

差异化与持续创新构筑核心竞争力

2019 年 11 月 22 日

【投资要点】

- ◆ **苏泊尔在国内炊具和小家电市场还拥有多大的空间？** 1) 当前炊具市场 Top3 合计份额不足 20%，行业整体集中度有待提高，2018 年苏泊尔在炊具市场份额仅为 10.3%，仍有较大提升空间，未来随着消费水平的提高和行业技术的进步，国内炊具行业将面临更激烈的行业洗牌，公司较早完成了产业布局、销售渠道优化以及品牌形象的建立，长期来看公司有望把握收割份额、向寡头发展的机遇；2) 国内传统厨小电品类已形成“美九苏”三足鼎立之势，竞争格局稳定，但新兴品类仍处于导入期，增长潜力巨大，未来公司一方面将伴随传统小电的扩容享有稳定基速，另一方面在新兴品类方面延续创新优势，多品类打法巩固公司竞争优势。
- ◆ **SEB 集团给苏泊尔带来了什么？** SEB 集团的收购并不是单纯的股权转让，家族企业向专业化家电企业转型赋予公司在技术、品牌、管理、海外市场等方面更多可能：1) 引入技术和专利公司维持产品创新优势，在引入技术的同时坚持自我的深度学习，以相对低的研发费用率实现研发效益最大化；2) 获高端品牌代理权完善公司高端品牌布局，目前公司形成苏泊尔、LAGOSTINA、KRUPS、WMF 四大品牌矩阵，实现中高端市场全面覆盖；3) 稳定的出口订单转移，外销毛利率锁定，2018 年公司通过收购上海赛博开始承接环境家居电器的出口订单，同年 WMF 订单和环境电器的订单开始向公司转移，未来有较大的增长空间，有望进一步扩大公司的出海业务。
- ◆ **核心竞争力讨论：苏泊尔如何坚持差异化与持续创新？** 我们认为，在强大的品牌号召力、丰富健全的渠道体系以及稳健的出口订单的背后应该有一个苏泊尔贯穿发展历程始终的方向性原则，那就是坚持差异化与创新性，这包括：1) 产品赋能：持续创新追求差异化破局。公司在产品创新方面体现在其在技术方面对创新的持续追求，包括成熟品类的千锤百炼以及新兴产品的跃跃欲试，而非单纯的跟风模仿和复制。2) 品牌赋能：并非单纯的多元化，而是战略的延伸。公司的优势在于其在品牌发展的每一阶段都抢先通过高质量的产品塑造专业化的品牌形象，随着消费群体的变化，紧跟趋势进行品牌形象改变，亦是一种长远的战略智慧。3) 渠道赋能：深度分销助力渠道下沉，把握线上风口。公司渠道赋能的灵魂来自对深度分销的坚持与模式的创新。

增持 (首次)

东方财富证券研究所

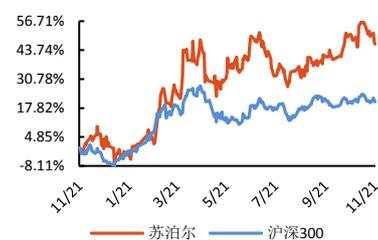
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：黄滢

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	61657.89
流通市值 (百万元)	45808.49
52 周最高/最低 (元)	82.59/47.41
52 周最高/最低 (PE)	38.08/26.23
52 周最高/最低 (PB)	11.17/6.68
52 周涨幅 (%)	46.44
52 周换手率 (%)	72.19

相关研究

《经营维持稳健，内销增速改善可期》	2019.10.31
《短期内销承压不改长期价值，回购彰显管理层信心》	2019.09.02
《内销增速放缓拖累收入，业绩总体符合预期》	2019.07.26
《业绩为王，强者恒强》	2018.08.30
《内外销同向增长，毛利率维持稳定》	2018.07.23

【投资建议】

预计公司19/20/21年实现营业收入201.27/227.51/257.79亿元，归母净利润19.48/22.26/25.41亿元，EPS 2.37/2.71/3.09元，对应PE 32/28/24倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	17851.26	20127.00	22750.76	25778.67
增长率（%）	25.83	12.75	13.04	13.31
EBITDA（百万元）	2097.19	2411.99	2743.10	3115.69
归母净利润（百万元）	1669.87	1948.28	2225.96	2540.54
增长率（%）	27.70	16.67	14.25	14.13
EPS（元/股）	2.03	2.37	2.71	3.09
市盈率（P/E）	36.92	31.65	27.70	24.27
市净率（P/B）	10.44	9.31	8.11	6.95
EV/EBITDA	28.72	24.59	21.42	18.39

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

原材料价格波动；
人民币汇率波动；
外销订单增长不及预期。

正文目录

1. 秀外慧中，国产炊具及厨房电器领导品牌	6
1.1. 深耕厨房二十五载，份额领跑行业	6
1.2. 外资持股高度集中，家族企业实现专业品牌转型	9
1.3. 股权激励彰显管理层信心	10
2. 炊具：行业格局分散，国产品牌稳踞中端	11
2.1. 行业进入成熟期	11
2.2. 竞争格局分化，国产品牌稳踞中端市场	12
3. 厨房小电器：消费升级驱动，电商助力破局	13
3.1. 世界工厂转型自主品牌，国产小家电进入快车道	13
3.2. 细分赛道品类扩展，充分享受电商红利	15
3.3. “美九苏”三足鼎立格局稳定，其他品牌寻求差异化破局	16
4. 背后高枝：海外扩张成就国际小家电巨头	18
4.1. 世界版图扩张成就百年品牌	18
4.2. SEB 集团给苏泊尔带来了什么？	21
4.2.1. 引入技术和专利公司维持产品创新优势	21
4.2.2. 获高端品牌代理权完善公司高端品牌布局	22
4.2.3. 稳定的出口订单转移，外销毛利率锁定	22
5. 核心竞争力讨论：苏泊尔如何坚持差异化与持续创新？	24
5.1. 产品赋能：持续创新追求差异化破局	25
5.2. 品牌赋能：并非单纯的多元化，而是战略的延伸	26
5.3. 渠道赋能：深度分销助力渠道下沉，把握线上风口	27
6. 盈利预测	29
6.1. 业务拆分	29
6.2. 绝对估值	30
6.3. 相对估值	31
7. 风险提示	31

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司产品品类展示	6
图表 3: 公司营收趋于稳健	7
图表 4: 公司各业务收入 (亿元) (按产品维度)	8
图表 5: 公司各业务收入占比 (按产品维度)	8
图表 6: 电器收入增速超过炊具业务	8
图表 7: 电器与炊具业务毛利率	8
图表 8: SEB 集团持股高度集中	9
图表 9: 公司内外销收入及增速情况 (亿元/%)	10
图表 10: 公司分地区收入占比	10
图表 11: 限制性股票解锁时间及解锁比例安排	10
图表 12: 限制性股票业绩考核要求	11
图表 13: 国内炊具市场及增速 (按零售额记)	11
图表 14: 国内炊具市场及增速 (按零售量记)	11
图表 15: 公司炊具产品扩张路径	12
图表 16: 国内炊具市场划分	13
图表 17: 2018 年国内炊具市场销售额竞争格局	13
图表 18: 小家电行业规模及增速	14
图表 19: 小家电按功能划分	14
图表 20: 2018 年各小家电规模及增速	15
图表 21: 厨房和家居小家电为主要引擎	15
图表 22: IH 加热电饭煲行业渗透率	15
图表 23: 破壁机行业渗透率	15
图表 24: 小家电线上市场占比	16
图表 25: 小家电电商增速放缓	16
图表 26: 传统品类行业集中度高企	17
图表 27: 电饭煲线上线下 CR3 (2019.1-10)	17
图表 28: 料理机线上线下 CR3 (2019.1-10)	17
图表 29: 电压力锅线上线下 CR3 (2019.1-10)	17
图表 30: 养生壶线上 CR3 (2019.1-10)	18
图表 31: 电蒸锅线上 CR3 (2019.1-10)	18
图表 32: SEB 集团应收、归母净利润及增速	18
图表 33: SEB 集团 ORfA 及营运利润率	18
图表 34: SEB 集团品牌矩阵	19
图表 35: SEB 集团并购及海外扩张路径	19
图表 36: SEB 集团 2018 年收入分区域占比	21
图表 37: 新兴国家持续贡献增长	21
图表 38: 同行业研发规模及研发费用率比较	21
图表 39: 公司申请专利数量逐年增加	21
图表 40: 公司从 SEB 集团引入专利技术	22
图表 41: 公司从 SEB 集团引入品牌情况	22
图表 42: SEB 集团全球供应商及工厂分布	23
图表 43: 外销毛利率稳定	23
图表 44: 公司与 SEB 集团及关联方交易额	23
图表 45: 外销订单集中交付趋势显著	23
图表 46: 公司与 SEB 集团关联交易情况	23
图表 47: 苏泊尔收入规模领先行业 (亿元)	24
图表 48: 苏泊尔归母净利润规模领先行业 (亿元)	24
图表 49: 公司产品创新路径	25

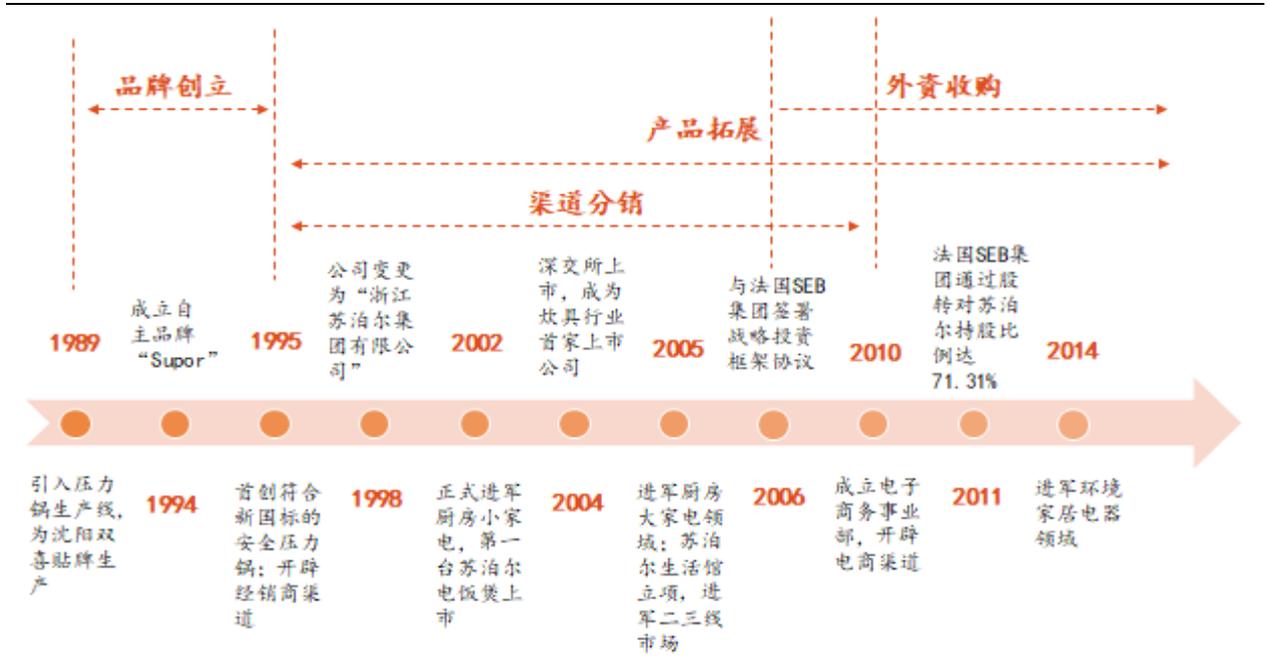
图表 50: 公司电器业务零售额份额位居市场前列	26
图表 51: 公司广告宣传费逐年上升	27
图表 52: 全新代言人张钧甯	27
图表 53: 苏泊尔生活馆	28
图表 54: 苏泊尔生活馆	28
图表 55: 公司渠道体系一览	28
图表 56: 收入拆分测算	29
图表 57: 盈利预测	30
图表 58: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设	30
图表 59: 可比公司估值	31
图表 60: 历史 PE (TTM) 区间	31
图表 61: 历史 PB 区间	31

1. 秀外慧中，国产炊具及厨房电器领导品牌

1.1. 深耕厨房二十五载，份额领跑行业

公司前身是沈阳双喜压力锅的代工厂，自 1994 年成立自主品牌以来，公司经历“品牌创立——渠道分销——产品拓展——外资收购”的发展路径，至今专注于厨房领域二十五载，集炊具和厨房电器的产、研、销于一体，主营业务包括炊具、厨房小家电、厨卫电器以及环境家居电器四大产品线。公司拥有杭州、武汉、绍兴、玉环、越南 5 大研发制造基地以及 1 万余名员工，年产量超过 1 亿台。公司坚守 Supor 的自主品牌核心地位，并从 SEB 集团旗下引入 LAGOSTINA、KRUPS、WMF 等高端品牌进行版图延伸，目前已在厨房领域基本形成全面战略布局，丰富的产品矩阵以及品牌矩阵奠定公司小家电国产品牌领导地位。

图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，东方财富证券研究所

图表 2：公司产品品类展示





资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

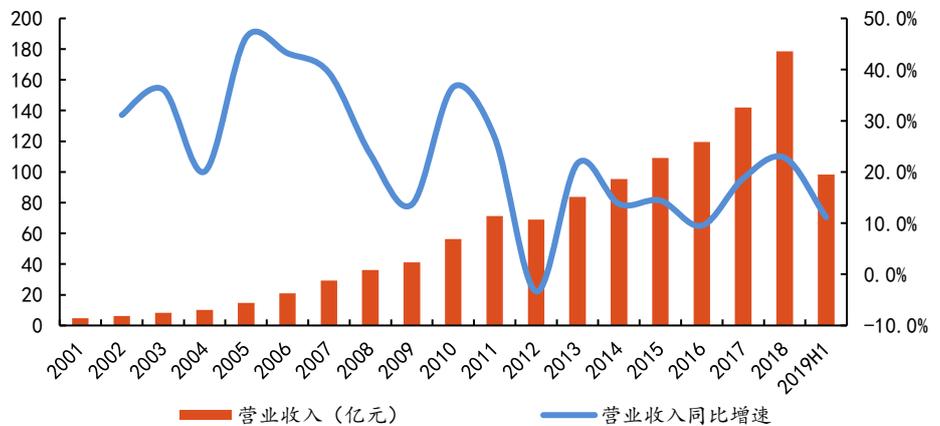
“品类创新”及“品牌打造”双轮驱动持续提升公司产品竞争力：

一方面，公司在夯实优势品类的基础上，从厨房经济（厨房小家电、厨房大家电）向客厅经济（环境家居电器）横向拓展。公司以压力锅起家，通过压力锅新国标实施的契机迅速占领压力锅高端市场；2001年，公司把握国内小家电市场正处于新兴成长期的机遇，推出一系列多元化小家电产品，炊具产品与厨房小电器产品在品牌与渠道方面双重协同效应带动营收阶梯式增长；2005年，公司进军厨房大家电市场，在拓展油烟机、燃气灶、消毒柜等传统厨电产品的同时还积极开拓了集成灶、烤箱、净水器、蒸箱等创新品类，把握新兴市场红利；在与法国SEB集团达成战略合作协议后，公司凭借SEB积累的产品和技术经验进行品类再扩张，2015年公司业务布局向客厅延伸，陆续推出吸尘器、挂烫机、空气净化器等产品，产品矩阵进一步丰富，业务结构多元化战略更加清晰。

另一方面，持续的品牌建设与公司形象相辅相成。公司通过电视节目赞助、形象代言人等途径不断推进品牌建设，品牌知名度与国民好感度得到极大提升。据尼尔森2018年度报告，公司在厨房用品领域和明火炊具领域主品牌无提示知名度均保持行业第一，同时“Supor”连续6年上榜BrandZ《中国最具价值品牌榜100强》，品牌价值增速达39%。

在品类创新及品牌打造的双重驱动下，公司收入持续提升，从2001年4.69亿元增至2018年178.51亿元，年复合增速达23.87%。

图表 3：公司营收趋于稳健

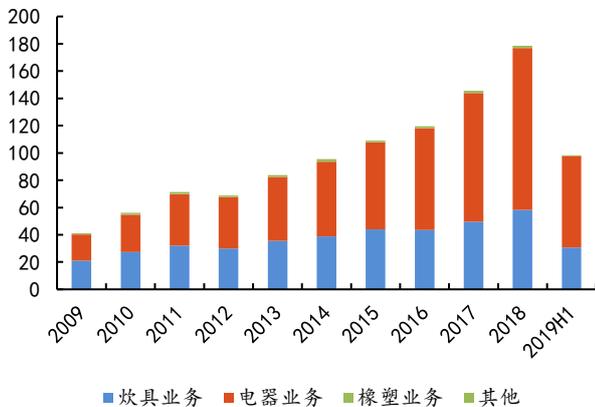


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

自公司切入厨房电器领域以来，电器业务便展现出超越炊具业务的成长性，2008 年电器业务收入规模比肩炊具业务，2011 年开始电器业务收入规模和占比超过炊具业务，成为公司的主要增长动力。2018 年公司炊具、电器、橡塑业务年收入规模已达 58.19/118.66/0.17 亿元，2019H1 公司炊具、电器、橡塑业务收入占比分别为 31.21%/68.26%/0.07%，公司已形成以电器业务为驱动引擎、炊具业务辅稳定器的业务格局。

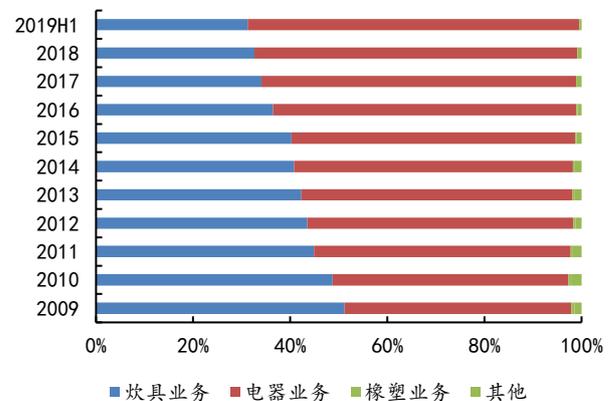
从毛利率方面来看，炊具业务毛利率水平相对最高，近十年维持在 30%-35%；电器业务在初期毛利率较低，2005 年起与 SEB 集团合作后迅速提升，现基本稳定在 25%左右。高毛利率的炊具业务营收占比逐年下降，电器业务毛利率较为平稳，我们认为一方面公司作为 SEB 集团的全球化生产基地之一获得稳定的出口订单，同时也锁定了毛利率；但随着消费升级趋势加强，电器业务在内销市场快速成长，公司产品结构向高端化转移的趋势愈加明显，持续提价逻辑下带动电器业务毛利率不断提升。

图表 4：公司各业务收入（亿元）（按产品维度）



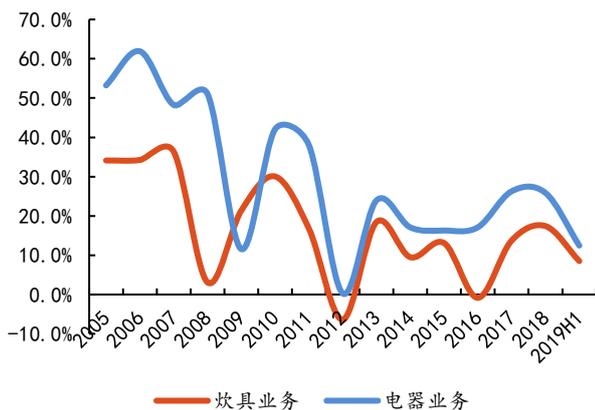
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：公司各业务收入占比（按产品维度）



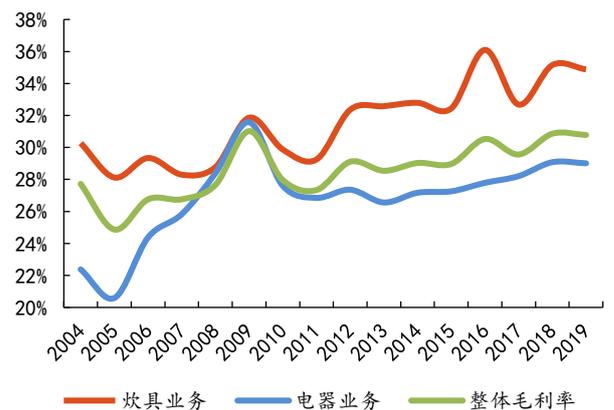
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：电器收入增速超过炊具业务



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：电器与炊具业务毛利率

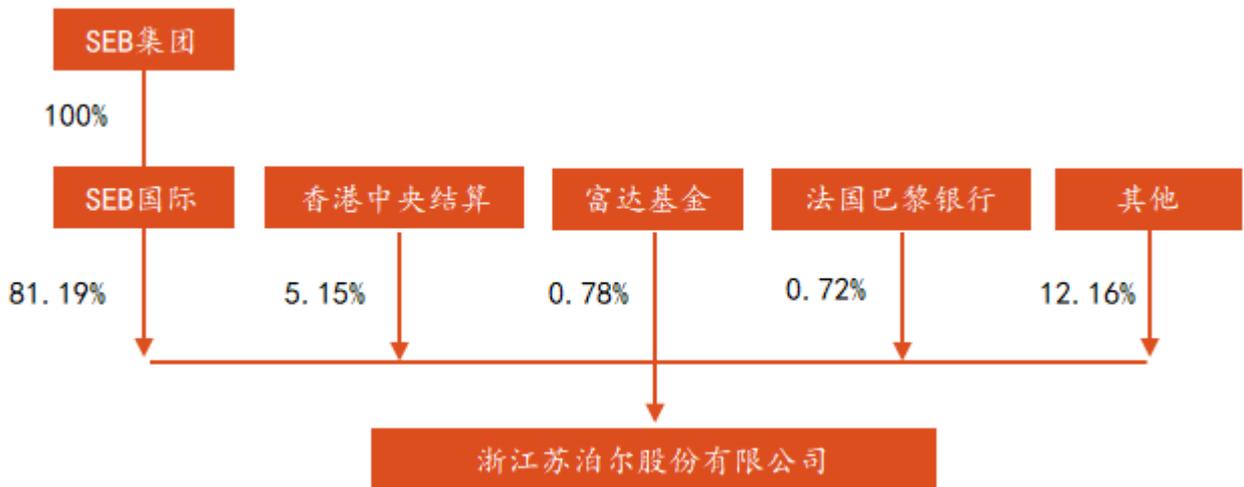


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2. 外资持股高度集中，家族企业实现专业品牌转型

2006 年公司与法国 SEB 集团签订战略合作协议，2007 年 SEB 集团通过协议股权转让、定向增发和部分要约三种方式，以近 3.27 欧元收购苏泊尔，成为苏泊尔的实控人，持股比例达到 52.74%。此后 SEB 集团持续增持苏泊尔股票，截至 2019Q3，SEB 集团共计持有苏泊尔股份占比为 81.19%，公司实现从家族控股企业向国际化企业转型。

图表 8：SEB 集团持股高度集中



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

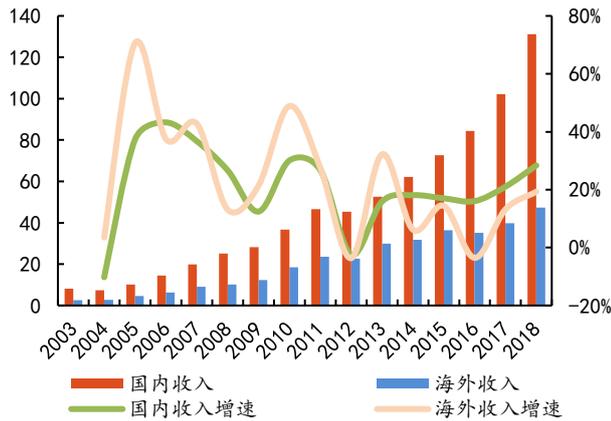
注：数据截至 2019 年 9 月 30 日

SEB 集团收购苏泊尔被视作是其打开中国市场的开端。在收购协议中双方约定，SEB 集团在中国与苏泊尔的合作是排他性的，其产品在中国的销售通过苏泊尔的渠道进行；双方技术共享；苏泊尔的管理团队和品牌保留；苏泊尔进军全球市场也可用自有品牌等。

而苏泊尔作为 SEB 集团进驻中国市场的通道，也得以接触到国际化集团多年积累的生产、技术成果以及管理经验。公司被 SEB 集团收购后，OEM 订单基本集中于 SEB 集团，公司借助 SEB 集团的海外高市场份额进军全球，外销收入规模持续提升，从 2009 年开始，公司外销收入占比和 SEB 集团关联交易额占收入比重的走势逐渐趋于一致，表明公司外销订单向 SEB 集团转移交付集中趋势明显，SEB 集团作为苏泊尔国际化路径的出口的战略意义更加显著。

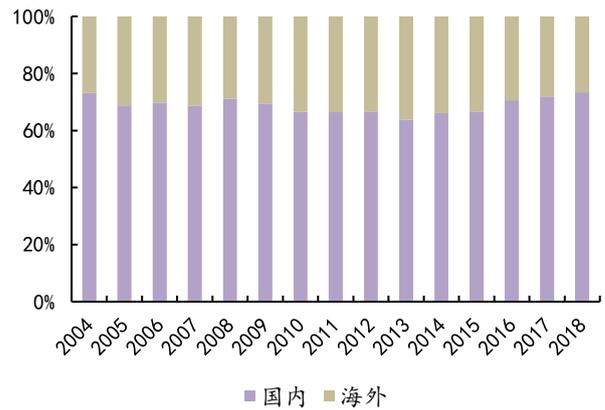
2016 年受国际市场需求不振以及 SEB 北美市场去库存的双重因素影响，出口订单减少，公司外销收入同比下滑 3.54%，出口 SEB 业务同比下滑 1.26%。但总体来看，依托 SEB 集团对公司的正向影响更大，2012 年公司的外贸业务同比下滑 3.65%，而出口 SEB 业务却同比增长 11.33%，可见与 SEB 集团的协同合作增强公司外销稳定性，有效对冲了外部风险。

图表 9：公司内外销收入及增速情况（亿元/%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 10：公司分地区收入占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. 股权激励彰显管理层信心

公司于 2017 年 12 月向总部、各事业部的高级管理人员以及核心业务（技术、财务）人员共 181 人授予限制性股票共 387.4 万股，授予价格为 1 元/股。考核期从 2017 年起，截止于 2020 年，考核要求分为两个方面：1) 考核期内公司每个考核年度的净资产收益率不低于 18%；2) 各解除限售期可获得解除限售的限制性股票数量由内销收入以及内销营业利润的完成率确定，即要实现 100% 完成率方可在考核年度内解锁相应比例的限制性股票，若以最大值计算，则内销收入年复合增速需达到 10.61%，内销营业利润年复合增速需达到 12.43%。

2017 年和 2018 年，公司平均净资产收益率分别为 26.86%、30.07%，远高于 18% 的考核要求，同期内销收入分别为 102.12 亿元、131.09 亿元，增速远超最大值标准。公司一方面通过 4 年股权激励提前锁定内销收入与利润，体现出公司对国内小家电市场的重视以及发力内销市场的决心，彰显公司信心，另一方面也有利于实现公司与人才的深度利益绑定，稳定核心管理团队，激活各事业部及业务人员的积极性。

图表 11：限制性股票解锁时间及解锁比例安排

行权/解锁期	行权/解锁时间	可行权/解锁数量占获授期权/限制性股票数量比例
第一个解锁期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	10%
第二个解锁期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	20%
第三个解锁期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第四个解锁期	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 12：限制性股票业绩考核要求

考核期	2017	2018	2019	2020
内销收入指标（权重 50%）				
预设最大值	9237	10258	11332	12501
按最大值收入增幅	9.50%	11.05%	10.47%	10.32%
预设最小值	8837	9747	10795	11917
按最小值收入增幅	4.75%	5.52%	5.23%	5.16%
实际收入增幅	21.06%	28.36%	/	/
内销营业利润指标（权重 50%）				
预设最大值	950	1074	1205	1350
按最大值收入增幅		13.05%	12.20%	12.03%
预设最小值	901	1012	1139	1277
按最小值收入增幅		12.32%	12.55%	12.12%

资料来源：Choice，公司公告，东方财富证券研究所

2. 炊具：行业格局分散，国产品牌稳踞中端

2.1. 行业进入成熟期

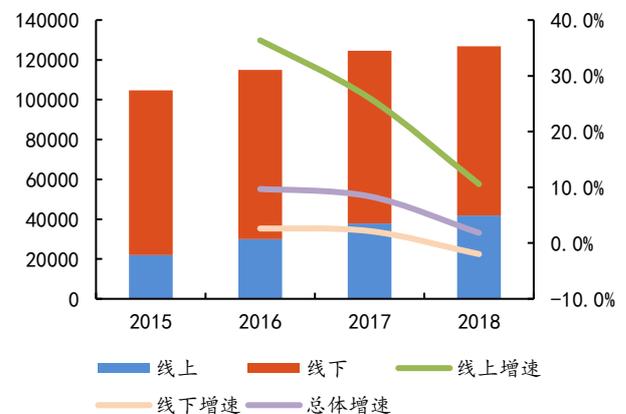
行业增速放缓，步入成熟期。国内炊具行业发展至今已有约 60 年，且炊具相对其他消费品对于一般家庭而言刚需性更强，因此较早进入存量市场状态。根据 GfK 数据，2017 年国内炊具市场零售额规模约达 228.53 亿元，同比增长 10.95%，零售量规模约达 1.25 亿只，同比增长 8.38%。进入 2018 年后，炊具市场增速进一步放缓，增幅降至个位数，表明产业周期已步入成熟阶段。

图表 13：国内炊具市场及增速（按零售额记，亿元）



资料来源：现代家电，GfK，东方财富证券研究所

图表 14：国内炊具市场及增速（按零售量记，亿元）

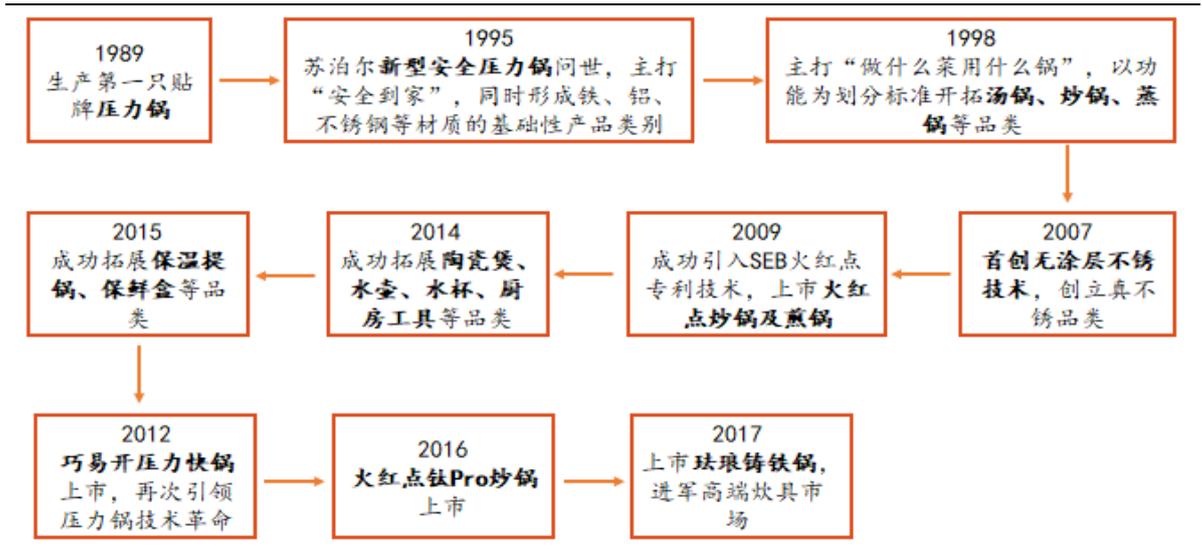


资料来源：现代家电，GfK，东方财富证券研究所

改革开放后我国炊具品类扩张开始提速。20 世纪 60 年代，由于物资相对匮乏，我国消费者所使用的炊具较为单一，仍以铁锅、铁勺、菜刀等基础类产品为主；进入 80 年代改革开放初期，炊具产品在铁锅的基础上增加了铝制产品，彼时国内拥有铝制锅具垄断优势的为沈阳双喜压力锅厂，其双喜压力锅市占率曾高达 70%，但由于品类有限，消费者的选择仍无法得到满足；90 年代后，随着改革开放深入、国外产品的进入以及人民生活水平的提高，市场上出现了铝合金、不锈钢等使用新材料生产的炊具，产品品类也得到极大丰富，各种汤锅、煎锅、奶锅等新兴品类进入消费者视野；2000 年后，技术升级成为推动炊具行业发展的驱动力，不粘锅、无油烟锅等新品层出不穷。90 年代后炊具行业品类扩张提速反映出行业的主要推力来自于国内消费水平的提高催生出的升级换代需求以及产品技术革新带来的品质体验需求。

公司炊具品类扩张与行业发展路径高度吻合。公司目前约 30% 的收入由炊具业务贡献，作为国内炊具行业的先行者，公司在炊具方向上的品类拓展路径与国内炊具市场的发展历程高度吻合。由于使用功能有限，炊具所呈现的形态在过去几十年中变化和拓展不大，但我们发现从 2000 年后，行业的每一次革新主要由技术与消费升级驱动，苏泊尔一方面依靠自身技术积累与 SEB 集团的先进技术引进，另一方面凭借对消费者需求的精准把握和挖掘，在行业的每一次变革中均引领对手，最大程度享受先发红利，从而实现份额的持续领先。

图表 15：公司炊具产品扩张路径



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2.2. 竞争格局分化，国产品牌稳踞中端市场

当前国内炊具市场高、中、低三个层次的品牌竞争格局明显分化：高端市场占比约 8%，基本为国际品牌所垄断，但由于市场容量相对较小，品牌竞争格局较为稳定；中高端市场占比约 17%，主要由苏泊尔、爱仕达等国产知名品牌把控，因中端炊具市场空间相对较大（占比 40%），也有不少其他品牌相继进入，中端品牌竞争趋于白热化；低端市场占比 35%，主要是杂牌为主。因此国内炊具市场的竞争主要集中在中端市场。

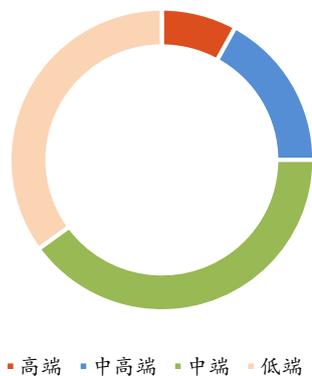
国产品牌意识崛起较晚，高端市场被外国品牌瓜分。尽管我国炊具最早的品牌“双喜”早在 60 年代已经诞生，但国产炊具品牌意识的觉醒和竞争意识的加强，则是从苏泊尔自创品牌开始的。苏泊尔在品牌创立之初便将其品牌形

象与产品品质、产品推广绑定强化，得到公众的认可并超越双喜摘走压力锅销售桂冠，其他国产炊具品牌在苏泊尔的带动下进一步重视自身的产品质量、品牌概念以及品牌造势等，带动国产炊具行业进入快车道。但与ZWILLING（双立人，1731）、Fissler（菲仕乐，1845）、WMF（福腾宝，1853）等成立较早的国际品牌相比，国产炊具品牌的品牌基础较弱，在生产工艺等方面也有一定差距，因此品牌在高端市场的号召力相对较弱，高端市场基本被国际品牌瓜分，仅双立人一家在高端炊具市场的份额就接近50%。

国产品牌稳踞中端市场。苏泊尔、爱仕达等品牌虽然在品牌影响力以及产品力方面的高度不如国际高端品牌，但其凭借早期的品类拓展以及渠道搭建基础享受了国产品牌的先发红利，同时在技术方面奋起直追，凭借较高的性价比获得了中端市场较大的话语权，同时也脱离了低端市场低价竞争的泥潭，但由于中端市场门槛不高，叠加品牌众多、产品同质化严重，强势品牌的市场份额也未能超过15%，可见中端市场品牌竞争之激烈。

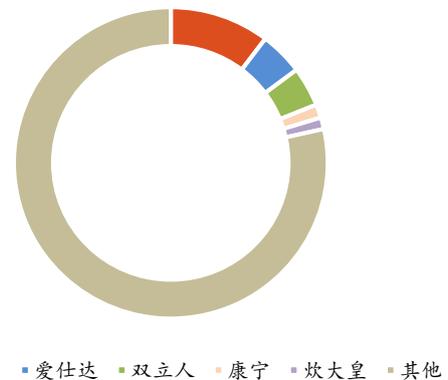
总体来看，目前国内炊具市场尚未形成垄断竞争格局，集中度有待提升。当前炊具市场Top3合计份额不足20%，相比空调、冰箱等白电产品而言集中度较低，龙头企业仅在部分细分品类形成垄断趋势，例如压力锅，而整体市场并未形成垄断竞争格局。我们认为，未来随着消费水平的提高和行业技术的进步，国内炊具行业将面临更激烈的行业洗牌，产能落后、创新能力弱、产品力单薄的品牌将被淘汰，这对于优先完成产业布局、推动销售渠道优化、强调产品质量与品牌形象的企业而言则是收割份额、形成垄断经营的机遇。

图表 16：国内炊具市场划分



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

图表 17：2018 年国内炊具市场销售额竞争格局



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

3. 厨房小电器：消费升级驱动，电商助力破局

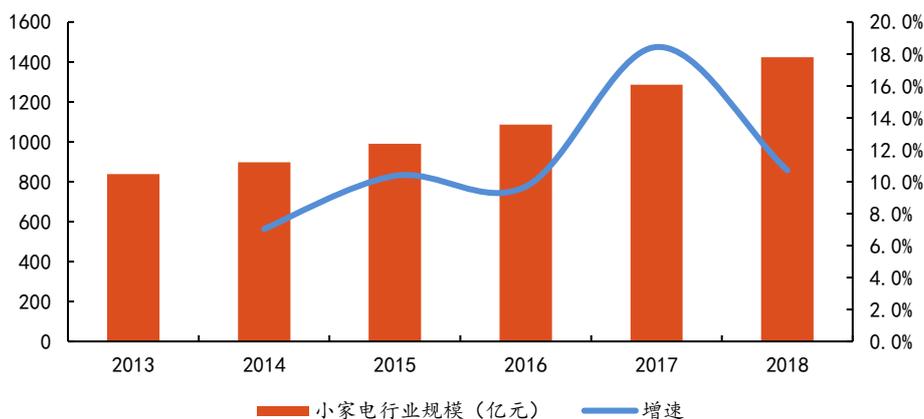
3.1. 世界工厂转型自主品牌，国产小家电进入快车道

我国小家电品牌起步较晚，但发展迅速。80 年代，得益于改革开放以及国际化分工格局演变，我国凭借土地、人工、能源、优惠政策、人才等优势成为国际小家电品牌的世界工厂，承接了全球主要的小家电订单，我国小家电制造企业也由代工起家历经十余年发展，逐步实现自身从 OEM 到 ODM 再到 OBM 的转化，期间积累了丰富的生产、研发和设计经验。90 年代末，成本上涨、汇率波动、出口政策变化等因素使国内以代工为主要收入的小家电制造企业陷入发展

瓶颈，也给予这些企业建立自主品牌的契机。

因此 2000 年后，我国小家电企业开启自主品牌转型之路，一方面过去以出口代工为主要收入来源的制造企业开始自建品牌和渠道，以自有品牌作为企业形象面向终端消费者，另一方面以苏泊尔、爱仕达等从炊具发家的企业以及海尔、美的、科龙等综合家电企业巨头实现品类跨越，大力进军小家电行业。由于我国小家电制造企业具备较大的产业配套优势，国际小家电企业对我国小家电制造高度依赖，这样在出口稳健增长的情况下，内销成为国内小家电企业的新增长动能，在“出口+内销”双轮驱动下，我国小家电行业规模从 2013 年的 838 亿元增长至 2018 年的 1424 亿元，年均复合增长率为 11.19%，展现出其强大的活力和成长性。

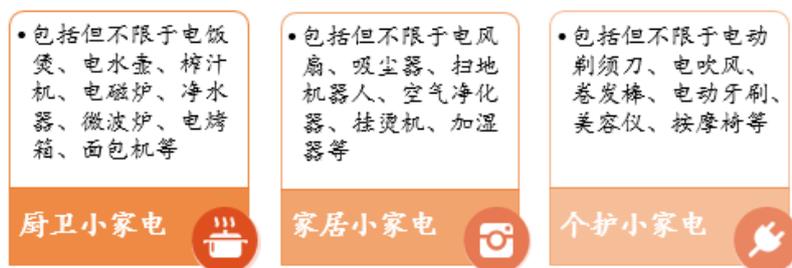
图表 18：小家电行业规模及增速



资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

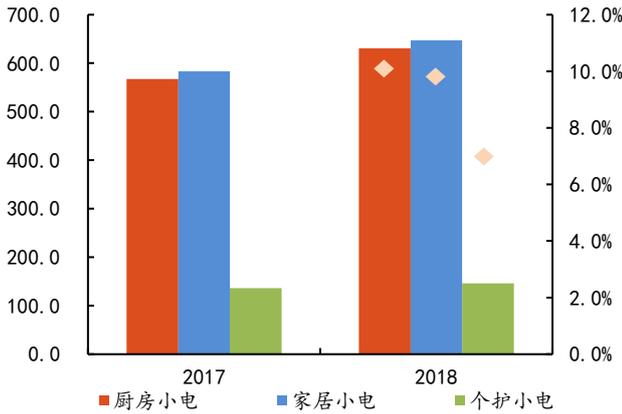
厨房和家居小家电是主要增长引擎。小家电是指除空调、冰箱、洗衣机、彩电等之外的体积比较小的家电产品，由于产品种类丰富，行业通常以功能划分小家电，可主要分为三类：厨卫小家电、家居小家电和个护小家电。据中怡康数据，2018 年厨房、家居和个护小家电市场份额分别为 44.28%、45.44%、10.27%，同比增长 11.20%、10.99%、7.49%，厨房和家居小家电份额最高且相当，成为小家电行业的主要增长引擎。

图表 19：小家电按功能划分



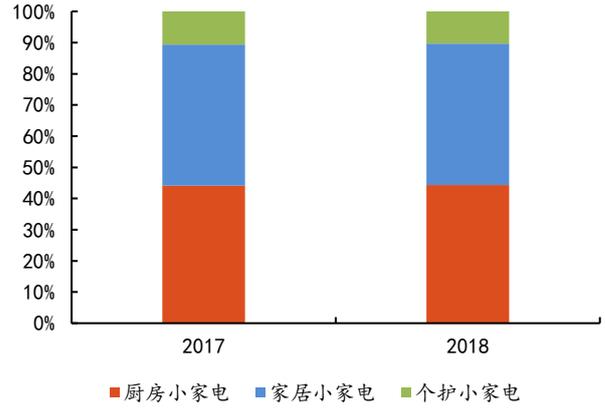
资料来源：CBNData，东方财富证券研究所

图表 20：2018 年各小家电规模及增速（亿元）



资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

图表 21：厨房和家居小家电为主要引擎



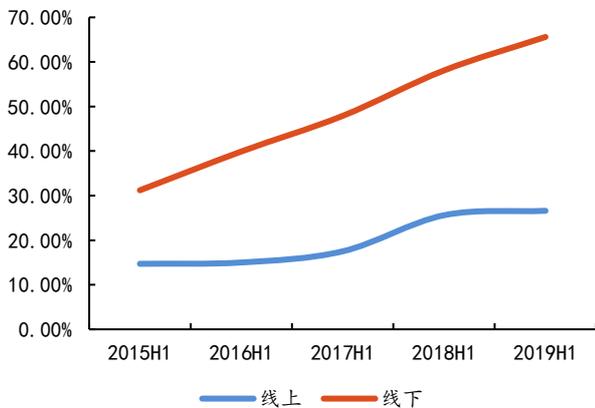
资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

3.2. 细分赛道品类扩展，充分享受电商红利

消费升级及分级推动品类分化，新兴品类鸣枪起跑。近年来在品质消费趋势助推下，小家电产品功能从传统刚需型向个性功能型无限细分，折射出消费者在满足基础性需求的前提下向小家电使用体验提出更高的要求。例如传统厨小电产品电饭煲通过 IH 技术实现产品结构二次升级实现传统产品的突破，今年以来更是推出蒸汽加热技术实现颠覆性改变，IH 电饭煲线上、线下渗透率分别从 2015H1 的 14.7%、31.2% 提升至 2019H1 的 26.6%、65.6%；破壁机因消费者养生健康消费意识的觉醒以及其一机多用的特色，其行业渗透率从 2015 年线下的 19% 快速提升至 2019 年的 94%。此外还有煮水系列、净水器等水产品，侧面反映了小家电行业中消费升级、功能分化的趋势。

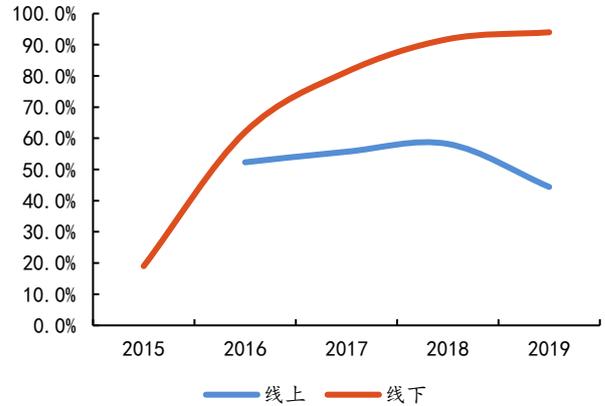
升级类产品的增速远超细分品类行业的整体增速，技术升级赋予了行业新的增长动能，也给予消费者更多选择，我们认为，未来厨房小家电产品的功能将进一步围绕需求分级进行升级突破，新兴品类将成为拉动行业增长的中坚力量。

图表 22：IH 加热电饭煲行业渗透率



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

图表 23：破壁机行业渗透率

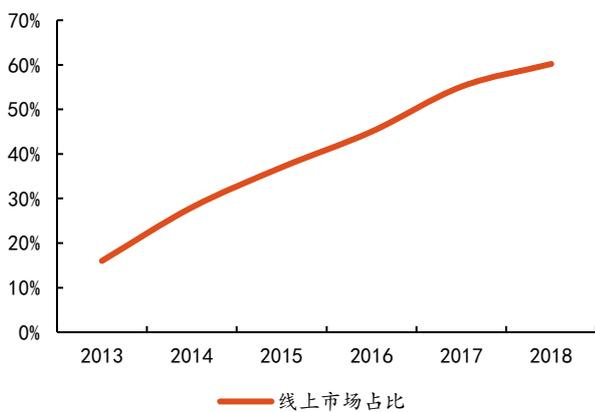


资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

产品属性决定其电商受益最大化。小家电产品单价相对低、体积小、安装和使用简便、便于运输等属性决定了其适于通过电商渠道销售，叠加过去十年中电商高速增长红利，线上市场已成为小家电的主要销售渠道。2018年，小家电线上市场占比提升至60%，小家电网购市场规模也超过800亿元，尽管由于近年来小家电线上市场快速增长带来基数累积以及电商渠道低成本红利逐渐减弱，小家电线上市场逐年增速放缓，但相对来看其电商增速仍高于小家电行业整体增速，表明电商仍在为行业贡献成长价值。

行业成长逻辑组合：品类扩张+渠道提速。由此我们看到，过去近十年间小家电取得超过行业整体增速的优异成绩，其核心逻辑在于需求升级、分级带来品类扩张，而外部推力在于把握住了电商高速发展的风口实现了新兴渠道的领先，“品类+渠道”两个维度均体现出小家电高成长的赛道属性。

图表 24：小家电线上市场占比



资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

图表 25：小家电电商增速放缓



资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

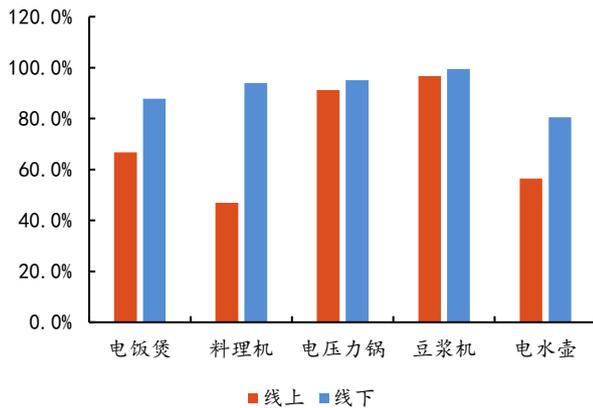
3.3. “美九苏”三足鼎立格局稳定，其他品牌寻求差异化破局

传统厨房小家电：“美九苏”三足鼎立格局稳定。三家企业的份额领先优势来自于早期品牌确立奠定的市场认可。小家电行业门槛相对较低，早期行业内企业数量众多，格局分散，2010年后全国节能环保新政策以及小家电行业新能效标准相继颁布推动行业门槛提高，能效和质量不达标、技术落后的企业被淘汰，市场份额向具有技术和生产规模优势、品牌基础扎实的企业靠拢。

头部企业的生产规模优势主要体现在标准化程度较高的传统小家电品类上，据奥维云网数据，截止2019年10月，五大传统品类电饭煲、料理机、电压力锅、豆浆机、电水壶线下CR3均超过80%，线上CR3除料理机外也均超过50%，其中电压力锅线上、线下CR3分别高达91%和95%。

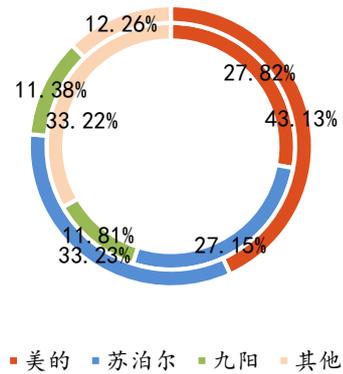
分品牌来看，美的、九阳、苏泊尔在各品类市场份额表现各有千秋，美的基本录得各传统小家电品类线下市场份额第一位，其中电饭煲、料理机、电压力锅的美的线下市占率分别为43%、35%、45%，苏泊尔紧随其后，九阳除料理机份额位列第一，其他品类基本位列第三，但也远远领先其他品牌。“美九苏”得以瓜分传统小家电市场份额的优势在于早期建立起来的市场对其品牌、质量的认可，以及以全国百货商超为生命线开拓的渠道体系。

图表 26：传统品类行业集中度高企



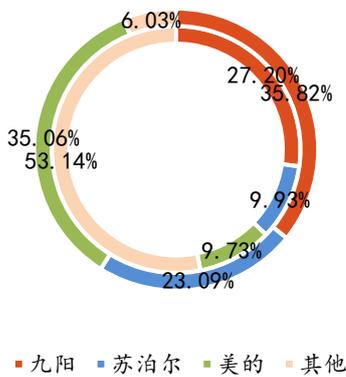
资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所
注：所引数据为各细分行业的CR3

图表 27：电饭煲线上线 CR3 (2019.1-10)



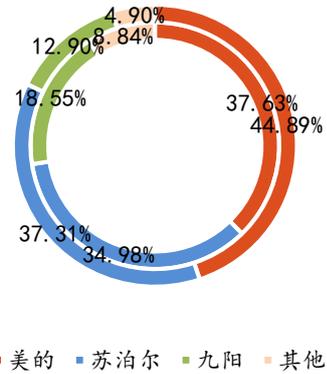
资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所
注：内圈为线上，外圈为线下

图表 28：料理机线上线 CR3 (2019.1-10)



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所
注：内圈为线上，外圈为线下

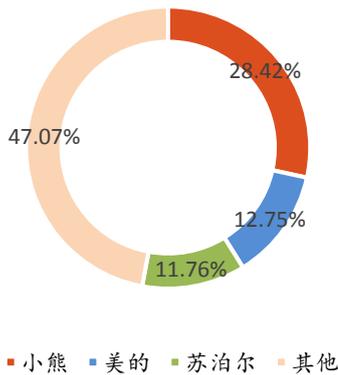
图表 29：电压力锅线上线 CR3 (2019.1-10)



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所
注：内圈为线上，外圈为线下

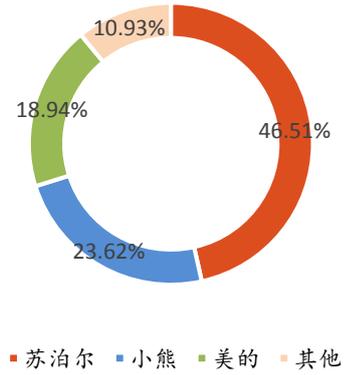
新兴厨房小家电：其他品牌探索差异化破局之路。支柱品类已形成龙头品牌的护城河，但新兴品类仍有机会，其他品牌如小熊、小米、摩飞等品牌通过产品差异化进行新兴品类的开拓，探索破局之路。如小熊的养生壶和酸奶机上市不久就成线上爆款，摩飞的便携式榨汁杯以及多功能锅也通过社交电商平台迅速成为网红产品。小熊早期就以电商为主要销售渠道，线上营销经验丰富，叠加产品差异化路径避免与头部品牌正面竞争，在新兴品类上也获得一席之地，其养生壶线上市场份额冲击第一，为 28.42%，领先美的 16pct，电蒸锅线上市场份额也录得 23.62%位列第二。新兴厨房小家电产品更聚焦于消费者的个性化需求，旨在提高生活品质，因此目标人群更为年轻化，而电商渠道正是年轻消费群体的主要购买渠道，“品类创新+渠道创新”正是其他品牌探索差异化破局的主要路径。

图表 30: 养生壶线上 CR3 (2019.1-10)



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

图表 31: 电蒸锅线上 CR3 (2019.1-10)



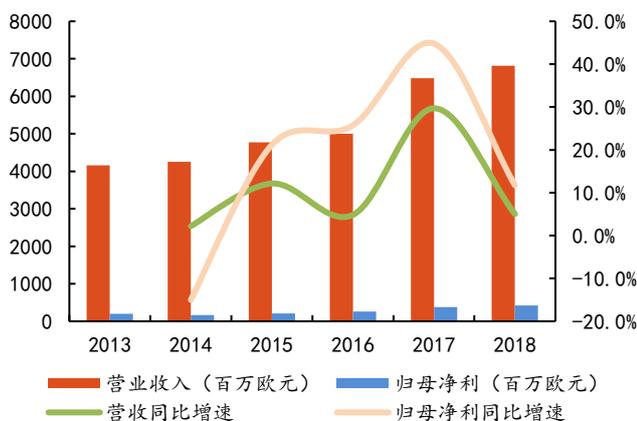
资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

4. 背后高枝: 海外扩张成就国际小家电巨头

4.1. 世界版图扩张成就百年品牌

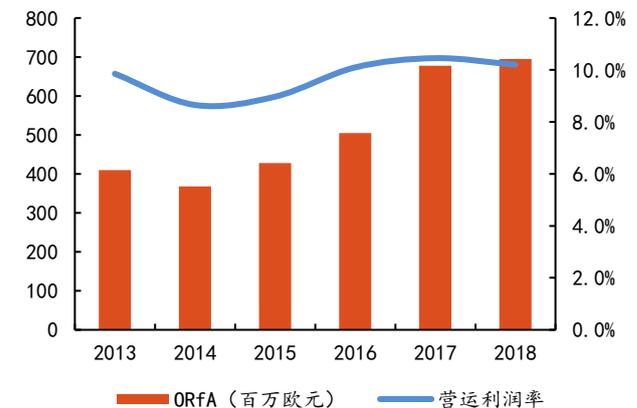
法国 SEB 集团创立于 1857 年, 旗下拥有炊具、厨房电器、个人护理、环境家居电器和专业电器 (咖啡机、酒店设备) 五大类产品, 是小家电及炊具全球领导品牌, 1975 年于巴黎证券交易所挂牌上市。截止 2018 年底公司拥有约 3.4 万名员工, 业务在全球 150 多个国家开展, 在超过 25 个国家拥有行业主导地位。2018 年, SEB 集团实现收入 68.12 亿欧元, YoY+5.04%, LFL+7.8% (剔除汇率等不可比因素后的同比销售额增长变动); 实现归母净利润 4.19 亿欧元, YoY+11.8%; ORfA 6.95 亿欧元, 营运利润率 10.2%。由于全球宏观经济波动导致部分地区需求羸弱, 公司 2018 年收入及利润增速有所放缓。

图表 32: SEB 集团应收、归母净利润及增速



资料来源: SEB集团年报, 东方财富证券研究所

图表 33: SEB 集团 ORfA 及营运利润率



资料来源: SEB集团年报, 东方财富证券研究所

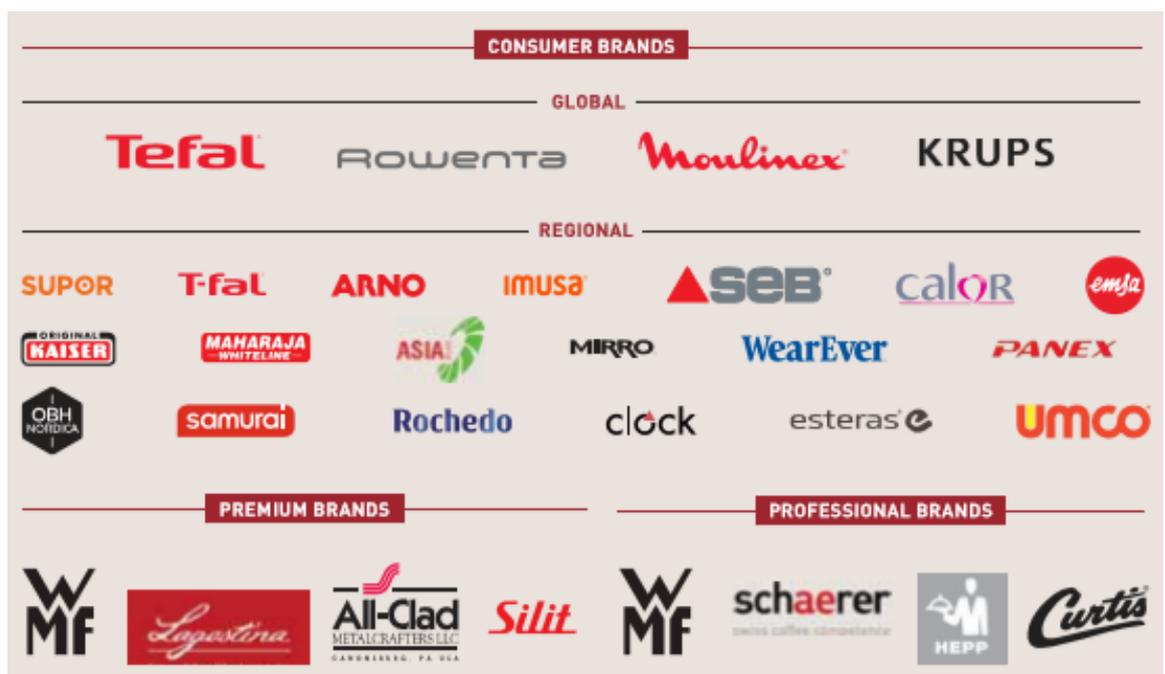
内生外延相结合, 维护全球领导地位。在过去 50 年间, 公司将内部增长与外延收购相结合的扩张战略运用极致, 成功在全球各大洲建立起稳固的市场地位。公司的扩张路径与苏泊尔较为相似, 均从炊具起家奠定行业地位, 随后

发明无味电炸锅进军小家电领域，并通过并购开启海外版图扩张征程。从收购 Tefal 开始，公司的业务多元化策略趋于清晰，产品和品牌矩阵不断扩容丰富，对成熟市场的坚守以及对新兴市场的开拓为 SEB 集团提供稳健而富有生机的规模增长。

我们发现 SEB 集团的并购扩张有两个主要特点：

1) SEB 集团通过收购当地炊具或小家电龙头进入当地市场，保留收购品牌与对外输出相结合。从 SEB 集团收购的品牌在当地市场的行业地位可以看出，公司的收购目标一方面必须专注于炊具或小家电领域，另一方面必须是当地炊具或小家电的领导品牌。SEB 集团深知在不同地区的市场产品的相关性和市场接受度有所区别，新品牌的进驻需要克服消费者适应、渠道开拓探索以及与本土品牌的抗争等难点，难以通过统一的产品和销售策略去开拓不同的市场。而通过收购当地的龙头企业，保留其品牌和管理团队并以该品牌作为 SEB 集团在当地的主要输出端口，同时对该品牌输出技术、生产、管理等经验，实现该品牌的发展壮大从而提升收购品牌的价值，有利于 SEB 集团充分利用本土品牌的优势以最快速度进入当地市场，节省整合成本，实现收购效应最大化。从 1968 年开始公司陆续收购了约 31 家炊具和小家电龙头企业，并在各地设立子公司，截止 2019 年三季度末，公司共拥有 37 家工厂，分布在法国、西欧、北美、南美、亚洲、俄罗斯、埃及等国家和地区。

图表 34：SEB 集团品牌矩阵



资料来源：SEB 集团年报，东方财富证券研究所

图表 35：SEB 集团并购及海外扩张路径

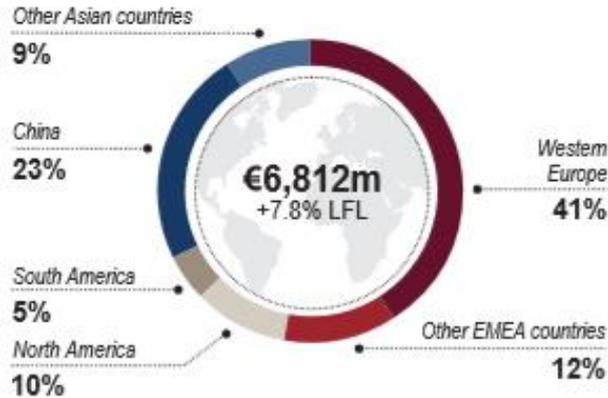
时间	并购/扩张事件	进入地区	收购品牌主营产品
1968	收购 Tefal 及其 5 个欧洲子公司	法国、比利时、丹麦、德国、意大利、荷兰	不粘煎锅、蒸汽熨斗、电饭锅等
1972	收购 Calor 及其德国子公司；在英格兰和美国建立业务	德国、英格兰、美国	蒸汽熨斗、吹风机、电动剃须刀等

1975	开设日本子公司	日本	/
1988	收购 Rowenta 及其 8 个子公司	德国	电熨斗、咖啡机、吸尘器
1991-1993	开设墨西哥、波兰、捷克、斯洛伐克、葡萄牙、匈牙利、土耳其、加拿大 8 个子公司	中美、北欧、西欧、中东、北美等	/
1994-1996	在俄罗斯、阿联酋、巴西、阿根廷等国家建立业务	俄罗斯、中东、南美	/
1997-1998	收购 ARNO、Samurai 和 Volmo；在澳大利亚和韩国开设子公司	巴西、哥伦比亚、委内瑞拉、澳大利亚、韩国	料理机、榨汁机、咖啡机等
2002	收购 Moulinex 和 Krups	法国、德国	电饭煲、料理机、咖啡机等
2003-2004	开拓泰国和马来西亚市场	东南亚	/
2004	收购美国高端炊具品牌 All-Clad	美国	煎锅、不锈钢锅具、厨房用具等
2005	收购意大利炊具品牌 Lagostina 以及巴西炊具品牌 Panex	意大利、巴西	煎锅、压力锅、餐具等
2006	收购美国炊具品牌 Mirro WearEver	美国	锅具、餐具、烤盘等
2007	收购中国品牌 Supor 控股股权	中国	压力锅、不粘锅等
2011	收购哥伦比亚炊具龙头 Imusa 和越南品牌 AsiaFan；收购印度品牌 Maharaja Whiteline 控股股权	哥伦比亚、东南亚、南亚	高压锅、电风扇、电饭煲等
2015	收购 OBH Nordica 和 PEM	北欧	电吹风、电动剃须刀、吸尘器等
2016	收购德国炊具品牌 EMSA 和 WMF	德国	锅具、厨房用具、咖啡机等
2017	收购瑞士品牌 Swizz Prozzz	瑞士	料理机
2018	与长期合作伙伴 Zahran 签署合并小型电器和炊具业务的协议	埃及	炊具、厨小电等
2019	收购美国咖啡机品牌 Wilbur Curtis 以及法国公司 Krampouz	美国、法国	咖啡机、平底锅、烤架

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

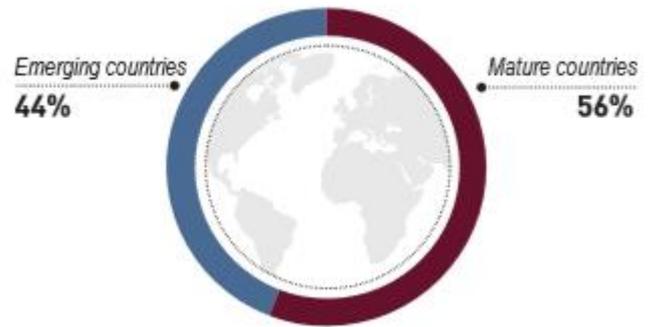
2) 版图扩张从发达国家市场向新兴市场延伸。SEB 集团于法国成立，欧洲作为彼时世界经济主要腹地之一具有极大的挖掘潜力，从早期 SEB 集团收购品牌所在国家可以看到，1996 年及以前，集团的收购活动和设立子公司活动主要在西欧、东亚、北美、中东等发达国家聚集地区，1996 年以后随着发达国家人工和生产成本增加，叠加经济全球化带来的国际分工趋势，使 SEB 集团嗅到新兴经济体的增长潜力，一方面将产能转移到新兴国家能够减少公司生产成本维持利润稳健增长，另一方面在当地品牌发展早期进行收购并大力培育，加快品牌和产能的全球化布局。2018 年 SEB 集团全球各地区经济增长贡献对比中，欧洲占比降至 41%，中国地区收入贡献提升至 23%，新兴国家收入占比达到 44%，已成为集团的新增长动能。

图表 36: SEB 集团 2018 年收入分区域占比



资料来源: SEB集团年报, 东方财富证券研究所

图表 37: 新兴国家持续贡献增长



资料来源: SEB集团年报, 东方财富证券研究所

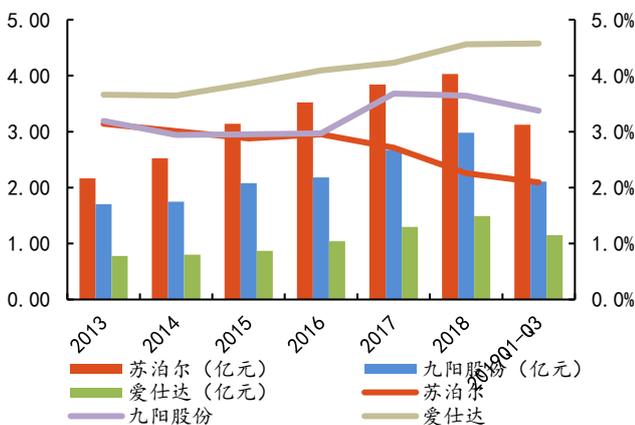
4.2. SEB 集团给苏泊尔带来了什么?

4.2.1. 引入技术和专利公司维持产品创新优势

尽管公司的研发费用率在同行业可比公司中处于较低水平 (3%以下), 但从规模来看公司的研发投入处于行业领先。公司之所以多年来能在相比同行较低的研发费用率基础上维持其在行业内的产品创新领先优势, 主要归因于来自 SEB 集团的技术和专利支持。SEB 集团通过多年来的自主研发与外延收购积累了丰富的技术和专利, 从 2009 年引入火红点技术开始, 公司陆续从 SEB 集团引入炊具和小家电方面的相关专利, 并支付一定的使用/转让费 (通常是许可产品实现销售额的 3%)。

我们认为公司引入专利技术并非对母公司的过度依赖, SEB 集团拥有的技术属于世界领先, 一方面直接引入和使用能够快速提高公司的研发效率和新品迭代速度, 另一方面公司也能够在母公司专利技术的基础上不断提升自主研发实力, 2018 年公司申请专利数量 3188 个, 相比 2016 年增加了 1448 个, 截止 2019 年 3 月公司共拥有 6320 项专利技术。通过对外引入及内部学习, 公司保证其在产品创新方面的优势持续领先同行。

图表 38: 同行业研发规模及研发费用率比较



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 39: 公司申请专利数量逐年增加



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 40：公司从 SEB 集团引入专利技术

时间	专利	使用产品	使用/转让费
2009	《具有由可变色装饰层覆盖的表面的加热体》	火红点炒锅	许可产品实现销售额的 3%
2013	《设有弹性体安全阀的用于在压力下蒸煮食物的家用器具》等 5 项	压力锅	许可产品实现销售额的 3%
2014	《空气净化器除甲醛技术》	空气净化器	许可产品实现销售额的 3%
2016	《空气净化器颗粒采购和产品使用协议》	空气净化器	实际销售总量的对应单价计算转让费

资料来源：公司年报，公司公告，东方财富证券研究所

4.2.2. 获高端品牌代理权完善公司高端品牌布局

公司在高端炊具市场布局尚有缺位。由于品牌成立时间较短，同时产品力与国际品牌仍有一定差距，公司在国内炊具和厨房小家电市场定位为中高端品牌，高端市场仍被国际品牌把控。目前公司与爱仕达稳居国内炊具中端市场，高端市场则被双立人、菲仕乐、WMF 等品牌，其中双立人在高端市场的份额高达 20%，主要得益于其早期通过进驻高档商场设立专卖店成功塑造品牌高端化形象。从产品价格来看，同款产品公司的价格与高端品牌也有较大的差距。

引入高端品牌完善品牌布局。为填补高端市场空缺，公司从 2014 年起陆续从母公司 SEB 集团引入旗下高端品牌 LAGOSTINA、KRUPS、WMF，截止 2018 年公司已实现厨房领域的中高端品牌全覆盖，形成苏泊尔、LAGOSTINA、KRUPS、WMF 四大品牌矩阵。其中 WMF（上海）于 2018 年并表，当年度净利润-238.64 万元，2016 年 WMF（上海）净利润-3644.83 万元，净利润尽管仍在亏损但已大幅缩减，未来两年内 WMF（上海）有望随着炊具高端市场的发力实现扭亏。当前 LAGOSTINA 和 WMF 在国内炊具高端市场的份额还较低，未来份额提升可期。

图表 41：公司从 SEB 集团引入品牌情况

时间	协议/收购	使用品牌	使用费/收购金额
2014	《商标许可协议》	LAGOSTINA	许可产品实现销售额的 4%
2017	收购 WMF 品牌中国市场消费者产品业务	WMF	/

资料来源：Choice，公司公告，东方财富证券研究所

4.2.3. 稳定的出口订单转移，外销毛利率锁定

公司早期通过贴牌生产拓展海外市场，2007 年后公司外销主要为 SEB 集团的代工订单转移。2018 年中国市场对 SEB 集团的收入贡献达到 23%，仅次于西欧市场（41%）。SEB 集团在全球的工厂布局中，其中 6 个分布在中国地区，成为 SEB 集团重要的制造基地，承接大股东的 OEM 订单。

公司与 SEB 集团的关联业务通常于年初签订预计交易数额，采用成本加成模式定价以人民币结算，锁定外销毛利率在 18%，保证毛利率稳定，有效降低

汇率风险，同时通过远期结汇等方式降低汇兑损失风险。

2018 年公司与 SEB 集团及其关联方的实际关联交易额 46.34 亿元，同比增长 23.71%，比年初预计金额减少 4.42 亿元，主要是 2017 年末海外销售不及预期，2018 年集中消化库存。2019 年 3 月，公司公告与 SEB 集团及其关联方的预计关联交易额为 52.34 亿元，截止 2019 年上半年公司已实现关联交易额 21.56 亿元，完成全年目标的 41.19%。海外销售旺季主要集中在下半年，全年来看公司有望实现年初目标。

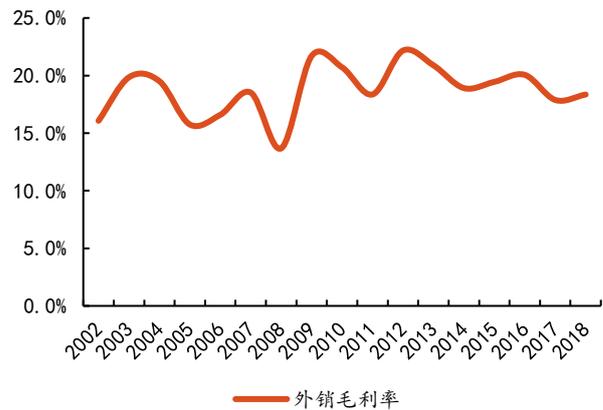
WMF 与上海赛博有望提升外销订单空间。2018 年公司通过收购上海赛博开始承接环境家居电器的出口订单，2018 年 WMF 订单和环境电器的订单刚开始向公司转移，未来有较大的增长空间，有望进一步扩大公司的出海业务。

图表 42: SEB 集团全球供应商及工厂分布



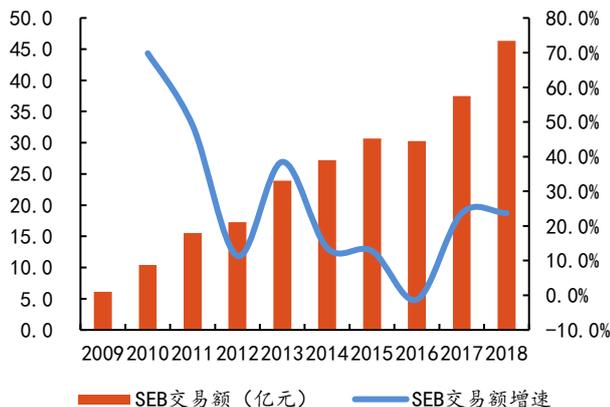
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 43: 外销毛利率稳定



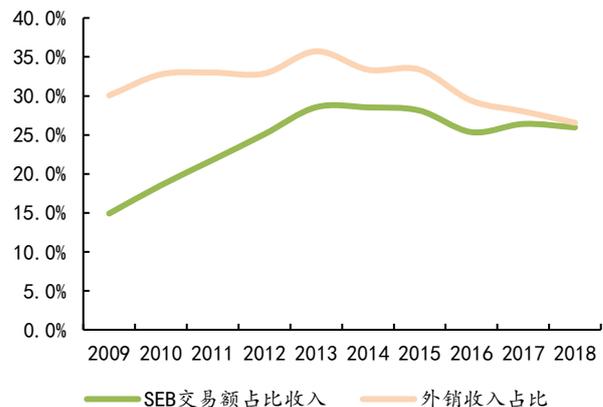
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 44: 公司与 SEB 集团及关联方交易额



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 45: 外销订单集中交付趋势显著



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 46: 公司与 SEB 集团关联交易情况

品类		2016	2017	2018
炊具产品	实际发生金额 (亿元)	12.60	14.80	17.35
	占同类业务比例	10.55%	10.43%	9.72%
电器产品	实际发生金额 (亿元)	18.53	22.14	26.89
	占同类业务比例	15.51%	15.60%	15.06%

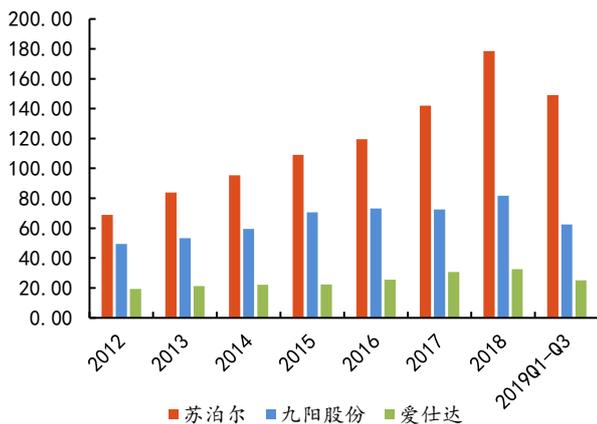
橡塑产品	实际发生金额（亿元）	0.20	0.22	0.18
	占同类业务比例	0.16%	0.15%	0.10%
合计	实际发生金额（亿元）	31.33	37.16	44.43
	占同类业务比例	26.22%	26.19%	24.88%

资料来源：Choice，公司公告，东方财富证券研究所

5. 核心竞争力讨论：苏泊尔如何坚持差异化与持续创新？

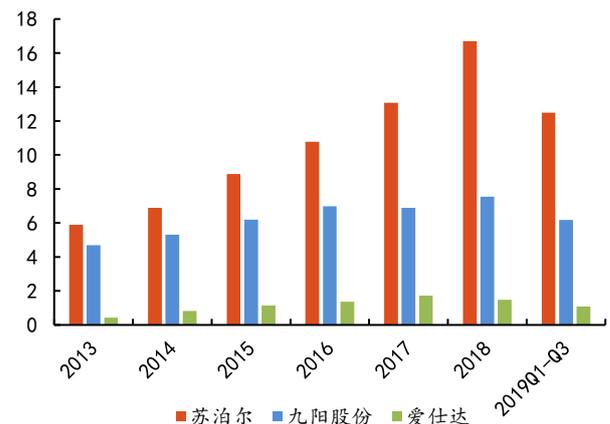
公司在家电和炊具领域的领先优势主要体现在收入规模、利润规模以及市场份额上。2013 年苏泊尔与九阳的收入差距仅有 1 个亿，2019 年前三季度公司实现收入 148.96 亿元，已大幅领先九阳和爱仕达，与竞争对手打开差距，在专业小家电行业稳居首位。公司多年保持国内炊具市场份额第一、厨房小家电市场份额第二，规模扩张以及份额居高奠定公司龙头地位。

图表 47：苏泊尔收入规模领先行业（亿元）



资料来源：公司年报，Choice，东方财富证券研究所

图表 48：苏泊尔归母净利润规模领先行业（亿元）



资料来源：公司年报，Choice，东方财富证券研究所

关于苏泊尔核心竞争力的讨论，目前市场上已形成品牌+渠道+依托 SEB 集团的逻辑框架，但是我们认为，这些表象的背后应该有一个苏泊尔贯穿发展历程始终的方向性原则，那就是**坚持差异化与创新性**。从这一角度出发我们可以看到，在四个方面，苏泊尔始终坚持其差异化和创新型要求：

- 1) 产品赋能：持续创新追求差异化破局。**能够在产品同质化严重的小家电行业中脱颖而出，产品创新是差异化的唯一出路，公司在产品创新方面体现在其在技术方面对创新的持续追求，包括成熟品类的千锤百炼以及新兴产品的跃跃欲试，而非单纯的跟风模仿和复制。
- 2) 品牌赋能：并非单纯的多元化，而是战略的延伸。**公司的优势在于其在品牌发展的每一阶段都抢先通过高质量的产品塑造专业化的品牌形象，精准切中消费者的痛点从而及时把握市场趋势。随着消费群体的变化，紧跟趋势进行品牌形象改变，亦是一种长远的战略智慧。
- 3) 渠道赋能：深度分销助力渠道下沉，把握线上风口。**公司一方面在线上把握线上风口，加强电商渠道建设，一方面在线下以 3C+KA+NKA 为

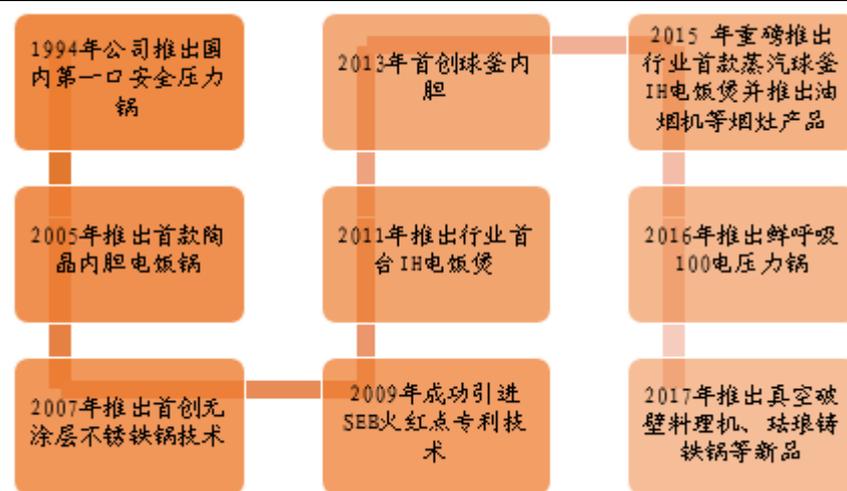
模板全方位布局，以生活馆为媒介深度分销助力渠道下沉。公司渠道赋能的灵魂来自对深度分销的坚持与模式的创新。

5.1. 产品赋能：持续创新追求差异化破局

公司的产品路径从炊具——厨房小家电——厨房大家电——环境清洁电器，与大多数小家电企业相比较为相似，但公司的特点在于：1）坚持支柱品类的技术深耕和细分功能挖掘；2）坚持多品类打法实现产品间协同；3）把握不同阶段消费者的需求。

公司在炊具方面具备先发优势，1995年在压力锅新国标推出之初率先执行新标准，主打“安全到家”切中消费者对压力锅安装不便和使用安全隐患的痛点。1998年公司为避免对压力锅的过度依赖，同时为打破过去消费者“一家只用一只锅”的烹饪习惯，推出“做什么菜用什么锅”的品牌主张挖掘市场需求，开始了以压力锅为主导，衍生出相关多元化产品的策略，将炊具品类扩张至汤锅、奶锅、炖锅等品类。2001年，公司主张“创意厨房好生活”，从炊具向厨房小家电、厨卫电器跨越，多品类打法使产品见协同效应更加显著。2009年以后，公司逐渐从单纯的品类拓展向产品技术的精耕细作转变，包括引进SEB集团的火红点技术给主要品类炒锅赋能，叠加技术与材料的共同研发，目前已升级至火红点钛Pro炒锅；2015年推出的蒸汽球釜IH电饭煲也引领了国内电饭煲蒸汽革命。

图表 49：公司产品创新路径



资料来源：Choice，公司公告，东方财富证券研究所

公司的产品创新能力得益于完善的产品创新体系构建。公司的产品研发采用类项目制，将事业部负责人、前端销售、后端研发组合成团队负责跟踪某个产品的开发流程全程，同时严格控制开发周期（通常为半年）以保证对市场变化得到及时的反应。在“112”工程的带动下，公司的工业效率大幅提升，新品上市时间缩短30%。此外，公司与SEB集团定期进行研发成果交流，公司的工程师能够获得全球最领先的产品研发设计思路 and 想法，显著提升公司的创新效率。

强大的产品号召力支撑公司份额领跑行业。公司通过自主研发与技术引进相结合的方式有利落实产品差异化策略，其产品发展的每一步均精准把握消费者的需求，顺应消费升级的趋势。产品力升级带动公司品牌影响力持续提升，

据 GfK 数据，2018 年中国 30 个重点城市中公司的炊具业务份额稳居第一，此外根据中怡康调研数据，2018 年苏泊尔九大厨房小电器合计线下市场份额全年累计达 29%，稳居行业第二（第一为美的），份额领先其他品牌。

图表 50：公司电器业务零售额份额位居市场前列

渠道	品类	2016		2017		2018	
		零售额份 额	排名	零售额份 额	排名	零售额份 额	排名
线上	电饭煲	27%	2	27%	2	28%	2
	电磁炉	14%	2	20%	2	24%	2
	电压力锅	36%	2	38%	2	39%	1
	电水壶	16%	2	15%	2	16%	2
	料理机	1%	17	4%	6	6%	3
线下	电饭煲	34%	2	34%	2	34%	2
	电磁炉	23%	2	25%	2	27%	2
	电压力锅	35%	2	36%	2	37%	2
	电水壶	25%	2	25%	2	23%	2
	料理机	20%	3	23%	3	25%	3

资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

5.2. 品牌赋能：并非单纯的多元化，而是战略的延伸

公司在品牌打造方面的创新型在于能够在不同的品牌主张阶段维持品牌的专业化形象。公司的品牌战略是：最早的单一压力锅品牌诉求“安全到家”——产品跨位“做什么菜用什么锅”——行业跨位与品牌价值跨位同步的“创意厨房好生活”。从产品跨位到行业跨位（从炊具进军小家电）到品牌价值跨位（多品类支撑创意厨房品牌价值），公司的创意厨房的品牌理念进一步明确和强化，保证了品牌形象的同一性。

品牌并非单纯的产品多元化，背后的本质是企业形象的统一和战略的延伸。对比同行业品牌爱仕达，爱仕达从最早的五金配件起家，通过把握住不粘锅的机遇成为行业黑马，此后陆续推出保险压力锅、硬魔炒锅、无油烟锅等一系列产品成为专业的厨具制造商。但其劣势在于之后公司进军的汽配行业与主业炊具行业并无过多的战略协同效应，导致爱仕达产品结构单一，无法满足渠道经销的需求，无效的多元化战略无法将资金和资源利用最大化降低了公司的竞争力。而苏泊尔集团早期（1999 年前后）在旅游、医药方面的多元化并未占用主业过多的资源，其之后延伸的小家电和厨卫电器乃至清洁电器，在渠道和终端上有很大的重复，不同产品之间的市场协同以及产业协同也可最大化发挥，区域经销商、分销商和终端之间也能够互相借势，从而达到市场费用最小化、资源收益最大化的目的。

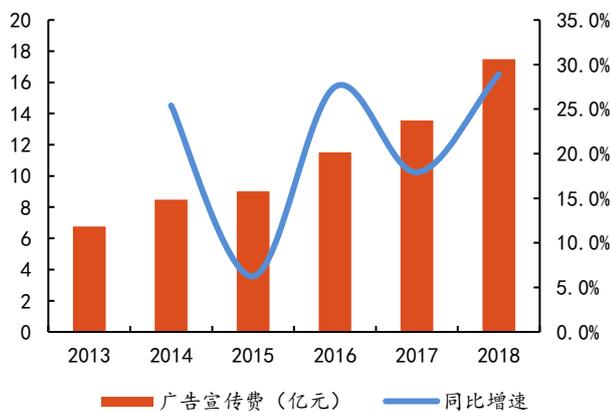
产品拓展与品牌建设挖掘年轻化群体价值。近年来年轻消费群体的崛起让公司敏锐嗅到了年轻市场的增长潜力，公司在炊具和厨房小家电品类方面已成功塑造专业化品牌形象，因此品牌年轻化的战略调整势在必行。为此公司进行了四个方面的调整：

1) **产品工业设计和包装升级。**2018 年公司在新品如水杯、水壶等新品方面进行工业设计的改进，显影电水壶还获得了 2018 年 CMF 设计大奖，新研发的玲珑电饭煲、随行榨汁机等品类也深受单身人群和年轻小家庭的欢迎。此外公司还在产品的包装和终端形象方面持续更新换代，以更好地呈现公司年轻化的形象。

2) **启用新代言人。**2018 年公司启用全新代言人张钧甯进行宣传助力，借助其推动苏泊尔水杯、环境家居电器、厨卫家电等新品类的市场开拓，具有明显的带动作用。得益于高性价比和代言宣传双管齐下，2018 年公司厨卫大电品类销售额增速超过 50%，厨房用具在连续保持 30%增长的基础上成功开拓了小镇青年市场和母婴市场。

3) **增加新媒体投放，提高品牌投入效率。**近年来公司电视媒介占比持续下降，新媒体等数字媒介占比逐年提升。2018 年公司广告宣传费用约为 17.48 亿元，同比增长 28.91%。近年来公司的广告宣传投入呈现波动上升趋势，体现出公司对品牌建设的重视。

图表 51：公司广告宣传费逐年上升



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 52：全新代言人张钧甯



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

5.3. 渠道赋能：深度分销助力渠道下沉，把握线上风口

公司在国内已建立起健全的多元化渠道体系：

1) **线上：把握线上风口，加强电商渠道建设。**公司自 2010 年成立电子商务部，2017 年公司的电商渠道销售收入贡献已超过 35%，发展迅猛，成为公司营收增长较快的主要贡献力量，目前公司电商营收占比 30%-40%。2019 年双十一期间公司全网销售额达 12.5 亿元，同比增长 50.6%，获炒锅、压力锅、煎锅等 13 大品类全网销售第一。

2) **线下：3C+KA+NKA 全方位布局，以生活馆为媒介深度分销助力渠道下沉。**公司线下渠道主要分为三大类：3C 主要指苏宁、国美、五星三大平台；KA 为全国性感超卖场，如沃尔玛、大润发、家乐福等；NKA 为地区性经销体系，通过一级代理商、二级代理商、分销商等层级实现深度分销。

公司重视渠道下沉。早期公司为打破双喜在百货渠道的垄断以及批发流通渠道的优势，公司将目标市场定位在新兴的经销渠道，并取得了阶段性的成功。随着品牌影响力和产品市场认可度的不断提高，公司线下渠道逐渐丰富，在大卖场渠道也取得了一定的优势，但公司始终认为渠道的制胜关键在于深度分销。早期的经销体系仅延伸至二、三线城市，而更小的分销终端无法承载除销售以

外更多的,例如更全面的产品展示、品牌形象的宣传等作用,标准化程度较低,无法配合彼时公司的品牌战略,因此公司对分销渠道进行创新,于2005年立项开设苏泊尔生活馆。

苏泊尔生活馆是由总部主导、采用特许经营连锁模式,授权加盟运营商使用苏泊尔品牌以及销售全系列产品的一种渠道模式,其核心竞争优势在于能够将品牌、产品、服务相整合,形成最大化的协同效应,从而弥补了其他形式终端在品牌和产品方面的缺位。目前苏泊尔生活馆已成为公司进行渠道下沉、推动深度分销的重要形式。2017年,公司已在全国开设670余家生活馆,2018年预计累计开设超过1000家,为公司向下开拓三四级市场、提升网点的覆盖率做出极大贡献。目前公司一二级和三四级市场覆盖率预计分布达到90%和50%。截止2018年底,公司已铺设5~6万个销售终端,若取口径计算,2018年公司单店产出将近30万元,同比2017年增长约25%。

图表 53: 苏泊尔生活馆



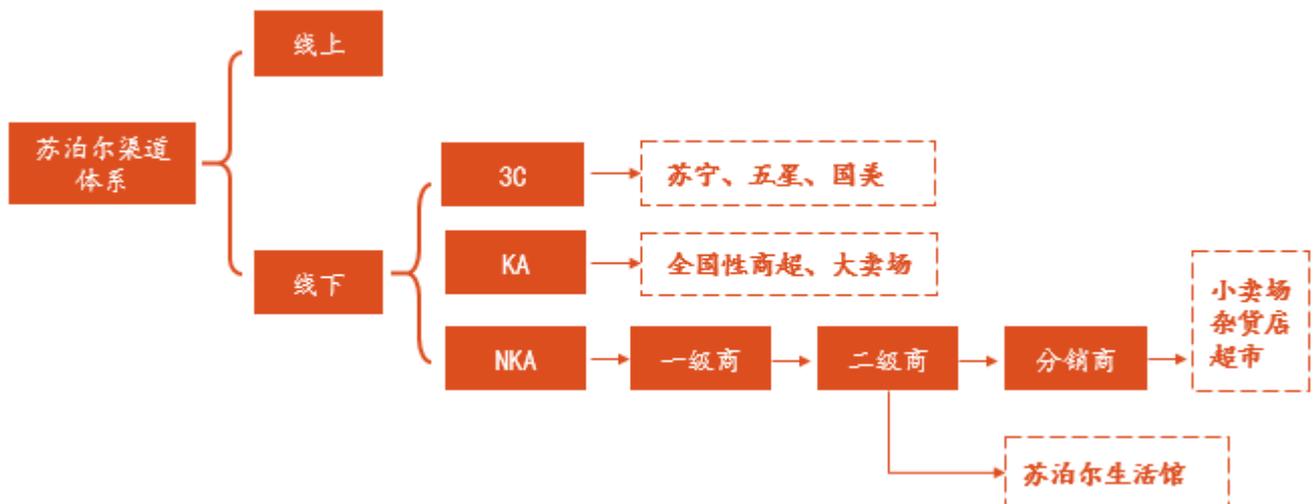
资料来源: 百度, 东方财富证券研究所

图表 54: 苏泊尔生活馆



资料来源: SEB年报, 东方财富证券研究所

图表 55: 公司渠道体系一览



资料来源: 东方财富证券研究所

6. 盈利预测

6.1. 业务拆分

关键假设：已知公司每年承接 SEB 订单销售额占比总销售额较为稳定，且外销毛利率基本锁定，在假定原材料稳定的前提下，内销毛利率由公司产品均价变动决定，因此我们从内外销角度出发进行业务拆分。

1) 炊具业务：

对接 SEB 集团外销订单毛利率基本稳定在 18% 左右，18 年开始承接 WMF 订单后外销有望放量，预计 19/20/21 年公司炊具 SEB 集团订单外销毛利率均为 18.5%，外销收入增速 11%/11.5%/12%；内销方面，公司产品有望随国内炊具市场集中度提升而实现产品溢价，带动均价上行，预计 19/20/21 年炊具内销毛利率分别为 42.5%/42.6%/42.8%，内销及其他收入增速 9%/9.5%/10%；炊具业务整体收入增速分别为 9.6%/10.1%/10.61%。

2) 电器业务：

电器包含厨房小家电、厨卫电器、环境家居电器，18 年收购上海赛博后环境家居电器订单有望加快释放，预计 19/20/21 年公司电器业务 SEB 集团订单外销毛利率均为 17%，外销收入增速 12%/12.5%/13%；内销方面，厨房小家电已进入稳定发展期，厨卫电器由于基数效应未来增速也将放缓，预计 19/20/21 年电器业务内销毛利率分别为 32.6%/32.65%/32.7%，内销及其他收入增速均为 15%；电器业务整体收入增速分别为 14.32%/14.44%/14.56%。

图表 56：收入拆分测算

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
炊具产品	4357.4	4956.46	5819.35	6377.79	7022.21	7767.38
YOY	-0.82%	13.75%	17.41%	9.60%	10.10%	10.61%
内销及其他	3097.21	3476.13	4084.20	4451.78	4874.70	5362.17
YOY	-	12.23%	17.49%	9.00%	9.50%	10.00%
内销毛利率	42.63%	38.98%	42.29%	42.50%	42.60%	42.80%
SEB 订单	1260.19	1480.33	1735.15	1926.02	2147.51	2405.21
YOY	-	17.47%	17.21%	11.00%	11.50%	12.00%
外销毛利率	20.06%	17.88%	18.35%	18.50%	18.50%	18.50%
炊具毛利率	36.10%	32.68%	35.15%	35.25%	35.23%	35.28%
电器产品	7465.54	9427.84	11865.91	13565.12	15524.59	17785.51
YOY	17.10%	26.28%	25.86%	14.32%	14.44%	14.56%
内销及其他	5612.45	7214.08	9176.71	10553.22	12136.20	13956.63
YOY	-	28.54%	27.21%	15.00%	15.00%	15.00%
内销毛利率	31.75%	31.96%	32.80%	32.60%	32.65%	32.70%
SEB 订单	1853.09	2213.76	2689.20	3011.90	3388.39	3828.88
YOY	-	19.46%	21.48%	12.00%	12.50%	13.00%
外销毛利率	15.80%	15.98%	16.39%	17.00%	17.00%	17.00%
电器毛利率	27.79%	28.21%	29.08%	29.14%	29.23%	29.32%
橡塑产品	21.32	24.29	17.11	18.82	20.51	22.16
YOY	-18.35%	13.93%	-29.56%	10.00%	9.00%	8.00%

毛利率	18.00%	24.33%	31.09%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务收入	102.86	129.54	148.89	165.27	183.45	203.63
YOY	-10.43%	25.94%	14.94%	11.00%	11.00%	11.00%
毛利率	-4.21%	4.39%	5.37%	5.55%	5.80%	6.00%
总收入	11947.12	14538.13	17851.26	20127.00	22750.76	25778.67
YOY	9.51%	21.69%	22.79%	12.75%	13.04%	13.31%
毛利率	30.53%	29.52%	30.86%	30.88%	30.90%	30.93%

资料来源：东方财富证券研究所

预计公司 19/20/21 年实现营业收入 201.27/227.51/257.79 亿元，归母净利润 19.48/22.26/25.41 亿元，EPS 2.37/2.71/3.09 元，对应 PE 32/28/24 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 57：盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	17851.26	20127.00	22750.76	25778.67
增长率（%）	25.83	12.75	13.04	13.31
EBITDA（百万元）	2097.19	2411.99	2743.10	3115.69
归母净利润（百万元）	1669.87	1948.28	2225.96	2540.54
增长率（%）	27.70	16.67	14.25	14.13
EPS（元/股）	2.03	2.37	2.71	3.09
市盈率（P/E）	36.92	31.65	27.70	24.27
市净率（P/B）	10.44	9.31	8.11	6.95
EV/EBITDA	28.72	24.59	21.42	18.39

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6.2. 绝对估值

图表 58：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	0.96	股票 Beta	0.81
无风险利率 Rf	3.50%	TV 增长率	3.00%
市场收益 Rm	5.00%	实际税率	15.00%
风险溢价	5.00%	WACC	7.53%
资产贴现率 Ka	8.32%	股票价值	59582.39 百万
债务利率 Kd	0.00%	每股价值	72.56 元

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6.3. 相对估值

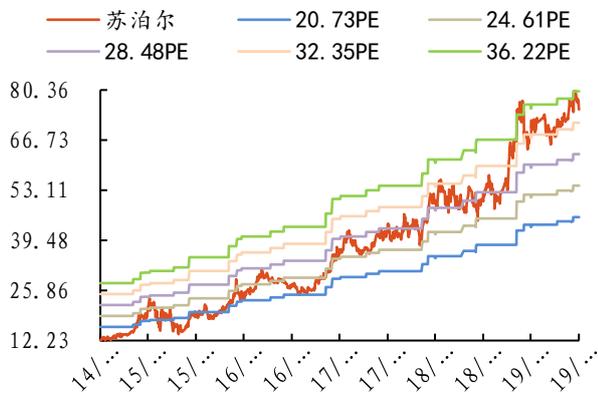
图表 59: 可比公司估值

股票代码	简称	市值(亿元)	一致预期 PE(倍)			
			TTM	2019E	2020E	2021E
002242.SZ	九阳股份	175.94	21.91	18.89	16.51	14.65
002403.SZ	爱仕达	30.13	21.11	20.37	17.90	16.00
	平均		25.94	23.88	20.92	18.50
002032.SZ	苏泊尔	616.58	33.99	31.65	27.70	24.27

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

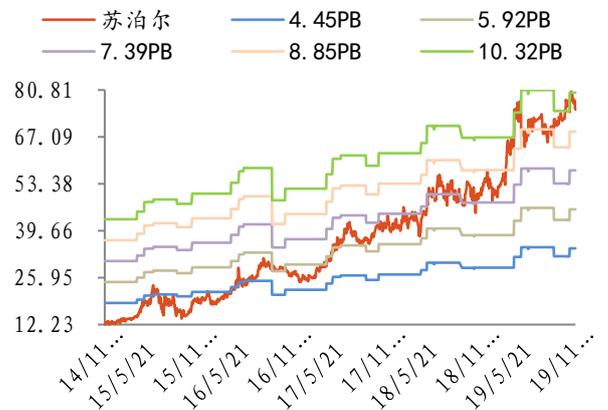
注: 截止 2019.11.15

图表 60: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 61: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

7. 风险提示

原材料价格波动;
人民币汇率波动;
外销订单增长不及预期。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8993.32	10227.28	11820.60	13810.04
货币资金	1416.76	2351.37	2899.77	4350.80
应收及预付	2788.73	2686.72	3465.70	3502.61
存货	2361.65	2762.41	3028.36	3529.85
其他流动资产	2426.18	2426.78	2426.78	2426.78
非流动资产	1639.84	1698.57	1769.61	1838.96
长期股权投资	60.65	148.65	243.65	343.65
固定资产	868.30	773.53	686.23	594.03
在建工程	40.56	57.79	74.97	92.17
无形资产	400.56	446.63	492.42	536.91
其他长期资产	269.78	271.97	272.34	272.21
资产总计	10633.16	11925.85	13590.21	15649.00
流动负债	4708.18	5285.32	5973.24	6765.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	4708.18	5285.32	5973.24	6765.73
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	17.91	17.91	17.91	17.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17.91	17.91	17.91	17.91
负债合计	4726.09	5303.23	5991.15	6783.64
股本	821.24	821.24	821.24	821.24
资本公积	139.53	139.53	139.53	139.53
留存收益	4974.92	5691.34	6669.00	7936.61
归属母公司股东权益	5907.34	6623.75	7601.42	8869.03
少数股东权益	-0.27	-1.13	-2.36	-3.67
负债和股东权益	10633.16	11925.85	13590.21	15649.00

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17851.26	20127.00	22750.76	25778.67
营业成本	12341.94	13911.49	15721.56	17805.11
营业税金及附加	113.76	128.81	145.60	162.41
销售费用	2813.29	3139.81	3526.37	3982.80
管理费用	344.81	388.45	436.81	484.64
财务费用	402.63	456.88	511.89	574.86
资产减值损失	-5.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	46.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-10.29	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	86.90	88.00	95.00	100.00
其他收益	-0.33	0.08	-0.06	-0.01
营业利润	111.29	101.65	104.86	103.79
营业外收入	1981.93	2291.28	2608.33	2972.63
营业外支出	11.14	12.00	20.00	25.00
利润总额	11.54	12.20	11.00	11.00
所得税	1981.54	2291.08	2617.33	2986.63
净利润	312.76	343.66	392.60	447.40
少数股东损益	1668.78	1947.42	2224.73	2539.23
归属母公司净利润	-1.09	-0.86	-1.23	-1.31
EBITDA	1669.87	1948.28	2225.96	2540.54

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2013.66	2258.31	1889.49	2808.38
净利润	1668.78	1947.42	2224.73	2539.23
折旧摊销	121.20	120.91	125.77	129.06
营运资金变动	321.83	277.78	-357.00	254.08
其它	-98.15	-87.80	-104.00	-114.00
投资活动现金流	-504.06	-91.83	-92.81	-84.42
资本支出	-198.73	-91.83	-92.81	-84.42
投资变动	-305.33	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-968.57	-1231.87	-1248.29	-1272.93
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-968.57	-1231.87	-1248.29	-1272.93
现金净增加额	541.03	934.61	548.40	1451.03
期初现金余额	779.64	1416.76	2351.37	2899.77
期末现金余额	1326.82	2351.37	2899.77	4350.80

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%)				
营业收入增长	25.83	12.75	13.04	13.31
营业利润增长	25.87	15.61	13.84	13.97
归属母公司净利润增长	27.70	16.67	14.25	14.13
获利能力 (%)				
毛利率	30.86	30.88	30.90	30.93
净利率	9.35	9.68	9.78	9.86
ROE	28.27	29.41	29.28	28.65
ROIC	22.96	19.87	17.45	17.37
偿债能力				
资产负债率 (%)	44.45	44.47	44.08	43.35
净负债比率	-0.31	-0.42	-0.44	-0.54
流动比率	1.91	1.94	1.98	2.04
速动比率	1.41	1.41	1.47	1.52
营运能力				
总资产周转率	1.80	1.78	1.78	1.76
应收账款周转率	11.43	11.43	11.43	11.43
存货周转率	5.43	5.43	5.43	5.43
每股指标 (元)				
每股收益	2.03	2.37	2.71	3.09
每股经营现金流	2.45	2.75	2.30	3.42
每股净资产	7.19	8.07	9.26	10.80
估值比率				
P/E	36.92	31.65	27.70	24.27
P/B	10.44	9.31	8.11	6.95
EV/EBITDA	28.72	24.59	21.42	18.39

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。