

湘财证券研究所

家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8306

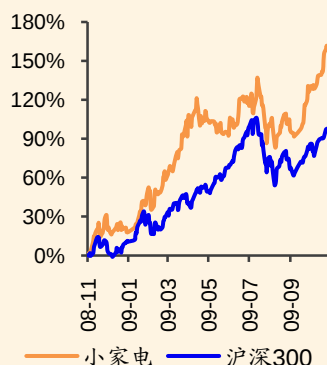
E-Mail: lfy2840@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

小家电板块最近一年走势：



□ 中国成为全球小家电生产基地

全球小家电竞争加剧，欧美等国家的小家电生产商将生产逐步转移到成本更为廉价的中国，得益于成本、规模、技术的优势，中国已成为全球最主要的小家电生产基地，为国内小家电企业带来了发展机遇。国内小家电行业已步入快速增长期，2010年国内小家电销售额有望超过1400亿元。

□ 盈利能力更胜一筹

除受金融危机影响，09年增长率略有下滑外，近几年小家电行业一直保持快速增长，复合增长率达25%。平均毛利率高达30%以上，而大家电不足10%。我们认为原因有二：一是与大家电靠规模化取得成本优势不同，小家电行业的竞争在于产品的创新性、能否满足消费者个性化需求，正是这种创新实现了行业的高额利润。二是与大家电的快速扩张与推崇不同，小家电是需要长时间的经营来积累沉淀，行业特点决定了小家电在产品、市场、品牌上是需要逐渐深入人心的，只有这种精雕细琢才能带来丰厚的长期业绩回报。

□ 主要产品需求强劲

电磁炉 随着油价的上涨煤气价格提升已成趋势，电对煤气的替代效应将有所加强，我们认为电磁炉将在明年迎来新一轮的需求高峰。电磁炉保留了中国人传统的猛火爆炒的烹饪习惯，不需要再进行产品导入，尤其是很多农村没有通煤气、天然气等，我国农村居民生活水平逐渐提高，电磁炉也必然会成为农村消费者厨房的换代产品。

电饭煲 电饭煲是国内保有量最高的小家电，在城镇家庭，每百户家庭电饭煲保有量超过100台；在农村每百户家庭保有量达61.8台。鉴于其使用寿命一般在3-5年，我们认为目前电饭煲市场的需求主要来自于更新需求、城镇家庭的新房新置需求、以及电饭煲普及带动的部分农村市场空白的填补。

豆浆机 截至2008年底，我国豆浆机的容量已超过1000万台，近几年豆浆机的增速高达80%以上。豆浆机属于生活中消费性产品，产品更新换代较快，使用寿命一般为2-5年。我们认为中国豆浆机行业目前已经度过了导入期，正处于快速增长期。一方面豆浆作为我国传统营养饮品已经被消费者逐渐认同，另一方面随着生活水平的提高国内消费者更注重健康生活，而形成的消费升级需求。

□ 投资建议

2009年家电板块涨幅一直靠前，尤其近两个月整个板块呈现加速上涨的趋势。从各子行业的对比情况看，小家电板块1-11月涨幅相对较小，估值水平相对偏低，鉴于整个家电行业的高景气度仍将持续，我们认为明年一季度前家电板块的投资机会在于有较大补涨空间的小家电板块。对于个股，我们认为短期内小家电板块超预期的机会在于九阳股份(002242)、苏泊尔(002032)等国内小家电市场领头品牌；2010年随着全球经济回暖，出口将得到较大程度的复苏，出口导向的小家电企业也将迎来新一轮的春天。详尽内容请参见我们即将推出的公司调研深度报告。

□ 风险提示

经济复苏低于我们的预期；原材料价格急剧波动。

目录

成长期的小家电行业.....	4
小家电行业成长空间巨大	4
国内小家电企业主要经营模式	5
盈利能力超越家电行业整体水平	6
毛利率对原材料价格变化敏感	7
电磁炉：农村市场增长空间较大.....	8
电饭煲：保有量最高的小家电品种	9
豆浆机：健康生活方式打开豆浆机市场.....	11
豆浆——有“国饮”之称的健康饮品	11
自制豆浆推动豆浆机市场的发展	11
投资建议及重点公司推荐.....	13
小家电板块有较大补涨空间.....	13
小家电行业上市公司比较	13
九阳股份（002242）：技术、品牌、渠道造就小家电龙头企业.....	14
苏泊尔（002032）：SEB 整合加速公司成长	14

图目录

图 1	小家电生命周期	4
图 2	小家电销售额增长预测	5
图 3	厨房小家电需求空间预测	5
图 4	2007—2009 年小家电行业收入增长情况	6
图 5	2007—2009 年小家电行业利润增长情况	6
图 6	小家电行业毛利率与整个家电行业比较	6
图 7	小家电行业净利率与整个家电行业比较	6
图 8	冷轧钢板价格走势	7
图 9	304/2B 不锈钢价格走势	7
图 10	铜材价格走势	7
图 11	PP 塑料价格走势	7
图 12	小家电行业产业链情况	8
图 13	电磁炉市场结构	8
图 14	电磁炉产量预测	9
图 15	电饭煲的发展历程	10
图 16	2008-2009 年电饭煲产量月度变化	10
图 17	2008-2009 年电饭煲出口月度变化	10
图 18	豆浆机市场容量预测	12
图 19	豆浆机市场结构	12
图 20	2009 年小家电板块涨幅	13
图 21	2009 年家电各子行业涨幅比较	13
图 22	2009 年 1-9 月各公司收入及净利润增速比较	13
图 23	2009 年 1-9 月各公司毛利率及净利率比较	13

表目录

表 1	小家电分类	4
表 2	国内小家电企业经营模式	5
表 3	自制豆浆比其他豆浆的六大优势	12

成长期的小家电行业

小家电行业成长空间巨大

随着居民生活水平的提高，小家电的功能与种类也在日趋增多。发达国家市场上小家电品种约为 200 种，而中国市场仅有不足 100 种。与发达国家每户 20-30 件小家电拥有量的水平相比，中国家庭平均每户拥有的小家电不到 10 件，潜在的新置需求空间较大。此外小家电生命周期较短，约为 3-6 年，其更新换代速度远大于大家电，为小家电的更新需求提供持续动力。

全球小家电竞争加剧，欧美等国家的小家电生产商将生产逐步转移到成本更为廉价的中国，得益于成本、规模、技术的优势，中国已成为全球最主要的小家电生产基地，为国内小家电企业带来了发展机遇。国内小家电行业已步入快速增长期，根据赛迪顾问的预测数据，2010 年国内小家电销售额将超过 1400 亿元。

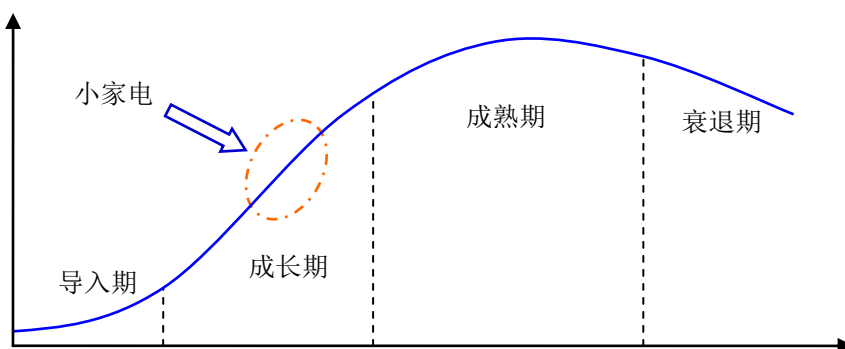
厨房小家电是小家电中占比最大的细分行业，其销售额占据小家电整体份额的约 80%。小家电产品能够简化家务劳动，缩短家务劳动时间。目前健康厨房的理念逐渐深入人心，生活水平的提高已使微波炉、电饭煲、电水壶等成为现代家庭必不可少的厨房小家电。消费能力的提高则促使广大居民追求更高的生活品质，以豆浆机、料理机为代表的健康厨房小家电作为消费升级类产品也广为民众接受，需求一直十分旺盛。

表 1 小家电分类

类别	主要产品
厨房小家电	微波炉、电水壶、电饭煲、电磁炉、豆浆机、料理机、电咖啡壶、食品加工机等
家居小家电	电熨斗、吸尘器、电风扇等
个人护理小家电	电吹风、剃须刀、按摩器等

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

图 1 小家电生命周期



数据来源：湘财证券研究所

图 2 小家电销售额增长预测

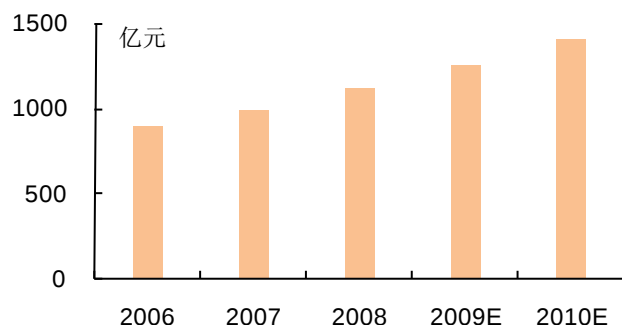
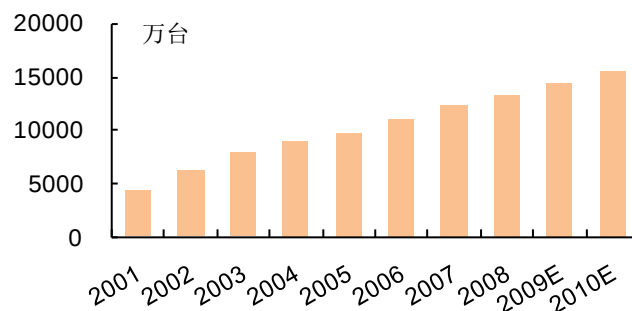


图 3 厨房小家电需求空间预测



数据来源：赛迪顾问，湘财证券研究所

国内小家电企业主要经营模式

目前国内小家电市场主要由三类企业所占据，一是国际小家电企业，包括飞利浦、伊莱克斯、法国 SEB、韩国 LG；二是进入小家电领域的大家电企业，包括美的、澳柯玛、格兰仕；三是立足小家电领域的专业企业，包括九阳、苏泊尔、龙的、德豪润达、伊立浦。国内小家电企业的经营模式主要有 OEM 原始设备制造商、ODM 原始设计制造商、MDM 营销参与设计制造商、ESA 授权销售代理和 OBM 自有品牌运营商五种模式。OEM 完全根据品牌商的设计进行生产，易于受到品牌商的控制，经营风险较大；ODM 具有一定的设计能力和品牌自主性，对品牌商的依赖性较低；OBM 完全根据自身需要进行设计，拥有自主品牌，是最先进的生产模式。

表 2 国内小家电企业经营模式

简称	经营模式	各种模式主要特征
OEM	原始设备制造商	由品牌商提供产品的结构、外观、工艺进行生产，产品生产后有品牌商贴牌销售。
ODM	原始设计制造商	生产商根据客户的产品意向或自主创意开发产品，由客户选择后下订单进行生产，产品贴牌销售。
MDM	营销参与设计制造商	通过对当地市场的研究和消费者价值分析，参与客户对产品的目标消费群、通道、功能、价格、消费者价值等要素的策划，在品牌商确认产品方案后进行开发、制造，再把产品交由品牌商销售。
ESA	授权销售代理	在产品完成 MDM 后，独家代理该产品以品牌商的品牌在某一市场的销售权，开展包括分销、物流、售后服务等。
OBM	自有品牌运营商	生产商自行开发和设计产品的结构、外观、工艺，产品开发完成后生产，销售拥有自主品牌的产品。

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

目前国内大部分小家电企业仍处于 OEM/ODM 为主，对国外品牌的依赖性较强。小家电上市公司中，德豪润达产品主要是出口，采用 OEM/ODM 模式，以单定产；伊立浦在国际市场采用 OEM/ODM/MDM 模式，为国际知名品牌提供专业的营销、研发和生产一体化，在国内市场采用 ESA 模式授权代理品牌商产品，并以自主品牌“伊立浦”进行销售；九阳股份和苏泊尔均采用 OBM 模式，与 OEM 代工生产经营模式

的企业不同，该经营模式不存在依赖其他企业品牌、技术和渠道的情况。

盈利能力超越家电行业整体水平

除受金融危机的滞后影响，09 年增长率有所下滑外，近几年小家电行业一直保持快速增长，复合增长率达 25%。小家电行业平均毛利率高达 30% 以上，而大家电不足 10%，如此巨大的差异原因来自哪里？

我们认为主要原因有两点：一是与大家电靠规模化取得成本优势不同，小家电行业的竞争在于产品的创新性、能否满足消费者个性化需求。以微波炉为例，小品牌的微波炉只要 200 元但是销售冷清，而像格兰仕等领导品牌上千元销路依然热销。这种价格差在大家电是无法维持的。小家电正是靠这种新材料、新工艺、新外观设计等方面的创新实现高额利润。二是与大家电的快速扩张与推崇不同，小家电是需要长时间的经营来积累沉淀，小家电进入中国市场的时间并不长，行业特点决定了小家电在产品、市场、品牌上是需要逐渐深入人心的，只有这种精雕细琢才能带来丰厚的长期业绩回报。九阳就是一个典型的例子，九阳的成功与其 15 年来不断宣传、推广豆浆文化是分不开的。

图 4 2007—2009 年小家电行业收入增长情况

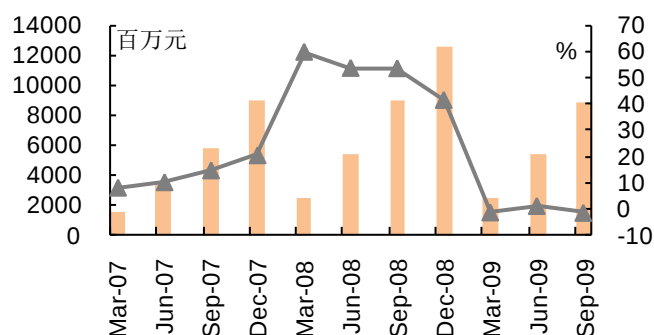
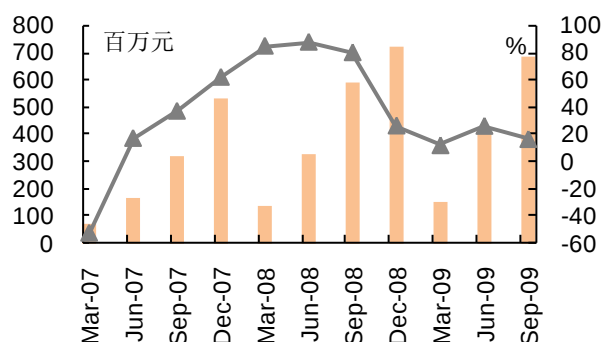


图 5 2007—2009 年小家电行业利润增长情况



数据来源：wind，湘财证券研究所

图 6 小家电行业毛利率与整个家电行业比较

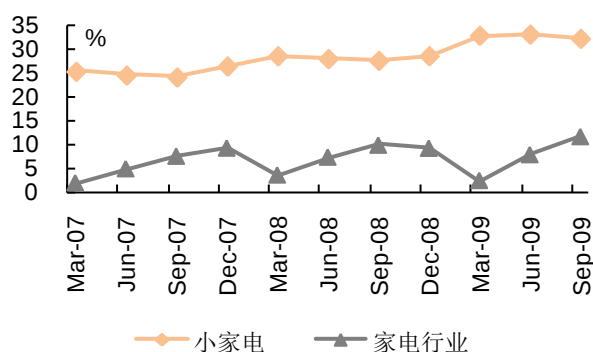
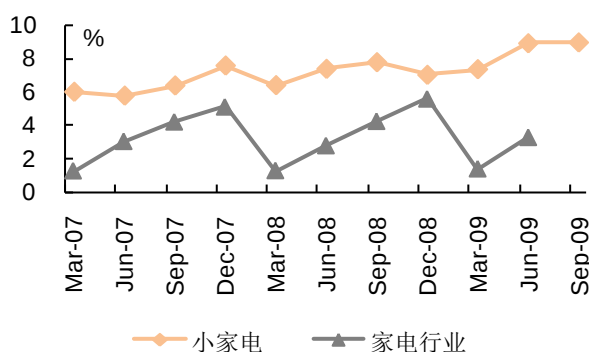


图 7 小家电行业净利率与整个家电行业比较



数据来源：wind，湘财证券研究所

毛利率对原材料价格变化敏感

小家电上游面对的是钢材、塑料、电子元器件等原材料厂商，下游直接面对终端消费市场。由于小家电产品种类繁多，每种产品的原材料构成不尽相同。但一般而言，小家电原材料成本占主营业务成本的比例达 70-80%，而豆浆机原材料成本比例更高，高达 94%。主要的原材料为钢材（包括冷轧板和不锈钢）、铝和塑料等大宗原材料，以及温控器、IC 集成块等电子元器件。其中电子元器件价格相对稳定，因此小家电毛利率对大宗原材料成本的变化非常敏感。

根据我们与钢铁、有色、化工等行业研究员沟通，我们认为钢铁在 09 年底前将整体保持平稳，而冷轧钢板受下游需求旺盛的影响，价格可能会呈现微幅上扬的趋势；目前国内铜主要以消化前期过量进口产生的隐形库存为主，我们认为铜价在 09 年内将维持高位震荡的格局；PP 塑料（聚丙烯）主要受原油价格的影响，根据我们石油研究员对原油价格未来 1-2 个月维持震荡上行的判断前提，我们认为 PP 塑料的价格也将继续保持 4 月份以来 10000 元/吨左右的震荡，不会有较大的上涨。

综上，我们认为原材料价格在 09 年内或将呈震荡微幅上扬的趋势，但并不足以给小家电企业带来成本压力。我们仍然看好小家电企业高毛利率的持续性。

图 8 冷轧钢板价格走势

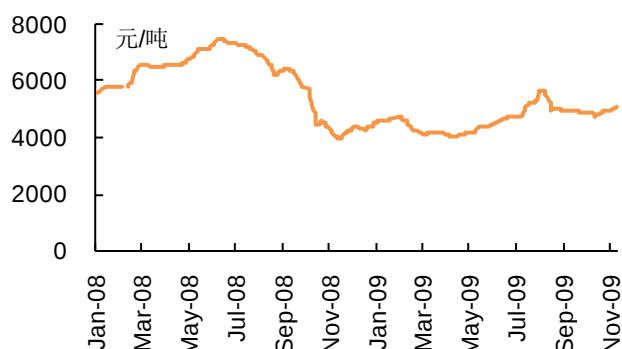
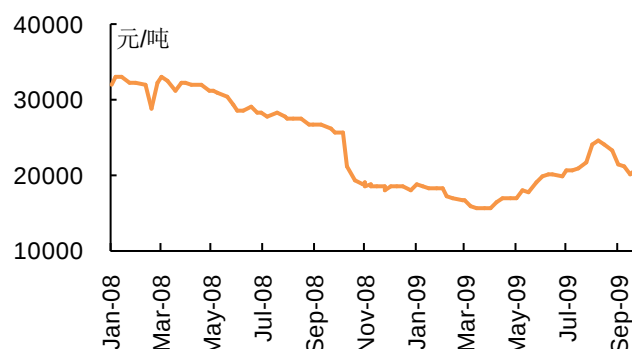


图 9 304/2B 不锈钢价格走势



数据来源：赛迪顾问，湘财证券研究所

图 10 铜材价格走势

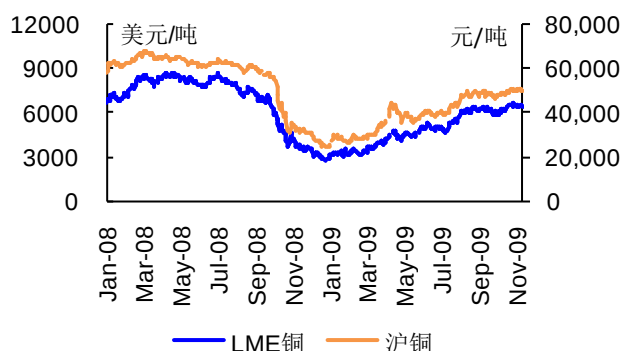
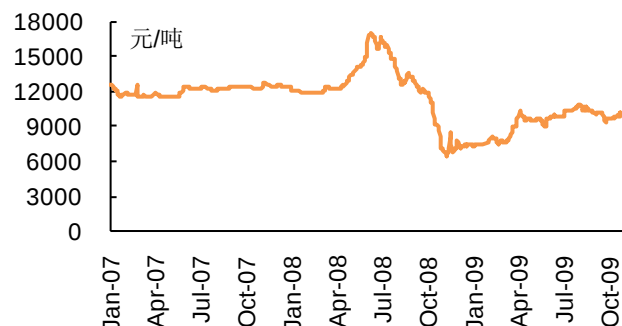


图 11 PP 塑料价格走势



数据来源：赛迪顾问，湘财证券研究所

图 12 小家电行业产业链情况



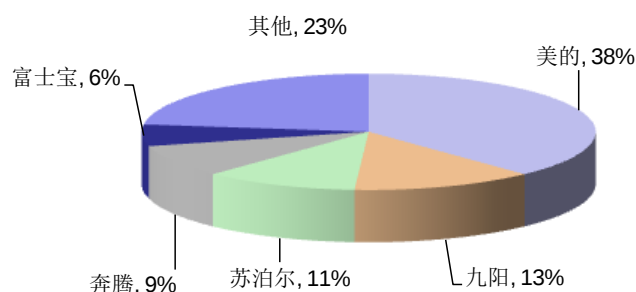
数据来源：湘财证券研究所

电磁炉：农村市场增长空间较大

2003 年以来，电磁炉行业一直保持较快增长，经历了 3-5 年的快速增长后，目前增速已明显放缓，行业步入成长期的后期。2008 电磁炉的产量约 4000 万台，同比增长 34%。而 2008 年四季度以来，由于煤气价格的下降，电对煤气的替代效应降低，电磁炉行业增速大幅下降，甚至出现负增长。因此预计 2009 年电磁炉产量同比将略有下降。但目前随着油价的上涨煤气价格提升已成趋势，电对煤气的替代效应将有所加强，我们认为电磁炉将在明年迎来新一轮的需求高峰。

目前电磁炉市场有至少 200 多个品牌，杂牌林立，但具有竞争实力的约为 10 个。2009 年 3 月 1 日起强制实施的《家用电磁炉能效限定值及能源效率等级》国家标准（标准号：GB21456-2008）也淘汰了市场上 10%-15% 的高能耗家用电磁炉。整个电磁炉行业品牌集中度正逐步加强，前 5 个品牌的份额已达 77%。

图 13 电磁炉市场结构



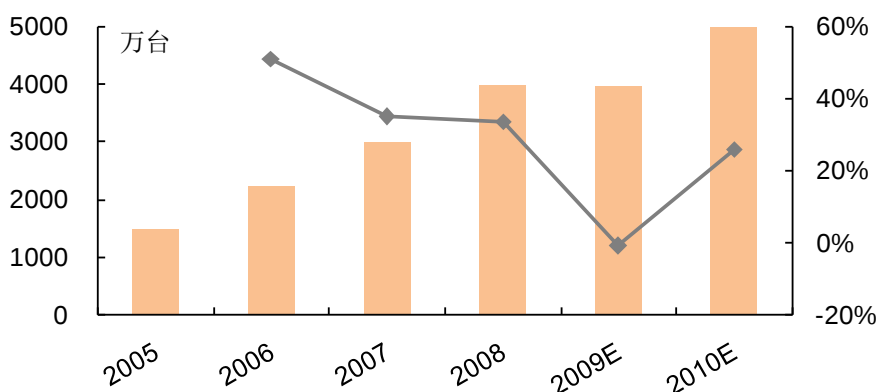
数据来源：中怡康，湘财证券研究所

2009 年 5 月份以来，电磁炉已列入全国“家电下乡”推广产品范围，最高限价为 600 元。根据家电下乡信息管理系统的统计数据，2009 年 1-9 月份，电磁炉下乡累计销售为 3.30 万台，相对与家电下乡总销售 2083 万台而言，占比仅为 0.16%。我们认为这个数据并不能说明全部问题，市场有观点认为，农村消费者对于家电的需求是有顺序的，依次为彩电、冰箱、洗衣机，对小家电的需求更具有随机性，因此影响了电磁炉、微波炉等产品在农村市场的销售。我们认为这并不是唯一的原因，以下两点原因也导致电磁炉下乡销售统计数据较少：其一是很多厂商向三四级市场销售电磁炉并没有通过家电下乡的渠道，有些在家电下乡启动之前就已经打入三四级市场；其二是大部分地区家电下乡产品的补贴兑付手续仍然较为繁杂，对于最高限价仅为 600 元的电磁炉而言，13% 的补贴最高也仅仅为 78 元，为了几十元需要往返于卖场、乡镇财政所和金融机构之间，很多农民可能放弃了领取补贴。

但我们认为电磁炉在农村市场仍存在较大的增长空间，原因有二，一是目前各地均简化了补贴兑付流程，补贴兑现的方式扩大到了 5 种，有些地区农村消费者可以在销售网点直接领取补贴。补贴流程的简化使更多的消费者愿意购买下乡产品。二是电磁炉保留了中国人传统的猛火爆炒的烹饪习惯，不需要再进行产品导入，尤其是很多农村没有通煤气、天然气等，我国农村居民生活水平逐渐提高，电磁炉必然会成为农村消费者厨房的换代产品。

综上所述，我们认为电磁炉产量将在 2010 年有一轮较大的释放，我们预计 2009 年、2010 年国内电磁炉产量将分别为 3954 万台和 4977 万台，2010 年的增速将达 25.87%。

图 14 电磁炉产量预测



数据来源：中怡康，湘财证券研究所

电饭煲：保有量最高的小家电品种

电饭煲的发明缩短了很多家庭日常花费在煮饭上的时间，其恒温、不粘、安全、节能、干净的多种优点，使其煲经过 60 年的发展已经成为现代家庭必备的生活电器之一。电饭煲是国内保有量最高的小家电，在城镇家庭，每百户家庭电饭煲保有量超过 100 台；在农村每百户家庭保有量达 61.8 台，远高于微波炉的 10.9 台。鉴于其使用寿命一般在 3-5 年，目前电饭煲市场的需求主要来自于更新需求、城镇家庭的新房新置需求、以及电饭煲普及带动的部分农村市场空白的填补。

常见的电饭煲分为保温自动式、定时保温式和新型的微电脑控制式三类。电压力煲

是电饭煲的延伸产品，也分机械式和电脑式；紫砂煲也是电饭煲的延伸产品，以煲汤功能见长。

国内电饭煲市场产品线最为丰富的是美的，其 200 元以下的产品占电饭煲总量的 1/3 左右，大多数为圆形机械式电饭煲，也有少数电脑式电饭煲；其 200 - 500 元的电脑式电饭煲约有 50 种，以“阳光美”和“灵睿”系列最为畅销，除此以外，美的在此价位段还布局了多种电压力锅和强调蜂窝陶晶内胆的机械式电饭煲；500 元以上还有部分高端豪华型电饭煲。

图 15 电饭煲的发展历程



数据来源：湘财证券研究所

中国是电饭煲生产大国，我国每年生产电饭煲超过一亿台，主要产地分布在顺德、湛江、廉江三地，除了知名的美的、苏泊尔、半球等电饭煲之外，还有很多众多以 OEM、出口为主的厂商。这些专业从事出口及 OEM 生产的厂商意识到过度依赖出口存在较大风险，一些企业也逐渐谋划多元化，开拓自有品牌，转战国内市场。

我国电饭煲行业为粗放式增长，存在大量低水平重复投资，产能过剩，行业标准也严重滞后。目前国内有 500 多家电饭煲整机生产企业，与彩电、空调只有几十家企业相比，电饭煲品牌杂乱，资质也参差不齐，恶性低价竞争等现象使行业的规范性受到挑战。目前电饭煲行业仍然采用十年前的 QB/T3899-1999 自动电饭锅标准，新国标亟待出台。以美的、苏泊尔、鸿智牵头的工作小组对电饭煲国标进行第四次修改，并已经送审。新国标出台后将使整个电饭煲行业洗牌，生产门槛或将提高，产业将得到更快发展。

图 16 2008-2009 年电饭煲产量月度变化

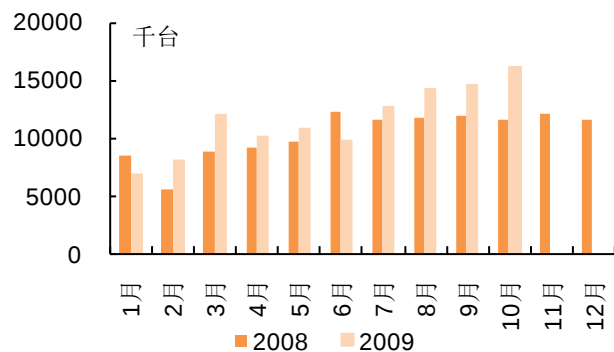
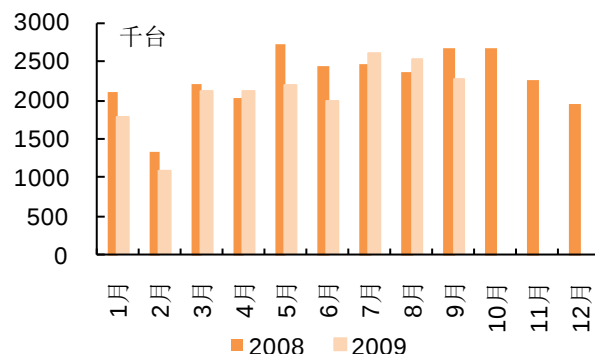


图 17 2008-2009 年电饭煲出口月度变化



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

随着国内经济回暖，2009 年电饭煲产量有较大增长，1 - 9 月电饭煲产量达 1.16 亿台，较去年同期增长 30%。但电饭煲出口行业自 2008 年金融危机以来受到的显著

冲击尚未恢复，进入 09 年，仅有三个月的出口量勉强高于去年同期，其余 6 个月仍然继续下滑。我们认为，随着全球经济的回暖，2010 年电饭煲出口将逐渐复苏。

豆浆机：健康生活方式打开豆浆机市场

豆浆——有“国饮”之称的健康饮品

豆浆及其营养和保健价值，在我国具有两千多年的历史，素有“国饮”之称。豆浆作为传统的健康饮品已被国内消费者广泛认同。豆浆的营养价值完全可以和牛奶媲美，而养生保健价值更胜一筹，大豆皂甙、异黄酮、卵磷脂的等特殊的保健因子含量很高，豆浆被誉为“心脑血管保健液”。豆浆中蛋白质含量高达 2.56%，且豆浆中的蛋白质为优质植物蛋白；豆浆富含钙、磷、铁等矿物质；豆浆中不含胆固醇与乳糖，牛奶中含有乳糖，乳糖要在乳糖酶的作用下才能分解被人体吸收，但亚洲的黄种人有 70% 缺乏乳糖酶，牛奶喝下去并没有吸收多少，未达到相应的营养价值；而豆浆含寡糖，易于被人体吸收。

女性喝豆浆延缓衰老

女性多贫血，豆浆对贫血病人的调养作用比牛奶要强。女性衰老和雌激素减少有关，而豆浆中的大豆异黄酮、大豆蛋白、卵磷脂等，是公认的天然雌激素补充剂，可预防危害女性健康的癌症。

豆浆中含有一种特殊的植物雌激素“大豆异黄酮”，每天坚持喝豆浆的女性，可明显改善心态和身体素质，中老年女性喝豆浆，可调节内分泌、延缓衰老；青年女性喝豆浆，则美白养颜淡化暗疮。

男性喝豆浆保持健康

豆浆在人体的吸收率达 85%，男性喝豆浆也大有益处，尤其是对于中老年人，更有预防中风、维持心血管健康、改善肠道功能的保健功效。

宝宝喝豆浆增强抵抗力

豆浆中丰富的不饱和脂肪酸、大豆皂甙、卵磷脂等有益物质具有增强宝宝免疫力的功能，多喝豆浆有助于宝宝大脑皮层等神经组织的发育，肌肉组织的强健。

自制豆浆推动豆浆机市场的发展

与乳制品行业中存在蒙牛、伊利等大品牌不同，豆浆行业前期却缺乏这样的公司来推广液态豆浆。豆浆虽然是大众健康饮品，但人们喝的豆浆大多来自于路边摊、包子铺，后来发展到超市里的袋装新鲜的熟豆浆，但是无论从卫生、方便性等方面考虑与其他饮品都存在差距，豆浆文化的生命力曾一度渐微。而豆浆机的推广打造了自制豆浆的新方式，自制豆浆解决了传统路边摊豆浆的卫生、新鲜程度、浓度等不足的问题。国内食品行业的安全隐患使人们将健康生活理念摆至首位，更多的人青睐于自制豆浆，豆浆机市场在过去几年保持了快速增长。

表 3 自制豆浆比其他豆浆的六大优势

	九阳豆浆机自制豆浆	其他途径获得的豆浆
费用	制作一次 1 元左右, 可供 2-5 口之家饮用, 30 元/月, 360 元/年	0.5-2 元/杯(袋)/人, 一家三口 1.5-6 元/天, 45-180 元/月, 540-1206 元/年
方便性	十几分钟自动做出熟豆浆, 操作简单方便	外出购买冬冷夏热, 上楼下楼, 购生豆浆还需煮, 费时费力
花色豆浆	可根据个人喜好和保健需要随意选材配料, 花色丰富	花色单一, 一般仅为黄豆豆浆
豆浆吸收率	豆浆浓度高、均质、乳化效果好, 吸收率高	豆浆浓度、均质、乳化效果难以保证, 吸收率低
新鲜度	随时制作, 随时享用	很难喝到真正意义上的豆浆, 喝到隔夜豆浆的概率比较大
卫生安全	制作过程无污染, 原材料自己选择	制作的环境、原材料质量、水质和制作人的身体健康难以把握

资料来源: 湘财证券研究所

截至 2008 年底, 我国豆浆机的容量已超过 1000 万台, 近几年豆浆机的增速高达 80% 以上。豆浆机属于生活中消费性产品, 产品更新换购较快, 使用寿命一般为 2-5 年。我们认为中国豆浆机行业目前已经度过了导入期, 正处于快速增长期。一方面豆浆作为我国传统营养饮品已经被消费者逐渐认同, 另一方面随着生活水平的提高国内消费者更注重健康生活, 而形成的消费升级需求。

目前中国城镇家庭中, 豆浆机普及率不到 10%, 相比微波炉、电磁炉等主流小家电 50%-60% 的普及率而言, 豆浆机市场仍有非常大的成长空间。由于豆浆机是享受型厨房小家电, 属于可选消费品, 我们认为由于受到金融危机的滞后影响, 2009 年豆浆机的增速或将略低于 30%。随着经济逐步回暖, 豆浆机的需求将快速释放, 预计未来 3 年中国豆浆机容量的复合增长率将超过 40%。

九阳是豆浆机的发明人并缔造了细分行业的发展, 在豆浆机行业处于领跑地位, “九阳/Joyoung”牌豆浆机是豆浆机市场的第一品牌, 2009 年 1-9 月九阳豆浆机在豆浆机市场的占有率为 75.74%, 稳居行业第一。目前豆浆机行业属于寡头垄断的竞争格局, 随着美的等大家电企业涉足小家电, 我们认为豆浆机行业的竞争会更加激烈, 但短期内九阳垄断的格局尚难改变。

图 18 豆浆机市场容量预测

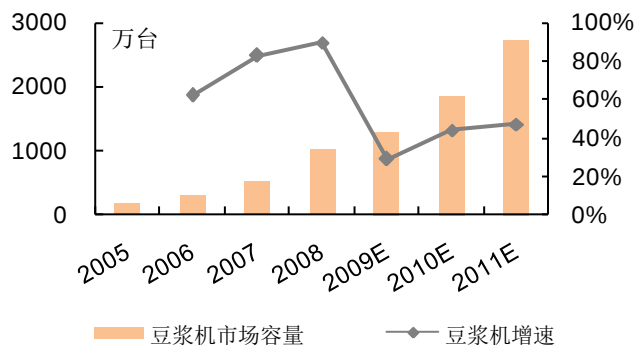
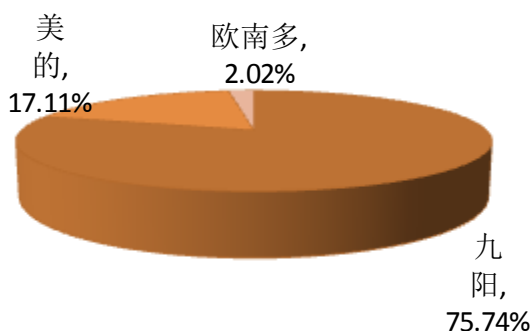


图 19 2009 年 1-9 月豆浆机市场销售结构



数据来源: 中怡康, 湘财证券研究所

投资建议及重点公司推荐

小家电板块有较大补涨空间

受益家电下乡、以旧换新等各种政策的推动，家电板块涨幅一直靠前，尤其近两个月整个板块呈现加速上涨的趋势。自9月份以来超过40%的涨幅使家电板块的估值渐趋合理。从各子行业的对比情况看，由于受益政策推动效用较大，大白电的涨幅最高，其中洗衣机板块涨幅已超过200%；而小家电板块1-11月涨幅相对较小，鉴于整个家电行业的高景气度仍将持续，我们认为明年一季度之前的投资机会在于有较大补涨空间的小家电板块。

图 20 2009 年小家电板块涨幅

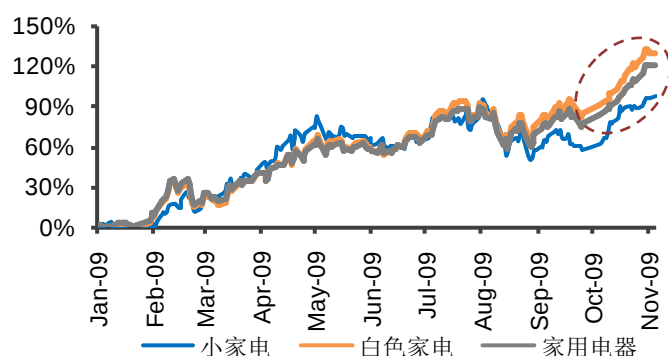
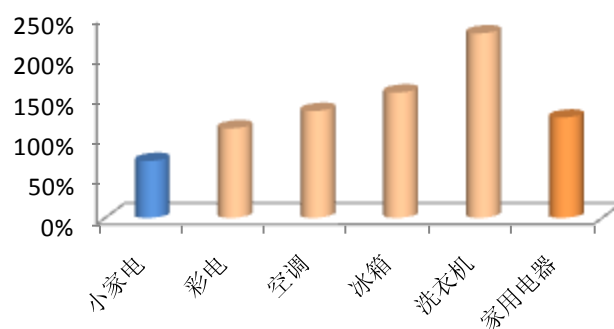


图 21 2009 年家电各子行业涨幅比较



数据来源: wind, 湘财证券研究所

小家电行业上市公司比较

目前 A 股小家电上市公司有 5 家，分别是豆浆机的龙头九阳股份、炊具领头军苏泊尔、主营灶具的华帝股份、以小家电 OEM 出口为主的德豪润达和伊立浦。

图 22 2009 年 1-9 月各公司收入及净利润增速比较

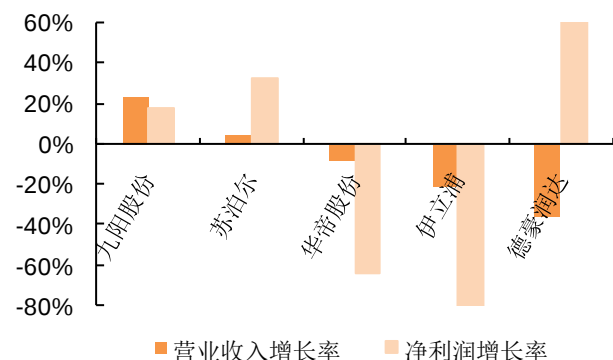
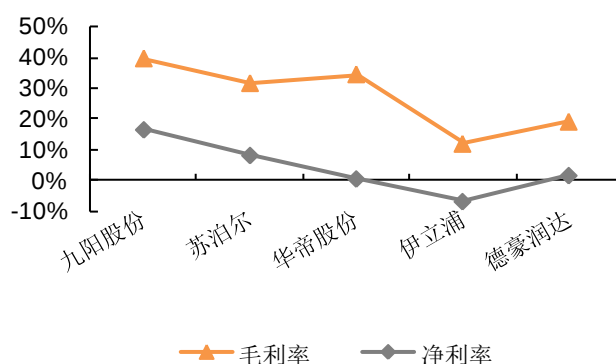


图 23 2009 年 1-9 月各公司毛利率及净利率比较



数据来源: wind, 湘财证券研究所

德豪润达出口收入占主营收入的比例达 79%，要销往北美和欧洲；伊立浦出口收入占比为 70%，主要出口国为美国和日本。受金融危机滞后影响，欧美企业经济复苏较慢，出口导向的德豪润达和伊立浦 1-9 月的营业收入仍同比下滑明显；相对而言，以内销为主的九阳股份和苏泊尔的较为稳定，1-9 月九阳股份营业收入及净利

润均保持 20% 以上的增速,在豆浆机市场的寡头垄断使其毛利率和净利率也远高于其他小家电公司;苏泊尔对于原材料成本控制较有成效,其净利润增速达 32%,远高于营业收入增速,作为炊具市场的主要品牌,苏泊尔也维持了较高的盈利能力。

短期内,我们认为小家电板块超预期的机会在于九阳股份(002242)、苏泊尔(002032)等国内小家电市场领头品牌;2010 年随着全球经济回暖,出口将得到较大程度的复苏,我国小家电出口企业也将迎来新一轮的春天。

九阳股份(002242):技术、品牌、渠道造就小家电龙头企业

豆浆机的缔造者和领跑者

九阳发明了第一台豆浆机,前后经历 9 次技术革新,目前公司拥有 204 项国家专利,并凭借 15 年的研发经验和 87% 的市场份额成为豆浆机的代名词。豆浆机是公司毛利率最高的产品,2009 上半年公司豆浆机业务毛利率高达 42%。公司募集资金将有约 4 亿元用于年产 800 万台豆浆机项目的建设,预计 2010 年可投产。至 2011 年公司豆浆机产能将超过 1300 万台。产能的扩大加上公司强大的营销网络及多样的销售渠道,公司将能最大程度的分享行业的成长。我们预计 2011 年公司豆浆机容量有望达 2662 万台。

豆料将成为新的利润增长点

公司致力于提供健康好豆浆的完整解决方案,培育豆浆机的专用配料“阳光豆坊”。公司豆料业务主要配套于豆浆机业务,预计 2010 年公司豆料需求量将达 7.28 万吨。2009 上半年公司豆料业务毛利率达 37.83%。公司一方面可以通过创新豆料这一增值服务,促进豆浆机的销售;另一方面通过产业链的延伸使得原料的产量及品质能够得到保障,并实现新的利润增长。

营销模式扁平化

公司采用的扁平化的销售模式,营销网络由公司、一级经销商和销售终端三个层次组成,简化了中间环节,能最大限度的扩大渠道利润空间,对经销商的零售价格具有较强的控制能力,对家电连锁和大卖场等强势渠道也有较强的议价能力,有利于公司毛利率的提升。

盈利预测

我们预计公司 09、10 年 EPS 分别为 1.31 元、1.66 元,对应于最新收盘价 31.97 元,09、10 年动态 PE 分别为 24.4 倍、19.3 倍。基于目前公司在豆浆机行业处于寡头垄断的地位,我们认为公司 09 年 28 倍 PE、10 年 23 倍 PE 较为合理,6-12 个月目标价为 36.68 元,首次给予“买入”评级。

风险提示

新业务培育低于预期;豆浆机市场竞争加剧,公司份额或下降。

苏泊尔(002032):SEB 整合加速公司成长

盈利能力持续增强

苏泊尔主要经营炊具和小家电,公司在炊具行业处于较强的领先地位。2009 年 1-9 月,公司营业收入同比增长 11.66%,净利润同比增长 55.22%。在三季度原材

料价格上升的情况下，公司综合毛利率较去年同期仍增加 4.45 个百分点，我们认为主要原因有，一是公司部分采购被纳入 SEB 全球采购体系，协同采购使采购成本得以降低；二是公司在 7 月份就锁定了下半年的原材料成本；三是公司 SEB 订单锁定了 18% 的毛利率。

SEB 订单转移具有想象空间

自法国 SEB 入主公司以来，非 SEB 的海外订单有较大幅度的流失，加上 08 年金融危机影响，海外订单大幅萎缩，近几年公司出口呈下滑趋势。09 年初公司收到来自 SEB 集团 1 亿美元的订单，包括 8600 万美元炊具、1500 万美元小家电以及 400 万美元橡塑产品，目前该订单已基本完成。SEB 订单转移缓解了出口下滑的趋势，上半年出口额下滑幅度止于 3.52%，表现好于行业水平。近几年 SEB 每年在中国的采购额约为 7-8 亿美元，其中与公司产品类似的约占一半左右，我们预计未来两年 SEB 订单转移的数量将在 2-3 亿美元之间。

绍兴基地建设加快 SEB 项目推进

公司绍兴基地一期已经建成投产，年产值可达 10 亿元左右，2010 年产能将达 2000 万台；二期项目有望在 2012 年达产，届时产能有望增至 3000 万台。绍兴基地的建设目标是 SEB 亚洲最大的小家电生产基地，生产的小家电主要对 SEB 出口。绍兴基地的投产使公司产能能充分满足 SEB 订单转移的需要，将加快 SEB 项目的推进。

技术转移，丰富产品线

上半年 SEB 炊具红点技术和巧叠技术等两项 SEB 全球专利已经转移至苏泊尔，SEB 全球销售第一的电水壶以及电蒸锅和料理机等产品技术也将在 2010 年以前完成转移。与 SEB 小家电产品的技术对接后，届时公司的产品线将得到很大程度的延伸。

盈利预测

我们预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.75 元、0.97 元，考虑到公司在炊具行业的龙头地位，应该享受一定的估值溢价，我们认为公司 09 年 33 倍 PE、10 年 28 倍 PE 较为合理，目标价 24.75 元，首次给予“增持”评级。

风险提示

SEB 订单转移低于我们的预期。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。