

成长诚可贵，品牌价更高

——苏泊尔(002032)公司投资价值分析

核心观点

1、国内强势崛起的炊具及小家电龙头。经过十多年的发展，公司产品结构逐渐涵盖了炊具、小家电和厨房大家电三大领域，成为中国最大，全球第三的炊具研发制造商。06年公司引入SEB集团作为战略合作者，在技术和产品上实现了无缝对接，已经融入到其全球区域品牌战略中。

2、消费升级及产能转移拓宽行业发展空间。随着经济的发展和居民生活水平的提高，国内炊具和小家电市场显现出巨大的市场潜力，但行业竞争日益加剧，公司逐渐占据炊具中高端品牌的领先地位。此外，国际产能加速转移，我国凭借着成本优势和完善的产业链受益其中，经济好转也使得出口订单回升。

3、延续着八年以来的增长态势。公司收入和利润连续8年实现增长，体现出突出的成长能力。分业务及产品看，电器的业绩贡献逐年上升，四大传统产品的增速明显放缓，电压力锅、电水壶和厨房大家电有望成为明日之星。

4、SEB订单转移加速是驱动引擎。03年之后，SEB业绩增速放缓，亚太、南美地区逐渐成为未来发展的重点，公司作为其在东南亚的唯一平台，战略意义重大。07年收购完成后，双方在营销网络、品牌管理、新品开发和技术等多方面的协作效果已经充分显现，未来在订单、产品和技术上的转移空间仍然潜力巨大。除此之外，非SEB客户保有量稳定，订单显著回升，公司在东南亚地区的自主品牌拓展顺利。

5、产能布局意在长远，“三年再造”渐行渐近。目前公司基本形成了布局合理、辐射全国、贴近主要外贸口岸的生产布局，围绕浙江的发展规划意在长远。虽然国内炊具及小家电需求增长，SEB订单转移加速使公司前期的产能出现瓶颈，但武汉、绍兴基地建设的推进为公司未来几年的成长提供了强有力的支撑，“三年再造苏泊尔”远景目标指日可待。

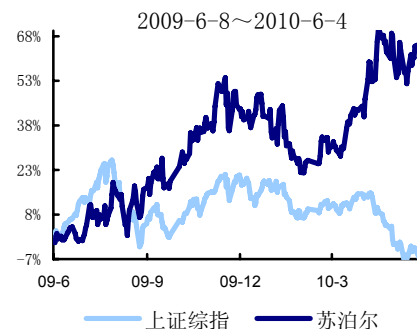
6、渠道拓展坚实成长基础。公司在一、二级市场的渠道相对完善，因此正在加大对三、四级市场的投入，加快渠道下沉，预计今年炊具和小家电终端分别新增1200家和2000家。此外，生活馆数量也升至532家，今年还将新增300家，销售占比将逐步提升至7%-10%，为内销增长奠定坚实基础。

7、“创意+新标+品质+技术”带来市场飞跃。公司自创立起就以新鲜的营销理念引导市场消费潮流，塑造贴近消费者的品牌形象。09年公司又启用新标和新的广告创意平台，进一步提升了品牌知名度，预计今年蕴含SEB技术的系列产品市场表现更会突出，更多高性价比产品上市也将扩大消费群体。此外，公司在各细分市场的竞争力明显提升，有足够的实力把握市场机遇，稳固其在小家电市场的地位，不断缩小与龙头美的的差距。

8、成本控制能力突出，经营持续稳健。公司主要通过与客户联合锁价、集中采购和套期保值等方式防范原材料价格波动的风险，今年毛利率大幅下降的可能性较小。与国内同行相比，公司盈利能力稳定性高，未来仍有提升的空间。

9、投资建议与估值：估值上，预计公司10、11年EPS分别为0.71元和0.88元，股价处于合理区间内。鉴于公司具备明确而稳定的成长性以及较好的防御性，给予“短期-强烈推荐，长期A”的评级，建议逢低买入。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	57725.20
流通A股(万股)	13659.41
52周内股价区间(元)	14.04-25.45
总市值(亿元)	105.12
总资产(亿元)	32.66
每股净资产(元)	4.84
目标价	6个月 21.3
	12个月 26.4

相关报告

1.《国都证券-公司研究-公司点评-苏泊尔(002032): 出口订单转移提速，业绩实现确定性增长》2010-03-30

研究员: 李元

电话: 84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1、国内强势崛起的炊具及小家电龙头	4
1.1 公司化身为SEB集团在亚太地区的战略平台	4
1.2 炊具和电器双主业齐头并进	4
2、消费升级及产能转移拓宽行业发展空间	5
2.1 国内炊具市场相对成熟，农村需求有待开发	5
2.2 国内小家电步入成长期，需求具备刚性	5
2.3 产能转移使我国成为全球最大生产基地	6
3、明确而稳定的成长难能可贵	7
3.1 延续着八年以来的增长态势	7
3.2 SEB订单转移加速是驱动引擎	7
3.3 产能布局意在长远，“三年再造”渐行渐近	10
3.4 渠道拓展坚实成长基础	11
4、“创意+新标+品质+技术”带来市场飞跃	12
4.1 演绎生活智慧，引领消费潮流	12
4.2 各细分市场竞争力显著提升	13
5、成本控制能力突出，经营持续稳健	14
5.1 始终保持较强的成本控制力	12
5.2 盈利能力领先国内同行	13
6、盈利预测与投资建议	15
6.1 盈利预测	15
6.2 投资建议	17
7、风险提示	17

图表目录

图 1: 公司股权结构图	4
图 2: SEB国际并购简史	4
图 3: 09 年公司主营收入按行业划分	4
图 4: 公司单产品收入结构分布	4
图 5: 国内炊具市场需求及增长预测	5
图 6: 09 年国内炊具市场竞争格局	5
图 7: 国内小家电市场需求及增长预测	6
图 8: 部分小家电产品国内市场容量预测	6
图 9: 我国炊具行业出口规模预测	6
图 10: 我国小家电行业出口规模预测	6
图 11: 近 3 年欧美亚地区向我国进口炊具规模	7
图 12: 今年前 3 月小家电出口全面回暖	7
图 13: 近 8 年公司收入及净利润增长情况	7
图 14: 近几年公司产品销售增速变化	7
图 15: 近几年SEB的业绩增长放缓	8
图 16: 近 3 年SEB各地区销售增速情况	8
图 17: SEB营销公司及工厂在各地区的分布	8
图 18: 近两年SEB生产区域分布情况	8
图 19: 苏泊尔出口销售额构成及SEB订单增速	9
图 20: 近几年SEB订单产品构成变化	9
图 21: 2010 年、2012 年绍兴基地各厂房设计产能情况	11
图 22: 公司主要销售渠道架构	12
图 23: 公司三、四级市场终端网点拓展情况	12
图 24: 公司伴随品类拓展的营销概念演变	12
图 25: 广告投入带来品牌知名度的提升	13
图 26: 09 年苏泊尔炊具产品市占率提升	14
图 27: 09-10 年苏泊尔小家电产品市占率提升	14
图 28: LME三个月铜价、铝价走势	15
图 29: 公司毛利率变化	15
图 30: 公司的盈利能力相对稳定	15
图 31: 07-09 年公司期间费用率变化	15
表 1: 公司产品具体分类	5
表 2: SEB要约收购后的计划及承诺	8
表 3: 苏泊尔业务承接SEB订单的空间预测	9
表 4: 非SEB销售和内销变动对公司业绩的敏感性分析	10
表 5: SEB主要产品具体分类	10
表 6: 公司主要生产基地的基本情况	11
表 7: 绍兴基地厂房及产品生产线规划	11
表 8: 09-10 年公司推出具备较高市场影响力的新品	13
表 9: 公司小家电产品市场格局情况	14
错误! 未找到图形项目表。 表 11: 苏泊尔盈利预测	16
表 12: 财务预测表	18

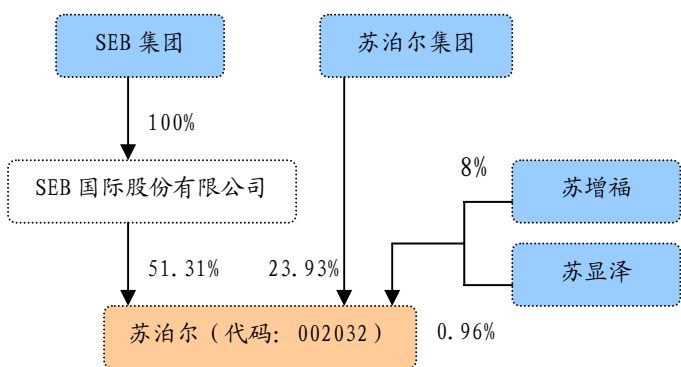
1. 国内强势崛起的炊具及小家电龙头

1.1 公司化身为 SEB 集团在亚太地区的战略平台

公司于 1994 年成立，原直接归属于苏泊尔集团，初期的产品以压力锅为主，之后迅速发展为国内压力锅行业的第一品牌，经过十多年的发展，公司产品结构逐渐涵盖了炊具、小家电和厨房大家电三大领域，成为中国最大，全球第三的炊具研发制造商。以“发扬传统饮食文化、坚持差异化产品策略、深度开拓国际国内市场、持续推进品牌提升与相关多元化延伸”的经营战略为导向，公司在品质品牌、生产规模、营销网络、工艺技术等方面已取得明显优势和领先地位。

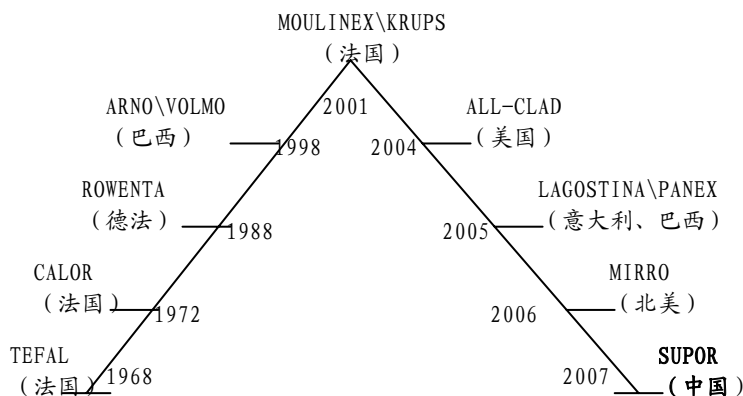
06 年，公司引入具备 150 年历史，全球最大的炊具和小家电生产商之一法国 SEB 集团作为战略合作伙伴。SEB 业务遍布全球 50 多个国家和地区，拥有 20 家生产企业，09 年销售规模为 31.76 亿欧元，合作使双方在技术和产品上实现了无缝对接。更重要的是，自 1968 年起，SEB 在全球范围内不断收购区域知名品牌，公司已被明确定位为其在亚太地区的战略平台。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图 2：SEB 国际并购简史

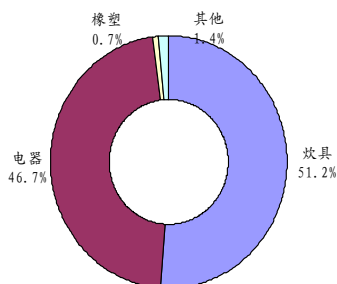


资料来源：SEB 资料、国都证券研究所

1.2 炊具和电器双主业齐头并进

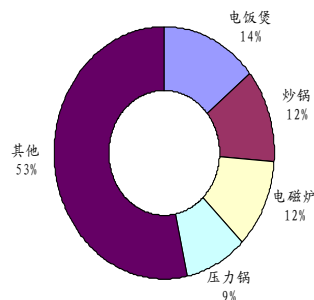
公司的业务按行业划分可分为炊具和电器两个部分，其中电器由于增长速度较快，收入占比逐渐接近炊具，未来有望成为利润贡献的第一来源，而按具体产品划分，公司的收入结构更加分散，电饭煲、炒锅、电磁炉和压力锅分别占据前四位，从长远来看，压力锅将逐渐淡出，电压力锅、电水壶等其他产品增势迅猛，业绩贡献逐步上升。

图 3：09 年公司主营收入按行业划分



资料来源：WIND、国都证券研究所

图 4：公司单产品收入结构分布



资料来源：WIND、国都证券研究所

表 1: 公司产品具体分类

类别	具体分类	收入占比
炊具	压力锅、炒锅、煎锅、蒸锅、汤奶锅、水壶、套装锅、刀具、铲勺	51.2%
小家电	电饭煲、豆浆机、电磁炉、电压力锅、电水壶、榨汁机、搅拌机、电炖锅、煎烤机	44.3%
厨卫大家电	集成厨电、吸油烟机、燃气灶、消毒柜	2.4%

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

2、消费升级及产能转移拓宽行业发展空间

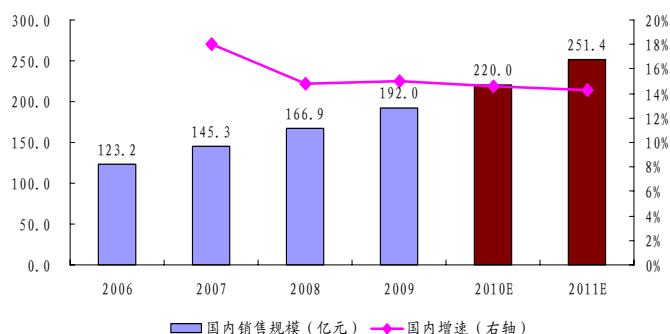
2.1 国内炊具市场相对成熟，农村需求有待开发

随着国内经济的发展，居民生活水平和可支配收入持续提高，对家庭必需品的购买观念已由简单适用向功能化、时尚化转变，推动炊具市场规模扩大。根据中国五金制品协会的统计及预测，近几年国内炊具销售收入年复合增长率为 15.94%，2010 年整体需求总量将突破 5.74 亿口，规模达到 220 亿元以上。

目前，国内炊具市场存在明显的二元结构体系，其中城市市场较为成熟，增长趋于平稳，细分程度高，渠道以百货商场和大卖场为主，消费者品牌意识较强，侧重中高端产品，因此中高端品牌之间竞争激烈，而农村市场处于导入阶段，人口基数大，消费能力偏低，集中在地摊、杂货铺、小卖铺和五金店等渠道销售，产品以中低端为主，但随着新农村建设和城镇化的不断推进，居民的消费潜力将逐步释放，驶入快速成长期。

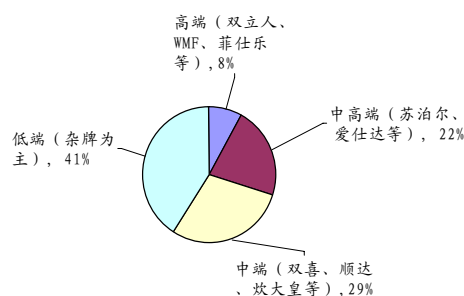
炊具市场的品牌竞争格局也比较明显，单一企业集中度不高。高端领域基本被国际品牌占据，但比重仅为 8%，中高端市场则属于苏泊尔、爱仕达等国内知名品牌，产销形成一定的规模，未来这部分企业既要参与高端市场的竞争，又能受益中低端产品升级，成为行业整合的最大受益者。

图 5: 国内炊具市场需求及增长预测



资料来源: 爱仕达招股说明书、国都证券研究所

图 6: 09 年国内炊具市场竞争格局



资料来源: 公司资料、国都证券研究所

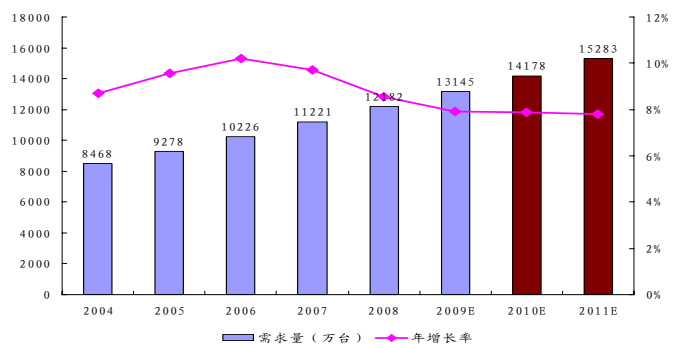
2.2 国内小家电转入成长期，需求具备刚性

近几年，随着经济的快速发展和居民生活水平的显著提高，小家电行业逐渐进入成长期。相对于传统的大家电，小家电具有低值易耗、时尚健康等特点，生命周期较短，更新速度更快，但目前的普及率仍然较低。据统计，发达经济体国家小家电产品超过 1000 种，平均每户保有量为 30 到 40 件，而我国市场上销售的小家电仅有 200 多种，人均拥有量

不足 10 件，市场容量的上升和差异化、个性化的更新需求为小家电行业带来了巨大的成长空间。

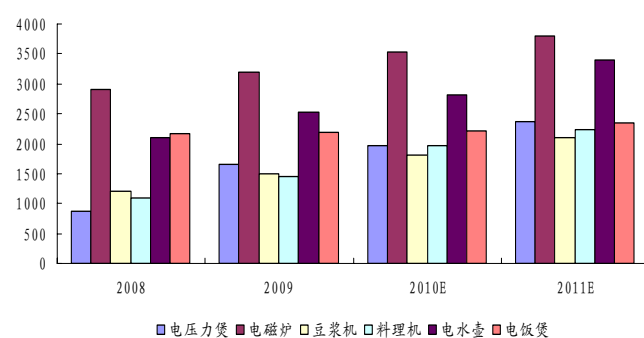
根据赛迪顾问的预测，2011 年我国对小家电的需求将超过 1.5 亿台，近 3 年有望保持 8% 的增长速度。值得关注的是，国外小家电企业和国内大家电企业也在加快进入国内小家电市场，未来市场份额的争夺将更加激烈，行业整合的速度也将加快，技术升级和功能创新将成为小家电企业致胜的关键。

图 7：国内小家电市场需求及增长预测



资料来源：赛迪顾问、国都证券研究所

图 8：部分小家电产品国内市场容量预测

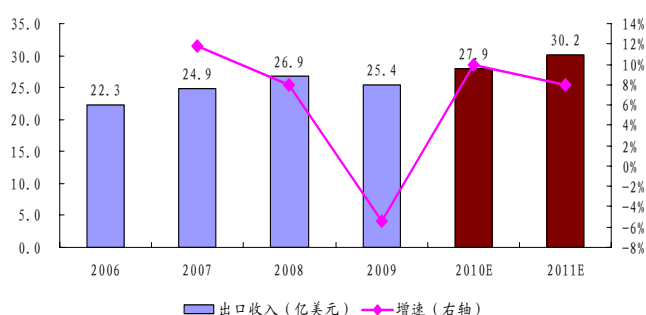


资料来源：国都证券研究所整理

2.3 产能转移使我国成为全球最大生产基地

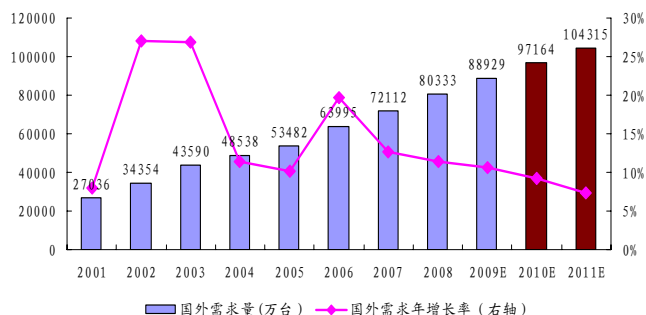
由于国外劳动力成本高涨，国际大型炊具和小家电企业仅在本土保留小部分中高端产品的生产，将其余产能逐渐转移到我国或印度等发展中国家。凭借着人力成本优势和完整的产业链，我国已成为了全球最大的炊具和小家电生产基地，技术和制造水平不断提升，出口订单持续增加。

图 9：我国炊具行业出口规模预测



资料来源：爱仕达招股说明书、国都证券研究所

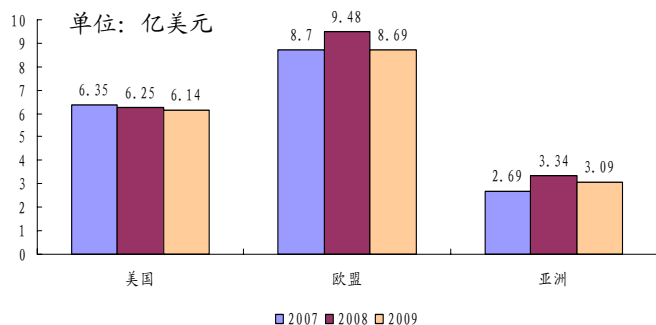
图 10：我国小家电行业出口规模预测



资料来源：赛迪顾问、国都证券研究所

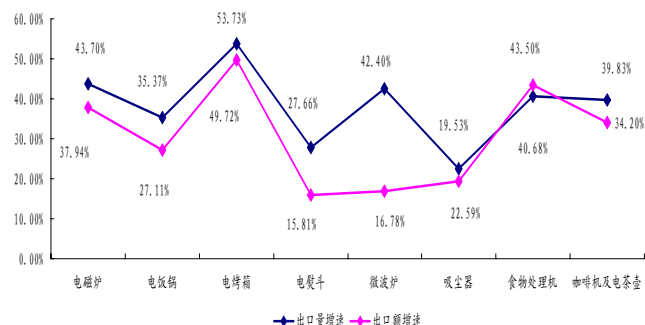
在金融危机的影响下，08、09 年国外消费需求出现萎缩，直接导致国内炊具和小家电出口下滑，但 09 年下半年以来，各国经济刺激计划陆续实施，消费者信心逐渐恢复，我国的炊具和小家电出口降幅开始不断收窄。根据海关总署的数据，今年前 3 个月，电饭煲、电磁炉等小家电产品出口较去年同期均有不同程度的增长，订单明显回升。

图 11: 近 3 年欧美亚地区向我国进口炊具规模



资料来源：爱仕达招股说明书、国都证券研究所

图 12: 今年前 3 月小家电出口全面回暖



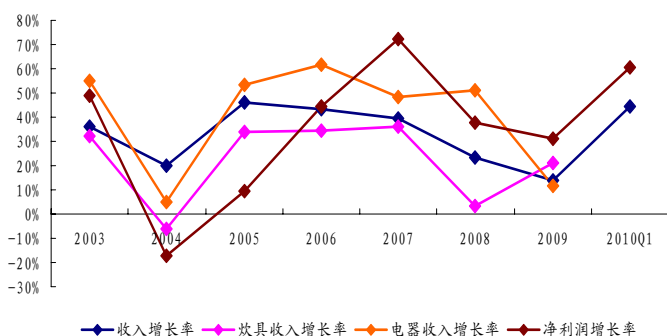
资料来源：海关总署、国都证券研究所

3、明确而稳定的成长难能可贵

3.1 延续着八年以来的增长态势

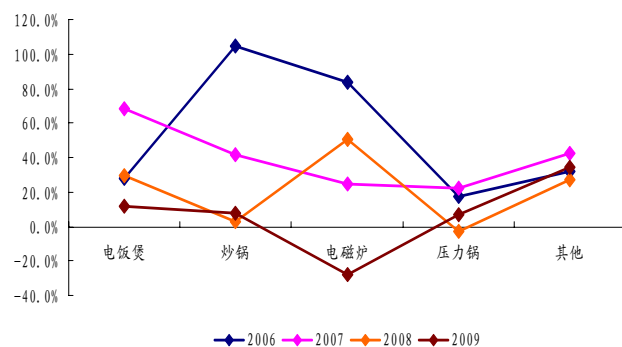
公司主营业务收入在 02-09 年连续 8 年保持增长，年均增长率达到 31.6%，年复合增长率为 56%，06 年以后净利润增速基本超过收入，年复合增长率也达到 32.7%，体现出较为突出的成长能力。分业务来看，公司最初产品以炊具为主，前期对业绩增长的贡献更大，电器业务起步较晚，占收入的比重在逐年上升，近两年总收入放缓主要是受到经济危机的影响出现阶段性调整，但今年 1 季度增速恢复为全年业绩增长奠定良好开局。而分产品来看，09 年四大传统产品的增速明显放缓，其中电磁炉是受到天然气价格下降的影响，但降幅好于行业平均，压力锅则是在“无火煮食”趋势下受到电压力锅的替代。虽然公司产品品类较多，收入结构分散，预计电压力锅、电水壶、厨房大家电等其他产品的替代性贡献逐步提高（09 年三类产品合计收入约 5 亿）。

图 13: 近 8 年公司收入及净利润增长情况



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图 14: 近几年公司产品销售增速变化

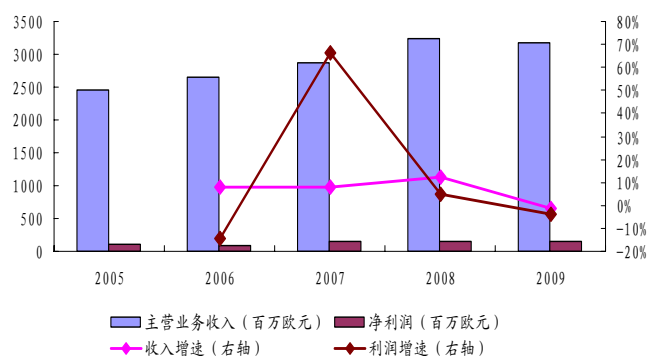


资料来源：公司公告、国都证券研究所

3.2 SEB 订单转移加速是驱动引擎

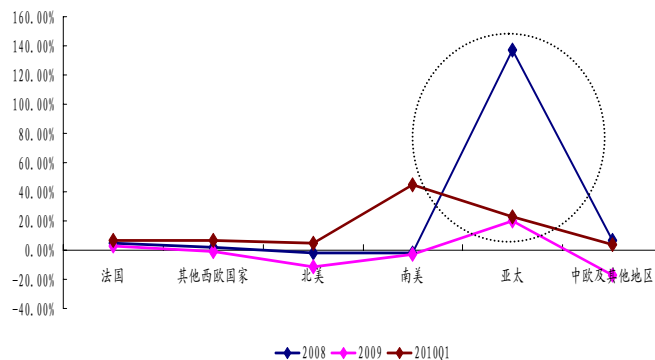
年报显示，自 03 年以后，SEB 的业绩增速明显放缓，04-07 年收入年均增长 7.8%，净利润年均增长仅为 3%，主要是因为公司的收入及利润大部分来自欧美地区，市场已经进入成熟阶段，而亚太等新兴市场仍处于培育期，规模尚小。因此，从战略角度看，亚太、南美等地区是 SEB 未来发展的重点，近 3 年的销售增速也相对突出，公司作为 SEB 在东南亚的唯一平台，必将获得足够的支持。

图 15: 近几年 SEB 的业绩增长放缓



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

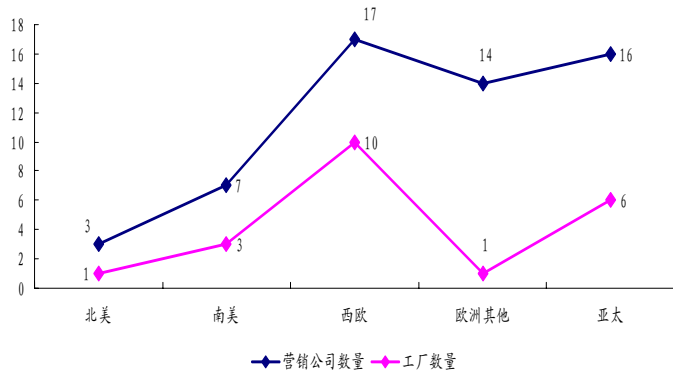
图 16: 近 3 年 SEB 各地区销售增速情况



资料来源: SEB 资料、国都证券研究所

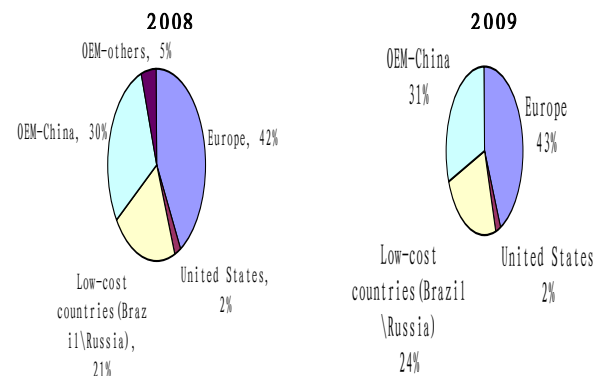
目前 SEB 的营销公司和工厂主要分布在欧洲和亚太地区，根据其短期产业规划，中高端产能将继续保留在欧洲本土，中低端产能则一部分移至低成本地区如巴西、中国、俄罗斯等国家，一部分以外包的形式投放到中国。09 年 SEB 在低成本国家的生产比例已由 08 年的 21% 提升至 24%，同时也在加速将 OEM 订单向中国整合。从中长期来看，SEB 可能的规划目标是欧洲、低成本国家和外包各有 1/3 产能，因此中国凭借着成本和制造优势必将成为最大受益者。

图 17: SEB 营销公司及工厂在各地区的分布



资料来源: SEB 资料、国都证券研究所

图 18: 近两年 SEB 生产区域分布情况



资料来源: SEB 年报、国都证券研究所

07 年 SEB 在对公司的要约收购中曾提出未来在营销网络、品牌管理、新品开发和技术、订单转移等方面强化双方的协作关系，帮助公司实现快速发展。经过近 3 年的磨合与调整，协作的综合效果已经全面体现在公司的日常经营管理中，成为发展壮大的直接动力。

表 2: SEB 要约收购后的计划及承诺

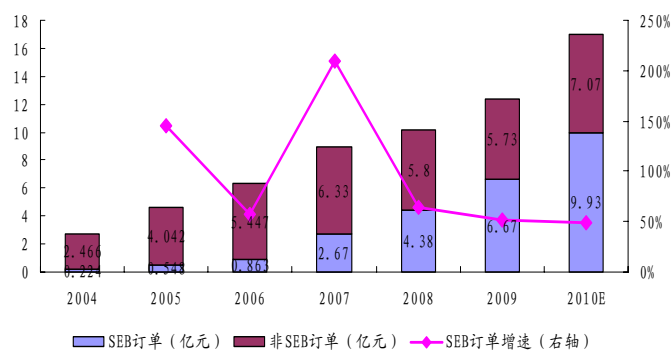
内容类别	具体计划及承诺
营销网络	➢ 将苏泊尔本身已经具备的富有效率的销售网络与 SEB 集团旗下的国际品牌相结合，进一步提升销售收入和利润 ➢ SEB 集团将利用自己在东南亚国家和其他地区已经具备的营销网络帮助苏泊尔扩大其出口市场，并且帮助苏泊尔在国外建立其自己的品牌 ➢ 浙江苏泊尔应在已经成功推出苏泊尔品牌并目前在其市场上取得成果的国家(如越南)继续发展
品牌管理	➢ SEB 集团将把其品牌管理经验引入苏泊尔，从而帮助苏泊尔提升其品牌组合 ➢ 苏泊尔品牌应定位为具有竞争力的入门级价格的品牌，TEFAL 品牌的

	后备。
新品开发	➢ SEB 集团将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
技术转移	➢ SEB 集团将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 ➢ 将苏泊尔发展成为 SEB 集团在中国的研发基地
订单转移	➢ SEB 应责成其关联方越来越多地将其有关炊具和厨房用电器产品的 OEM 合同安排转让给浙江苏泊尔 ➢ 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%
其他事项	技术及商标许可，避免同业竞争等

资料来源：SEB 收购报告书、国都证券研究所

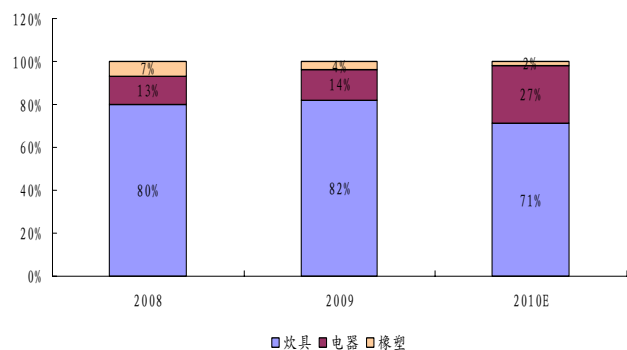
订单转移是双方合作的最重要部分。在 07 年 SEB 正式成为控股股东之前，公司获得的订单数额小于 1 亿元，之后随着订单转移加速，2010 年合同数额已经升至近 10 亿元，年复合增长率为 38.9%，占公司出口收入比重将达到 58%，而在订单结构中，电器产品的占比已升至 27%，相应炊具产品占比则降至 71%，我们认为近几年已经进入 SEB 订单转移的高峰阶段，海外市场需求逐步好转也为订单投放带来了充足的动力，双方锁定 18% 的毛利率也为订单的盈利能力提供了保障。

图 19：苏泊尔出口销售额构成及 SEB 订单增速



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图 20：近几年 SEB 订单产品构成变化



资料来源：公司公告、国都证券研究所

根据公司披露的 2010 年关联交易预计金额，今年来自 SEB 的订单约为 1.45 亿美元，其中炊具为 1.05 亿美元，小家电约为 0.4 亿美元，而近几年 SEB 每年在中国采购的金额约为 7-8 亿美元，其中与公司产品类似的约占一半左右，即 3.5 亿美元，因此如仅考虑类似产品的转移，预计未来两年 SEB 订单转移的数额约为 1.6-2.6 亿美元之间，其中电器业务增长的空间明显高于炊具。

表 3：苏泊尔业务承接 SEB 订单的空间预测

业务类别(单位: 亿美元)	SEB 向公司采购空间	目前 SEB 订单规模	订单转移空间
炊具	1-1.5	1.05	0.45
电器	2-2.5	0.4	1.6-2.1
合计	3-4	1.45	1.55-2.55

资料来源：国都证券研究所（注：仅考虑类似产品）

我们假设今年 SEB 订单为合同数额，且公司仍能保持今年 1 季度的盈利能力，则非 SEB 销售和内销变动对业绩的敏感性如下表所示。

表4：非SEB销售和内销变动对公司业绩的敏感性分析

EPS	非SEB订单收入变动							
	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
内销收入变动	-10%	0.53	0.53	0.53	0.54	0.54	0.54	0.55
	-5%	0.54	0.55	0.55	0.56	0.56	0.56	0.57
	0%	0.56	0.57	0.57	0.57	0.58	0.58	0.59
	10%	0.6	0.6	0.61	0.61	0.61	0.62	0.63
	20%	0.64	0.64	0.64	0.65	0.65	0.65	0.66
	30%	0.67	0.68	0.68	0.68	0.69	0.69	0.7

资料来源：国都证券研究所

产品类别的转移与开发也具备较大空间。SEB 在全球处于领先地位的电炊具（电蒸锅、电炸锅等）、食品料理机以及涵盖个人护理、衣物护理和家居护理的生活电器等产品也有可能在未来进入双方合作的范围，随着公司生产能力的提高和联合技术开发的推进，在出口增长的同时，越来越多符合国内消费者需求的产品将成为新的利润增长点。

表5：SEB 主要产品具体分类

类别	具体分类	收入占比
炊具	平底煎锅、奶锅、汤锅、蒸锅、烤盘、压力锅、家用厨房器具等	20%
电炊具	炸炉、桌上型烤箱、烧烤用架、华夫饼制器、烤肉架、烤面包机等	13%
食品料理	食物处理器、混合器、搅拌机、榨汁机、咖啡机、电水壶等	17%
个人护理	护发器、脱毛器、浴室体重计、脚部按摩器、婴儿护理用品等	10%
衣物护理	蒸汽熨斗、半自动洗衣机、蒸汽挂烫机等	7%
家居护理	各式吸尘器、风扇、暖气机和空调等	33%
全球领先产品	炊具、高压锅、电水壶、电蒸锅、面包机、食物加工机、电熨斗等	

资料来源：公司资料、国都证券研究所

除来自 SEB 的订单以外，公司的出口市场还包括非 SEB 客户和东南亚地区。其中，非 SEB 客户中原包括一部分 SEB 的竞争对手，在 07-08 年出现一定的流失，之后整体又遭遇经济危机，但 09 年以来，非 SEB 客户保有率保持稳定，订单显著回升，公司与 SEB 合作又保证了产品设计能力，预计今年将有较好的增长。此外，公司海外自主品牌销售集中在东南亚市场，可借助 SEB 的行销渠道进一步延伸，09 年越南销售增长超过 50%，汤锅单品类就增长 3 倍，未来具备较大潜力。

3.3 产能布局意在长远，“三年再造”渐行渐近

公司旗下拥有玉环、武汉、东莞、杭州和绍兴等五大国内生产基地和越南海外生产基地，基本形成了布局合理、辐射全国、贴近主要外贸口岸的产业布局。09 年公司将东莞基地产能向绍兴转移，主要是考虑相对于珠三角，长三角地区未来将具备更专业的产业配套体系，对内陆市场的辐射效应更突出，同时也能受益渤海湾、上海经济圈的崛起和交通改善带来的物流成本降低，因此围绕浙江的产业布局更符合公司的长期发展。

表 6：公司主要生产基地的基本情况

项目	玉环	武汉	东莞	杭州	绍兴	越南
产能(万台)	-	1500	0	-	1870	100
产值(亿元)	12	15	0	10	20	2
面向市场	出口	出口、国内	国内	国内	出口、国内	东南亚
产品类别	炊具(压力锅、不粘锅、铝制锅等)	炊具	小家电(以电磁炉为主)	小家电(以电饭煲为主)	小家电、厨房大家电	炊具、小家电
最终目标	-	全球第二大炊具生产基地	-	-	SEB 在亚洲最大的生产基地	-
备注	-	2011年3月二期完成产值增至25亿元	产能已整体向绍兴基地转移	部分产品产能向绍兴基地转移	2012年产值达到30-40亿元,产能超过3000万套	二期完成后产值将达到5亿元

资料来源: 公司资料、国都证券研究所

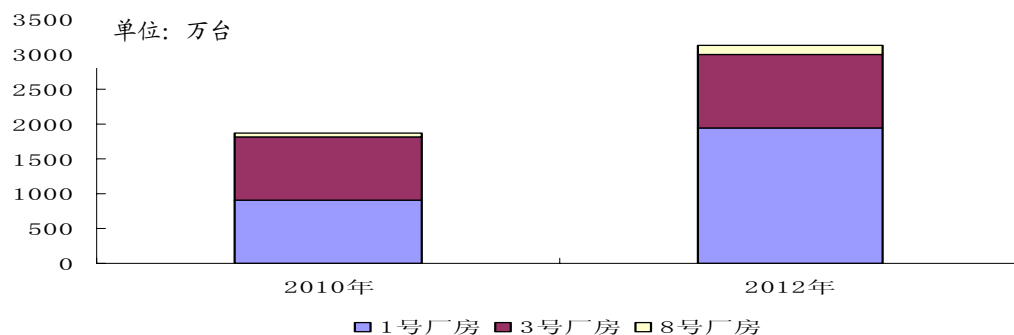
随着国内炊具及小家电需求持续增长, SEB 订单转移加速, 公司的产能逐渐出现瓶颈, 但武汉、绍兴基地建设的推进为公司未来几年的成长提供了强有力的支撑。借助 SEB 的支持, 这两大基地在规划设计、工艺流程和管理效率上均已处于国内领先。预计 2011 年 3 月武汉二期可以正式投产, 届时新增 2500 万口炊具产能, 25 亿元产值, 成为技术领先, 全球规模第二的炊具生产基地。此外, 09 年 9 月绍兴基地一期已经投产, 提高了公司对 SEB 订单的承接能力, 预计 2012 年二期投产后将形成 3000 万套以上的产能, 总产值达到 30-40 亿元, 实现“三年再造苏泊尔”的远景目标, 届时加上其他几大生产基地的产值, 公司收入规模有望接近 100 亿元。而且, 厨房大家电也实现了专业化生产, 未来的高增长可期。

表7: 绍兴基地厂房及产品生产线规划

大类	厂房	具体类别
厨房小家电	1号厂房	电压力锅、电水壶、电炸锅、电蒸锅等
	3号厂房	电磁炉、食物料理机等
厨房大家电	8号厂房	油烟机、燃气灶、消毒柜

资料来源: 国都证券研究所

图21: 2010年、2012年绍兴基地各厂房设计产能情况



资料来源: 公司调研、国都证券研究所

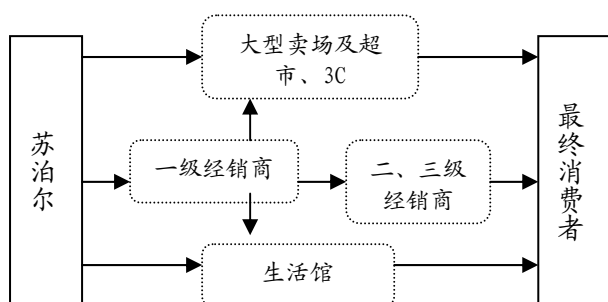
3.4 渠道拓展坚实成长基础

公司的渠道模式主要以经销商为主, 已拥有一级经销商 300 家以上, 向下延伸至二、三级经销商, 市场定价为指导价与上下浮动范围相结合。目前公司大部分销售仍在一、二

级市场，终端形式为卖场、超市和 3C，3C 的进店率超过 80%，仅次于美的，布局较为完善，09 年炊具终端为 1800 家，小家电为 2800 家，未来的拓展取决于渠道商的扩张计划。相比之下，三四级市场渠道较为薄弱，因此公司不断加大投入力度，加快渠道下沉，目前炊具和小家电终端均达到 8000 家，预计今年再分别增加 1200 家和 2000 家。

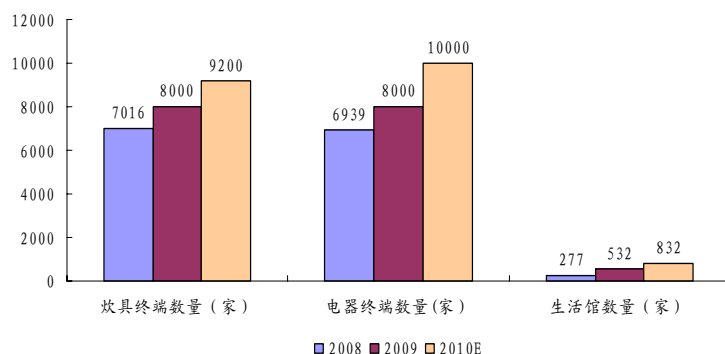
同时，公司也在二、三级市场加快了生活馆的建设。生活馆集陈列、展示、销售和售后等多功能为一体，可解决厨房全套方案，从选址调研、装修陈列、运营管理、促销活动设计等方面具备统一的体系，投入产出比高，费用率低，市场效果突出。09 年底生活馆数量已由 07 年底的 150 家升至 532 家，计划今年再新增 300 家，销售占比也由 5%的比例逐步升至 7%-10%。

图 22：公司主要销售渠道架构



资料来源：国都证券研究所

图 23：公司三、四级市场终端网点拓展情况



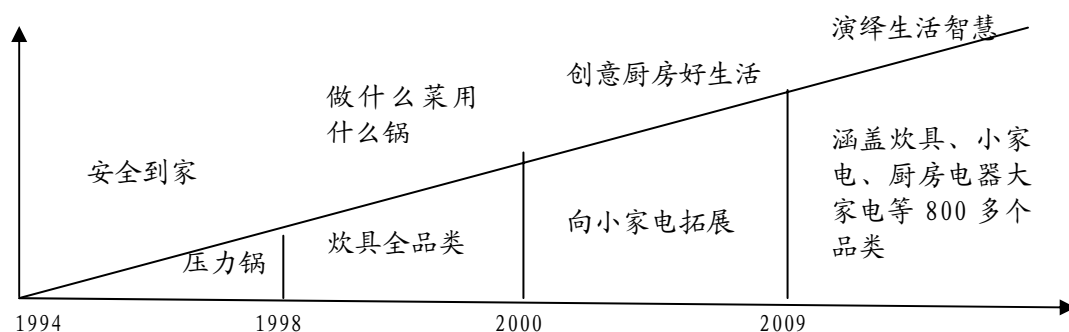
资料来源：公司资料、国都证券研究所

4. “创意+新标+品质+技术”带来市场飞跃

4.1 演绎生活智慧，引领消费潮流

随着消费者生活质量的提高，对炊具和小家电的需求已经由简单适用向时尚、健康、科技、节能等内涵性概念过渡，公司早在创立初期就把握住这一趋势，独创出“安全到家”的品牌诉求，之后伴随着产品品类的扩充，09 年又提出“演绎生活智慧”营销理念，以对消费者需求的洞察和对消费者生活的理解，从创新的视角继续引领市场消费潮流，强化贴近消费者的品牌形象。

图 24：公司伴随品类拓展的营销概念演变

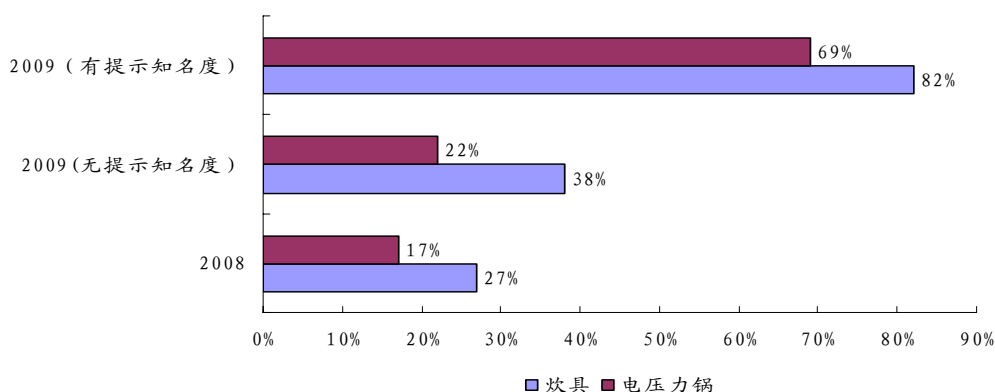


资料来源：公司网站、国都证券研究所

与此同时，09 年公司又启用了新标志和新的广告创意平台，并顺利完成对 300 多个

城市、4000 多个终端、400 多个产品的换装工作，加大广告投入，进一步提升了品牌影响力。根据公司对品牌知名度的实际调查，全年炊具产品无提示知名度由 08 年的 27% 升至 38%，电压力锅由 08 年的 17% 升至 22%。我们认为，公司走出了新品牌战略的第一步，体现出智巧和创新的 brand 特点为消费者的厨房生活做出了更好的诠释。

图 25：广告投入带来品牌知名度的提升



资料来源：公司资料、国都证券研究所

值得关注的是，09 年 SEB 的“火红点”示温技术和巧叠技术两项全球专利转移至公司，相关产品上市后取得了一致好评。其中红点技术产品可严格控制油温保证最好的烹饪效果，仅半年就销售 50 万套，拉动炊具市场份额提升近 5.9%，今年也会应用到炒锅上，由于此项技术在欧美市场上已经比较成熟，历史销售业绩不俗，预计在大力推广下今年国内表现仍会抢眼。后期双方仍会加快在小家电领域的技术对接，结合联合开发和自主研发，公司将始终保持着技术上的领先。此外，今年公司将推出更多高性价比的产品，扩大消费群体范围，下半年也会陆续有具备市场影响力的新品上市。

表 8：09-10 年公司推出具备较高市场影响力的部分新品

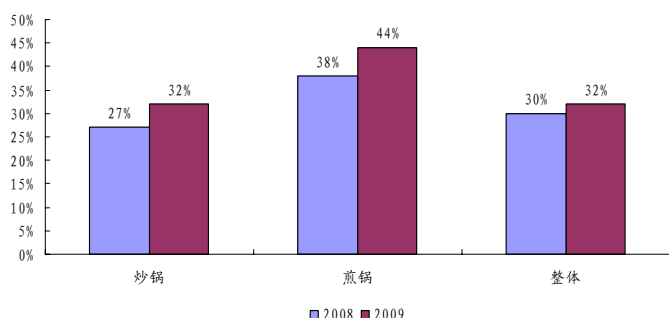
产品	图片	上市时间	概念	主要优点
1 级能效电磁炉		2010.04	节能	使用苏泊尔 1 级能效电磁炉，一日三餐用电量大约 7 度，一年下来能省下 219 度电；国内先发
“三环分控”燃气灶		2010.04	节能	火力更高、热效更好，从源头上实现了精准控火，避免热量外泄
火红点锅具		2009.08	健康	最适合炒菜的温度 180℃ 左右，从而有效避免因油温过高而产生的有害物质，保证烹饪效果
巧叠套装锅		2009.05	巧叠	具有巧妙设计的可拆卸手柄，大大节省存储空间

资料来源：公司网站、国都证券研究所

4.2 各细分市场竞争力显著提升

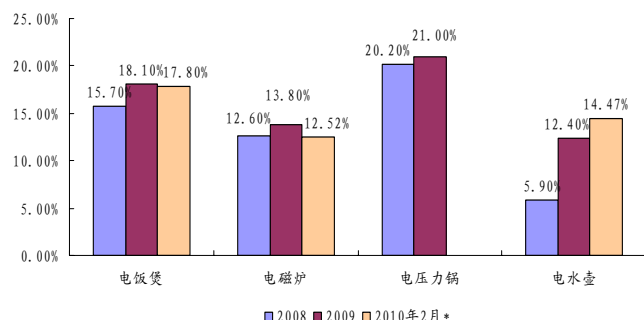
凭借着较强的产品力，加上不断增强的市场营销力度，09 年公司各类产品的市场竞争力均有明显的上升。其中，炒锅和煎锅市占率分别上升 5%和 6%，使得炊具整体占有率提升了 2 个百分点，而电饭煲、电水壶等小家电产品竞争力也有不同程度的提升，公司在各细分市场的竞争优势已经显现。

图 26：09 年苏泊尔炊具产品市占率提升



资料来源：GFK、国都证券研究所

图 27：09-10 年苏泊尔小家电产品市占率提升



资料来源：GFK、中怡康、国都证券研究所（*为中怡康口径）

表 9：公司小家电产品市场格局情况

排名	第一名		第二名		第三名	
产品	品牌	市场份额	品牌	市场份额	品牌	市场份额
电饭锅	美的	44.65%	苏泊尔	17.8%	格兰仕	6.78%
电磁炉	美的	45%	苏泊尔	12.52%	九阳	11.52%
电压力锅	美的	45%	苏泊尔	17.84%	九阳	7.17%
电水壶	美的	29.72%	苏泊尔	14.47%	九阳	9.66%
豆浆机	九阳	67.85%	美的	23.84%	欧南多	2.24%

资料来源：中怡康、国都证券研究所

目前，公司已在炊具领域占据了中高端品牌的领先地位，但未来在成长性更好的小家电市场争夺将更加激烈。经分析，公司的主要竞争对手美的小家电起步较早，品牌影响力大，可借助大家电的渠道优势保持领先地位，但近期紫砂煲事件对产品的整体形象产生了一定的负面影响，不排除短期内市占率出现下滑。另一个竞争对手九阳则未能有效的将豆浆机的市场优势转移到其他产品上，短期内陷入成长困境。因此，我们认为公司有实力把握市场机遇，稳固其在小家电市场的地位，并不断缩小与龙头美的的差距。

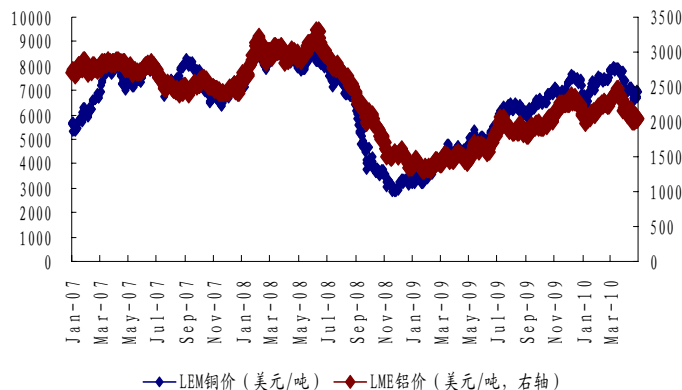
5、成本控制能力突出，经营持续稳健

5.1 始终保持较强的成本控制力

公司产品的成本中 50%以上都是铜和铝，因此铜、铝价的波动直接影响着日常的经营。09 年原材料价格保持低位，公司的毛利率出现上升，但目前铜价、铝价分别同比上升 46%和 45%，成本压力不容忽视。应对措施上，一方面公司与 SEB 协同采购降低成本，同时与上游供应企业联合锁定采购价格，另一方面也采用套期保值方式防范风险。从历史也可看到，即使在 08 年初至 08 年 7 月、09 年初至今两段铜、铝价上涨的阶段，公司的毛利率也基本保持稳定，因此预计今年大幅下降的可能性较低。

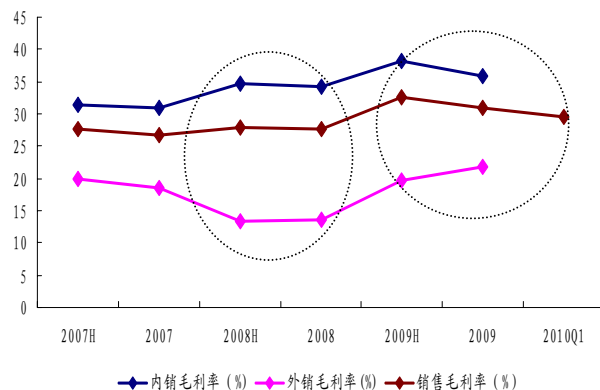
此外，与内销相比，外销毛利率受原材料价格影响更大，因为订单价格不能及时调整，09 年上升较快主要源于原材料价格偏低和高端客户增加，预计今年将维持在 18%-20% 之间，SEB 锁定毛利率的订单占比提高也会产生一定支撑。

图 28: LME 三个月铜价、铝价走势



资料来源: WIND、国都证券研究所

图 29: 公司毛利率变化

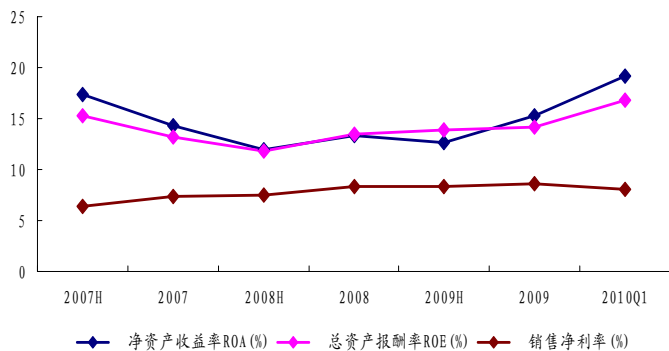


资料来源: WIND、国都证券研究所

5.2 盈利能力领先国内同行

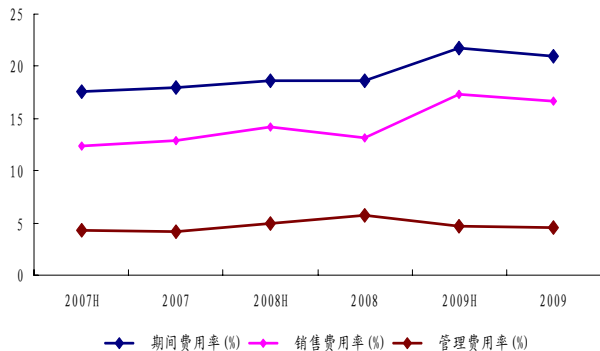
与九阳、华帝、伊立浦等国内小家电同行相比，公司的盈利能力处于行业领先，且稳定性和确定性更高。随着 SEB 技术和产品转移的深入推进，行业竞争格局走向集中，公司凭借着较强的成本控制力和市场掌控力，盈利水平仍有进一步提升的空间。

图 30: 公司的盈利能力相对稳定



资料来源: WIND、国都证券研究所

图 31: 07-09 年公司期间费用率变化



资料来源: WIND、国都证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

基本假设:

- 1、结合各类产品的增长情况，预计未来 3 年公司主营收入增长保持在 20% 以上。
- 2、公司成本控制能力较强，在今年原材料价格同比上升的情况下，预计综合毛利率将小幅下滑，未来 3 年分别为 30.2%、29.9% 和 29.7%。

3、公司盈利能力较为稳定,预计未来3年净利率可稳中有升,净利润增长率分别为32.3%、24.4%和23%。

表 10: 主营业务收入及毛利率假设

单位: 百万	2008	2009	2010E	2011E	2012E
炊具收入	1,735.89	2,106.65	2,525.79	2,931.36	3,399.41
YOY	3.09%	21.36%	19.90%	16.06%	15.97%
其中:					
炒锅	458.92	493.07	562.00	638.40	721.40
YOY	2.82%	7.44%	13.98%	13.59%	13.00%
压力锅	351.91	375.27	397.80	416.89	434.40
YOY	-3.20%	6.64%	6.00%	4.80%	4.20%
其他炊具	925.07	1238.31	1565.99	1876.07	2243.61
电器收入	1,722.16	1,920.87	2,680.51	3,656.38	4,850.25
YOY	51.03%	11.54%	39.55%	36.41%	32.65%
其中:					
电磁炉	660.26	474.50	521.96	600.00	690.00
YOY	50.46%	-28.13%	10.00%	14.95%	15.00%
电饭煲	516.42	577.63	687.40	804.20	932.90
YOY	29.11%	11.85%	19.00%	16.99%	16.00%
其他电器	545.48	868.73	1471.15	2252.18	3227.35
橡塑收入	68.88	29.44	42.00	53.58	66.98
总营业收入	3,622.47	4,115.68	5,308.30	6,697.32	8,372.64
YOY	23.48%	13.62%	28.98%	26.17%	25.01%
电磁炉	28.63%	27.84%	27.30%	27.5%	27.50%
电饭煲	23.04%	31.15%	28.70%	27.50%	27.3%
炒锅	38.33%	41.17%	40.80%	40.60%	40.50%
压力锅	35.12%	35.71%	35.10%	35.00%	35.00%
其它	24.55%	28.59%	28.00%	28.00%	28%
综合毛利率	27.7%	31.0%	30.2%	29.9%	29.7%

资料来源: 国都证券研究所

经测算,预计公司 10、11 年的 EPS 分别为 0.71 元和 0.88 元,以 6 月 7 日收盘价 17.50 元计算,对应 PE 分别为 25 倍和 20 倍,目前 PEG 仍小于 1,股价基本处于合理区间。

表 11: 苏泊尔盈利预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4116	5308	6697	8373
营业成本	2839	3706	4698	5890
营业税金及附加	7	9	11	14
营业费用	688	849	1058	1315
管理费用	187	223	268	335
财务费用	-10	-20	-25	-32
资产减值损失	3	4	5	6
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资净收益	13	20	20	20
营业利润	425	557	703	866
营业外收入	12	7	7	7
营业外支出	10	3	3	3
利润总额	427	561	707	870
所得税	72	84	106	130
净利润	355	477	601	739
少数股东损益	45	66	90	111
归属母公司净利润	310	411	511	628
EBITDA	476	607	757	918
EPS (元)	0.70	0.71	0.88	1.09

资料来源：国都证券研究所

6.2 投资建议

随着城乡居民生活质量的提高，国内炊具和小家电市场前景广阔，同时国际产能也在加速向我国转移，这都为小家电企业营造了较好的发展氛围。借助大股东 SEB 的大力支持，公司经营管理水平不断提升，内生及外延成长动力充足，在国内渠道拓展顺利，各细分市场产品竞争力显著提高，继续引领消费潮流；在国外则获得更多盈利稳定的出口订单，自主品牌加速拓展。同时，产能扩张为成长提供支撑，“三年再造苏泊尔”渐行渐近。因此，我们认为公司明确而稳定的成长难能可贵，并且由于小家电受房地产调控影响最小，负面因素偏少，在当前形势下也具备突出的防御性，给予“短期-强烈推荐，长期 A”的评级，建议逢低买入。

7、风险提示

- 1) 绍兴基地投产时间延后
- 2) 原材料价格出现大幅上涨
- 3) 股东继续减持公司股份

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2355	2984	3576	4492	营业收入	4116	5308	6697	8373
现金	945	1359	1619	2164	营业成本	2839	3706	4698	5890
应收账款	466	545	695	827	营业税金及附加	7	9	11	14
其它应收款	39	49	59	69	营业费用	688	849	1058	1315
预付账款	65	52	54	55	管理费用	187	223	268	335
存货	609	700	818	992	财务费用	-10	-20	-25	-32
其他	231	279	331	385	资产减值损失	3	4	5	6
非流动资产	911	969	1005	1012	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	13	20	20	20
固定资产	645	745	800	818	营业利润	425	557	703	866
无形资产	190	184	178	171	营业外收入	12	7	7	7
其他	75	39	27	23	营业外支出	10	3	3	3
资产总计	3266	3953	4582	5505	利润总额	427	561	707	870
流动负债	877	952	1096	1280	所得税	72	84	106	130
短期借款	0	0	0	0	净利润	355	477	601	739
应付账款	583	695	820	992	少数股东损益	45	66	90	111
其他	294	257	276	288	归属母公司净利润	310	411	511	628
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	476	607	757	918
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.70	0.71	0.88	1.09
其他	2	2	2	2					
负债合计	879	954	1098	1281	主要财务比率				
少数股东权益	237	304	394	505		2009	2010E	2011E	2012E
股本	444	577	577	577	成长能力				
资本公积金	840	840	840	840	营业收入	13.6%	29.0%	26.2%	25.0%
留存收益	875	1285	1681	2308	营业利润	23.7%	31.0%	26.2%	23.2%
归属母公司股东权益	2150	2696	3090	3718	归属母公司净利润	31.3%	32.3%	24.4%	23.0%
负债和股东权益	3266	3953	4582	5505	获利能力				
					毛利率	31.0%	30.2%	29.9%	29.7%
					净利率	7.5%	7.7%	7.6%	7.5%
					ROE	14.4%	15.2%	16.5%	16.9%
					ROIC	25.0%	28.7%	31.7%	35.2%
					偿债能力				
					资产负债率	26.9%	24.1%	24.0%	23.3%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.69	3.13	3.26	3.51
					速动比率	1.98	2.39	2.50	2.72
					营运能力				
					总资产周转率	1.39	1.47	1.57	1.66
					应收帐款周转率	11	11	11	11
					应付帐款周转率	6.33	5.80	6.20	6.50
					每股指标(元)				
					每股收益	0.54	0.71	0.88	1.09
					每股经营现金	0.51	0.65	0.77	1.01
					每股净资产	3.72	4.67	5.35	6.44
					估值比率				
					P/E	33.54	32.97	26.51	21.56
					P/B	4.84	5.02	4.38	3.64
					EV/EBITDA	20.35	15.96	12.79	10.54

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com