

强烈推荐-A (首次)

苏泊尔 002032.SZ

目标中枢: 30 元

当前股价: 23.75 元

2011 年 3 月 24 日

成长前景明朗的炊具和厨房小家电行业翘楚

基础数据

上证综指	2931
总股本(万股)	57725
已上市流通股(万股)	28311
总市值(亿元)	145
流通市值(亿元)	71
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	16.8
资产负债	27.6%
主要股东	SEB INTERNATIONALE S.A.S
主要股东持股比例	51.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	8	72
相对表现	3	-2	72

相关报告

- 1、《万家乐(000533)-传统业务继续前行,HCPV 或成未来第三驾马车》2011/3/15
- 2、《万和电气(002543)-发挥成本和渠道优势,2013 再造一个万和》2011/3/07

纪敏

86-755-82960304
wangxd@cmschina.com.cn
S1090208030187

研究助理

张立聪

86-755-82943201
zhanglc1@cmschina.com.cn

苏泊尔(002032)是炊具行业冠军和厨房小家电行业翘楚。未来三年大股东 SEB 将加速对公司的 OEM 订单转移以及品牌和技术许可的引入。辅以苏泊尔自身的产能扩张以及渠道深化拓展,公司未来有望延续 30%左右的高速盈利增长。

- **关注炊具行业的品牌集中度提升与厨房小家电行业的持续成长。**普及率较高的炊具行业已经步入稳定增长阶段,消费升级背景下强势品牌有望继续提升市场份额;行业龙头苏泊尔和爱仕达的市场份额总和仅 10%左右,未来提升空间巨大。相较全球人均厨房小家电消费,中国尚处于低位;部分厨房小家电产品在国内市场的普及空间仍然很大,处于快速成长期;同时小家电创新能够不断扩大需求从而创造新的市场容量。厨房小家电行业已形成较强的品牌,包括美的、苏泊尔、九阳等;一二级市场品牌集中度已经较高,而三四级市场的品牌拓展空间广阔。预期未来三年厨房小家电行业复合增速将有望保持在 20%以上。
- **苏泊尔(002032)是国内炊具行业冠军和厨房小家电行业翘楚。**定位中高端的苏泊尔是国内炊具行业的市场冠军,公司在部分厨房小家电产品领域的市场份额位居国内三甲。基于在炊具和厨房电器领域有着出色的产品多元化和品牌延伸性,公司能够极大分享行业的持续成长。积极推进产品和技术创新的同时,公司重视渠道深化拓展,未来内销市场份额有望继续提升。
- **赛博控股:公司将受益于 SEB 的多国本土化战略。**在保证苏泊尔高职业化素养管理团队的稳定和决策自由度的基础上,SEB 将在技术、管理经验、品牌推广等方面为苏泊尔提供平台支持,OEM 订单转移以及品牌和技术许可的引入有望加速。SEB 重视激励管理层的积极性,2011 年增持苏泊尔股权至 71%之后,为未来股权激励提供了可能性,这亦将为苏泊尔的持续成长保驾护航。
- **大股东 30 元的受让价格是中长期投资的重要估值参考。**预期公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.97 和 1.21 元,CAGR31%,当前股价对应 2011 年市盈率 24.0x。公司未来几年增长确定性较强,可作为优良的中长线投资品种,而赛博 2011 年 30 元的受让价格可视为估值的重要参考,给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险因素:** SEB 订单转移低于预期以及原材料和汇率的风险

财务数据与估值

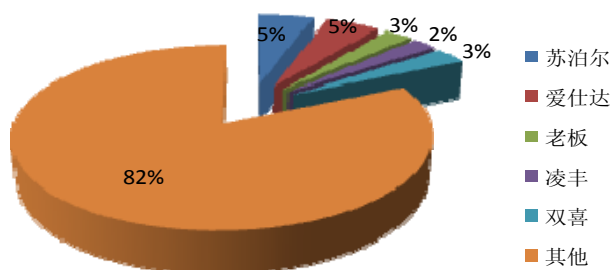
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3622	4116	5622	7216	8931
同比增长	23%	14%	37%	28%	24%
营业利润(百万元)	344	425	502	729	913
同比增	41%	24%	18%	45%	25%
净利润(百万元)	237	310	402	558	699
同比增长	38%	31%	29%	39%	25%
每股收益(元)	0.53	0.70	0.70	0.97	1.21
PE	44.6	34.0	34.1	24.6	19.6
PB	5.5	4.9	5.4	4.4	3.8

资料来源:招商证券

投资聚焦

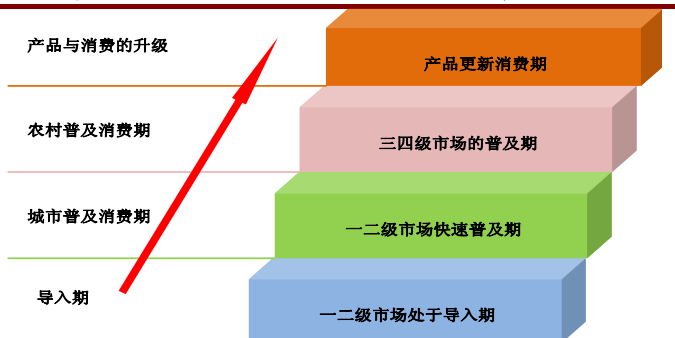
◇ 盈利驱动：行业增长、市占率提升、渠道下沉、SEB 订单转移、

图1、炊具内销市场的低集中度蕴含领导品牌的机遇



资料来源：招商证券研发中心

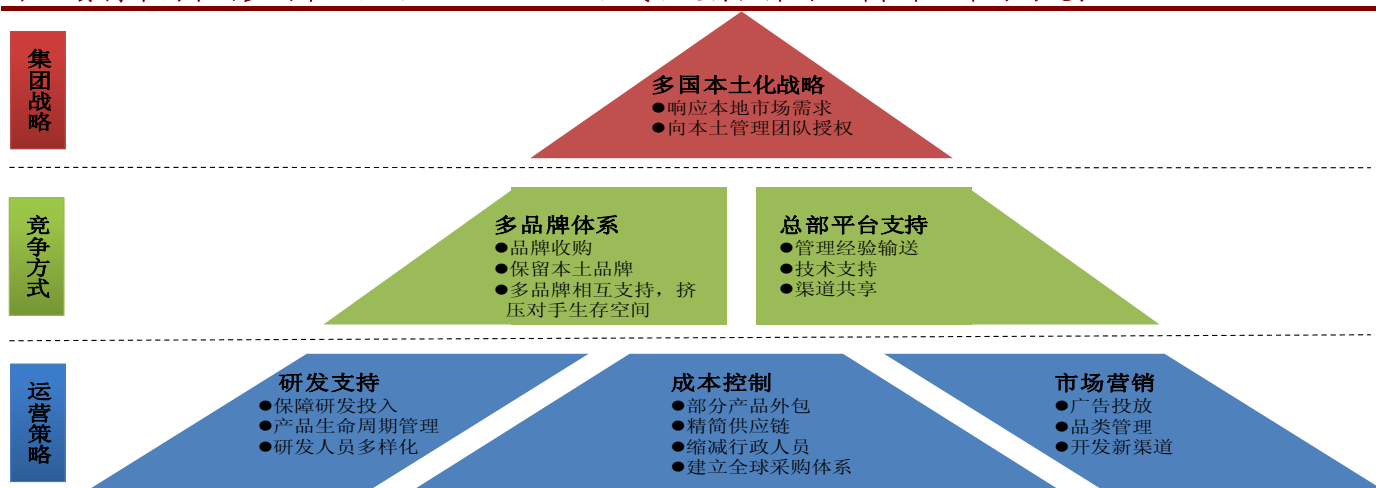
图2、中国小家电市场的扩容与增长路径解析



资料来源：招商证券研发中心

◇ 经营管理完善：公司将受益于 SEB 的多国本土化战略

图3、赛博集团采用多国本土化（multidomestic）战略支持被并购品牌在本土市场的发展



资料来源：SEB、招商证券研发中心

◇ 投资价值：中长期优选，SEB 30 元受让价可视为估值参考

表 1、SEB 历次收购苏泊尔股权的收益分析

收购时间	取得方式	股份数量	百分比	收购价格	复权后价格	当前收盘价	收益
2007.8.31	协议转让	2532	14.38%	18.00	5.49	23.75	332.71%
2007.9.04	定向增发	4000	30.24%	18.00	6.74	23.75	252.58%
2007.12.25	要约收购	4912	52.98%	47.00	17.59	23.75	35.03%
2011.2.16	协议转让	11545	71.31%	30.00		23.75	

资料来源：上市公司、招商证券

表 2、A 股家电行业上市公司估值表

上市公司			EPS			盈利增速		PE		市值	主营业务
A 股可比家电企业	股价	10E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	亿元		
九阳股份	002242	16.0	0.78	0.90	1.04	15.4%	15.5%	17.8	15.4	122	小家电
苏泊尔	002032	23.8	0.70	0.97	1.21	38.6%	24.7%	24.5	19.7	137	炊具、小家电
爱仕达	002403	16.7	0.29	0.38	0.48	31.0%	26.3%	43.9	34.8	40	炊具、小家电

资料来源：Wind、招商证券

正文目录

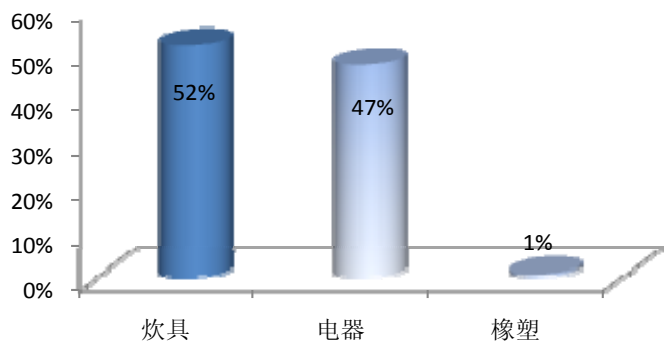
1、苏泊尔 (002032)：国内炊具和小家电行业的综合龙头	4
2、炊具与小家电行业的品牌消费空间依然十分广阔	4
2.1 炊具行业：高普及率下的产品结构升级与品牌效应强化	4
2.2 厨房小家电：消费升级背景下品牌消费的巨大空间	5
3、苏泊尔式特点：中高端品牌、多元化延伸、SEB 控股	6
4、SEB 控股：苏泊尔将受益于 SEB 的多国本土化战略	6
4.1 SEB：多国本土化战略支持被并购品牌在本土市场发展	7
4.2 苏泊尔将受益于 SEB 的多国本土化 (multidomestic) 战略	8
4.2.1 苏泊尔自有品牌：受益 SEB 总部平台支持	8
4.2.2 OEM 业务：SEB 旗下业务订单转移有望加速	10
4.3 SEB 增持苏泊尔股权加大公司实施股权激励的可能性	12
5、渠道拓展：加大渠道下沉力度，积极发展电子商务	13
6、盈利预测与估值分析：	13
6.1 内销驱动与 SEB 订单转移：保持 25%以上盈利增速	13
6.2 强烈推荐：苏泊尔 (002032) 是优良的中长期投资品种	14

图表目录

图 1、苏泊尔 (002032) 旗下业务以炊具和小家电为主	4
图 2、内销依然是苏泊尔 (002032) 主要的收入来源	4
图 3、炊具行业内销市场容量和增长趋势 (06-09)	5
图 4、炊具内销市场的低集中度预示品牌消费的机遇	5
图 5、厨房小家电行业内销市场容量及增长趋势	5
图 6、部分小家电普及空间巨大仍处于高速成长期	5
图 7、中国的人均厨房小家电消费仍处于全球低位水平	5
图 8、中国小家电市场的扩容与增长路径解析	5
图 9、炊具市场：苏泊尔是中高端品牌的龙头	6
图 10、小家电市场：2009 年国内品牌关注度排行	6
图 11、苏泊尔在厨房电器领域有着较强的品牌和产品延伸性 (较为齐全的产品线) ..	6
图 12、SEB 集团两次增持苏泊尔股权彰显发展信心	6
图 13、公司在国内商场数量和金额的覆盖率处于前列	6
图 14、全球炊具和小家电业巨头 SEB 的收入构成	7
图 15、SEB 与 NEWELL 的收入与净利润状况对比	7
图 16、海外业务贡献了 SEB80%以上的营业收入	7
图 17、受益中国因素亚太区成为 SEB 最佳成长性区域	7
图 18、赛博集团采用多国本土化战略支持被并购品牌在本土市场的发展	7
图 19、SEB 平台支持为苏泊尔自有品牌成长提供动力	8
图 20、赛博集团的研发与战略营销投入 (2008-2010)	8
图 21、苏泊尔获得国际领先技术支持从而提升产品竞争力案例之一：火红点技术 ..	9
图 22、持续创新能力：SEB 拥有多项突破性的技术	10
图 23、赛博集团全球产能逐步向中国转移 (09-2010)	10
图 24、产能向中国转移是税前利润率提升的重要原因	10
图 25、赛博集团给予苏泊尔的订单额快速增长	11
图 26、赛博集团在爱仕达的订单统计情况	11
图 28、赛博集团对中国的炊具采购额分类 (2010E)	11
图 29、网络购物在互联网消费中的占比将逐步提升	13
图 30、厨卫电器及其他小家电是网购重要成长力量	13

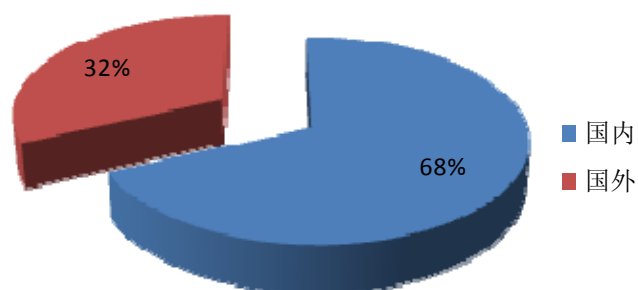
1、苏泊尔(002032)：国内炊具和小家电行业的综合龙头

图1、苏泊尔(002032)旗下业务以炊具和小家电为主



资料来源：公司年报、招商证券研发中心

图2、内销依然是苏泊尔(002032)主要的收入来源



资料来源：公司年报、招商证券研发中心

表 1、苏泊尔(002032)是国内炊具行业的龙头企业

国内市场排名	公 司	市场份额
1	浙江苏泊尔股份有限公司	5.2%
2	浙江爱仕达电器股份有限公司	5.0%
3	珠海双喜电器有限公司	3.0%
4	杭州老板电器股份有限公司	2.5%
5	广东凌丰集团股份有限公司	2.3%
6	其 他	8.2%

资料来源：五金协会、招商证券研发中心

表 2、苏泊尔(002032)在部分小家电领域有着领先优势

市场细分产品	公 司	排名	市场份额
电饭锅	美的电器	1	29%
	苏泊尔	2	20%
	松下电器	3	6%
电磁炉	美的电器	1	29%
	苏泊尔	2	15%
	九 阳	3	13%
电压力锅	美的电器	1	27%
	苏泊尔	2	21%
	九 阳	3	10%
电水壶	美的电器	1	41%
	苏泊尔	2	14%
	九 阳	3	12%

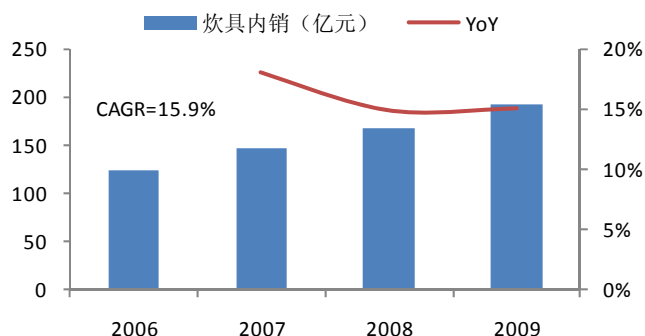
资料来源：中怡康、招商证券研发中心

2、炊具与小家电行业的品牌消费空间依然十分广阔

2.1 炊具行业：高普及率下的产品结构升级与品牌效应强化

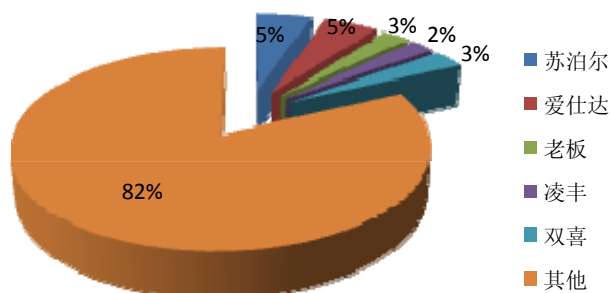
炊具行业普及率已经较高，未来消费升级和品牌化有望使强势品牌集中市场份额。

图3、炊具行业内销市场容量和增长趋势（06-09）



资料来源：招商证券研发中心

图4、炊具内销市场的低集中度预示品牌消费的机遇

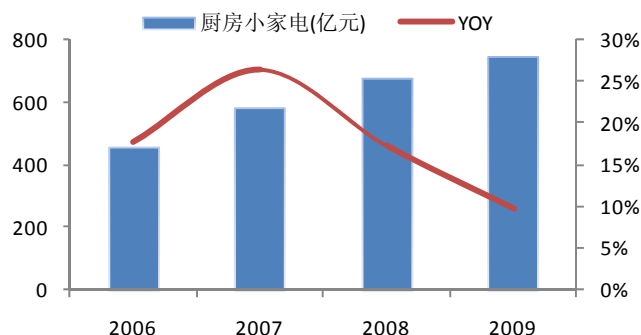


资料来源：招商证券研发中心

2.2 厨房小家电：消费升级背景下品牌消费的巨大空间

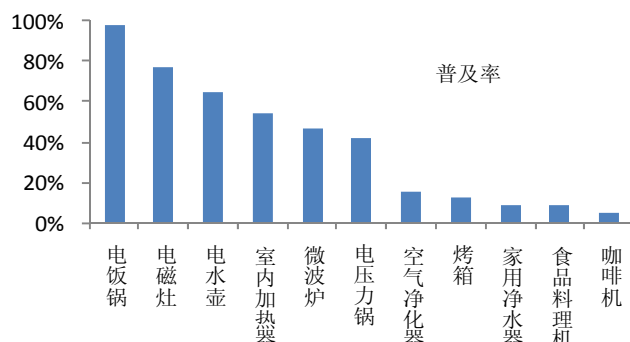
基于普及率 and 需求周期分析，我们认为相对于大家电大多处于普及中后期，部分厨房小家电普及空间尚大仍处于快速成长期。相较全球人均厨房小家电消费，中国尚处于低位；部分厨房小家电产品在国内市场的普及空间仍然很大，处于快速成长期；同时小家电创新能够不断扩大需求从而创造新的市场容量。厨房小家电行业已形成较强的品牌，包括美的、苏泊尔、九阳等；一二级市场品牌集中度已经较高，而三四级市场的品牌拓展空间广阔。预期未来三年厨房小家电行业复合增速将有望保持在20%以上。

图5、厨房小家电行业内销市场容量及增长趋势



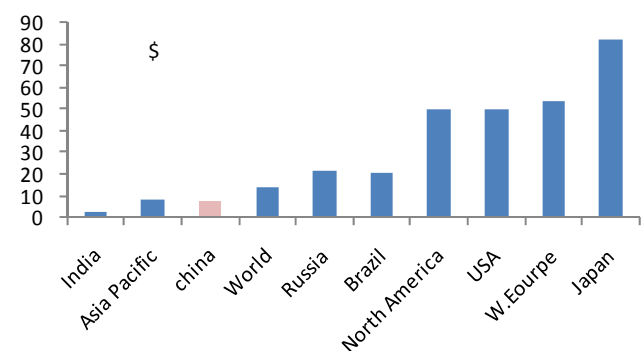
资料来源：招商证券研发中心

图6、部分小家电普及空间巨大仍处于高速成长期



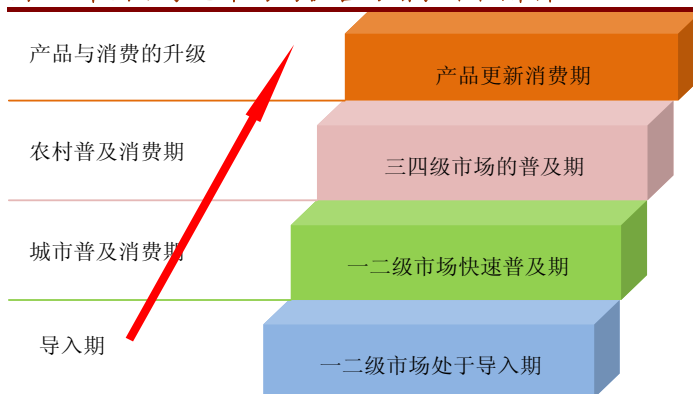
资料来源：招商证券研发中心

图7、中国的人均厨房小家电消费仍处于全球低位水平



资料来源：招商证券研发中心

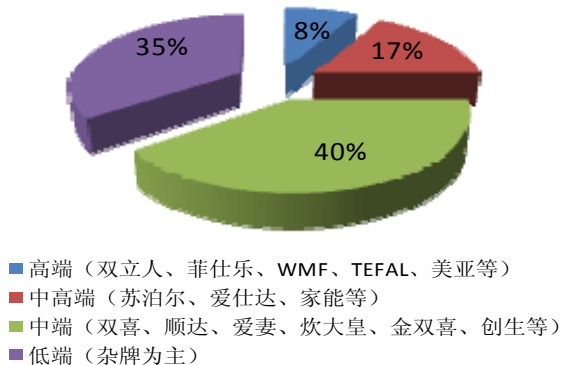
图8、中国小家电市场的扩容与增长路径解析



资料来源：招商证券研发中心

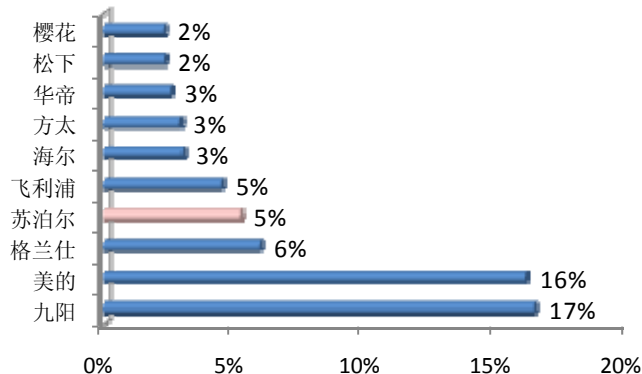
3、苏泊尔式特点：中高端品牌、多元化延伸、SEB 控股

图9、炊具市场：苏泊尔是中高端品牌的龙头



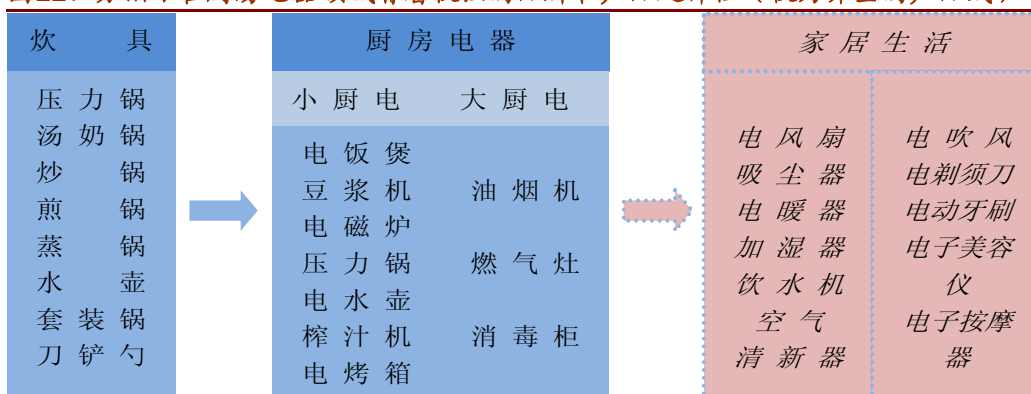
资料来源：五金协会、招商证券研发中心

图10、小家电市场：2009年国内品牌关注度排行



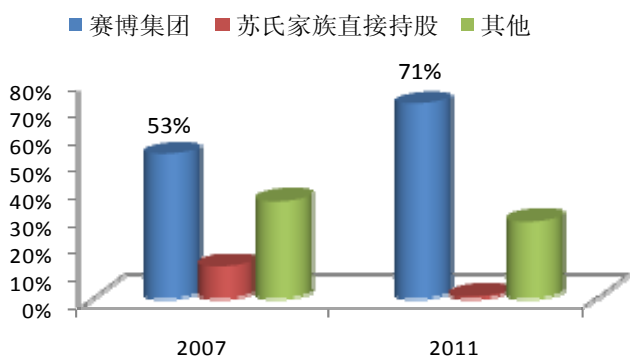
资料来源：百度数据研究中心、招商证券

图11、苏泊尔在厨房电器领域有着较强的品牌和产品延伸性（较为齐全的产品线）



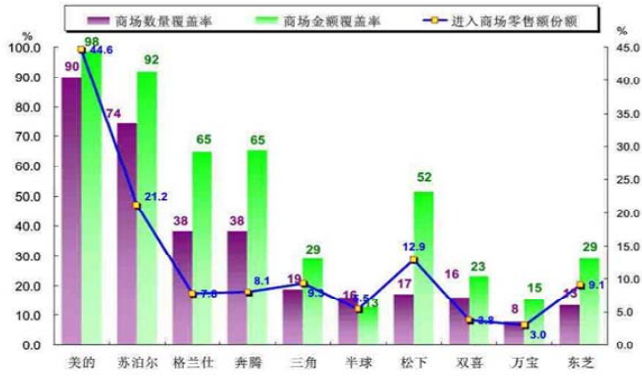
资料来源：招商证券研发中心

图12、SEB集团两次增持苏泊尔股权彰显发展信心



资料来源：招商证券研发中心

图13、公司在国内商场数量和金额的覆盖率处于前列



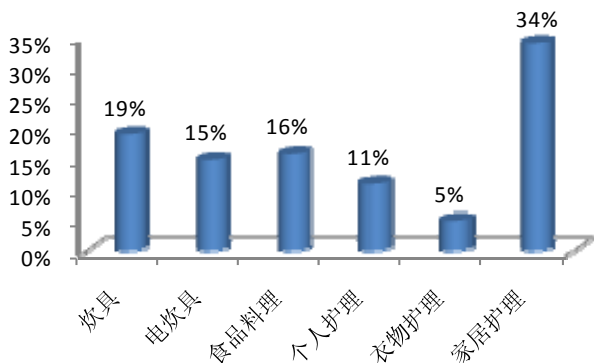
资料来源：招商证券研发中心

4、SEB 控股：苏泊尔将受益于 SEB 的多国本土化战略

苏泊尔的控股股东法国小家电集团-赛博（Group SEB）是全球炊具和小家电的巨人。

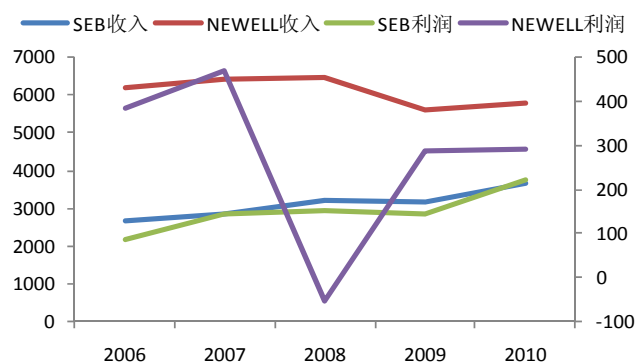
4.1 SEB：多国本土化战略支持被并购品牌在本地市场发展

图14、全球炊具和小家电巨头SEB的收入构成



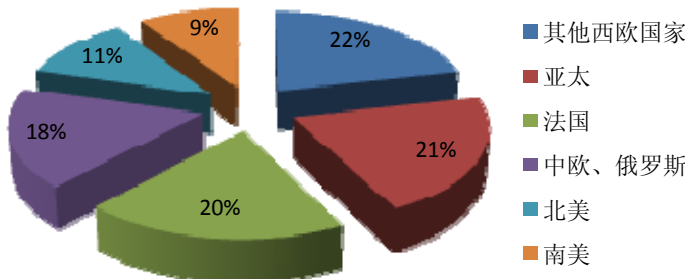
资料来源：招商证券研发中心

图15、SEB与NEWELL的收入与净利润状况对比



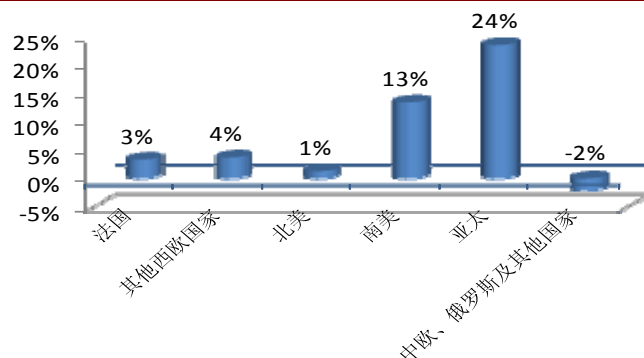
资料来源：招商证券研发中心

图16、海外业务贡献了SEB80%以上的营业收入



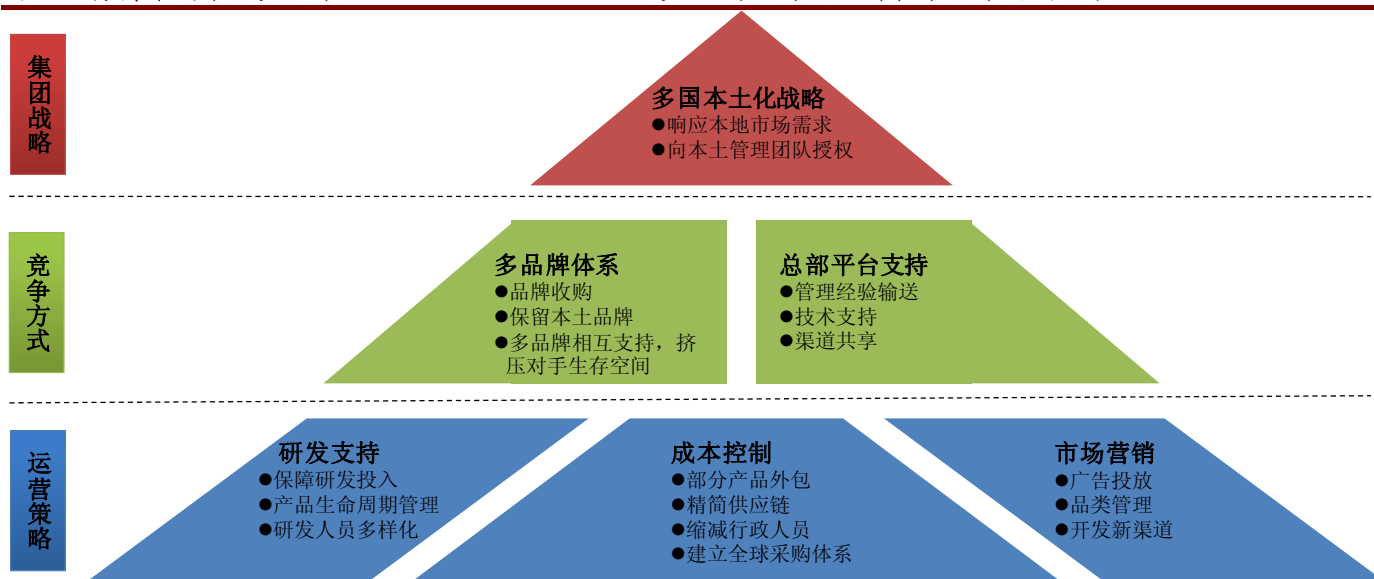
资料来源：招商证券研发中心

图17、受益中国因素亚太区成为SEB最佳成长性区域



资料来源：招商证券研发中心

图18、赛博集团采用多国本土化（multidomestic）战略支持被并购品牌在本地市场的发展



资料来源：SEB、招商证券研发中心

表 3、赛博（SEB GROUP）的多品牌战略：高中低品牌并举、完善多品牌竞争

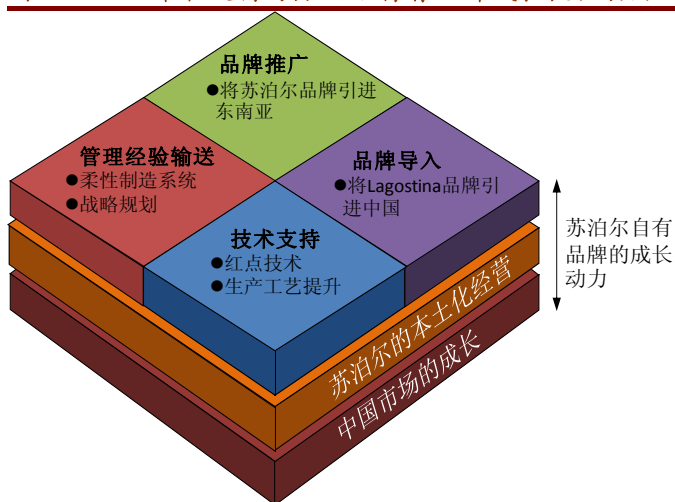
区域	小家电		炊具	
	品牌	并购年份	品牌	并购年份
全球	Rowenta	1988	Tefal	1968
	Moulinex	2001	All-Clad	2004
	KRUPS	2001	Lagostina	2005
法国、比利时	SEB	—	SEB	—
	calor	1972		
北美			T-fal	1968
			AirBake	2006
			MIRRO	2006
			REGAL	2006
			WearEver	2006
南美	ARNO	1997	PANEX	2005
	samurai	1998	Rochedo	2005
			clock	2005
亚洲			PENEDO	2005
			IMUSA	2011
	SUPOR 苏泊尔	2007	SUPOR 苏泊尔	2007

资料来源：SEB、招商证券研发中心

4.2 苏泊尔将受益于 SEB 的多国本土化（multidomestic）战略

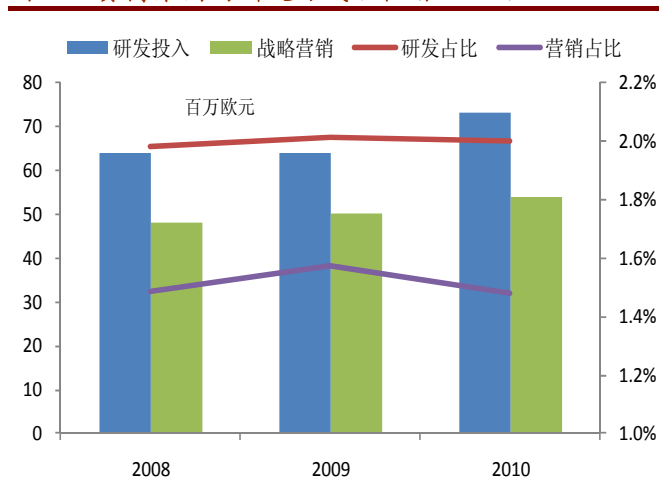
4.2.1 苏泊尔自有品牌：受益 SEB 总部平台支持

图19、SEB平台支持为苏泊尔自有品牌成长提供动力



资料来源：SEB、招商证券研发中心

图20、赛博集团的研发与战略营销投入（2008-2010）

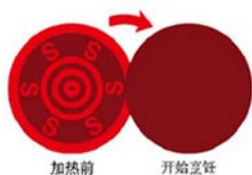


资料来源：SEB、招商证券研发中心

图21、苏泊尔获得国际领先技术支持从而提升产品竞争力案例之一：火红点技术

赛博集团火红点技术

火红点位于锅的中间，由两种颜色组成。当国内的温度达到180度的时候，红点上的图案将会消失，火红点变成一个颜色，成为一个实心的火红点，此时即为开始烹饪的最佳时刻。锅冷却到常温后，火红点图案会恢复。



火红点技术已经广泛应用于苏泊尔产品

应用火红点技术的炒锅



应用火红点技术的煎锅



资料来源：SEB、苏泊尔、招商证券研发中心

在内销方面，赛博集团在保障苏泊尔管理团队决策自由度的基础上，为苏泊尔提供平台支持。多年来，赛博集团在研发和品牌方面保持了高额投入，积累起丰富的技术资源和品牌营销经验。2008 年，苏泊尔引进了赛博集团的火红点专利技术，可以有效控制油烟的产生，提高菜肴的口感和营养保存度，已经广泛应用于苏泊尔的多种炊具，市场反应甚好。在管理经验上，赛博团指导苏泊尔实现柔性生产，实现了由大批量、少品种向小批量、多品种的生产转变，提高生产效率 30%。在越南和绍兴基地的建设过程中，赛博集团丰富的投资经验帮助苏泊尔节省了大笔投资开支。

赛博集团希望苏泊尔品牌能够辐射到周边国家和地区，积极帮助苏泊尔将品牌推广到东南亚地区。另外，苏泊尔还将代理赛博集团旗下 Lagostina 品牌，进军国内高端市场。苏泊尔一直希望能够覆盖高端人群，但自建高端品牌的成本高昂，风险较大，引进既有的成熟品牌可以降低市场推广的难度。至此，公司在国内市场形成了 Lagostina、苏泊尔、好帮手的高、中、低端品牌序列，以苏泊尔品牌作为主导，覆盖各类消费群体。

表 3、SEB 高效的营运能力对于苏泊尔亦是有效借鉴

	2009		2008	
	SEB	苏泊尔	SEB	苏泊尔
存货周转率	3.3	5.4	3.2	6.4
应收帐款周转率	5.0	16.5	5.1	14.8
流动资产周转率	2.1	2.2	2.2	2.1
固定资产周转率	2.8	5.9	3.1	7.1
净资产周转率	2.8	12.0	3.4	15.0
总资产周转率	3.3	5.4	3.2	6.4

资料来源：SEB、苏泊尔、招商证券研发中心

我们认为，当前苏泊尔自有品牌的收入增长主要来自于国内市场，而**东南亚区域品牌将是苏泊尔未来的发展方向**。东南亚市场以发展中国家为主，市场潜力巨大，而苏泊尔是赛博集团在这一区域拥有的唯一品牌。与赛博集团拥有的全球性品牌相比，苏泊尔的定位更适合发展中国家的消费水平。同时，考虑地理条件，苏泊尔的生产基地辐射东南亚区域，更具有成本优势。赛博集团已经着力在东南亚推广苏泊尔品牌，公司在越南的生产基地也正在建设之中，未来这一市场有望成为公司新的业绩增长点。

4.2.2 OEM 业务：SEB 旗下业务订单转移有望加速

赛博集团对苏泊尔的订单增长，取决于三个因素：一是发达区域市场的业务增速，二是赛博集团将发达国家产能向中国转移的速度，三是赛博集团将中国区订单向苏泊尔转移的速度。近年来，赛博集团在发达地区的业务增长缓慢，我们预计这一状况在未来两年内不会改变。后两个因素对苏泊尔的海外业务发展起着重要的促进作用。

表 4、中国市场、制造业优势以及对苏泊尔经营管理的认可都是吸引 SEB 的因素

	2009		2008	
	SEB	苏泊尔	SEB	苏泊尔
资产净利率	5.5%	12.0%	5.4%	11.9%
销售净利率	4.6%	8.6%	4.7%	8.3%
销售毛利率	11.2%	31.0%	10.6%	27.7%

资料来源：苏泊尔、招商证券研发中心

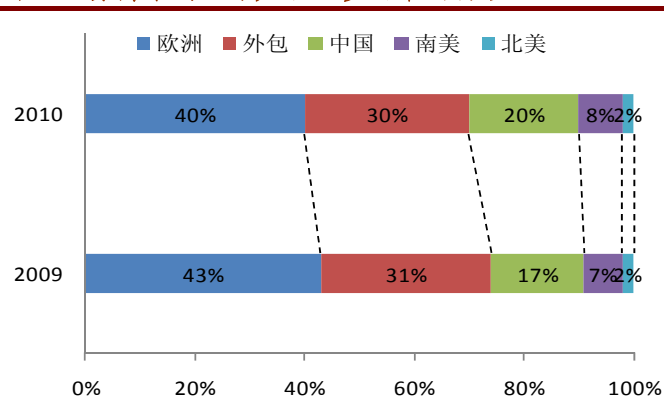
预计赛博将加速向苏泊尔小家电的订单转移。2007 年并购之后，赛博集团向苏泊尔的采购订单高速增长，而欧洲地区的生产比重、赛博集团对爱仕达的采购额都在下降，显示赛博集团正在向苏泊尔转移订单。增持苏泊尔之后，赛博集团的绝对控股地位得到确立，与苏泊尔的联系更加紧密。2010 年，在赛博集团交给中国区的订单中，苏泊尔约占小家电采购额的 16%，炊具采购额的 80%。我们预计，未来赛博集团将加速对苏泊尔小家电的订单转移，由此带动苏泊尔对赛博集团出口业务的高速增长。未来三年，苏泊尔向赛博集团的出口增速可达 36%、32%、29%。

图22、持续创新能力：SEB拥有多项突破性的技术



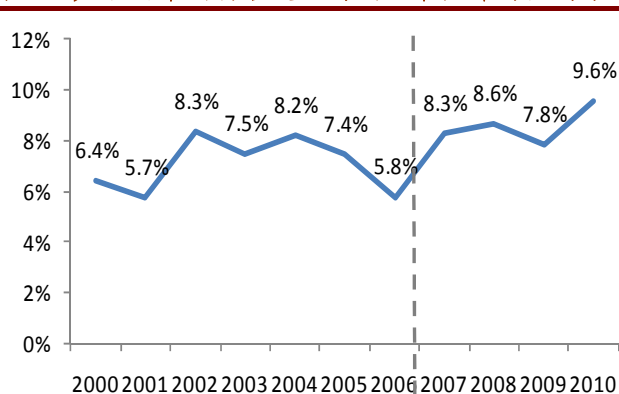
资料来源：SEB、招商证券研发中心

图23、赛博集团全球产能逐步向中国转移（09-2010）



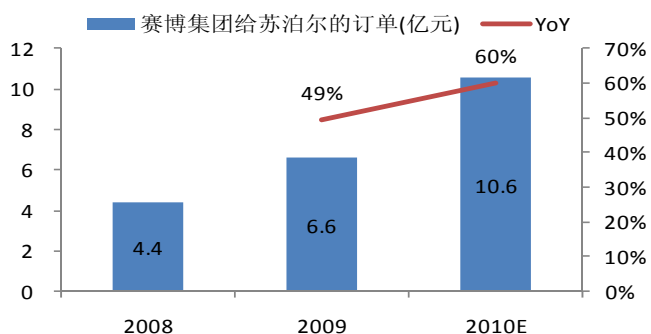
资料来源：招商证券研发中心

图24、产能向中国转移是税前利润率提升的重要原因



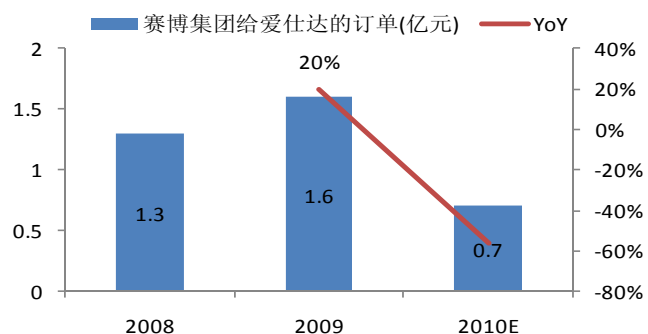
资料来源：招商证券研发中心

图25、赛博集团给予苏泊尔的订单额快速增长



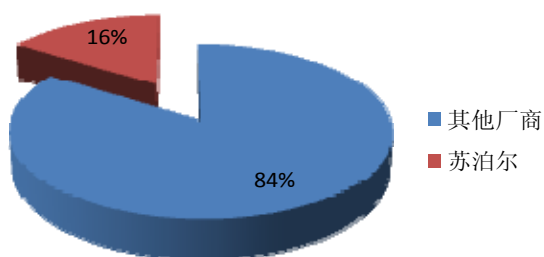
资料来源：招商证券研发中心

图26、赛博集团在爱仕达的订单统计情况



资料来源：招商证券研发中心

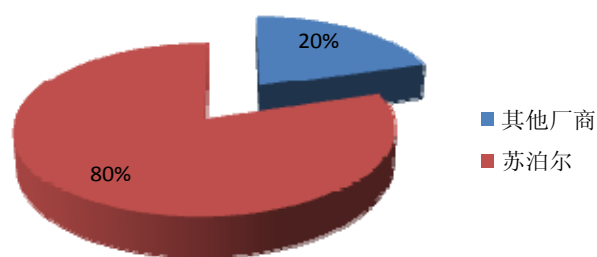
图 27、赛博集团对中国的小家电采购额分类（2010E）



在小家电的采购额中，苏泊尔只占 16%，拓展空间较大

资料来源：招商证券研发中心

图28、赛博集团对中国的炊具采购额分类（2010E）



在炊具的采购额中，苏泊尔已占 80%，拓展空间相对有限

资料来源：招商证券研发中心

表 5、苏泊尔生产基地产能建设情况统计

基地	炊具	小家电	产值	说 明
绍兴		1325	35 亿	一期设计 20 亿产值建设已完成，二期设计 15 亿产值预计 2012 年完成
武汉	2305		25 亿	估计 2011 年底武汉基地二期工程完成，新增 1600 万口炊具的产能，内销
玉环	1405		10 亿	内贸市场
越南	790		5 亿	东南亚市场
杭州		350	10 亿	小家电生产
合计	4500	1675	85 亿	

资料来源：苏泊尔、招商证券

表 6、赛博集团未来交给苏泊尔的订单预测（2011-2013）

	2010E	2011E	2012E	2013E
小家电				
中国区采购额（亿元）	16.5	18.2	20.0	22.0
中国区采购额增速		10%	10%	10%
苏泊尔占比	16%	30%	45%	60%
交给苏泊尔的订单额度（亿元）	2.6	5.4	9.0	13.2
炊具				
中国区采购额（亿元）	10	11.0	12.1	13.3
中国区采购额增速		10%	10%	10%
苏泊尔占比	80%	82%	84%	86%
交给苏泊尔的订单额度（亿元）	8.0	9.0	10.2	11.4
合计				
苏泊尔获得的订单额度（亿元）	10.6	14.5	19.1	24.6
苏泊尔对赛博集团出口增速		36%	32%	29%

资料来源：招商证券研发中心

表 7、苏泊尔与赛博集团主要产品线比较（基于同类生产线的订单转移更为可行）

产品分类	双方共有品种	赛博集团独有品种	苏泊尔独有品种
炊具类	煎锅、汤锅、压力锅	炖锅、低压锅、烘焙器	奶锅、炒锅、刀具
厨电类			
电炊具	电饭煲、电磁炉、蒸锅	炸锅、烤箱、电压力锅、烤炉、华夫饼机、烤架、烤面包机、面包机	电火锅
烹饪辅助	榨汁机、电热水壶	食物搅切机、搅拌器、混合器、捣碎机、咖啡机、饮水机、啤酒机	燃气灶、抽油烟机、消毒柜
家庭护理类			
衣物护理		熨斗、半自动洗衣机、挂烫机	
家具护理		电吹风、理发剪、卷发器、直发器、脱毛机、电子称、修甲用具、奶瓶、暖奶器、消毒器、夜灯、婴儿监测器	
环境护理		吸尘器、风扇、暖气机、空调	

资料来源：苏泊尔、SEB、招商证券研发中心

4.3 SEB 增持苏泊尔股权加大公司实施股权激励的可能性

赛博集团重视用股权激励提高管理层的积极性，几乎每年都有股权激励方案推出。2011 年增持之后，赛博集团在苏泊尔的股权比例由 51% 增加至 71%。结合赛博集团的管理风格，未来苏泊尔有可能会推出股权激励方案。

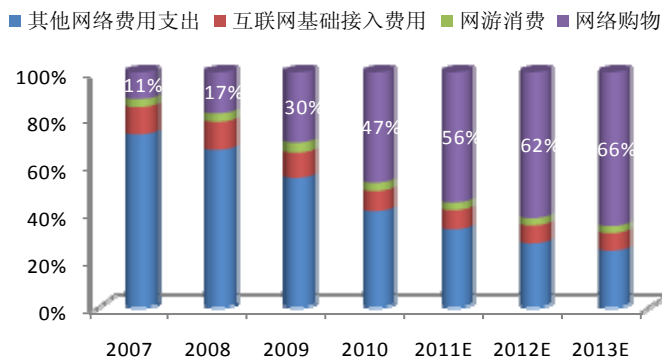
表 8、赛博集团历次股权激励方案（2000-2009）

序号	1	2	3	4	5
年会日期	04/04/2000	03/05/1999	14/05/2002	14/05/2002	06/05/2004
董事会日期	14/06/2001	19/04/2002	17/10/2002	18/06/2003	18/06/2004
行权日	14/06/2005	19/04/2006	17/10/2006	18/06/2007	18/06/2008
期满日	14/06/2009	19/04/2010	17/10/2010	18/06/2011	18/06/2012
行权价格	18.18	27.88	25.15	24.24	31.67
董事会前 20 日均价	17.95	27.78	26.65	24.03	31.52
分配股权	493,500	417,450	598,125	612,150	539,100
其中：CEO 获配股权	66,000	49,500	6,600	115,516	104,989
CEO 行权股数	66,000	49,500	0	60,000	0
CEO 未行权股数	0	0	0	0	0
CEO 待行权股数	0	0	6,600	55,516	104,989
序号	6	7	8	9	10
年会日期	06/05/2004	11/05/2006	11/05/2006	13/05/2008	13/05/2009
董事会日期	08/04/2005	16/06/2006	20/04/2007	13/05/2008	12/06/2009
行权日	08/04/2009	16/06/2010	20/04/2011	13/05/2012	12/06/2013
期满日	08/04/2013	16/06/2014	20/04/2015	13/05/2016	12/06/2017
行权价格	28	29.33	44	38.35	28.05
董事会前 20 日均价	28.2	29.01	43.73	38.35	28.05
分配股权	554,700	589,798	579,150	1,005,900	371,300
其中：CEO 获配股权	105,000	105,012	105,000	105,000	71,250
CEO 行权股数	0	0	0	0	0
CEO 未行权股数	0	0	0	0	0
CEO 待行权股数	105,000	105,012	105,000	105,000	71,250

资料来源：SEB、招商证券研发中心

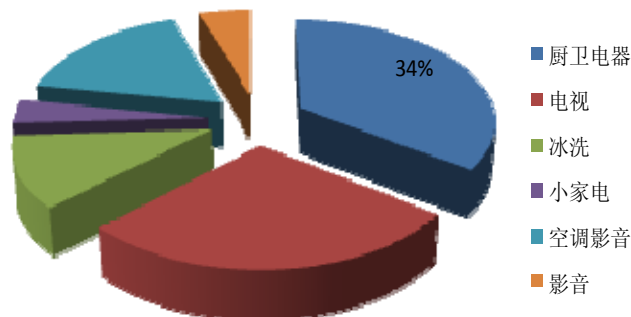
5、渠道拓展：加大渠道下沉力度，积极发展电子商务

图29、网络购物在互联网消费中的占比将逐步提升



资料来源：招商证券研发中心

图30、厨卫电器及其他小家电是网购重要成长力量



资料来源：品牌家电网、招商证券研发中心

三四级市场是苏泊尔未来发展的重点。伴随着居民收入水平的整体提高，国内的三四级市场空间正在逐步打开，国内家电厂商争相进入。九阳、美的在三四级市场的销量已经占到四成以上，而**2010年苏泊尔来自三四级市场的收入只占20%。公司希望通过努力，将这一比重提高到30%**。为打开三四级市场，公司从2007年开始在三四级市场设立生活馆，目前数量已经达到800家，2010年贡献收入约2亿元。生活馆在苏泊尔的销售体系中扮演双重角色，一方面是苏泊尔的专卖店，另一方面是二级经销商，向周边的小终端供货。与此同时，苏泊尔还进入日日顺等卖场，以及小超市、夫妻店等低成本渠道。苏泊尔针对三四级市场进行产品开发。苏泊尔进行专门的产品设计，降低成本，推出高性价比的产品，以吸引三四级市场的消费者。

中国电子商务研究中心监测数据显示，2010年度国内家电网购额近800亿元，家电板块在电子商务领域日益崛起。小家电在2010年的网购市场还是保持了持续增长的趋势，较上年增长**54.5%**，销量几乎与家庭影音类产品持平。厨卫电器在2010年继续展现了威猛的动力，销量翻倍上涨，成交额占据了年度总量的**34.3%**。目前网络销售在苏泊尔的营收占比约4-5%，未来网购对公司的收入贡献将逐步增加。

6、盈利预测与估值分析：中长期投资的优选品种

6.1 内销驱动与 SEB 订单转移：保持 30%左右盈利增速

表 9、苏泊尔（002032）各项业务的收入增长预测（2011-2012）

主营业务	2008	2009	2010E	2011E	2012E
%	22%	15%	37%	28%	24%
炊具业务	3%	21%	57%	17%	14%
内销	27%	12%	73%	20%	15%
出口-SEB	0%	49%	50%	13%	13%
出口-非 SEB	0%	18%	30%	13%	11%
电器业务	51%	12%	19%	47%	35%
内销	27%	12%	40%	30%	25%
出口-SEB	0%	49%	100%	107%	65%
出口-非 SEB	0%	-49%	30%	13%	11%

资料来源：招商证券研发中心

表 10、苏泊尔（002032）各项业务的经营毛利率预测（2011-2012）

主营业务	2008	2009	2010E	2011E	2012E
%	28%	32%	28%	28%	28%
炊具业务	29%	32%	25%	25%	24%
内销			30%	30%	29%
出口-SEB	18%	18%	18%	18%	18%
出口-非 SEB			19%	19%	19%
电器业务	28%	32%	33%	32%	31%
内销			35%	35%	34%
出口-SEB	18%	18%	18%	18%	18%
出口-非 SEB			19%	19%	19%

资料来源：招商证券研发中心

6.2 强烈推荐：苏泊尔（002032）是优良的中长期投资品种

炊具行业集中度提升和厨房小家电持续成长背景下，公司是当之无愧的炊具冠军和厨房小家电翘楚。借鉴大股东 SEB 新产品开发和多品类经营的经验，配合渠道深化，公司未来进一步扩大国内市场份额。SEB 炊具和小家电订单的加速转移亦是推动公司盈利增长的重要力量。基于未来较为确定的成长性，苏泊尔（002032）可作为优良的中长线投资品种，大股东 SEB 今年 30 元的受让价格可视为估值的重要参考。预期 2011-2012 年每股收益为 0.97 和 1.21 元，CAGR31%，给予“强烈推荐-A”评级。

表 11、SEB 历次收购苏泊尔股权的收益分析

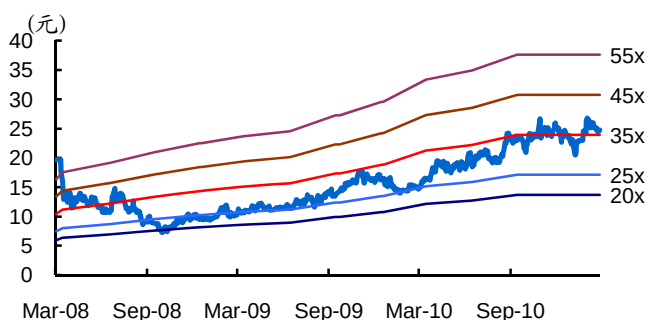
收购时间	取得方式	股份数量	百分比	收购价格	复权后价格	当前收盘价	收益
2007.8.31	协议转让	2532	14.38%	18.00	5.49	23.75	332.71%
2007.9.04	定向增发	4000	30.24%	18.00	6.74	23.75	252.58%
2007.12.25	要约收购	4912	52.98%	47.00	17.59	23.75	35.03%
2011.2.16	协议转让	11545	71.31%	30.00		23.75	

资料来源：上市公司、招商证券

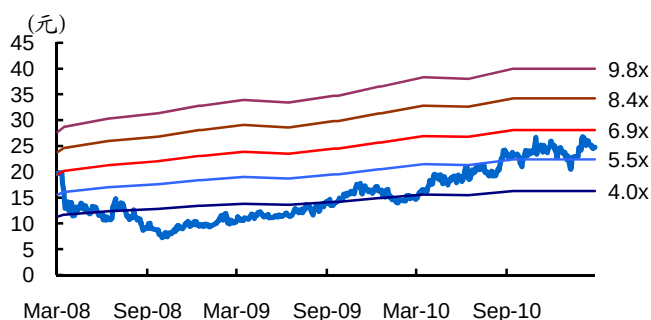
表 12、A 股家电行业上市公司估值表

上市公司			EPS			盈利增速		PE		市值	
A 股可比家电企业	股价		10E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	亿元	主营业务
九阳股份	002242	16.0	0.78	0.90	1.04	15.4%	15.5%	17.8	15.4	122	小家电
苏泊尔	002032	23.8	0.70	0.97	1.21	38.6%	24.7%	24.5	19.7	137	炊具、小家电
爱仕达	002403	16.7	0.29	0.38	0.48	31.0%	26.3%	43.9	34.8	40	炊具、小家电
老板电器	002508	33.8	1.07	1.10	1.35	31.3%	22.7%	30.7	25.0	54	厨房家电

资料来源：Wind、招商证券

图 31、苏泊尔历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 31、苏泊尔历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1852	2355	2942	3756	4699
现金	880	945	988	1252	1599
交易性投资	2	25	25	25	25
应收票据	220	205	279	359	444
应收款项	287	466	635	816	1010
其它应收款	19	39	53	68	85
存货	401	609	867	1115	1385
其他	44	67	95	122	151
非流动资产	799	911	1007	1063	1000
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	519	645	760	833	786
无形资产	192	190	171	154	139
其他	88	75	75	75	75
资产总计	2651	3266	3948	4819	5699
流动负债	487	877	1123	1390	1682
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	314	583	831	1069	1328
预收账款	58	105	103	133	165
其他	116	189	189	189	189
长期负债	1	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	2	2	2	2
负债合计	488	879	1125	1392	1683
股本	444	444	577	577	577
资本公积金	840	840	840	840	840
留存收益	647	866	1134	1692	2224
少数股东权益	232	237	272	318	374
母公司所有者权益	1931	2150	2551	3109	3641
负债及权益合计	2651	3266	3948	4819	5699

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	142	295	197	392	516
净利润		310	402	558	699
折旧摊销		0	86	93	93
财务费用		0	(19)	(22)	(29)
投资收益		0	(9)	0	0
营运资金变动		0	(299)	(283)	(305)
其它		(16)	36	46	57
投资活动现金流	(74)	(119)	(182)	(150)	(30)
资本支出		0	(182)	(150)	(30)
其他投资		(119)	0	0	0
筹资活动现金流	32	(132)	28	22	(139)
借款变动		0	0	0	0
普通股增加		0	133	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(133)	0	(167)
其他		(132)	28	22	29
现金净增加额	100	43	43	265	347

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3622	4116	5622	7216	8931
营业成本	2621	2839	4046	5204	6466
营业税金及附加	7	7	11	14	18
营业费用	478	688	843	1032	1250
管理费用	207	187	219	260	313
财务费用	(8)	(10)	(19)	(22)	(29)
资产减值损失	0	3	28	0	0
公允价值变动收益	1	10	0	0	0
投资收益	25	13	9	0	0
营业利润	344	425	502	729	913
营业外收入	7	12	33	10	10
营业外支出	5	10	10	7	7
利润总额	346	427	525	732	916
所得税	47	72	88	128	160
净利润	299	355	436	604	756
少数股东损益	63	45	35	45	57
母公司所有者净利润	237	310	402	558	699
EPS (元)	0.53	0.70	0.70	0.97	1.21

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	23%	14%	37%	28%	24%
营业利润	41%	24%	18%	45%	25%
净利润	38%	31%	29%	39%	25%
获利能力					
毛利率	27.7%	31.0%	28.0%	27.9%	27.6%
净利率	6.5%	7.5%	7.1%	7.7%	7.8%
ROE	12.3%	14.4%	15.7%	18.0%	19.2%
ROIC	13.4%	14.5%	14.2%	17.0%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	18.4%	26.9%	28.5%	28.9%	29.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.8	2.7	2.6	2.7	2.8
速动比率	3.0	2.0	1.8	1.9	2.0
营运能力					
资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6
存货周转率	6.4	5.6	5.5	5.3	5.2
应收帐款周转率	14.8	10.9	10.2	9.9	9.8
应付帐款周转率	7.7	6.3	5.7	5.5	5.4
每股资料(元)					
每股收益	0.53	0.70	0.70	0.97	1.21
每股经营现金	0.32	0.66	0.34	0.68	0.89
每股净资产	4.35	4.84	4.42	5.39	6.31
每股股利	0.84	1.16	0.00	0.00	0.29
估值比率					
PE	44.6	34.0	34.1	24.6	19.6
PB	5.5	4.9	5.4	4.4	3.8
EV/EBITDA	280.9	229.6	190.1	135.2	110.6

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。

纪敏，男，1998-2005，复旦大学，计算机专业学士、硕士；2007-2010 年，任招商证券交通运输行业分析师；2010 年获“水晶球”交通运输行业第四名。2011 年起任家电行业分析师。

张立聪，北京大学光华管理学院企业管理硕士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。客户应当考虑到本公司可能存在可能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。