苏泊尔（002032.SZ）

2020 年 11 月 19 日

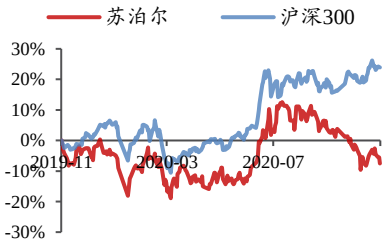
SEB 赋能打造厨房整体解决方案，深耕品牌年轻化

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/11/18
当前股价(元)	70.40
一年最高最低(元)	88.80/62.66
总市值(亿元)	578.04
流通市值(亿元)	430.28
总股本(亿股)	8.21
流通股本(亿股)	6.11
近 3 个月换手率(%)	16.52

股价走势图



数据来源：贝格数据

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 全球领先的炊具、厨房小家电龙头，首次覆盖维持“买入”评级

苏泊尔是全球领先的炊具、厨房小家电龙头，SEB 控股后带来稳定的外销订单，同时先进的技术支撑公司产品领先行业。公司在渠道布局方面具有前瞻性，随着品牌逐步年轻化，伴随品类持续扩张、中高端炊具逐步放量，公司有望实现快速增长。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 18.25/22.36/25.22 亿元，对应 EPS 为 2.22/2.72/3.07 元，当前股价对应 PE 为 32/26/23 倍，接近可比公司平均估值，考虑公司作为炊具龙头企业，给予一定估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 炊具行业线上占比提升，高端化趋势利好龙头扩张

明火炊具线上占比提升，根据奥维云网数据，2020 年 1-9 月炊具线上市场零售额达 60.3 亿元（+47%），苏泊尔市占率约 19%，龙头地位稳固。预计 2020 年明火炊具线上销售占比达 43%。在健康、外观等需求下，产品高端化趋势显现，根据奥维云网数据，2020 年 1-9 月中高端炊具同比增长明显，利好龙头份额扩张。

● SEB 助力打造厨房整体解决方案，深耕品牌年轻化趋势

产品端，SEB 集团的成熟技术输送提升公司核心竞争力，电饭煲产品始终引领市场。近年来公司通过品类扩张，从传统炊具扩张到厨房整体解决方案，品类拓张的同时，通过引入 SEB 集团旗下其他品牌，利用多品牌战略实现利润最大化。渠道端，公司布局始终具备前瞻性。早期紧抓百货红利，积极布局家电连锁门店、大型连锁超市、传统百货商店等线下渠道。2007 年加速渠道下沉，2010 年积极拥抱电商红利，2018 年探索购物中心渠道，2019 年进入直播、社交电商渠道。品牌端，始终围绕着渠道、消费者变革进行转变。2014、2015 年赞助央视节目《舌尖上的中国 II》、《我爱妈妈》栏目进行中心渠道精准营销。近年来随着渠道逐步多元化、碎片化，公司积极布局直播电商、社交电商等渠道进行品牌营销，2020 年积极探索品牌年轻化，公司启用青春代言人，掘金粉丝经济，联合 B 站切入二次元周边，将消费者刻板印象中的“妈妈厨电”转变为年轻人的厨电潮牌。

● 风险提示： SEB 订单出现波动、疫情影响线下销售等

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,851	19,853	19,163	21,456	24,108
YOY(%)	25.8	11.2	-3.5	12.0	12.4
归母净利润(百万元)	1,670	1,920	1,825	2,236	2,522
YOY(%)	27.7	15.0	-4.9	22.5	12.8
毛利率(%)	30.9	31.2	29.0	29.1	29.9
净利率(%)	9.4	9.7	9.5	10.4	10.5
ROE(%)	28.3	28.0	24.3	24.6	23.3
EPS(摊薄/元)	2.03	2.34	2.22	2.72	3.07
P/E(倍)	35.4	30.7	32.3	26.4	23.4
P/B(倍)	10.0	8.6	7.8	6.5	5.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 苏泊尔：全球炊具和厨房小家电领先品牌 4
1.1、 引领国内厨房革命 26 年，SEB 入股打造全球知名品牌 4
1.2、 股权结构：SEB 为公司实际控制人 5
1.3、 产销率始终维持高位，公司持续加大产能布局 5
1.4、 财务分析：疫情影响下，利润增速有所下滑 6
1.4.1、 收入端：电器、炊具业务仍是重心，疫情致使 2020 年上半年收入增速下滑 6
1.4.2、 毛利率：受疫情及政策影响，2020H1 毛利率有所下滑 7
1.4.3、 费用端：费用端基本保持稳定，行业中处于较低水平 7
1.4.4、 利润端：净利率基本保持稳定 9
2、 炊具行业：线上占比逐步提升，高端化趋势利好龙头企业 9
2.1、 炊具线上销售占比逐步提升，苏泊尔龙头地位稳固 9
2.2、 社交、健康需求提升，带来高端、美观炊具市场份额提升 10
3、 核心竞争力：SEB 助力打造厨房整体解决方案，品牌年轻化趋势吸引更多 Z 世代群体 11
3.1、 产品：SEB 助力打造厨房整体解决方案 11
3.2、 渠道：前瞻性全渠道布局，线上线下共同发力 13
3.3、 品牌：深耕品牌年轻化趋势，拥抱 Z 世代用户 15
4、 未来展望：产品的延伸与高端品牌的引入或成全新增长点 16
4.1、 横向衍生产品品类，纵向推进产品迭代 16
4.2、 高端品牌业务有望成为未来重要增长引擎 18
5、 盈利预测 19
5.1、 关键假设 19
5.2、 盈利预测与估值 19
6、 风险提示 19
附：财务预测摘要 20

图表目录

图 1： 苏泊尔以炊具起家，逐渐发展为覆盖炊具、电器等多领域的制造企业 4
图 2： SEB 集团为公司主要控制人，股权相对稳定、集中 5
图 3： 近年来公司产销率始终维持在 100%以上 5
图 4： SEB 完成收购后公司产能布局进度加快 6
图 5： 电器、炊具业务为公司业务重心 6
图 6： 2020 年受疫情影响，收入增速有所下滑 7
图 7： 苏泊尔电器业务增速相对较快 7
图 8： 炊具业务毛利率高于电器业务毛利率 7
图 9： 苏泊尔整体销售毛利率处于行业中间水平 7
图 10： 苏泊尔期间费用率处于行业较低水平 8
图 11： 苏泊尔销售费用率基本保持稳定 8
图 12： 公司“管理+研发”费用率处于行业较低水平 9
图 13： 苏泊尔净利率基本保持稳定 9
图 14： 疫情影响下 2020H1 归母净利润同比出现下滑 9
图 15： 明火炊具线上占比逐步提升 10

图 16：线上渠道中，苏泊尔龙头地位稳固 10
图 17：消费者对于健康饮食的意识较强 10
图 18：70%的料理小厨电消费者重视产品颜值 10
图 19：龙头企业纷纷推出联名高颜值产品 11
图 20：2020 年 1-9 月炒锅、汤锅中高端销售额显著提升 11
图 21：公司产品从传统炊具逐步扩张到厨房整体解决方案 11
图 22：苏泊尔持续从 SEB 引入新的技术 12
图 23：SEB 向苏泊尔输送成熟技术 12
图 24：多品牌战略下，将产品利润实现最大化 13
图 25：苏泊尔稳步推进线上线下渠道发展 13
图 26：公司在网购快速发展期切入电商市场 14
图 27：公司线上销售额占营收比重逐步提升 14
图 28：公司线下服务网点多集中在三四线城市 14
图 29：顺应渠道变革，2018 年积极布局购物中心渠道 15
图 30：SUPOR HOME 成为苏泊尔品牌展销体验中心 15
图 31：公司品牌营销顺应渠道变革，逐步进行年轻化转型 15
图 32：冠名央视美食类节目《舌尖上的中国 II》 16
图 33：冠名央视《我爱妈妈》栏目 16
图 34：积极参与淘宝品牌直播日活动 16
图 35：2020 年以来，公司深耕品牌年轻化 16
图 36：苏泊尔不断扩充产品品类，培育新的品类增长点 17
图 37：公司不断进行产品迭代，使产品覆盖多种功能与需求 17
图 38：国内高端炊具领域仍有较大发展空间 18
图 39：收购 WMF，进军高端厨具领域 18

表 1：公司致力于电饭煲的性能拓展及完善，提升产品竞争力 12
表 2：小家电公司估值情况：苏泊尔估值略高于同行业可比公司 19

1、 苏泊尔：全球炊具和厨房小家电领先品牌

1.1、 引领国内厨房革命 26 年，SEB 入股打造全球知名品牌

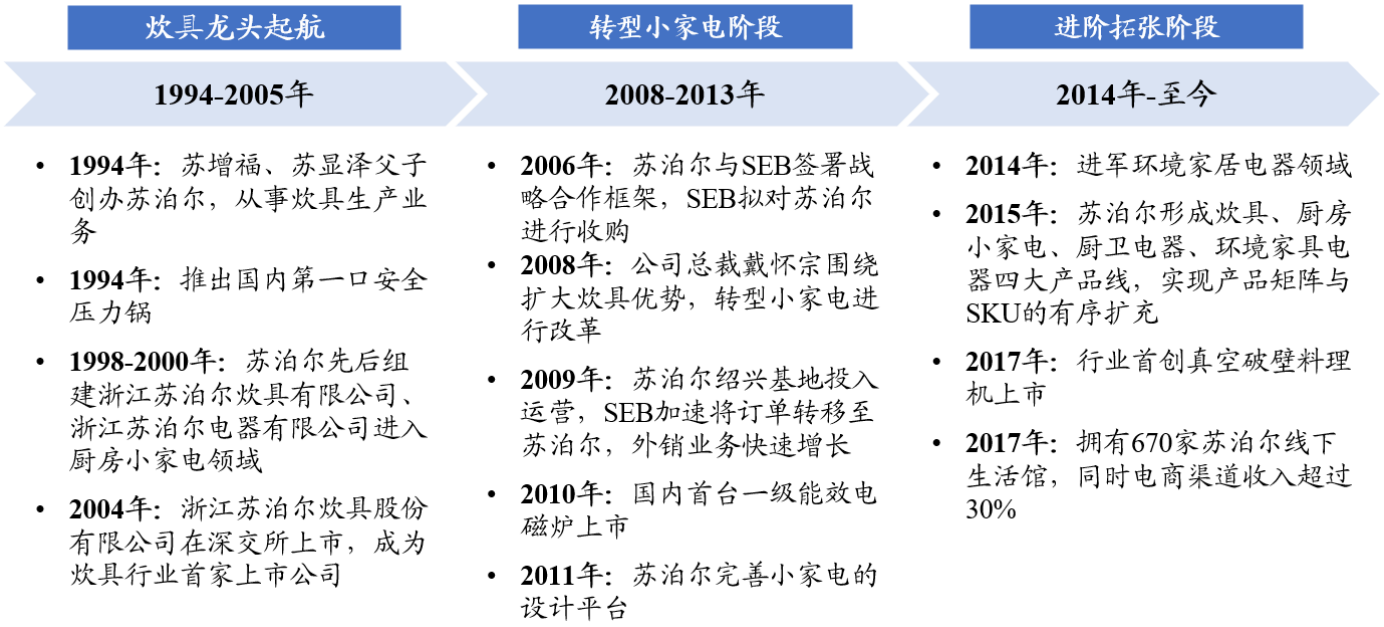
回顾苏泊尔的发展过程，我们可以将其分为 3 个阶段：

（1） **炊具龙头起航，成为国内首家炊具行业上市公司（1994-2005 年）：**公司创始人苏增福、苏显泽父子于 1994 年创办苏泊尔，从事炊具生产业务，同年推出国内第一口安全压力锅，得以快速打开市场。1998-2000 年，苏泊尔先后组建浙江苏泊尔炊具有限公司、浙江苏泊尔电器有限公司，进入厨房小家电领域。2004 年浙江苏泊尔炊具股份有限公司在深交所上市，成为炊具行业首家上市公司。

（2） **SEB 入股提升产品竞争力，积极布局小家电业务（2006-2014）：**2006 年苏泊尔与 SEB 签署战略合作框架，拟以股权转让、定向增发、部分要约的方式对苏泊尔进行收购。2007 年 SEB 集团完成对苏泊尔的收购，获得苏泊尔 52.74%的股权。2008 年，公司围绕“扩大炊具优势，进一步转型小家电”进行改革以改变业务增长停滞的局面。2009 年，在绍兴基地运营的同时，SEB 加速订单的转移，推动苏泊尔外销业务的加速增长。2010 年，苏泊尔推出国内首台一级能效电磁炉，同时于 2011 年起，公司不断完善小家电设计平台，为其向小家电业务的转型助力。

（3） **进阶扩张阶段（2014 年-至今）：**2014 年，公司进军环境家具电器领域，2015 年起，形成了炊具、厨房小家电、厨卫电器、环境家具电器四大产品线，实现了产品矩阵与 SKU 的进阶扩充。与此同时，公司 2017 年拥有 670 家苏泊尔线下生活馆，电商渠道收入超过 30%，在渠道上也实现了进一步扩张。

图1：苏泊尔以炊具起家，逐渐发展为覆盖炊具、电器等多领域的制造企业

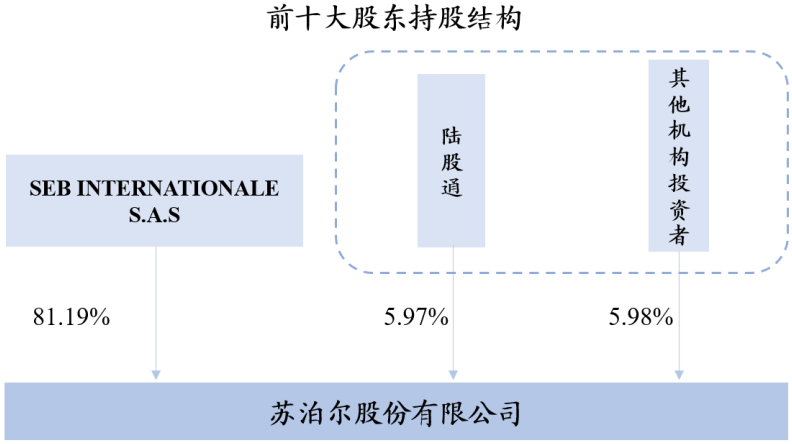


资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、 股权结构：SEB 为公司实际控制人

SEB 集团为公司实际控制人，股权结构稳定。截止 2020 中报，SEB 集团持有苏泊尔 81.19%的股权，陆股通、其他机构投资者分别持有 5.97%、5.98%的股权，前十大股东合计持股占比 93.14%。SEB 集团是国际知名的炊具研发制造商和小家电制造商，一方面为苏泊尔带来稳定的出口订单，另一方面双方在生产、研发、品控、管理等领域深入合作，进一步提升苏泊尔的核心竞争力。

图2：SEB 集团为公司主要控制人，股权相对稳定、集中

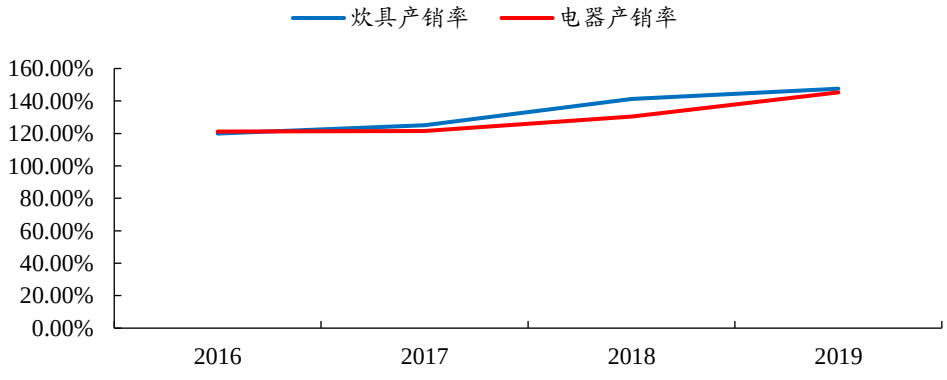


资料来源：苏泊尔 2020 中报、开源证券研究所

1.3、 产销率始终维持高位，公司持续加大产能布局

近年来公司产销率始终维持在 100%。根据 2017-2019 年年报，公司近年来产销率始终维持在 100%以上，并逐年提升。面对产品的畅销，主动扩充生产能力、提升自动化生产水平，成为公司收入增长的重要路径。

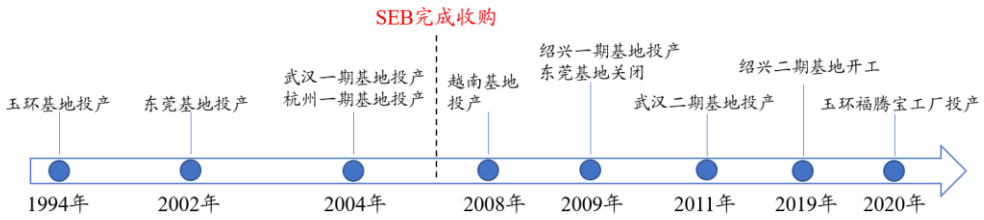
图3：近年来公司产销率始终维持在 100%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

苏泊尔持续加大产能布局。近年来，苏泊尔在产能扩张的同时逐步进行产能优化。2020 年 8 月底，玉环福腾宝工厂正式投产。该项目全部投产后，将成为全球顶级厨具品牌 WMF 在中国规模最大的生产基地和进出口物流中心，实现不锈钢炊具年产能 2000 万口，产值约 10 亿元。

图4：SEB 完成收购后公司产能布局进度加快



资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.4、 财务分析：疫情影响下，利润增速有所下滑

1.4.1、 收入端：电器、炊具业务仍是重心，疫情致使 2020 年上半年收入增速下滑

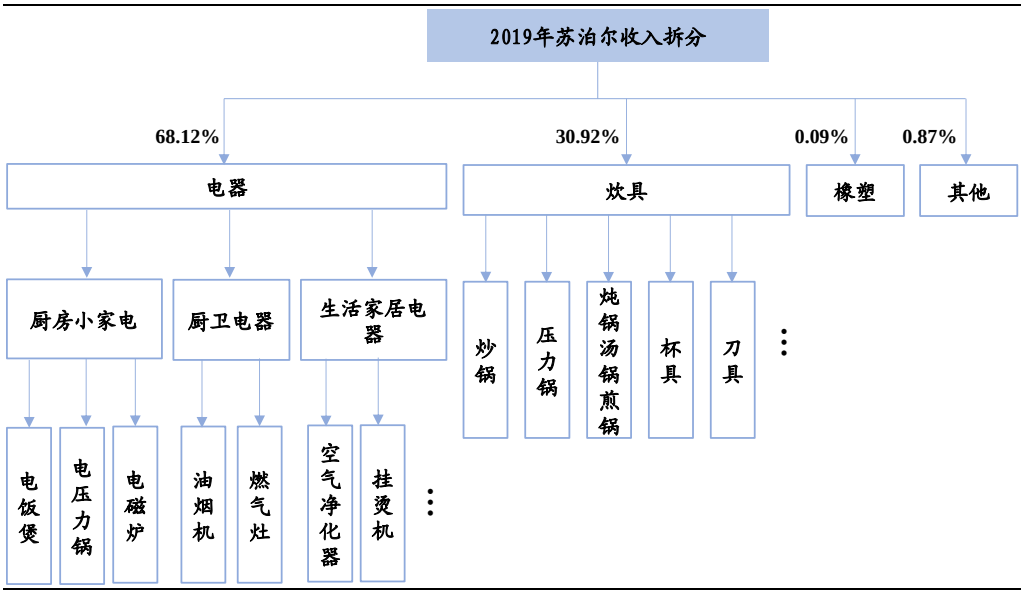
2019 年公司的电器和炊具业务收入占比超 99%。目前公司的产品主要分为电器、炊具、橡塑及其他产品。

1）电器业务 2019 年收入占比为 68.12%，包括电饭煲、电压力锅、电磁炉、电水壶等厨房小家电产品，油烟机、燃气灶、消毒柜等厨卫电器产品，以及以空气净化器、挂烫机、吸尘器等为代表的生活家居电器产品。

2）炊具业务 2019 年收入占比为 30.92%，包括炒锅、压力锅、炖汤煎锅、杯具、刀具等产品，共覆盖 18 个品类。

3）橡塑业务 2019 年收入占比为 0.09%，包括生产塑料制品、橡胶支票等。

图5：电器、炊具业务为公司业务重心

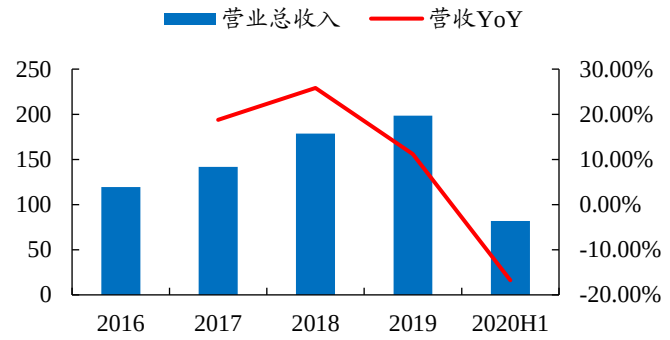


资料来源：Wind、开源证券研究所

公司营收增长较为稳定，2020 年受疫情影响出现波动。2016-2019 年，公司营业总收入由 119.47 亿元持续增长至 198.53 亿元（+11.22%），CAGR 为 18.45%，增长

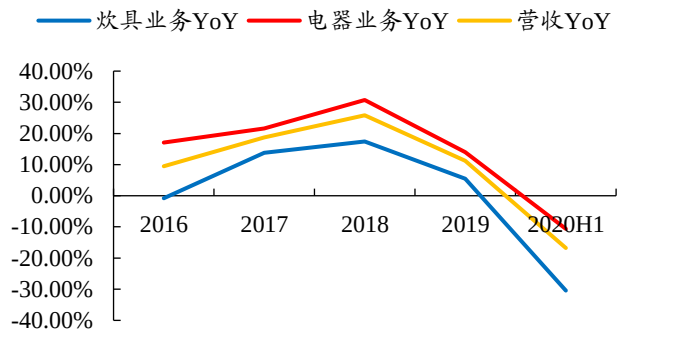
较为稳定。2020H1 实现营收 81.87 亿元，同比下滑 16.76%，主要系疫情影响所致。其中电器业务增速始终优于传统炊具业务。

图6：2020 年受疫情影响，收入增速有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：苏泊尔电器业务增速相对较快



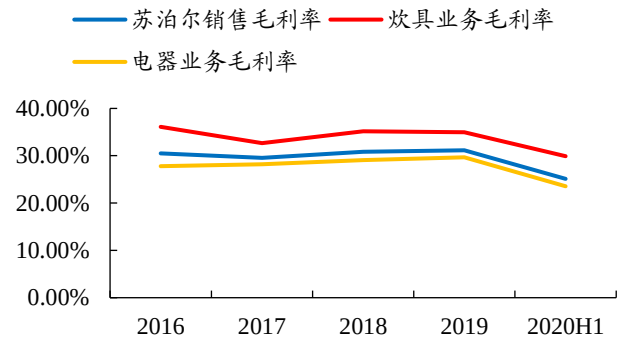
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4.2、 毛利率：受疫情及政策影响，2020H1 毛利率有所下滑

炊具业务毛利率贡献较高，2020H1 受财务政策、新冠疫情影响，整体毛利率有所下滑。2016-2019 年，公司的炊具、电器业务毛利率稳定，分别基本保持在 34%、28%左右。其中高占比、高毛利率的炊具业务对公司整体毛利率的贡献较高。2020H1 主营业务毛利率同比下降 5.63pct 至 25.22%，主要系：（1）受新收入准则影响，将符合销售抵减的应付客户费用抵减营业收入，带来毛利率下滑（若不考虑销售抵减，毛利率同比下滑 1.62pct）；（2）新冠疫情影响下公司加大线上营销力度。

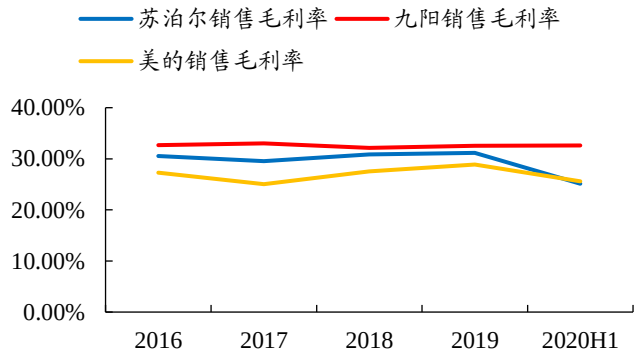
苏泊尔整体销售毛利率处于行业中间水平。2019 年，公司毛利率为 31.15%，整体毛利率略高于美的集团毛利率。

图8：炊具业务毛利率高于电器业务毛利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：苏泊尔整体销售毛利率处于行业中间水平

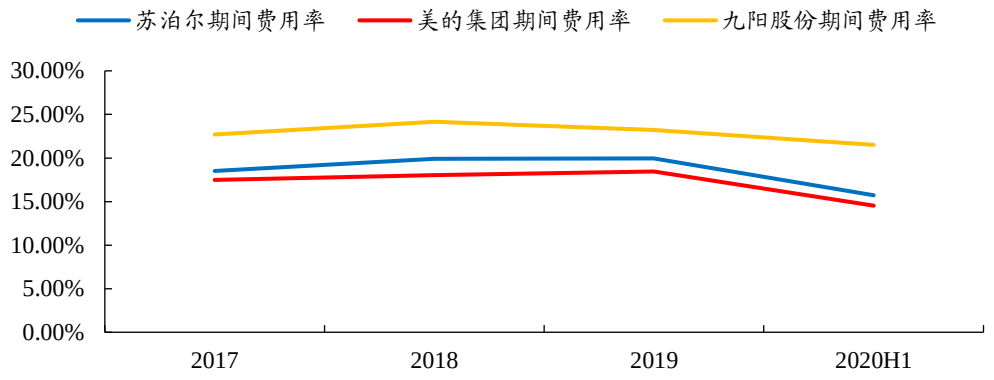


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4.3、 费用端：费用端基本保持稳定，行业中处于较低水平

期间费用率基本保持稳定，在行业处于较低水平。2019 年苏泊尔期间费用率为 19.95%，近年来基本保持稳定。2020H1 受会计准则变化原因，期间费用率出现下滑。对比同行可比公司，公司的费用率处于较低水平。

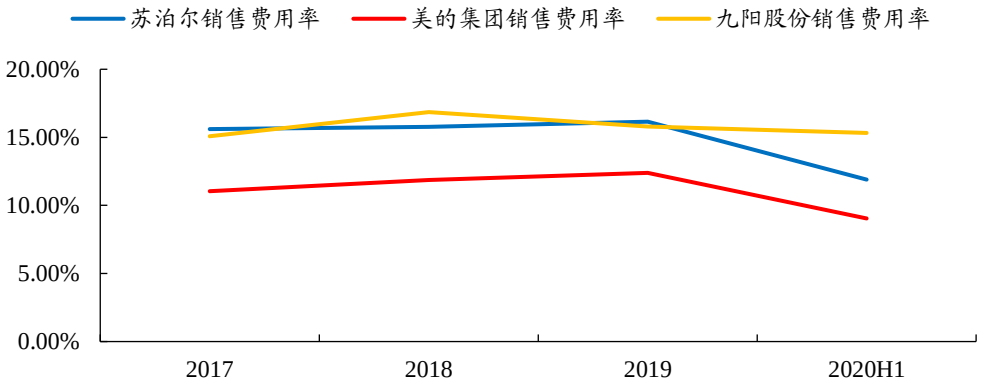
图10：苏泊尔期间费用率处于行业较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司销售费用率较为稳定。2019 年苏泊尔的销售费用率为 16.15%，近年来基本保持稳定。2020H1 销售费用率为 11.90%，出现较大幅度下滑主要系：新会计准则下，将符合销售抵减性质的应付客户费用抵减营业收入，而同期计入“销售费用”科目。此外，受新冠肺炎疫情影响，2020H1 促销活动有所减少所致。

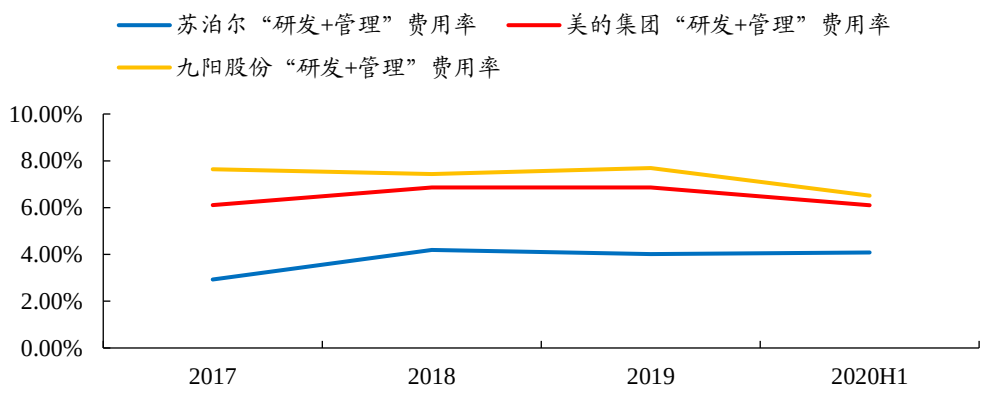
图11：苏泊尔销售费用率基本保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司“管理+研发”费用率处于行业较低水平。2020H1 公司“管理+研发”费用率为 4.08%，低于同行业可比公司，主要系公司研发费用较低所致。苏泊尔研发费用较低主要系 SEB 集团为公司提供了稳定、具备竞争力的技术支撑。

图12：公司“管理+研发”费用率处于行业较低水平

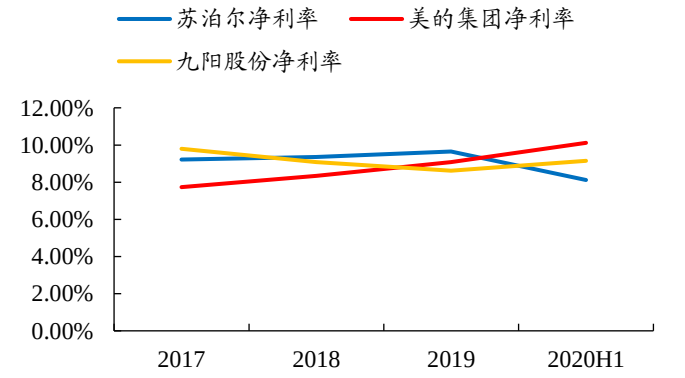


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4.4、 利润端：净利率基本保持稳定

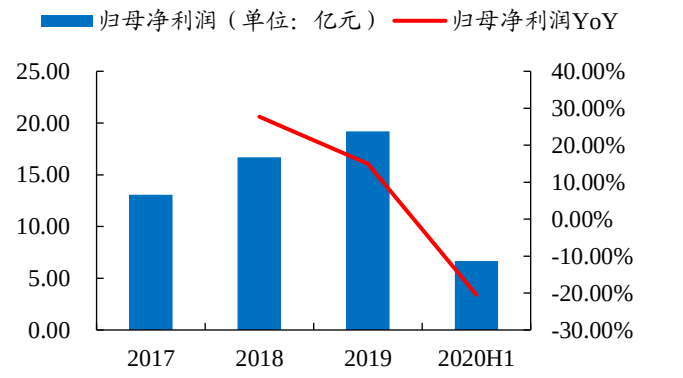
苏泊尔净利率处于行业较高水平，2020H1 受政策、疫情影响有所下滑。由于费用端苏泊尔可以和母公司 SEB 集团共享研发技术，因此研发费用率明显低于竞争对手，在毛利率相近的背景下，净利率处于行业较高水平。2019 年苏泊尔净利率 9.65%，高于竞争对手九阳股份、美的集团。2020H1 实现归母净利润 6.7 亿元，同比下滑 20.5%。

图13：苏泊尔净利率基本保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：疫情影响下 2020H1 归母净利润同比出现下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 炊具行业：线上占比逐步提升，高端化趋势利好龙头企业

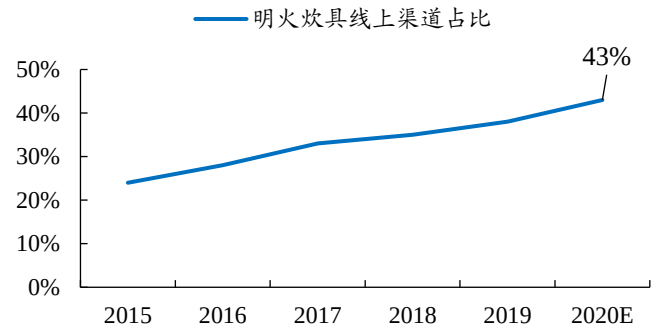
2.1、 炊具线上销售占比逐步提升，苏泊尔龙头地位稳固

明火炊具线上占比逐步提升，天猫仍是主要销售渠道。根据奥维云网推总数据，2020 年 1-9 月，炊具线上市场零售额达到 60.3 亿元（+47%），线上市场零售量达到 4660 万台（+51%），预计 2020 年明火炊具线上销售占比达 43%。分渠道来看，2020 年 1-9 月，明火炊具线上销售中，天猫商城销售占比为 70.3%，仍是主要销售渠道。

明火炊具线上渠道市占率较低，苏泊尔龙头地位稳固。根据奥维云网推总数据，2020 年 1-9 月炊具品牌线上 CR5 为 38%，其中苏泊尔在线上渠道市占率为 19%，龙

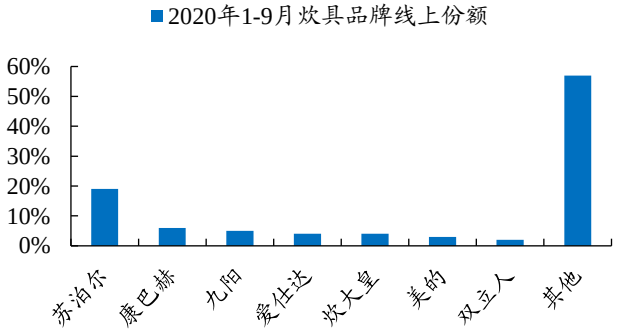
头地位稳固。

图15：明火炊具线上占比逐步提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图16：线上渠道中，苏泊尔龙头地位稳固

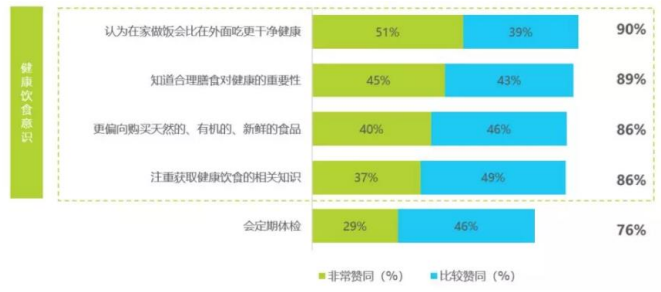


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.2、 社交、健康需求提升，带来高端、美观炊具市场份额提升

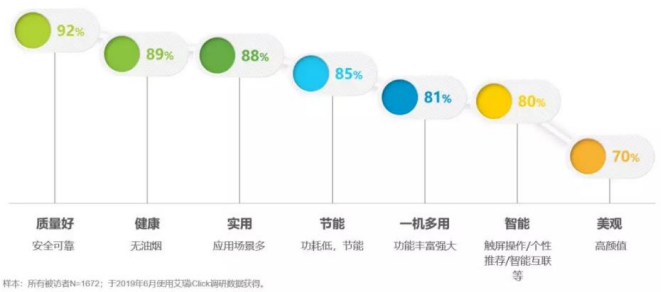
消费习惯变革带来炊具健康需求、外观要求提升。随着技术的发展，部分炊具和厨房小家电的概念正逐步变模糊，如电蒸锅和蒸锅、高压锅和电压力锅、平底锅和多功能料理锅等。根据艾瑞咨询对厨房料理小家电用户人群的调研，90%的用户更注重健康观念，约 70%的消费者对产品的美观程度有所需求。

图17：消费者对于健康饮食的意识较强



资料来源：艾瑞咨询

图18：70%的料理小厨电消费者重视产品颜值



资料来源：艾瑞咨询

健康、高颜值需求下，产品高端化趋势显现，利好龙头份额扩张。在产品方面，炊具企业在外观、健康材质等方面持续加大投入，并积极与各类 IP 联名，迎合新一代消费者的需求，如推出受年轻群体喜爱的小清新外观、推出珐琅锅、钛锅等新品类。而以上的变化则进一步推动了炊具产业的创新升级，根据奥维云网数据，2020 年 1-9 月中高端价格段的炊具销售额较 2019 年同期有明显提升。

图19：龙头企业纷纷推出联名高颜值产品



资料来源：苏泊尔官网、九阳官网

图20：2020 年 1-9 月炒锅、汤锅中高端销售额显著提升



资料来源：奥维云网

3、 核心竞争力：SEB 助力打造厨房整体解决方案，品牌年轻化趋势吸引更多 Z 世代群体

3.1、 产品：SEB 助力打造厨房整体解决方案

公司产品从传统炊具逐步扩张到厨房整体解决方案。随着消费需求出现变化，公司产品从传统炊具逐步扩充到“烟灶消+蒸烤箱+净水机+热水器”等多品类协同发展，品牌和商家为消费者提供的不再是单一性产品，而是厨电整体解决方案。2019 年苏泊尔全面推动烟灶、净水两个项目融合，强化业务团队整合，提升经销商经营能力，2020 年进入热水器行业，给苏泊尔厨卫大电的发展注入更多的活力和机会。

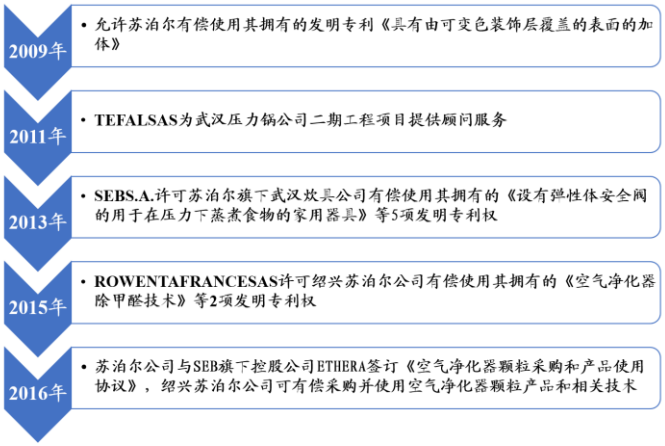
图21：公司产品从传统炊具逐步扩张到厨房整体解决方案



资料来源：苏泊尔官网、开源证券研究所

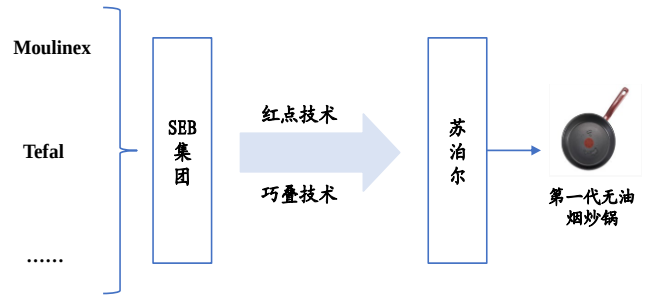
SEB 的成熟技术输送提升公司产品核心竞争力。借助 SEB 技术输送，苏泊尔引入多项成熟技术及专利，大大降低研发成本。2009 年苏泊尔对 SEB 已成熟的红点技术、巧叠技术等全球专利进行吸收、改进、应用，打造出第一代无油烟炒锅，可以通过锅底的火红点颜色变化控制炒菜油温，大大提升了产品的竞争力。苏泊尔凭借 SEB 丰厚成熟的技术储备及自身高效的研发改良体系，使其产品在市场中获得领先优势。

图22：苏泊尔持续从 SEB 引入新的技术



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图23：SEB 向苏泊尔输送成熟技术



资料来源：公司公告、开源证券研究所

电饭煲产品线始终引领市场。公司在 2005 年推出首款陶晶内胆电饭煲， 2011 年推出国内首台 IH 电饭煲，2013 年首创球釜内胆，2015 年推出行业首款蒸汽球釜 IH 电饭煲，2018 年再一次革新饭煲内胆技术推出本釜电饭煲，2019 年推出行业首款低糖电饭煲，持续引领行业发展。此外，公司产品不断获得专利奖、设计奖等奖项。

表1：公司致力于电饭煲的性能拓展及完善，提升产品竞争力

时间	产品
2002 年	首台电饭煲
2005 年	首款陶晶内胆电饭煲
2011 年	国内首台 IH 电饭煲
2013 年	首创球釜内胆电饭煲
2015 年	国内首台蒸汽球釜 IH 电饭煲
2018 年	本釜电饭煲
2019 年	低糖电饭煲

资料来源：公司官网、开源证券研究所

品类拓张的同时，通过多品牌战略实现利润最大化。在 SUPOR 品牌覆盖中端炊具及小厨电的基础上，苏泊尔引入 SEB 旗下的 LAGOSTINA、KRUPS、WMF 等高端品牌，其中：1）Krups 主要经营高端厨房小家电；2）Lagostina 主要经营高端炊具；3）WMF 主要经营高端炊具与高端小厨电。不同品牌间差异化显著，重合度较少，全方位满足不同消费者的需求并实现利润最大化。

图24：多品牌战略下，将产品利润实现最大化

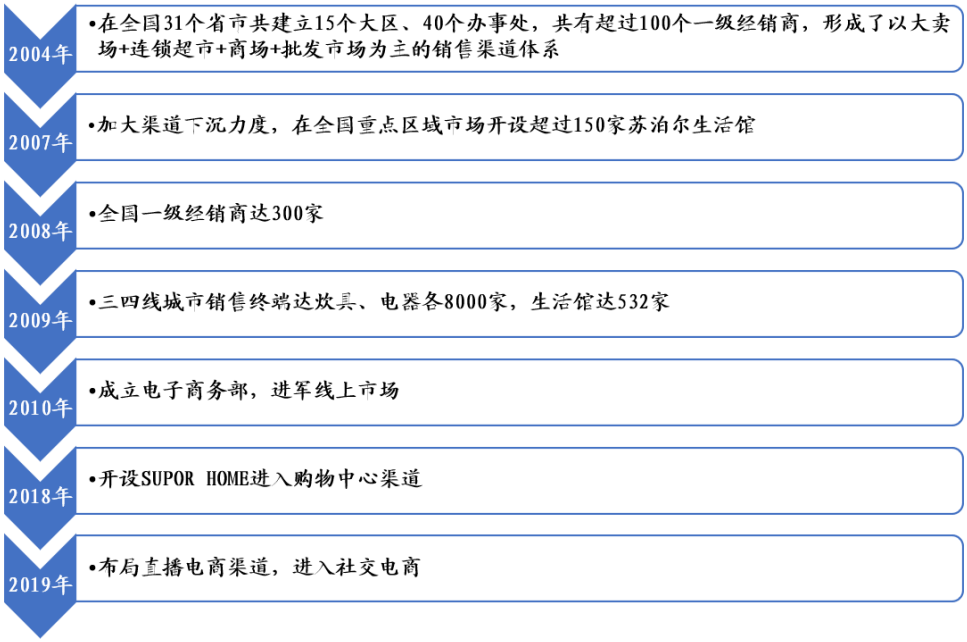


资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、 渠道：前瞻性全渠道布局，线上线下共同发力

公司前瞻性稳步推进线上线下全渠道布局。发展早期，公司与经销商形成“战略合作伙伴”关系，紧抓百货渠道红利，广泛布局家电连锁门店、大型连锁超市、传统百货商店等线下销售渠道。2007 年开始，公司在核心县城逐步建立苏泊尔生活馆，加速三四线城市渠道下沉。2010 年，公司设立电子商务部拥抱电商红利。2018 年在广州开设全国首家 SUPOR HOME 品牌零售店，积极探索 shopping mall 经营模式。2019 年进入网络直播渠道，并进入社交电商渠道。

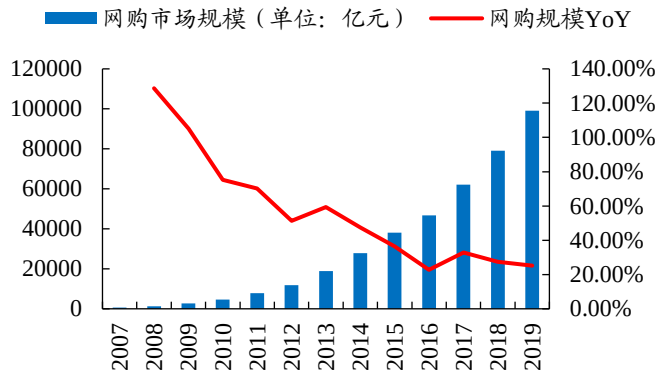
图25：苏泊尔稳步推进线上线下渠道发展



资料来源：公司公告、开源证券研究所

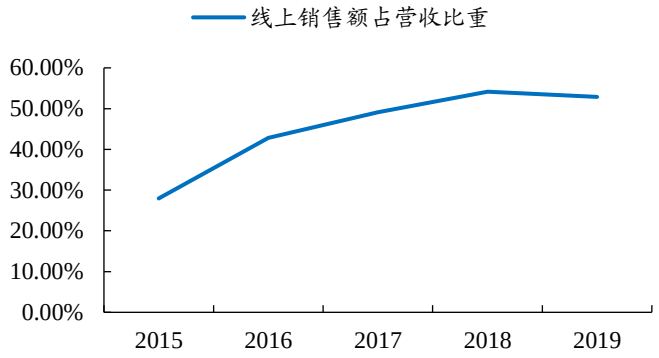
2010 年成立电子商务部，顺应电商渠道发展拓张线上业务。公司紧抓电商渠道发展趋势，自 2010 年成立电子商务部以来，积极与京东、苏宁、天猫等主流电商平台达成合作，线上渠道不断拓展，电商渠道在苏泊尔整体销售中的占比稳步提升，根据 Wind 提供的线上销售额数据计算，2019 年公司线上销售额占比超过 50%。2019 年公司开发网络直播，进入社交电商渠道。

图26：公司在网购快速发展期切入电商市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

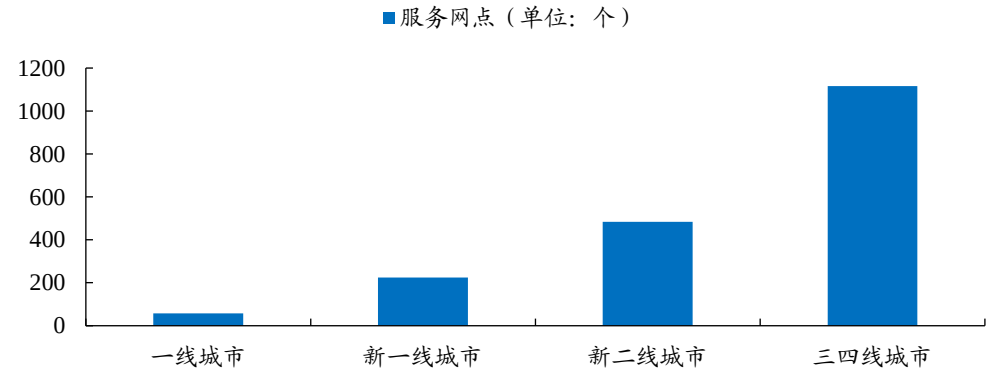
图27：公司线上销售额占营收比重逐步提升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

积极布局渠道下沉，迎合三四线城市消费升级。公司自 2007 年起在核心县城建设苏泊尔生活馆进行渠道下沉，2011 年加大在三四线城市开拓，并根据三四级市场的消费特点推出了与之消费能力相匹配的产品，在人员布局、产品研发、市场资源、渠道客户扶持等方面加大投入，不断提升终端覆盖率、覆盖密度及单店销售产出，把握下沉市场小家电渗透率的提升先机。

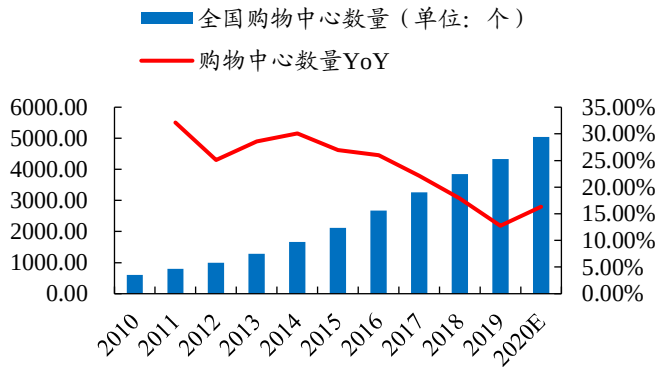
图28：公司线下服务网点多集中在三四线城市



数据来源：公司官网、百度地图、开源证券研究所

顺应渠道变革，积极布局购物中心市场。近年来，随着传统百货渠道逐步衰落，集购物、娱乐于一体的购物中心渠道逐步成为国内重要的零售业态。2018 年 11 月，全国首家 SUPOR HOME 品牌零售店在广州永旺梦乐城正式开业，涵盖 SUPOR 三十余个厨具电器细分类，精选 200 多个精致、酷炫、时尚产品，是苏泊尔全新的品牌展示、销售、服务和体验中心。

图29：顺应渠道变革，2018 年积极布局购物中心渠道



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：SUPOR HOME 成为苏泊尔品牌展销体验中心

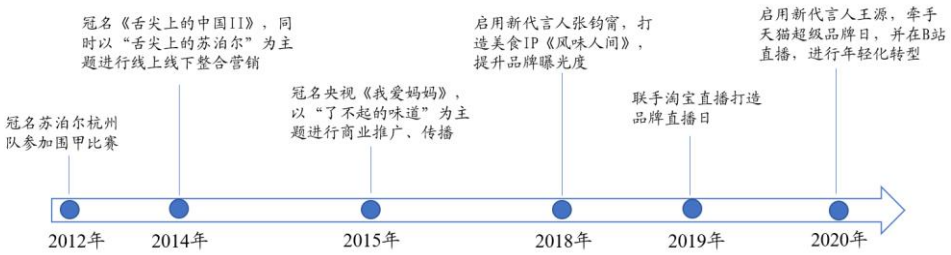


资料来源：公司官网

3.3、 品牌：深耕品牌年轻化趋势，拥抱 Z 世代用户

公司在品牌营销上，始终围绕着渠道、消费者变革进行转变。2014、2015 年赞助央视节目《舌尖上的中国 II》、《我爱妈妈》栏目进行中心渠道精准营销。随着近年来渠道逐步多元化、碎片化，公司积极布局直播电商、社交电商等渠道进行品牌营销，2020 年随着 Z 世代用户逐步成长，公司签约 Z 世代明星王源并加强在 B 站的广告投放，深耕品牌年轻化趋势。

图31：公司品牌营销顺应渠道变革，逐步进行年轻化转型



资料来源：公司年报、开源证券研究所

携手《舌尖上的中国 II》，传承中华美食精髓。作为一档大型美食纪录片，《舌尖 2》写实地展示出各地食饮风俗，而随着经济的发展，人们对于美食的要求也日渐提升。苏泊尔球釜 IH 饭煲，通过球形内胆设计，令锅内形成环流大沸腾，模拟传统大铁锅内部环境，真正还原“柴火饭”地道的口感与营养，传承过去的风味。

赞助央视《我爱妈妈》，从专注饮食拓展到关注饮食背后的情感维系，实现从“舌尖”到“心尖”的跨越。苏泊尔在不断升级产品，满足消费者对于美食需求的同时，也不断提升文化属性，满足消费者对厨房、“家”的关注，通过赞助《我爱妈妈》栏目唤起更多人关注“我爱妈妈”的爱与亲情，用心诠释厨房“了不起的味道”。

图32：冠名央视美食类节目《舌尖上的中国 II》



资料来源：CCTV2《舌尖上的中国 II》

图33：冠名央视《我爱妈妈》栏目



资料来源：中央电视台综合频道

随着渠道逐步碎片化，公司也积极投入在小红书、直播等新兴渠道的营销。2019年，淘宝直播推出“品牌直播日”活动，最大化助力品牌曝光。苏泊尔积极联手淘宝直播，打造品牌直播日活动，围绕奇趣话题、美食互动、“苏适生活”等主题，结合优质的主播资源、营销服务等，打造高效流量通道，积极提升品牌知名度及曝光度。

2020年以来，公司深耕品牌年轻化。在代言人方面，积极启用青春代言人，掘金粉丝经济。同时积极推出针对年轻人的“哆啦A梦”联名款，联合B站切入二次元周边产品市场。将消费者刻板印象中的“妈妈厨电”转变为年轻人的厨电潮牌。

图34：积极参与淘宝品牌直播日活动



资料来源：淘宝直播

图35：2020年以来，公司深耕品牌年轻化



资料来源：天猫

4、 未来展望：产品的延伸与高端品牌的引入或成全新增长点

4.1、 横向衍生产品品类，纵向推进产品迭代

（1）扩品类：公司不断丰富产品品类。在炊具方面，持续加快新产品的开发上市，于2019年推出了新品类小馋猫系列辅食锅，为宝妈消费群体打造专业型辅食锅产品；在电器方面，不断丰富扩大现有品类，开发了电烤箱、电热饭盒、母婴系列、充电随行果汁机等新品类，未来公司也将持续拓展大厨电和环境电器的品类布局，将培育新的品类增长点。

图36：苏泊尔不断扩充产品品类，培育新的品类增长点



资料来源：苏泊尔官网

（2）产品迭代：公司结合消费者需求和中国传统烹饪饮食习惯，不断进行产品迭代。在炊具方面，公司不断完善炒锅等品类，2019 年相继推出了火红点钛金刚系列无油烟炒锅、X 晶盾不锈钢系列炒锅；在电器方面，同样加速产品迭代，为其已有的多个品类提升性能功效，推出低糖电饭煲、双阀电压力锅、可拆静音破壁机、可升降蒸汽煎烤机、COCO-IH 多功能料理锅等创新产品。产品迭代为其已有品类增强竞争力，抢占更多市场份额。

图37：公司不断进行产品迭代，使产品覆盖多种功能与需求



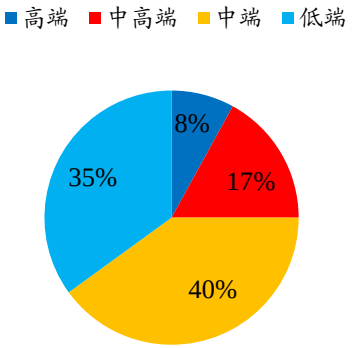
炒锅品类　　压力锅品类　　电饭煲品类

资料来源：天猫官方旗舰店

4.2、 高端品牌业务有望成为未来重要增长引擎

我国高端炊具领域具有较大发展空间。根据智研咨询，我国炊具市场中，接近75%为低端和中端产品，高端占比仅有 8%，随着消费升级，消费者日益追求品质化产品，未来我国高端炊具领域将具有较大的市场空间。

图38：国内高端炊具领域仍有较大发展空间



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

借 WMF 之力，苏泊尔进军国内高端炊具市场。WMF 品牌成立于 1853 年，为集餐具、厨具、刀具等为一体的高端厨具餐具品牌，在德国市场的市占率稳居第一多年，具有较强的高端产品设计与技术优势。2017 年苏泊尔拟以自有资金 1.2 亿元收购 WMF 品牌中国市场消费者产品业务。本次交易后，公司获得 WMF 的品牌及商标的中国使用权，WMF 将助苏泊尔持续开拓国内高端厨房领域，迎合国内市场消费升级的趋势，填补高端炊具领域的空白。

图39：收购 WMF，进军高端厨具领域



资料来源：苏泊尔旗舰店、WMF 官方旗舰店

5、 盈利预测

5.1、 关键假设

（1） 受疫情影响，2020 年内销恢复不及预期，2020-2022 年收入增速分别：-3.5%，12%，12.4%;

（2） 受疫情影响，2020 年盈利能力有所下滑，随着中高端产品逐步放量，预计未来毛利率有所提升，预计 2020-2022 年毛利率分别为 29%，29.1%，29.9%;

5.2、 盈利预测与估值

苏泊尔是全球领先的炊具、厨房小家电龙头，SEB 控股后除了给苏泊尔带来了稳定的外销订单，还向公司输出先进的技术，使公司产品能够站在行业前列。公司在渠道布局方面具备较强的前瞻性，随着 2020 年逐步开始品牌年轻化，伴随着未来品类持续扩张、中高端炊具逐步放量，公司有望实现快速增长。

我们预计 2020-2022 年归母净利润为 18.25/22.36/25.22 亿元，对应 EPS 为 2.22/2.72/3.07 元，当前股价对应 PE 为 32/26/23 倍，略高于可比公司平均估值，考虑公司作为炊具龙头企业，给予一定估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：小家电公司估值情况：苏泊尔估值略高于同行业可比公司

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002705.SZ	新宝股份	44.30	37	73	29	32	52	30	23	18
002959.SZ	小熊电器	108.75	45	90	22	30	63	33	27	21
002242.SZ	九阳股份	35.50	9	10	21	15	33	30	25	22
			A 股平均				49	31	25	20
002032.SZ	苏泊尔	70.40	15	-5	23	13	31	32	26	23

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/11/18）

6、 风险提示

1）疫情影响线下销售;

2）SEB 订单出现波动;

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8993	9830	10695	13115	14852
现金	1417	1308	2269	3872	5461
应收票据及应收账款	2429	1797	3180	2187	3653
其他应收款	143	14	125	29	160
预付账款	217	279	242	375	292
存货	2362	2248	2184	3743	2231
其他流动资产	2426	4185	2695	2909	3054
非流动资产	1640	2018	1914	1997	2080
长期投资	61	62	67	72	77
固定资产	868	909	817	886	945
无形资产	397	466	493	529	567
其他非流动资产	314	582	537	510	490
资产总计	10633	11848	12609	15112	16931
流动负债	4708	4976	4982	5967	6033
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2954	3011	2926	3709	3667
其他流动负债	1754	1965	2056	2257	2366
非流动负债	18	27	27	27	27
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	27	27	27	27
负债合计	4726	5003	5009	5994	6060
少数股东权益	-0	8	30	35	42
股本	821	821	821	821	821
资本公积	140	195	195	195	195
留存收益	4975	5845	6781	7892	9113
归属母公司股东权益	5907	6836	7569	9083	10829
负债和股东权益	10633	11848	12609	15112	16931

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2014	1733	1633	2448	2298
净利润	1669	1916	1847	2241	2529
折旧摊销	121	125	112	123	143
财务费用	-6	-43	-57	-99	-157
投资损失	-87	-67	-70	-12	-59
营运资金变动	260	-157	-197	195	-160
其他经营现金流	56	-40	-1	0	2
投资活动现金流	-504	-867	362	-221	-90
资本支出	202	455	-109	78	78
长期投资	0	0	-5	-5	-5
其他投资现金流	-302	-412	248	-148	-18
筹资活动现金流	-969	-1038	-1035	-624	-618
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	46	55	0	0	0
其他筹资现金流	-1014	-1093	-1035	-624	-618
现金净增加额	547	-167	960	1604	1589

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	17851	19853	19163	21456	24108
营业成本	12342	13668	13605	15204	16900
营业税金及附加	114	124	128	139	156
营业费用	2813	3206	2712	2811	3339
管理费用	345	346	347	369	446
研发费用	403	453	443	526	615
财务费用	-6	-43	-57	-99	-157
资产减值损失	46	-39	0	0	0
其他收益	111	167	139	153	146
公允价值变动收益	-10	5	2	1	-1
投资净收益	87	67	70	12	59
资产处置收益	-0	-2	-1	-1	-1
营业利润	1982	2296	2195	2671	3013
营业外收入	11	5	23	13	13
营业外支出	12	27	18	18	19
利润总额	1982	2273	2199	2666	3007
所得税	313	358	352	425	478
净利润	1669	1916	1847	2241	2529
少数股东损益	-1	-4	22	5	7
归母净利润	1670	1920	1825	2236	2522
EBITDA	2060	2359	2258	2696	3010
EPS(元)	2.03	2.34	2.22	2.72	3.07

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.8	11.2	-3.5	12.0	12.4
营业利润(%)	25.9	15.9	-4.4	21.7	12.8
归属于母公司净利润(%)	27.7	15.0	-4.9	22.5	12.8
获利能力					
毛利率(%)	30.9	31.2	29.0	29.1	29.9
净利率(%)	9.4	9.7	9.5	10.4	10.5
ROE(%)	28.3	28.0	24.3	24.6	23.3
ROIC(%)	27.6	27.5	23.8	23.8	22.3
偿债能力					
资产负债率(%)	44.4	42.2	39.7	39.7	35.8
净负债比率(%)	-23.9	-19.1	-29.8	-42.4	-50.2
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.2	2.5
速动比率	0.9	0.9	1.3	1.2	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5
应收账款周转率	7.9	9.4	7.7	8.0	8.3
应付账款周转率	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.03	2.34	2.22	2.72	3.07
每股经营现金流(最新摊薄)	2.45	2.11	1.99	2.98	2.80
每股净资产(最新摊薄)	7.19	8.33	9.22	11.06	13.19
估值比率					
P/E	35.4	30.7	32.3	26.4	23.4
P/B	10.0	8.6	7.8	6.5	5.5
EV/EBITDA	27.8	23.9	24.7	20.1	17.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn