

## 国内炊具、厨小电龙头，SEB 集团赋能下综合竞争力持续提升

东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **产品版图扩张，稳步成长为全球炊具、厨房小家电龙头企业。**公司于 1994 年成立，自 2007 年 SEB 集团控股后完成数次品类多元化扩张，目前已覆盖厨房小家电、炊具、厨卫电器与家居生活电器四大品类，形成“电器+炊具”双轮驱动的收入格局，2020 年电器、炊具收入占比达 69%、30%；公司内、外销格局稳定，2020 年收入占比分别为 69%、31%。凭借出色的费用管控与高效运营管理能力，公司 ROE 稳中有升，常年处于行业领先地位。
- **产品、渠道灵活应对市场变化，电器业务可持续增长能力强。**炊具与厨房小家电行业已步入结构性增长阶段，“美苏九”三足鼎立的小家电市场格局已基本成型，行业价格竞争逐步加剧。在此背景下，公司在产品、渠道、品牌端发力，巩固自身领先优势：①产品端，公司持续迭代传统优势品类，巩固行业领先地位；于线上市场着手，通过平价策略打通新品类市场，公司厨卫电器与家居生活电器市占率稳步提升。②渠道端，公司先于竞争对手完成三、四线市场下沉，已形成立体化的渠道结构；同时顺应市场潮流、加速电子商务渠道建设，2020 年公司线上收入占比已达 62%，线上市场份额也在不断提升。③品牌端，公司积极推进品牌年轻化战略，通过签约新生代明星、热门 IP 联名等方式，提升年轻消费者对于品牌的关注度和购买意愿。
- **借力 SEB 集团，综合实力有望持续提升。**全球小家电龙头 SEB 集团作为公司实控人，有望于以下方面提升公司综合竞争力：①SEB 全球订单逐步转移，构成公司收入增长的稳定来源；②双方在技术、生产、管理层面的深度融合有望显著提升公司生产、经营效率；③公司从 SEB 引进 LAGOSTINA、KRUPS、WMF 等高端品牌，实现在厨房领域的中高端品牌全覆盖。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 20.60、23.21、25.08 亿元。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 26 倍，公司作为全球炊具及厨房小家电龙头企业，内销方面产品、渠道、品牌侧灵活调整应对市场变化，巩固领先优势；外销方面 SEB 全球订单持续转移驱动收入增长，集团赋能下公司综合竞争力有望进一步提升，给予公司 2021 年 25 倍市盈率估值，对应目标价 63.05 元，首次给予“增持”评级。

## 风险提示

- 集团订单增长不及预期；行业价格竞争加剧；原材料价格大幅上行的风险

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,853	18,597	21,063	23,414	25,774
同比增长(%)	11.2%	-6.3%	13.3%	11.2%	10.1%
营业利润(百万元)	2,296	2,197	2,443	2,750	2,972
同比增长(%)	15.9%	-4.3%	11.2%	12.6%	8.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,920	1,846	2,059	2,317	2,504
同比增长(%)	15.0%	-3.8%	11.5%	12.6%	8.1%
每股收益(元)	2.35	2.26	2.52	2.84	3.07
毛利率(%)	31.2%	26.4%	26.3%	26.5%	26.2%
净利率(%)	9.7%	9.9%	9.8%	9.9%	9.7%
净资产收益率(%)	30.1%	26.3%	26.5%	26.1%	25.1%
市盈率	22.4	23.3	20.9	18.6	17.2
市净率	6.3	6.0	5.2	4.6	4.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2021年07月26日)	52.75元
目标价格	63.05元
52周最高价/最低价	85.81/52.36元
总股本/流通A股(万股)	81,685/60,816
A股市值(百万元)	43,089
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年07月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-8.35	-18.15	-22.34	-37.25
相对表现	-4.44	-7.58	-12.84	-43.71
沪深300	-3.91	-10.57	-9.5	6.46



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君  
021-63325888\*6069  
lixuejun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020001

证券分析师 吴瑾  
021-63325888\*6088  
wujin@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520080001

## 目 录

1 产品版图不断扩张，稳步成长为中国炊具、厨房小家电龙头企业.....	5
1.1 “电器+炊具”双轮驱动，海内外收入格局稳定.....	5
1.2 杜邦分析：强控费与高周转造就行业领先 ROE 水平.....	8
1.3 股权结构清晰、稳定，长效激励机制提升公司发展活力.....	11
2 产品、渠道、品牌侧灵活应对市场变化，巩固行业领先优势.....	12
2.1 行业：传统品类相对饱和，新兴品类仍有成长空间，行业线上化趋势延续.....	12
炊具线上市场快速发展，新兴长尾品类份额提升，苏泊尔龙头地位稳固	12
厨房小家电行业进入结构性增长期，“美苏九”三足鼎立的格局已形成	14
2.2 产品：公司传统品类领先地位稳固，新品类市占率稳步提升.....	17
传统优势大单品持续迭代、创新，公司领先地位进一步得到巩固	17
平价策略奏效，公司新品类市占率稳步提升	19
2.3 渠道：线下渠道根基稳固，线上渠道竞争力稳步增强.....	21
2.4 品牌：顺应行业变化趋势，持续推进品牌年轻化转型.....	22
3 借力 SEB 集团，公司综合实力有望稳步提升.....	23
3.1 国际订单持续转移，提升公司生产规模效应.....	23
3.2 SEB 融合项目助力公司有效提升生产、经营效率.....	24
3.3 引入 SEB 高端子品牌，完善中高端品牌布局.....	25
盈利预测与投资建议.....	25
盈利预测.....	25
投资建议.....	26
风险提示.....	27

## 图表目录

图 1: 炊具起家, 产品版图不断扩张, 公司已成为全球炊具和厨房小家电龙头企业 .....	5
图 2: 公司目前已经覆盖炊具、厨房小家电、厨卫电器和家居生活电器四大品类 .....	6
图 3: 公司 2020 年营业收入小幅下滑 6%, 2021 年一季度营业收入同比增长 43% .....	7
图 4: 公司归母净利润 2020 年小幅下滑 4%, 2021 年一季度归母净利润同比增长 65% .....	7
图 5: 电器、炊具是公司主要的收入来源 .....	7
图 6: 2020 年电器、炊具收入占公司总收入的比重分别为 69%、30% .....	7
图 7: 公司内、外销收入格局较为稳定 .....	8
图 8: 公司内销业务毛利率常年显著高于外销毛利率 .....	8
图 9: 公司 ROE 处于行业领先水平 .....	8
图 10: 公司毛利率处于行业中位水平 .....	9
图 11: 公司净利率处于行业中位水平 .....	9
图 12: 公司期间费用率处于行业较低分位 .....	10
图 13: 公司销售费用率处于行业中位水平 .....	10
图 14: 公司管理费用率为行业最低 .....	10
图 15: 公司研发费用率为行业最低 .....	10
图 16: 公司总资产周转率处于行业领先水平 .....	11
图 17: 公司存货周转率处于行业较高分位 .....	11
图 18: SEB 集团为公司实控人, 股权结构清晰、稳定 .....	11
图 19: 炊具行业线上渠道占比逐年提升, 已超过 40% .....	13
图 20: 炊具线上渠道中, 传统炊具份额减少, 功能型炊具份额有所提升 .....	13
图 21: 烹饪用具市场集中度仍有提升空间, 苏泊尔龙头地位稳固 .....	13
图 22: 苏泊尔在几个规模较大的炊具子品类中均占有较高的市场份额 .....	14
图 23: 厨房小家电行业进入成熟阶段, 市场规模趋于稳定 .....	15
图 24: 厨房小家电线上销售额占比逐年提升, 已接近 70% .....	15
图 25: 小家电线上市场“美苏九”三足鼎立, 苏泊尔市占率逐年提升 .....	16
图 26: 小家电线下市场集中度高于线上市场, 苏泊尔市占率稳步提升 .....	16
图 27: 厨房小家电各细分品类线上均价都有所下滑 .....	17
图 28: 新兴品类与传统品类线下均价变动出现分化 .....	17
图 29: 2020 年 IH 型电饭煲销售额已占线下电饭煲总销售额的 72% .....	18
图 30: 2020 年苏泊尔在线下 IH 型电饭煲市场中的占有率达 37%, 位居行业第二 .....	18
图 31: 苏泊尔电饭煲线上市场占有率稳居行业第二 .....	19
图 32: 苏泊尔电压力锅线上市场占有率稳居行业前二 .....	19
图 33: 公司电饭煲线上均价处于行业领先地位 .....	19

图 34：公司电压力锅线上均价处于行业领先地位.....	19
图 35：2016 年以来，公司厨电品类线上市占率稳步提升 .....	20
图 36：公司油烟机产品定位于中低端，线上均价较低.....	20
图 37：公司燃气灶产品定位于中低端，线上均价常年低于行业平均售价 .....	20
图 38：公司消毒柜产品定位于中端，产品线上均价接近行业平均售价.....	20
图 39：公司家居生活电器各细分品类线上市占率逐年提升.....	21
图 40：苏泊尔 2021 年 6 月淘系平台吸尘器销售额同比提升 273%.....	21
图 41：公司线下布局根基稳固，线下门店遍布全国 .....	21
图 42：苏泊尔厨房小家电线上市场占有率逐年稳步提升 .....	22
图 43：苏泊尔传统品类线上市场占有率基本维稳，新兴品类市占率快速提升 .....	22
图 44：公司向 SEB 出售商品获得的收入规模不断扩大，近 9 年年均复合增速达 14% .....	24
图 45：公司承接的 SEB 集团电器业务订单占比逐年增长，2020 年已达 63% .....	24
图 46：SEB 转移向公司的海外订单占其自身订单量的比重自 2016 年起稳步提升.....	24
图 47：通过从 SEB 引进高端品牌，公司已实现厨房领域的中高端品牌覆盖.....	25
表 1：公司自上市以来已先后推出四次股权激励计划.....	12
表 2：2020 年厨房小家电各品类线下市场均有所萎缩，线上市场增速出现分化.....	15
表 3：厨房小家电重要大单品的市场集中度较高，苏泊尔在各大细分领域的市占份额均位于前列 .....	16
表 4：公司传统优势大单品不断实现功能迭代，引领行业发展潮流 .....	18
表 5：顺应渠道与消费者变化趋势，公司开始推进品牌年轻化转型 .....	23
表 6：SEB 先后多次向苏泊尔授权重要专利技术 .....	25
表 7：可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 25 倍 .....	27

# 1 产品版图不断扩张，稳步成长为中国炊具、厨房小家电龙头企业

## 1.1 “电器+炊具”双轮驱动，海内外收入格局稳定

炊具起家，SEB集团控股后产品版图不断扩张，公司已成为中国炊具和厨房小家电龙头企业。苏泊尔成立于1994年，于当年发布中国第一口安全压力锅，并在短期内迅速成长为中国炊具龙头。1998年至2000年间，公司先后成立浙江苏泊尔炊具有限公司、浙江苏泊尔电器有限公司，开始涉足厨房小家电领域。2004年浙江苏泊尔炊具股份有限公司于深交所上市，成为炊具行业首家上市公司。2007年法国SEB国际完成对公司的要约收购，成为实际控制人，公司也开始加速推进厨房小家电转型战略，先后推出创新型电饭煲、电磁炉等产品，逐步成为厨房小家电领域的领先品牌。2014年公司宣布进军环境家居电器领域，进一步拓宽产品矩阵，目前已覆盖炊具、厨房小家电、厨卫电器、家居生活电器四大品类；同时公司还引入了SEB集团旗下LAGOSTINA、KRUPS、WMF等高端品牌，实现了在中国厨房领域中高端品牌的覆盖。凭借在厨房领域多品牌、多品类的前瞻性布局，公司已成长为中国炊具、厨房小家电的综合性龙头企业。

图 1：炊具起家，产品版图不断扩张，公司已成长为全球炊具和厨房小家电龙头企业



资料来源：公司官网，东方证券研究所

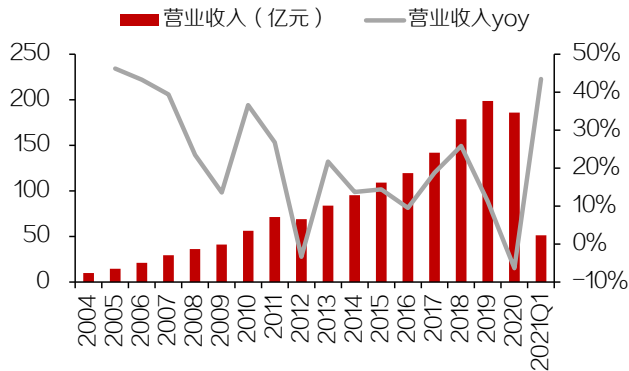
图 2：公司目前已经覆盖炊具、厨房小家电、厨卫电器和家居生活电器四大品类



资料来源：公司官网，东方证券研究所

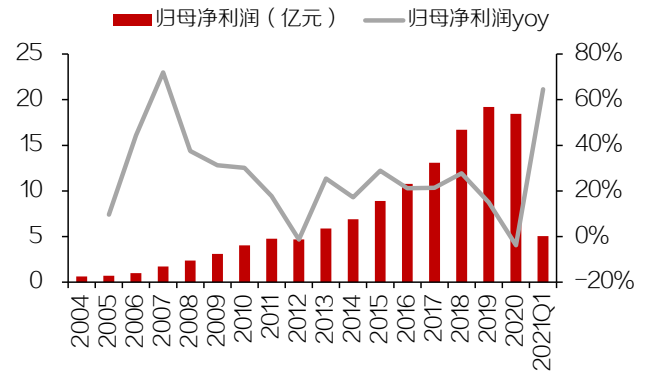
受疫情影响，2020 年公司营收、净利润小幅下滑，目前各项业务已逐步回暖。公司 2020 年实现营业收入 185.97 亿元，同比下滑 6.33%，主要系疫情爆发对公司主营业务造成一定冲击以及新会计准则下公司将符合销售抵减性质的应付客户费用抵减营业收入，导致营业收入小幅下滑（旧准则下主营业务收入同比下降 1.25%）；同期公司实现归母净利润 18.46 亿元，同比下滑 3.84%。疫情得到控制后，公司各项业务逐步回暖，2021 年一季度公司实现营业收入、归母净利润 51.36 亿元、5.05 亿元，分别同比增长 43.42%、64.59%，已基本与 2019 年一季度收入、利润水平持平。

**图 3：公司 2020 年营业收入小幅下滑 6%，2021 年一季度营业收入同比增长 43%**



资料来源：公司公告，东方证券研究所

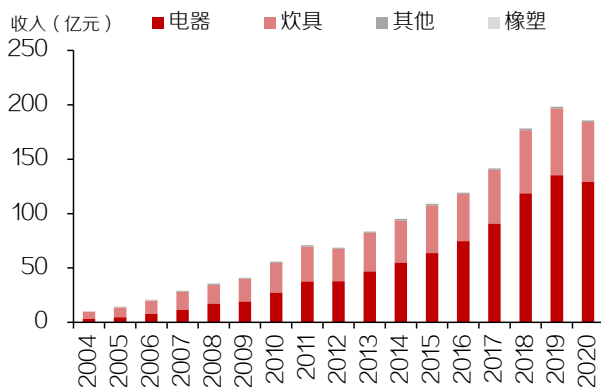
**图 4：公司归母净利润 2020 年小幅下滑 4%，2021 年一季度归母净利润同比增长 65%**



资料来源：公司公告，东方证券研究所

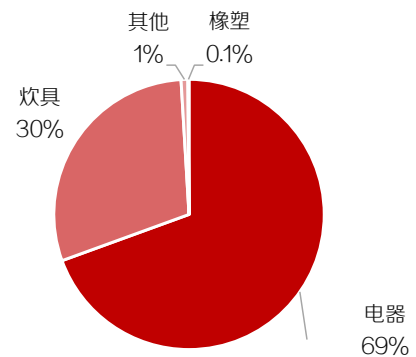
以炊具为起点，公司已逐步形成“电器+炊具”双轮驱动的业务格局。公司以炊具起家，上市之初炊具为最主要的收入来源，2004 年炊具收入占公司总收入的 68.28%。随着公司厨房小家电、厨卫电器品类拓展的顺利推进，目前公司已形成“电器+炊具”双轮驱动的收入格局，2020 年公司电器、炊具收入分别为 129.15 亿元、55.06 亿元，近 3 年年均复合增速分别为 12.47%、3.57%，分别占公司总收入的 69.44%、29.61%。

**图 5：电器、炊具是公司主要的收入来源**



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 6：2020 年电器、炊具收入占公司总收入的比重分别为 69%、30%**

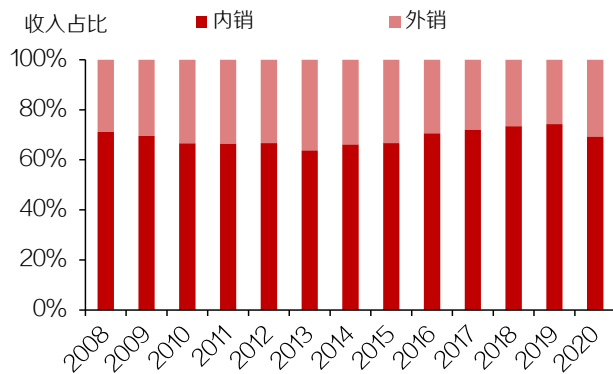


资料来源：公司公告，东方证券研究所

内销为本、外销为辅，公司海内外收入格局基本稳定。公司主营业务分为内外销两个部分，目前以自有品牌销售为主的内销业务仍然占据着公司收入的主导地位，2020 年公司实现内销收入 128.70 亿元，占公司总收入的 69.20%，近 3 年年均复合增速达 8.01%。公司外销收入主要来自于承接

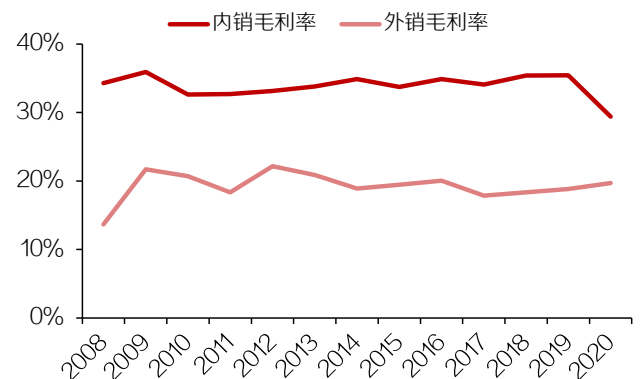
SEB 的海外 OEM 订单，同时也有小部分外销收入来源于自有品牌在东南亚地区的销售，2020 年受疫情影响，海外部分工厂停产，SEB 集团订单的持续转移到国内，得益于此，公司 2020 年实现外销收入 57.27 亿元，同比增长 12.08%，近 3 年年均复合增速达 12.95%，占公司总收入的 30.80%。此外，由于外销业务主要为代工业务，毛利率稳定在 18% 左右，显著低于以自有品牌销售为主的内销业务。

图 7：公司内、外销收入格局较为稳定



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：公司内销业务毛利率常年显著高于外销毛利率

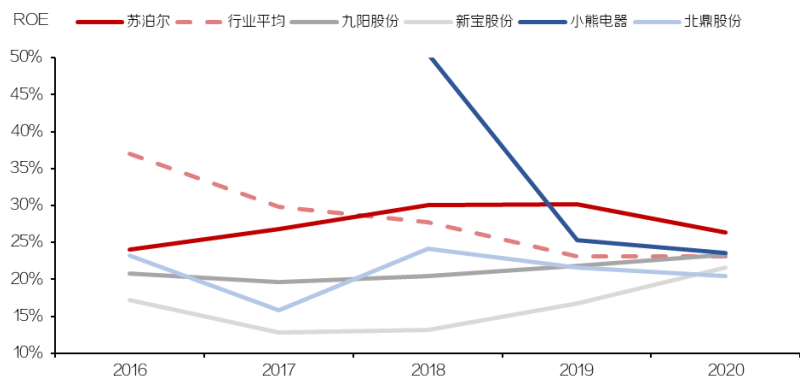


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 杜邦分析：强控费与高周转造就行业领先 ROE 水平

公司 ROE 稳中有升，处于行业领先水平。纵向来看，2016 年以来公司 ROE 水平整体呈现稳中有升的态势，2020 年公司 ROE 为 26.30%，较 2016 年提升 2.25pct；横向来看，公司 ROE 始终处于行业领先水平，高于行业平均水平（23.06%），主要系公司自身费用管控能力出色、资产周转效率高。

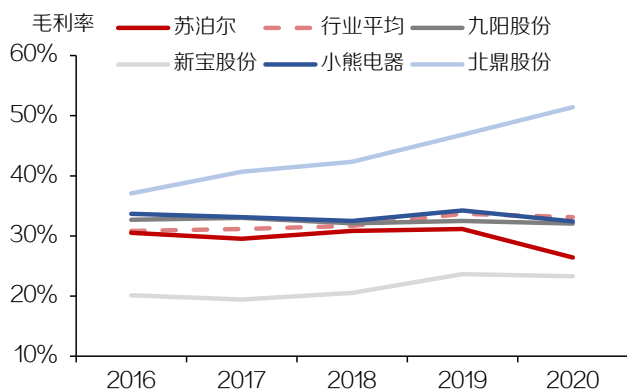
图 9：公司 ROE 处于行业领先水平



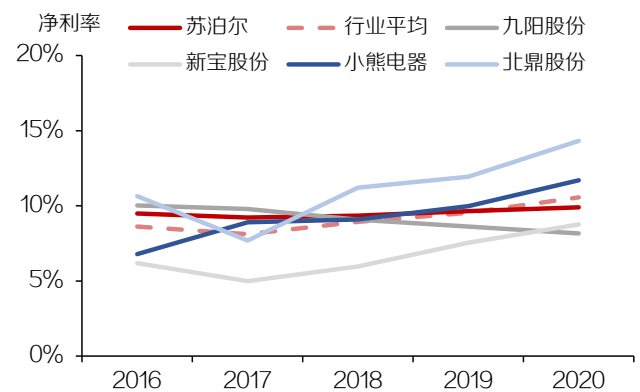
资料来源：公司公告，东方证券研究所



公司盈利能力稳定，常年处于行业中位水平。纵向来看，受益于公司多品类的产品布局，公司盈利水平的波动幅度较小，毛利率、净利率分别稳定在 30%、10%左右，2020 年公司实现毛利率 26.30%（若剔除销售抵减的影响，毛利率为 30.14%），同期实现净利率 9.91%。横向对比来看，受业务模式与产品定位影响，公司毛利率低于以直销为主、产品定位偏高端的北鼎股份，高于以 ODM 业务为主的新宝股份，与以经销为主的小熊电器、九阳股份较为接近，处于行业中位水平。

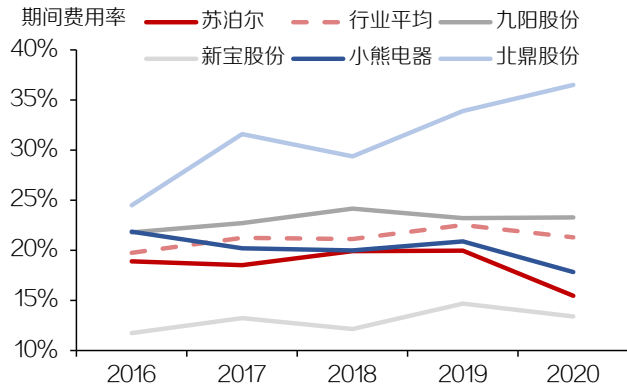
**图 10：公司毛利率处于行业中位水平**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

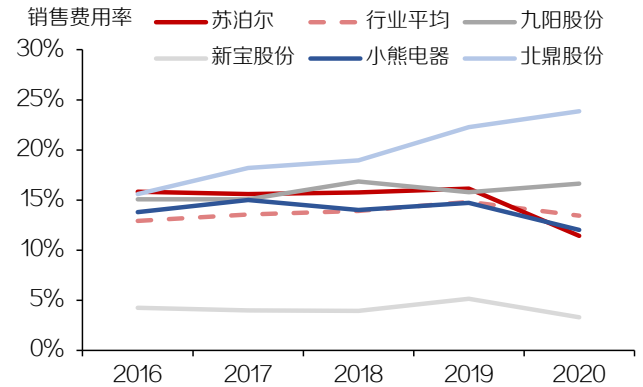
**图 11：公司净利率处于行业中位水平**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

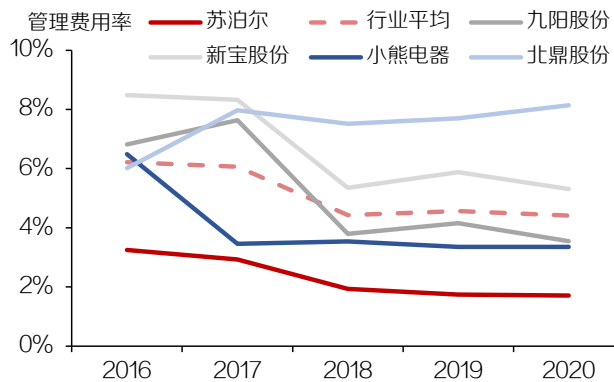
费用管控能力优异，公司期间费用率处于行业较低分位。公司的费用管控能力在行业内处于较高水平，费用端的领先也是公司 ROE 高于可比公司的驱动力之一。除以 ODM 业务为主的新宝股份外，公司期间费用率常年低于其他可比公司，2020 年公司期间费用率为 15.46%，显著低于行业平均费用率（21.29%）。行业内最低的管理费用率与研发费用率是公司费用端优势的主要来源，受益于公司与 SEB 的管理协同与研发共享，公司 2020 年管理费用率、研发费用率分别为 1.71%、2.38%，显著低于行业平均水平（4.41%、3.02%）。销售费用方面，由于公司以自有品牌经销模式为主，因而销售费用率较新宝股份较高，低于以直销模式为主的北鼎股份；随着公司加大线上渠道开拓力度，线上收入占比不断攀升，销售费用率也随之提高，去除销售抵减的影响后，公司 2020 年销售费用率为 15.89%（新准则下为 11.42%），较 2015 年提升 1.41pct。

**图 12：公司期间费用率处于行业较低分位**


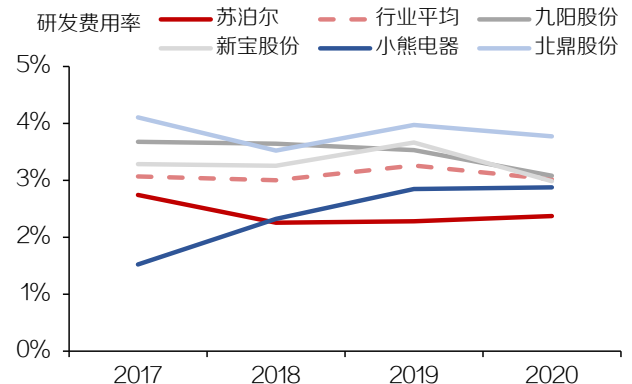
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 13：公司销售费用率处于行业中位水平**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

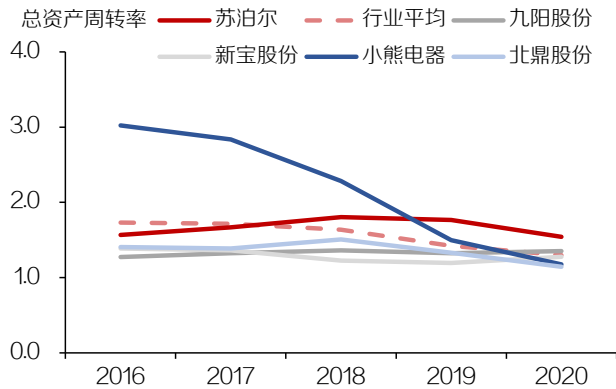
**图 14：公司管理费用率为行业最低**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

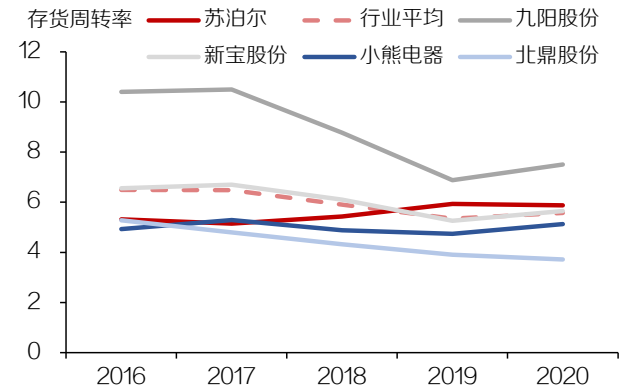
**图 15：公司研发费用率为行业最低**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**营运能力出众，公司总资产周转率处于行业领先水平。**出色的资产周转效率是公司 ROE 行业领先的另一大重要驱动力，公司总资产周转率始终处于行业领先地位，2020 年公司总资产周转率为 1.54（去除销售抵减后为 1.62），高于行业平均水平（1.30）。随着公司逐步拓展线上业务，公司存货周转率也稳中有升，2020 年公司存货周转率为 5.88，较 2016 年提升 0.56。

**图 16：公司总资产周转率处于行业领先水平**


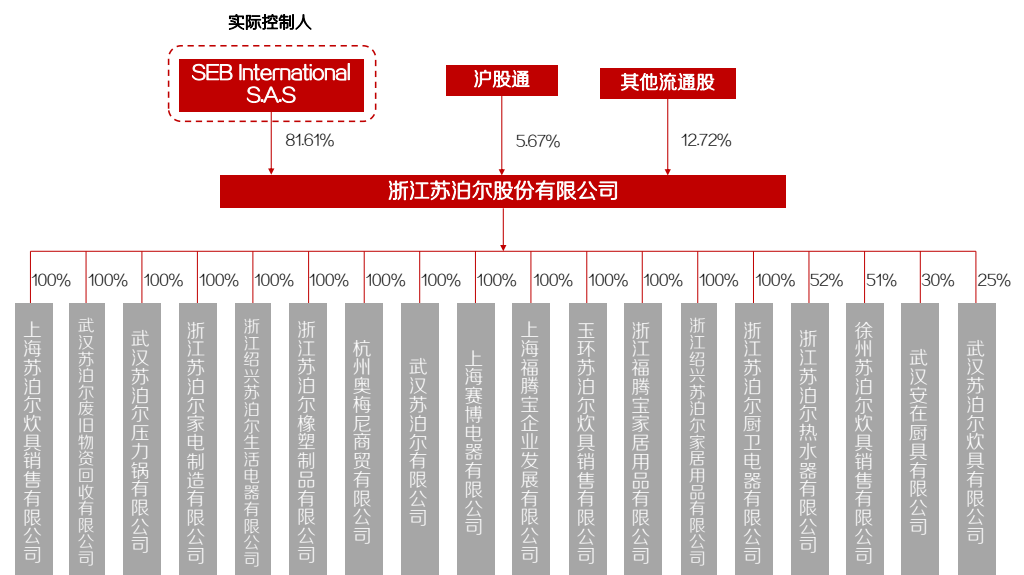
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 17：公司存货周转率处于行业较高分位**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.3 股权结构清晰、稳定，长效激励机制提升公司发展活力

**SEB** 为公司实际控制人，公司股权结构清晰、稳定。截至 2021 年 3 月 31 日法国炊具、小家电制造商 **SEB** 集团直接持有公司 81.61% 的股份，为公司实际控制人。公司股权结构整体较为清晰、稳定，决策效率高。

**图 18：SEB 集团为公司实控人，股权结构清晰、稳定**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

长效激励机制不断为公司注入发展新活力。公司上市以来先后于 2006 年、2012 年、2013 年、2017 年推出股权激励计划，用常态化的激励机制为公司注入发展新活力。以 2017 年底的激励计划为例，激励对象包含公司高级管理人员，总部、各事业部高级管理人员，各事业部、子公司中层管理人员和公司核心业务（技术、财务）人员共 181 人，主要以内销营业收入与内销营业利润为核心考核指标，调动员工积极性，进一步开拓国内市场，目前该激励计划四期解禁条件均已达成。

**表 1：公司自上市以来已先后推出四次股权激励计划**

时间	股票数量（万股）	占当时总股本比例
2006 年 7 月	600	3.41%
2012 年 7 月	275	0.43%
2013 年 12 月	572	0.90%
2017 年 12 月	430	0.52%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 2 产品、渠道、品牌侧灵活应对市场变化，巩固行业领先优势

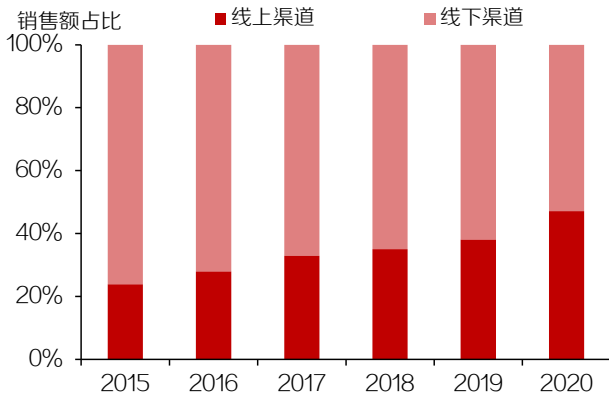
### 2.1 行业：传统品类相对饱和，新兴品类仍有成长空间，行业线上化趋势延续

公司的主营业务集中在炊具与厨房小家电领域，我们认为目前炊具与厨房小家电行业在以下方面存在共性：①传统品类步入生命周期成熟阶段，规模较为稳定；更多新兴长尾品类上市，打开市场天花板，带来增长新驱动力。②渠道端，在顾客消费途径迁移的大背景下，结合品类自身快消属性强、SKU 多的特点，炊具与厨房小家电行业渠道整体加速向线上转移。

#### 炊具线上市场快速发展，新兴长尾品类份额提升，苏泊尔龙头地位稳固

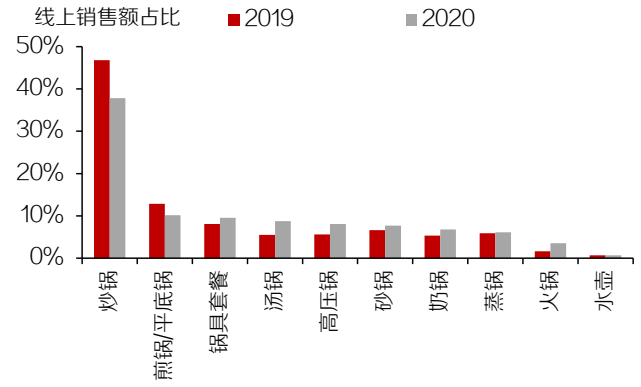
炊具线上市场快速发展，功能型炊具发展潜力大。根据奥维云网的统计数据，2020 年中国炊具市场零售额为 223 亿元，其中线上市场零售额达 105 亿元，同比提升 16%。近年来，以线下市场为主的炊具市场逐渐向线上渠道转移，尤其是在疫情期间，居民居家饮食频率的提高给予了线上炊具市场一个加速发展的契机，2020 年中国炊具线上市场销售额占比已达 47%，同比提升 9pct，较 2015 年提升 23pct。细分品类来看，以炒锅、平底锅为代表的传统炊具线上市场份额减小，2020 年炒锅、平底锅线上市场份额分别同比下滑 9pct、3pct；而以汤锅、奶锅、砂锅为代表的功能更加细化的炊具品类份额有所提升，2020 年汤锅、奶锅、砂锅线上市场份额较 2019 年分别提升 3pct、1pct、1pct。

图 19：炊具行业线上渠道占比逐年提升，已超过 40%



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

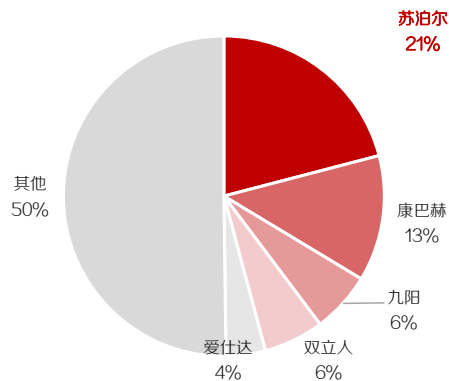
图 20：炊具线上渠道中，传统炊具份额减少，功能型炊具份额有所提升



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

烹调用具市场集中度仍有提升空间，苏泊尔龙头地位稳固。炊具行业具有细分行业繁多、单个行业规模较小的长尾特征，近年来不断有新品牌涌入，奥维云网的统计数据显示 2020 年线上在销的炊具品牌达 3112 个，较 2019 年同比增长 74%，因而行业目前集中度相对较低，仍有较大的提升空间，根据淘系平台的统计数据（2020 年 7 月至 2021 年 6 月），烹调用具行业零售额 CR5 为 50%。苏泊尔作为炊具行业龙头，同期在淘系平台上的市占率达 21%，较第二名高出 8pct，龙头地位稳固。细分品类来看，苏泊尔在炒锅、平底锅/煎锅、高压锅等炊具大单品上均有较强的市场竞争力，同期市占率分别为 16%、23%、43%，均处于行业前二。

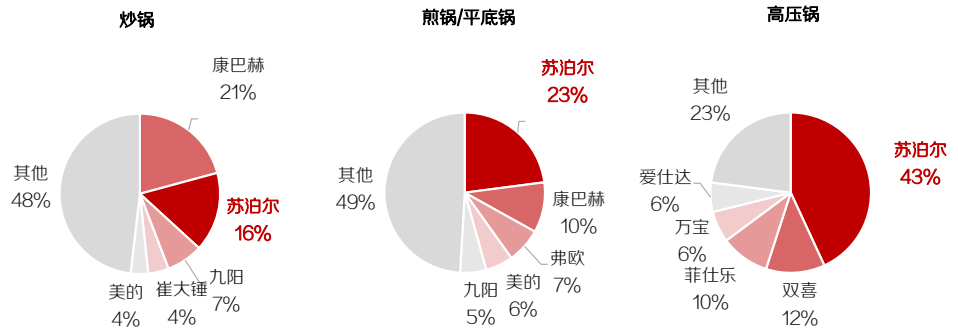
图 21：烹调用具市场集中度仍有提升空间，苏泊尔龙头地位稳固



注：此处采用 2020 年 7 月至 2021 年 6 月淘系平台累计销售额为计算口径

资料来源：淘数据，东方证券研究所

图 22：苏泊尔在几个规模较大的炊具子品类中均占有较高的市场份额

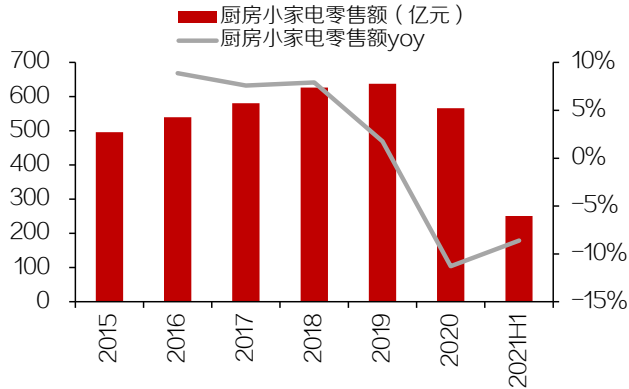


注：此处采用 2020 年 7 月至 2021 年 6 月淘系平台累计销售额为计算口径

资料来源：淘数据，东方证券研究所

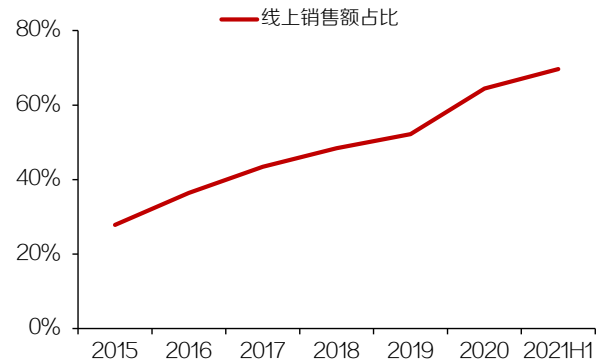
### 厨房小家电行业进入结构性增长期，“美苏九”三足鼎立的格局已形成

厨房小家电行业市场规模趋于稳定，线上渠道已逐步成为最主要的销售渠道。厨房小家电包含电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶等传统品类以及破壁机、煎烤机、养生壶等新兴品类。规模相对较大的传统品类大多已经进入产品成熟期，规模基本维稳；新兴品类规模较小，必选属性较弱，因而行业整体市场规模趋于稳定，根据奥维云网的推总数据，2020 年、2021 年上半年中国厨房小家电行业零售额分别为 566 亿元、251 亿元，同比分别下滑 11%、9%。渠道端，由于厨房小家电快消属性强，具有单价较低，SKU 较多等特点，更加适合在大流量的线上平台进行销售，因而行业渠道向线上快速转移，根据奥维云网的统计数据，厨房小家电线上销售额占比已由 2015 年的 28% 提升至 2021 年上半年的 70%，线上渠道已成为厨房小家电行业的核心销售渠道。

**图 23：厨房小家电行业进入成熟阶段，市场规模趋于稳定**


注：包含电饭煲、电磁炉、电水壶、电压力锅、豆浆机、料理机、榨汁机、煎烤机、养生壶和电蒸炖锅等品类

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**图 24：厨房小家电线上销售额占比逐年提升，已接近 70%**


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

细分品类来看，厨房小家电各品类线下市场规模均有所萎缩，线上市场增速出现分化。在厨房小家电行业整体规模下滑的背景下，除煎烤机、搅拌机市场规模同比增长 42%、1%外，其余各大细分品类市场规模均有所萎缩。线下渠道受疫情影响，终端客流量减少，因而 2020 年所有的细分品类线下市场规模均出现不同程度的下滑，除煎烤机线下规模小幅下滑 10%外，其余几大重要子品类线下规模均同比下滑 20%以上。线上渠道方面，各细分品类呈现出结构性增长的态势，煎烤机、破壁机、搅拌机等新兴品类线上市场增速较高，2020 年分别同比增长 61%、57%、12%，电磁炉、电水壶等传统品类线上市场规模则分别小幅下滑 6%、8%。

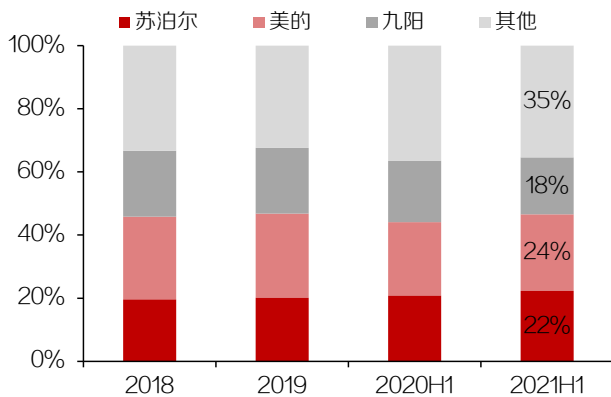
**表 2：2020 年厨房小家电各品类线下市场均有所萎缩，线上市场增速出现分化**

	2020年线上规模 (亿元)	2020年线下规模 (亿元)	2020年总规模 (亿元)	2020年线上规模 同比增速	2020年线下规模 同比增速	2020年总规模 同比增速
电饭煲	85	60	145	7%	-34%	-15%
破壁机	48	55	103	57%	-30%	-6%
电压力锅	38	27	65	4%	-33%	-16%
电磁炉	32	21	52	-6%	-35%	-20%
电水壶	37	11	48	-8%	-46%	-22%
搅拌机	32	9	41	12%	-24%	1%
煎烤机	25	5	30	61%	-10%	42%

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

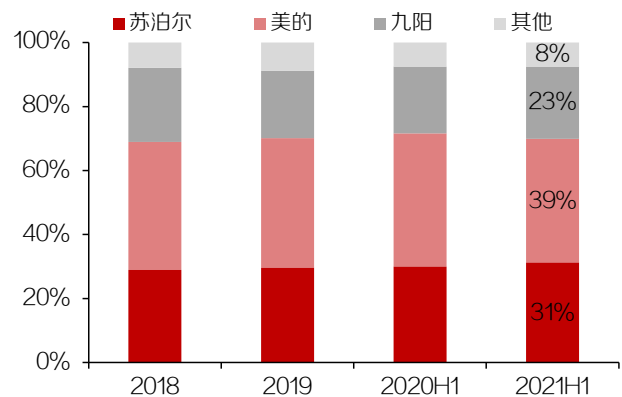
小家电市场“美苏九”三足鼎立，传统大单品市场格局较为稳定。中国小家电行业呈现美的、苏泊尔、九阳三足鼎立的局面，根据奥维云网监测数据显示，2021年上半年中国小家电行业线上、线下零售额CR3分别为65%、92%，头部品牌线下渠道领先优势尤为明显。苏泊尔近3年市场份额稳中有升，2021年上半年苏泊尔线上、线下零售额占比分别为22%、31%，较2018年分别提升3pct、2pct。细分品类来看，电饭煲、破壁机、电压力锅、电磁炉等规模较大的品类集中度相对较高，2020年线上零售额CR5分别达77%、80%、96%、88%；而规模相对较小的品类集中度则相对更低，以电水壶、搅拌机为例，CR5分别达67%、56%。苏泊尔通过前瞻性的多品类布局，在厨房小家电的传统、新兴品类中均有较强的市场竞争力，2020年苏泊尔在电压力锅、电饭煲、电磁炉、电水壶、破壁机、搅拌机等行业的线上市场占有率分别为36%、26%、21%、16%、16%、12%，均位于市场第二。

图 25: 小家电线上市场“美苏九”三足鼎立，苏泊尔市占率逐年提升



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 26: 小家电线下市场集中度高于线上市场，苏泊尔市占率稳步提升



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

表 3: 厨房小家电重要大单品的市场集中度较高，苏泊尔在各大细分领域的市占份额均位于前列

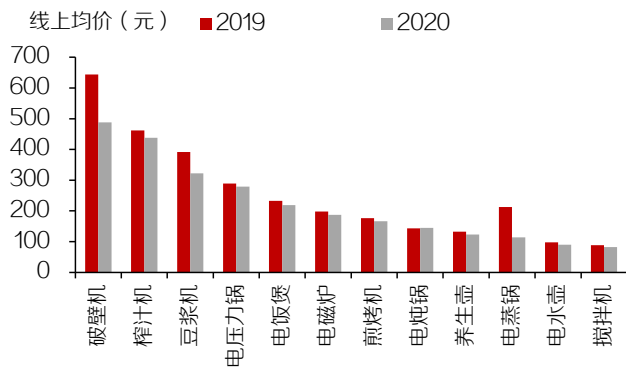
	2020年 线上CR5	2020年 线下CR5	苏泊尔 线上份额	苏泊尔 线上份额排名
电饭煲	77%	94%	26%	第二
破壁机	80%	99%	16%	第二
电压力锅	96%	98%	36%	第二
电磁炉	88%	98%	21%	第二
电水壶	67%	89%	16%	第二
搅拌机	56%	91%	12%	第二

资料来源：奥维云网，东方证券研究所



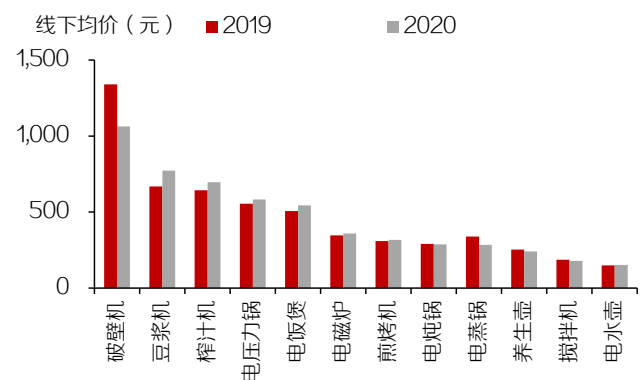
**线上市场价格竞争加剧，线下市场价格出现分化。**厨房小家电产品较为同质，各大品牌同类型产品性能差异不大；与此同时，小家电线上市场新进入品牌较多，可供消费者比较、选择的同类产品也更多，产品同质化的问题在线上市场被进一步放大，因而线上市场价格竞争尤为激烈，根据奥维云网的统计数据，2020年厨房小家电各细分品类线上均价都有所下滑。线下市场方面，传统大单格局稳定，均价稳中有升，以电饭煲、电压力锅、电磁炉为例，三大品类2020年线下均价较2019年分别同比增长8%、5%、3%；以破壁机、电蒸锅、养生壶为代表的新兴品类，由于上市之初溢价较高，随着更多的品牌参与竞争，线下均价也开始下滑，2020年破壁机、电蒸锅、养生壶线下均价同比分别下降21%、16%、5%。

**图 27：厨房小家电各细分品类线上均价都有所下滑**



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**图 28：新兴品类与传统品类线下均价变动出现分化**



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

## 2.2 产品：公司传统品类领先地位稳固，新品类市占率稳步提升

### 传统优势大单品持续迭代、创新，公司领先地位进一步得到巩固

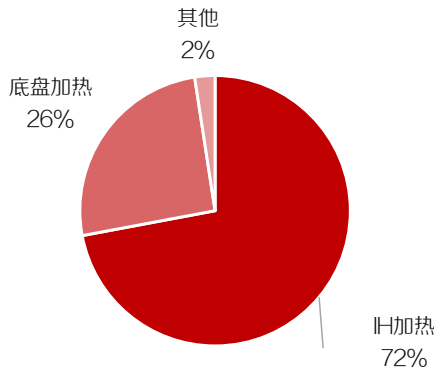
**公司传统优势大单品持续迭代、创新，引领行业发展潮流。**作为国内最早一批自主生产电饭煲、电磁炉、电压力锅等传统厨房小家电的企业之一，公司始终能够先于行业一步，完成对传统大单品的改进与升级，赋予其新的增长活力，引领行业发展潮流。以公司优势品类—电饭煲为例，自2002年发布首台电饭煲以来，公司已对电饭煲产品进行了六次迭代，先后于2013年、2015年和2018年推出球釜IH、蒸汽球釜IH和本釜IH电饭煲，引领中国电饭煲行业内胆与蒸汽革命。IH型电饭煲也成为了线下电饭煲市场的主流产品，根据奥维云网的统计数据，2020年IH型电饭煲销售额已占线下电饭煲总销售额的72%。苏泊尔凭借产品研发、设计上的先发优势，率先享受新品类红利，2020年苏泊尔在线下IH型电饭煲市场中的占有率达37%，仅次于美的集团，稳居行业第二。

**表 4：公司传统优势大单品不断实现功能迭代，引领行业发展潮流**

						
产品类型	公司首台电饭煲	Y4陶晶内胆电饭煲	IH电饭煲	球釜IH电饭煲	蒸汽球釜IH电饭煲	本釜IH电饭煲
上市时间	2002年	2005年	2011年	2013年	2015年	2018年

资料来源：公司官网，东方证券研究所

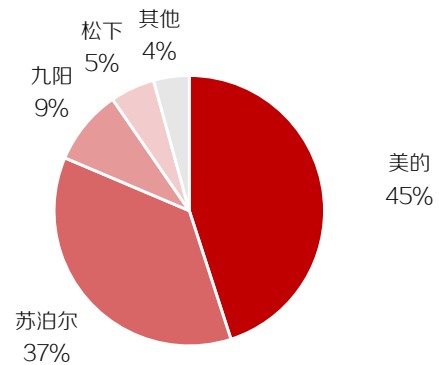
**图 29：2020 年 IH 型电饭煲销售额已占线下电饭煲总销售额的 72%**



注：市占率采用线下销售额口径

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

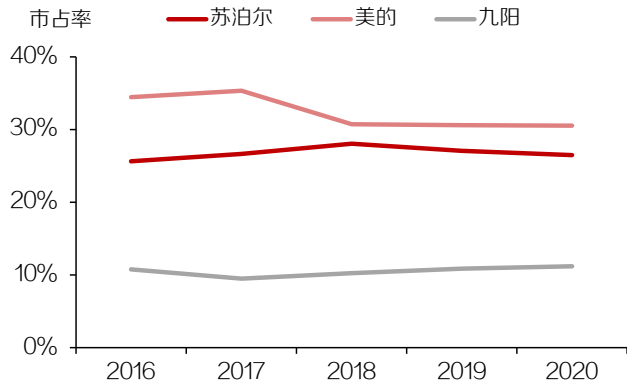
**图 30：2020 年苏泊尔在线下 IH 型电饭煲市场中的占有率达 37%，位居行业第二**



注：市占率采用线下销售额口径

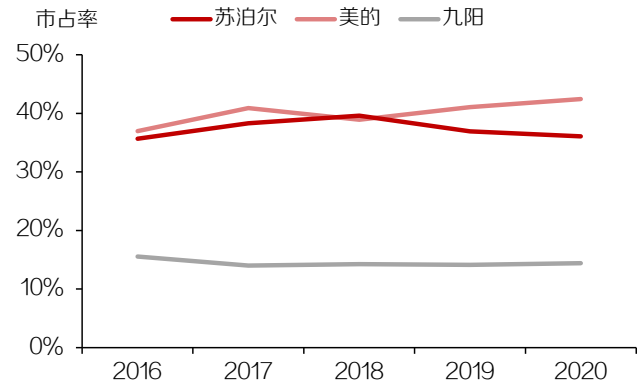
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**公司传统大单品领先地位稳固，持续享有产品溢价。**公司早年以炊具为起点，依托于强大的产品力与渠道力，迅速成为厨房小家电龙头企业；而后公司通过推出引领行业潮流的创新型产品，不断巩固自身在传统品类上的领先优势。以电饭煲、电压力锅为例，公司 2020 年在电饭煲、电压力锅线上市场的占有率分别为 27%、36%，与 2016 年基本持平。持续的行业领先地位使得公司品牌知名度不断提升，2016 年以来持续保持尼尔森“小家电无提示知名度排行榜”首位，品牌溢价能力强；与此同时公司推出的差异化新品定价较高，因而公司传统品类均价始终处于行业领先水平。以电饭煲、电压力锅为例，2020 年公司电饭煲、电压力锅线上均价分别为 250 元、321 元，较行业均价高出 14%、15%，尤其是电压力锅线上均价在行业整体均价下滑的背景下，逆市同比小幅增长 1%。

**图 31：苏泊尔电饭煲线上市场占有率稳居行业第二**


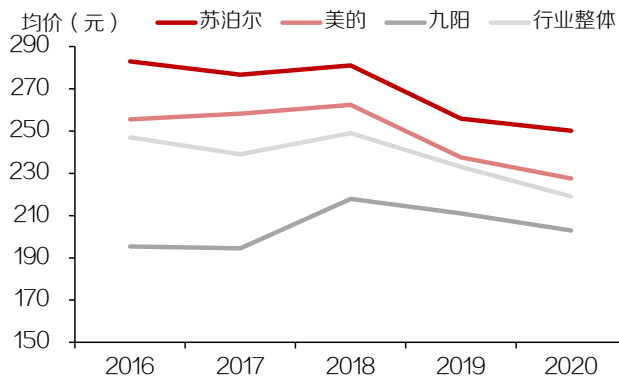
注：市占率采用线上销售额口径

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

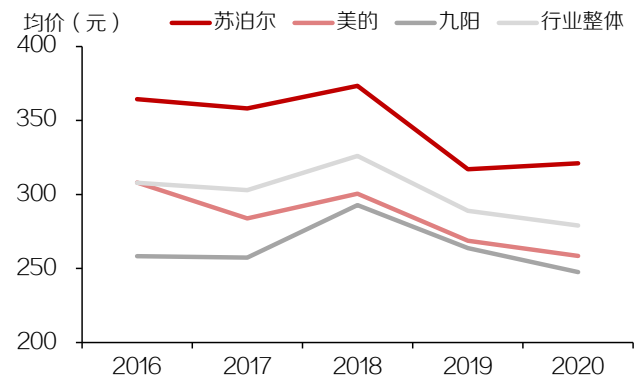
**图 32：苏泊尔电压力锅线上市场占有率稳居行业前二**


注：市占率采用线上销售额口径

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**图 33：公司电饭煲线上均价处于行业领先地位**


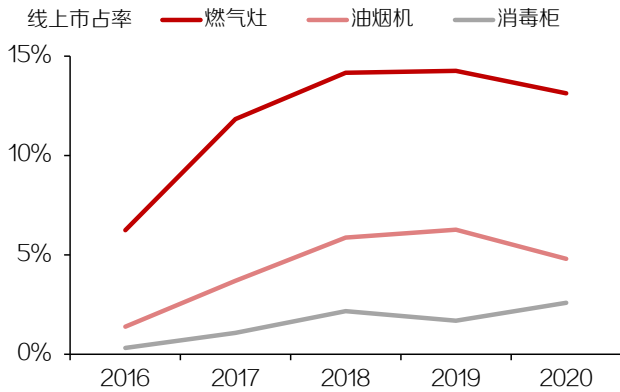
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**图 34：公司电压力锅线上均价处于行业领先地位**


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

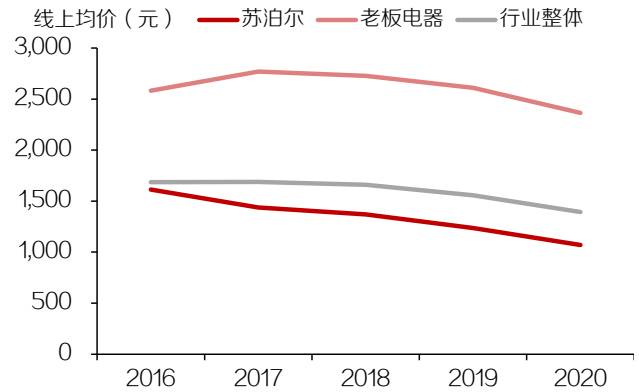
### 平价策略奏效，公司新品类市占率稳步提升

平价策略打开线上市场，公司厨卫电器市占率稳步提升。公司于 2005 年开始布局厨卫电器领域，起初由于厨卫电器渠道与公司传统优势品类销售渠道差异较大，推广进展相对缓慢。近年来厨卫电器市场渠道线上化的趋势为公司提供了新的发展契机，公司从线上市场着手，将产品定位于中低端，主推高性价比产品，根据奥维云网的统计数据，2020 年公司油烟机、燃气灶的线上产品均价分别为 1070 元、531 元，较行业平均售价均低 23%。平价策略迅速打开线上市场，公司在燃气灶、油烟机等细分领域市占率不断提升，2020 年公司燃气灶、油烟机、消毒柜在线上市场的占有率分别为 13%、5%、3%，较 2016 年提升 7pct、3pct、2pct。

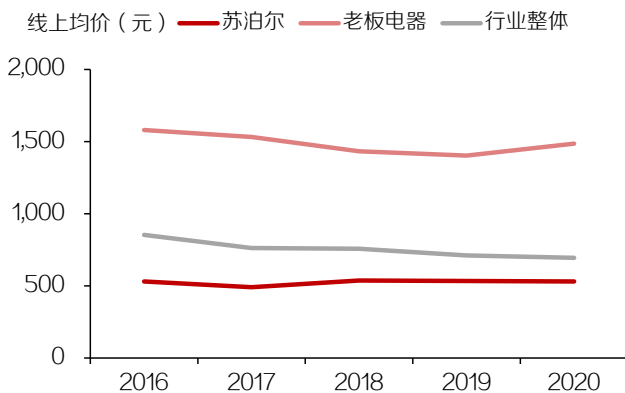
**图 35：2016 年以来，公司厨电品类线上市占率稳步提升**


注：市占率采用线上销售量口径

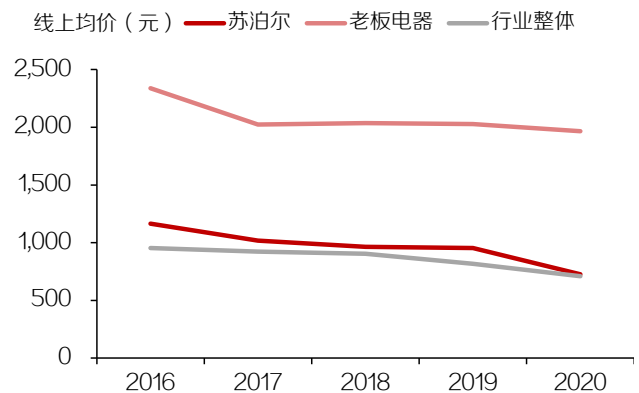
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**图 36：公司油烟机产品定位于中低端，线上均价较低**


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**图 37：公司燃气灶产品定位于中低端，线上均价常年低于行业平均售价**


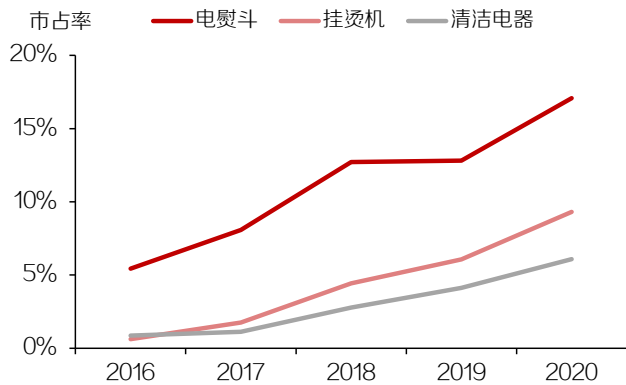
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**图 38：公司消毒柜产品定位于中端，产品线上均价接近行业平均售价**


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

持续拓展家居生活电器领域，多个子品类已具备一定市场竞争力。自 2014 年进军家居生活电器领域以来，公司以电熨斗、挂烫机、吸尘器为首的多个细分品类稳步发展，已具备一定的市场竞争力。根据中怡康的统计数据，2020 年苏泊尔挂烫机线下市场份额达 33%，龙头地位稳固；根据奥维云网的数据，同期苏泊尔挂烫机的线上市场份额达 9%，位居行业第二。此外，公司积极布局增长空间广阔的清洁电器赛道，以低价吸尘器作为着手点入局；在市占率稳步提升后，公司于 2021 年推出售价高于 1500 元的吸拖一体吸尘器，进一步巩固发展势头。根据淘数据公布的统计数据，苏泊尔 2021 年 6 月在淘系平台上的吸尘器销售额已同比提升 273%。

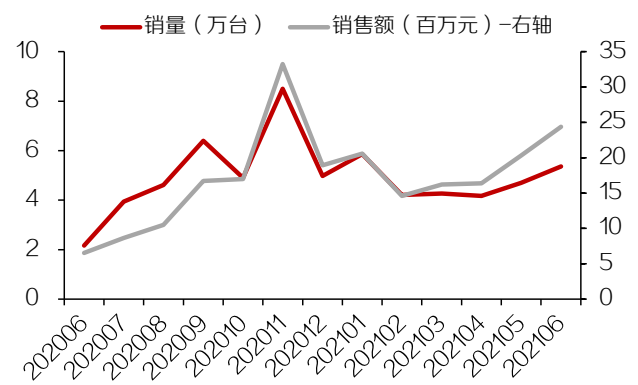
图 39：公司家居生活电器各细分品类线上上市占率逐年提升



注：市占率采用线上销售额口径

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 40：苏泊尔 2021 年 6 月淘系平台吸尘器销售额同比提升 273%

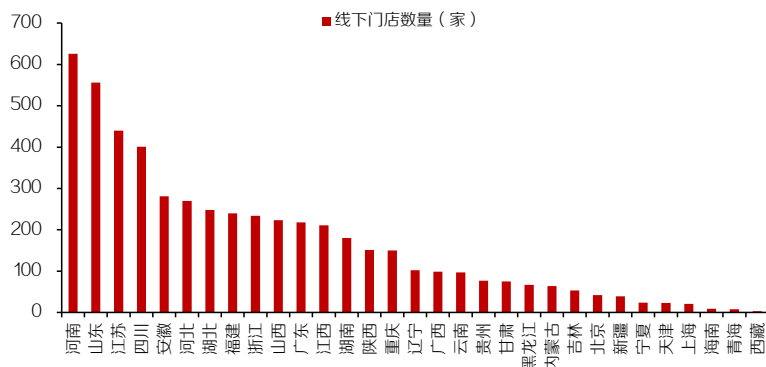


资料来源：淘数据，东方证券研究所

### 2.3 渠道：线下渠道根基稳固，线上渠道竞争力稳步增强

**渠道下沉进展顺利，公司线下渠道根基稳固。**公司是行业内线下布局最广、渠道下沉最深的企业之一，根据百度地图的搜索数据，截至 2021 年年中，公司线下门店已覆盖全国所有省份，合计共开设 5232 家线下门店。受益于二十多年的线下深耕，公司已建立起了立体化的线下渠道结构，在一、二线城市以大型连锁超市、KA、NKA 为主，产品覆盖率较高；三、四线市场方面，公司于 2008 年开始推进渠道下沉，主要以传统分销为主，同时也会跟随本土卖场下沉到三、四线城市，在那些第三方卖场覆盖率较低的区域，公司会设立兼具售后服务功能的生活馆作为补充。根据公司调研公告所示，公司在三、四线城市的布局于 2016 年基本完成，目前正处于提升效率、发展能力的阶段。

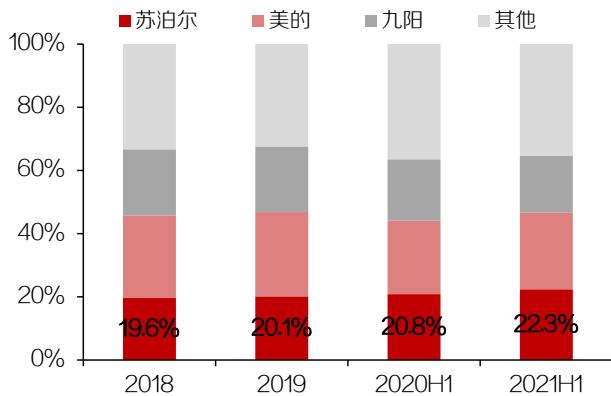
图 41：公司线下布局根基稳固，线下门店遍布全国



资料来源：百度地图，东方证券研究所

顺应行业趋势，加速建设电子商务渠道，公司线上市场竞争力稳步增强。近年来为了适应消费者购买途径的衍变，公司持续优化渠道布局，加大线上渠道建设力度，积极拥抱直播带货、社交电商等线上销售新模式。目前线上已成为公司最主要的销售渠道，根据 SEB 的年度公告，2020 年苏泊尔线上收入占比已达 62%，较 2019 年提升 9pct。公司线上市场的占有率也在逐年稳步提升，2021 年上半年公司在厨房小家电线上市场的占有率为 22%，较 2018 年提升 3pct。以电饭煲、电压力锅、电磁炉、电水壶为代表的传统厨房小家电线上市场占有率基本维稳，破壁机、料理机等新兴品类的市场竞争力持续提升，成为公司线上渠道增长新动力，2020 年公司破壁机、料理机在线上市场的占有率分别为 16%、14%，较 2017 年提升 12pct、11pct。

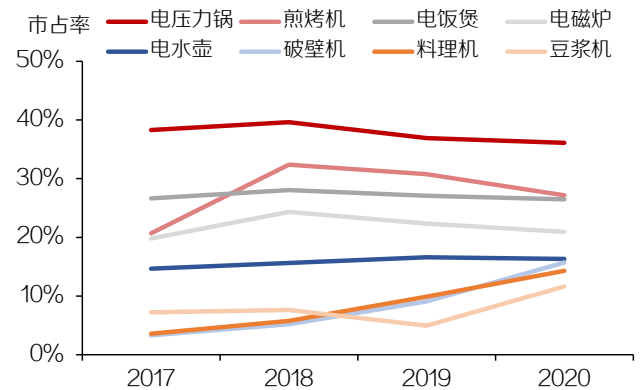
图 42：苏泊尔厨房小家电线上市场占有率逐年稳步提升



注：市占率采用线上销售额口径

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 43：苏泊尔传统品类线上市场占有率基本维稳，新兴品类市占率快速提升



注：市占率采用线上销售额口径

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

## 2.4 品牌：顺应行业变化趋势，持续推进品牌年轻化转型

顺应渠道与消费者变化趋势，逐步推进品牌年轻化转型。早年公司销售以线下渠道为主，定位于 70 后、80 后的消费者，因而一直致力于打造“高品质”、“值得信任”的品牌形象，先后通过冠名《舌尖上的中国 II》、《我爱妈妈》、《风味人间》等大热栏目，加深消费者对苏泊尔“品质”、“创新”的品牌感知。近年来，行业渠道整体向线上转移，更多热衷于高颜值小家电的 90、95 后消费者涌入市场，顺应这一变化趋势，公司于 2020 年开始推进品牌年轻化战略，通过签约新生代顶流明星、推出大热 IP 联名产品以及参与天猫超级品牌日等方式，结合包含更多长尾品类的多元化产品矩阵，提升年轻消费者对于品牌的关注度和购买意愿。

**表 5：顺应渠道与消费者变化趋势，公司开始推进品牌年轻化转型**

年份	品牌建设内容
2014 年	冠名《舌尖上的中国 II》栏目，并以“舌尖上的苏泊尔”为主题进行线上线下整合营销 独家冠名中央电视台《我爱妈妈》栏目
2015 年	以“了不起的味道”为主题进行商业推广和传播 尼尔森研究报告显示，苏泊尔“高品质”和“值得信任”的形象深入人心
2016 年	尼尔森研究报告显示，消费者对苏泊尔“创新和智巧点”感知明显
2017 年	实施“有家就有苏泊尔”年度传播主题 启用全新品牌代言人张钧甯
2018 年	赞助大热美食 IP《风味人间》
2019 年	公司通过搭建苏泊尔会员中心平台，实现品牌自有用户的经营和管理 签约新生代一线明星王源成为品牌代言人
2020 年	积极推动 IP 营销，推出小黄人、哆啦 A 梦、吃豆人、敦煌等热门 IP 联名产品 参与天猫超级品牌日等活动，助力品牌形象年轻化和电商销售

资料来源：公司公告，东方证券研究所

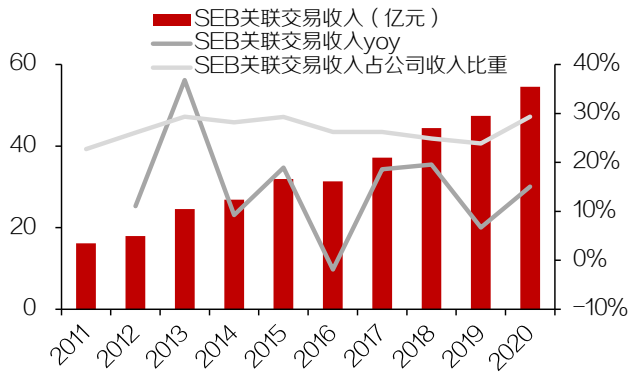
### 3 借力 SEB 集团，公司综合实力有望稳步提升

SEB 集团是国际领先的炊具和厨房小家电企业，与苏泊尔的业务存在明显的协同，自 2007 年完成对公司的要约收购后，SEB 进一步推进了与公司的深度合作，我们认为 SEB 有望于以下三大层面进一步提升公司的综合实力：①SEB 集团全球订单持续转移至公司，助力公司外销收入增长，进一步提升规模效应。②日常经营方面，公司不断推进与 SEB 在技术、生产、管理层面的深度融合，有效降低采购成本、提升生产、经营效率。③公司已从 SEB 引进 LAGOSTINA、KRUPS、WMF 等高端品牌，补足自身高端市场空缺，实现了在厨房领域的中高端品牌全覆盖。

#### 3.1 国际订单持续转移，提升公司生产规模效应

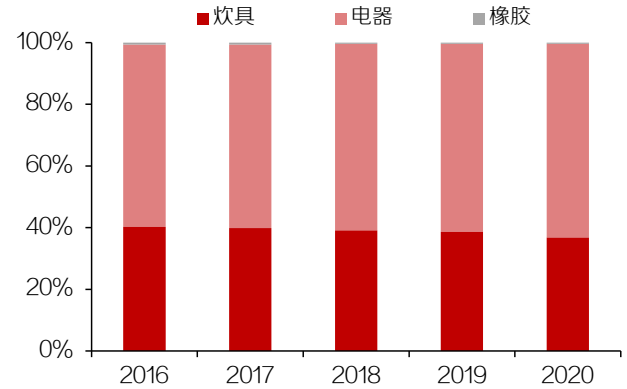
**SEB 持续向公司转移订单，提升公司生产规模效应。**公司作为 SEB 旗下重要的子公司，目前共拥有玉环、武汉、杭州、绍兴和越南胡志明 5 大研发生产基地，每年承接大规模的 SEB 海外订单。以成本口径测算，公司接收的 SEB 海外订单量占 SEB 总订单量的比重自 2016 年起稳步提高，2020 年已达 17%，同比提升 2pct，较 2016 年提升 6pct，基于 SEB 成本竞争力战略，公司在 SEB 体系内的重要性不断提升。与此同时，SEB 向公司转移的海外订单也成为了公司过去、未来营收增长的稳定来源，2020 年公司通过向 SEB 出售商品获得的收入为 54.55 亿元，占公司总收入的 29%，近 5 年年均复合增速达 11%；根据公司 2021 年度日常关联交易预计公告，2021 年公司预计向 SEB 销售商品获得收入 66.65 亿元，同比增长 16%，转移订单规模有望加速提升。来自于 SEB 的海外订单为公司提供了收入增长的稳定来源，有望进一步提升公司规模效应，增强公司逆周期成长的能力。

**图 44：公司向 SEB 出售商品获得的收入规模不断扩大，近 9 年年均复合增速达 14%**



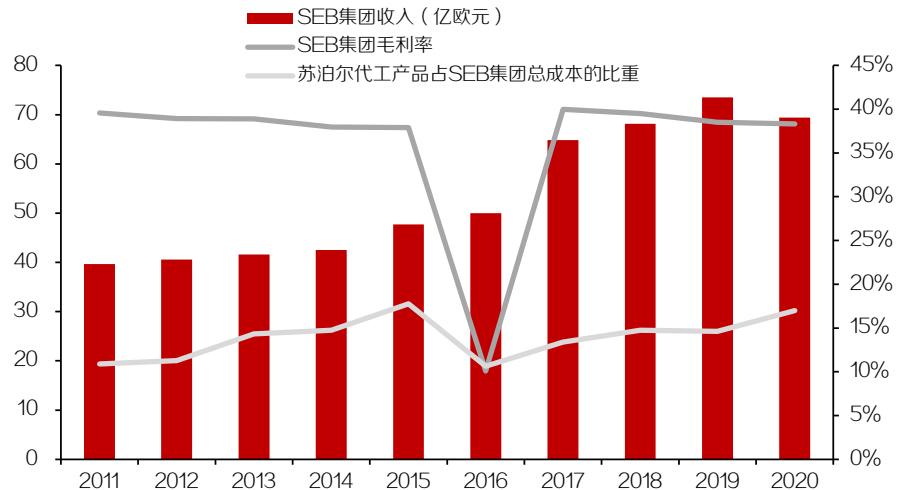
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 45：公司承接的 SEB 集团电器业务订单占比逐年增长，2020 年已达 63%**



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 46：SEB 转移向公司的海外订单占其自身订单量的比重自 2016 年起稳步提升**



注：订单量占比采用成本口径，即苏泊尔向 SEB 销售商品的收入/SEB 当年总营业成本

资料来源：SEB 公告，公司公告，东方证券研究所

### 3.2 SEB 融合项目助力公司有效提升生产、经营效率

**SEB 融合项目持续深化，公司生产、经营效率有效提升。**自控股以来，SEB 集团先后多次在技术层面给予公司一定的协助。2007 年，苏泊尔在 SEB 的技术支持下，推出了“无涂层不生锈”铁锅，有效解决中国消费者痛点，迅速成为爆款产品。2009 年，公司又从 SEB 引进红点专利技术，并应



用到炒锅上，推出第一代无油烟炒锅。受益于同母公司的研发合作与专利转让，公司研发支出占总收入的比重始终低于同业可比公司，费用端优势明显。在技术层面的协助以外，SEB 还会定期组织管理人员交流、培训，同时将公司纳入其全球采购体系，利用采购的协同效应降低公司的采购成本，规避原材料价格波动风险，全方位、多角度地提升公司综合竞争实力。

**表 6：SEB 先后多次向苏泊尔授权重要专利技术**

时间	专利提供方	专利技术
2009/1/21	TEFAL S.A.S	《具有由可变色装饰层覆盖的表面的加热体》发明专利
2013/12/29	SEB SA	《设有弹性安全阀的用于在压力下蒸煮食物的家用器具》等 5 项发明专利
2014/7/23	ROWENTA FRANCE SAS	《空气净化器除甲醛技术》等 2 项发明专利
2016/4/25	ETHERA	空气净化器颗粒相关技术

资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.3 引入 SEB 高端子品牌，完善中高端品牌布局

公司先后引进多个 SEB 高端子品牌，完善国内市场总高端品牌布局。苏泊尔品牌定位于中端市场，无法有效地覆盖高端厨房领域，自 SEB 完成控股以来，公司先后引进了 SEB 旗下的 LAGOSTINA、KRUPS、WMF 等高端厨具品牌，完善了中国市场的中高端品牌矩阵。公司在引入高端品牌后，迅速对品牌、渠道进行整合，通过渠道、经销商和内部组织人员协同降低成本，提升效率与产品竞争力。据公司公告披露，在 2017 年完成对 WMF 品牌中国消费品业务的收购后，公司已成功实现 WMF 中国业务的扭亏为盈，有效提升其在高端炊具领域的市场份额。

**图 47：通过从 SEB 引进高端品牌，公司已实现厨房领域的中高端品牌覆盖**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 炊具和电器业务是公司最主要的收入来源。通过对内销市场中各品类行业规模、公司市占率以及外销市场中 SEB 转移订单进行预测，我们预计 2021-2023 年公司炊具收入同比增速分别为 13.72%、13.24%、12.64%，电器收入同比增速分别为 13.16%、10.30%、8.97%；我们假设橡塑 2021-2023 年收入同比增速分别为-17.27%、0%、0%，其他业务收入同期保持 10%的增速。
- 2) 伴随公司新品不断迭代，高毛利的线上渠道占比持续提升，毛利率仍有提升空间；同时考虑到低毛利的 SEB 转移订单不断增加以及大宗原材料涨价的影响，我们预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 26.31%、26.52%、26.26%。
- 3) 考虑到公司线上渠道占比提升、费用投放力度有所增加，假设 2021 年公司销售费用率将同比小幅提升至 11.59%，2022-2023 年与 2021 年持平；我们预计 2021-2023 年公司管理费用率稳定在 1.61%，研发费用率分别为 2.22%、2.22%、2.10%。
- 4) 假设 2021-2023 年公司所得税率维持在 16.00 %。

#### 盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>电器</b>					
销售收入（百万元）	13,524.4	12,914.5	14,614.4	16,119.2	17,565.3
增长率	14.0%	-4.5%	13.2%	10.3%	9.0%
毛利率	29.7%	24.6%	24.9%	25.4%	25.5%
<b>炊具</b>					
销售收入（百万元）	6,139.1	5,506.5	6,262.2	7,091.2	7,987.5
增长率	5.5%	-10.3%	13.7%	13.2%	12.6%
毛利率	35.0%	31.2%	30.0%	29.4%	28.4%
<b>橡塑</b>					
销售收入（百万元）	18.0	25.3	20.9	20.9	20.9
增长率	5.1%	40.4%	-17.3%	0.0%	0.0%
毛利率	22.4%	23.8%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	172.0	150.7	165.8	182.3	200.6
增长率	15.5%	-12.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	13.3%	9.6%	11.5%	11.5%	11.5%
<b>合计</b>	<b>19,853.5</b>	<b>18,596.9</b>	<b>21,063.2</b>	<b>23,413.6</b>	<b>25,774.3</b>
增长率	11.2%	-6.3%	13.3%	11.2%	10.1%
综合毛利率	31.2%	26.4%	26.3%	26.5%	26.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们采用相对估值法对公司进行估值。本篇报告分别选取了 JS 环球生活、VESYNC、小熊电器、新宝股份、北鼎股份以及石头科技等主营厨房及家居环境电器的家电企业以及主营炊具业务的

爱仕达作为可比公司。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.60、23.21、25.08 亿元，对应的 EPS 分别 2.52、2.84、3.07 元。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 25 倍，考虑到公司作为中国炊具及厨房小家电龙头企业，内销方面产品、渠道、品牌侧灵活调整应对市场变化，巩固领先优势；外销方面 SEB 全球订单持续转移驱动收入稳健增长，集团赋能下公司综合竞争力有望进一步提升，我们给予公司 2021 年 25 倍市盈率估值，对应目标价 63.05 元，首次给予“增持”评级。

**表 7：可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 25 倍**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)					市盈率					一致预期净利润增速	
		2021年7月26日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2022E	2023E
JS环球生活*	1691.HK	19.56	0.04	0.10	0.12	0.15	0.17	66.27	24.21	21.30	16.64	14.83	28.0%	12.3%
VESYNC*	2148.HK	10.00	0.01	0.07	0.06	0.09	0.13	235.45	19.04	20.27	13.59	9.89	49.1%	37.6%
爱仕达	002403.SZ	7.47	0.37	0.29	0.28	0.33	0.00	20.31	25.49	26.71	22.96		16.3%	
小熊电器	002959.SZ	52.85	2.23	2.74	3.19	4.00	4.90	23.65	19.26	16.57	13.21	10.78	25.4%	22.5%
新宝股份	002705.SZ	21.26	0.86	0.86	1.59	1.93	2.23	24.79	24.79	13.35	11.03	9.55	21.0%	15.5%
北鼎股份	300824.SZ	22.29	0.40	0.40	0.58	0.77	0.96	55.26	55.26	38.43	29.13	23.11	32.0%	26.1%
石头科技	688169.SH	1090.00	15.66	20.54	27.24	35.35	45.17	69.62	53.06	40.02	30.83	24.13	29.8%	27.7%
	最大值							235.45	55.26	40.02	30.83	24.13	49.1%	37.6%
	最小值							20.31	19.04	13.35	11.03	9.55	16.3%	12.3%
	平均数							<b>70.76</b>	<b>31.59</b>	<b>25.23</b>	<b>19.63</b>	<b>15.38</b>	<b>28.8%</b>	<b>23.6%</b>
	调整后平均							<b>47.92</b>	<b>29.36</b>	<b>24.66</b>	<b>19.11</b>	<b>14.65</b>	<b>27.2%</b>	<b>23.0%</b>

\*注：JS 环球生活、VESYNC 均为港股上市公司，其股价货币单位为港元，每股收益货币单位为美元，市盈率计算时已根据最新汇率调整至统一货币单位（美元兑港元按 7.7676 计算）

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- **集团订单增长不及预期的风险。**公司收入中约 30%的部分来自于承接 SEB 海外订单、且该比例正持续提升，若 SEB 集团海外销售情况不佳，或将对公司收入规模的增长造成一定影响。
- **行业价格竞争加剧的风险。**目前厨房小家电线上市场价格竞争较为激烈，产品均价有所下滑，若未来行业价格加剧，则将存在公司盈利不达预期的风险。
- **原材料价格大幅上行的风险。**原材料成本占据公司营业成本的比重较高，若未来原材料价格大幅上行、公司终端价格难以实现成本转嫁，公司毛利率或将承压，盈利存在不达预期的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,308	1,720	2,971	3,889	4,856	营业收入	19,853	18,597	21,063	23,414	25,774
应收票据、账款及款项融资	2,984	2,795	3,165	3,518	3,873	营业成本	13,668	13,683	15,522	17,205	19,009
预付账款	279	179	203	226	249	营业税金及附加	124	103	117	130	143
存货	2,248	2,409	2,733	3,029	3,347	营业费用	3,206	2,124	2,442	2,714	2,988
其他	3,012	3,014	3,019	3,024	3,029	管理费用及研发费用	798	759	807	897	957
<b>流动资产合计</b>	<b>9,830</b>	<b>10,117</b>	<b>12,092</b>	<b>13,687</b>	<b>15,354</b>	财务费用	(43)	(9)	(30)	(45)	(57)
长期股权投资	62	64	64	64	64	资产、信用减值损失	41	34	20	19	19
固定资产	909	1,229	1,331	1,301	1,364	公允价值变动收益	5	27	27	27	27
在建工程	215	47	0	50	0	投资净收益	67	64	64	64	64
无形资产	466	462	494	523	551	其他	165	203	166	166	166
其他	366	373	1	0	0	<b>营业利润</b>	<b>2,296</b>	<b>2,197</b>	<b>2,443</b>	<b>2,750</b>	<b>2,972</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,018</b>	<b>2,175</b>	<b>1,890</b>	<b>1,939</b>	<b>1,980</b>	营业外收入	5	19	19	19	19
<b>资产总计</b>	<b>11,848</b>	<b>12,292</b>	<b>13,981</b>	<b>15,626</b>	<b>17,334</b>	营业外支出	27	15	15	15	15
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>2,273</b>	<b>2,200</b>	<b>2,446</b>	<b>2,753</b>	<b>2,976</b>
应付票据及应付账款	3,011	3,252	3,690	4,090	4,518	所得税	358	358	391	441	476
其他	1,965	1,784	1,938	2,085	2,233	<b>净利润</b>	<b>1,916</b>	<b>1,843</b>	<b>2,055</b>	<b>2,313</b>	<b>2,499</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,976</b>	<b>5,036</b>	<b>5,628</b>	<b>6,175</b>	<b>6,751</b>	少数股东损益	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,920</b>	<b>1,846</b>	<b>2,059</b>	<b>2,317</b>	<b>2,504</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.35	2.26	2.52	2.84	3.07
其他	27	19	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>27</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>5,003</b>	<b>5,056</b>	<b>5,628</b>	<b>6,175</b>	<b>6,751</b>						
少数股东权益	8	36	32	27	22	<b>主要财务比率</b>					
实收资本(或股本)	821	821	817	817	817		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	190	(185)	(66)	(66)	(66)	<b>成长能力</b>					
留存收益	5,845	6,604	7,571	8,673	9,810	营业收入	11.2%	-6.3%	13.3%	11.2%	10.1%
其他	(20)	(39)	0	0	0	营业利润	15.9%	-4.3%	11.2%	12.6%	8.1%
<b>股东权益合计</b>	<b>6,845</b>	<b>7,237</b>	<b>8,353</b>	<b>9,451</b>	<b>10,583</b>	归属于母公司净利润	15.0%	-3.8%	11.5%	12.6%	8.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,848</b>	<b>12,292</b>	<b>13,981</b>	<b>15,626</b>	<b>17,334</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	31.2%	26.4%	26.3%	26.5%	26.2%
						净利率	9.7%	9.9%	9.8%	9.9%	9.7%
						ROE	30.1%	26.3%	26.5%	26.1%	25.1%
						ROIC	29.8%	26.0%	26.0%	25.5%	24.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	42.2%	41.1%	40.3%	39.5%	38.9%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.98	2.01	2.15	2.22	2.27
						速动比率	1.51	1.52	1.66	1.72	1.77
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	10.7	8.8	8.4	8.4	8.3
						存货周转率	5.8	5.8	6.0	5.9	5.9
						总资产周转率	1.8	1.5	1.6	1.6	1.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	2.35	2.26	2.52	2.84	3.07
						每股经营现金流	2.11	2.53	2.81	2.64	2.87
						每股净资产	8.37	8.82	10.19	11.54	12.93
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	22.4	23.3	20.9	18.6	17.2
						市净率	6.3	6.0	5.2	4.6	4.1
						EV/EBITDA	17.8	18.1	16.5	14.7	13.6
						EV/EBIT	18.4	18.9	17.2	15.3	14.2

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,916	1,843	2,055	2,313	2,499
折旧摊销	74	99	101	111	119
财务费用	(43)	(9)	(30)	(45)	(57)
投资损失	(67)	(64)	(64)	(64)	(64)
营运资金变动	141	(956)	(152)	(149)	(143)
其它	(287)	1,165	385	(8)	(8)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,733</b>	<b>2,077</b>	<b>2,294</b>	<b>2,157</b>	<b>2,347</b>
资本支出	(339)	(227)	(187)	(160)	(160)
长期投资	(1)	(3)	0	0	0
其他	(526)	79	91	91	91
<b>投资活动现金流</b>	<b>(867)</b>	<b>(151)</b>	<b>(96)</b>	<b>(69)</b>	<b>(69)</b>
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	55	(376)	115	0	0
其他	(1,093)	(1,089)	(1,062)	(1,170)	(1,310)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,038)</b>	<b>(1,465)</b>	<b>(947)</b>	<b>(1,170)</b>	<b>(1,310)</b>
汇率变动影响	6	(39)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(167)</b>	<b>422</b>	<b>1,251</b>	<b>918</b>	<b>967</b>

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)