东兴证券 DONGXING SECURITIES

为什么苏泊尔可以持续成长？（一）

2020 年 08 月 27 日

强烈推荐/上调

苏泊尔 | 公司报告

过去二十年，公司经历了炊具到厨房小家电，到厨房大家电，再到生活环境电器这三轮品类扩张，由炊具龙头走向厨房小家电龙头以及未来的“中国 SEB”。

➢ **如何实现的品类扩张？**

我们认为内部的产业链协同和外部的竞争格局是品类扩张能否成功的重要影响因素。公司以性价比策略进行品类拓张，当所拓领域能形成产业链协同，竞争格局又较为分散时，跨界大牌低价更容易取得成效。品类扩张的意义不仅仅在于拓品打开天花板本身，而是**能够积累一定的品牌延伸性，使得苏泊尔成为综合性的小家电品牌。**

➢ **为什么苏泊尔可以？**

我们认为小家电本身没有核心技术壁垒，进入门槛也比大家电要低很多，苏泊尔可以做到是来自于赛道禀赋、SEB 赋能和前瞻性的渠道布局构成的品牌、供应链管理和渠道护城河。

对于家用电器而言，**品牌的价值在于即提供稳定可靠的产品同时保障售后，从而减少消费者搜索成本。**这一点和以安全高压锅起家的苏泊尔形象是非常契合的。

SEB 控股之后，苏泊尔获得了大量的 OEM 订单形成规模经济，促进向小家电转型。生产工艺流程和技术得到有效提升，借鉴 SEB 小家电原型快速提升产品竞争力，整个产业链地位得到提升。SEB 还带来了现代化的公司治理制度。

渠道建设从广度走向深度再走向高效，具有战略前瞻性。

➢ **如何看待苏泊尔未来的空间？**

外销背靠 SEB，作为产能中心以非常低的成本享受非中国市场的内生增长和 SEB 外延并购。**内销**形成品牌矩阵，继续受益消费升级，同时凭借良好的供应链协同和渠道布局搭便网红新品便车，进行品类拓张。形成综合性的小家电品牌认知之后，**布局更多品类游刃有余，有望变身赛博中国。**

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 21.25、25.43、30.60 亿元，对应 EPS 分别为 2.59、3.10、3.73 元，PE 值分别为 32 倍、27 倍、22 倍。上调评级为“强烈推荐”。

风险提示：渠道下沉不及预期、品牌年轻化不及预期、SEB 订单转移不及预期、新品推出不及预期、项目投产不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	17,851.26	19,853.48	21,127.84	24,149.63	27,631.47
增长率（%）	25.83%	11.22%	6.42%	14.30%	14.42%
净归母利润（百万元）	1,669.87	1,919.91	2,125.13	2,543.34	3,059.78
增长率（%）	27.70%	14.97%	10.69%	19.68%	20.31%
每股收益(元)	2.04	2.35	2.59	3.10	3.73
PE	40.87	35.58	32.26	26.96	22.41

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是国内著名的炊具研发制造商，中国厨房小家电的领先品牌，专注于炊具及厨房小家电领域的产品研发、制造与销售。公司的主要业务包括明火炊具、厨房小家电、厨卫电器、生活家居电器四大领域。如今的苏泊尔已从厨房走进客厅，不断用智巧的产品让消费者的生活变得更美好。

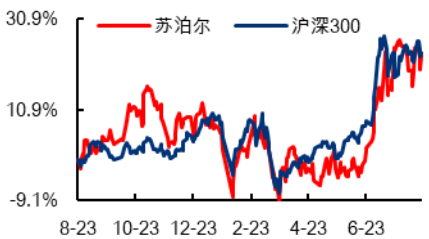
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-08-28 2020 年中报披露

交易数据

52 周股价区间（元）	85.7-61.74
总市值（亿元）	685.61
流通市值（亿元）	510.24
总股本/流通 A 股（万股）	82,108/61,107
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.29

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：闵繁皓

010-66554036 minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070005

研究助理：徐程颖

01066554018 xuchy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070052

目 录

1. 如何实现的品类扩张？ 5
1.1 厨房小电产品领先带来定价权 5
1.2 厨房大电乘电商东风发挥性价比优势 7
1.3 生活电器受益外部竞争格局分散 9
2. 为什么苏泊尔可以？ 9
2.1 SEB 入主，站在巨人的肩膀上 10
2.2 渠道从广度走向深度再走向高效 12
3. 如何看待苏泊尔未来的空间？ 14
3.1 外销以较低成本走向全球的星辰大海 14
3.2 厨房经济兼具规模和成长 15
3.3 小家电市场的蛋糕越来越大 17
4. 投资建议： 18
5. 风险提示 19
相关报告汇总 21

插图目录

图 1： 苏泊尔上市 16 年来营收翻了 20 倍，净利翻了 40 倍 4
图 2： 苏泊尔 ROE 的持续上升（扣除/加权） 4
图 3： 苏泊尔不断拓宽适用场景、丰富产品品类 4
图 4： 内部产业链协同和外部的竞争格局是影响品类拓张是否成功的重要因素 5
图 5： 苏泊尔电饭煲持续产品领先 5
图 6： 苏泊尔电饭煲定价更高，销售额份额提升 6
图 7： 苏泊尔缩小与美的价差会有明显的销量份额提升 6
图 8： 苏泊尔豆浆机份额提升 6
图 9： 苏泊尔破壁机份额提升 6
图 10： 2019 年 11 月九阳破壁机在各价格带均有优势 7
图 11： 2020 年 6 月苏泊尔破壁机销量突破显著 7
图 12： 2009 年主要厨电产品竞争格局依旧较为分散 7
图 13： 厨电渠道结构与炊具小家电有较大的不同 7
图 14： 苏泊尔灶具通过性价比攫取较高的份额 8
图 15： 苏泊尔在烟机及套系化产品的布局有待提升 8
图 16： 苏泊尔熨斗和挂烫机表现较好 9
图 17： 苏泊尔吸尘器等产品表现较弱 9
图 18： 苏泊尔电器业务毛利稳定 10
图 19： 苏泊尔炊具业务毛利稳定 10
图 20： 苏泊尔获得了 SEB 大量的 OEM 订单（万元） 10
图 21： SEB 给予的出口订单毛利稳定 10

图 22： 小家电显著收益订单转移，产生规模经济 11
图 23： SEB 控股之后，苏泊尔产能扩建明显 11
图 24： 苏泊尔生产人员人均创收创利稳步提升（百万元） 11
图 25： SEB 集团具有小家电多品类的原型 11
图 26： 苏泊尔产业链占款提升（单位：万元） 12
图 27： SEB 给苏泊尔带来对商超的议价权 12
图 28： 苏泊尔依靠经销商资源建立起遍布全国的销售网络 13
图 29： 苏泊尔以生活馆弥补低线市场卖场的稀缺 13
图 30： 苏泊尔承接 SEB 订单增速快于外协代工厂 15
图 31： SEB 集团外协和亚洲自有产能贡献提升 15
图 32： SEB 集团过去 5 年收购的品牌 15
图 33： WMF 欧洲炊具和厨具营收 4 亿美元左右 16
图 34： 中国区 WMF 份额和双立人有较大差距 16
图 35： 苏泊尔炊具份额有进一步提升的空间 16
图 36： 快递企业披露的物流单票成本持续走低（元/票） 16
图 37： 日本电饭锅产品升级显著（销量：万台） 17
图 38： 电饭锅产品升级带来价格带上移（单位：日元） 17
图 39： 苏泊尔多功能锅份额提升明显 17
图 40： 苏泊尔电热饭盒份额提升明显 17
图 41： 中国小家电保有量还有非常大的提升空间（台/每百户） 18
图 42： 公司通过代言人助力潜力品类认知度提升 18
图 43： 苏泊尔开始积极投入内容营销 18

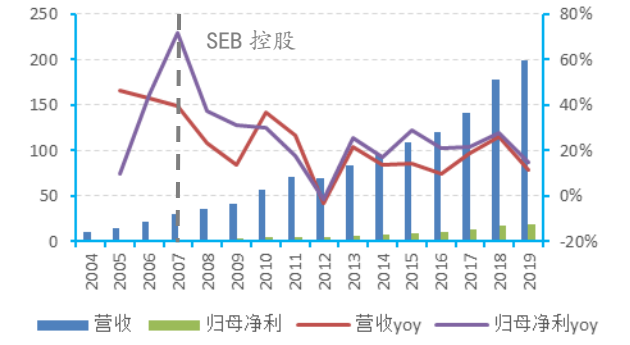
表格目录

表 1： 苏泊尔灶具不只是低价，更是真正的性价比 8
表 2： 苏泊尔油烟机虽然售价较低，但核心参数仍有些逊色 8
表 3： 苏泊尔股权激励保价护航 12
表 4： 2019 年 SEB 非亚洲市场转移给亚洲工厂的订单仅占 34.45% 14

赫尔曼.西蒙曾以“它们没有爆炸性的成长经历，没有特别辉煌的年增长率，但是能够在很长的时间里保持稳定，不断地进步。它们以一种聚沙成塔的方式在数十年的岁月长河里实现几何级数扩张”来诠释“隐形冠军”的成长性。

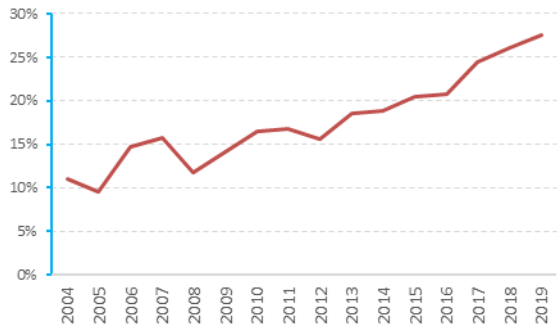
苏泊尔就是这样的隐性冠军。很少有哪一年呈现翻倍式增长的亮眼业绩，但上市 16 年，营收翻了 20 倍，净利翻了 40 倍，ROE 也由 11%提升至 28%。

图1： 苏泊尔上市 16 年来营收翻了 20 倍，净利翻了 40 倍



资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

图2： 苏泊尔 ROE 的持续上升（扣除/加权）



资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

过去二十年，公司经历了炊具到厨房小家电，到厨房大家电，再到生活环境电器这三轮品类扩张，品牌场景由厨房走向客厅，品牌形象由炊具龙头走向厨房小家电龙头以及未来的“中国 SEB”。

在本篇报告中我们将探讨苏泊尔如何实现的品类扩张？为什么能够做到？如何看未来的空间？后续的报告我们将进一步探讨面对未来的空间，苏泊尔有什么竞争优势？又有哪里值得改进？

图3：苏泊尔不断拓宽适用场景、丰富产品品类



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1. 如何实现的品类扩张？

公司以性价比策略进行多品类拓张，内部的产业链协同和外部的竞争格局是成功与否的重要影响因素。当所拓领域能形成产业链协同，竞争格局又较为分散时，跨界大牌低价更容易取得成效。

我们认为，品类扩张的意义不仅仅在于拓品打开天花板本身，而是而经过几轮的品类扩张，**能够积累一定的品牌延伸性，使得苏泊尔成为综合性的小家电品牌。**

图4： 内部产业链协同和外部的竞争格局是影响品类拓张是否成功的重要因素



资料来源：东兴证券研究所

1.1 厨房小电产品领先带来定价权

电炊具是炊具产品发展过程中的自然多元化。苏泊尔以部分明火炊具的电器化为切入口，推出电饭煲、电水壶、电磁炉等产品进入电热类小家电行业。从生产端来看，原有的制锅技术能直接应用于这类产品，具有技术和产能的优势。从消费端来看，原有的经销商资源可以直接利用，同时原有的炊具产品也积累了较好的品牌认知度。

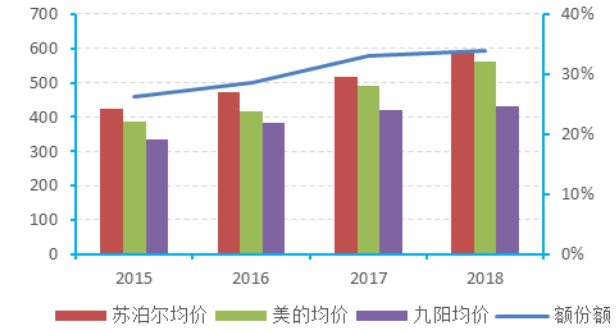
图5：苏泊尔电饭煲持续产品领先



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

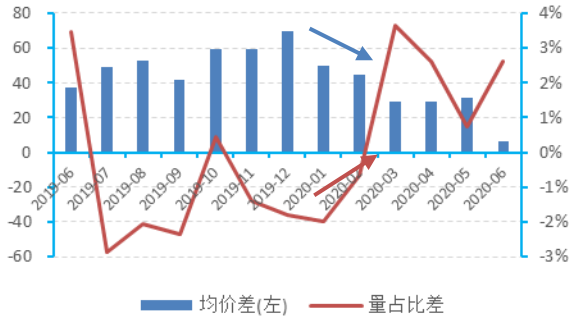
产品领先带来电热类产品定价权。以电饭煲为例，苏泊尔率先进行内胆和加热技术革命，推出 IH 电饭煲、球釜电饭煲以及蒸汽加热电饭煲，份额进一步提升，均价也有所提升，顺利成为行业第二。从淘系平台的销售数据来看，**当苏泊尔缩小与美的电饭煲的价差时，销量份额会有显著提升，显示出极强的产品竞争力和品牌影响力。**

图6： 苏泊尔电饭煲定价更高，销售额份额提升



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图7： 苏泊尔缩小与美的价差会有明显的销量份额提升

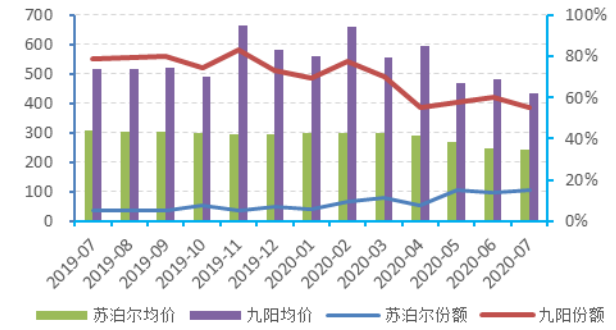


资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：均价差=苏泊尔均价-美的均价，量占比差=苏泊尔销量占比-美的销量占比

电动类产品则是跟随策略。九阳在电动类产品尤其豆浆机上深耕多年积累了良好的口碑和品牌认知，同时通过产品迭代升级抬升均价。**苏泊尔则以相对较低的价格跟随布局此类产品，**另一方面积极把握行业变革的机遇实现弯道超车。近年来厨房小家电功能集成趋势越来越明显，苏泊尔把握住破壁机对榨汁、豆浆、磨粉等功能的集成，于 2017 年率先推出真空破壁料理机。

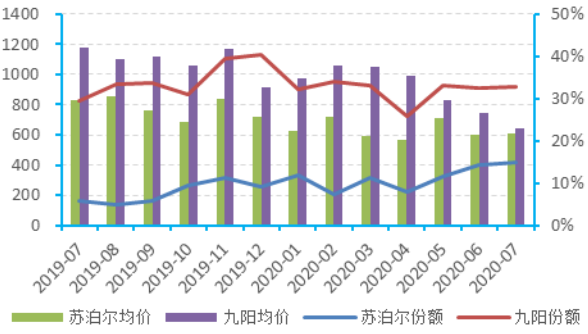
图8： 苏泊尔豆浆机份额提升



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：份额指销售额占比

图9： 苏泊尔破壁机份额提升

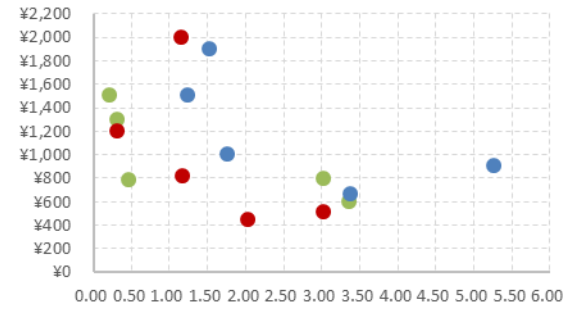


资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：份额指销售额占比

电动类产品竞争力也显著提升。以破壁机为例，苏、九均价持续缩窄，但苏泊尔份额却进一步提升。因为 11 月和 6 月这两个大促月相当于是对品牌认知和产品口碑的一次集中释放和反馈，我们分别选取了美的、九阳、苏泊尔三个品牌在这两个月销售额前五的破壁机产品的销售数据制成散点图。相较于去年 11 月，苏泊尔同一价格带产品销量已经直追九阳。

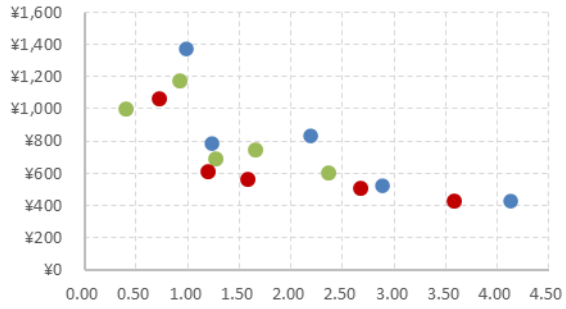
图10： 2019 年 11 月九阳破壁机在各价格带均有优势



资料来源：淘数据，东兴证券研究所（横轴为份额）

注： 红色苏泊尔、蓝色九阳、绿色美的；横轴销量（万台）

图11： 2020 年 6 月苏泊尔破壁机销量突破显著



资料来源：淘数据，东兴证券研究所（横轴为份额）

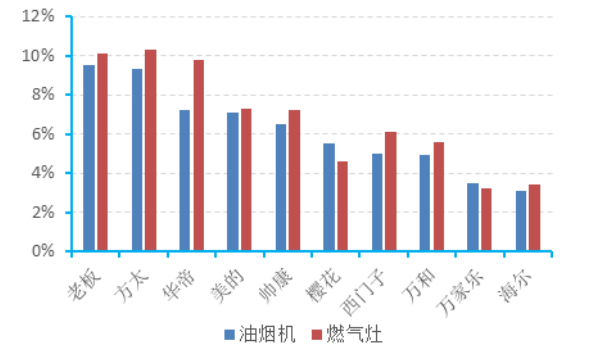
注： • 红色苏泊尔、蓝色九阳、绿色美的；横轴销量（万台）

1.2 厨房大电乘电商东风发挥性价比优势

2005 年苏泊尔成立厨卫家电事业部，以自主研发+OEM 的方式推出油烟机、燃气灶、消毒柜、饮水机等产品。选中厨房大电这个赛道，一方面是和苏泊尔的炊具、小电具有厨房场景延伸性，空间巨大；另一方面大厨电进入壁垒不高且尚未形成明显的竞争格局，2003 年全国主要的 353 家商场销售的油烟机品牌达到了 208 个但零售额 CR5 不到 45%[1]。

但是厨房大电最初难以和原有产品形成协同。OEM 的生产方式使得对产品供应链、工艺的把控力较弱，专利技术到产品的转化也不是太通畅，产品上难以形成议价权。同时厨房大电前装属性较明显，三四级市场中建材市场是其购销的重要渠道之一，苏泊尔原有的渠道资源难以提供较好的流量入口和专业的售后服务。

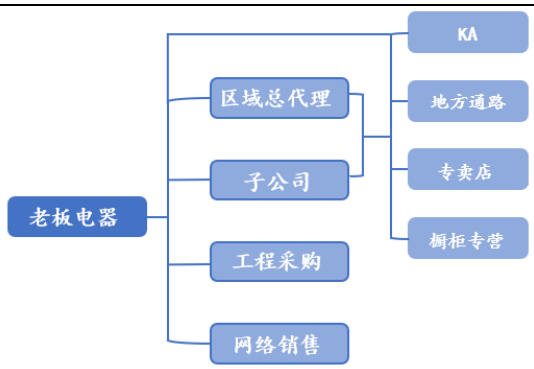
图12： 2009 年主要厨电产品竞争格局依旧较为分散



资料来源：老板电器招股说明书，东兴证券研究所

注：销售量的份额

图13： 厨电渠道结构与炊具小家电有较大的不同

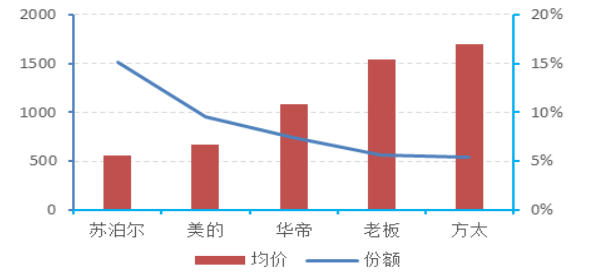


资料来源：老板电器招股说明书，东兴证券研究所

电商红利之下灶具率先突围。我们认为主要有三个原因，其一电商的发展削弱了渠道壁垒，公司以中心仓+专业售后团队的方式布局；其二灶具和炊具密切联系，品牌定位具有一定的延伸性；其三线上价格敏感度更高，灶具不管是外观还是功能标准化程度都很高，消费者难以量化价格对于产品边际效用的提升。因此灶具在线上以低于同业的价格攫取了较高的份额。

[1] 《中国城市小家电市场商情资讯》，中怡康时代，2003 年 12 月

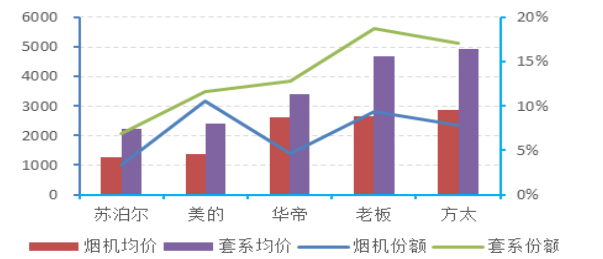
图14： 苏泊尔灶具通过性价比攫取较高的份额



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：均价和份额均取自 2019.8-2020.7 的均值，份额指销售额份额

图15： 苏泊尔在烟机及套系化产品的布局有待提升



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：均价和份额均取自 2019.8-2020.7 的均值，份额指销售额份额

我们选取了今年 6 月份五大品牌销售额第一的产品进行对比，苏泊尔灶具产品力十足，实打实的性价比自然能在同质化产品中脱颖而出。

表1：苏泊尔灶具不只是低价，更是真正的性价比

品牌型号	价格	气灶结构	进风方式	面板材质	额定热负荷
苏泊尔 B15	549	台嵌两用	全进风	钢化玻璃	5KW
美的 Q218B	599	台嵌两用	全进风	钢化玻璃	5KW
华帝 i10051B	999	嵌入式	上下进风	钢化玻璃	4.2KW
方太 HT9BE	1699	嵌入式	全进风	钢化玻璃	4.2KW
老板 57b0	2399	嵌入式	全进风	钢化玻璃	5KW

资料来源：天猫、东兴证券研究所

为什么烟机和套系化产品目前尚未复制这一成功的路径呢？我们同样选取了今年6月份五大品牌销售额第一的烟机产品进行对比，苏泊尔虽然具有更低的定价但是核心参数也较为逊色，产品力有待进一步提升；烟机尤其是套细化产品的装饰属性更强，噪声、排风量等也有一定的体验式购物需求，仅仅靠线上红利难以突围；烟机的强安装属性需要全面的售后服务体系和网点，苏泊尔目前在安装售后层面还没有规模经济。

苏泊尔需进一步提升烟机产品力，积累口碑以提升规模，从而在生产和渠道端都获得一定的规模经济。公司今年上半年上市多款热水器产品，我们认为其有望通过性价比策略攫取份额，同时和其他厨房大电产品产生范围经济。同时随着下半年绍兴厨卫电器工厂的投产，有望加速自有技术的落地转化提升产品力。

表2：苏泊尔油烟机虽然售价较低，但核心参数仍有些逊色

品牌型号	价格	机身材质	排风量（立方米/分钟）	风压（pa）	噪声(db)	位置	油脂分离度	常态气味降低度
苏泊尔 MJ30	1399	不锈钢	20	300	59	侧吸式	80%	95%
美的 J25	1199	喷涂钢板	20	380	56	侧吸式	85%	96%
华帝 i11089	1899	不锈钢	21	420	69	顶吸式	85%	95%
老板 26A7	2299	不锈钢	19	420	53	侧吸式	92%	98%
方太 EMC2	2499	冷板喷涂	19	380	69	顶吸式	92%	97%

资料来源：天猫、东兴证券研究所

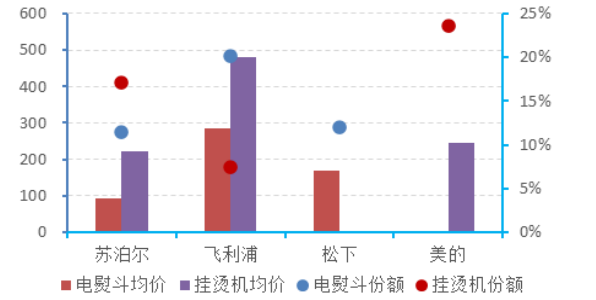
1.3 生活电器受益外部竞争格局分散

2014 年苏泊尔正式进军环境家居行业，推出了空气净化器、吸尘器、挂烫机、电熨斗这四大品类。选中这个赛道，一方面是环境家居行业市场规模巨大，各品牌价格带占位分化明确；另一方面 SEB 具有相关产品的技术积累，苏泊尔自身的渠道资源如商超、3C 门店和生活馆可以共享。

家居类和清洁类产品表现分化。我们认为，最关键的因素在于竞争格局。熨斗和挂烫机格局较为分散，飞利浦、松下定价稍高，苏泊尔和美的可以凭借大牌低价以及完善的渠道网点攫取份额。中怡康数据显示 2019 年苏泊尔烫机品类线下市场份额达 30.9%成为行业第一，淘数据显示线上份额也居于行业前列。

而清洁电器有众多专业品牌竞争更为激烈，定价权又被具有强大产品力和鲜明品牌形象的戴森掌握，苏泊尔跨界压力更大。

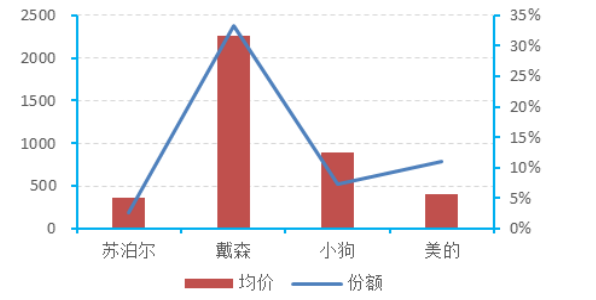
图16： 苏泊尔熨斗和挂烫机表现较好



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：均价和份额均取自 2019.8-2020.7 的均值，份额指销售额份额

图17： 苏泊尔吸尘器等产品表现较弱



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：均价和份额均取自 2019.8-2020.7 的均值，份额指销售额份额

2. 为什么苏泊尔可以？

市场上有这么多的炊具、小家电甚至大家电品牌都在做品类拓张，为什么苏泊尔可以如此成功呢？换句话说，为什么苏泊尔表现出这么好的品牌延伸性呢？

我们认为小家电本身没有核心技术壁垒，进入门槛也比大家电要低很多，苏泊尔可以做到是来自于赛道禀赋、SEB 赋能和前瞻性的渠道布局构成的品牌、供应链管理和渠道护城河。

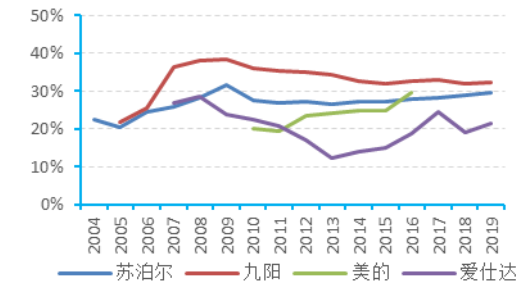
以高压锅等炊具起家的苏泊尔具有一定的赛道禀赋。早期苏泊尔凭借一口可靠的压力锅使得“安全到家”的产品文化深入人心，2003 年其压力锅市占率高达 47.04%。[2]而锅具又是刚需，这意味着苏泊尔的品牌一开始就积累有较为广泛的品牌认知。

相对低频的锅具消费对安全、稳定、耐用都有一定诉求，也即消费者在品牌之间会面临一定的转换成本，这会带来客户粘性，复购时还能强化品牌认知。**对于家用电器而言，品牌的价值在于即提供稳定可靠的产品同时保障售后，从而减少消费者的搜索成本。**这一点和苏泊尔最初的形象是非常契合的。

公司以性价比策略拓品，但不管是电器业务还是炊具业务的毛利率都居于同业前列，同时保持稳定甚至略有提升，**这又是怎么做到的呢？**

[2] 苏泊尔招股说明书

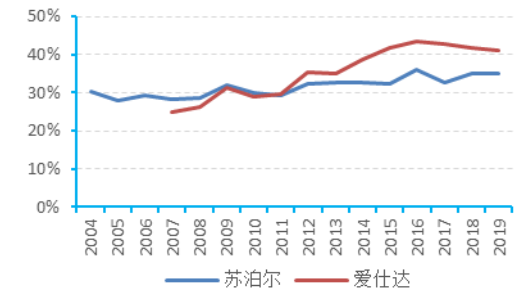
图18： 苏泊尔电器业务毛利稳定



资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所

注：苏泊尔为电器业务，九阳为整体，美的和爱仕达为小家电

图19： 苏泊尔炊具业务毛利稳定



资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所

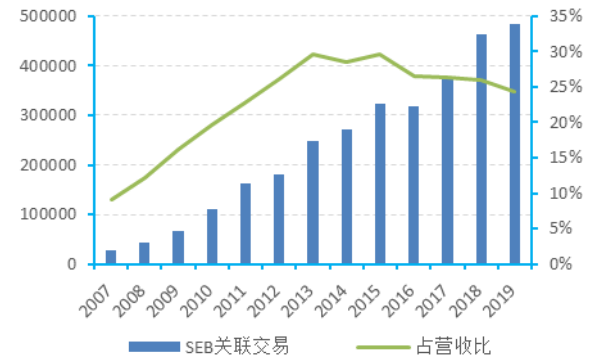
注：苏泊尔采用电器业务，九阳为整体，美的和爱仕达为小家电

2.1 SEB 入主，站在巨人的肩膀上

SEB 集团于 2007 年通过协议转让、认购非公开发行和要约收购陆续取得苏泊尔 52.74%的股份，成为控股股东；于 2011 年再次以协议转让方式增持，并于 2016 年收购苏泊尔集团剩余 7.91%的股权，持股比例增至 81.17%。

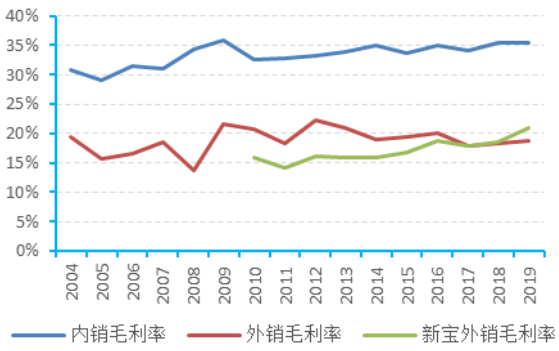
苏泊尔获得了 SEB 大量的 OEM 订单。双方签署的《战略投资框架协议》约定，苏泊尔从 SEB 及其他关联方获得的毛利润应相当于苏泊尔产品的 FOB 转让价格的 18%。由于这部分收入的销售费用非常低，同时 SEB 集团关联交易子公司层面不需要承担汇率风险，持续增加的订单转移实际**保障了较为稳定的盈利能力。**

图20： 苏泊尔获得了 SEB 大量的 OEM 订单（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

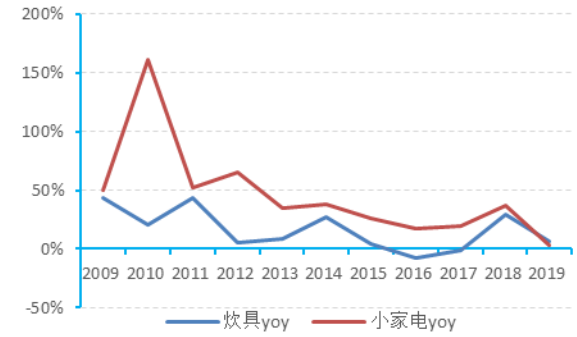
图21： SEB 给予的出口订单毛利稳定



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

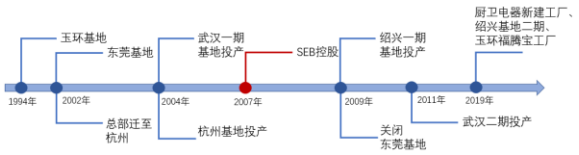
SEB 订单促进向小家电转型。在 SEB 进入前，苏泊尔小家电主要集中在电磁炉和电饭煲两个品类。双方首个合作沟通的具体项目就是小家电基地绍兴工厂的建设，随着基地投产，SEB 加速了小家电订单转移。我们认为，苏泊尔凭借外销订单快速**提升了小家电的规模经济，从而能以性价比策略快速切入众多细分品类的小家电赛道。**

图22： 小家电显著收益订单转移，产生规模经济



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图23： SEB 控股之后，苏泊尔产能扩建明显



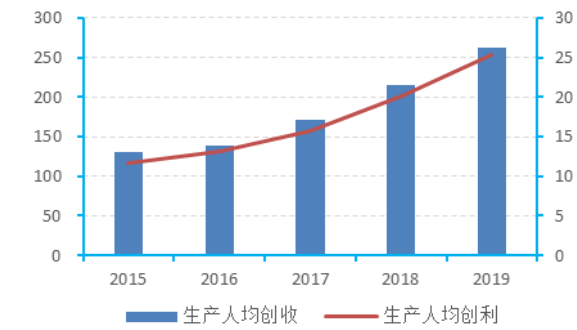
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

注：为关联交易预告，实际关联交易从 16 年才开始具体拆分品类

苏泊尔的生产工艺流程和技术得到有效提升。苏泊尔引进 SEB 的自动化装置，优化生产线流程，每条生产线用工逐渐减少；设立采购业务流程，加强供应链管理；整合财务、IT 等后台系统。随着武汉和绍兴基地达产，生产人员人均创收、创利持续稳步提升，**生产效率的提升腾出了降本空间。**

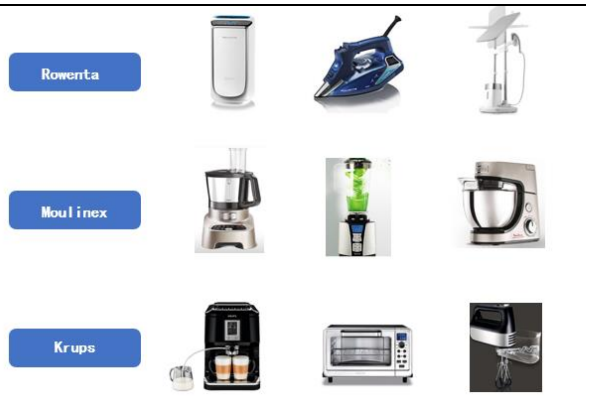
2011 年底公司完善了小家电设计平台，设计团队每个月都会跟 SEB 的团队交流学习，目前平均产品开发周期已经不超过 6 个月。同时公司只需支付产品销售额的 3%即可使用 SEB 相关专利技术，**可以通过借鉴 SEB 小家电原型快速提升产品竞争力。**

图24： 苏泊尔生产人员人均创收创利稳步提升（百万元）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图25： SEB 集团具有小家电多品类的原型

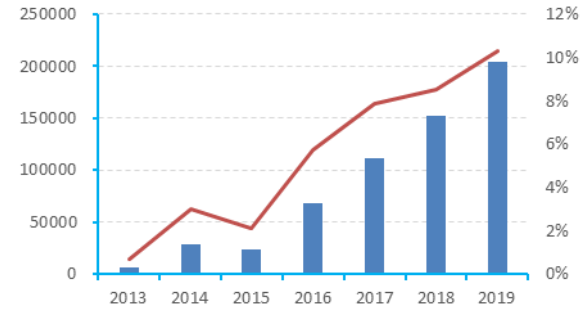


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

注：11-14 年未包含劳务派遣人数，故无法进行对比

苏泊尔整个产业链地位得到提升。随着苏泊尔规模快速增长和产品竞争力的提升，其对上下游的占款能力也逐渐增强，产业链地位不断提高。同时 SEB 集团与国际卖场签订年度战略合作协议，以较低的成本不断提升集团内各品牌的销售额。苏泊尔也因此与各大商超建立了良好的合作关系，参与货架的管理，在产品摆放、促销等方面享有议价权。

图26： 苏泊尔产业链占款提升（单位：万元）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

注：我们以应付+预收-应收-预付来估测占款

图27： SEB 给苏泊尔带来对商超的议价权



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

SEB 还带来了现代化的公司治理制度。随着 SEB 控股，苏泊尔由传统的家族企业走向现代化的职业经理人制，董事会对经营团队授权较为充分，管理层在产能、市场、产品布局方面都具有较大的裁量权。同时苏泊尔推出多期股权激励计划，充分调动各方积极性。

表3：苏泊尔股权激励保价护航

日期	形式	激励人数	考核期限	考核标的
2006 年	600 万份股票期权	21 人	5 年	净资产收益率；净利润；eps
2012 年	750 万份股票期权；250 万份限制性股票	73 人	5 年	净资产收益率；内销收入；内销营业利润
2013 年	580 万份限制性股票	114 人	5 年	净资产收益率；内销收入；内销营业利润
2017 年	430 万份限制性股票	189 人	5 年	净资产收益率；内销收入；内销营业利润

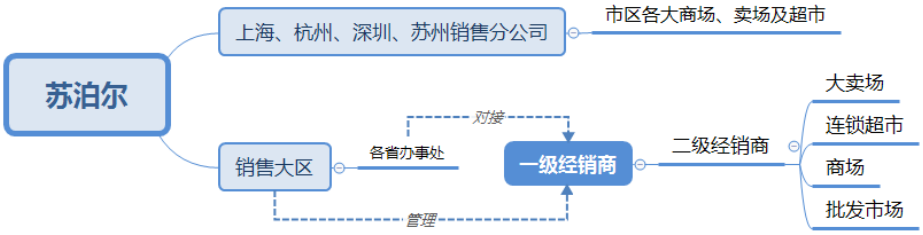
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2 渠道从广度走向深度再走向高效

苏泊尔渠道建设从广度走向深度再走向高效，具有战略前瞻性。我们认为，渠道广度的背后是积累更多新用户对品牌的认知，以较低的边际成本带来新用户规模的增长。渠道深度的背后则是通过易得性构筑竞争优势，提升品牌份额。渠道高效的背后则是产业链价值的再分配，通过降本提效增加消费者剩余，形成复购粘性。

早期公司顺应商业业态发展，积极寻求国营百货商店之外的销售渠道，经过多年的市场拓展形成一个稳定、优质的经销商群体，利用社会资源在全国建立分销网络。2004 年公司已在全国 31 省市建立了 15 个大区，40 个办事处，100 多家一级经销商。同时把和国际性大卖场合作放在战略性地位，享受其在华高速扩张的红利期。2007 年，卖场已占据 1/3 渠道份额成为竞争焦点，公司凭借销售规模和先发优势，建立起渠道壁垒。

图28： 苏泊尔依靠经销商资源建立起遍布全国的销售网络



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司以提升低线市场网点覆盖密度的方式进行渠道深化。2009 年家电下乡在全国推广之后，低线城市及农村的基础大家电保有量已经得到快速提升，后续小家电有望受益于这些市场的消费升级。但当时公司约 80%的销售收入来自城市，渠道下沉迫在眉睫。

公司于 2010 年推进渠道下沉，进入海尔日日顺 1000 家左右县级市场销售网点，同时加快在县郊、乡镇开设独立的零售生活馆，弥补连锁超市及 3C 卖场的稀缺。2011 年公司新增三四级零售终端 6000 个，总计 2.4 万个；目前公司已有 5 万个终端网点，2/3 位于三四级城市。

电商的发展无疑给渠道深化创造了更为有利的条件。苏泊尔在 2010 年专门成立电子商务部开发线上经销商资源，2012 年电商销售额已经占内销的 10%左右，2017 年超过 40%。

我们认为，单一品牌的小家电零售会面临坪效较低的问题。但炊具是刚需，不粘锅兴起带来消费频次提升，锅具专业化分工带来消费数量增多。同时苏泊尔又具有较多品类的小家电产品，和炊具相互联系，同时成列反而促进了销售层面的范围经济，这是同业难以比拟的竞争优势。

图29：苏泊尔以生活馆弥补低线市场卖场的稀缺



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

线上供应链提效和线下单店产出增加带来渠道高效。苏泊尔线上走经销商代运营模式，以**中心仓+订单分配的形式提效。**淘系经销商入驻菜鸟仓，由原先经销商自行管理的一百多个仓库转变为五大菜鸟中心仓发货，节约仓储成本与人力成本。订单按区域指定分派经销商，再由经销商从距离最近的中心仓发出，进行物流费

用结算。线下门店进行差异化布局，一二线城市生活馆转型品牌体验中心，升级产品结构；低线市场生活馆则上架更多的性价比产品，承担销售和售后服务中心的职责。

3. 如何看待苏泊尔未来的空间？

3.1 外销以较低成本走向全球的星辰大海

苏泊尔未来外销的看点主要是：1）SEB 非中国市场规模增长 2）转移给亚洲的订单比例继续上升 3）苏泊尔占亚洲承接订单比例进一步上升。

我们测算，2019 年亚洲地区承接 SEB 集团非亚洲市场的订单转移为 14.4 亿欧元，其中包含了苏泊尔承接的订单和亚洲的外协厂订单。目前仅占非亚洲市场营收的 34.45%，未来还有进一步提升的空间。

表4：2019 年 SEB 非亚洲市场转移给亚洲工厂的订单仅占 34.45%

Inter-segment revenue	million €
EMEA	3308.2
Americans	866.2
Asia	2288.5
External revenue	
EMEA	267.7
Americans	0.2
Asia	1516.5
intra-group transactions[3]	1691.9
测算亚洲承接非亚洲市场订单[4]	1437.89
测算非亚洲承接订单转移比例	34.45%

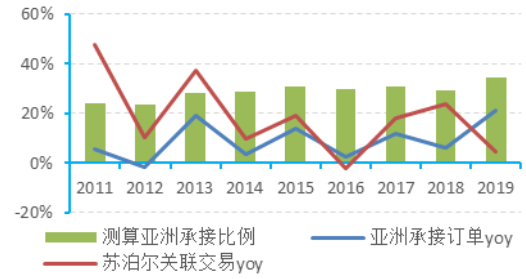
资料来源：SEB annual report、东兴证券研究所

苏泊尔公告的关联交易增速和我们测算的亚洲承接非亚洲市场的订单增速趋势一致，且除了 16、19 年苏泊尔承接增速显著快于亚洲整体，**这表明 SEB 将部分亚洲非自有外协工厂的 OEM 订单转移至苏泊尔。**

但二者在 2019 年出现了显著背离，这是为什么呢？我们发现 SEB 亚洲自有工厂（主要是苏泊尔）产能贡献提升的过程中，集团外协的比例也在持续提升。我们猜测苏泊尔外销和内销产能或许遇到了一定瓶颈，**随着武汉基地技术改造效率提升，以及绍兴基地两个项目和后续玉环福腾宝投产，苏泊尔承接订单的比例会进一步上升。**

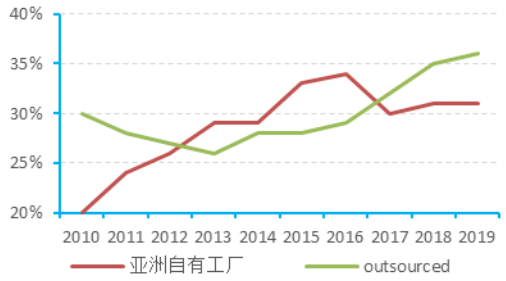
[3] SEB revenue=Inter segment revenue + External revenue-intragroup transactions（18、19 年单拆 professional business）
[4] 包含自有工厂及代工厂

图30：苏泊尔承接 SEB 订单增速快于外协代工厂



资料来源：SEB annual report，公司公告，东兴证券研究所

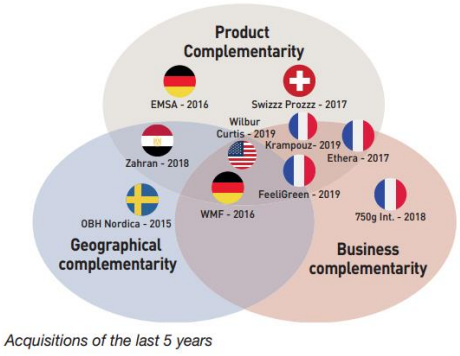
图31： SEB 集团外协和亚洲自有产能贡献提升



资料来源：SEB annual report，东兴证券研究所

同时我们容易忽略的一点是 SEB 非中国市场规模除了内生增长之外，还有兼并收购带来的增量。对于苏泊尔来说，自身不需要大的资本开支和资源投入进行品牌整合和市场开拓，作为 SEB 的产能中心躺赢这部分订单转移，还能和内销形成规模经济。**相当于以非常低的成本走向全球炊具和小家电市场的星辰大海。**

图32： SEB 集团过去 5 年收购的品牌



资料来源：SEB annual report，东兴证券研究所

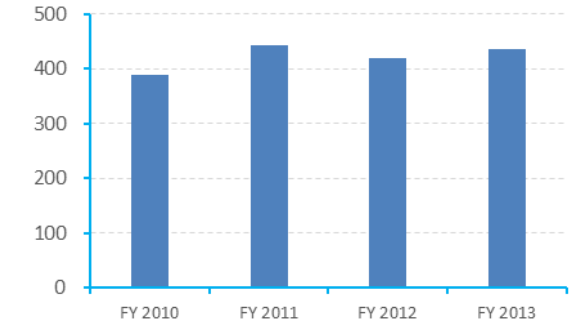
3.2 厨房经济兼具规模和成长

苏泊尔未来炊具和厨房小家电的看点主要是：1）高端品牌布局 2）传统品类提份额和产品升级 3）网红新品搭便车。

除了 SUPOR 品牌外，公司引入了 SEB 集团旗下 WMF、LAGOSTINA、KRUPS 等高端品牌，从而完成了在厨房尤其是炊具的高端品牌覆盖。**我们测算 WMF 在欧洲地区的炊具和厨具业务营收约为 30 亿元，而 2016 年 WMF 中国区消费者业务营收仅为 3.19 亿元，**考虑到我国的人口基数更大、高端品牌数量更少，**WMF 等高端品牌有较大的空间。**

目前 WMF 中国区份额和同为高端品牌的双立人对比有较大差距，我们认为随着玉环高端炊具产业园落地，凭借苏泊尔良好的运营能力，有望通过渠道和人员协同降低成本、提高效率从而产生效益，WMF 有望加速追赶。

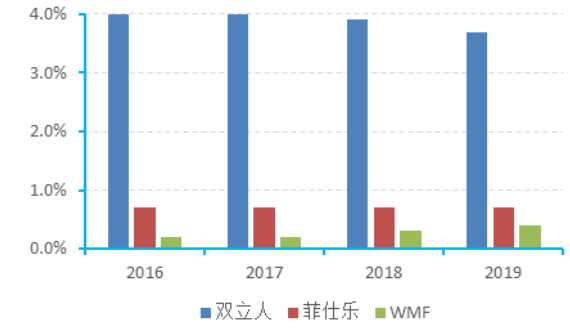
图33： WMF 欧洲炊具和厨具营收 4 亿美元左右



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

注：16、17 年数据可通过 SEB 年报交叉验证，维持稳定（million $）

图34： 中国区 WMF 份额和双立人有较大差距



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

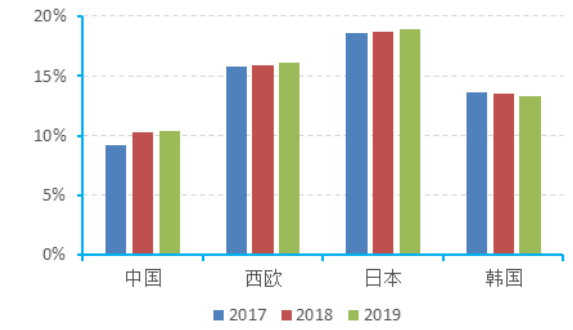
注：绝对值和 2017 收购公告中的营收有较大差距，故采用份额对比

我们认为炊具兼具行业增长和集中度提升的逻辑。随着可支配收入的提升，低线市场户均锅具保有量还有进一步提升的空间，由“一只铁锅走天下”向更为细分的炒锅、汤锅、奶锅、蒸锅……转变。

横向对比西欧和日韩市场，目前苏泊尔炊具市占率有一定差距。主要在于我国幅员辽阔，过去仓储物流不发达，炊具单品价格又不高，因此很难建立像大家电那样遍布全国的深度分销体系，这给了很多区域性杂牌留下了生存空间。

但随着电商和第三方仓储物流的发展，产品的触达成本大大降低。苏泊尔生产端有规模经济，可以推出适合低线市场的性价比产品，消费端又有渠道布局和品牌影响力，**在这样一个高度标准化技术革新也很慢的行业有提升集中度的能力。**

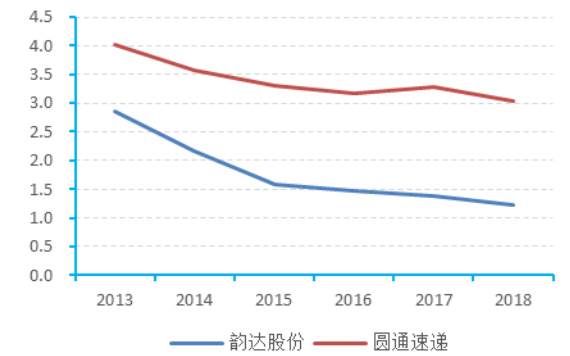
图35： 苏泊尔炊具份额有进一步提升的空间



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

注：加总 SEB 旗下品牌，中国是苏泊尔+WMF，日韩是 Tefal

图36： 快递企业披露的物流单票成本持续走低（元/票）

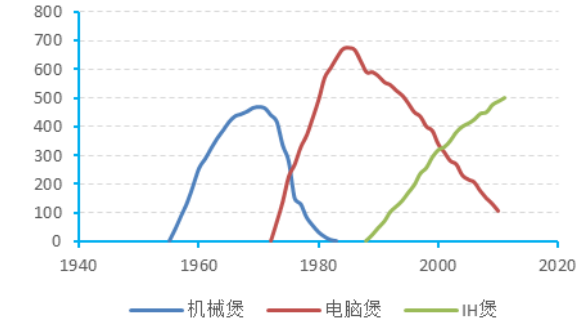


资料来源：公司财报，招股说明书，东兴证券研究所

传统厨房小家电则具有产品结构升级带来均价提升的逻辑。以电饭煲为例，日本电饭煲价格带随着产品升级不断上移，市场进一步扩容。目前我国 IH 加热电饭煲线下占比达 80%，但线上占比不到 30%，三四级市场 IH 电饭煲占比还有较大的提升空间。

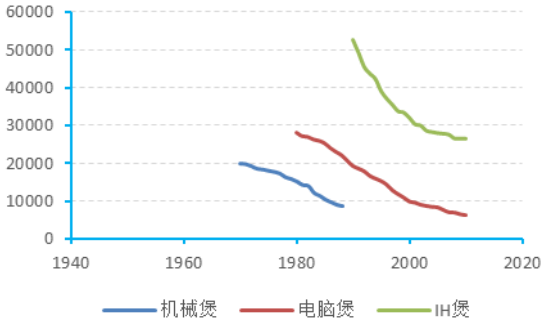
我们认为，传统厨房小家电竞争格局稳固，美九苏能够形成“共谋”，享受到产品升级带来均价提升的红利。

图37： 日本电饭锅产品升级显著（销量：万台）



资料来源：Japan Statistical yearbook，东兴证券研究所

图38： 电饭锅产品升级带来价格带上移（单位：日元）



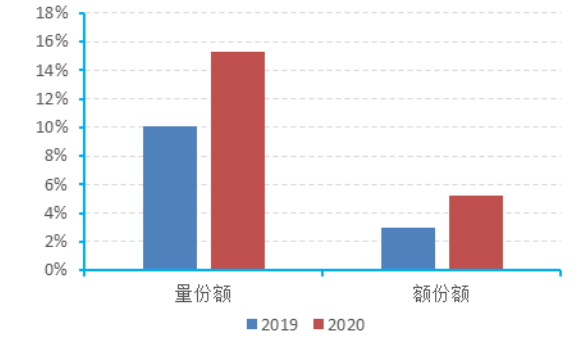
资料来源：Japan Statistical yearbook，东兴证券研究所

新品类则可以搭便车。我们在《网红小家电能成为常青树吗？》提到，传统小家电龙头凭借自身的品牌影响力和优秀的制造能力，能够在网红小家电品牌打造出“爆品”之后搭便车。**我们在苏泊尔的历次品类拓张中看到当产业链和竞争格局都能形成协同时，拓品无疑是 easy 模式，**网红小家电爆品就是这一类。

我们认为苏泊尔本身有较好的研发积累，同时具有合作多年的稳定快速的供应链，可以以自主设计+OEM 的形式把“爆品”兑现。同时在线上苏泊尔本身就自带流量，可以投入的资源也比较多，会从爆品中分得一杯羹。

目前市场对苏泊尔布局新品的反应速度有所担忧，我们认为公司 Q1 主要受到复工复产进度慢的影响较大，导致部分产品缺货，但目前公司管理层已经定调，我国小家电外协产能又非常丰富，预计公司会加速推出新式小家电产品。

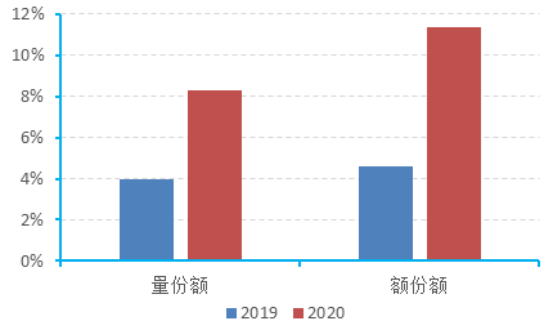
图39： 苏泊尔多功能锅份额提升明显



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：因月度数据波动太大，我们以年进行汇总，产品于 19 年 10 月推出

图40： 苏泊尔电热饭盒份额提升明显



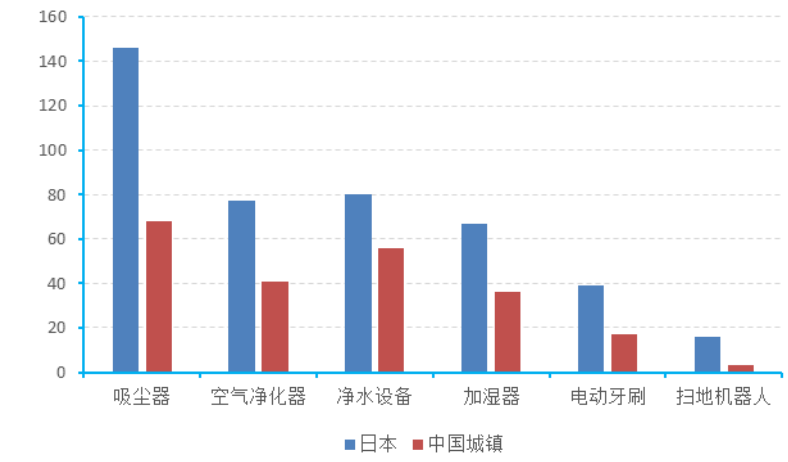
资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：因月度数据波动太大，我们以年进行汇总，产品于 19 年 10 月推出

3.3 小家电市场的蛋糕越来越大

众多细分品类的小家电保有量还有非常大的提升空间。小家电可选属性更强，我国的小家电渗透率仍处于低位，未来随着我国人均收入水平的提升，有望从可选走向必选带来保有量的提升。

图41：中国小家电保有量还有非常大的提升空间（台/每百户）



资料来源：JSY，国家统计局，产业在线，中怡康，东兴证券研究所

目前苏泊尔已经开始承接 SEB 家居环境订单，能够形成一定的规模经济，渠道也能形成进一步的协同。我们认为，**“大牌性价比”策略在尚未形成明确竞争格局的子品类里是行之有效的**，公司在众多品类上大有可为。

第一章中我们提到，品类扩张的意义不仅仅在于拓品打开天花板本身，而在于**积累品牌延伸性，使得苏泊尔成为综合性的小家电品牌。**具备这样的品牌认知之后，布局更多品类的小家电会更游刃有余，目前公司也通过多种数字化的营销方式强化公司的多品类布局形象。

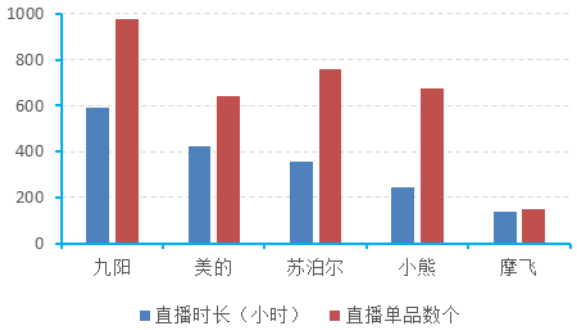
退一步说，SEB 旗下已经具有专业品类的品牌，未来也不排除苏泊尔引入这些品牌中国区的运营权。

图42： 公司通过代言人助力潜力品类认知度提升



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图43： 苏泊尔开始积极投入内容营销



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

注：受制于数据权限，仅为6月19日淘系直播数据

4. 投资建议：

公司已经形成了科学成熟的管理经营体系，构筑了品牌、渠道和供应链管理的护城河。

外销背靠 SEB，订单转移除了非中国市场规模除了内生增长之外，还有 SEB 兼并收购带来的增量，对于苏泊尔来说自身不需要大的资本开支和资源投入进行品牌整合和市场开拓，作为 SEB 的产能中心获得这部分订单转移，还能和内销形成规模经济。

内销形成品牌矩阵，完善高端品牌布局；产品生命周期互为补充，既有规模又有成长，有望继续受益消费升级的红利。目前苏泊尔已经积累了较好的品牌延伸性，未来有望变身赛博中国，成为综合性的小家电品牌，在更多的领域有所作为。

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 21.25、25.43、30.60 亿元，对应 EPS 分别为 2.59、3.10、3.73 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 32 倍、27 倍、22 倍，上调评级为“强烈推荐”。

5. 风险提示

渠道下沉不及预期、品牌年轻化不及预期、SEB 订单转移不及预期、新品推出不及预期、项目投产不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	8993	9830	12035	14908	18319	**营业收入**	17851	19853	21128	24150	27631
货币资金	1417	1308	2874	4918	7375	**营业成本**	12342	13668	14483	16557	18937
应收账款	1728	1797	1910	2183	2498	营业税金及附加	114	124	132	151	172
其他应收款	143	14	15	17	20	营业费用	2813	3206	3338	3719	4228
预付款项	217	279	293	310	329	管理费用	345	346	359	362	414
存货	2362	2248	2579	2948	3372	财务费用	-6	-43	-43	-43	-43
其他流动资产	1991	1733	1797	1948	2122	研发费用	403	453	465	483	414
非流动资产合计	1640	2018	1935	1856	1782	资产减值损失	46.01	-38.50	-38.50	-38.50	-38.50
长期股权投资	61	62	62	62	62	公允价值变动收益	-10.29	4.56	0.00	0.00	0.00
固定资产	868	909	832	759	687	投资净收益	86.90	67.25	67.25	20.00	30.00
无形资产	397	466	438	411	387	加：其他收益	111.29	166.64	20.00	30.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	**营业利润**	1982	2296	2518	3010	3618
资产总计	10633	11848	13970	16764	20101	营业外收入	11.14	4.57	4.57	4.57	4.57
流动负债合计	4708	4976	5139	5593	6115	营业外支出	11.54	27.41	27.41	27.41	27.41
短期借款	0	0	0	0	0	**利润总额**	1982	2273	2495	2987	3595
应付账款	2954	3011	3174	3629	4151	所得税	313	358	374	448	539
预收款项	1208	1107	1107	1107	1107	**净利润**	1669	1916	2121	2539	3056
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-4	-4	-4	-4
非流动负债合计	18	27	27	27	27	归属母公司净利润	1670	1920	2125	2543	3060
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4726	5003	5166	5621	6142	**成长能力**					
少数股东权益	0	8	4	0	-5	营业收入增长	25.83%	11.22%	6.42%	14.30%	14.42%
实收资本（或股本）	821	821	821	821	821	营业利润增长	25.87%	15.86%	9.65%	19.54%	20.19%
资本公积	140	195	195	195	195	归属于母公司净利润增长	10.69%	19.68%	10.69%	19.68%	20.31%
未分配利润	4573	5444	7399	9739	12554	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	5907	6836	8800	11144	13963	毛利率(%)	30.86%	31.15%	31.45%	31.44%	31.47%
负债和所有者权益	10633	11848	13970	16764	20101	净利率(%)	9.35%	9.65%	10.04%	10.51%	11.06%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	15.70%	16.20%	15.21%	15.17%	15.22%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	28.27%	28.08%	24.15%	22.82%	21.91%
经营活动现金流	2014	1733	1610	2178	2629	**偿债能力**					
净利润	1669	1916	2121	2539	3056	资产负债率(%)	44%	42%	37%	34%	
折旧摊销	501.36	573.23	0.00	88.02	89.54	流动比率	1.91	1.98	2.34	2.67	3.00
财务费用	-6	-43	-43	-43	-43	速动比率	1.41	1.52	1.84	2.14	2.44
应收帐款减少	0	0	-113	-273	-315	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.80	1.77	1.64	1.57	1.50
投资活动现金流	-504	-867	78	26	31	应收账款周转率	11	11	11	12	12
公允价值变动收益	-10	5	0	0	0	应付账款周转率	6.79	6.66	6.83	7.10	7.10
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	87	67	67	20	30	每股收益(最新摊薄)	2.04	2.35	2.59	3.10	3.73
筹资活动现金流	-969	-1038	-122	-160	-201	每股净现金流(最新摊薄)	0.66	-0.21	1.91	2.49	2.99
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.19	8.33	10.72	13.57	17.01
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	40.87	35.58	32.26	26.96	22.41
资本公积增加	46	55	0	0	0	P/B	11.61	10.03	7.79	6.15	4.91
现金净增加额	541	-172	1566	2044	2458	EV/EBITDA	27.10	23.80	25.37	20.66	16.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	七月金股汇：景气度向上和业绩韧性仍是配置主线	2020-06-30
行业深度报告	家电行业报告：网红小家电能成为常青树吗？	2020-06-22
行业深度报告	家电行业专题：“精装修”和“消费升级”背景下，中央空调行业的“国进外退”	2020-06-10
行业深度报告	六月金股汇：甄选结构性机会，把握“两个韧性和一个向上”	2020-06-01
公司普通报告	新宝股份：摩飞种草与长草背后的商业逻辑	2020-05-27
行业普通报告	渠道专题研究之一：美的渠道的开源与节流	2020-04-23
行业深度报告	“后疫情”专题之家电行业：世界家电工厂的“湿雪”和“长坡”.	2020-04-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

闵繁皓

金融硕士研究生，2017 年 5 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

徐程颖

北京大学硕士，对外经济贸易大学学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，主要从事小家电、白电研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526