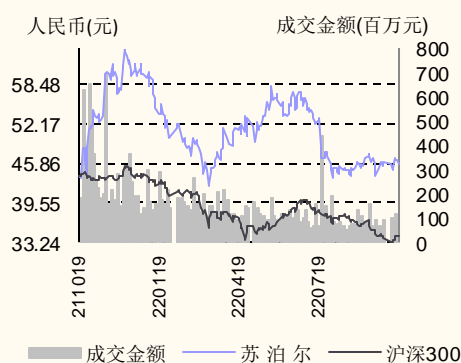


市场价格 (人民币): 45.78 元

目标价格 (人民币): 52.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.09
已上市流通 A 股(亿股)	8.07
总市值(亿元)	370.20
年内股价最高最低(元)	64.18/42.24
沪深 300 指数	3838
深证成指	11188



国内炊具+厨小领导者，内外并举持续进击

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,597	21,585	21,902	24,692	27,261
营业收入增长率	-6.33%	16.07%	1.47%	12.74%	10.41%
归母净利润(百万元)	1,846	1,944	2,097	2,380	2,644
归母净利润增长率	-3.84%	5.29%	7.90%	13.49%	11.09%
摊薄每股收益(元)	2.249	2.404	2.594	2.944	3.270
每股经营性现金流净额	2.53	2.53	2.44	2.85	3.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.64%	25.50%	24.57%	25.08%	25.07%
P/E	34.69	25.89	17.65	15.55	14.00
P/B	8.89	6.60	4.34	3.90	3.51

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内炊具+小家电领导品牌。** 公司从压力锅起家持续丰富炊具品类布局，目前已覆盖炊具、厨房小家电、环境家居电器及厨卫电器品类，且在炊具和厨房小家电领域龙头优势地位突出，GFK 及奥维云网数据显示国内市场 2021 年公司炊具业务稳居市场第一（线下市场份额 48.4%），小家电业务位居市场第二（线上小家电市场份额 21.1%，线下份额 30.1%）。公司经营表现优异，2002-2021 年公司收入和归母净利润均实现 21% 的复合增长。
- 20 年公司发展失速，主要系 1) 炊具业务：20 年疫情扰动影响武汉基地生产；2) 电器业务：错失线上流量及新兴长尾品类红利。短期扰动不改公司长期价值，我们认为公司后续增长驱动力充足：
 - ✓ **内外并重，营收有望保持健康增长。** 内销：现有品类持续创新，巩固炊具与厨房小家电优势地位，且跟进补充长尾与新兴品类，后续将持续丰富清洁、集成灶等新品类产品线，预计 22-24 年内销收入+8%、+13%和+10%；外销：对 SEB 订单依赖度持续提升（21A：94%），国内制造优势突出，公司有望持续承接母公司 SEB 的稳定订单。预计 22-24 年外销收入-10%、+12%和+12%。
 - ✓ **内部优化叠加成本环境改善，盈利能力有望修复向好。** 公司积极推进渠道改革，直营化+一盘货模式有望帮助公司更好贯彻推新卖贵策略，推动产品结构升级优化，助力毛利率稳健向好，1H22 渠道改革和产品升级效果已显现。另外今年以来原材料价格有所回落，料将缓解成本压力，助力盈利能力有所修复。

投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 219.02、246.92、272.61 亿元，同比分别+1.47%、+12.74%、+10.41%，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 20.97、23.80、26.44 亿元，同比分别+7.90%、+13.49%、+11.09%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 18x、16x、14x。我们选取九阳股份等小家电企业作为可比公司并参考历史估值，给予公司 2022 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 52.0 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险

- 新品表现不及预期，行业竞争加剧风险，原材料价格大幅上涨风险，人民币汇率大幅波动风险，关联交易风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人
dengying@gjzq.com.cn

内容目录

1. 从压力锅龙头到炊具+小家电领导品牌	4
2. 2020 年公司发展缘何失速?	4
3. 如何看待公司后续增长驱动力	5
3.1 炊具+厨小电龙头, 积极布局清洁厨卫	5
3.2 加速推进渠道改革, 直营一盘货成效渐显	8
3.3 母公司 SEB 持续赋能, 内外市场均有望受益	9
4. 财务分析: 渠改与产品升级效果显现, 1H22 盈利水平提振	11
5. 盈利预测	13
6. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 2002-2021 年公司营收以 21% 的复合增速扩张	4
图表 2: 2002-2021 年公司归母净利润复合增速+21%	4
图表 3: 2020 年公司炊具业务收入下滑 10%	4
图表 4: 2020 年公司内销收入下滑 13%	4
图表 5: 2017-2019 年武汉苏泊尔占炊具收入比超 64%	5
图表 6: 20 年新兴创意小家电线上销额增速表现亮眼	5
图表 7: 苏泊尔品牌明火炊具线下市场份额保持第一	5
图表 8: 淘系烹饪用具苏泊尔品牌销额排名基本位居第一	5
图表 9: 1H22 线上苏泊尔电饭煲、压力锅等份额居前	6
图表 10: 1H22 线下苏泊尔电饭煲、压力锅等份额居前	6
图表 11: 苏泊尔引领电饭煲技术变革	6
图表 12: 线上电饭煲市场主要品牌销额份额	6
图表 13: 线上电饭煲市场主要品牌均价 (元)	6
图表 14: 1M-9M22 电饭煲线上分价位段销量占比	7
图表 15: 1M-9M22 电饭煲线上分价位苏泊尔销量份额	7
图表 16: 线上空气炸锅市场主要品牌销售额占比	7
图表 17: 线上清洁电器细分品类苏泊尔品牌市场占比	8
图表 18: 线下清洁电器细分品类苏泊尔品牌市场占比	8
图表 19: 线上电饭煲行业及苏泊尔品牌均价同比	8
图表 20: 抖音渠道苏泊尔品牌成交额 (万元) 明显领先主要可比品牌	9
图表 21: 公司运营主要品牌淘系销售表现	10
图表 22: 公司向 SEB 采购 WMF 等品牌产品金额	10
图表 23: SEB 集团旗下拥有众多家电品牌	10
图表 24: SEB 在家居及个护品类亦有布局	10
图表 25: 2021 年公司向 SEB 出售商品的交易金额达 69 亿元	10
图表 26: 2021 年公司向 SEB 出售占外销比重提升至 94%	11

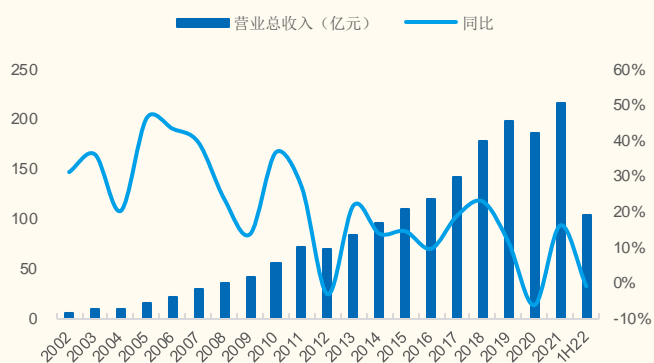
图表 27: 公司向 SEB 出售商品金额占 SEB 成本比重.....	11
图表 28: 2017-1H22 主要可比公司营业总收入 (亿元)	11
图表 29: 1H22 公司营收表现略显承压.....	11
图表 30: 1H22 公司毛利率接近 26%.....	12
图表 31: 1H22 公司销售费用率超 10%.....	12
图表 32: 近年来公司管理费用率较为平稳.....	12
图表 33: 1H22 公司研发费用率略低于可比公司.....	12
图表 34: 1H22 公司净利率领先主要可比公司	12
图表 35: 1H22 公司存货周转天数适中.....	12
图表 36: 1H22 公司应收账款周转天数约 42 天.....	13
图表 37: 1H22 公司应付账款周转天数适中.....	13
图表 38: 公司盈利预测拆分.....	14
图表 39: 主要可比公司估值表.....	14

1. 从压力锅龙头到炊具+小家电领导品牌

国内炊具+小家电领导品牌。公司成立于 1994 年，从压力锅起家持续丰富炊具品类布局，2000 年左右公司开始进入厨房小家电领域，且在 2002 年推出苏泊尔第一台电饭煲产品，此后公司基于多元化战略持续布局，目前已覆盖炊具、厨房小家电、环境家居电器及厨卫电器品类，且在炊具和厨房小家电领域龙头优势地位突出，GFK 及奥维云网数据显示国内市场 2021 年公司炊具业务稳居市场第一，小家电业务位居市场第二。

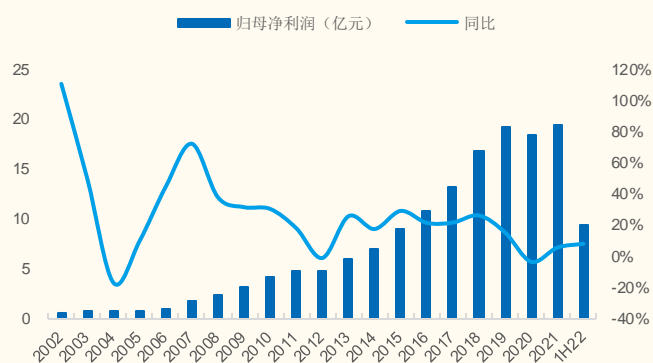
经营表现优异，年复合增速达 21%。2002-2021 年期间公司经营表现较为优异，收入以 20.6% 的复合增速扩张至 215.9 亿元，归母净利润以 21.1% 的复合增速扩张至 19.4 亿元。1H22 受海外通胀及国内疫情反复影响，公司营收略显承压（同比下滑 1%），受益于产品结构与渠道直营推动业绩表现有所提振（+8%）。

图表 1: 2002-2021 年公司营收以 21% 的复合增速扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 2002-2021 年公司归母净利润复合增速+21%



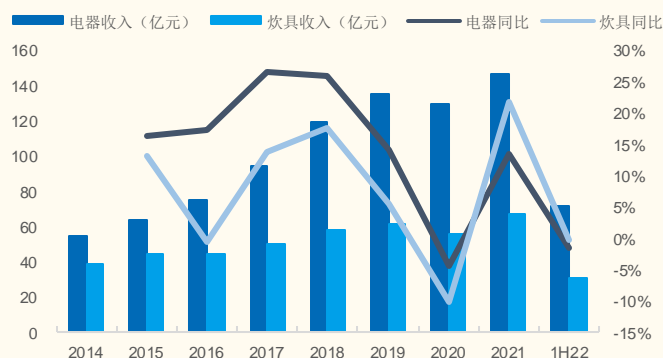
来源：公司公告，国金证券研究所

实际控制人为 SEB 国际股份有限公司。SEB 集团是全球知名小家电及炊具制造集团，2007 年通过股权转让、定向增发及要约收购等方式获得公司 1.14 亿股份（占当时公司总股本约 53%），成为公司控股股东。截至 1H22，SEB 国际股份有限公司持有公司 82.44% 股权，为绝对控股股东。

2. 2020 年公司发展缘何失速？

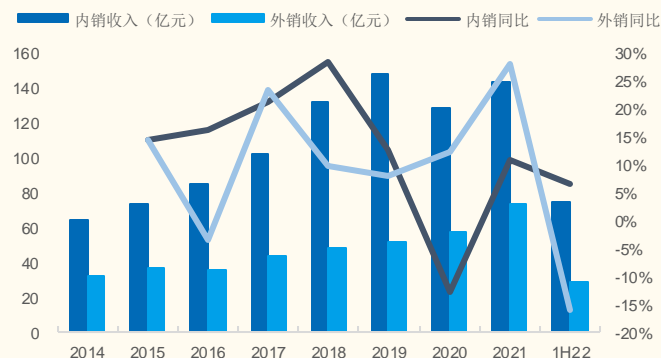
2020 年是公司为数不多的发展失速年份之一，2020 年公司营业总收入同比下滑 6%，归母净利润同比下滑 4%。分业务来看，电器和炊具业务收入分别下滑 4.5% 和 10.3%；分地区来看，主要系内销市场拖累，收入下滑 12.7%，外销受益于 SEB 订单实现逆势增长（+12.1%）。

图表 3: 2020 年公司炊具业务收入下滑 10%



来源：公司公告，国金证券研究所

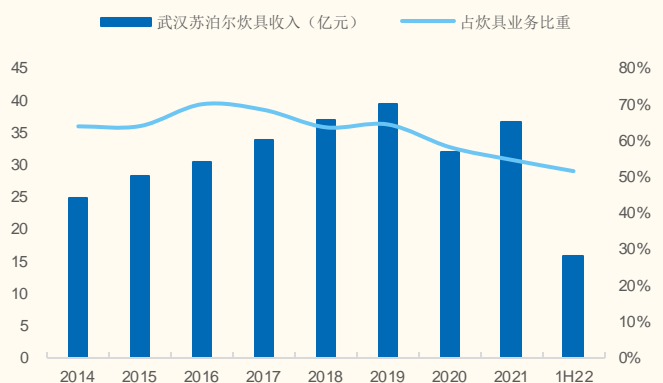
图表 4: 2020 年公司内销收入下滑 13%



来源：公司公告，国金证券研究所

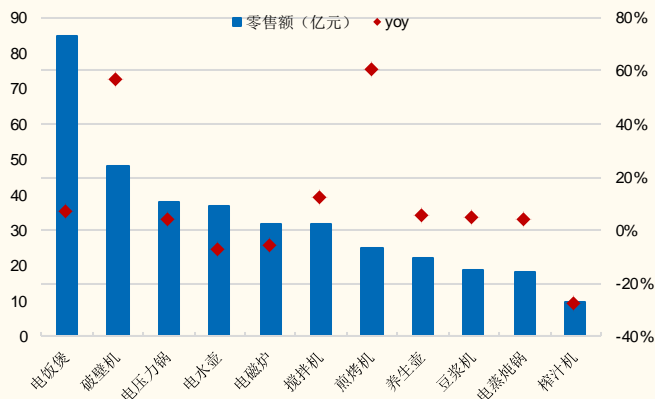
- 炊具：20 年疫情扰动影响武汉基地生产。武汉基地系公司炊具主要生产基地，2017-2019 年武汉苏泊尔炊具有限公司收入占公司炊具业务比重超 64%。20 年疫情影响武汉基地生产节奏，导致 1H20 武汉苏泊尔炊具营收同比下滑 40%。
- 电器：错失线上流量及新兴长尾品类红利。20 年疫情催化线上厨房小家电的快速增长，尤其是煎烤机等新兴品类，推动创意小家电、新兴小家电品牌表现亮眼。对于公司而言则略显弱势，品类上，公司优势所在的电饭煲、压力锅等品类表现较为平淡，长尾品类当时公司有所缺位；渠道上，公司对线下渠道依赖度相对较高，未能充分享受线上流量红利。

图表 5：2017-2019 年武汉苏泊尔占炊具收入比重超 64%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：20 年新兴创意小家电线上销售额增速表现亮眼



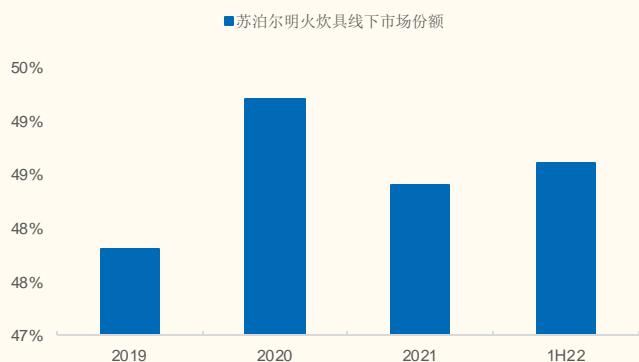
来源：奥维云网，国金证券研究所

3. 如何看待公司后续增长驱动力

3.1 炊具+厨小电龙头，积极布局清洁厨卫

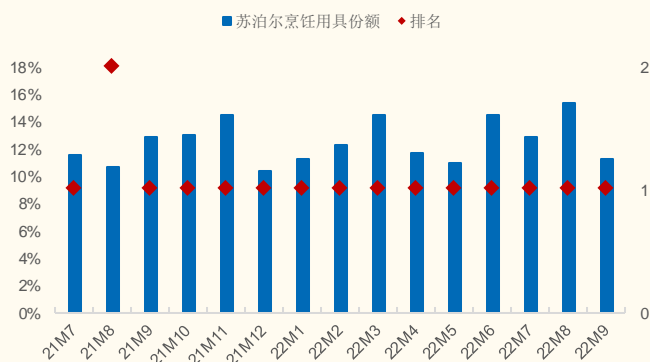
炊具龙头地位巩固，常年位居国内市场第一。公司从炊具起家，目前炊具领域优势地位突出，根据 GFK 数据显示，1H22 国内 30 个重点城市内苏泊尔明火炊具八大品类（炒锅、高压锅、煎锅、汤锅、奶锅、蒸锅、套装锅、陶瓷煲）线下总体市场份额累计达 48.6%，保持行业第一趋势。根据炼丹炉显示，淘系平台烹饪用具品类苏泊尔品牌销售额占比保持双位数，排名基本位居行业第一。

图表 7：苏泊尔品牌明火炊具线下市场份额保持第一



来源：GFK，公司公告，国金证券研究所

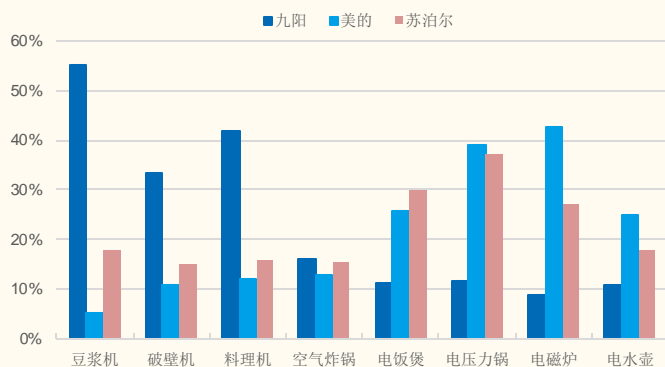
图表 8：淘系烹饪用具苏泊尔品牌销额排名基本位居第一



来源：炼丹炉，国金证券研究所

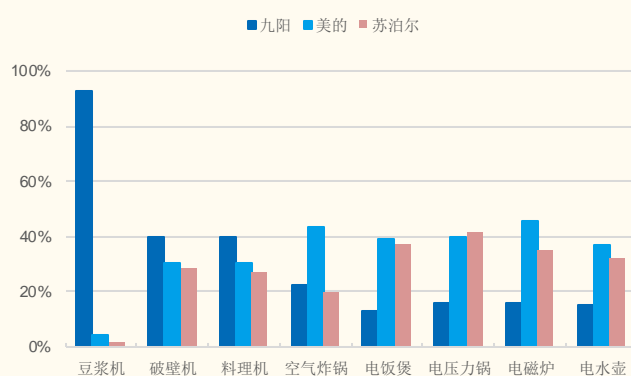
厨房小家电龙头之一，电饭煲品类优势突出。公司电器类亦覆盖主要厨房小家电品类，奥维云网数据显示 1H22 主要品类苏泊尔品牌线上线下渠道基本跻身行业前三，其中电饭煲品类位居线上行业第一，电压力锅、电磁炉、电水壶、豆浆机、破壁机、料理机、空气炸锅位居线上行业第二。

图表 9: 1H22 线上苏泊尔电饭煲、压力锅等份额居前



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 10: 1H22 线下苏泊尔电饭煲、压力锅等份额居前



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

核心单品电饭煲持续迭代, 高端价格带持续引领, 产品力支撑量价齐升。电饭煲的升级方向主要是内胆材质和加热方式, 公司围绕“柴火饭”概念持续迭代, 21 年推出旗舰新品远红外本釜电饭煲, 运用远红外 IH 加热技术穿透加热, 全面提升米饭品质。

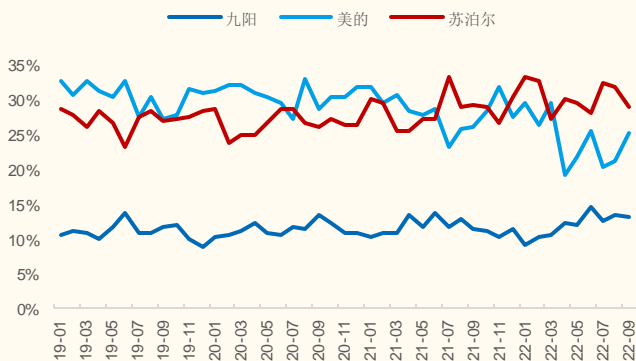
图表 11: 苏泊尔引领电饭煲技术变革



来源: 公司官网, 国金证券研究所

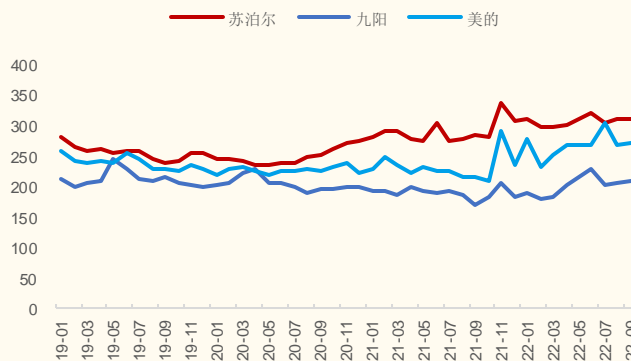
苏泊尔引领高端电饭煲市场, 跻身线上行业销额第一。电饭煲市场产品结构以低价为主, 奥维云网数据显示 1M-9M22 线上电饭煲市场 299 元以下产品销量占比约 83%, 苏泊尔电饭煲均价超 300 元, 主要优势价位段在 300-399 元 (苏泊尔在该价位段销量份额 54%, 排名第一) 和 500-699 元 (苏泊尔销量份额 47%, 排名第一)。20 年下半年开始苏泊尔线上电饭煲均价有所提升, 且消费者接受度较高, 助推苏泊尔在线上电饭煲市场跻身行业第一。

图表 12: 线上电饭煲市场主要品牌销额份额



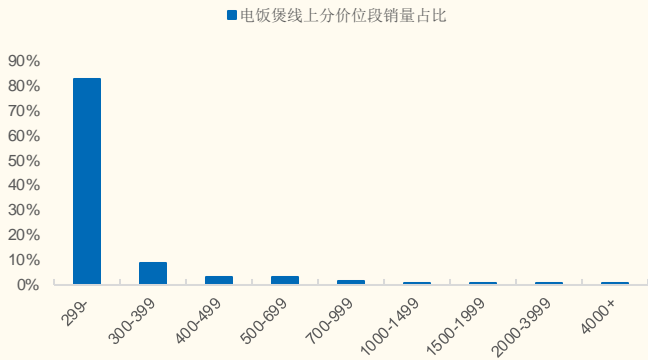
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 13: 线上电饭煲市场主要品牌均价 (元)

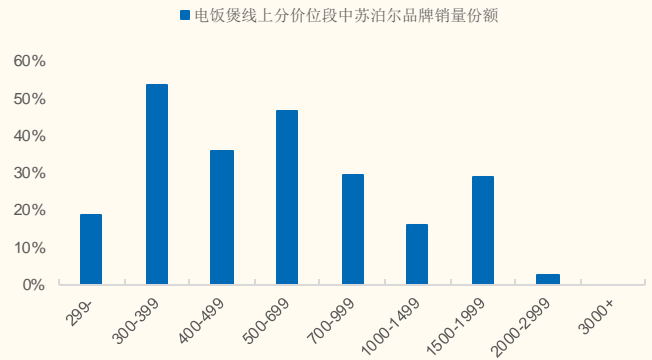


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 14: 1M-9M22 电饭煲线上分价位段销量占比



图表 15: 1M-9M22 电饭煲线上分价位段苏泊尔销量份额

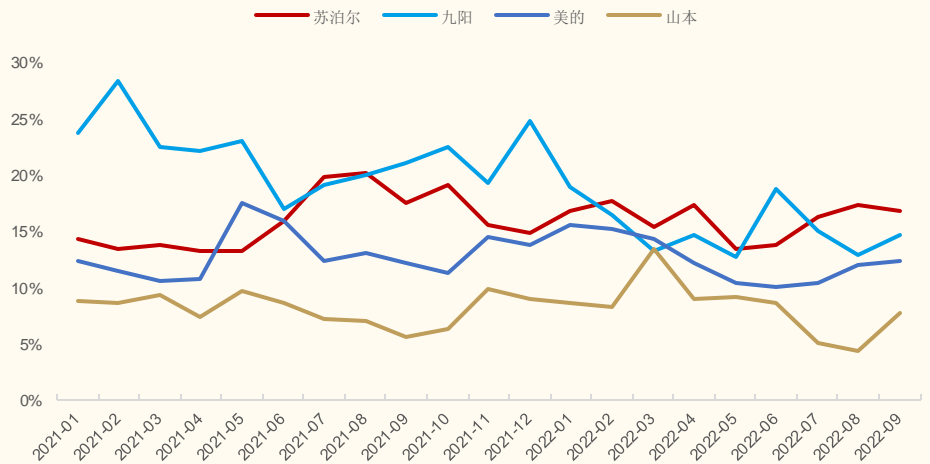


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

空气炸锅等新兴大单品, 公司后来居上亦表现亮眼。空气炸锅在疫情需求叠加流量催化下迎来爆发增长, 奥维云网数据显示 1M-9M22 线上渠道空气炸锅销售额达 40 亿元, 同比增长 129%, 累计销额规模已仅次于电饭煲品类且目前仍处于快速扩容期。空气炸锅市场早期玩家为山本、利仁等品牌, 在空气炸锅具有一定规模且增长逻辑基本确立时, 美苏九等厨小电全品类品牌加码入局, 并凭借品牌力在短时间内实现份额快速提升。目前美苏九已成为空气炸锅线上龙头, 其中 1M-9M22 苏泊尔线上销额份额 16%, 位居行业第一。

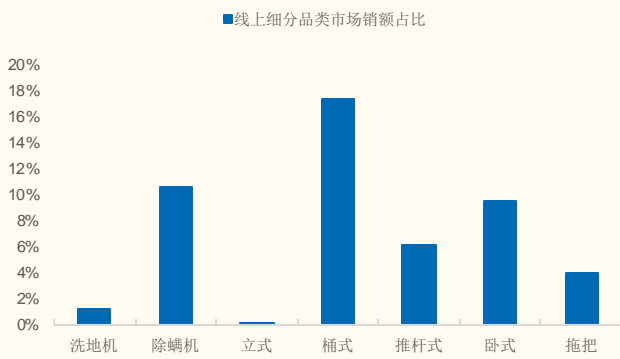
图表 16: 线上空气炸锅市场主要品牌销售额占比



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

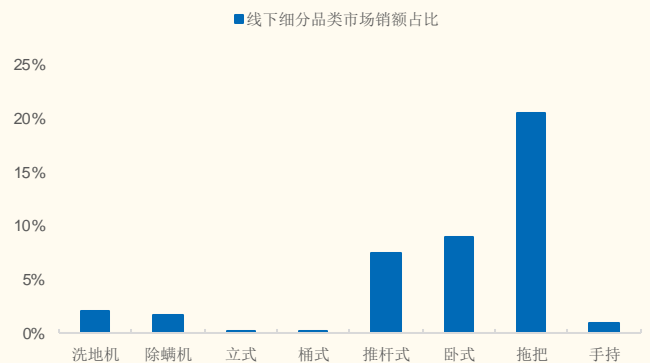
加码布局清洁电器, 目前贡献相对较低。苏泊尔品牌亦布局清洁电器品类, 奥维云网数据显示, 1M-9M22 线上市场苏泊尔销售额占比约 2.6%, 线下市场苏泊尔销售额占比约 3.2%。细分品类来看, 公司在除螨机、桶式吸尘器、推杆式吸尘器、卧式吸尘器及拖把品类表现相对较优, 但当下热门的扫地机和洗地机领域有所欠缺。随着产品矩阵的补齐, 后续或有望有所突破。

图表 17: 线上清洁电器细分品类苏泊尔品牌市场占比



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 18: 线下清洁电器细分品类苏泊尔品牌市场占比



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

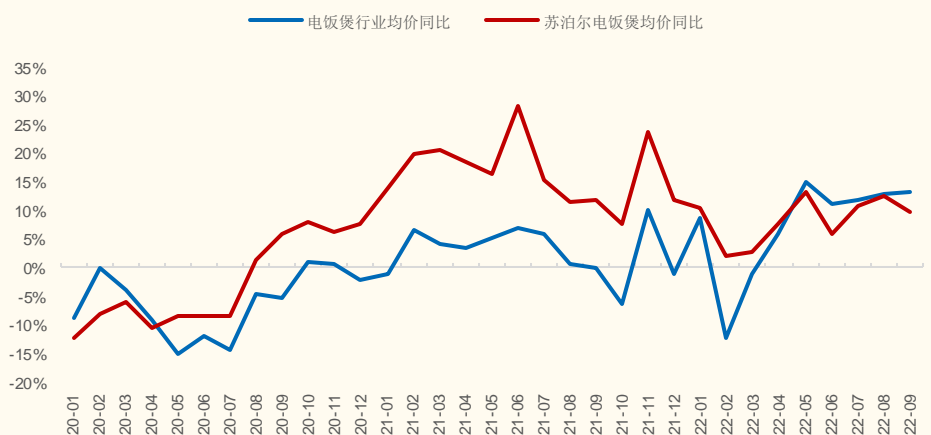
现有品类持续创新, 跟进补充长尾与新兴品类。在国内市场产品端, 公司将持续在现有大品类上推陈出新, 巩固电饭煲、电压力锅、炊具等领域优势, 同时选择进入跟进长尾与新兴品类, 目前已进入清洁、集成灶等品类, 后续将持续丰富产品线、提升自身竞争力。

3.2 加速推进渠道改革, 直营一盘货成效渐显

2H20 公司开始推进渠道改革, 线上: 推进直营化、一盘货模式, 并加强抖音等内容电商布局; 线下: 深化三四级市场发展战略, 并推动和电商平台在下沉市场 O2O 渠道的全面合作。具体来看:

- 线上传统电商平台: 公司逐步完成店铺矩阵建设, 并大力推进 DTC 官方旗舰店直营。从天猫平台来看公司初步完成店铺矩阵建设, 头部官方旗舰店+中部授权旗舰店+底部授权专卖店。店铺矩阵模式下, 有利于: 1) 优化产品结构。直营官方旗舰店可帮助公司更好贯彻推新卖贵策略, 奥维云网数据显示 2H20 以来公司核心单品电饭煲均价同比提升明显; 2) 帮助公司直接触达消费者, 可实现精准营销及用户运营。

图表 19: 线上电饭煲行业及苏泊尔品牌均价同比

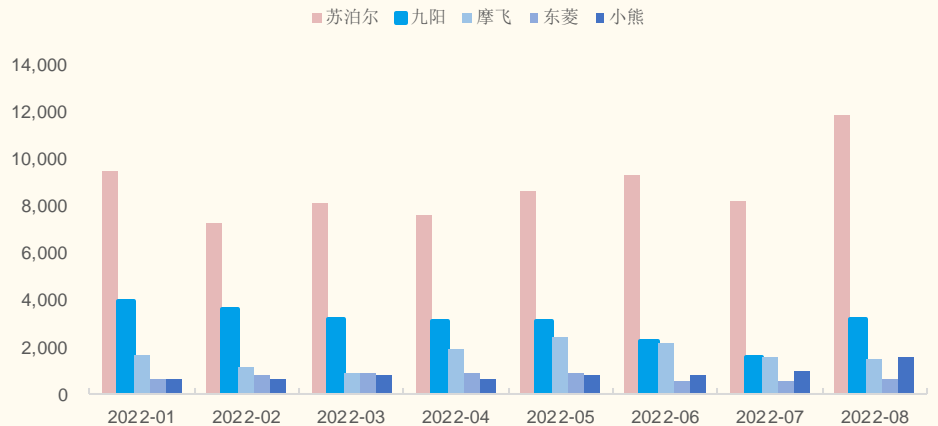


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

基于线上业务快速发展而产生的供应链和营销模式的需求变化, 公司加速推进线上一盘货模式。一盘货模式即经销商转变为代理商或代运营商的概念, 货物的存储与分配由公司负责, 经销商主要负责销售, 对代理商而言减少资金压力亦可更加聚焦中高端产品的推销; 对公司而言, 可以提升渠道效率, 且助力产品结构更加优化。随着未来直营化比例提升及一盘货模式推进, 公司内销毛利率有望改善优化。

- 线上新兴渠道：抓住抖音渠道红利，月成交规模居前。抖音电商流量红利明显，且兼具内容与电商属性对入驻的品牌商有更高的能力要求，具体包括内容制作（创意构思、内容的拍摄等）与直播销售（选品定位、卖点提炼、直播话术等）。公司在抖音渠道的先发优势明显，抖音电商商家助手数据显示 22 年以来苏泊尔月度累计销售额在家电行业稳居前三。另蝉妈妈数据显示，1H22 苏泊尔品牌成交额预计达 5.1 亿元，规模明显领先主要可比小家电品牌。

图表 20：抖音渠道苏泊尔品牌成交额（万元）明显领先主要可比品牌



来源：蝉妈妈，国金证券研究所

- 线下：深化布局三四线市场，推动 O2O 渠道发展。疫情反复对线下零售系统造成较大冲击，公司和线下经销商推动终端精细化运营，提升门店坪效，整体市场地位依然稳固。同时公司继续积极深化三四级市场发展战略，并推动和电商平台在下沉市场 O2O 渠道的全面合作，打造公司在三四级市场新的增长点。

3.3 母公司 SEB 持续赋能，内外市场均有望受益

SEB 集团历史悠久，在全球炊具和小家电市场份额领先。作为母公司，SEB 多维度持续为公司赋能：

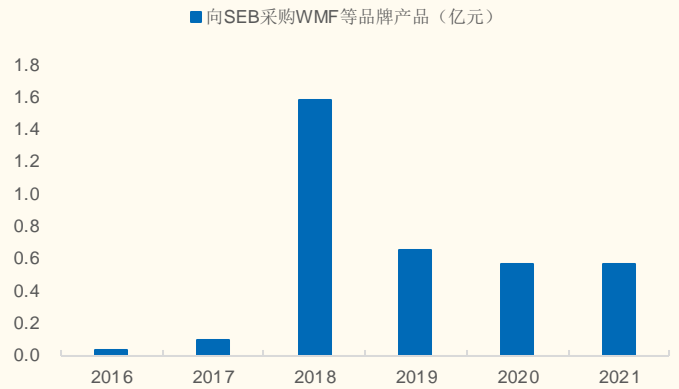
- 赋能一：国内市场运营 SEB 旗下品牌。公司引入了 SEB 集团旗下 WMF、LAGOSTINA、KRUPS、TEFAL 等高端品牌，从而完成了在厨房领域对中高端品牌的全覆盖。SEB 旗下拥有众多家电品牌，品类上亦较好覆盖家居清洁及个人护理，其中 Rowenta 品牌主要聚焦家居清洁领域，Calor 品牌主要聚焦个人护理领域，且欧睿数据显示 2021 年法国清洁电器市场 Rowenta 品牌以 15.4% 的零售量份额仅次于戴森品牌（16.8%）。目前 SEB 旗下仍有优质的非厨小电品牌，存在较充足的合作赋能空间。

图表 21: 公司运营主要品牌淘系销售表现

品牌	logo	主要领域	销额 (亿元)	均价 (元)	热销产品
WMF		烹饪用具	1.06	318	不粘锅
LAGOSTINA		烹饪用具	0.05	386	不粘锅
TEFAL		烹饪用具	0.06	290	不粘锅
KRUPS		厨房小家电	0.16	1031	咖啡机

来源: 炼丹炉, 国金证券研究所; 备注: 销额规模为 8M21-7M22 累计

图表 22: 公司向 SEB 采购 WMF 等品牌产品金额



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: SEB 集团旗下拥有众多家电品牌



来源: SEB 公司公告, 国金证券研究所

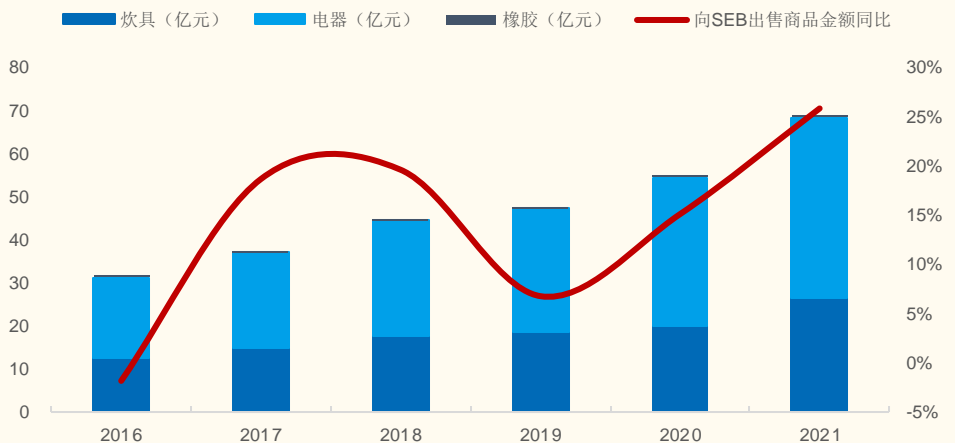
图表 24: SEB 在家居及个人护品类亦有布局



来源: SEB 公司公告, 国金证券研究所

- 赋能二: 关联交易推动外销增长。SEB 每年亦为公司带来稳定的出口订单, 2012-2021 年期间公司向 SEB 出售商品的交易金额以 16% 的复合增速扩张至 68.6 亿元, 已成为公司外销收入的主要来源 (21A 向 SEB 出售占外销比重提升至 94%)。从出售商品的品类来看, 2016-2021 年电器收入以 18% 复合增速增长, 占向 SEB 销售商品比重达 61%。

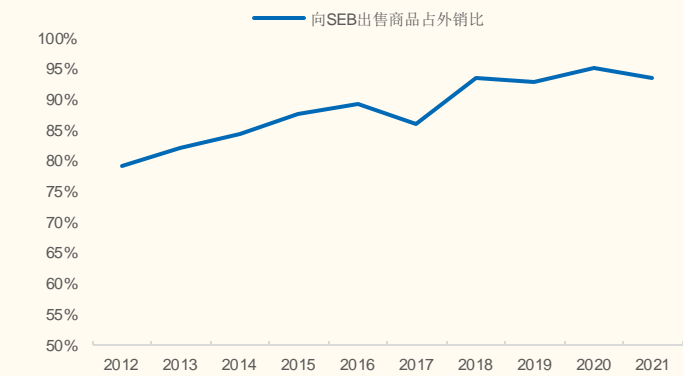
图表 25: 2021 年公司向 SEB 出售商品的交易金额达 69 亿元



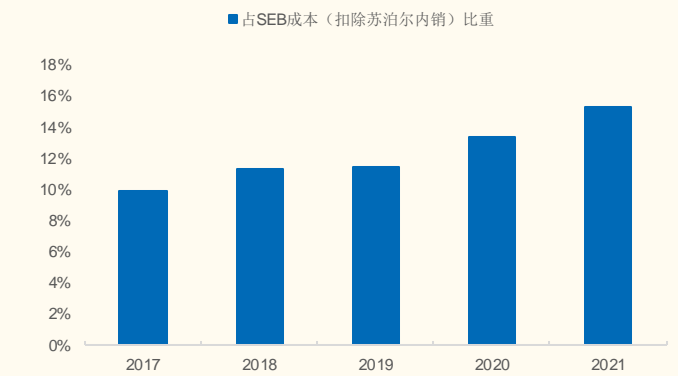
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 2021 公司向 SEB 出售占外销比重提升至 94%

图表 27: 公司向 SEB 出售商品金额占 SEB 成本比重



来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

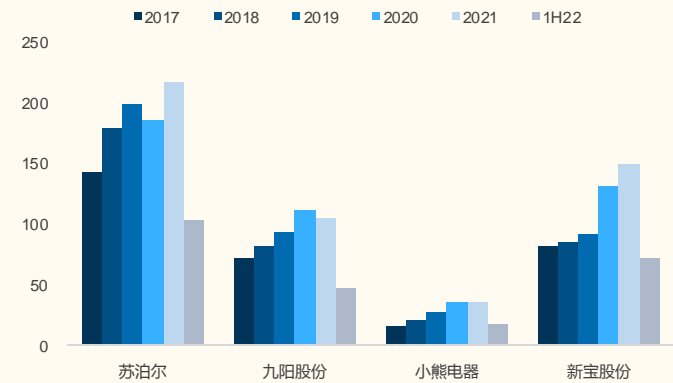
4. 财务分析: 渠改与产品升级效果显现, 1H22 盈利水平提振

国内疫情叠加海外需求弱势, 1H22 公司收入表现略显承压。1H22 公司实现营业收入总收入 103 亿元, 同比下滑 1%, 表现略弱于主要可比公司。毛利率方面, 受益于渠道改革获效叠加产品结构升级, 1H22 公司毛利率达 26%; 费率方面, 销售费率、管理费率略降, 研发费率平稳, 综合来看公司的净利率有所抬升, 盈利水平领先主要可比公司。

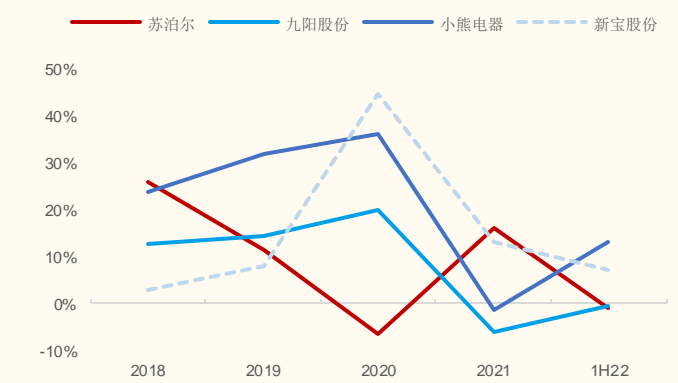
营运能力维度, 1H22 公司存货周转有所放缓, 周转天数 63 天 (1H21: 51 天); 应收账款周转天数 42 天 (1H21: 42 天); 应付账款周转天数 74 天 (1H21: 72 天)。

图表 28: 2017-1H22 主要可比公司营业总收入 (亿元)

图表 29: 1H22 公司营收表现略显承压

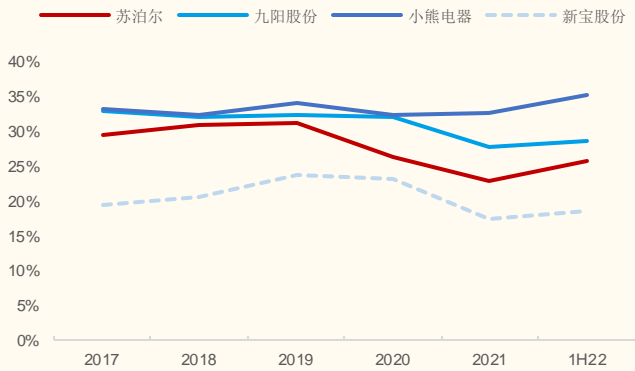


来源: 公司公告, 国金证券研究所



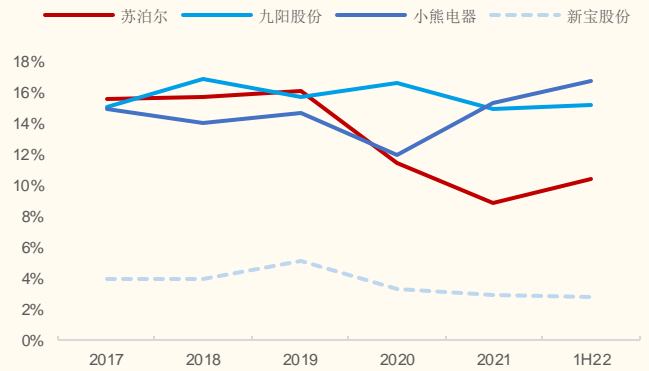
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 1H22 公司毛利率接近 26%



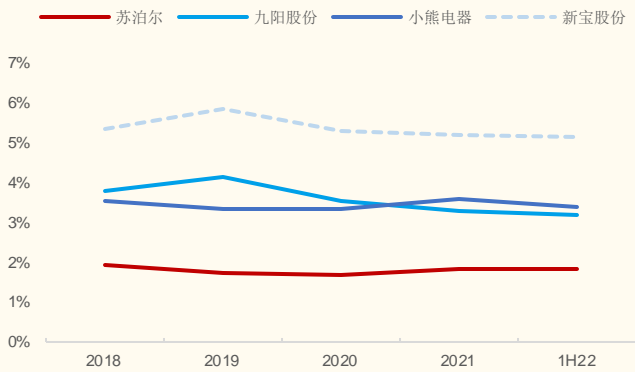
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 1H22 公司销售费用率超 10%



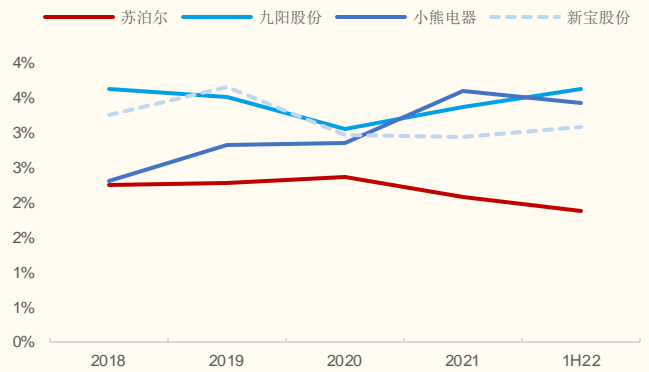
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 近年来公司管理费用率较为平稳



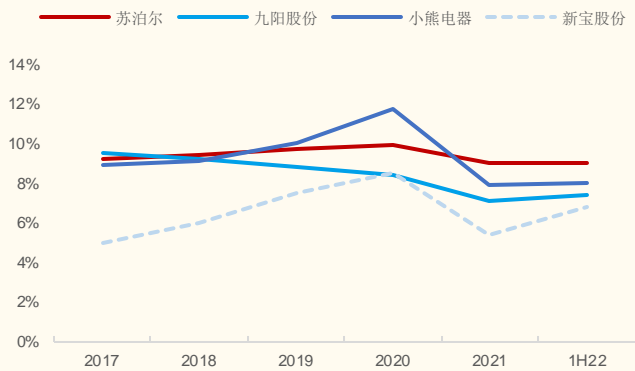
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 1H22 公司研发费用率略低于可比公司



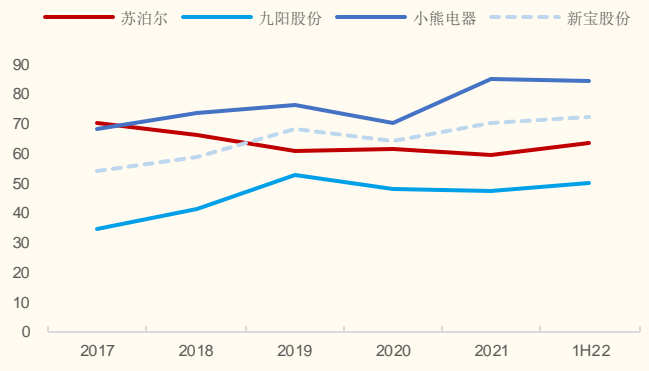
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34: 1H22 公司净利率领先主要可比公司



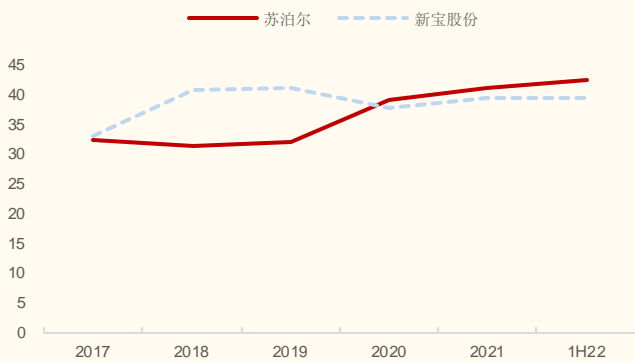
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 35: 1H22 公司存货周转天数适中



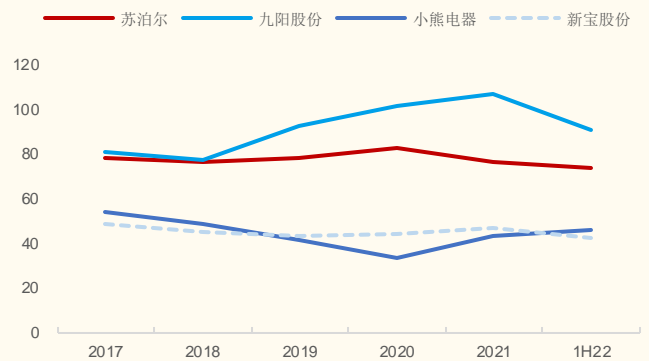
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 36: 1H22 公司应收账款周转天数约 42 天



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 37: 1H22 公司应付账款周转天数适中



来源: 公司公告, 国金证券研究所

5. 盈利预测

收入端: 公司在炊具及厨房小家电领域保持领先优势, 但今年以来受国内市场疫情及海外通胀终端需求疲软影响整体营收或表现较为平淡, 预期随着后续疫情影响的消退 23-24 年公司收入有望恢复常态的双位数增长。分品类来看,

- 炊具&电器: 1H22 受国内疫情及海外需求略显疲软的影响公司炊具与电器业务略显承压, 其中炊具收入持平略降, 电器收入同比下滑 2%。下半年消费环境略有改善, 预期下半年业务略有回暖, 预计 22 年炊具业务收入同比+2%, 电器收入同比+1%。随着后续疫情态势趋缓, 家电消费有望回暖, 预计 23/24 年炊具和电器收入有望实现双位数增长, 其中炊具有望实现 14%/11% 的增长, 电器有望实现 12%/10% 的增长。

费用端: 销售费用率: 公司积极推新加大终端营销资源且加强抖音等新兴渠道的布局, 预计销售费用率将持续增长, 预计 22-24 年销售费率分别为 11.3%、11.7%、11.8%; 管理费用率: 公司在内部采取积极措施把控费率, 预计管理费用率有所降低, 预计 22-24 年管理费率分别为 1.8%、1.7%、1.7%; 研发费用率: 公司仍将持续推出优质创新产品, 预计后续研发费用率稳中有升, 预计 22-24 年研发费率分别为 2.1%、2.2%、2.3%。

利润端: 今年以来原材料价格下行明显, 22Q3 铜、铝、钢和塑料的价格同比分别-13%、-11%、-28%和-5%。受益于原材料价格回落及公司渠道改革、产品结构升级优化, 预计 22 年公司的毛利率有望明显修复 (26.3%); 23-24 年受益于产品结构、渠道优化毛利率有望继续提升, 预期分别为 27.0%和 27.2%。

图表 38: 公司盈利预测拆分

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电器					
收入 (百万元)	12,915	14,641	14,816	16,654	18,352
yoy	-5%	13%	1%	12%	10%
毛利率	25%	22%	25%	25%	26%
炊具					
收入 (百万元)	5,506	6,702	6,826	7,758	8,616
yoy	-10%	22%	2%	14%	11%
毛利率	31%	26%	30%	30%	31%
橡塑					
收入 (百万元)	25	29	27	27	27
yoy	40%	14%	-7%	1%	1%
毛利率	22%	20%	20%	20%	20%
其他					
收入 (百万元)	151	213	234	253	265
yoy	-12%	41%	10%	8%	5%
毛利率	10%	18%	19%	19%	19%
营业总收入					
收入 (百万元)	18,597	21,585	21,902	24,692	27,261
yoy	-6%	16%	1%	13%	10%
毛利率	26.4%	23.0%	26.3%	27.0%	27.2%
费用率					
销售费用率	11.4%	8.8%	11.3%	11.7%	11.8%
管理费用率	1.7%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
研发费用率	2.4%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%

来源: 国金证券研究所

我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 219.02、246.92、272.61 亿元, 同比分别+1.47%、+12.74%、+10.41%, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 20.97、23.80、26.44 亿元, 同比分别+7.90%、+13.49%、+11.09%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 18x、16x、14x。我们选取九阳股份等小家电企业作为可比公司并参考历史估值, 给予公司 2022 年 20 倍 PE 估值, 对应目标价 52.0 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 39: 主要可比公司估值表

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE (X)			
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
九阳股份	15.40	118	9.4	7.5	7.7	8.9	9.9	15.8	15.4	13.3	11.9
小熊电器	49.84	78	4.3	2.8	3.5	4.3	5.0	27.4	22.5	18.2	15.5
新宝股份	17.70	146	11.2	7.9	11.0	12.7	14.5	18.5	13.4	11.5	10.1
平均								20.6	17.1	14.4	12.5
苏泊尔	45.78	370	18.5	19.4	21.0	23.8	26.4	19.0	17.7	15.6	14.0

来源: wind, 国金证券研究所; 备注: PE 采用 2022 年 10 月 18 日收盘价计算

6. 风险提示

新品表现不及预期：公司持续推出创新产品，存在新品拓展及销售表现不及预期的风险；

行业竞争加剧风险：随着众多新加入者进入行业，可能存在竞争加剧致使收入增长不及预期，利润率降低的风险；

原材料价格大幅上涨风险：原材料价格大幅上涨将带来明显的成本压力；

人民币汇率大幅波动风险：汇率大幅波动将影响公司毛利率与财务费用等；

关联交易风险：近年来公司外销业务对关联交易的依赖有所增强，22 年公司披露向 SEB 出售商品预计金额为 75.5 亿元，存在关联交易表现不及预期影响公司经营表现的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	19,853	18,597	21,585	21,902	24,692	27,261	货币资金	1,308	1,720	2,654	3,266	3,970	4,895
增长率		-6.3%	16.1%	1.5%	12.7%	10.4%	应收账款	2,998	2,835	2,787	2,972	3,351	3,700
主营业务成本	-13,668	-13,683	-16,622	-16,142	-18,035	-19,845	存货	2,248	2,409	3,097	3,115	3,455	3,783
%销售收入	68.8%	73.6%	77.0%	73.7%	73.0%	72.8%	其他流动资产	3,276	3,153	2,621	2,555	2,687	2,718
毛利	6,185	4,914	4,964	5,760	6,657	7,416	流动资产	9,830	10,117	11,159	11,908	13,463	15,095
%销售收入	31.2%	26.4%	23.0%	26.3%	27.0%	27.2%	%总资产	83.0%	82.3%	80.3%	80.5%	81.9%	83.1%
营业税金及附加	-124	-103	-93	-132	-149	-165	长期投资	62	64	364	364	364	364
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,124	1,276	1,318	1,377	1,426	1,474
销售费用	-3,206	-2,124	-1,910	-2,486	-2,901	-3,230	%总资产	9.5%	10.4%	9.5%	9.3%	8.7%	8.1%
%销售收入	16.1%	11.4%	8.8%	11.3%	11.7%	11.8%	无形资产	468	463	452	458	463	467
管理费用	-346	-318	-401	-385	-421	-452	非流动资产	2,018	2,175	2,741	2,884	2,979	3,067
%销售收入	1.7%	1.7%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	%总资产	17.0%	17.7%	19.7%	19.5%	18.1%	16.9%
研发费用	-453	-442	-450	-468	-552	-623	资产总计	11,848	12,292	13,899	14,792	16,442	18,162
%销售收入	2.3%	2.4%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	短期借款	0	0	29	30	30	30
息税前利润 (EBIT)	2,057	1,927	2,109	2,290	2,634	2,947	应付款项	3,105	3,347	4,381	4,364	4,877	5,366
%销售收入	10.4%	10.4%	9.8%	10.5%	10.7%	10.8%	其他流动负债	1,871	1,690	1,659	1,653	1,841	2,014
财务费用	43	9	6	60	64	81	流动负债	4,976	5,036	6,069	6,047	6,747	7,410
%销售收入	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-41	-34	-25	-25	-28	-25	其他长期负债	27	19	172	174	176	177
公允价值变动收益	5	27	0	0	0	0	负债	5,003	5,056	6,241	6,221	6,923	7,588
投资收益	67	64	91	99	110	110	普通股股东权益	6,836	7,201	7,623	8,538	9,490	10,548
%税前利润	3.0%	2.9%	3.8%	3.8%	3.7%	3.3%	其中：股本	821	821	809	809	809	809
营业利润	2,296	2,197	2,385	2,639	2,995	3,328	未分配利润	5,444	6,203	6,452	7,291	8,243	9,301
营业利润率	11.6%	11.8%	11.0%	12.0%	12.1%	12.2%	少数股东权益	8	36	36	33	30	27
营业外收支	-23	3	1	0	0	0	负债股东权益合计	11,848	12,292	13,899	14,792	16,442	18,162
税前利润	2,273	2,200	2,386	2,639	2,995	3,328							
利润率	11.5%	11.8%	11.1%	12.0%	12.1%	12.2%	比率分析						
所得税	-358	-358	-444	-544	-618	-686		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	15.7%	16.3%	18.6%	20.6%	20.6%	20.6%	每股指标						
净利润	1,916	1,843	1,941	2,094	2,377	2,641	每股收益	2.338	2.249	2.404	2.594	2.944	3.270
少数股东损益	-4	-4	-3	-3	-3	-3	每股净资产	8.326	8.770	9.426	10.558	11.736	13.044
归属于母公司的净利润	1,920	1,846	1,944	2,097	2,380	2,644	每股经营现金净流	2.110	2.529	2.535	2.439	2.855	3.349
净利率	9.7%	9.9%	9.0%	9.6%	9.6%	9.7%	每股股利	1.588	1.290	1.930	1.556	1.766	1.962
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.08%	25.64%	25.50%	24.57%	25.08%	25.07%
净利润	1,916	1,843	1,941	2,094	2,377	2,641	总资产收益率	16.20%	15.02%	13.99%	14.18%	14.48%	14.56%
少数股东损益	-4	-4	-3	-3	-3	-3	投入资本收益率	25.32%	22.30%	22.33%	21.13%	21.89%	22.06%
非现金支出	166	166	222	188	212	233	增长率						
非经营收益	-159	-78	-121	-127	-104	-99	主营业务收入增长率	11.22%	-6.33%	16.07%	1.47%	12.74%	10.41%
营运资金变动	-190	146	8	-183	-177	-67	EBIT增长率	12.12%	-6.32%	9.46%	8.54%	15.04%	11.88%
经营活动现金净流	1,733	2,077	2,050	1,972	2,309	2,708	净利润增长率	14.97%	-3.84%	5.29%	7.90%	13.49%	11.09%
资本开支	-442	-278	-225	-217	-226	-246	总资产增长率	11.42%	3.75%	13.07%	6.42%	11.16%	10.46%
投资	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	-425	128	565	99	110	110	应收账款周转天数	32.4	39.5	41.8	43.8	43.8	43.8
投资活动现金净流	-867	-151	339	-118	-116	-136	存货周转天数	61.5	62.1	60.5	71.0	71.0	71.0
股权募资	13	32	3	76	0	0	应付账款周转天数	79.6	83.5	77.1	78.1	78.1	78.1
债权募资	0	0	0	1	0	0	固定资产周转天数	16.7	24.1	21.8	22.2	20.3	18.8
其他	-1,051	-1,497	-1,597	-1,269	-1,439	-1,598	偿债能力						
筹资活动现金净流	-1,038	-1,465	-1,594	-1,192	-1,439	-1,598	净负债/股东权益	-37.59%	-25.37%	-36.63%	-39.86%	-43.28%	-47.72%
现金净流量	-167	422	788	662	754	975	EBIT利息保障倍数	-47.5	-213.5	-325.4	-38.0	-41.2	-36.5
							资产负债率	42.23%	41.13%	44.90%	42.06%	42.10%	41.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	12	40	59	133
增持	0	0	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402