来增长形势乐观

维持评级

可选消费/家用电器

发布时间：2010-04-13

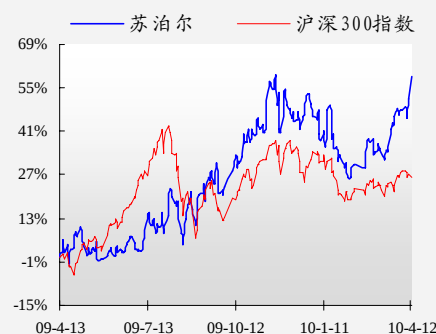
投资要点：

- 尽管在金融危机影响下，公司 2009 年依旧实现了较好的业绩，整体业务保持稳健而均衡的发展，销售规模突破 40 亿元。大宗原材料价格下降以及产品结构优化的良好推动作用下，公司 2009 年整体毛利率取得了较明显的提升。
- 公司 2009 年加大了营销和渠道建设投入力度，品牌知名度和主要品类市场份额均有明显提升；
- 2009 年公司管理效率有明显提升，管理费用得到有效控制；营运效率的提升，也使得公司经营活动现金流出现较强劲的增长，财务状况保持稳健，为公司未来的发展提供了较好的保障。
- 未来公司将进一步执行既定战略，加大研发力度，不断推出更多新品，坚持技术创新，推出更多差异化的产品；未来还将进入厨房领域的其他相关品类，不断丰富产品线。
- 2010 年公司将加快武汉二期工程的建设进度，预计 2011 年 3 月前后可以建成投产。武汉二期建成后，每年将增加 2500 万产能，同时增加 25 亿元销售收入，成为全球技术领先，规模第二的炊具生产基地，为公司未来五年的发展提供了产能保障。
- **盈利预测及投资建议：**我们坚持认为公司未来三年仍将保持较好的增长态势，维持对公司的盈利增长预测，认为公司 2010、2011 和 2012 年的 EPS（摊薄）将分别达到 0.96 元、1.18 元和 1.49 元，对应动态 PE 分别为 23.63 倍、19.18 倍、15.18 倍，维持“谨慎推荐”投资评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	411,569	13.62	31,042	31.25	0.70	14.44	32.37	
2010E	511,704	24.33	42,531	37.01	0.96	16.78	23.63	
2011E	650,888	27.2	52,541	23.54	1.18	17.46	19.18	
2012E	838,344	28.8	66,191	25.98	1.49	18.34	15.18	

走势图



市场数据

2010-4-12

收盘价：	22.63 元
52 周最高价：	23.10 元
52 周最低价：	13.81 元
平均持仓成本：	20.07 元

基本数据

2009Q4

总股本（万股）：	44,404
流通 A 股（万股）：	44,404
每股收益（元）：	0.70
每股净资产（元）：	4.84
每股经营现金流（元）：	0.66
市净率：	4.73

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550108101210

TEL: (8621)63367000 - 270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wln_nesc@163.com

地 址：上海市延安路 45 号 20 楼

邮 编：200002

内容目录

一、	销售规模突破 40 亿元	4
二、	SEB 订单转移加速，合作进入收成期	5
(一)	炊具外销加快增长，电器外销出现同比下滑	5
(二)	与 SEB 合作进入收成期	6
三、	主营产品市场地位进一步提升	7
(一)	炊具市场份额继续扩大	7
(二)	电器主要品类进一步巩固行业第二的市场地位	7
四、	低价原材料和产品结构优化推升公司整体毛利水平	9
五、	研发和营销投入加大，费用率有明显提升	10
(一)	渠道建设和 VI 换装利于公司品牌知名度的提升	10
(二)	内部管理效率提升，管理费用得到有效控制	11
六、	保持稳健的财务状况和流动性	11
七、	未来公司将继续保持稳定的增长	12
(一)	所处行业未来依然充满增长机会	12
(二)	未来公司将继续加大投入力度，为销售增长提供充足的保障	13
八、	盈利预测及风险因素	13
(一)	盈利预测及投资建议	13
(二)	主要风险因素	13

图表目录

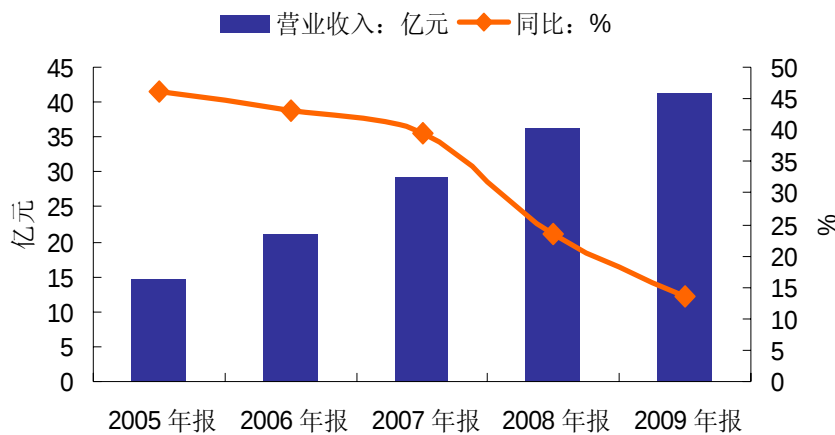
图 1: 公司主营业务及增长情况	4
图 2: 09 年公司主营业务收入结构	4
图 3: 09 年内外销收入结构	5
图 4: 公司炊具业务内外销情况	5
图 5: 公司电器业务内外销情况	6
图 6: SEB 对公司订单转移提速	6
图 7: 公司炊具产品市场地位提升	7
图 8: 近两年国内电饭煲市场份额 TOP5	7
图 9: 近两年国内电磁炉市场份额 TOP5	8
图 10: 近两年国内电压力锅市场份额 TOP5	8
图 11: 近两年国内电水壶市场份额 TOP5	8
图 12: 近两年国内豆浆机市场份额 TOP5	9
图 13: 公司各主营产品毛利率变化情况	9
图 14: 公司内外销毛利率变化情况	10
图 15: 公司炊具和电压力锅知名度显著提升	10
图 16: 公司经营期间费用率变化情况	11
图 17: 公司经营活动现金流状况	11
图 18: 公司投资活动现金流状况	12
图 19: 当前炊具产品市场分布格局	12
表 1: 利润表预测	14

一、 销售规模突破 40 亿元

2009 年公司实现营业收入 41.16 亿元，同比增长 13.61%；实现利润总额 4.27 亿元，同比增长 23.34%；每股收益 0.7 元，同比增长 29.63%。

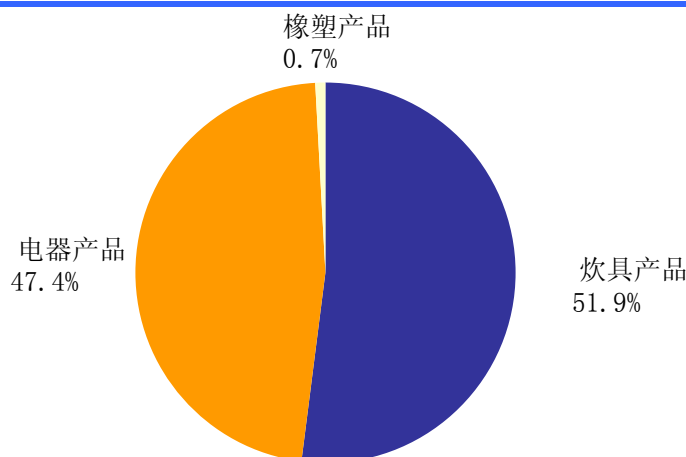
分业务来看，2009 年公司炊具业务实现营业收入 21.07 亿元，同比增长 21.37%；公司电器业务实现营业收入 19.21 亿元，同比增长 11.56%，所占主营业务收入比重为 51.9%，较 2008 年上升 2.7 个百分点；橡塑产品实现营业收入 0.29 亿元，同比下降 57.97%，所占主营业务收入比重为 47.4%，较 2008 年下降 1.4 个百分点。内外销来看，2009 年公司内销收入 28.2 亿元，同比增长 12.44%；外销收入 12.37 亿元，同比增长 21.39%。

图 1：公司主营业务及增长情况



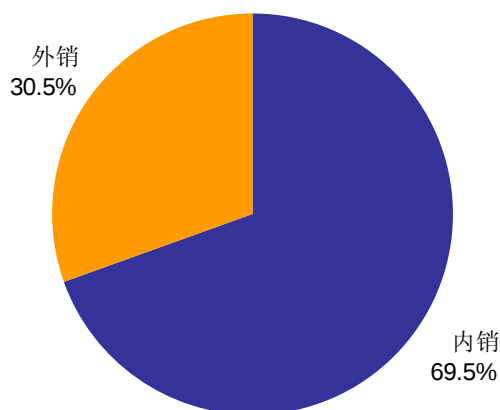
数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

图 2：2009 年公司主营业务收入结构



数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

图 3：2009 年内外销收入结构



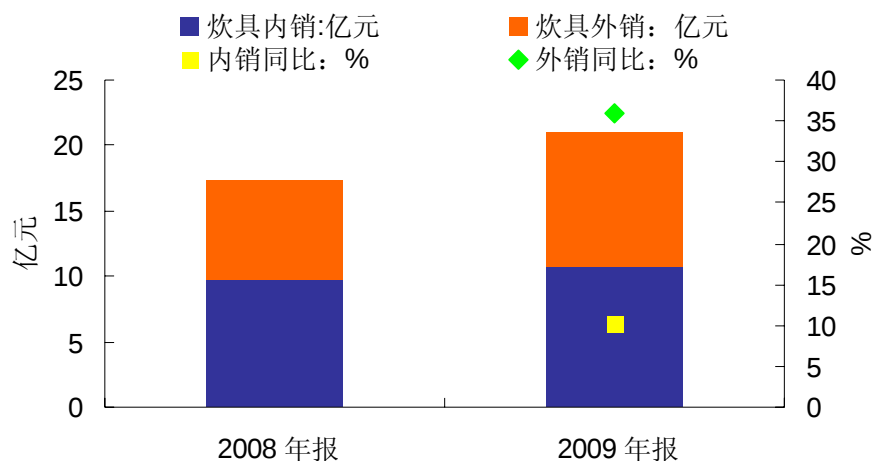
数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

二、 SEB 订单转移加速，合作进入收成期

(一) 炊具外销加快增长，电器外销出现同比下滑

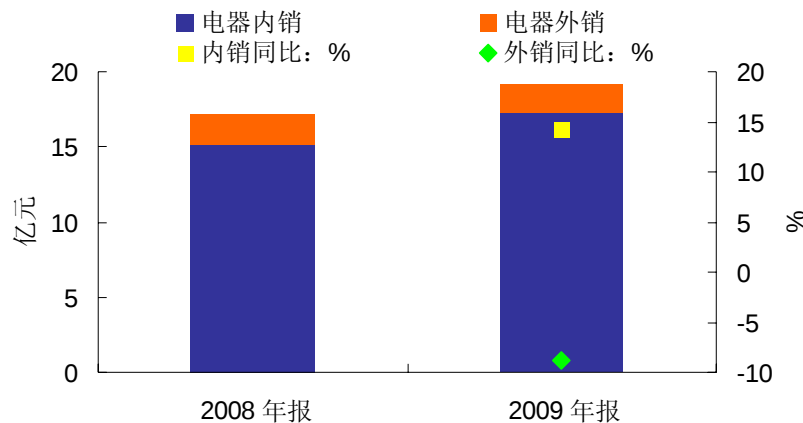
2009 年公司炊具业务内销收入 10.79 亿元，同比增长 10.1%；炊具外销收入 10.27%，同比增长 36%。2009 年公司电器业务内销收入 17.33 亿元，同比增长 14.2%；电器业务外销收入 1.87 亿元，同比下滑 8.6%。

图 4：公司炊具业务内外销情况



数据来源：公司调研，东北证券金融与产业研究所。

图 5：公司电器业务内外销情况



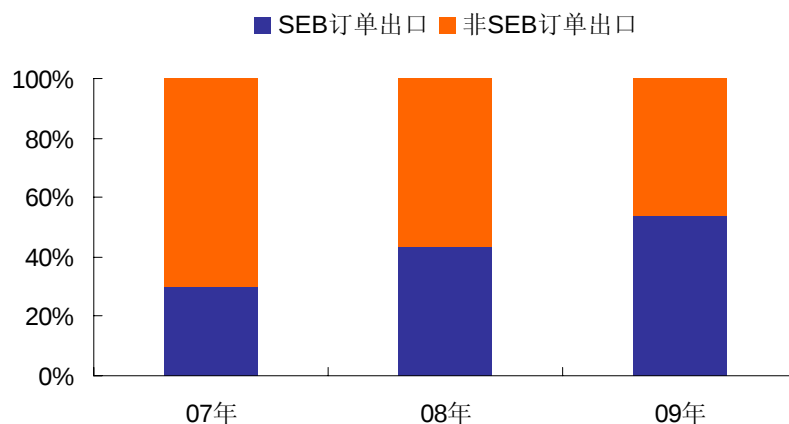
数据来源：公司调研，东北证券金融与产业研究所。

(二) 与 SEB 合作进入收获期

公司炊具外销收入增长提速，主要是受益于来自 SEB 转移订单的持续增加以及其他非 SEB 订单的增加。根据调研数据，2009 年公司外销总额 12.37 亿元，其中来自 SEB 订单转移的出口额为 6.67 亿元，与 2008 年相比，同比增加了 51.94%，占出口总额的比重也由 2008 年的 43.1% 上升至 53.9%。

目前，公司与 SEB 之间的合作已经开始步入收获期。公司引进的 SEB 产品受到了市场青睐，其中与 SEB 合作的第一款产品——红点煎锅的销量增长迅猛，并拉动了煎锅销量同比增长 39%，市场份额提升 5.92%。此外，与 SEB 合作后，公司运营效率大大提升，生产自动化和流程管理优化，效率和品质大幅提升，其中半自动抛光线技术改造，使得效率提升 100%

图 6：SEB 对公司订单转移提速



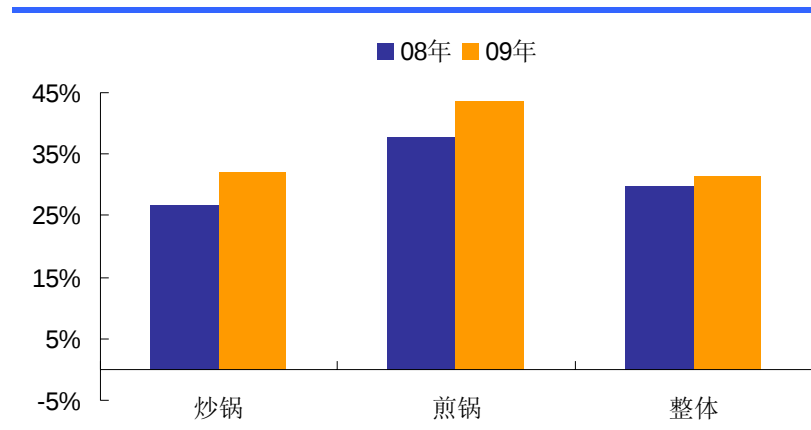
数据来源：公司调研，东北证券金融与产业研究所。

三、 主营产品市场地位进一步提升

(一) 炊具市场份额继续扩大

2009 年公司炊具产品国内第一市场地位继续得到巩固和加强，市场份额继续扩大，炊具整体市场份额较 2008 年有 1.9 个百分点的提升，其中炒锅市场份额较 2008 年提升 5.3 个百分点，煎锅市场份额较 2008 年提升 5.9 个百分点。公司炊具产品市场份额的提升，进一步拉大了第二位与其之间的差距，巩固其炊具产品在国内市场的龙头地位。

图 7：公司炊具产品市场地位提升

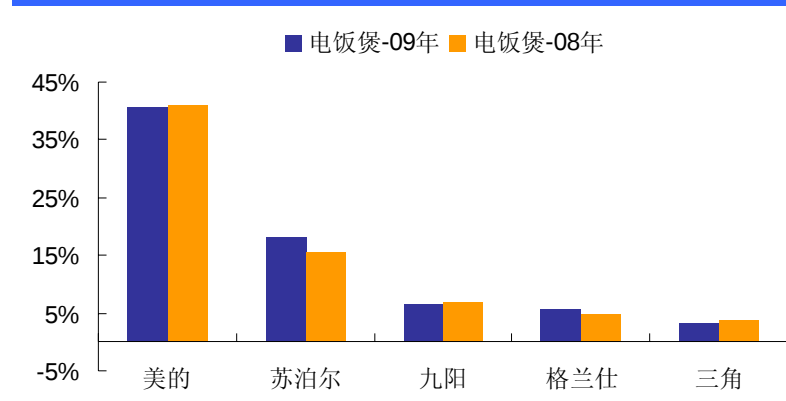


数据来源：公司调研，东北证券金融与产业研究所。

(二) 电器主要品类进一步巩固行业第二的市场地位

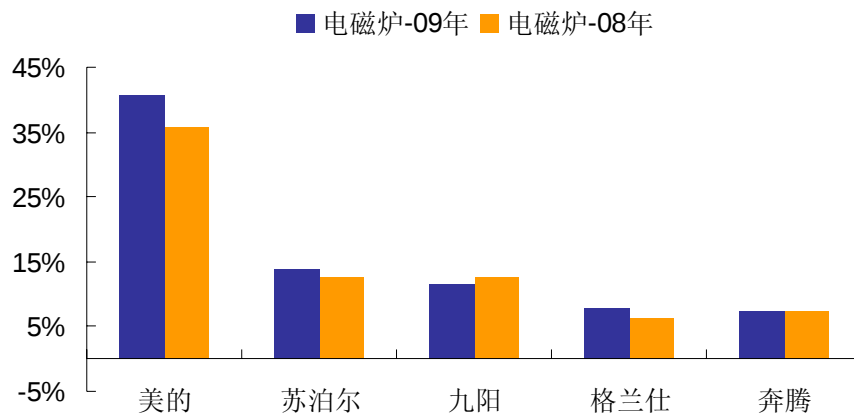
公司电器主要品类有电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶、豆浆机等，其中豆浆机产品是公司 2009 年第四季度推出的新产品。2009 年，公司在渠道上加大投入，渠道覆盖率有明显扩充，以及随着公司电器产出规模的提升，公司各主营电器产品市场份额均有不同程度的提升。根据中怡康数据来看，2009 年公司除豆浆机之外的其他电器产品国内市场地位均仅次于美的，位居第二位；公司豆浆机产品自 2009 年第四季度开始推出以来，收到较好的市场效果，市场份额超过东菱，位居国内第三位。

图 8：近两年国内电饭煲市场份额 TOP5



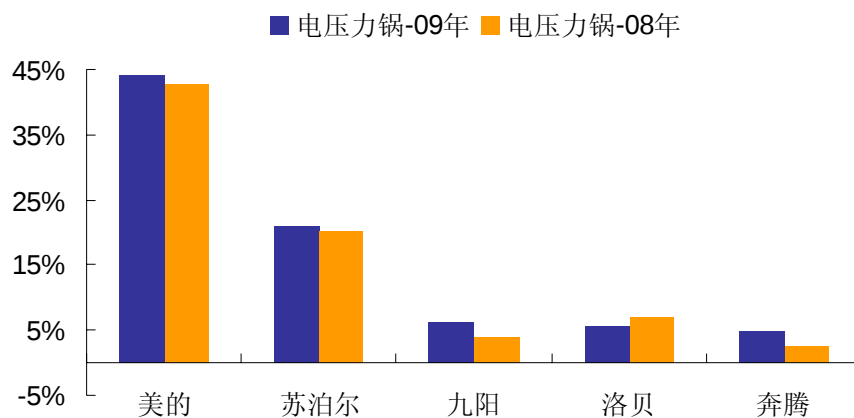
数据来源：中怡康，东北证券金融与产业研究所。

图 9：近两年国内电磁炉市场份额 TOP5



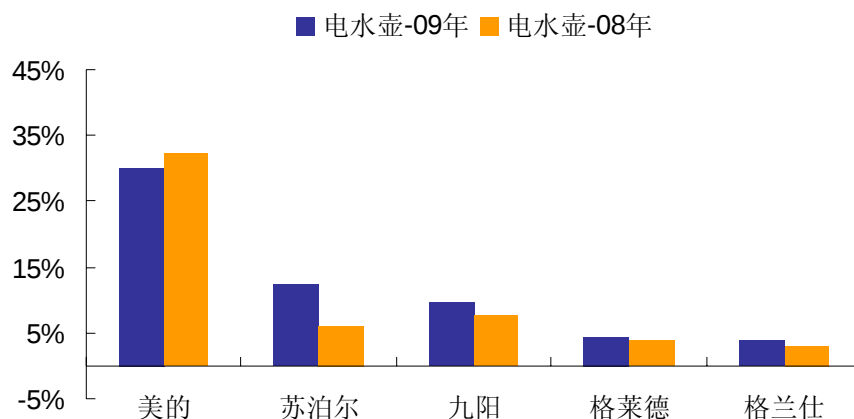
数据来源：中怡康，东北证券金融与产业研究所。

图 10：近两年国内电压力锅市场份额 TOP5



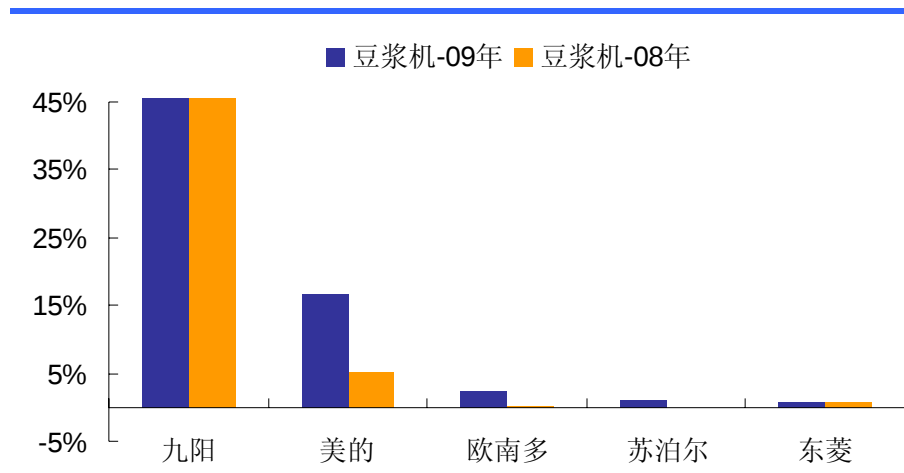
数据来源：中怡康，东北证券金融与产业研究所。

图 11：近两年国内电水壶市场份额 TOP5



数据来源：中怡康，东北证券金融与产业研究所。

图 12：近两年国内豆浆机市场份额 TOP5



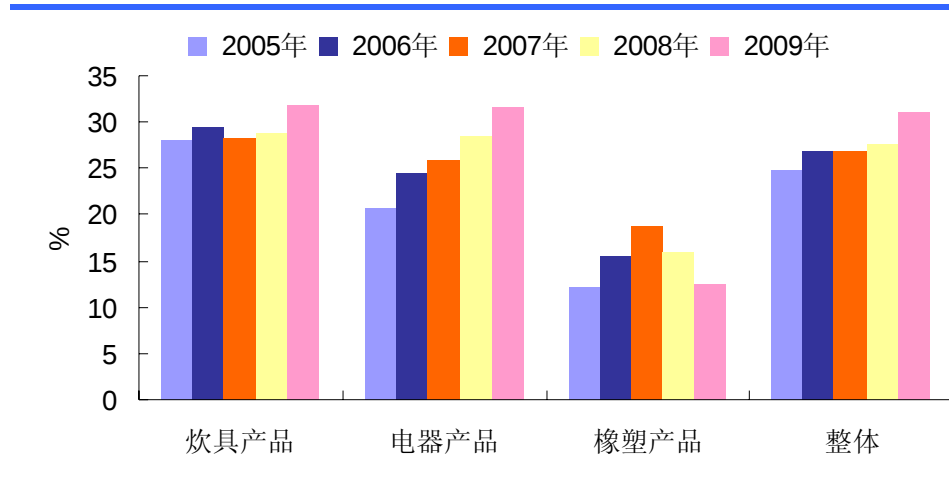
数据来源：中怡康，东北证券金融与产业研究所。

四、低价原材料和产品结构优化推升公司整体毛利水平

2009 年较低的原材料价格，使得公司整体毛利率水平较上年有明显提升。年报数据显示，2009 年公司销售毛利率 31.02%，较 2008 年提升 3.36 个百分点；其中炊具产品 2009 年毛利率 31.86%，较 2008 年提升 3.09 个百分点，电器产品 2009 年毛利率 31.58%，较 2008 年提升 3.19 个百分点。

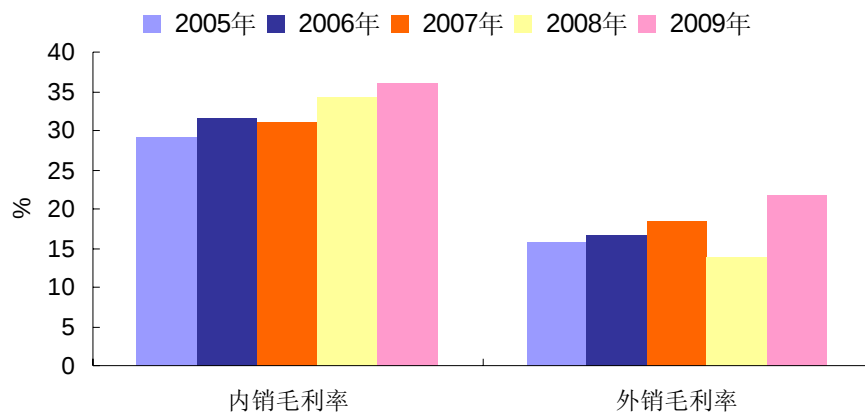
2009 年公司外销毛利率大幅增长 8.02 个百分点至 21.7% 的历史最高点，其中除了原材料价格较低的因素外，还由于公司外贸产品所针对的客户趋于高端化，具有高附加值的高毛利率产品占比有所提升造成。另外，2009 年在较低的原材料价格水平以及产品组合优化的推动下，公司内销毛利率也出现 1.6 个百分点的提升。

图 13：公司各主营产品毛利率变化情况



数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

图 14：公司内外销毛利率变化情况



数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

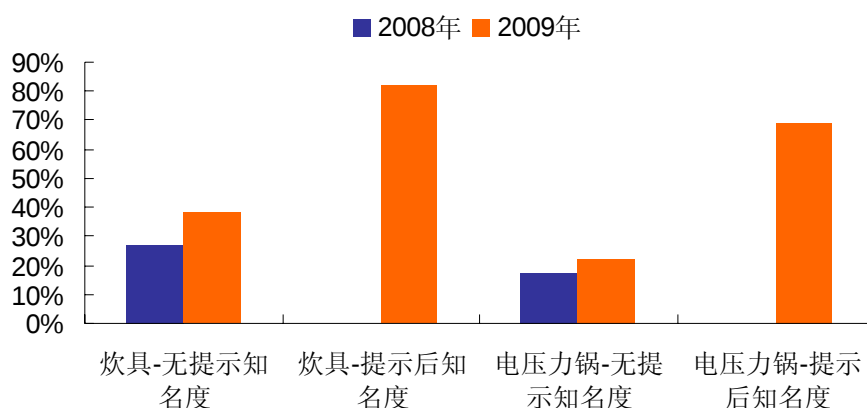
五、研发和营销投入加大，费用率有明显提升

(一) 渠道建设和 VI 换装利于公司品牌知名度的提升

2009 年公司继续加大研发和营销投入力度，特别是下半年为配合较快的销售增长，公司营销投入较大，造成了较高的营销费用。

2009 年公司营销投入占比最大的两大块来自于渠道建设(特别是三四级市场渠道建设)和 VI 换装，全年终端投入 8000 万元。2009 年公司新建生活馆 225 家，累计 532 家，新进三四级市场终端 2000 家，其中炊具终端 984 家，电器终端 1061 家。2009 年公司营销费用上升的另一个重要原因就是完成 VI 换装，目前公司拥有 400 个产品包装，拥有全新的广告创意平台，全年广告投入较 2008 年有 20% 的增长。

图 15：公司炊具和电压力锅知名度显著提升

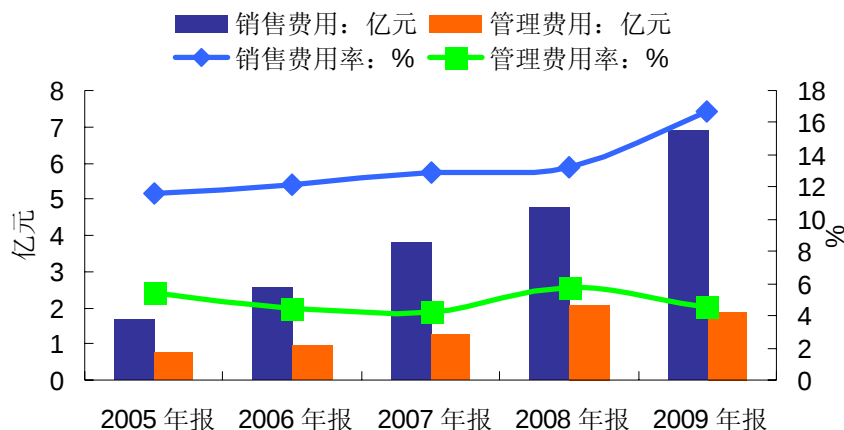


数据来源：公司调研，东北证券金融与产业研究所。

(二) 内部管理效率提升，管理费用得到有效控制

另外，2009 年公司固定管理费用有所压缩，管理流程得到明显改进，内部管理效率明显提升，管理费用得到较为有效的控制，整体管理费用降低了 1.1 个百分点。

图 16：公司经营期间费用率变化情况

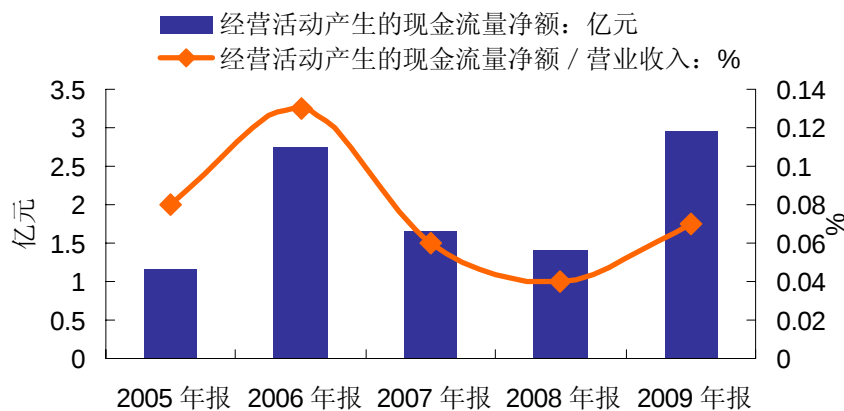


数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

六、 保持稳健的财务状况和流动性

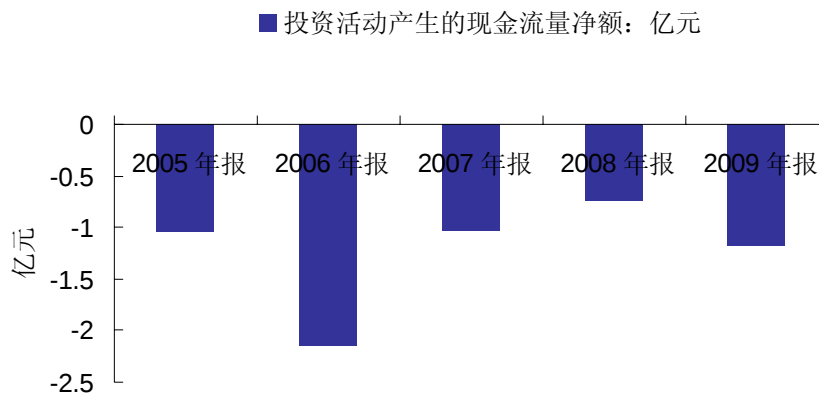
2009 年公司良好、高效的生产经营，为公司带来了强劲的现金流入，其中经营管理类现金流较 2008 年增长近 1 倍。2009 年，公司绍兴基地投产，武汉二期开工建设，增加了厂房投入，启动了很多的产能建设；但从公司现金流状况来看，2009 年公司尽管增加了产能建设的投入，仍然保持了稳健的财务状况和流动性。

图 17：公司经营活动现金流状况



数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

图 18：公司投资活动现金流状况



数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

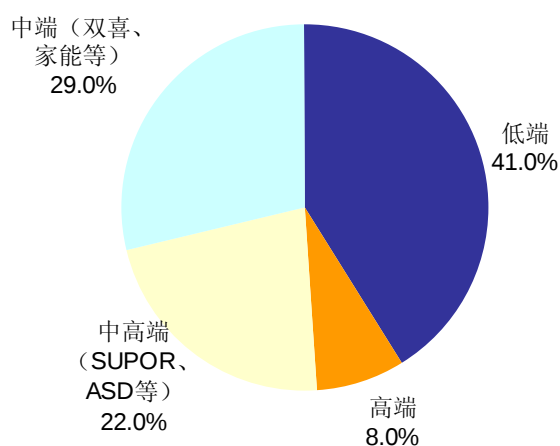
七、 未来公司将继续保持稳定的增长

(一) 所处行业未来依然充满增长机会

目前，炊具行业中高端和中低端市场份额各一半，其中中低端市场品牌集中度较低，存在着较多的杂牌产品。未来，随着渠道成本上升，高端和中高端产品价格将会逐步下移，压缩二三线品牌的生存空间，加快整个炊具行业的整合。SUPOR 属于炊具行业的中高端品牌，在未来的整合中拥有相对较强的品牌优势，将成为炊具行业整合中的受益者，存在较大的增长机会。厨房用具主要包括铲勺、保温壶、刀具等系列产品，2009 年市场规模 33 亿元，较 2008 年同比增长 8%。该行业目前集中度较低，尚无真正的领导品牌，未来发展空间巨大。

另外，与其他国家相比，小家电在国内普及率还很低，未来成长空间较大；公司对电压力煲未来的增长形势表示较为乐观，同时对豆浆机有着新的认识，认为，通过产品细分和功能细分后，豆浆机市场的发展仍将大有可为。

图 19：当前炊具产品市场分布格局



数据来源：公司调研，东北证券金融与产业研究所。

(二) 未来公司将继续加大投入力度，为销售增长提供充足的保障

继续加大研发和营销力度

未来公司将进一步执行既定战略，加大研发力度，不断推出更多新品，坚持技术创新，推出更多差异化的产品；公司还将进入厨房领域的其他相关品类，不断丰富产品线。2010 年公司将继续加大营销渠道和广告投入力度，其中广告投入将在 2009 年的基础上增长 45% 左右；在三四级市场那个的渠道覆盖率将进一步提升，公司计划 2010 年全国新建生活馆 300 家，计划新建三四级市场终端 3200 家左右，其中炊具终端 1200 家左右，电器终端 2000 家左右。

2009 年绍兴基地投产，2010 年将加快武汉二期工程建设

2009 年公司绍兴基地建成投产，电器产能得到大幅提升，目前年产 3200 万，40 亿元左右的产值规模，是全球最具竞争力的小家电生产基地，较好地配合了 SEB 电器订单转移的大幅增长。

2009 年公司武汉二期工程开工建设，该工程占地面积 135 亩，总建筑面积 7 万平方米，2010 年公司将加快该工程的建设，预计 2011 年 3 月前后可以建成投产。武汉二期建成后，每年将增加 2500 万产能，同时增加 25 亿元销售收入，武汉基地年整体产能会超过 4000 万口，成为全球技术领先 规模第二的炊具生产基地，为公司未来五年的发展提供了产能保障。

八、 盈利预测及风险因素

(一) 盈利预测及投资建议

我们坚持认为公司未来三年仍将保持较好的增长态势，维持对公司的盈利增长预测，认为公司 2010 年、2011 年和 2012 年的营业收入将分别以 24.33%、27.2% 和 28.8% 的速度增长，EPS（摊薄）将分别达到 0.96 元、1.18 元和 1.49 元，对应动态 PE 分别为 23.63 倍、19.18 倍、15.18 倍，维持“谨慎推荐”投资评级。

(二) 主要风险因素

- (1) 销售费用率仍将保持较高水平；
- (2) 原材料价格波动带来的成本上升风险。

表 1：利润表预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4115.69	5117.04	6508.88	8383.44
减：营业成本	2838.98	3556.34	4588.76	5952.24
营业税金及附加	6.62	10.23	13.02	16.77
营业费用	687.52	767.56	943.79	1198.83
管理费用	187.36	230.27	283.14	360.49
财务费用	-10.03	-20.03	-27.28	-36.14
资产减值损失	2.98	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	13.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	9.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	425.09	572.67	707.46	891.25
加：其他非经营损益	2.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	427.26	572.67	707.46	891.25
减：所得税	71.98	85.90	106.12	133.69
净利润	355.28	486.77	601.34	757.56
减：少数股东损益	44.86	61.46	75.93	95.65
归属母公司股东净利润	310.42	425.31	525.41	661.91

数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。本报告版权归我公司所有。