

## 小家电行业

## 苏泊尔 (002032)

## 年报点评

评级: 中性 首次

收盘价(元) 24.90

目标价(元)

成本与竞争双重压力下,  
SEB 是否可拉动未来盈利?

## 市场数据

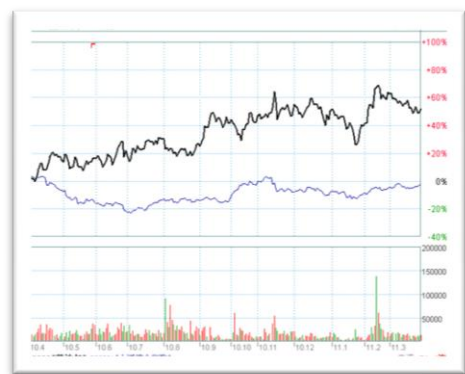
52 周最高/最低(元) 24.32/23.7

市盈率 33.7

总股本(亿) 5.77

总市值(亿) 139.06

## 股价表现



## 相关研究

## 联系人

胡蓓蓓

8621-68761616-8559

hubb@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

**事项:** 苏泊尔(002032)公布了2010 年报,报告期内公司实现营业收入56.22 亿元,同比增长36.60%;实现归属于上市公司股东净利润为4.03 亿元,同比增长30.12%;实现每股收益为0.70 元,同比增长29.63%。

## 点评:

## ➤ SEB订单转移拉动营业收入,炊具和电器业务稳中有升

2010 年,公司对SEB的销售比率上升到收入的19%,外贸实现收入18.41 亿元人民币,同比增长48.86%;内销整体实现销售收入36.68亿元人民币,同比增长30.09%,主要由于炊具和电器业务的稳定发展,其中炊具业务实现收入27.39亿元人民币,整体增长30.04%;电器业务实现收入27.29亿元人民币,整体增长42.09%。

## ➤ 原材料加之行业竞争激烈,毛利率下降2.94%

2010年,公司主营业务毛利率下降2.94%,其中炊具、电器产品毛利率分别较上年下降1.99%和3.98%。毛利率下降的主要原因是,公司生产所用的主要原材料铝锭及不锈钢的采购价格,分别较上年上涨13%与19.5%影响所致。

## ➤ 因行业竞争激烈,加大研发与促销力度

2010年,电器产品毛利率下降的较多,除受原材料涨价影响外,另一重要影响因素是,因行业竞争激烈,加大促销力度。公司营业费用较上年同期增长20.41%;管理费用较上年同期增长15.42%,主要原因是公司加大了研究新产品的力度。但两项费用增幅均小于营业收入增幅。

## ➤ 汇率波动致使公司财务费用增长196.58

2010年,公司财务费用较上年同期增长196.58,主要是因为人民币对美元汇率波动,汇兑损益产生的损失较大,较上年同期增长9.34倍。

## 盈利预测:

我们给予11 年和12 年EPS 分别为0.87 元和1.08 元,给予11 年和12 年动态的PE分别为28.62和23.06。考虑到11年国内小家电行业的竞争加剧,人民币升值预期以及原材料价格的上涨,给予“中性”评级。

表1: 盈利预测

| 盈利预测            | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(亿元)       | 56.22 | 71.14 | 89.08 |
| 增长率(%)          | 36.6  | 26.54 | 25.22 |
| 归属母公司股东的净利润(亿元) | 4.03  | 5.17  | 6.24  |
| 增长率(%)          | 30.12 | 25.03 | 21.01 |
| EPS             | 0.70  | 0.87  | 1.08  |

资料来源: 德邦研究

**风险提示：**人民币升值，原材料上涨，国内行业竞争，国际市场不景气

## 第一，受益SEB 订单转移，外销增长促进公司主营收入增长明显

公司 2010 年收入增长 36.60%，主要得益于出口增长较快，增长 46.67%；其中，由于 SEB 订单的转移，销售给 SEB 公司的收入增长迅猛，较上年同期增长 60.20%。SEB 集团是全球领先的小家电和炊具企业，共有 23 个生产基地，每年产品销量约 2 亿台，2010 年营业收入高达 36.52 亿欧元。自 SEB 在 2008 年成为公司控股股东后，SEB 集团向公司转移了很多炊具上的业务，公司对 SEB 的销售比率不断提升，2010 年上升到收入的 19%，其中炊具订单近 8 亿元，电器订单约 2.8 亿元，对 SEB 的订单同比 2009 年上升了 60%，高于出口收入 49% 的增速。

**表2：苏泊尔SEB订单出口增速远高于总体外销增速**

| (亿元)     | 2007 | 2008   | 2009   | 2010   |
|----------|------|--------|--------|--------|
| 出口总计     | 9.0  | 10.2   | 12.4   | 18.2   |
| YOY      |      | 13.33% | 21.57% | 46.67% |
| SEB 订单   | 3.0  | 4.4    | 6.6    | 10.6   |
|          |      | 46.67% | 50.00% | 60.20% |
| SEB 订单占比 | 33%  | 43%    | 53%    | 58%    |

资料来源：公司公告，德邦研究

近两年，SEB 在中国的采购金额约在 6 亿美元，苏泊尔仅为其生产部分小家电和炊具，约占 SEB 中国采购金额的 20%。因此，SEB 还有很大的订单转移空间，随着公司小家电产能的扩大，未来 SEB 订单不管在采购的产品种类上，还是在采购的数量上都将向苏泊尔转移，维持出口的高增长。公司将以外销的规模效益提升营业收入，但是，如果国际经济的复苏减缓，将一定程度上降低公司的增长幅度。

**表3：苏泊尔2010-2012产值设计介绍**

| 生产基地  | 设计产值                                      | 针对产品与市场        |
|-------|-------------------------------------------|----------------|
| 绍兴    | 一期已经建成，设计产值 20 亿；预计 2012 年可完成二期，设计产值 15 亿 | 小家电生产          |
| 武汉    | 预计 2011 年 3 月可完成二期，设计产值达到 25 亿            | 炊具生产，主要负责内销    |
| 玉环    | 10 亿                                      | 炊具生产，主要负责外贸    |
| 杭州    | 10 亿                                      | 小家电生产          |
| 越南    | 5 亿                                       | 炊具生产，主要负责东南亚市场 |
| 合计最大值 | 85 亿元                                     |                |

资料来源：公司公告，德邦研究

## 第二，渠道下沉扩大内销市场，但品牌与产品定位有待考验

在内销方面，公司全年主营收入快速增长的原因主要是由于国内厨具市场进入升级换代期，公司加大宣传促销力度，产品量价齐升，使得公司内销增速明显。在销售渠道方面，目前公司的产品销售主要还是集中在城镇市场，公司在一二级市场的 KA、3C 超市的覆盖率已达到 85%，未来的增长空间有限。

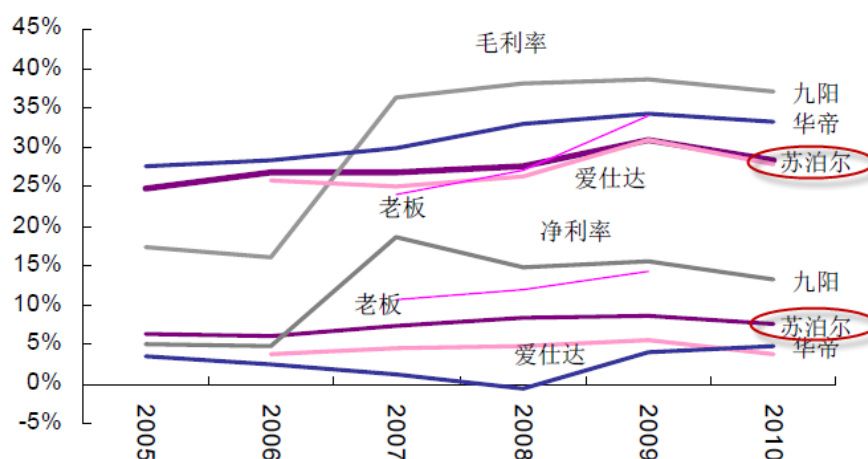
三四级市场的销售占比仅为20%左右，因此公司未来将加大渠道下沉力度，增加包括销售终端以及苏泊尔生活馆数量，日日顺渠道等，力争提升其在三四级市场的收入占比以提高营业收入。但是，由于公司的品牌定位于中高端，产品定位多元化，农村市场的消费群体未必符合其品牌定位。而定位于中低端的美的在农村市场已有40%左右的占有率；同时，专业制造豆浆机的九阳的占比也已高达40%，在开拓市场时，其竞争优势不明显，因此渠道下沉以扩大市场占有率的效果有待考验。

表4：苏泊尔各产品的城市市场占有率

| 电饭煲 | 占有率 | 电磁炉 | 占有率 | 电压力锅 | 占有率 | 电水壶 | 占有率 |
|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
| 美的  | 45% | 美的  | 44% | 美的   | 42% | 美的  | 33% |
| 苏泊尔 | 20% | 苏泊尔 | 15% | 苏泊尔  | 21% | 苏泊尔 | 14% |
| 松下  | 6%  | 九阳  | 13% | 九阳   | 10% | 九阳  | 12% |

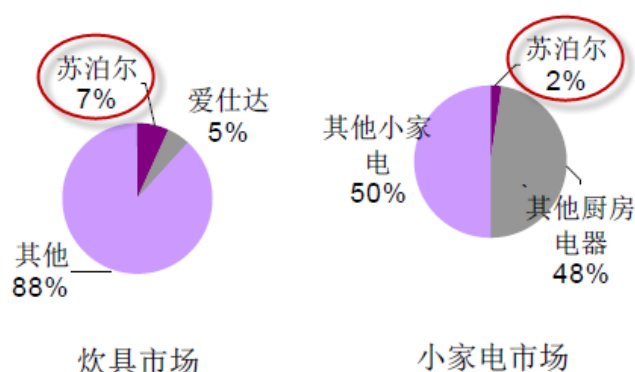
资料来源：中怡康，德邦研究

表5：由于没有明星产品，苏泊尔在行业内毛利率与净利率并不突出



资料来源：中怡康，德邦研究

表5：苏泊尔产品国内市场占有率

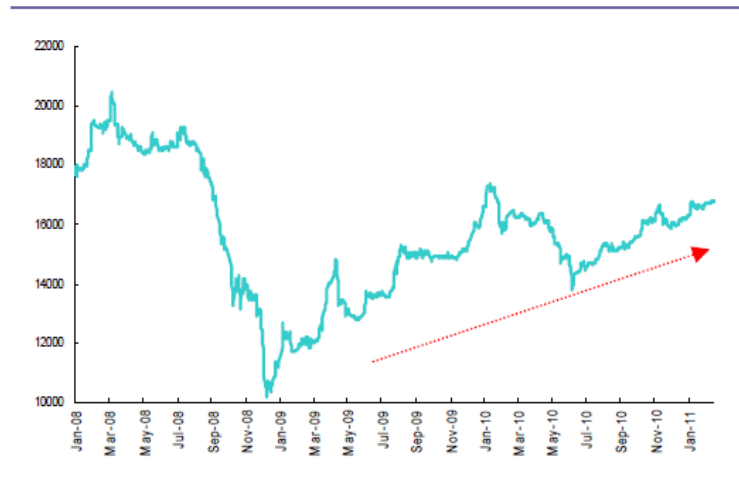


资料来源：中怡康，德邦研究

## ► 原材料价格持续走高，成本压力依然存在

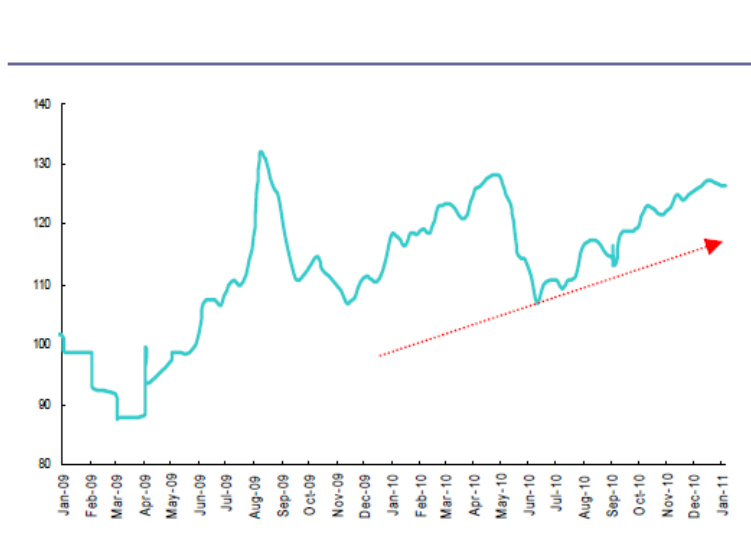
2010年，公司主营业务毛利率下降2.94%，其中炊具、电器产品毛利率分别较上年下降1.99%和3.98%。公司毛利率持续下滑的主要原因还是在于公司产品所用的主要原材料铝锭及不锈钢采购价格的持续上涨，公司10年采购的铝锭、不锈钢平均价格分别较去年同期增长达13.00%、19.50%；同时考虑到出口产品毛利率较低，公司出口增速高于内销增速也是使得其毛利率下滑的一个原因。而毛利率的下降也正是导致公司净利润增速低于主营增速的主要原因。

表6：2010年国内铝现货价格走势



资料来源：Wind，德邦研究

表7：国内不锈钢价格指数



资料来源：Wind，德邦研究

## 投资评级

### 一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅  $\geq 20\%$   
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $10\%-20\%$   
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $-10\% - +10\%$   
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅  $> 10\%$

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。