

苏泊尔 (002032.SZ)

再造一个中国版 SEB

三阶段复盘公司成长。公司是小家电及炊具龙头，2004年上市以来营收复合增速 22.81%。成长分为三个阶段，①第一阶段（1994-2007）：完成从双喜贴牌代工厂到炊具领军者的转型；②第二阶段（2007-2014）：大股东 SEB 集团入驻（持股 81%），重塑公司制度及流程，在产品研发、渠道提效及外销订单给苏泊尔带来跨越式进步；③第三阶段（2014—至今）：品类从厨房走向客厅，打造苏泊尔+WMF 的大众+高端品牌矩阵。

小家电行业特征及竞争格局共同决定，龙头需具备产品迭代拓展及全渠道运营能力。行业特征：广阔空间（2018年1500亿规模）下呈现结构性机会。龙头需要具备：①产品迭代能力，推动成熟品类更新换代带来价值登高；②产品拓展能力，把握新兴品类渗透率提升机会，卡位优质赛道。**竞争格局：**“美苏九”三大龙头线下 KA 具备绝对优势，但线上及三四线城市依然存在长尾品牌。流量入口多元对龙头全渠道能力提出更高要求。

公司产品创新及渠道运营能力壁垒深厚。产品端：①内功修炼：从 SEB 引入高效科学的产品研发体系“创新漏斗”，将产品、市场、战略有效结合，提高研发商业转化率；②外部助力：SEB 原型储备丰厚，未来可继续在巨人肩膀上前行。渠道端：2009年起改造 SAP 系统，打通产业链各个环节提高渠道运营效率；前瞻性布局下沉市场（领先同行 2-3 年），电商渠道联合菜鸟整合经销商仓库，解决 SKU 结构性短缺及价格系统混乱问题。

未来空间：高端化、多品类及稳定外销。高端品牌：2017年收购德国高端炊具龙头 WMF 本土运营权，WMF 有顶尖的工艺设计能力和更丰富的产品线，未来借助苏泊尔强大制造能力和庞大的销售网络，表现有望持续亮眼。**品类拓展：**①大厨电：差异化定位，借助电商渠道切入低端市场，未来三年复合增长有望实现 20%以上。②环境电器：精准布局下一个蓝海赛道（2023年市场规模有望达 1200 亿），未来品牌延展性将成为关键。外销订单转移：公司新建产能储备丰厚，考虑到 WMF 高端产能以及 SEB 集团环境电器进一步转移，长期看外销有翻倍空间。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 19.31/22.17/25.53 亿元，同增 15.7%/14.8%/15.2%，EPS 2.35/2.70/3.11 元/股。公司现价 72.64 元，对应 PE 为 30.9/26.9/23.3 倍。考虑到公司稳定优质的管理层、科学高效的经营体系以及清晰的成长路径，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新品类拓展不及预期；SEB 集团销售下滑影响外销订单等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,187	17,851	19,955	22,240	24,646
增长率 yoy (%)	18.8	25.8	11.8	11.5	10.8
归母净利润(百万元)	1,308	1,670	1,931	2,217	2,553
增长率 yoy (%)	21.4	27.7	15.7	14.8	15.2
EPS 最新摊薄(元/股)	1.59	2.03	2.35	2.70	3.11
净资产收益率(%)	25.2	28.3	27.6	25.7	24.0
P/E(倍)	46.1	36.1	30.9	26.9	23.3
P/B(倍)	11.6	10.2	8.6	7.0	5.7

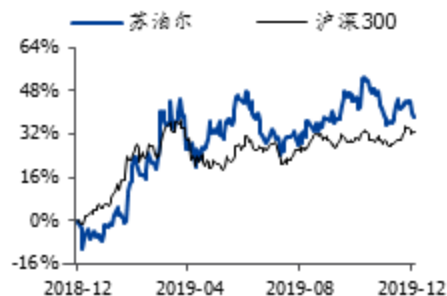
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	白色家电
最新收盘价	72.64
总市值(百万元)	59,646.15
总股本(百万股)	821.12
其中自由流通股(%)	74.29
30 日日均成交量(百万股)	0.93

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 高润鑫

邮箱：gaorunxin@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,717	8,993	10,576	12,124	15,088
现金	780	1,417	1,938	2,976	4,180
应收账款	1,395	1,728	1,598	2,445	2,484
其他应收款	19	0	21	2	23
预付账款	327	217	425	270	511
存货	2,186	2,362	2,730	2,931	3,511
其他流动资产	3,012	3,271	3,864	3,499	4,378
非流动资产	1,454	1,640	1,681	1,736	1,789
长期投资	58	61	67	73	80
固定投资	829	868	889	907	919
无形资产	335	397	423	458	496
其他非流动资产	233	314	302	297	295
资产总计	9,172	10,633	12,258	13,860	16,877
流动负债	3,948	4,708	5,239	5,199	6,238
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,307	2,954	3,010	3,677	3,705
其他流动负债	1,641	1,754	2,229	1,522	2,533
非流动负债	25	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	18	18	18	18
负债合计	3,973	4,726	5,257	5,217	6,256
少数股东权益	1	-0	-0	0	0
股本	821	821	821	821	821
资本公积	94	140	140	140	140
留存收益	4,334	4,975	5,941	7,049	8,326
归属母公司股东收益	5,198	5,907	7,001	8,643	10,621
负债和股东权益	9,172	10,633	12,258	13,860	16,877

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	1,081	2,014	1,421	1,682	1,824
净利润	1,308	1,669	1,931	2,217	2,553
折旧摊销	105	121	109	124	136
财务费用	-0	-6	-20	-40	-76
投资损失	-63	-87	-64	-64	-64
营运资金变动	-95	260	-531	-550	-721
其他经营现金流	-173	56	-5	-5	-5
投资活动净现金流	-544	-504	-82	-109	-121
资本支出	157	202	35	48	47
长期投资	0	0	-6	-3	-6
其他投资现金流	-388	-302	-53	-64	-80
筹资活动净现金流	-510	-969	-817	-535	-499
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	190	-0	0	0	0
资本公积增加	54	46	0	0	0
其他筹资现金流	-754	-1,014	-817	-535	-499
现金净增加额	22	547	521	1,038	1,204

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,187	17,851	19,955	22,240	24,646
营业成本	9,994	12,342	13,824	15,368	17,070
营业税金及附加	95	114	127	142	157
营业费用	2,213	2,813	3,173	3,536	3,820
管理费用	415	345	599	645	690
财务费用	-0	-6	-20	-40	-76
资产减值损失	51	46	48	48	48
公允价值变动收益	9	-10	5	5	5
投资净收益	63	87	64	64	64
营业利润	1,575	1,982	2,273	2,610	3,005
营业外收入	7	11	10	10	10
营业外支出	16	12	11	11	11
利润总额	1,565	1,982	2,272	2,609	3,004
所得税	257	313	341	391	451
净利润	1,308	1,669	1,931	2,217	2,553
少数股东收益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	1,308	1,670	1,931	2,217	2,553
EBITDA	1,647	2,060	2,331	2,658	3,032
EPS (元/股)	1.59	2.03	2.35	2.70	3.11

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	18.8	25.8	11.8	11.5	10.8
营业利润 (%)	19.7	25.9	14.7	14.8	15.1
归属母公司净利润 (%)	21.4	27.7	15.7	14.8	15.2
盈利能力					
毛利率 (%)	29.6	30.9	30.7	30.9	30.7
净利率 (%)	9.2	9.4	9.7	10.0	10.4
ROE (%)	25.2	28.3	27.6	25.7	24.0
ROIC (%)	24.8	27.6	27.0	24.9	23.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.3	44.4	42.9	37.6	37.1
净负债比率 (%)	-15.0	-24.0	-27.7	-34.4	-39.4
流动比率	2.0	1.9	2.0	2.3	2.4
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.67	1.80	1.74	1.70	1.60
应收账款周转率	11.1	11.4	12.0	11.0	10.0
应付账款周转率	4.6	4.7	4.6	4.6	4.6
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.59	2.03	2.35	2.70	3.11
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.48	1.09	1.73	2.05	2.22
每股净资产 (最新摊薄)	6.33	7.19	8.53	10.53	12.94
估值指标 (倍)					
P/E	46.1	36.1	30.9	26.9	23.3
P/B	11.6	10.2	8.6	7.0	5.7
EV/EBITDA	35.3	28.4	24.8	21.4	18.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

苏泊尔是如何成长为炊具与小家电领导者的？	6
复盘成长：三阶段看公司成长	6
财务表现：ROE持续提升	9
小家电行业：涓涓细流终成海	10
行业特征：看不尽的生命周期	10
竞争格局：细分化产品与碎片化渠道催生长尾市场	12
核心壁垒：产品创新与渠道运营能力强	14
产品端：研发体系高效+SEB原型储备丰厚	15
内功修炼：研发体系科学高效	15
外部助力：SEB产品原型储备丰厚	16
研发效果：强势品类巩固优势，弱势品类抓住变革机会	18
渠道端：数字化运营提高效率，前瞻性布局把握红利	19
未来空间：高端化、多品类以及稳定订单	23
高端品牌：WMF品牌本土化发展有望破局	23
新兴品类：布局大厨电和环境电器领域	25
大厨电：精准定位差异化切入	25
环境电器：把握下一个风口	27
外销稳定：SEB订单持续转移	28
盈利预测及估值	29
盈利预测	29
估值分析	31
风险提示	32

图表目录

图表 1: 苏泊尔营业收入（亿元）及增速（%）	6
图表 2: 苏泊尔股权集中	7
图表 3: 苏泊尔大股东从苏泊尔集团变为 SEB 集团	7
图表 4: SEB 集团营业收入（亿欧元）及增速（%）	7
图表 5: SEB 集团各地区营收占比（%）	7
图表 6: SEB 集团品牌矩阵	8
图表 7: 苏泊尔产品矩阵	8
图表 8: 苏泊尔营收拆分（2018 年）	8
图表 9: 苏泊尔品牌矩阵	9
图表 10: 苏泊尔 ROE（%）持续提升且高于行业平均	9
图表 11: 苏泊尔净利率（%）持续提升	9
图表 12: 苏泊尔内销毛利率（%）持续提升	10
图表 13: 苏泊尔资产周转高于行业平均	10
图表 14: 小家电行业分类	10
图表 15: 中国小家电市场零售额（十亿美元）	11
图表 16: 美国小家电市场零售额（十亿美元）	11
图表 17: 小家电品类所处生命周期	11
图表 18: 各品类规模（亿元）及增速（%）	12
图表 19: 美的、苏泊尔、九阳在各品类小家电线下市占率排名及三者合计市占率（2018 年）	13

图表 20: 线上市场小家电主要品牌.....	13
图表 21: 养生壶各公司线上线下份额.....	14
图表 22: 普通榨汁机各公司线上线下份额.....	14
图表 23: 电饭煲各公司线上线下份额.....	14
图表 24: 破壁料理机各公司线上线下份额.....	14
图表 25: 苏泊尔铁三角会议.....	15
图表 26: 苏泊尔三级研发体系——创新漏斗.....	15
图表 27: 苏泊尔研发致力于核心品类的功能挖掘.....	16
图表 28: 苏泊尔及九阳研发费用(亿元)及研发费用率(%).....	16
图表 29: 苏泊尔及九阳研发人员(人)及占比(%).....	16
图表 30: SEB 集团旗下产品矩阵丰富.....	17
图表 31: SEB 集团各品类增速(2018 年).....	17
图表 32: 苏泊尔红点锅及 IH 电饭煲.....	17
图表 33: 苏泊尔电饭锅市占率(线下)不断提升.....	18
图表 34: 苏泊尔电饭锅均价(元)高于同行.....	18
图表 35: 苏泊尔料理机市占率(线下)不断提升.....	18
图表 36: 苏泊尔料理机均价(元)高于同行.....	18
图表 37: 苏泊尔 IT 系统.....	19
图表 38: 苏泊尔渠道结构.....	20
图表 39: 苏泊尔前瞻性布局三四线渠道及电商.....	20
图表 40: 苏泊尔生活馆.....	21
图表 41: 苏泊尔电磁炉线上占比大幅提升.....	21
图表 42: 苏泊尔电压力锅线上占比大幅提升.....	21
图表 43: 苏宁零售云门店(家)增长迅速.....	22
图表 44: 苏泊尔生活馆.....	22
图表 45: 中国炊具市场规模(亿元)及增速(%).....	23
图表 46: 中国炊具市场高中低端占比(%).....	23
图表 47: 中国高端炊具市场格局.....	23
图表 48: 德国炊具市场各品牌份额(%).....	24
图表 49: WMF 旗下主要产品及品牌.....	24
图表 50: WMF 德国高端市场市占率第一且深受消费者喜爱.....	24
图表 51: WMF 产品线更丰富全面.....	25
图表 52: 苏泊尔大厨电套餐.....	26
图表 53: 苏泊尔燃气灶线上份额(%)大幅提升.....	26
图表 54: 苏泊尔燃气灶均价(元)低于行业.....	26
图表 55: 烟机、燃气灶高端、次高端、中低端 CR5 与空冰洗对比.....	27
图表 56: 苏泊尔布局环境家居电器.....	27
图表 57: 苏泊尔挂烫机份额(%)大幅提升.....	28
图表 58: 苏泊尔净化器份额(%)稳步提升.....	28
图表 59: SEB 吸尘器遍布 30 个国家.....	28
图表 60: SEB 挂烫机全球市占份额占比 21%.....	28
图表 61: 苏泊尔外销收入(亿元)及关联交易占比(%).....	29
图表 62: 苏泊尔关联交易(亿元)完成度较高.....	29
图表 63: 苏泊尔已经成为 SEB 重要的制造基地.....	29
图表 64: WMF 主要制造基地在德国及中国鹤山.....	29
图表 65: 内销端营业收入(亿元)预测.....	30
图表 66: 外销端营业收入(亿元)预测.....	30

图表 67: 总营业收入 (亿元) 预测.....	31
图表 68: 分品类毛利率预测.....	31
图表 69: 苏泊尔与九阳历史估值复盘.....	32
图表 70: 苏泊尔估值与同行业比较.....	32

苏泊尔是如何成长为炊具与小家电领导者的？

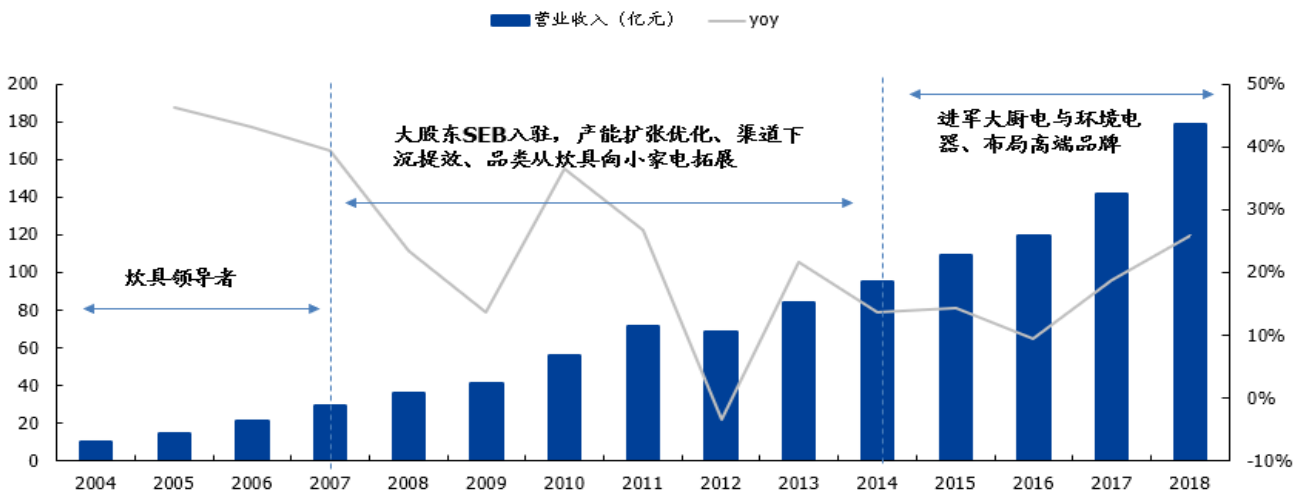
苏泊尔是以炊具产业和小家电产业为主导的综合家居用品公司，成立于1994年，并于2004年在深交所上市。截至2018年，公司有5大研发制造基地，1.2万名员工，年产能达1亿件，市场份额在中国炊具行业位居第一位，小家电行业稳居第二。

公司上市以来表现亮眼：营业收入保持着持续稳定的高质量增长，从2005年14.70亿元上升至2018年178.51亿元，复合增速高达21%。

复盘成长：三阶段看公司成长

公司的发展主要分为以下三个阶段：

图表 1: 苏泊尔营业收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

第一阶段 (1994-2007): 完成从“双喜贴牌代工厂”到“炊具领军者”的转型。

公司利用国营百货渠道僵化、新的压力锅安全标准出台等有利时机，产品特性主打安全性，通过新的经销商渠道进军商超、搭建深度分销体系，超越老牌双喜，成为新“锅王”。同时，小家电行业在国内蓬勃发展，但是知名品牌少，借助苏泊尔培育起来的代理商渠道优势，2002年公司也开始了从炊具向小家电跨品类发展之路。

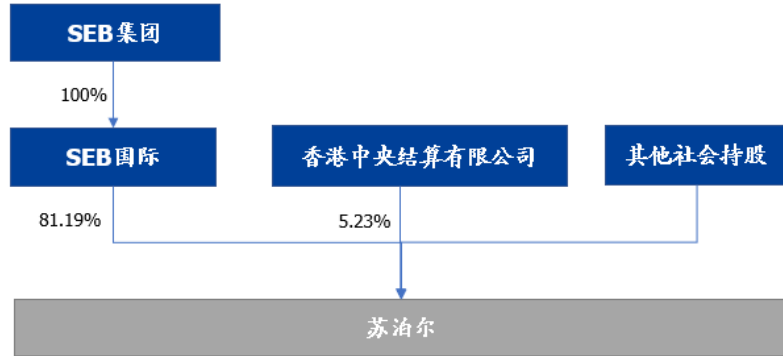
复盘该阶段苏泊尔的表现，我们认为公司的成长抓住了以下几个关键点：1) 通过为双喜代工，掌握了一流的制造能力；2) 抓住渠道变革的趋势，绕开逐步走向没落的国营百货渠道，借助新兴的民营代理分销实现渠道优势的构建。3) 战略布局及时，开始为进入成长期的小家电品类打好基础。

第二阶段 (2007-2014): 大股东 SEB 入驻给苏泊尔带来新的发展机会。

由于苏泊尔面临资金压力和技术瓶颈，苏氏家族放弃控股权，于2007年引入大股东 SEB。

大股东 SEB 集团在 2007、2011、2016 年通过协议转让、要约收购等方式，持股比例上升至 81.17%。同时，公司创始人苏增福及苏泊尔集团先后于 2011、2016 年将股份完全转让。公司已经从家族企业成功转型，成为赛博集团的中国区业务分支。目前大股东 SEB 集团持有 81.17% 股权，股权集中度高。

图表 2: 苏泊尔股权集中



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

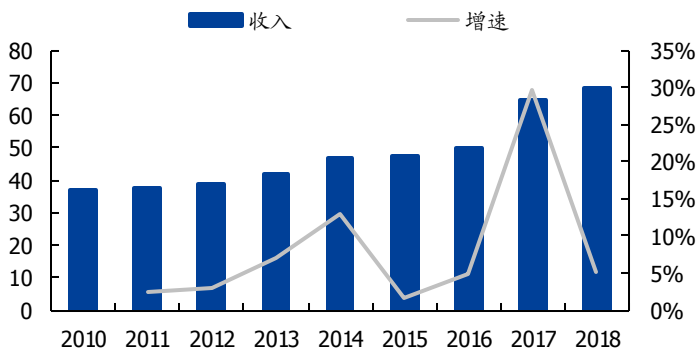
图表 3: 苏泊尔大股东从苏泊尔集团变为 SEB 集团

	SEB 集团	苏泊尔集团	苏增福
上市前		45.48%	19.22%
2005		41.14%	16.97%
2007	52.74%	24.59%	10.37%
2011	71.13%	11.76%	
2016	81.17%		

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

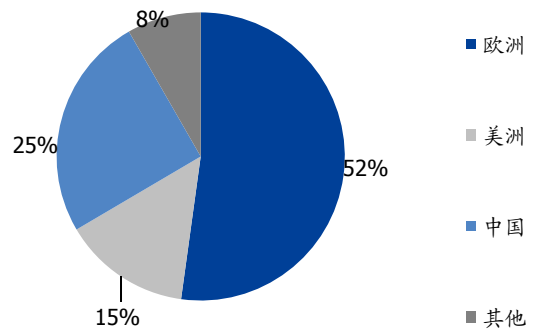
SEB 集团 (股票代码 SEBF): 全球小家电及炊具龙头。法国 SEB 集团是全球小家电及炊具龙头, 1857 年成立后不断通过收购实现全球扩张, 目前遍布全球 150 个国家, 拥有 30 个品牌。2018 年收入 68.12 亿欧元, 其中中国市场占比 25%, 已经成为集团营收的主要贡献力量。

图表 4: SEB 集团营业收入 (亿欧元) 及增速 (%)



资料来源: SEB 集团年报, 国盛证券研究所

图表 5: SEB 集团各地区营收占比 (%)



资料来源: SEB 集团年报, 国盛证券研究所

图表 6: SEB 集团品牌矩阵



资料来源: SEB 官网, 国盛证券研究所

苏泊尔被 SEB 收购后进入发展新阶段: 1) 产能扩张与优化: 新建绍兴、越南基地, 进行制造工艺流程的技术改造与升级, 外销订单的不断转移也摊薄了总体成本。2) 品类拓展: 公司借助 SEB 的产品原型, 迅速提升产品力, 夯实从炊具到小家电领域扩张, 产品矩阵不断完善。3) 渠道下沉与提效: 完成渠道转型, 布局三四线渠道与电商, 提升供应链效率。

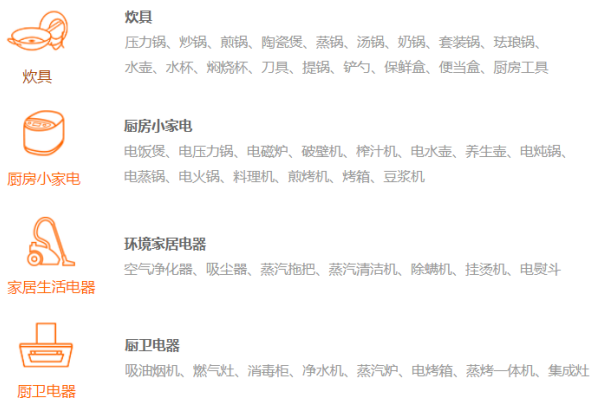
复盘苏泊尔的成长历史, 该阶段是苏泊尔从家族企业走向现代化公司的关键期。 1) 在 SEB 的帮助下, 苏泊尔通过出口订单获得规模优势, 降低制造成本; 2) SEB 的多品类原型给苏泊尔提供了巨大领先优势, 让苏泊尔在小家电领域能够后来居上, 同时也给苏泊尔带来了商超等渠道的议价能力。3) 更为核心的是, 苏泊尔的公司制度和公司理念开始改造, SEB 完善的公司制度和流程也成为苏泊尔领先竞争对手的关键利器。

第三阶段 (2014-至今): 从厨房走向客厅, 推进品牌矩阵。

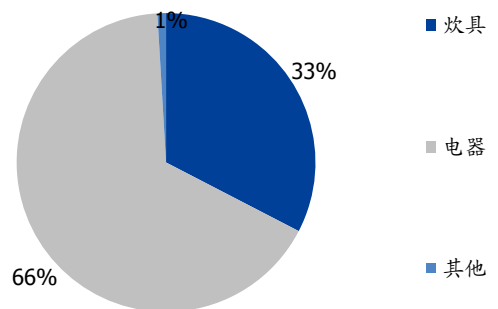
公司 2014 年布局环境电器, 并发力大厨电领域, 品类进一步延展。2017 年收购 WMF 运营权, 布局高端市场。通过大众品牌+高端品牌的矩阵组合去获取市场增长。

产品矩阵: 炊具、厨房小家电、厨卫电器和环境电器。 其中, 炊具占比 33%, 电器占比 66% (以厨房小家电为主)。初步从厨房领域向客厅布局, 未来产品矩阵有望进一步拓展。

图表 7: 苏泊尔产品矩阵



图表 8: 苏泊尔营收拆分 (2018 年)

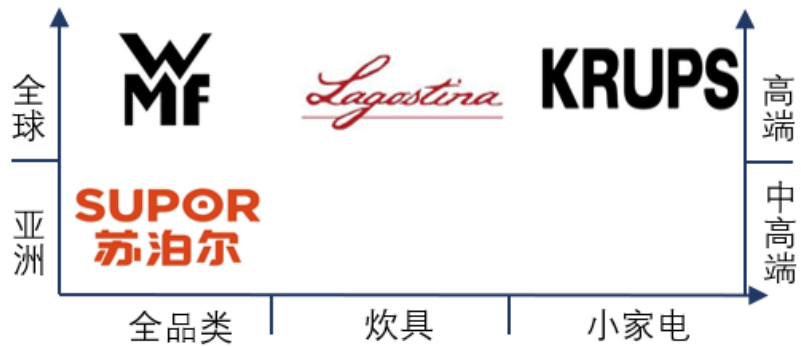


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

资料来源：wind，国盛证券研究所

品牌矩阵：苏泊尔占据中高端市场，WMF 开拓高端市场。公司通过自主品牌苏泊尔牢牢占据中端及中高端市场，2017 年收购 SEB 旗下高端品牌 WMF 运营权，涉足高端炊具及小家电领域。同时在国内市场负责运营意大利 Lagostina 等 SEB 旗下的国际高端品牌，品牌矩阵逐渐丰富。

图表 9：苏泊尔品牌矩阵

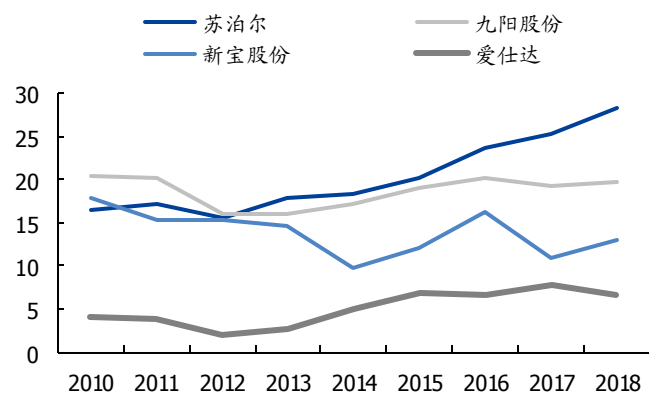


资料来源：国盛证券研究所

财务表现：ROE 持续提升

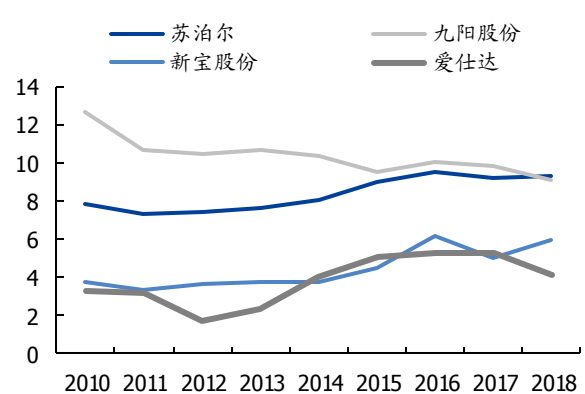
ROE 持续提升且高于行业平均水平。公司 ROE 从 2010 年 17.75% 上升至 2018 年 28.27%，盈利能力持续提升，且远高于同行。即使不考虑新宝代工占比较高导致收入结构不同，与内销为主的九阳相比较，苏泊尔的盈利能力依然突出。

图表 10：苏泊尔 ROE (%) 持续提升且高于行业平均



资料来源：wind，国盛证券研究所

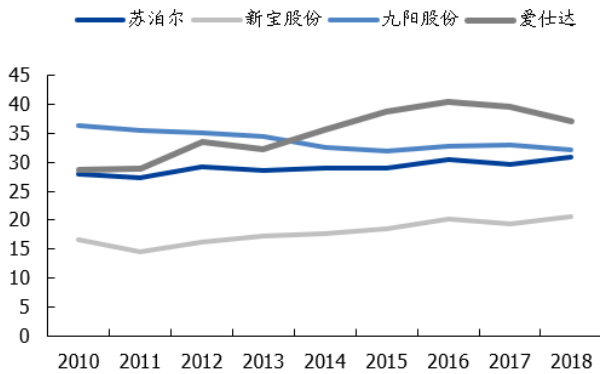
图表 11：苏泊尔净利率 (%) 持续提升



资料来源：wind，国盛证券研究所

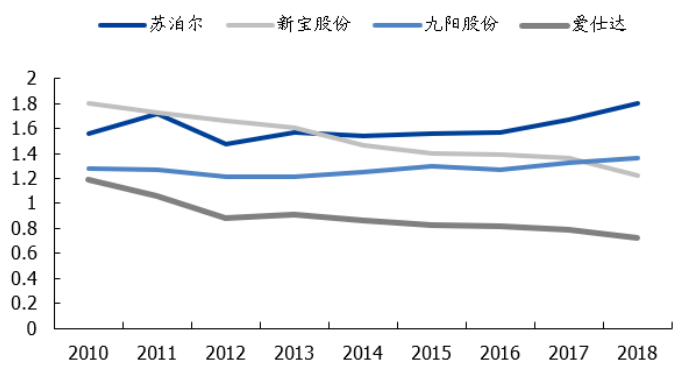
品牌定位的中高端化+全流程运营效率提升是高 ROE 的核心因素。公司不断提升产品品质，品牌形象定位在中高端，带动内销毛利率持续稳步提升至 35.39%。同时，对于全流程的管控能力强，运营效率高，资产周转率达到 1.8，高于行业平均。

图表 12: 苏泊尔内销毛利率(%)持续提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 苏泊尔资产周转高于行业平均



资料来源: wind, 国盛证券研究所

小家电行业: 涓涓细流终成海

小家电公司持续成长的核心动力在于品类的持续拓展能力以及全渠道的运营能力。这是由于小家电的行业特征和竞争格局所共同决定的。

行业特性: 看不尽的生命周期下存在结构性机会。 增长主要来自于: 1) 原有核心品类升级换代带来的单价提升。2) 新品渗透率提升, 带来新的成长空间。对公司而言, 拥有持续的品类拓展能力能够突破单品天花板较低造成的瓶颈, 产品迭代驱动成长。

竞争格局: 碎片化产品与渠道催生长尾市场。 小家电行业呈现集中与长尾并存的特征, 线下主流渠道美苏九地位难以撼动, 但渠道碎片化带来流量入口越发多元。对公司而言, 拥有全渠道运营能力至关重要, 可以把握各渠道红利驱动成长。

行业特征: 看不尽的生命周期

小家电行业品类众多, 根据场景用途一般分为四大类: 食物料理、烹饪电器、家居环境以及个人护理。1) 食物料理: 破壁机、豆浆机、榨汁机、面包机、咖啡机等; 2) 烹饪电器: 电饭煲、电磁炉、电水壶等; 3) 家居环境电器: 净水器、空气净化器、扫地机器人等; 4) 个人护理类: 电吹风、剃须刀、电动牙刷等。

图表 14: 小家电行业分类

小家电类别	代表产品	主要上市公司
食物料理电器	破壁机、豆浆机、榨汁机、咖啡机	美的、苏泊尔、九阳、新宝
烹饪电器	电饭煲、电磁炉、电水壶	美的、苏泊尔、九阳
家居环境电器	净水器、空气净化器、扫地机器人	美的、莱克电气、科沃斯
个人护理	电吹风、剃须刀、电动牙刷	飞科

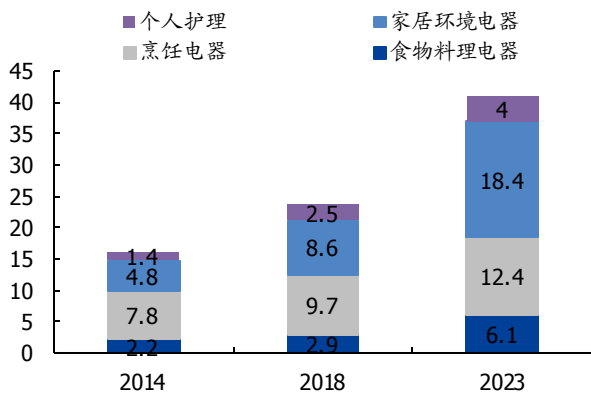
资料来源: JS 环球招股书, 国盛证券研究所

我国小家电市场空间广阔。根据 JS 环球招股书披露, 2018 年我国小家电市场零售额 237 亿美元, 其中食物料理/烹饪电器/家居环境/个人护理分别为 29/97/86/25 亿美元。根据

佛若莎莉文预测，2023年我国小家电整体市场规模将达到323亿美元，5年复合增速5.3%。其中食物料理/烹饪电器/家居环境/个人护理将分别达到61/124/184/40亿美元，复合增速4.6%/3.2%/4.9%/7.2%。

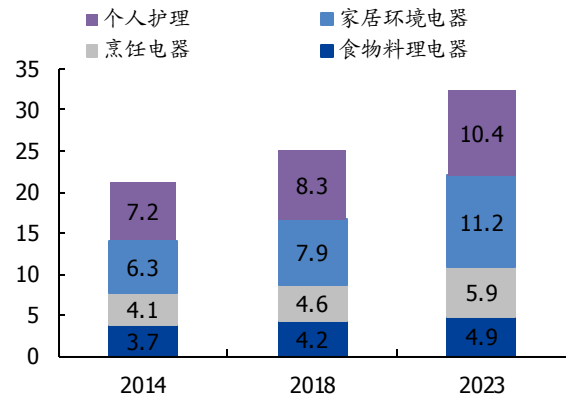
与成熟市场相比，仍有较大提升空间。小家电很多细分品类可选属性较强，与发达国家相比，我国渗透率依然处于低位，随着人均收入水平上升仍有较大提升空间。如破壁机，我国每百户保有量仅有7台，美国/英国/日本/韩国分别为50/45/40/35台，保有量还有较大提升空间。吸尘器市场也是如此。总量上，2018年美国小家电零售总额250亿美元，与我国相差不多。但是考虑到美国人口不足我国1/4，我国小家电依然有较大提升空间。

图表 15: 中国小家电市场零售额 (十亿美元)



资料来源: JS 环球招股书, 国盛证券研究所

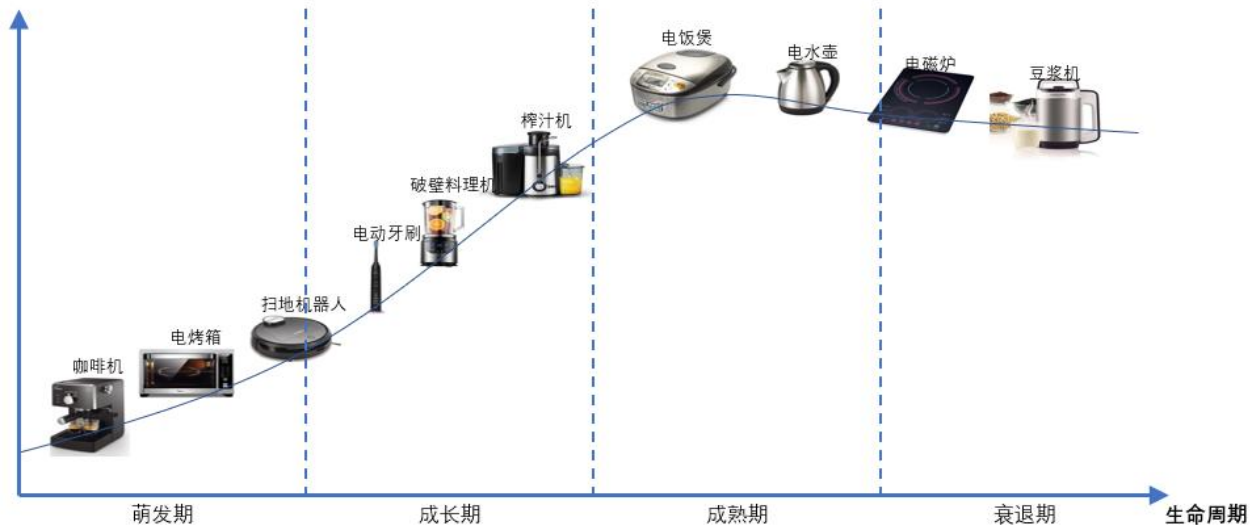
图表 16: 美国小家电市场零售额 (十亿美元)



资料来源: JS 环球招股书, 国盛证券研究所

细分品类所属生命周期不同带来结构性机会。小家电行业细分品类众多带来的结果就是不同品类所属生命周期阶段相差较大: 1) 萌芽期: 家居环境电器如吸尘器、扫地机器人, 西式小家电如咖啡机、电烤箱; 2) 成长期: 电动牙刷、破壁料理机等升级类产品; 3) 成熟期: 保有量较高具备必选属性的如电饭煲、电水壶等; 4) 衰退期: 在结构升级过程中被替代的品类如豆浆机、电磁炉等。在整体空间广阔的大背景下, 不同品类分化较大, 能把握结构性机会的公司将获得成长红利。

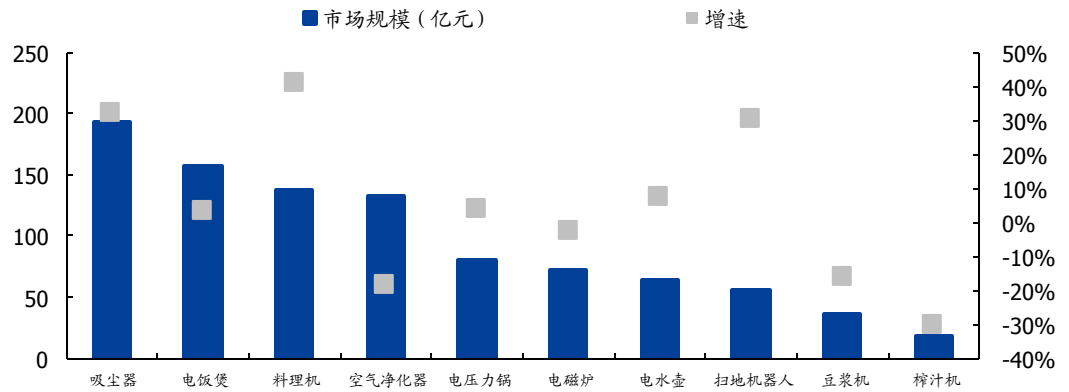
图表 17: 小家电品类所处生命周期



资料来源: 国盛证券研究所

吸尘器、料理机等单品市场容量天花板高、增速快的品类值得核心布局。进一步通过数据来分析各品类的布局机会。根据奥维数据，1) 市场规模：吸尘器/电饭煲/料理机/空气净化器是单品市场规模过百亿的四个品类；2) 增速：吸尘器/料理机/扫地机器人的增速分别为 32.10%/41.2%/30.23%。吸尘器及料理机兼具规模与增速，值得体量较大的龙头公司核心布局。

图表 18: 各品类规模 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：奥维，中怡康，国盛证券研究所

新品迭代驱动小家电公司持续增长。品类拓展路径：单一品类——相同场景——跨场景延展。小家电行业单一品类规模小、升级换代快，只有具备多品类拓展及新品不断迭代能力的公司才能享受到行业看不尽的生命周期红利。而通过苏泊尔、九阳等成功经验，小家电品类拓展一般遵循，从单一品类到同一场景其他品类最后进行跨场景延展。比如炊具起家的苏泊尔开始发展同为厨房场景的炊具，后跨场景延伸到厨房小家电。九阳则从豆浆机起家，拓展至料理机、电饭煲等。美的成功实现了跨场景延伸，品牌延展能力最强。

竞争格局：碎片产品与渠道催生长尾市场

美的、苏泊尔、九阳是小家电市场的三大龙头。根据中怡康数据，我们统计了 17 个核心品类三家公司的市占率及排名情况。考虑中怡康统计口径，在最具消费能力的一二线城市线下渠道中，三家公司基本占据前三名的位置，有 12 个品类合计市占率超过 80%。

图表 19: 美的、苏泊尔、九阳在各品类小家电线下市占率排名及三者合计市占率 (2018年)

品类	美的	苏泊尔	九阳	总计占比
电压力锅	1	2	3	94.81%
电炖锅	2	1	4	71.01%
电蒸锅	2	1	3	94.90%
电饭煲	1	2	3	88.93%
电磁炉	1	2	3	93.39%
原汁机	2	3	1	88.51%
破壁料理机	1	3	2	87.80%
电饼档	1	2	3	88.48%
煎烤盘	2	1	3	78.22%
茶壶电水壶	1	2	3	84.21%
养生壶	1	2	3	83.59%
普通榨汁机	2	4	1	73.43%
普通搅拌机	2	3	1	82.40%
食品加工机	-	-	1	60.93%
豆浆机	2	1	3	98.20%
面条机	2	1	4	95.84%
咖啡壶	-	-	-	1.40%

资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

一二线核心市场较为集中的同时, 我们同样看到小家电行业长尾市场特征明显。尤其是在线上渠道及三四线, 仍存在大量的长尾品牌, 较高的利润率和较低的壁垒吸引了众多厂家加入。

图表 20: 线上市场小家电主要品牌

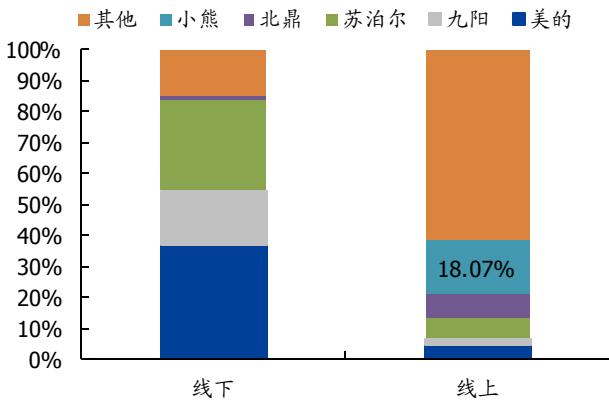


资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

长尾市场主要由碎片化产品与渠道构成, 我们认为对于龙头而言, 碎片化产品进入意义不大, 更应关注渠道端流量入口多元带来的机会, 提高全渠道运营能力把握渠道红利。

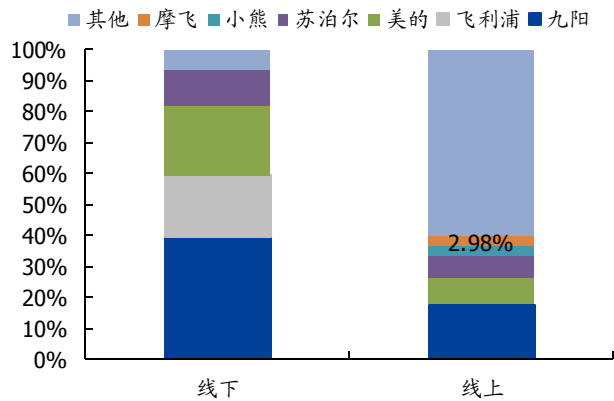
1) 碎片化产品主要分为两类。一类是小众品类 (煮蛋器、养生壶) 或附着于核心功能的微创新 (摩飞榨汁杯将榨汁机小型化创新)。这类产品本身天花板较低, 龙头进入意义不大。另一类则大规模爆发的时点尚未到来。龙头可以静待时机, 在临界点到来时借力长期积淀的密集渠道和品牌口碑迅速推向市场, 同时节省了前期消费者教育和市场培育的成本。

图表 21: 养生壶各公司线上线下份额



资料来源: 中怡康、淘数据, 国盛证券研究所

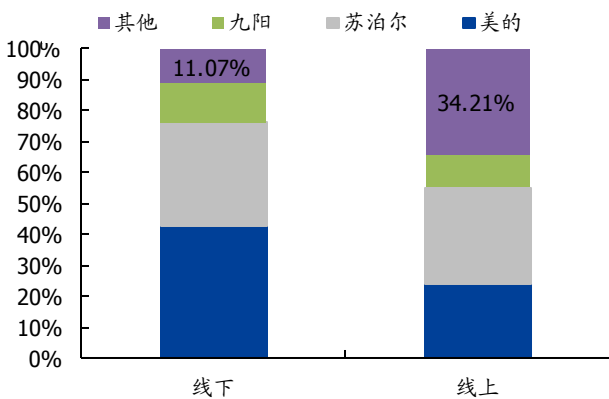
图表 22: 普通榨汁机各公司线上线下份额



资料来源: 中怡康、淘数据, 国盛证券研究所

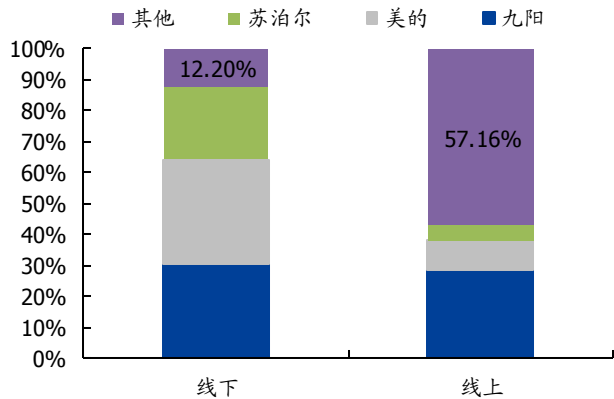
2) 碎片化渠道对龙头精细化、全渠道运营能力提出更高要求。每一轮渠道业态升级更替, 对企业前瞻性布局的战略眼光均是一次考验。事实是, 渠道碎片化趋势越发明显, 流量入口将从单一走向更加多元, 对龙头全渠道运营能力提出更高要求。但同样需要强调的是, 对于龙头而言, 依靠品牌力和自身积累的用户流量进入新渠道的难度远远低于新兴品牌重构线下渠道, 消费者最终看重的依然是产品品质。

图表 23: 电饭煲各公司线上线下份额



资料来源: 中怡康、淘数据, 国盛证券研究所

图表 24: 破壁料理机各公司线上线下份额



资料来源: 中怡康、淘数据, 国盛证券研究所

核心壁垒: 产品创新与渠道运营能力强

根据前文分析的结论, 未来对于行业龙头的核心竞争力提出了较高的要求, 需要同时具备 1) 产品研发能力应对快速的新品迭代; 2) 全渠道运营的能力应对渠道端的结构转型。

苏泊尔在产品和渠道端构筑了强大的竞争壁垒。1) 产品端: 建立一套高效科学的研发创新体系, 同时 SEB 产品原型和专利储备丰厚, 帮助公司在强势品类进一步巩固优势, 弱势品类抓住变革机会顺势爆发。2) 渠道端: SEB 输入国际化运营经验, 同时前瞻性进行三四线+电商布局, 积极拥抱零售变革进入新零售渠道, 全渠道运营能力较强把握各个流量入口。前期积累的竞争壁垒能够更好的应对小家电市场未来竞争。

产品端：研发体系高效+SEB 原型储备丰厚

公司高速成长的驱动力之一在于不断的品类扩张，炊具从 6 个品类拓展至 14 个，厨房小家电从 5 个拓展至 14 个，在核心产品上持续引领行业技术革命且抓住了每一次新品爆发带来的变革机会。我们认为这背后离不开科学高效的产品研发创新体系和 SEB 原型储备丰厚两大核心优势的支撑。

内功修炼：研发体系科学高效

公司从 SEB 吸纳并孵化出了一套针对中国市场的高效、科学的研发决策体系——“创新漏斗”。所谓创新漏斗，就是将创新想法汇集起来，经过层层筛选过滤，最后实现创新想法到产品的转化和落地。创新漏斗主要通过三层筛选：铁三角会议、创新委员会、产品委员会。

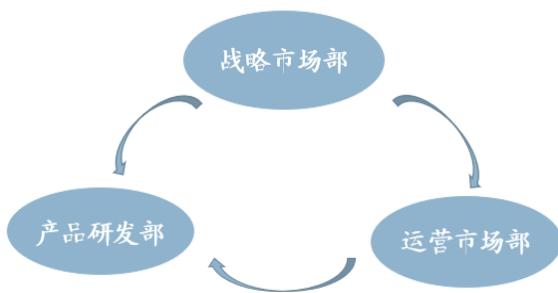
铁三角会议：主要由战略市场部、运营市场部和产品研发部组成。1) 战略市场部：是连接终端客户需求与研发的最紧密的部门，一面向消费者推广研发，一面向研发部门传递市场需求。2) 运营市场部：主要面向市场，进行产品设计及推广。3) 产品研发部：根据市场部反馈的消费者需求进行产品研发。在产品研发落地的过程中，各个部门能够有效沟通、紧密配合，防止研发与市场脱节造成转化率较低等问题出现。

创新委员会：主要由各事业部和总部的高层组成。经过上一轮铁三角会议筛选出来的项目，将进入创新委员会。各事业部和总部的高层每个月开一次会，探讨项目是否立项。

产品委员会：主要负责监督总结项目的进度和完成情况。决定立项的项目进入产品开发流程之后，就进入了产品委员会。

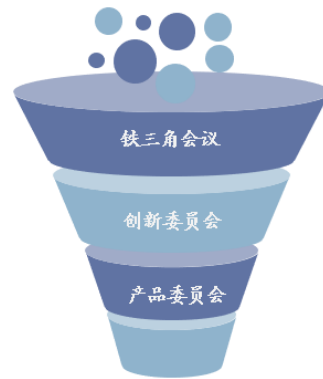
同时，针对中国市场对于反应速度快的本土需求，公司也进行了相应的转变，将流程控制在 6-8 个月，以便在竞争中获得先发优势。形成兼具外资企业的“科学、严谨”与适应中国市场的“高效、迅速”的研发决策体系，实现嫁接 SEB 优势与本土改良的完美融合。

图表 25: 苏泊尔铁三角会议



资料来源：国盛证券研究所整理

图表 26: 苏泊尔三级研发体系——创新漏斗



资料来源：国盛证券研究所整理

科学高效的研发策略使得苏泊尔的新品研发思路始终走在正确的道路上。通过梳理苏泊尔、九阳、美的近年来的新品推出我们发现，公司的研发一直有的放矢，侧重于核心品类的功能不断挖掘，持续引领行业升级革命。

电饭煲领域：2011 年推出行业首台 IH 电饭煲之后，在之后的几年内不断创新，依次推

出 IH 球釜电饭煲、首台蒸汽 IH 球釜电饭煲、本釜电饭煲。而美的的 IH 智能煲、九阳的铁釜电饭煲更多是跟随策略。**压力锅领域**：推出鲜呼吸压力锅，独具 100kPa 的加压提速系统的巧易璇压力快锅。**破壁机领域**：推出第一台真空破壁机，获得 CMF 设计大奖。

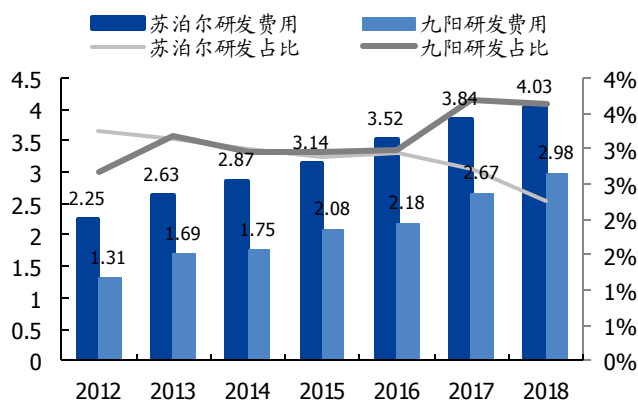
在研发重心上，对比九阳前几年的新推出产品，不断放在炒菜机器人、One cup 豆浆机等极小众品类上，缺乏科学有效的产品研发体系，导致研发费用投入较高但是市场转化率偏低。

图表 27: 苏泊尔研发致力于核心品类的功能挖掘

美的				香甜好米饭 IH 智能煲、磨盘系列豆浆机		美的“鼎釜”系列电饭煲	“真空变压鼎釜 IH”电饭煲	高端破壁机、105kpa 高速浓香电压力锅	变频破壁机	
九阳	营养王豆浆机等系列化新品	煎烤机、面包机、酸奶机	面条机		推出 铁釜电饭煲 单品	发布智能破壁原浆机、智能电饭煲、智能养生壶等	推出炒菜机器人、迷你洗碗机和隐形油烟机等新产品	真空破壁料理机、新一代炒菜机器人	无人自动清洗豆浆机 、静音破壁料理机	
苏泊尔	成功引入 SEB 火红点专利	国内首台一级能效电磁炉上市	推出行业首台 IH 电饭煲	推出 IH 球釜电饭煲 、长板电磁炉、原汁机、火红点二代炒锅、精陶系列煎锅等创新产品	鲜呼吸 100 压力锅	推出国内 首台蒸汽 IH 球釜电饭煲 ，推出的 独具 100kPa 加压 提速系统的巧易璇压力快锅	真磨醇浆豆浆机、破壁料理机	真空破壁料理机 获得 CMF 设计大奖	推出本釜电饭煲、静音破壁料理机、精铜球釜鲜呼吸电压力锅等	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018

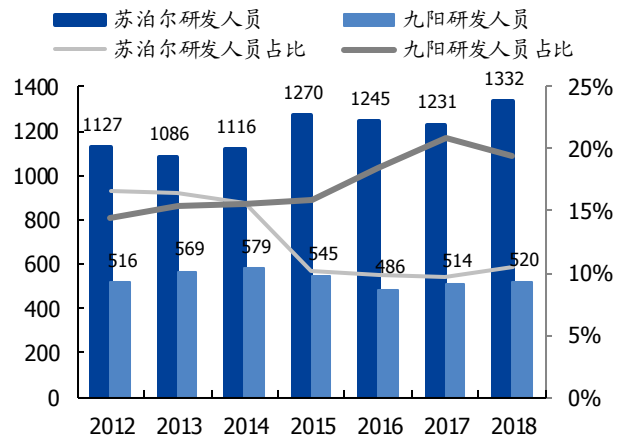
资料来源：各公司年报，国盛证券研究所

图表 28: 苏泊尔及九阳研发费用（亿元）及研发费用率（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 29: 苏泊尔及九阳研发人员（人）及占比（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

外部助力：SEB 产品原型储备丰厚

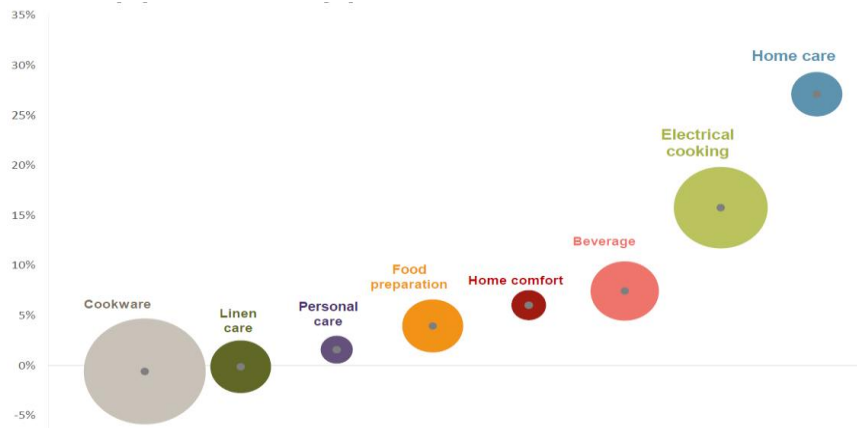
SEB 在炊具、厨房小家电、家用及个人护理电器、专业咖啡机四个领域产品丰富，每年推出上千款新品，具备多元的产品矩阵和领先的产品技术，以满足处于不同消费阶段、拥有不同消费习惯的全球市场需求。

图表 30: SEB 集团旗下产品矩阵丰富



资料来源: SEB 公司年报, 国盛证券研究所

图表 31: SEB 集团各品类增速 (2018 年)



资料来源: SEB 年报, 国盛证券研究所

SEB 原型曾助力苏泊尔在产品上获得先发优势。SEB 在全球成熟市场耕耘多年, 打磨出的炊具及小家电技术领先。苏泊尔选择引入 SEB 在国外市场需求大、产品积累深的产品, 并根据国内情况进行针对性优化再推广。在 2009 年推出的红点锅以及 2011 年推出的 IH 电饭煲均是引入了 SEB 技术加以改造的成功案例。

图表 32: 苏泊尔红点锅及 IH 电饭煲



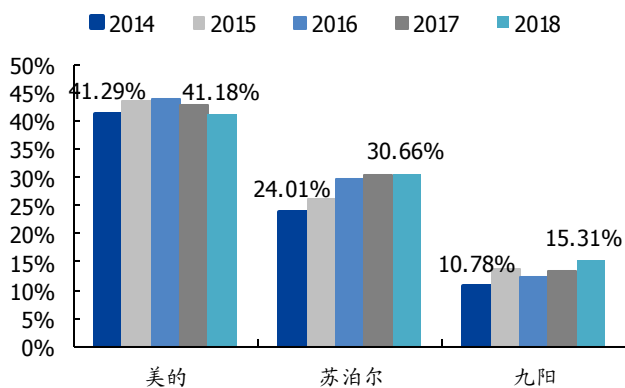
资料来源: 公司官网, 天猫, 国盛证券研究所

未来苏泊尔在新兴领域可以继续站在巨人的肩膀上前行。海外市场小家电发展阶段领先我国，对于未来可能爆发的新兴品类，公司可以复制红点锅以及IH电饭煲的成功案例，无需额外花费精力人力从零开始研发，节省研发成本与时间。可以将精心打磨并经过成熟市场认可的产品迅速向国内市场推广，抢占先机。

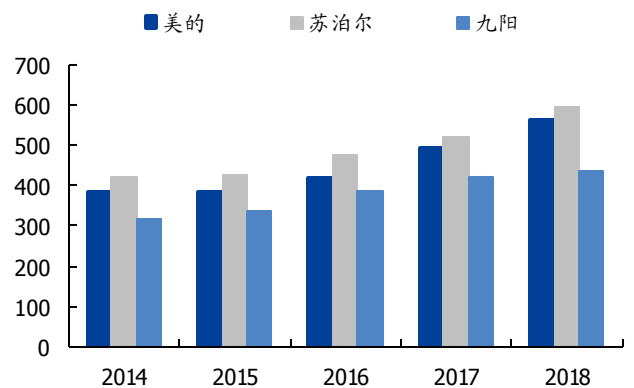
研发效果：强势品类巩固优势，弱势品类抓住变革机会

强势品类：进一步巩固优势，提升产品品质。以电饭煲为例，苏泊尔电饭煲市占率从2014年24.01%上升至2018年30.66%，进一步缩小与美的差距。同时，在均价上始终高于同行。对强品类而言，开发出解决消费者痛点的实用性差异化功能将进一步帮助公司拉开与竞争对手的差距。

图表 33: 苏泊尔电饭锅市占率(线下)不断提升



图表 34: 苏泊尔电饭锅均价(元)高于同行

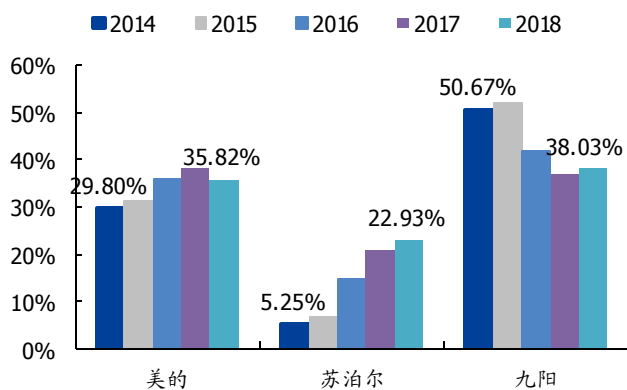


资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

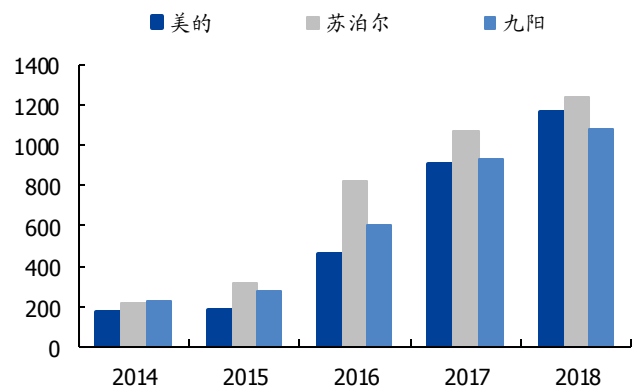
资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

弱势品类：抓住行业变革机会顺势爆发成为重要参与者。以料理机为例，市场一直是九阳和美的的双寡头格局。但是近几年料理机行业内部出现了结构变化，传统的豆浆机、榨汁机等品类被新兴起的破壁机和原汁机替代。苏泊尔精准的抓住了这次变革带来的机会，2016年推出破壁料理机后又在次年推出第一款真空破壁机，料理机市占率从2014年5.25%提升至2018年22.93%。且通过均价我们可以看出，此次市占率的提升背后是消费者对于产品本身的认可而非价格战带来的低质量份额抢占。

图表 35: 苏泊尔料理机市占率(线下)不断提升



图表 36: 苏泊尔料理机均价(元)高于同行



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

渠道端：数字化运营提高效率，前瞻性布局把握红利

➤ 数字化运营提高效率

SEB 向苏泊尔输出一套国际化管理理念。在 SEB 帮助下，苏泊尔 2009 年开始对已有 SAP 系统进行优化，2010 年从 GE 集团引入信息中心 IT 总监担任这一项目牵头人，2011 年引入 IBM 团队进行 SAP 优化。优化后的 IT 系统将苏泊尔旗下各事业部、生产基地与各地分公司原有系统打通，对财务体系、流程体系进行标准化、统一口径运作。

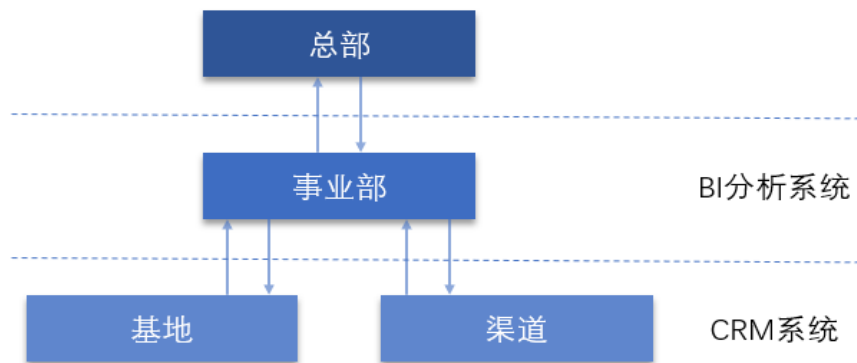
1) 事业部层面实施 BI 分析系统

将终端信息整合至 BI 系统，BI 系统以每日为频次进行销售日报、损益日报等多维度分析，为事业部及总部管理层提供强有力的决策证据。

2) 渠道层面上线 CRM 系统

通过 CRM 系统将管理触角延伸至终端，实时获取终端源头数据并进行经营分析，减少总部与终端之间的信息断层，系统中集成内部互动平台，大幅提升经销商管理效率；同时，CRM 系统还能进一步细化品类管理，分析各品类盈利能力。

图表 37: 苏泊尔 IT 系统



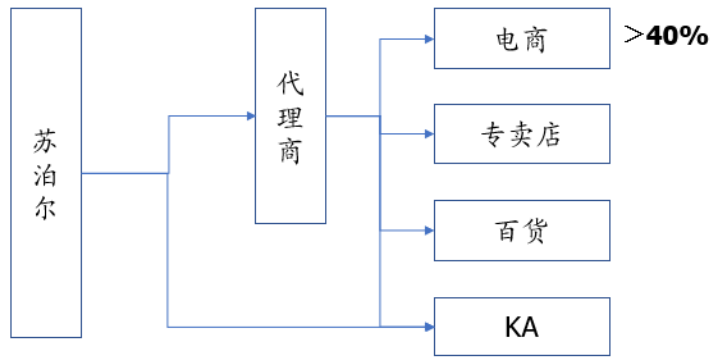
资料来源：国盛证券研究所整理

值得一提的是，苏泊尔这一改革在家电行业有绝对前瞻性。家电企业往往通过分销方式进行销售。在行业增速较快时期，厂商选择将层层分销环节外包给经销商，以最大程度利用社会资源放大经营杠杆，实现快速扩张抢占终端市场。过去十年是家电行业黄金时期，由此我们看到绝大部分企业渠道管理至今依然过于粗放。而以数字化运营著称的美的也是在 2014 年才开始数字化改造。相比之下，苏泊尔在十年前就引入一套精细化的管理流程，可见 SEB 对于苏泊尔运营赋能之大。

➤ 前瞻布局把握渠道红利

苏泊尔下游渠道主要由电商、专卖店、百货以及 KA 构成，其中电商占比超过 40%。公司拥有稳定的代理商团队，除少数 KA 外其他渠道均通过代理商对接。各渠道布局具备前瞻性。

图表 38: 苏泊尔渠道结构

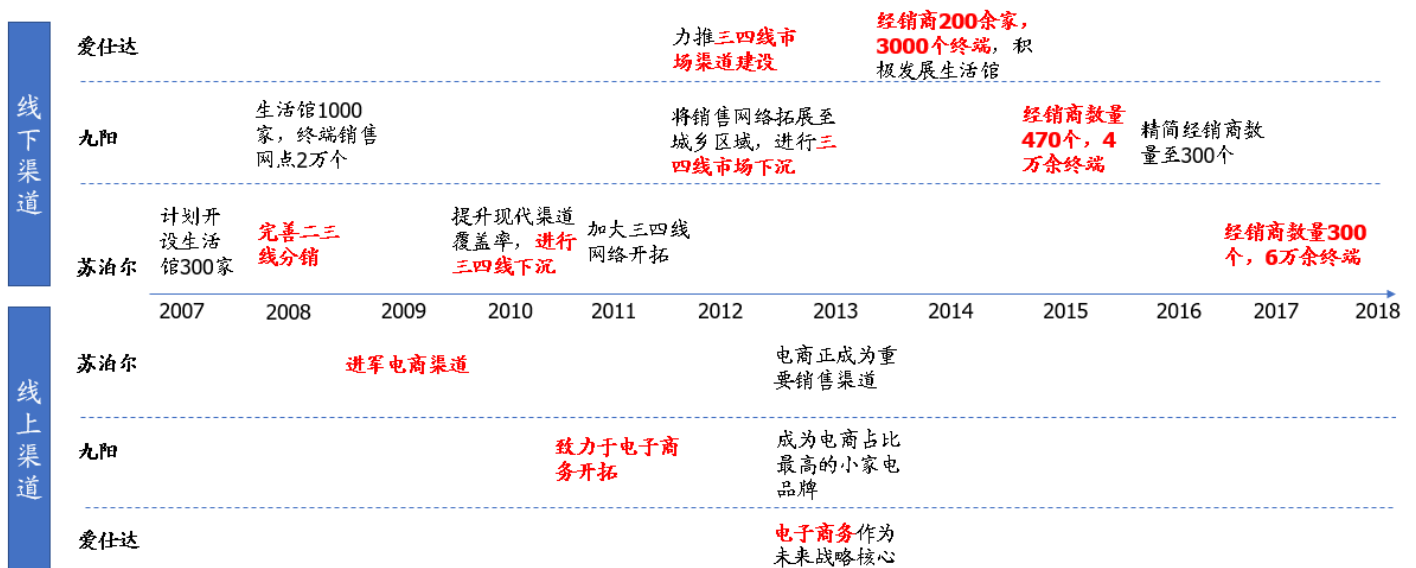


资料来源: 国盛证券研究所

1) 下沉市场布局领先同行 2-3 年，终端网点密集

公司自 2007 年开始就进行渠道下沉，在一些较为发达的县城建设生活馆，最多时曾超过 1000 家，经过优化后至今仍有 670 家生活馆，在第三方渠道无法触及的地区形成有效补充。对渠道下沉的战略重视时间领先同行 2-3 年，抓住了下沉市场的小家电渗透率提升机会。公司终端网点数量密集，达到 6 万余终端，九阳有 4 万余终端，而爱仕达在 2014 年仅有 3000 个终端。前瞻性的渠道布局将在未来小家电市场下沉过程中更加受益。

图表 39: 苏泊尔前瞻性布局三四线渠道及电商



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 40: 苏泊尔生活馆



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

2) SEB 加持, 与 KA 合作上升一个台阶

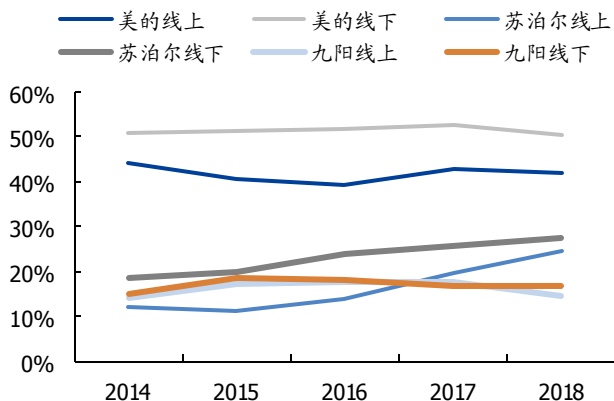
SEB 与沃尔玛、欧尚等大卖场签有全球合同, 苏泊尔也因此与各国际卖场建立了 Top to Top 的合作关系, 从原来单纯的进货和销售, 参与到了卖场的品类管理。国内能够建立此种合作关系的只有宝洁、联合利华等少数企业, 可见公司在现代渠道的优势显著。2018 年被沃尔玛评为“最佳供应商”, 在华润、永辉、人人乐被评为“VIP 合作供应商”。

全国性 KA 下沉, 助力公司进一步收割地方性品牌份额。三、四线城市渠道正在走向整合, 从传统的零售店、夫妻店更多的向卖场、KA 等连锁转型, 在新一轮的 KA 下沉中, 连锁渠道对于品牌商的供应链响应速度、货品品质以及进场费用都提出了更高的要求, 利好龙头再三四线进一步提升份额。

3) 电商迎头赶上, 供应链改革提效

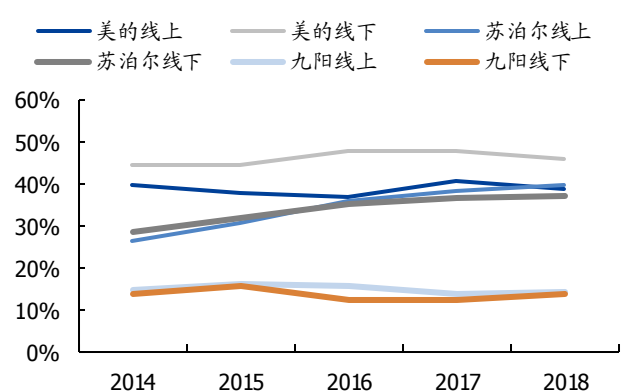
公司 2009 年进入电商渠道, 2010 年成立电子商务部, 领先同行 3-5 年。但是在电商上态度一直较为谨慎, 被九阳等超越。近年来开始及时调整战略后效果显著。以电磁炉和电压力锅为例, 其中电磁炉线上占比从 2014 年 11.89% 上升至 2018 年 24.34%, 电压力锅线上占比从 2014 年 26.61% 上升至 39.61%, 抢占美的九阳份额。虽然苏泊尔线下销售占比也在不断上升, 但上升幅度略低于线上。公司内部来看, 电商渠道销售占比不断提升, 已超过 40%。

图表 41: 苏泊尔电磁炉线上占比大幅提升



资料来源: 奥维, 国盛证券研究所

图表 42: 苏泊尔电压力锅线上占比大幅提升



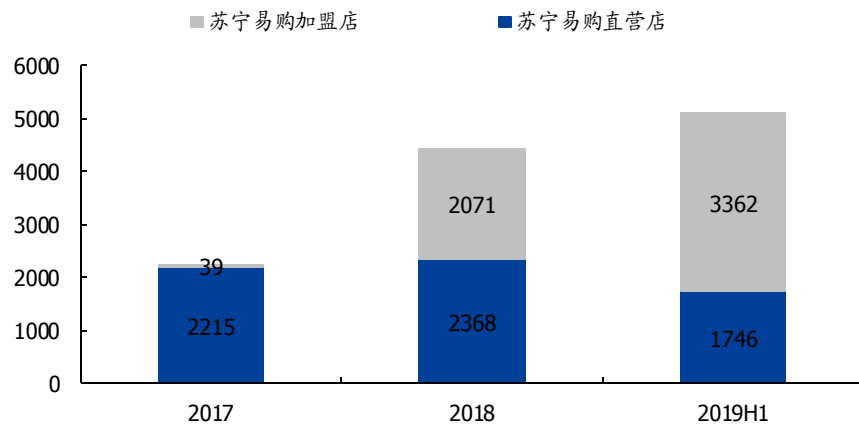
资料来源: 奥维, 国盛证券研究所

联手菜鸟供应链提效，优化运营效率。苏泊尔天猫店铺绝大部分通过经销商进行运营，物流、仓储等由经销商自行负责，协同性较差。2016年与天猫携手进行供应链改革，苏泊尔全部商铺入驻菜鸟仓。供应链改革后，1) 经销商节约了仓储、物流成本；2) 从前经销商各自为战，如今苏泊尔与菜鸟在后端统一建立供应链与销售规划，直接在线上上进行分配，既能避免SKU结构性缺货，又能从源头上解决价格体系混乱的问题。

4) 积极布局新零售，顺应渠道变革

2019年，苏泊尔大力主推苏宁零售云渠道，依托苏宁双线融合智慧零售模式的优势，深挖三四级市场，加速云店、苏宁小店、直营店、零售云等主推机型铺样。借助零售云渠道进一步实现更低线城市布局。

图表 43: 苏宁零售云门店(家)增长迅速



资料来源: 苏宁易购年报及半年报, 国盛证券研究所

同在今年12月，全国首家SUPOR HOME品牌零售店在广州永旺梦乐城开业，标志着苏泊尔线下渠道再升级。后续SUPOR HOME将在全国各地陆续建成，打造新零售业态，跟随流量带来更舒适的消费体验。

图表 44: 苏泊尔生活馆



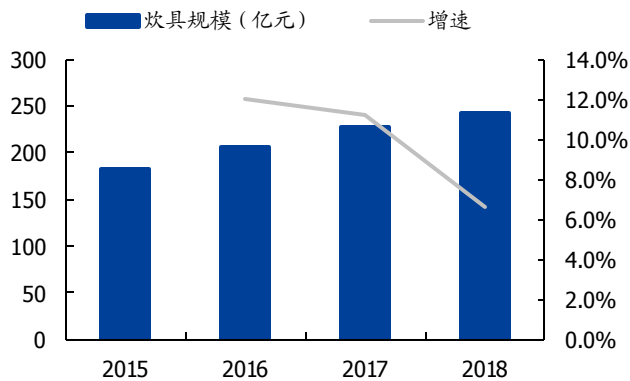
资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

未来空间：高端化、多品类以及稳定订单

高端品牌：WMF 品牌本土化发展有望破局

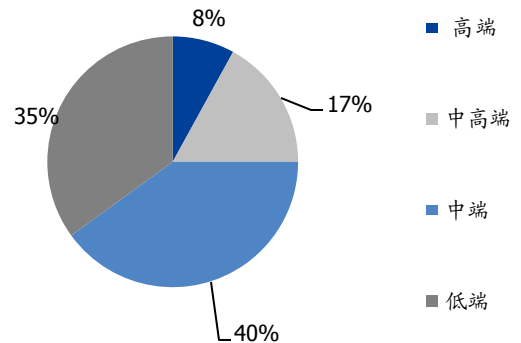
我国高端炊具市场空间广阔。根据 GFK 测算，2018 年我国炊具市场规模为 243 亿元。消费分层时代来临，消费者更追求产品品质，根据智研咨询，我国炊具市场高端占比 8%。对比白电、厨电领域近年来发生的消费升级现象，我们认为高端炊具空间未来占比在 20% 左右，对应 50 亿市场空间。

图表 45: 中国炊具市场规模 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: GFK, 《现代家电》, 国盛证券研究所

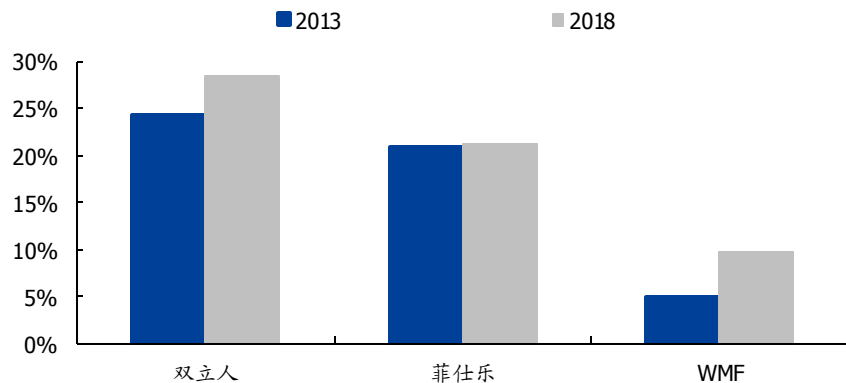
图表 46: 中国炊具市场高中低端占比 (%)



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

双立人等品牌进入中国市场时间较早，份额较高。根据 GFK 数据，我国高端炊具市场主要由国际品牌双立人以及菲仕乐构成的双寡头市场，占比分别为 28.40%、21.30%。其中双立人 1995 年就进入中国市场，品牌知名度较强、渠道布局完善。WMF 进入中国市场较晚但份额有所提升，从 2013 年 4.90% 提升至 2018 年 9.80%。

图表 47: 中国高端炊具市场格局



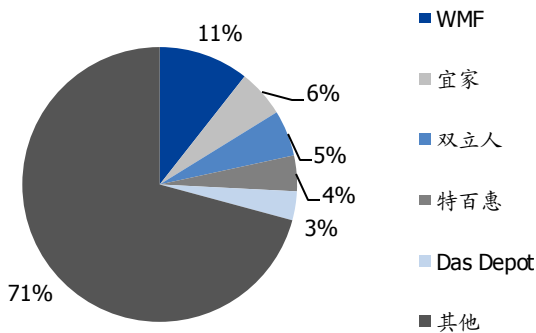
资料来源: GFK, 国盛证券研究所

我们认为，当前高端炊具市场空间巨大且格局并没有达到最终稳态。WMF 深耕德国及西欧市场多年，具备优秀的工艺设计能力和更加丰富的产品线，未来借力苏泊尔在中国强大的渠道资源和制造实力，将带动品牌后续亮眼表现。

德国炊具市占率第一品牌 WMF 本土化发展迎来新篇。WMF 是德国高端炊具及小家电品牌，主营专业咖啡机、炊具及酒店设备用品。其中炊具 2016 年全球收入 6.1 亿欧元，占公司收入比重 55%，在德国市场炊具份额第一，占比 11%。WMF 在 2010 年进入中

国市场，2016年被SEB收购成为子公司，2017年苏泊尔从母公司SEB收购WMF中国消费者业务，WMF在中国的发展迎来新篇。

图表 48: 德国炊具市场各品牌份额 (%)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

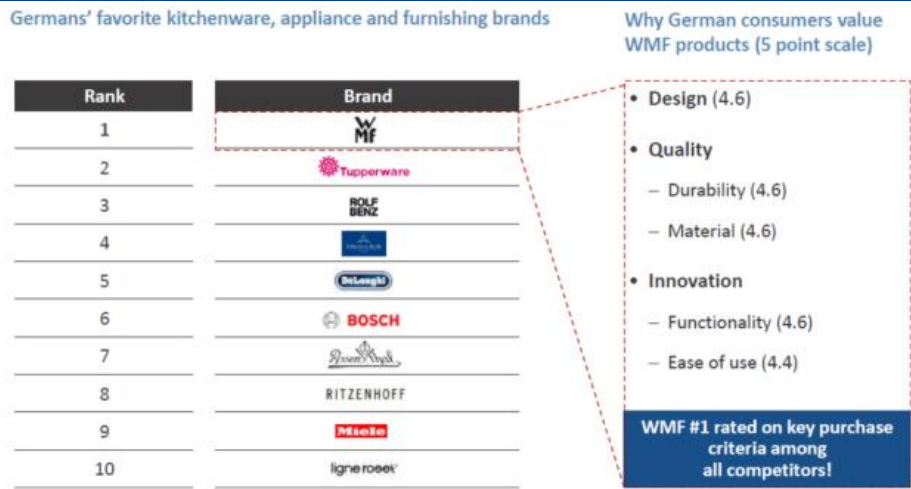
图表 49: WMF 旗下主要产品及品牌



资料来源: WMF 收购书, 国盛证券研究所

产品势能高: 产品积淀深厚并已经获得市场验证和充分认可。WMF 具备强大的工艺设计能力和创新能力。根据 WMF 收购书上披露，品牌在设计、质量、创新三个方面的卓越表现获得德国消费者充分认可，并牢牢占据市场第一的位置，产品力已经经过市场考验。

图表 50: WMF 德国高端市场市占率第一且深受消费者喜爱



资料来源: WMF 收购书, 国盛证券研究所

产品品类广: 更全面的产品线布局将打开更多市场空间。进一步分析三家公司在品类上的布局：双立人的核心优势在刀具和特殊餐具上，菲仕乐的核心优势在于平底锅。WMF 不仅在明火类炊具有着丰富完善的产品线，且将领域进一步拓展至小家电，触及更多品类领域。

图表 51: WMF 产品线更丰富全面

Product group		WMF Group	Fissler	WMF	LE CREUSET
Cookware	Pans	●	●	●	●
	Pots	●	●	●	●
	Pressure cookers	●	●	○	●
Cutlery	Cutlery sets	●	○	●	●
	Special cutlery	●	○	●	●
Kitchen gadgets & knives	Kitchen knives	●	●	●	●
	Kitchen gadgets	●	●	●	○
Bakeware	Baking pans	●	○	○	●
	Accessories	●	●	○	●
Small domestic appliances	Breakfast	●	○	○	○
	Food preparation	●	○	●	○
	Cooking	●	○	○	○

资料来源: WMF 收购书, 国盛证券研究所

苏泊尔强大的渠道体系和制造能力将助力 WMF 中国市场迅速发展。

WMF 在产品力上与双立人等竞争对手相比并不逊色,受制于之前运营商能力欠缺而一直表现平平。未来进入中国市场的核心在于品牌形象的推广以及渠道的铺设。而苏泊尔作为本土小家电龙头,已经培养丰富的经销商资源以及适应本土的营销方式,WMF 产品势能可以找到着力点而充分发挥。

与此同时,规模优势是制造类企业最核心的竞争要素之一。2018 年公司从 SEB 采购 WMF/Lagostina 等品牌产品 1.57 亿元,对应上海福腾宝 3.28 亿的营业收入,我们认为 WMF 目前大部分产品依然是海外生产,未来公司更快速的供应链体系和更低的生产成本也给 WMF 制造端成本集约和效率提升提供可能。

新兴品类: 布局大厨电和环境电器领域

核心品类如锅具、电饭煲等多已进入成熟期,未来大厨电和环境电器领域等新兴品类拓展将贡献公司主要收入弹性。

大厨电: 精准定位差异化切入

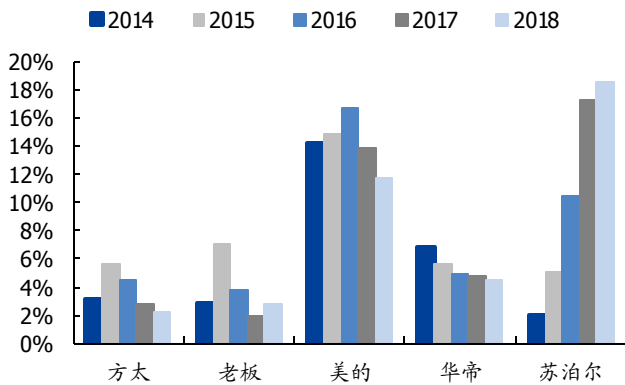
公司 2015 年开始发力厨房大家电领域,差异化定价借助线上渠道红利抢占份额。目前公司已经推出燃气灶、油烟机、洗碗机、消毒柜、蒸箱等一系列厨电产品。竞争策略以线上渠道为主,定价较低,主要收割中小品牌份额。以燃气灶为例,公司自发力燃气灶以来,市占率从 2014 年 2.06% 上升至 2018 年 18.57%,成为电商渠道市占率第一的品牌。均价方面,定价低于美的等大众品牌。

图表 52: 苏泊尔大厨电套餐



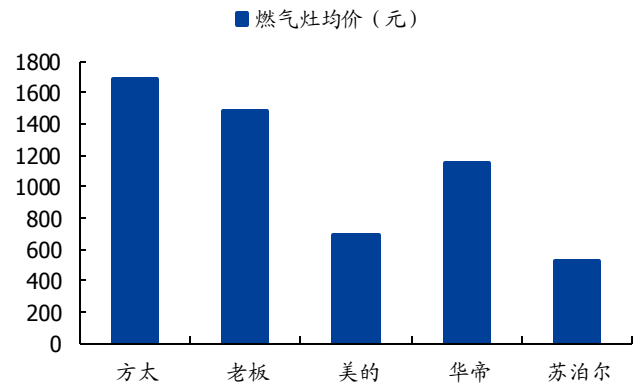
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 53: 苏泊尔燃气灶线上份额 (%) 大幅提升



资料来源: 奥维, 国盛证券研究所

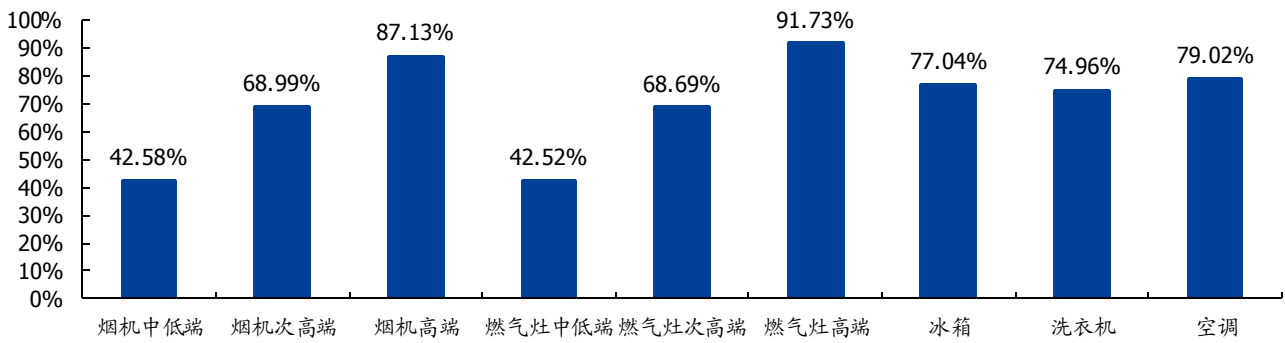
图表 54: 苏泊尔燃气灶均价 (元) 低于行业



资料来源: 奥维, 国盛证券研究所

大厨电领域单品类空间大, 大众市场竞争格局不稳定, 且技术门槛相对白电较低, 是品类拓展的优质选择。与小家电相比, 厨房大家电单品的市场空间大, 根据奥维推总数据, 2018 年烟灶消市场规模达到 640 亿元, 小家电领域规模最大的吸尘器行业, 市场空间也不足 200 亿元, 切入厨房大家电领域对苏泊尔的营业收入有较强的边际拉动作用。而且, 低端市场区域性品牌较多, 在相同定价的竞争对手中, 苏泊尔是全国性知名品牌, 品牌力较强。假设苏泊尔未来厨电占比达到 5%, 仅烟灶就可以实现近 40 亿收入 (零售口径), 考虑到进一步向热水器等领域发展, 未来 3 年大厨卫领域增速可保持 20% 以上。

图表 55: 烟机、燃气灶高端、次高端、中低端 CR5 与空冰洗对比



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

环境电器: 把握下一个风口

公司精准布局空间大、竞争尚未稳态的环境电器赛道。前面分析中我们已经指出, 环境家居类产品是未来小家电发展的另一片蓝海。苏泊尔在 2014 年开始进军环境家居电器, 推出空气净化器、吸尘器、挂烫机、电熨斗四款产品, 并在之后的几年里持续拓展此项新业务。其中“微压平板挂烫机”上市后收到消费者好评, 根据 SEB 年报披露, 2018 年苏泊尔家居环境电器同比增长 72%。

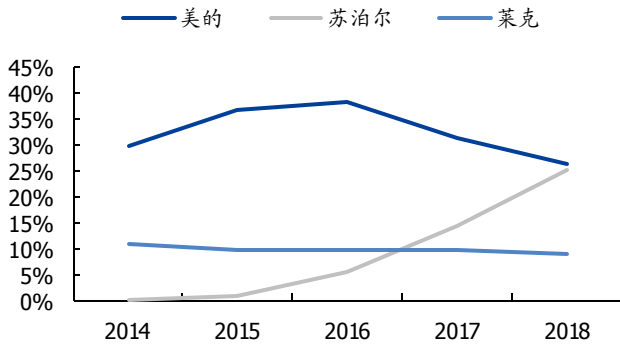
图表 56: 苏泊尔布局环境家居电器



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

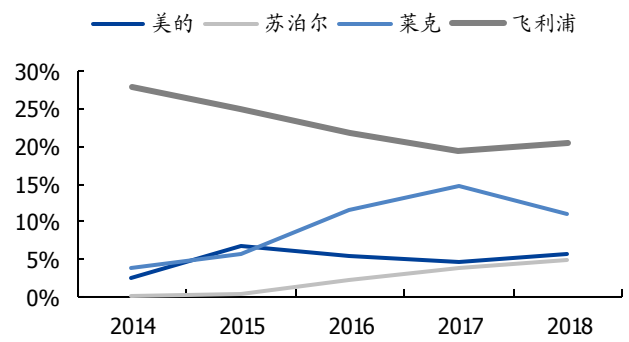
挂烫机份额大幅提升至 25%, 初步实现跨场景品类拓展。根据奥维数据, 挂烫机 2014 年上市至今线下份额迅速提升至 25.24%, 与深耕环境电器多年的莱克电气持平。空气净化器也实现稳步提升, 2018 年占比 5.03%。

图表 57: 苏泊尔挂烫机份额 (%) 大幅提升



资料来源: 奥维, 国盛证券研究所

图表 58: 苏泊尔净化器份额 (%) 稳步提升



资料来源: 奥维, 国盛证券研究所

SEB 环境电器领域储备丰厚, 苏泊尔品牌延展性为核心问题。对于未来苏泊尔在吸尘器和空气净化器等领域的进一步发展, 我们认为产品端不是核心问题: SEB 丰厚储备, SEB 集团吸尘器、挂烫机分别在 30/65 个国家销售, 2018 年吸尘器实现在 20 个国家的增长, 同比增长 27%。挂烫机占有全球 21% 的份额。**品类拓展的核心在于苏泊尔品牌怎样从厨电向环境电器跨场景延展。品牌形象的重塑和营销上对消费者心智的把握或许更加关键。**

图表 59: SEB 吸尘器遍布 30 个国家



资料来源: SEB 年报, 国盛证券研究所

图表 60: SEB 挂烫机全球市占份额占比 21%

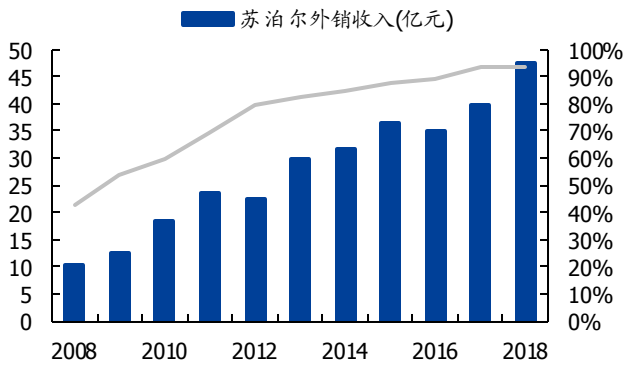


资料来源: SEB 年报, 国盛证券研究所

外销稳定: SEB 订单持续转移

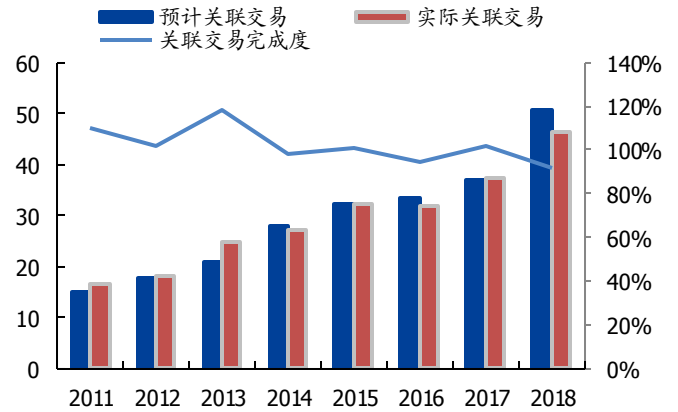
SEB 订单转移已成苏泊尔外销收入的重要且稳定来源。公司外销收入从 2008 年 10.19 亿元增长至 2018 年 46.34 亿元, 10 年复合增速 16.63%, 值得一提的是, 其中与 SEB 的关联交易 (出售商品口径) 占比从 2008 年 43% 上升至 2018 年 94%。可见被 SEB 收购后, 大股东持续的订单转移使得公司的外销端收入更加稳定。同时受外部因素如汇率、贸易环境的扰动更小。

图表 61: 苏泊尔外销收入(亿元)及关联交易占比(%)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 62: 苏泊尔关联交易(亿元)完成度较高



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

新增产能储备丰厚, 有望承接更多订单转移。SEB 旗下高端品牌 WMF 制造基地分布在德国和中国鹤山, 制造成本较高且产业集群效果较差, 公司扩充高端产品产能, 未来承接 SEB 旗下高端品牌 WMF 的代工成为可能。目前苏泊尔外销占 SEB 集团收入(去掉苏泊尔收入)的 13%。未来订单转移有翻倍空间: 1) 按照 13% 的 WMF 订单未来转移至中国测算, 仅 WMF 品牌未来至少有 15 亿转移规模。2) SEB 集团转移比例有望进一步提升至 20%。

图表 63: 苏泊尔已经成为 SEB 重要的制造基地



资料来源: SEB 年报, 国盛证券研究所

图表 64: WMF 主要制造基地在德国及中国鹤山



资料来源: WMF 收购书, 国盛证券研究所

盈利预测及估值

盈利预测

1) 收入端

➢ 内销端: 分为电器及炊具两个部分进行拆分。

电器类: 考虑到 1) 核心品类电饭煲等均价提升, 2) 大厨电、料理机等新品类拓展, 以及 3) 电压力锅等增速稳定, 预计 2019/2020/2021 年增速为 14%/13%/12%。

炊具类：1) 炒锅、压力锅、套装锅等成熟品类增速稳中有升；2) 厨房工具（水杯、刀具等）新拓展品类保持高速增长。

图表 65: 内销端营业收入（亿元）预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电器类	67.09	89.95	102.54	115.87	129.78
yoy	24.50%	34.08%	14.00%	13.00%	12.00%
炊具	33.72	39.67	43.00	46.50	49.50
yoy	14.52%	17.63%	8.39%	8.14%	6.45%
锅类	28.00	28.50	30.00	31.50	32.50
厨房工具（水杯、刀具等）	5.00	10.00	13.00	15.00	17.00
合计	100.81	129.62	145.54	162.37	179.28

资料来源: wind, 国盛证券研究所

➤ 外销端

根据 SEB 关联交易分项拆分推总, 预计未来三年电器类 10% 增速, 炊具类 11%/13%/15% 增速 (考虑到 WMF 高端炊具订单转移)。

图表 66: 外销端营业收入（亿元）预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电器类	23.69	28.71	31.58	34.74	38.21
	14.02%	21.21%	10.00%	10.00%	10.00%
其中: 向 SEB 出口	22.13	26.89			
	19.43%	21.51%			
炊具类	15.84	18.52	20.56	23.23	26.72
	12.14%	16.94%	11.00%	13.00%	15.00%
其中: 向 SEB 出口	14.80	17.35			
	17.46%	17.23%			
橡塑类	0.21	0.18	0.20	0.20	0.20
合计	39.74	47.41	52.34	58.17	65.13

资料来源: wind, 国盛证券研究所

综上, 预计 2019/2020/2021 年营业收入 199.37/222.03/245.90 亿元, 增速 11.69%/11.37%/10.75%。

图表 67: 总营业收入 (亿元) 预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
内销	100.83	129.60	145.54	162.37	179.28
yoy	21.00%	28.54%	12.30%	11.56%	10.41%
外销	39.75	47.42	52.34	58.17	65.13
yoy	13.21%	19.31%	10.37%	11.14%	11.96%
主营业务收入	140.58	177.02	197.88	220.55	244.41
yoy	18.69%	25.93%	11.78%	11.45%	10.82%
其他业务收入	1.30	1.49	1.49	1.49	1.49
总营业收入	141.87	178.51	199.37	222.03	245.90
yoy	18.75%	25.83%	11.69%	11.37%	10.75%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2) 利润端

分品类拆分毛利率, 电器类: 以及毛利率稳定, 预计未来三年毛利率 29%、29.5%、29.5%; 炊具类: 综合考虑 1) WMF 高端品牌销售提升以及 2) 结构中外销占比提升, 预计未来三年毛利率 35%、34.5%、34%。

图表 68: 分品类毛利率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电器类	28.21%	29.08%	29.00%	29.50%	29.50%
炊具	32.68%	35.15%	35.00%	34.50%	34.00%
橡塑	17.35%	17.35%	18.00%	18.00%	18.00%
综合毛利率	29.56%	30.86%	30.73%	30.90%	30.74%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3) 费用端

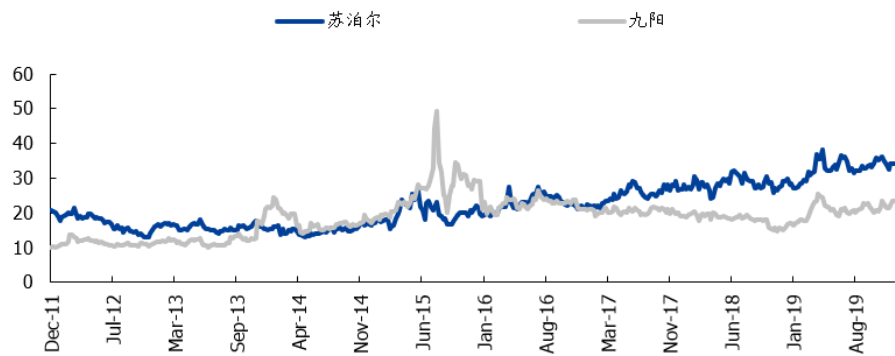
管理费用率 (包括研发费用口径): 考虑到 1) 2018 年管理费用增加主要为股权激励带来的影响, 2) 公司高效的全流程管理能力, 3) 稳定的研发投入, 预计未来三年管理费用率+研发费用率为 3%/2.9%/2.8%。

销售费用率: 考虑到 1) 高端品牌及新品类的拓展, 2) 前期渠道拓展初见成效, 预计未来三年销售费用率在 15.9%/15.9%/15.5%水平。

估值分析

1) 纵向复盘: 苏泊尔估值中枢 2015 年开始进入上升通道, 从 20 倍上移至至 30 倍, 与九阳发生分化。**2) 横向比较:** 苏泊尔在小家电领域, 估值高于行业平均水平。

图表 69: 苏泊尔与九阳历史估值复盘



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 70: 苏泊尔估值与同行业比较 (股价截止至12月16日)

公司代码	公司简称	股价	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002032.SZ	苏泊尔	75.61	2.03	2.35	2.70	3.11	36.1	31.2	27.2	23.6
002242.SZ	九阳股份	24.35	0.98	1.09	1.25	1.42	24.8	22.4	19.5	17.1
603868.SH	飞科电器	38.00	1.94	1.79	1.90	2.06	19.6	21.3	20.0	18.4
603355.SH	莱克电气	21.77	1.05	1.24	1.39	1.52	20.6	17.6	15.7	14.3
002705.SZ	新宝股份	16.40	0.63	0.83	0.96	1.11	26.1	19.9	17.1	14.8

资料来源: wind, 国盛证券研究所

注: 除苏泊尔外其他公司为 wind 一致预期

我们认为主要有两个核心原因推动公司估值不断提升且高于同行:

- 1) 基本面层面: 公司稳定优秀的管理层、科学高效的经营体系以及清晰的成长路径是带动公司估值不断提升的原因。
- 2) 资本层面: 随着外资持续涌入, 长线资金对于高 ROE 和稳定性更加青睐。

我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 19.31/22.17/25.53 亿元, 同比增长 15.7%/14.8%/15.2%, EPS 为 2.35/2.70/3.11 元/股。公司现价 72.64 元, 对应 2019/2020/2021 年 PE 30.9/26.9/23.3 倍。

首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

新品拓展不及预期: 公司 2014 年起开拓环境电器品类, 竞争者多深耕环境电器领域, 公司在品牌延展性、以及消费者认可度上有不确定性, 新品拓展或许不及预期。

SEB 集团销售情况下滑导致外销订单下滑: 公司超过 90% 外销订单来自与 SEB 集团的关联交易, 外销收入受 SEB 集团销售情况影响较大, 存在因 SEB 集团销售下滑导致订单下滑的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com