

苏泊尔

抓住龙头，抓住厨房电器市场的繁荣期

观点聚焦

投资建议

厨房电器市场处于繁荣期。以苏泊尔的竞争力，未来会保持较快增长，是可以获得稳健收益的投资标的。

理由

厨房小家电市场处于繁荣期：1) 一二级市场消费升级，三四五级市场需求增长合力带动厨房小家电市场每年以 8% 的速度稳健增长。2) 2015 年中国厨房小家电市场销售规模 2 亿台，未来会成长到 4.5 亿台以上。3) 电饭煲和电热水壶需求占厨房小家电的 45%，目前都处于快速增长阶段。电饭煲受益 IH 电饭煲带来的消费升级，电热水壶受益于三四五级市场的普及。

炊具市场的品牌化消费趋势：1) 一二级市场已经完成品牌化消费趋势，市场形成苏泊尔、爱仕达双寡头垄断格局。2) 三四五级市场在复制 1990s 代一二级市场品牌化趋势，消费者开始愿意付出溢价购买品牌产品。苏泊尔因此受益。

厨房小家电和炊具龙头：1) 苏泊尔在炊具和厨房小家电市场具有很强的品牌影响力。公司对三四五级市场以专卖店为主的渠道布局已经完成，受益于三四五级市场需求的增长。2) 受益于 SEB 的技术支持，公司持续对一二级市场推出消费升级的产品。

相关多元化稳步推进：1) 苏泊尔已经进入刀具、保温杯市场，2015 年收入 4~5 亿元，效果很好。保温杯销售规模同龙头哈尔斯内销规模接近。2) 2015 年，公司从厨房进入客厅，推出净化器、吸尘器、挂烫机、电熨斗产品，未来会成为公司重要的收入来源。

SEB 订单依然有很大增长空间：1) SEB 是全球炊具和小家电龙头。2015 年收入 47.8 亿欧元（折合 350 亿元人民币），28% 的产品是外部采购，约 60 亿元。2) 苏泊尔 2015 年的 SEB 订单规模 32 亿元，未来增长点主要在于非厨房类小家电产品。3) SEB 订单虽然已过快速增长期，但在内销较差时对业绩增长形成支撑。

盈利预测与估值

维持盈利预测，16/17 年 EPS 为 1.73/2.02 元，分别同比增长 23%/17%。2016 年收购少数股东权益增厚利润 10%。维持“推荐”评级，目标价 43.30 元，对应 25x 2016e P/E。

风险

市场需求波动风险。

何伟

分析师

wei3.he@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080512010001

SFC CE Ref: BBH812

郭海燕

分析师

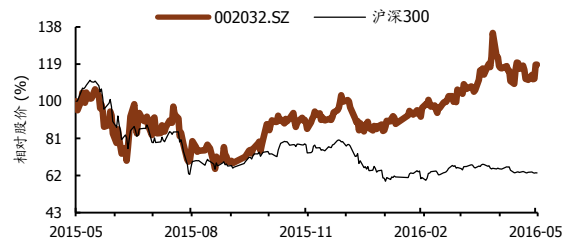
haiyan.guo@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935

维持推荐

股票代码	002032.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 32.66
目标价	人民币 43.30
52 周最高价/最低价	人民币 38.15~17.43
总市值(亿)	人民币 206
30 日日均成交额(百万)	人民币 120.13
发行股数(百万)	632
其中: 自由流通股(%)	74
30 日日均成交量(百万股)	3.64
主营行业	家电及相关



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	9,535	10,910	12,024	13,400
增速	13.7%	14.4%	10.2%	11.4%
归属母公司净利润	690	889	1,095	1,277
增速	17.2%	28.9%	23.2%	16.6%
每股净利润	1.09	1.41	1.73	2.02
每股净资产	6.00	7.00	8.17	9.50
每股股利	0.43	0.56	0.69	0.81
每股经营现金流	1.32	1.79	0.99	1.14
市盈率	29.9	23.2	18.8	16.2
市净率	5.4	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	21.5	16.9	14.1	11.7
股息收益率	1.3%	1.7%	2.1%	2.5%
平均总资产收益率	11.2%	12.7%	13.6%	13.6%
平均净资产收益率	19.4%	21.7%	22.9%	22.9%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	9,535	10,910	12,024	13,400	营业收入	13.7%	14.4%	10.2%	11.4%
营业成本	6,767	7,749	8,481	9,418	营业利润	19.4%	26.4%	12.7%	20.7%
营业税金及附加	56	69	84	94	EBITDA	14.9%	25.1%	16.5%	20.0%
营业费用	1,481	1,580	1,756	1,916	净利润	17.2%	28.9%	23.2%	16.6%
管理费用	325	367	390	415	盈利能力				
财务费用	-19	-23	7	11	毛利率	29.0%	29.0%	29.5%	29.7%
其他	0	0	0	0	营业利润率	9.5%	10.5%	10.7%	11.6%
营业利润	905	1,144	1,290	1,557	EBITDA 利润率	10.0%	10.9%	11.6%	12.5%
营业外收支	33	66	49	20	净利润率	7.2%	8.1%	9.1%	9.5%
利润总额	908	1,174	1,319	1,557	偿债能力				
所得税	143	187	224	280	流动比率	2.26	2.55	2.51	2.59
少数股东损益	75	98	0	0	速动比率	1.58	1.95	1.91	2.01
归属母公司净利润	690	889	1,095	1,277	现金比率	0.27	0.44	0.60	0.60
EBITDA	955	1,194	1,392	1,670	资产负债率	35.5%	32.3%	34.3%	33.8%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	621	1,041	1,804	2,010	回报率分析				
应收账款及票据	1,541	1,698	1,956	2,134	总资产收益率	11.2%	12.7%	13.6%	13.6%
预付款项	171	109	203	199	净资产收益率	19.4%	21.7%	22.9%	22.9%
存货	1,568	1,427	1,783	1,950	每股指标				
其他流动资产	1,362	1,777	1,763	2,386	每股净利润 (元)	1.09	1.41	1.73	2.02
流动资产合计	5,264	6,052	7,508	8,678	每股净资产 (元)	6.00	7.00	8.17	9.50
固定资产及在建工程	981	943	990	1,029	每股股利 (元)	0.43	0.56	0.69	0.81
无形资产及其他长期资产	226	221	210	199	每股经营现金流 (元)	1.32	1.79	0.99	1.14
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	6,634	7,396	8,759	9,957	市盈率	29.9	23.2	18.8	16.2
短期借款	0	0	227	293	市净率	5.4	4.7	4.0	3.4
应付账款及票据	0	0	0	0	EV/EBITDA	21.5	16.9	14.1	11.7
其他流动负债	2,333	2,374	2,768	3,062	股息收益率	1.3%	1.7%	2.1%	2.5%
流动负债合计	2,333	2,374	2,995	3,355					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	21	10	13	13					
负债合计	2,355	2,386	3,008	3,368					
股东权益合计	3,788	4,421	5,162	6,001					
少数股东权益	491	589	589	589					
负债及股东权益合计	6,634	7,396	8,759	9,957					
现金流量表									
净利润	765	987	1,095	1,277					
折旧和摊销	55	96	242	122					
营运资本变动	265	-58	-737	-678					
其他	-26	-42	-13	-9					
经营活动现金流	833	1,133	622	720					
投资活动现金流入	1,395	1,575	402	0					
投资活动现金流出	1,965	1,981	-180	-180					
投资活动现金流	-570	-406	272	-130					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	3	0					
筹资活动现金流	-235	-271	-132	-383					
汇率变动对现金的影响	-2	15	0	0					
现金净增加额	27	471	763	206					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

苏泊尔生产和销售厨房炊具和厨卫小家电产品，是中国最大的炊具企业和小家电龙头之一。2008年苏泊尔将控股权转让给全球小家电龙头 SEB，苏泊尔成为 SEB 在中国区的运营中心和全球的生产基地。



目录

公司简介	5
公司历史简介.....	5
品牌相关性下的产品多元化.....	5
公司业绩趋势.....	7
厨房小家电进入繁荣期	8
白电市场成熟，厨房小家电市场空间大.....	8
厨房小家电介绍.....	9
厨房小家电市场稳健增长.....	10
对比成熟市场，购买力有明显提升空间.....	11
强势品牌优势明显.....	11
IH 电饭煲带动下的电饭煲消费升级.....	12
电热水壶快速普及.....	14
炊具市场稳步增长，有市场机会	15
明火炊具.....	15
厨房用品市场.....	16
炊具龙头受益炊具消费升级.....	17
母公司 SEB 支持作用显著	18
SEB 公司介绍.....	18
SEB 订单还有大幅增长空间.....	19
SEB 收购 WMF，产能转移空间加大.....	19
附录：苏泊尔重要报告	20

图表

图表 1：苏泊尔产品系列.....	6
图表 2：2015 年公司按品类收入占比.....	6
图表 3：2015 年公司内外销收入占比.....	6
图表 4：公司收入和净利润趋势.....	7
图表 5：公司毛利率、净利润率趋势.....	7
图表 6：公司费用率趋势.....	7
图表 7：中国家电零售市场增长趋势.....	8
图表 8：中国家电零售市场增长趋势.....	8
图表 9：2015 年中国市场主要厨房小家电销量.....	9
图表 10：中国厨房小家电零售量.....	10
图表 11：2015 年各市场厨房小家电人均销量比较.....	11
图表 12：2015 年各市场厨房小家电人均销售额比较.....	11
图表 13：厨房小家电零售市场品牌占比.....	11
图表 14：2015 年上市公司小家电业务收入规模比较.....	11
图表 15：2015 年中怡康监测 9 类厨房小家电市场份额.....	12
图表 16：中国电饭煲零售量增长趋势.....	12
图表 17：IH 电饭煲加热方式和普通电饭煲加热方式.....	13
图表 18：2015 年 IH 电饭煲零售均价.....	13
图表 19：中国市场 IH 电饭煲占比迅速提升.....	13



图表 20: 电饭煲零售均价快速提升.....	13
图表 21: 电饭煲零售量品牌占比	13
图表 22: 2015 年东亚市场电饭煲零售均价比较	13
图表 23: 中国电热水壶零售量增长趋势	14
图表 24: 电热水壶零售量品牌占比.....	14
图表 25: 电热水壶零售均价.....	14
图表 26: 明火炊具市场层级零售额市场规模 (亿元)	15
图表 27: 明火炊具分档次零售额市场规模 (亿元)	16
图表 28: 厨房用品零售额市场规模 (亿元)	16
图表 29: 2014 年炊具零售额品牌占比	17
图表 30: 2010 年炊具一二线市场苏泊尔品牌占比	17
图表 31: SEB 收入和净利润.....	18
图表 32: SEB 2015 年销售分产品分部	18
图表 33: SEB 2015 年销售分地区分部	18
图表 34: SEB 订单规模.....	19
图表 35: 可比公司估值表.....	21
图表 36: 历史 P/E、P/B 区间	22



公司简介

公司历史简介

苏泊尔是中国市场炊具和小家电龙头。苏泊尔成立于1994年，当时中国一二级市场的炊具出现消费升级和品牌化消费趋势，苏泊尔从压力锅起步，品牌影响力逐渐拓展到炒锅、煎锅等炊具产品，在一二级市场同爱仕达形成双寡头垄断格局。2000年后，公司产品线延伸到厨房小家电市场。

2004年8月，苏泊尔在A股上市。2007年苏泊尔集团向SEB出售控股权。SEB以“收购+增发+要约收购”的方式控股苏泊尔，至2007年末持股52.74%。2009年末SEB持股52.74%，2011年SEB进一步买入苏泊尔集团股份，持股上升至71.31%。2015年上半年，继续收购苏泊尔集团部分股份，持股上升至73.13%。2016年，SEB将继续购买苏泊尔集团持有的7.90%的股份。此外，苏泊尔集团剩下的0.94%的股份将在2016年5月19日起的6个月内在二级市场减持，该计划执行后，苏泊尔集团将不再持有苏泊尔股份。2007年开始，苏泊尔集团逐渐退出苏泊尔，职业经理人团队掌握了苏泊尔的运营。2014年9月份，苏显泽卸任苏泊尔董事长职务，接替其董事长职位是来自法国的Frédéric VERWAERDE。

品牌相关性下的产品多元化

公司目前是厨房小家电和炊具龙头，2015年厨房小家电为主的电器产品销量4,485万台，炊具销量4,980万套。

公司进入了厨房用品以及保温杯市场，取得很好的效果，同炊具的品牌延伸性和渠道协同效果显著。2015年刀具、保温杯的销售规模就有4~5亿元，其中保温杯收入~2亿元，同保温杯龙头哈尔斯内销规模在同一水平。

公司已经进入油烟机、燃气灶市场，但表现不佳。主要原因是油烟机、燃气灶作为嵌入式厨房电器产品，同小家电和炊具的品牌延伸性和渠道协同效果不强。

2015年，公司开始从厨房进入客厅，推出净化器、吸尘器、挂烫机、电熨斗产品。这些产品给予SEB的成熟产品和技术开发。希望2~3年有一定规模，5年后成为收入规模较大的支柱产品。针对走出厨房，苏泊尔的品牌宣传也在淡化厨房定位，目前的口号是“有巧思，无难事”。



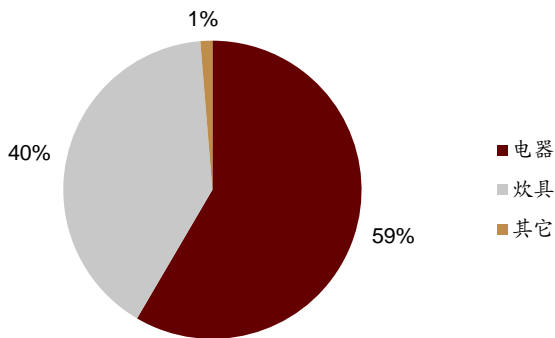
图表1：苏泊尔产品系列



资料来源：公司官网，中金公司研究部

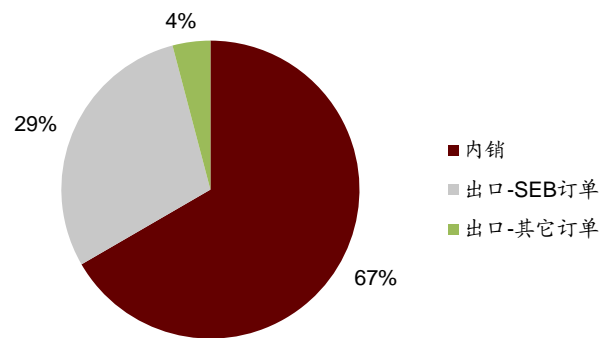
2015年公司收入中厨房小家电为主的电器类产品占59%，炊具占40%。内销收入规模明显大于出口，占收入的67%。出口主要是来自母公司的SEB订单。

图表2：2015年公司按品类收入占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表3：2015年公司内外销收入占比



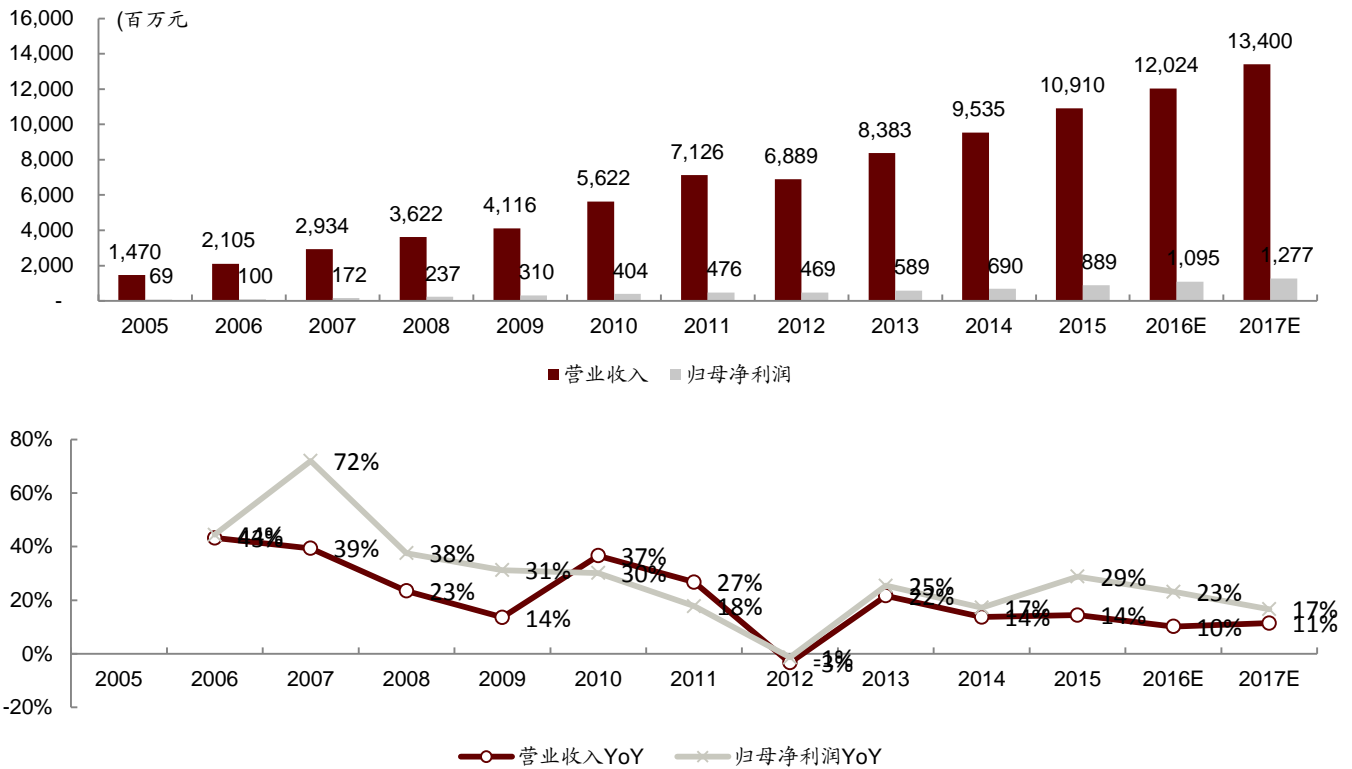
资料来源：公司公告，中金公司研究部



公司业绩趋势

公司业绩仅在2012年出现小幅下滑，并导致当年股价的大幅下跌。当时的背景是包括中国经济在内的全球经济不佳，出口和内销都出现小幅下降。当年，母公司SEB也遇到很大的压力。收入增长2%，净利润下降18%。2012年SEB订单同比增长11%，是2007~2013年中增长最慢的一年，但还是起到了稳定业绩的作用。

图表4：公司收入和净利润趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

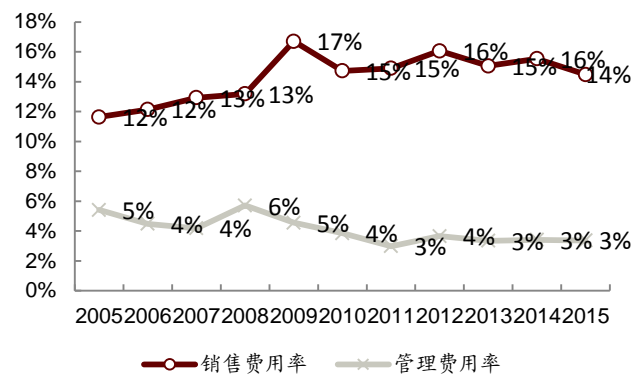
2009年以来，公司的销售费用率和管理费用率逐步下降，公司利润率因此也逐渐提升。毛利率没有表现出提升的趋势，并非没有改善销售结构，而是低毛利率的电商占比逐渐提升导致。2015年内销中电商占比已经达到20%以上。

图表5：公司毛利率、净利率趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表6：公司费用率趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

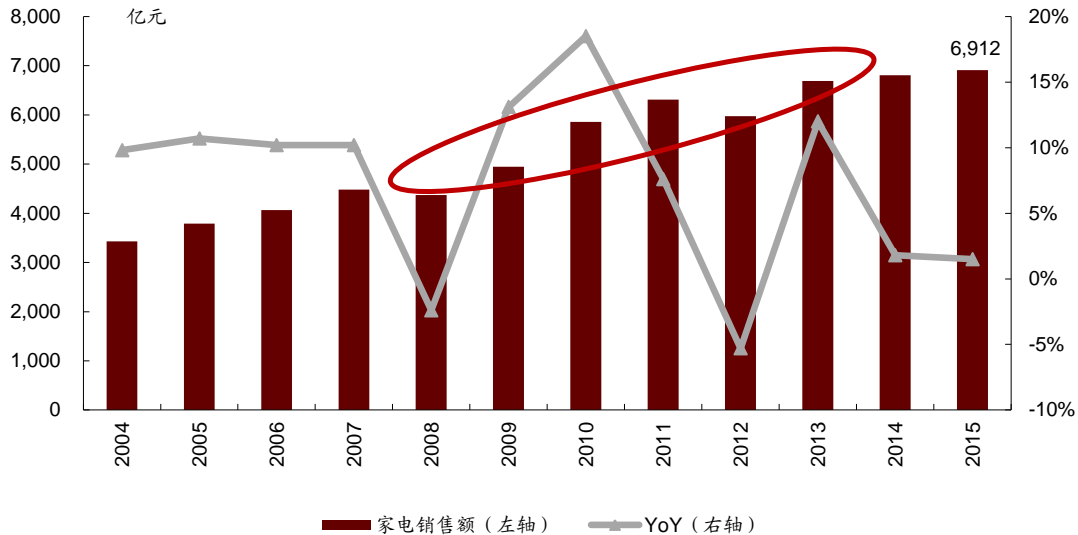


厨房小家电进入繁荣期

白电市场成熟，厨房小家电市场空间大

1) 2009~2013年中国家电市场经历了一轮强劲的增长周期，主要驱动力来自空调、冰箱、洗衣机为代表的白电。2) 2014年开始，中国家电市场进入成熟期。

图表7：中国家电零售市场增长趋势



资料来源：AVC，中金公司研究部

测算中国家电市场需求潜力：1) 空调、冰箱、洗衣机家庭保有量趋于饱和，市场销量增长空间有限。2) 嵌入式厨房电器和厨房小家电还有一倍以上的增长空间。

图表8：中国家电零售市场增长趋势

	冰箱	洗衣机	空调	彩电	嵌入式厨房电器	厨房小家电
天花板 (万台)	5,400	5,200	8,700	9,000	~13,000	~45,000
2015 出货量 (万台)	4,969	3,905	6,288	5,127	~6,000	~20,000
空间	~10%	~30%	~40%	~70%	~100%	~120%
重要假设1: 保有率 (台/百户)					适用油烟机、灶具	
城市	100	100	180	150	100	400
农村	90	80	50	130	50	300
重要假设2: 换新速度 (年)						
城市	10	9	10	8	10	4
农村	10	10	12	10	10	5
重要假设3: 非家庭需求占比						
	7%	0%	22%	5%	0%	0%

资料来源：AVC，中金公司研究部



厨房小家电介绍

厨房小家电市场产品品类众多，常见的产品类型有30种以上，很多产品同中国饮食习惯有紧密的关系，如电饭煲、豆浆机、面条机、电炖锅、豆芽机等等；很多产品是西式饮食习惯的引入，例如面包机、咖啡机、榨汁机、空气炸锅等。

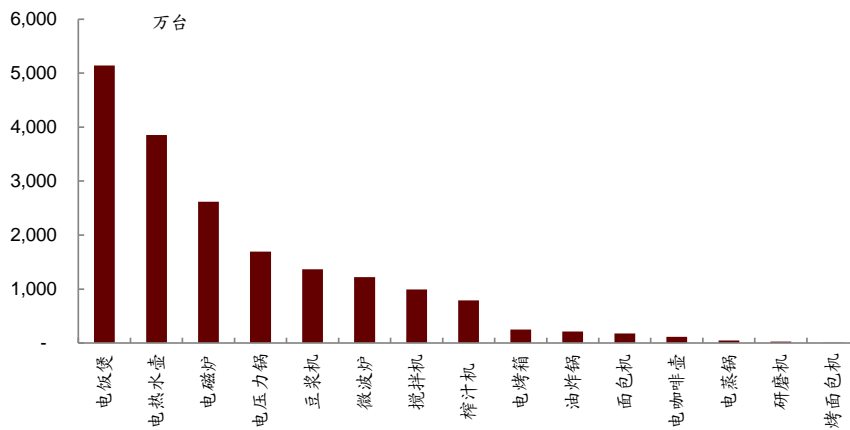
1) 电饭煲和电热水壶属于必需品，销量合计占厨房小家电的45%。电饭煲正在经历IH电饭煲带动的消费升级，电热水壶正在三四五级市场普及，都在稳健增长。

2) 电磁炉、电压力锅、豆浆机、微波炉已经有好的普及，销量规模都在1,000万台以上，但已经进入成熟期，市场或下降，或持平。

3) 受到西方生活的影响，搅拌机、榨汁机正在快速增长，破壁料理机、原汁机等新产品的推出在不断吸引消费者购买。搅拌机、榨汁机都已经有很大的销售规模，并且保持快速增长。

厨房小家电的龙头企业包括：美的集团、苏泊尔、九阳股份、新宝电器、天际股份。

图表9：2015年中国市场主要厨房小家电销量



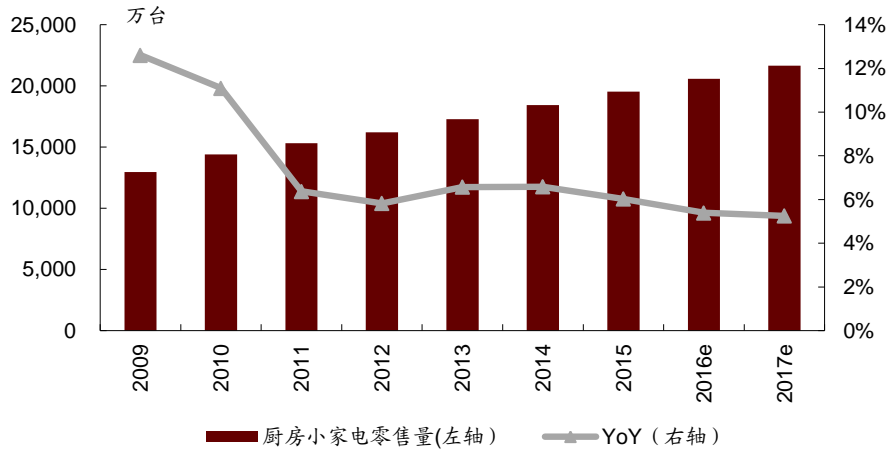
资料来源：Euromonitor, CMM, 中金公司研究部



厨房小家电市场稳健增长

厨房小家电是小家电产品的主要产品。2015年厨房小家电规模600亿元。Euromonitor预测中国厨房小家电零售量未来会保持5%的增长，考虑到消费升级，均价提升，预计未来市场会保持8%的增长。

图表10：中国厨房小家电零售量



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

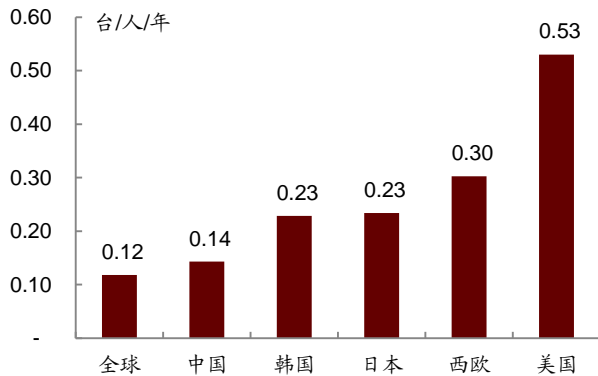


对比成熟市场，购买力有明显提升空间

市场增长动力主要来自于三四级市场需求的快速增长。中国家庭厨房小家电平均保有量仅2~3台。在城镇市场，电饭煲和电热水壶已经普及，在农村市场仅电饭煲已经普及。随着三四级市场购买力提升，除了电饭煲、电热水壶作为必需品普及外，更多的厨房小家电产品成为提升生活品质的可选品获得消费者青睐。

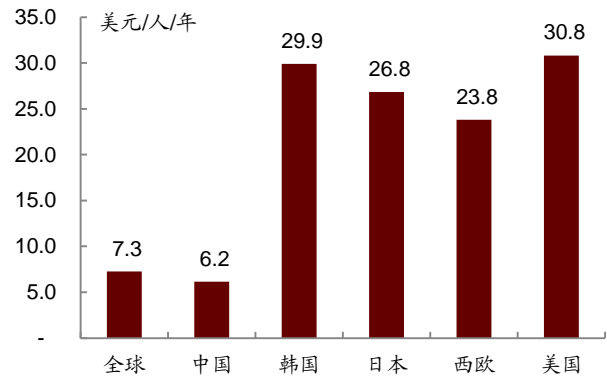
2015年中国厨房小家电人均销量为0.14台，人均销售额6.2美元，明显低于发达国家。

图表 11: 2015 年各市场厨房小家电人均销量比较



资料来源: Euromonitor, 中金公司研究部

图表 12: 2015 年各市场厨房小家电人均销售额比较



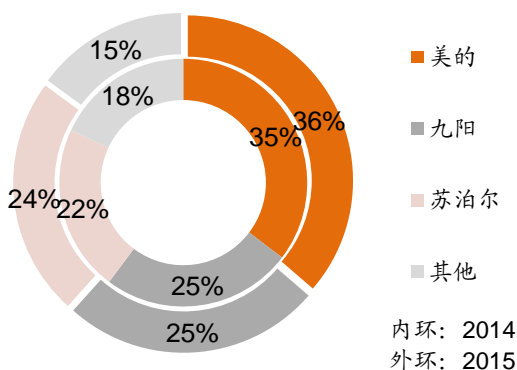
资料来源: Euromonitor, 中金公司研究部

强势品牌优势明显

厨房小家电市场的强势品牌是美的、苏泊尔、九阳。这三大品牌产品系列丰富，全国渠道覆盖度高，消费者认同度高。在中怡康监测的九大小家电零售额中，2015年美的占36%、九阳占25%、苏泊尔占24%。九类小家电中除了电炖锅中天际品牌占比第一外，其它品类都是美的、苏泊尔、九阳领先。

上市公司中，美的集团收入遥遥领先，在中国市场和海外市场都占有明显优势。九阳专注于中国市场。苏泊尔中国市场以及来自母公司 SEB 的订单兼具。新宝股份专注于海外出口 OEM、ODM 业务。

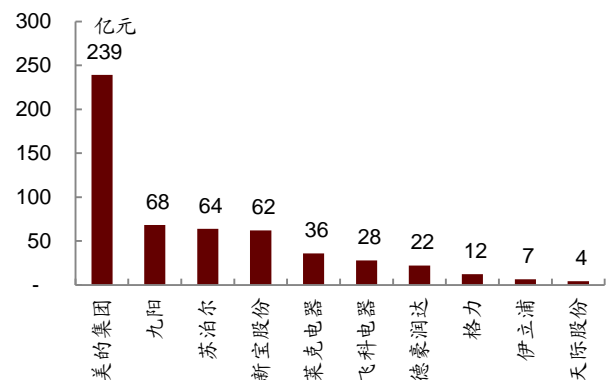
图表 13: 厨房小家电零售市场品牌占比



资料来源: 中怡康, 中金公司研究部

注: 1) 上述厨房类小家电包括电饭煲、电压力锅、电磁炉、电热水壶、豆浆机、电饼铛、电炖锅、榨汁机、搅拌机九个品类; 2) 中怡康监测零售量不足市场销量20%。

图表 14: 2015 年上市公司小家电业务收入规模比较



资料来源: 中怡康, 中金公司研究部

注: 美的集团为估计数据



图表 15: 2015 年中怡康监测 9 类厨房小家电市场份额

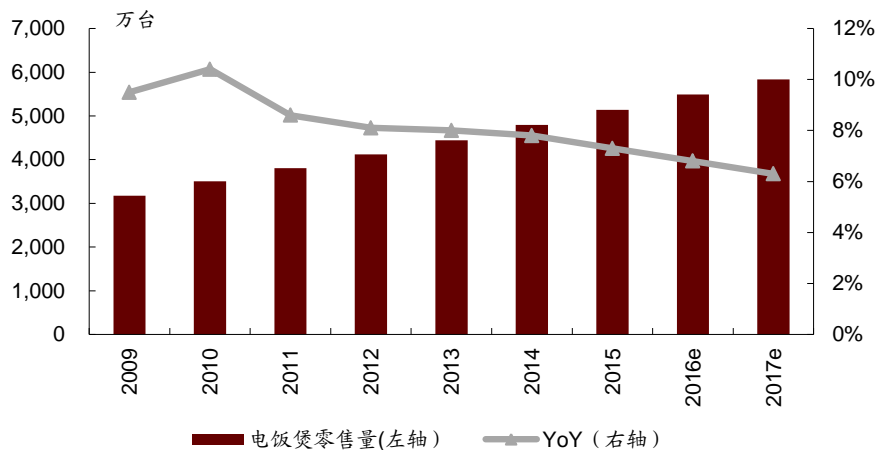
	美的	苏泊尔	九阳	天际
电饭煲	41%	27%	14%	
电热水壶	30%	21%	20%	
电压力锅	42%	28%	19%	
电磁炉	46%	19%	21%	
豆浆机	21%	14%	62%	
电饼铛	40%	21%	16%	
电炖锅	26%	11%	11%	31%
榨汁机	24%	16%	44%	
搅拌机	31%	7%	49%	

资料来源：中怡康，中金公司研究部
注：中怡康监测零售量不足市场销量 20%。

IH 电饭煲带动下的电饭煲消费升级

电饭煲是最重要的厨房小家电产品，占该厨房小家电销量~26%，销量保持稳健增长，消费升级导致销售均价快速提升，市场整体正在以 10% 以上的速度增长。

图表 16: 中国电饭煲零售量增长趋势



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

此外，电饭煲处于明显的消费升级趋势中。购买力强的一二级市场正在经历 IH 电饭煲占比快速提升的消费升级。这是在复制日本、韩国当年购买力提升之后的消费升级趋势。IH 电饭煲在日本已经普及。

1988 年松下生产出了世界上第一台采用电磁加热的 IH 电饭煲。IH 电饭煲技术，依靠磁力线穿透锅体进行加热，加热更均匀，因此米饭口感更好。普通电饭煲通过底盘加热，加热不均匀，米饭口感差。

目前 IH 电饭煲技术专利已经过期，中国企业大量采用。2013 年以来，美的、九阳、苏泊尔为代表的中国品牌开始大量推出 IH 电饭煲，IH 电饭煲占比迅速提升。IH 的加热技术也更加细致，从第一代的平板 IH 加热，第三代是立体 IH 加热，现在的多段 IH 加热技术。

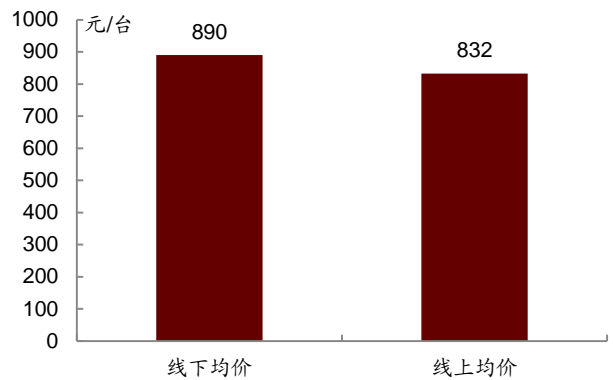


图表 17: IH 电饭煲加热方式和普通电饭煲加热方式



资料来源：中金公司研究部

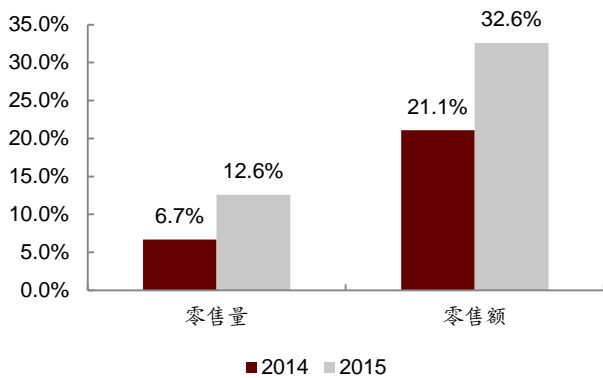
图表 18: 2015 年 IH 电饭煲零售均价



资料来源：中怡康，中金公司研究部
注：2015 年中怡康监测电饭煲销量占全国 15%。

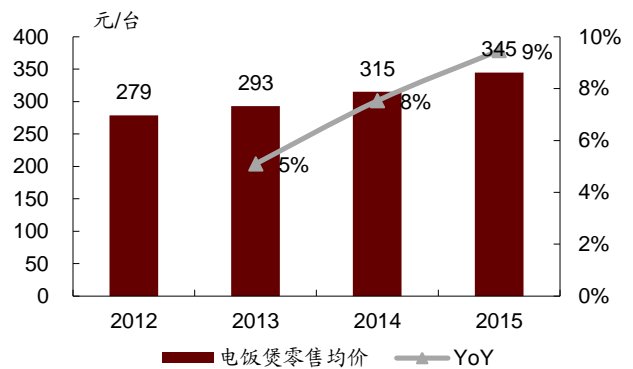
2015 年，中国 IH 电饭煲的零售均价在 800 元以上，明显高于普通电饭煲~300 元的零售价格。在中怡康统计的一二级市场，2015 年 IH 电饭煲已经占零售额 33%。ASP 提升趋势明显，2014 年、2015 年分别同比+8%、+9%。

图表 19: 中国市场 IH 电饭煲占比迅速提升



资料来源：中怡康，中金公司研究部

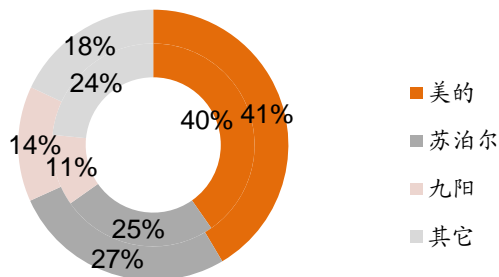
图表 20: 电饭煲零售均价快速提升



资料来源：中怡康，中金公司研究部
注：2015 年中怡康监测电饭煲销量占全国 15%。

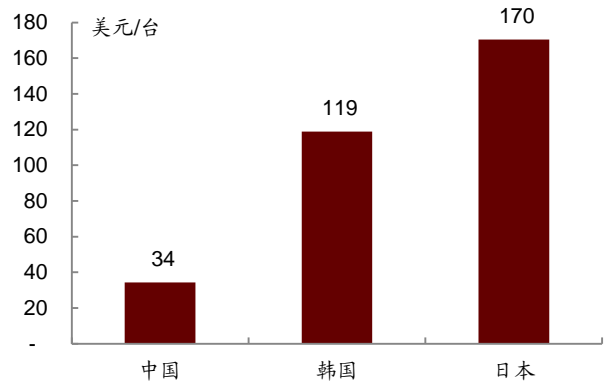
对比日本和韩国，这两个市场米饭的消费习惯同中国一致，但购买力明显更强。日本和韩国的电饭煲零售均价远远高于中国市场。

图表 21: 电饭煲零售量品牌占比



资料来源：中怡康，中金公司研究部
注：2015 年中怡康监测电饭煲销量占全国 15%。

图表 22: 2015 年东亚市场电饭煲零售均价比较



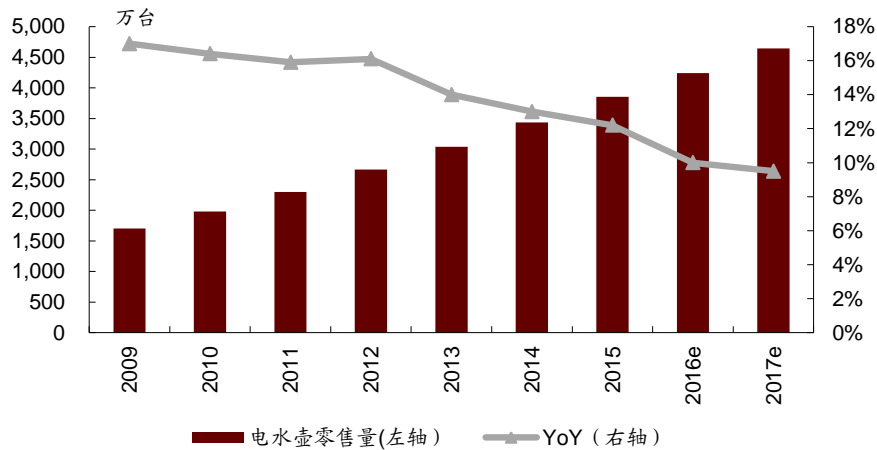
资料来源：Euromonitor，中金公司研究部



电热水壶快速普及

电热水壶是非常重要的厨房小家电产品，占该厨房小家电销量~19%。目前市场处于普及期，销量保持~10%的快速增长。

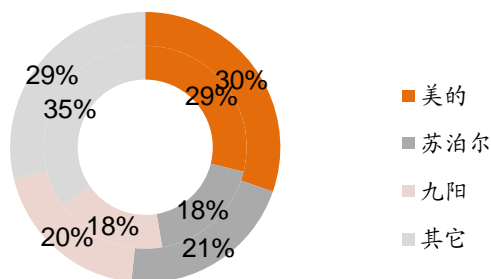
图表 23：中国电热水壶零售量增长趋势



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

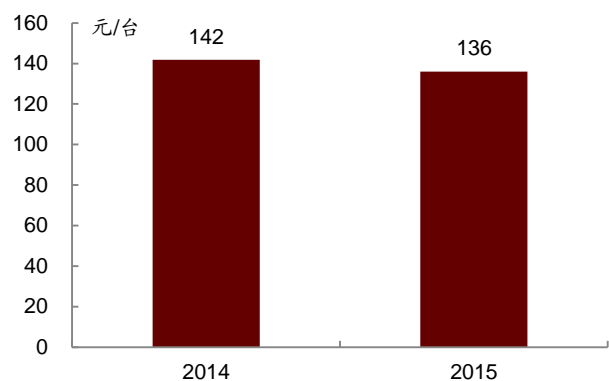
2009~2014年，电热水壶主要在一二级市场普及，目前已经开始向三四五级市场普及。电热水壶单价低，但更新周期快约2~3年，未来的需求量很大。

图表 24：电热水壶零售量品牌占比



资料来源：中怡康，中金公司研究部
注：2015年中怡康监测电热水壶销量占全国16%。

图表 25：电热水壶零售均价



资料来源：中怡康，中金公司研究部



炊具市场稳步增长，有市场机会

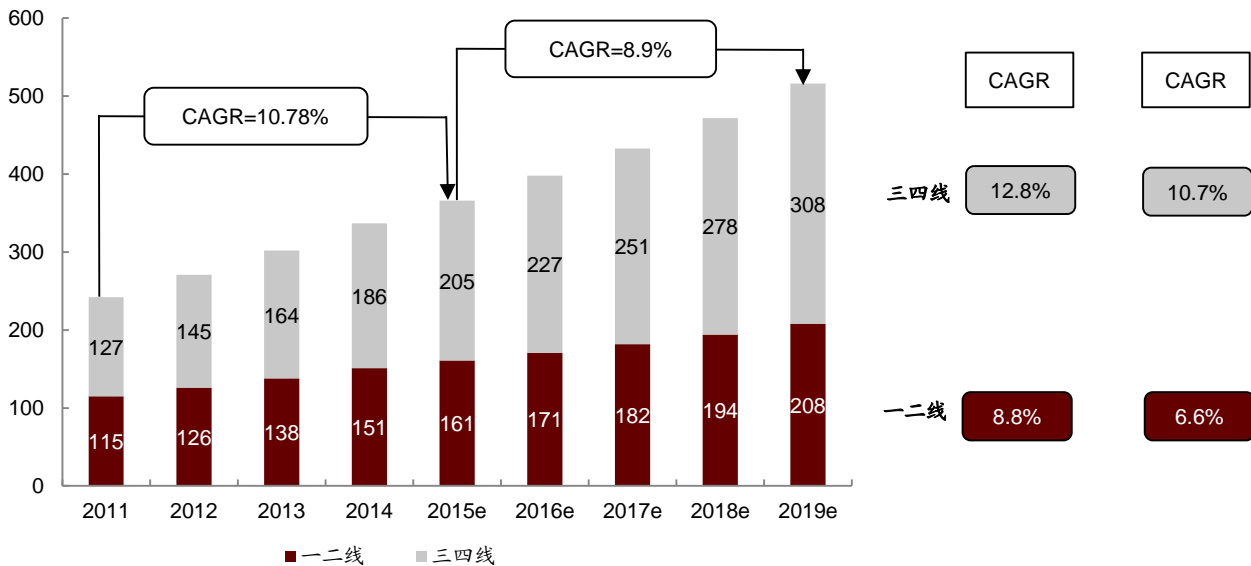
受益于三四线市场需求增长，炊具和小家电市场目前处于稳步的成长期。公司所处的市场有业务发展机会。

明火炊具

根据罗兰贝格统计数据，中国2015年明火炊具市场零售额规模366亿元，同比增长8.6%，未来到2019年CAGR将维持在8.9%。

从市场层级来看，一二线城市基本饱和，增速逐渐放缓，增长主要来自于更新换代和消费升级，未来将继续保持个位数增长趋势。明火炊具未来增长动力主要来自于三四级市场，目前三四级市场炊具品牌鱼龙混杂，一锅多用是普遍情况。近年来，中端品牌都在布局渠道下沉，对消费者进行进一步的品牌教育和产品细分化教育，未来增长来自新增需求以及消费升级。

图表 26：明火炊具市场层级零售额市场规模（亿元）

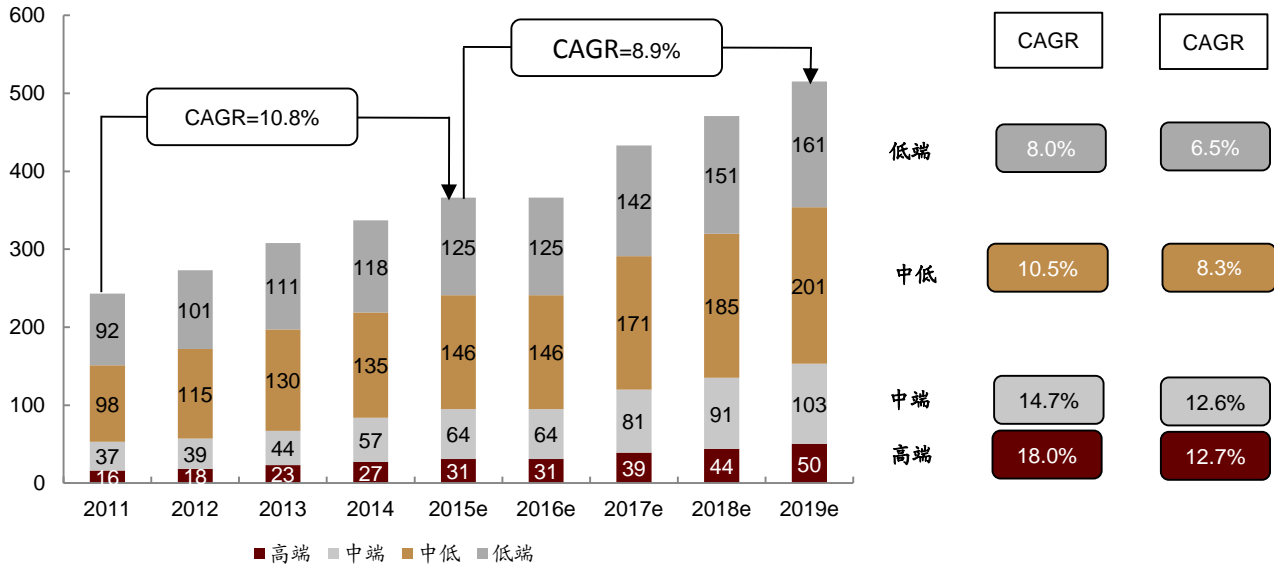


资料来源：罗兰贝格，中金公司研究部



从产品档次方面来看，整体中、高端市场未来将继续维持较高增速。炊具产品单价低，随着人均可支配收入的增加，将继续受益于消费升级。国外高端品牌近年来进驻中国，成功的塑造其高端品牌形象，吸引了更多的高端品牌消费者，未来将保持10%+的增速。中端品牌渠道下沉，将继续转换一部分低端品牌消费者。

图表 27：明火炊具分档次零售额市场规模（亿元）



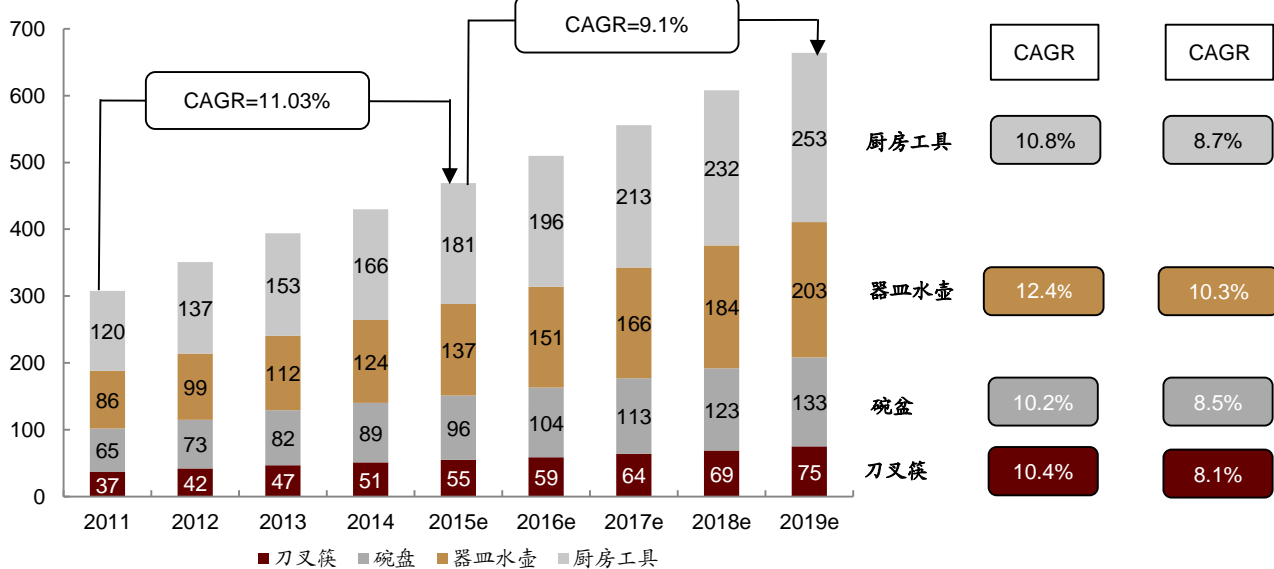
资料来源：罗兰贝格，中金公司研究部

厨房用品市场

厨房用品（刀叉碗筷、各类器皿及其他厨房工具）2015年市场零售额规模468亿元，同比增长8.9%，体量大于明火炊具，未来到2019年，复合增长率将维持在9.1%。

厨房工具增速快，品牌集中度低，且购买频次多，破损即需更换，碗盘、各类器皿又具有冲动消费潜力。某些品类厨房工具存在差异化，具有较高的潜在弹性需求。

图表 28：厨房用品零售额市场规模（亿元）



资料来源：罗兰贝格，中金公司研究部

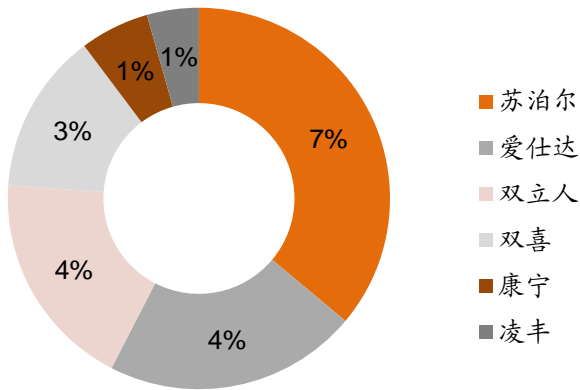


炊具龙头受益炊具消费升级

爱仕达和苏泊尔在一二线炊具市场已经形成双寡头垄断。三四线城市炊具品牌消费的趋势刚刚兴起，未来有市场机会。

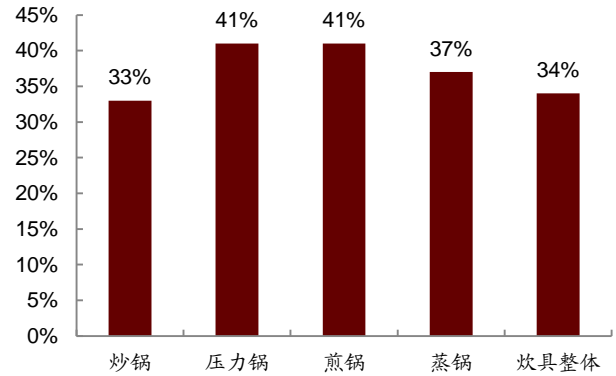
GFK 统计的一二线市场为例，苏泊尔和爱仕达已经形成双寡头垄断，苏泊尔可以占到该市场的30%以上。但在全国市场，炊具品牌集中度还并不高。苏泊尔的市场份额仅7%，市场份额还有很大提升空间。

图表 29: 2014 年炊具零售额品牌占比



资料来源: Euromonitor, 中金公司研究部

图表 30: 2010 年炊具一二线市场苏泊尔品牌占比



资料来源: GFK, 中金公司研究部



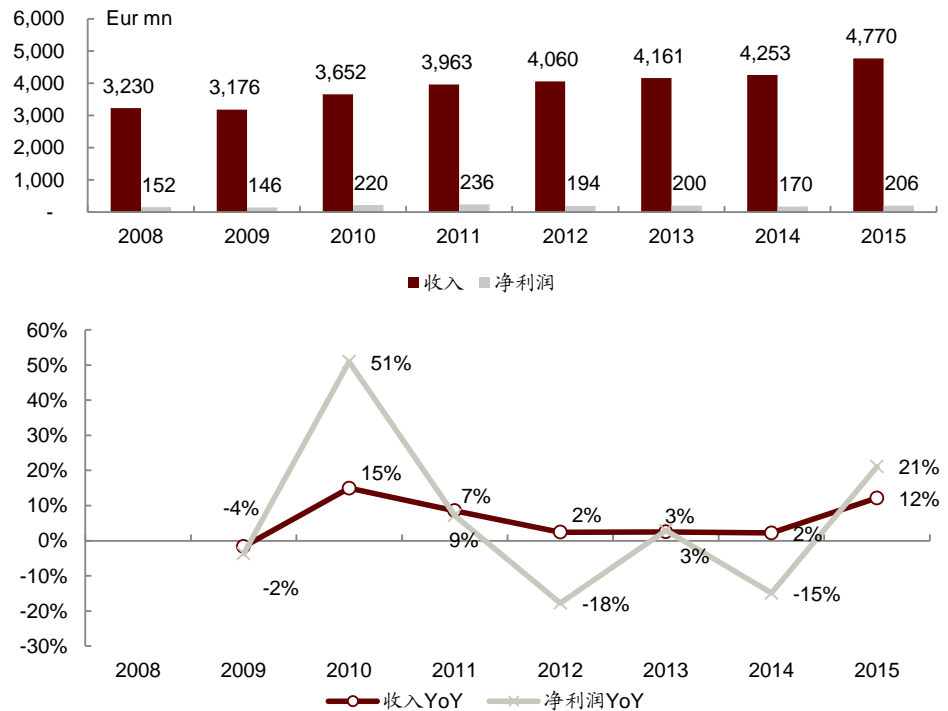
母公司 SEB 支持作用显著

SEB 公司介绍

SEB 集团具有近 150 年的历史，成立于 1857 年，1975 年在巴黎证券交易所上市。SEB 集团是全球最大的小型家用电器和炊具生产商之一，业务遍布全球 120 多个国家和地区，在欧洲、美洲、亚洲拥有 29 家生产厂家。

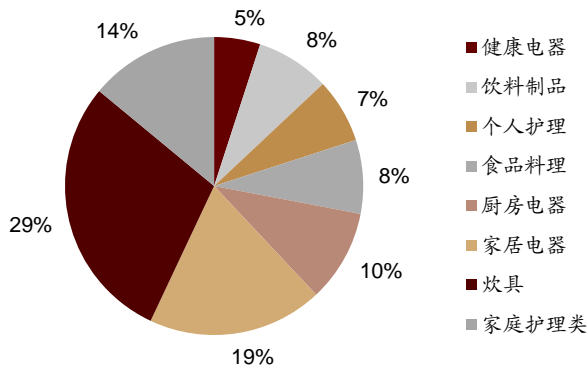
SEB 在全球的扩张擅长收购本地企业，然后进行本地化运营。苏泊尔已经成为 SEB 全球最重要的子公司。

图表 31: SEB 收入和净利润



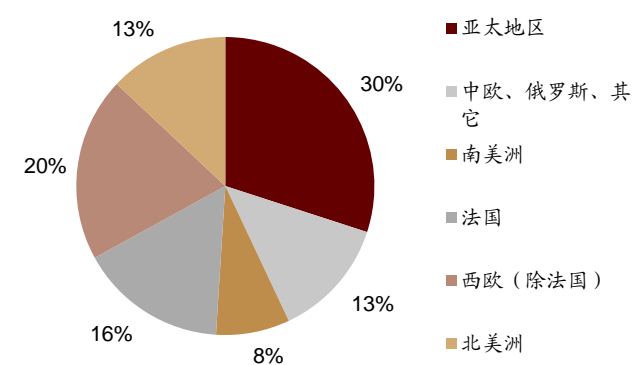
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 32: SEB 2015 年销售分产品分部



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 33: SEB 2015 年销售分地区分部



资料来源：公司公告，中金公司研究部



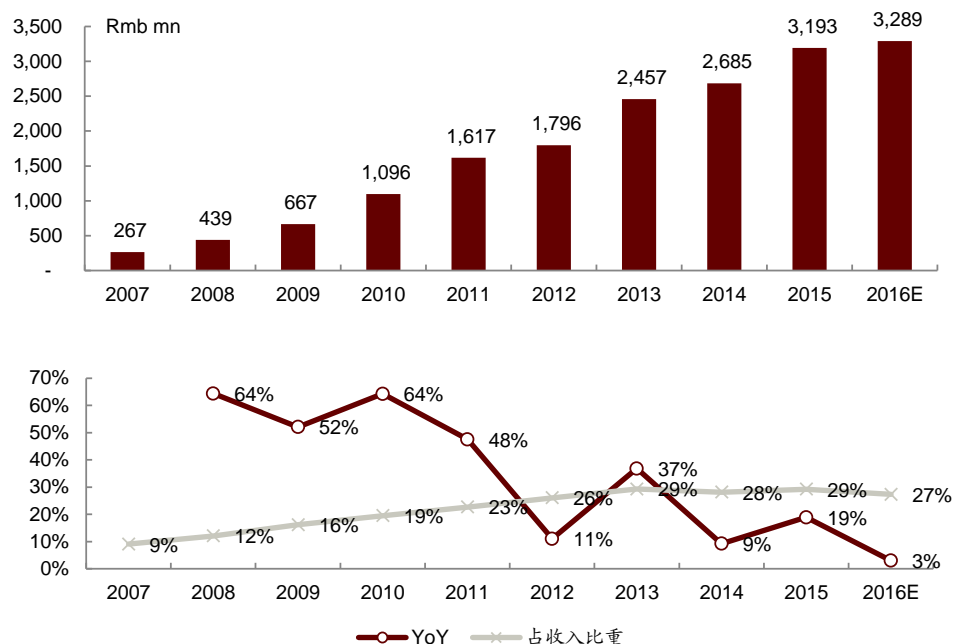
SEB 订单还有大幅增长空间

母公司 SEB 对苏泊尔的发展有非常大的帮助：1) SEB 丰富的产品和技术支持苏泊尔产品线扩张，以及产品升级。同时会配合给予 SEB 订单，让苏泊尔从一开始就充分利用新建生产线的产能。2) 来自母公司的 SEB 订单是公司收入和利润增长的重要来源。协议规定 SEB 订单毛利率不低于 18%，因此 SEB 订单的销售费用很小，导致实际净利润率会高于国内收入。

SEB 的负面影响是难以获得 OEM、ODM 订单。全球主要的小家电和炊具品牌都是 SEB 的竞争对手，因此很难将订单交给苏泊尔。目前炊具 OEM、ODM 龙头是爱仕达、小家电 OEM、ODM 龙头是美的集团和新宝电器。

2015 年 SEB 订单规模 32 亿元，占公司收入 19%。虽然 SEB 订单规模已经较大，过了高速成长期，但未来还有很大的增长空间。此外，SEB 订单还具有稳定苏泊尔增长的作用。2016 年 SEB 订单的增长计划是 3%，低于市场预期。但我们认为这是给予内销增长较快的基础上的调节。

图表 34: SEB 订单规模



资料来源：公司公告，中金公司研究部

SEB 订单的增长空间还很大。2015 年 SEB 年销售规模 47.7 亿欧元，毛利率 38%，销售成本 29.6 亿欧元。全球有 29 个生产基地。SEB 2015 年 28% 的产品外包，测算 28% 的比例采购大概相当于 8.3 亿欧元（折合 60 亿元人民币）采购规模。

苏泊尔 2015 年来自 SEB 订单规模 32 亿元，未来还有很大空间。目前厨房类产品的产能转移比较充分，未来会逐渐转移非厨房类产品的产能。

SEB 收购 WMF，产能转移空间加大

2016 年 5 月 23 日，SEB 集团宣布从 KKR 收购 WMF，交易价值约 15.85 亿欧元。

WMF 为一家欧洲的企业，主要业务是炊具和咖啡机，业务主要在欧洲。2014 年收入规模 10.2 亿欧元。中国市场对欧洲高端炊具接受度高，但 WMF 进入中国市场过晚，在中国市场没有太大影响力。

对苏泊尔而言，未来有可能承接一部分炊具产能，或者会接手 WMF 品牌在中国的业务。



附录：苏泊尔重要报告

日期	报告类型	标题	评级
2013/8/29	观点聚焦	上半年 SEB 订单增长超预期	上调至推荐
2013/10/27	业绩回顾	双轮驱动，三季度业绩超预期	推荐
2014/2/27	业绩预览	2013 年业绩稳健增长	推荐
2014/3/27	业绩回顾	增长稳健，市场份额稳步提升	推荐
2014/4/28	业绩回顾	继续稳定增长	推荐
2014/8/29	业绩回顾	中报亮点：内销渠道下沉，毛利率提升	推荐
2014/10/28	业绩回顾	市场份额小幅提升支持的稳健增长	推荐
2015/3/1	业绩预览	稳健增长符合预期，新品类拓展走出厨房	推荐
2015/3/26	业绩回顾	2014 年内销改善，2015 年出口预期改善	推荐
2015/8/28	业绩回顾	公司继续保持稳健发展	推荐
2015/12/23	公司动态	和稳健的企业一起享受小家电市场的增长	推荐
2016/2/19	业绩预览	受益厨房小家电需求提升，2015 年利润略超预期	推荐
2016/3/25	业绩回顾	厨房电器需求稳健，公司业绩良好	推荐
2015/4/22	业绩回顾	1Q 收入增长放缓，但净利润超预期	推荐



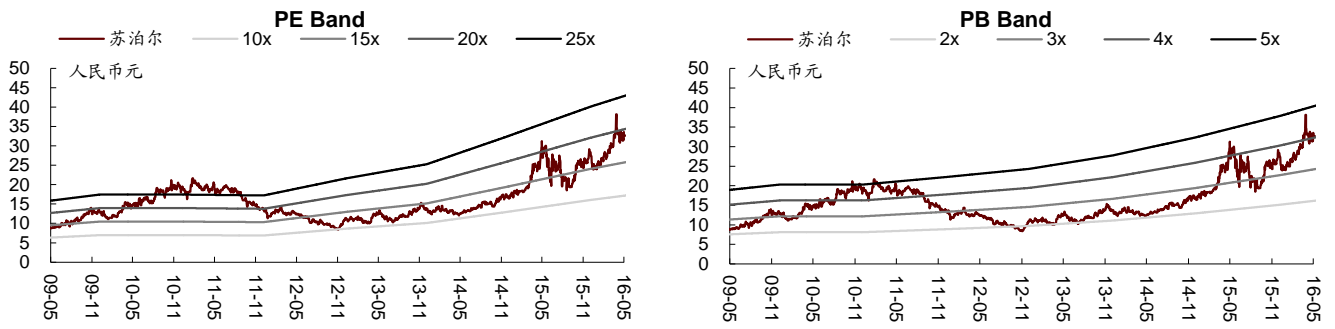
图表 35: 可比公司估值表

代码	公司	股价 本地货币	总市值 百万美元	归母净利润(百万美元, 本地货币)						EPS (元, 本地货币)			P/E		
				2014A FY14/15	YoY	2015A/E FY15/16	YoY	2016E FY16/17	YoY	2014A FY14/15	2015A/E FY15/16	2016E FY16/17	2014A FY14/15	2015A/E FY15/16	2016E FY16/17
A股															
000651.CH	格力电器			14,115	30%	13,848	-2%	14,949	8%	2.35	2.30	2.48			
000333.CH	美的集团	21.35	20,834	10,502	44%	12,707	21%	14,516	14%	1.64	1.99	2.27	13.0	10.8	9.4
600983.CH	惠而浦(中国)	12.42	1,451	294	-19%	367	25%	412	12%	0.38	0.48	0.54	32.4	26.0	23.1
000100.CH	TCL集团	3.39	6,312	3,183	51%	2,567	-19%	1,880	-27%	0.26	0.21	0.15	13.0	16.1	22.0
600839.CH	四川长虹	4.93	3,469	59	-89%	-914	N.A	-77	N.A	0.01	-0.20	-0.02	386.7	N.M.	N.M.
600060.CH	海信电器	15.60	3,112	1,400	-12%	1,419	1%	1,608	13%	1.07	1.08	1.23	14.6	14.4	12.7
002242.CH	九阳股份	17.45	2,042	532	13%	620	17%	714	15%	0.69	0.81	0.93	25.2	21.6	18.8
002032.CH	苏泊尔	32.66	3,145	690	17%	889	29%	1,095	23%	1.09	1.41	1.73	29.9	23.2	18.8
002035.CH	华帝股份	21.50	1,176	281	26%	207	-26%	276	33%	0.78	0.58	0.77	27.4	37.3	28.0
002508.CH	老板电器	49.53	3,675	574	49%	830	45%	1,088	31%	1.18	1.71	2.24	42.0	29.0	22.2
300403.SZ	海尔汉宇	50.48	1,031	131	11%	148	13%	183	24%	0.98	1.10	1.37	51.6	45.8	36.9
000418.CH	小天鹅A	28.98	2,794	698	69%	921	32%	1,131	23%	1.10	1.46	1.79	26.3	19.9	16.2
000521.CH	美的电器	5.56	647	295	7%			183		0.39		0.24	14.4		23.2
000921.CH	海信科龙	7.77	1,614	672	-46%	420	-38%	567	35%	0.49	0.31	0.42	15.7	25.2	18.7
000016.CH	深康佳	4.85	1,780	53	15%					0.02			221.9		
A股平均															
H股															
1169.HK	海尔电器	11.94	4,295	2,447	20%	2,680	10%	2,982	11%	0.88	0.96	1.07	10.5	12.4	11.2
0751.HK	创维数码	4.86	1,840	1,254	-16%	1,766	41%	1,771	0%	0.43	0.60	0.60	11.4	8.1	8.1
1070.HK	TCL多媒体	4.50	1,006	234	N.A	26	-89%	338	1200%	0.14	0.01	0.19	33.3	300.5	23.1
2014.HK	海信净水	1.26	281	124	-19%	28	-77%	140	398%	0.07	0.02	0.08	17.6	77.7	15.6
0921.HK	海信科龙	3.59	630	672	-46%	420	-38%	541	29%	0.49	0.31	0.40	5.6	11.6	9.0
H股平均															
美国															
WHR.US	Whirlpool	172.25	13,085	650	-21%	973	50%	1,127	16%	8.56	12.81	14.83	20.1	13.4	11.6
UTX.US	United Technology	100.41	84,030	6,220	9%	5,555	-11%	5,330	-4%	7.43	6.64	6.37	13.5	15.1	15.8
AOS.US	A.O.Smith	82.95	7,262	208	22%	278	34%	310	11%	2.37	3.17	3.54	34.9	26.1	23.4
IR.US	Ingersoll-Rand plc	66.28	17,065	932	51%	977	5%	1,083	11%	3.62	3.80	4.21	18.3	17.5	15.8
HELE.US	Helen of Troy Ltd	98.20	2,725	86	-25%	153	77%	134	-12%	3.11	5.51	4.83	31.6	17.8	20.3
CREE.US	Cree, Inc	24.03	2,413	124	43%	89	-28%	88	-1%	1.24	0.89	0.88	19.4	27.1	27.5
IRBT.US	IROBOT	38.23	1,050	38	37%	54	42%	46	-15%	1.38	1.96	1.67	27.8	19.5	22.8
GPRO.US	GPRO	9.98	1,380	128	111%	124	-3%	-125	-201%	0.93	0.90	-0.91	10.8	11.1	-11.0
FIT.US	FIT	14.16	3,086	132	-355%	230	74%	294	28%	0.60	1.05	1.35	23.4	13.4	10.5
平均															
欧洲															
ELUXB.SS	Electrolux	227.20	8,462	2,241	234%	3,076	37%	4,414	43%	7.25	9.96	14.29	31.3	22.8	15.9
DLG.IM	DeLonghi	22.95	3,836	127	8%	144	13%	157	10%	0.85	0.96	1.05	27.1	23.9	21.8
SK.FP	SEB	110.95	6,223	170	-15%	233	37%	261	12%	3.39	4.63	5.20	32.7	23.9	21.3
RAA.GY	Rational	427.20	5,430	110	13%	126	14%	133	6%	9.68	11.07	11.74	44.1	38.6	36.4
OSR.GR	OSRAM	47.40	5,547	188	581%	374	99%	361	-3%	1.79	3.57	3.45	26.4	13.3	13.7
PHIA.NA	Philips	24.13	25,112	415	-64%	1,236	198%	1,366	10%	0.45	1.33	1.47	54.1	18.2	16.4
AMC.PW	AMICA WRONKI SA	190.95	376	78	-13%	95	22%	107	13%	10.04	12.20	13.81	19.0	15.6	13.8
DLC.IM	De'Longhi			-30	147%	20	-168%	24	18%	-0.20	0.13	0.16			
METN.SW	Metall zug	2,869.00	6,408	86	-31%	56	-35%	74	33%	38.88	25.22	33.53	73.8	113.8	85.6
平均															
日本															
6502.JP	Toshiba	266	10,285	60,240	349%	-444,280	-838%	60,863	-114%	14	-105	14	18.7	-2.5	18.5
6367.JP	Daikin Industries	9,309	24,868	92,787	113%	132,586	43%	143,241	8%	317	452	489	29.4	20.6	19.0
6752.JP	Panasonic	965	21,574	120,442	-116%	182,876	52%	187,223	2%	49	75	76	19.7	12.9	12.6
6758.JP	Sony	3,078	35,418	-128,369	-398%	153,805	-220%	161,269	5%	-102	122	128	-30.3	25.3	24.1
6501.JP	Hitachi	484	21,303	413,877	136%	246,695	-40%	272,693	11%	86	51	56	5.6	9.5	8.6
6503.JP	Mitsubishi Electric	1,280	25,048	153,473	121%	218,291	42%	214,333	-2%	71	102	100	17.9	12.6	12.8
5943.JP	Noritac	2,144	993	3,479	-46%	-2,004	-158%	4,350	-317%	68	-39	86	31.3	-54.3	25.0
5947.JP	Rinnai	9,490	4,516	23,254	20%	23,374	1%	24,932	7%	445	448	477	21.3	21.2	19.9
7965.JP	Zojirushi Corp	1,798	1,190	3,761	135%	7,577	101%	8,291	9%	52	104	114	34.7	17.2	15.7
6753.JP	Sharp	147	2,279	11,559	-102%	-161,022	-1493%	-21,483	-87%	7	-95	-13	21.6	-1.6	-11.6
6755.JP	Fujitsu	1,986	1,978	13,227	2%	16,420	24%	14,637	-11%	121	150	134	16.4	13.2	14.8
平均															
韩国															
066570.KS	LG Electronics	55,600	7,715	399,350	126%	426,862	7%	871,607	104%	2,440	2,608	5,326	22.8	21.3	10.4
005930.KS	Samsung Electronics	1,282,000	155,413	23,082,499	-23%	20,913,532	-9%	20,582,116	-2%	161,451	146,280	143,962	7.9	8.8	8.9
021240.KS	Coway	103,000	6,736	249,691	2%	328,557	32%	388,761	18%	3,237	4,260	5,041	31.8	24.2	20.4
192400.KS	CUCKOO	178,000	1,480	90,732	58%	77,731	-14%	88,436	14%	9,255	7,929	9,021	19.2	22.4	19.7
平均															
其他															
FPH.NZ	Fisher & Paykel	10.30	3,908	97	26%	141	45%	171	22%	0.17	0.25	0.30	59.9	41.3	33.9
CIC.PM	Conception Industrial	47	337	637	18%	857	35%	813	-5%	1.88	2.53	2.40	24.7	18.3	19.4
ARCLK.TI	Arcelik	20	4,586	617	3%	799	29%	932	17%	0.91	1.18	1.38	21.9	16.9	14.5
VESBE.TI	VESTEL	11	680	131	149%	96	-27%	130	36%	0.69	0.50	0.68	15.3	20.9	15.4
9911.TT	TAIWAN SAKURA	24	207	539	13%	527	-2%			1.95	1.91		12.5	12.8	
1614.TT	TAIWAN SANYO	24	199	226	-6%					0.84			28.7		
PMM.MK	PANASONIC MANUFACTURING MALA	29	437	81	8%	147	82%	165	12%	1.33	2.42	2.72	22.1	12.1	10.8
SYML.IN	SYMPHONY LTD	2,294	1,198	1,057	76%	1,261	19%	1,803	43%	30.22	36.05	51.55	75.9	63.6	44.5
WHIRL.IN	WHIRLPOOL OF INDIA	774	1,467	1,229	-4%					9.69			79.9		
SINGER.BD	SINGER BANGLADESH	146	143	362	-5%	485	34%	687	42%	4.72	6.32	8.96	30.9	23.1	16.3
BRG.AU	BREVILLE GROUP	8	735	49	-2%	50	3%	54	9%	0.37	0.39	0.42	20.9	20.3	18.7
SODA.US	SODASTREAM INTERNATIONAL	19	402	12	-71%	21	71%	20	-5%	0.58	0.99	0.94	32.7	19.1	20.3
OSIM.SP	Osim	1	750	102	1%	65	-37%	58	-10%	0.14	0.09	0.08	10.1	16.0	17.8
平均															

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 注: 灰色覆盖部分为中金公司覆盖, 其余为彭博资讯一致预期



图表 36: 历史 P/E、P/B 区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

