

投资评级 优于大市 维持

收入超百亿的苏泊尔，稳健增长能否持续？

股票数据

10月17日收盘价(元)	77.59
52周股价波动(元)	44.80-82.59
总股本/流通A股(百万股)	821/610
总市值/流通市值(百万元)	63711/47327

相关研究

《分红及回购回馈股东，设立热水器公司持续拓展品类》2019.08.30

《内销持续稳健增长，期待品类拓展》2019.04.25

《持续稳健增长，内销产品份额均价双提升》2019.02.25

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.5	11.8	11.8
相对涨幅(%)	8.7	6.0	8.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@htsec.com

证书:S0850511010026

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@htsec.com

证书:S0850518080005

分析师:朱默辰

Tel:(021)23154383

Email:zmc11316@htsec.com

证书:S0850519020001

联系人:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@htsec.com

投资要点:

● **内销规模超百亿，稳健增长能否持续？** 1) **电器业务领域。** 小家电业务：厨房小家电领域中，电饭煲、电压力锅、搅拌机、电磁炉、煮水壶占厨房小家电销售额超80%，以上品类均为苏泊尔的强势领域，公司聚焦于厨房小家电，并逐步拓展至家居电器。根据中怡康数据，2018年小家电市场规模1424亿元，2012年-2018年复合增速为10%，参考发达国家水平，假设冰洗零售额/小家电零售额=1，我们预测小家电市场规模可达4500亿元，为2018年小家电零售额的3倍，公司在份额提升和消费升级趋势下实现稳健增长；**厨房大电业务：**苏泊尔之所以能在厨房大电领域实现较大的收入规模，主要原因是其烟灶产品集中于线上渠道，定位较为低端，避免直面传统厨电企业竞争。根据阿里平台数据，2018年苏泊尔已经成为线上厨电市场份额排名第五的品牌。中性预测下，我们认为公司未来十年厨电收入可达40亿元，复合增速为15%；2) **厨房工具及炊具业务领域。** 苏泊尔在厨房工具领域及炊具市场占有率占据行业第一，2018年公司市场份额分别为6%和10%，小家电市场及厨房工具市场均为千亿规模，公司在集中度较为分散的厨房工具市场领域的发展空间不亚于小家电业务板块。另外，公司于2017收购营WMF中国市场消费者产品业务，高端布局基本完成。随着苏泊尔对高端产品的进一步完善，WMF有望贡献更多增长。中性预测下，我们认为公司的厨房工具及炊具业务收入未来十年可维持11%的复合增长。

● **大股东SEB对苏泊尔的支持是否仍有边际贡献？** SEB为通过并购不断发展成全球最大的小家电企业，产品涵盖炊具、小家电、个人护理产品、家居护理等领域。SEB为苏泊尔提供专利及订单的支持，2018年SEB订单对苏泊尔外销贡献已达94%且毛利率稳定在18%（人民币结算免受汇率波动）。2018年苏泊尔转移订单金额约为5.55亿欧元，目前SEB仍有35%的收入（约为11亿欧元）来源于外包，我们认为随着苏泊尔生产线的不断成熟，未来SEB有望持续转移家居电器品类。

● **规模效应下，盈利能力仍有望持续提升。** 公司的电器及炊具规模明显高于竞争对手，规模效应下，公司的成本优势会更加明显，此外，公司品类拓展的厨房大电产品、家居电器产品的毛利率均高于原有业务，将持续提升其毛利率水平，伴随公司规模稳步增长，长期来看规模效应逐步显现带动总体费用率的降低是必然趋势。

● **盈利预测及风险提示。** 公司在SEB助力下外销订单稳健增长，叠加公司内销份额均价提升，我们预计2019-2021年实现EPS 2.43元、2.84元、3.30元。目前收盘价（2019-10-17）对应19年31.9倍PE，考虑到公司品类拓展性较强，而小家电企业收入维持增长更多靠公司品类拓展，目前公司传统小家电领域维持稳定增长，厨电、家居电器、厨房工具等新兴领域亦拓展顺利且已经初具规模，品类拓展源源不断贡献增长点。中性假设下，我们认为公司收入规模在2028年可达500亿元，十年收入复合增速11%。我们认为公司更大的市场空间及更强的稳健性可以获取更高的市场溢价，参照可比公司估值水平，给予公司19年26-33倍PE，对应合理价值区间为63.18-80.19元，“优于大市”评级。

● **风险提示。** SEB订单转移不及预期，内销市场竞争激烈。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14542	17851	20610	23402	26529
(+/-)YoY(%)	21.7%	22.8%	15.5%	13.5%	13.4%
净利润(百万元)	1326	1670	1995	2329	2711
(+/-)YoY(%)	23.1%	25.9%	19.5%	16.7%	16.4%
全面摊薄EPS(元)	1.62	2.03	2.43	2.84	3.30
毛利率(%)	30.5%	30.9%	31.7%	32.2%	32.6%
净资产收益率(%)	24.5%	28.3%	28.0%	27.4%	26.8%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 内销收入超百亿的苏泊尔，稳健增长能否持续？	6
1.1 苏泊尔持续增长的核心逻辑在于品类拓展	6
1.2 电器领域：传统厨房小电稳健增长，厨房大电、家居电器品类扩张	7
1.2.1 小家电业务板块：聚焦厨房小家电，行业核心品类为公司强势品类	9
1.2.2 厨房大电业务板块：为何苏泊尔在厨房大电能脱颖而出？	12
1.3 厨房工具及炊具领域：传统业务稳健，高端品牌锦上添花	16
1.3.1 厨房工具及炊具业务潜力大，成长空间不可小觑	16
1.3.2 高端品牌持续布局加码，差异化竞争贡献新动力	17
2. SEB 对苏泊尔是否仍有边际贡献？	18
2.1 品类及专利支持：SEB 产品涵炊具、厨房电器、家居电器全品类	18
2.2 订单支持：SEB 外销订单持续不断，仍有 35% 收入外包	21
3. 盈利能力能否继续提升？	22
4. 盈利预测及投资建议：苏泊尔收入成长空间测算	23
5. 风险提示	24
财务报表分析和预测	26

图目录

图 1	苏泊尔近五年营收复合增速为 16%	6
图 2	苏泊尔近五年归母净利复合增速为 23%	6
图 3	公司厨房用具品类陆续扩充	6
图 4	公司小家电品类陆续扩充	6
图 5	苏泊尔目前品类涵盖炊具、厨房工具、小家电及厨房大电等	7
图 6	中国小家电市场规模复合增速 10%（2012-2018）	7
图 7	生活电器线上零售额规模占比逐步提升	7
图 8	小家电细分行业规模及增速	8
图 9	2017（内）&18（外）中国小家电各行业销售规模占比	8
图 10	发达国家小家电市场规模增速情况	8
图 11	中国与发达国家小家电/冰洗销售额对比（2018 年）	8
图 12	厨房小家电各个品类美苏九竞争格局变化情况	10
图 13	苏泊尔厨房电器销量市场份额逐年提升	10
图 14	2014-2018 年 IH 电饭煲销量占比	11
图 15	2015-2018 年搅拌机中破壁产品销量占比	11
图 16	小家电核心品类行业均价不断提升	11
图 17	苏泊尔核心品类均价不断提升	11
图 18	2018 年厨房小家电美苏九价格情况（元/台）	11
图 19	厨房大电线上销量市场份额（2018 年）	12
图 20	厨房大电线上销售额市场份额（2018 年）	12
图 21	苏泊尔线上厨房大电销售额构成（2018 年）	13
图 22	苏泊尔线上厨房大电均价情况（2018 年，元/台）	13
图 23	18 年双十一 1500 元以下产品竞争格局情况（按销售额）	14
图 24	18 年双十一 1000 元以下产品竞争格局（按销售额）	14
图 25	厨电市场销售额规模、增速及烟灶消销售占比情况	14
图 26	厨电市场线上销售额占比逐年提升	14
图 27	厨房用具市场规模及增速（2012-2018）	16
图 28	炊具市场规模及增速（2012-2018）	16
图 29	2018 年中国厨房用具市场销售额竞争格局	17
图 30	2018 年中国炊具市场销售额竞争格局	17

图 31	双立人旗舰店	17
图 32	高端炊具市场主要品牌	17
图 33	苏泊尔 AIR 保温杯四种年轻颜色	18
图 34	苏泊尔新 LOGO 的年轻化定位	18
图 35	SEB2012-2018 年营收复合增速为 9%	19
图 36	SEB2012-2018 年归母净利复合增速为 14%	19
图 37	SEB 旗下品牌	19
图 38	2018SEB 分产品收入构成及增速	20
图 39	2018SEB 分产品收入占比	20
图 40	SEB 订单收入外销占比逐步提升	21
图 41	苏泊尔近年外销及增速情况	21
图 42	2018 年 SEB 仍有 35% 的产品需外购	22
图 43	SEB 外购产成品大多来源于中国	22
图 44	苏泊尔和爱仕达炊具业务规模比较	22
图 45	苏泊尔和九阳小家电业务规模比较	22
图 46	2011-2018 公司毛利率净利率趋势图 (%)	23
图 47	2011-2018 公司期间费用率趋势图 (%)	23
图 48	2012-2018 苏泊尔九阳爱仕达内销产品毛利率对比 (%)	23
图 49	2012-2018 苏泊尔九阳爱仕达销售净利率对比 (%)	23
图 50	2012-2018 苏泊尔九阳爱仕达销售费用率对比 (%)	23
图 51	2012-2018 苏泊尔九阳爱仕达管理费用率对比 (%)	23

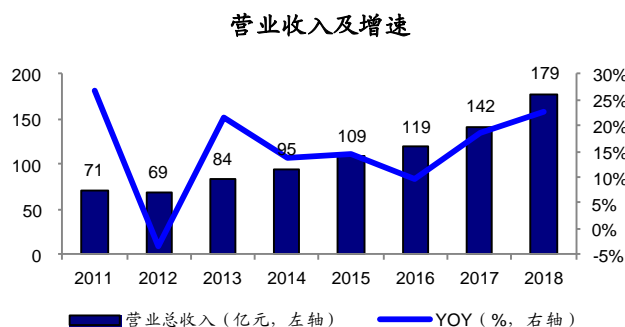
表目录

表 1	小家电市场规模及复合增速.....	9
表 2	传统线下 KA 渠道 9 大品类销售额占比有较大变化.....	9
表 3	2018 核心小家电品类销售量份额对比.....	10
表 4	行业核心品类苏泊尔行业溢价情况（倍）.....	12
表 5	苏泊尔厨房小家电业务增长空间测算.....	12
表 6	2018 年 11 月（双十一）线上厨房大电分价格销售情况.....	13
表 7	苏泊尔线上不同店铺专注不同产品.....	14
表 8	厨电及净水市场规模空间测算.....	14
表 9	苏泊尔厨电及净水业务增长空间测算.....	16
表 10	苏泊尔厨房用具业务增长空间测算.....	18
表 11	SEB 品牌扩张情况.....	19
表 12	SEB 覆盖产品类别.....	20
表 13	SEB 专利、技术情况.....	20
表 14	近年 SEB 在苏泊尔采购金额（亿元人民币）.....	21
表 15	苏泊尔收入成长空间分析（亿元）.....	24
表 16	苏泊尔营收分项预测假设.....	25
表 17	可比公司估值情况.....	25

1. 内销收入超百亿的苏泊尔，稳健增长能否持续？

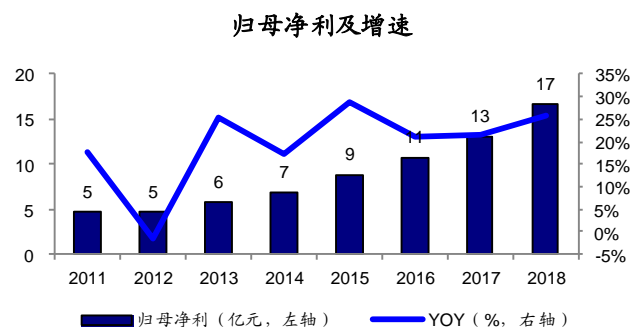
苏泊尔发展史就是一部品类拓展的历史，公司产品品类从炊具到厨房电器再拓展至家居电器，公司收入规模不断扩大，2018年公司实现营业收入179亿元，归母净利润17亿元，2013-2018年营业收入CAGR为16%，归母净利润CAGR达23%，公司实现收入稳步增长的同时实现盈利能力逐步提升。我们认为公司未来能否延续过去优异表现一方面取决于公司传统品类增长能否持续，另一方面还要看公司品类拓展是否顺利，本文主要通过对公司电器及炊具的分析来描绘公司未来的成长空间。

图1 苏泊尔近五年营收复合增速为16%



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 苏泊尔近五年归母净利润复合增速为23%



资料来源：Wind，海通证券研究所

1.1 苏泊尔持续增长的核心逻辑在于品类拓展

公司过去十年间厨房用具和小家电品类不断拓展，厨房用具领域拓展除炊具以外的如水杯、保鲜盒等厨房工具，电器领域拓展电熨斗、吸尘器等家居电器，目前公司品类涵盖炊具、厨房工具、小家电及厨房大电等。

图3 公司厨房用具品类陆续扩充



资料来源：公司2018年11月投资者交流日资料，海通证券研究所

图4 公司小家电品类陆续扩充



资料来源：公司2018年11月投资者交流日资料，海通证券研究所

图5 苏泊尔目前品类涵盖炊具、厨房工具、小家电及厨房大电等



资料来源：公司官网，京东，天猫，海通证券研究所

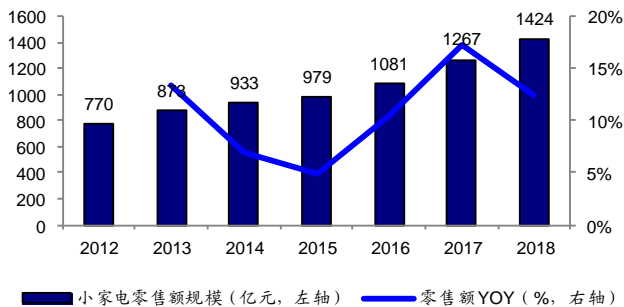
1.2 电器领域：传统厨房小电稳健增长，厨房大电、家居电器品类扩张

1) 小家电行业距离天花板尚远，苏泊尔受益于行业稳定增长及品类拓展。

我们认为消费升级趋势及新品类渗透率的不断提升使得国内小家电市场规模近年来发展稳健且迅速。根据中怡康推总数据，2012年我国小家电行业市场规模为770亿元，到2018年已经达到1424亿元，过去五年复合增速为10%。而随着消费者对生活品质的要求不断提高，小家电受益国内消费升级，我们认为传统品类均价提升和新品拓展有望持续推动小家电市场未来稳定增长。

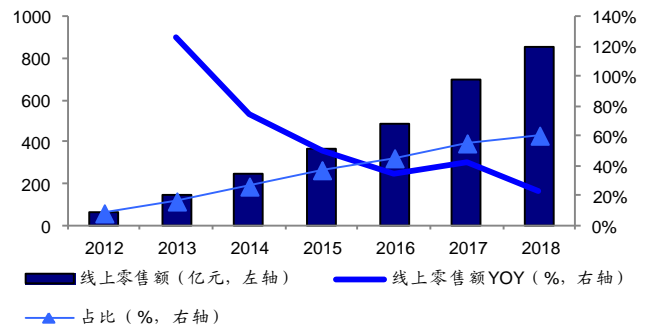
另外，我们认为由于小家电产品区别于大家电的免安装、类快消品属性，电商成为最近几年国内小家电行业快速发展的重要变量。根据中怡康数据，2018年小家电行业整体线上渠道占比60%，线上市场已超越线下市场规模且增速仍旧高于线下增速。伴随着电商及物流的蓬勃发展，过去几年小家电整体线上市场增速均在20%以上，线上销售额占比不断增加，带动了行业的整体增长。

图6 中国小家电市场规模复合增速10% (2012-2018)



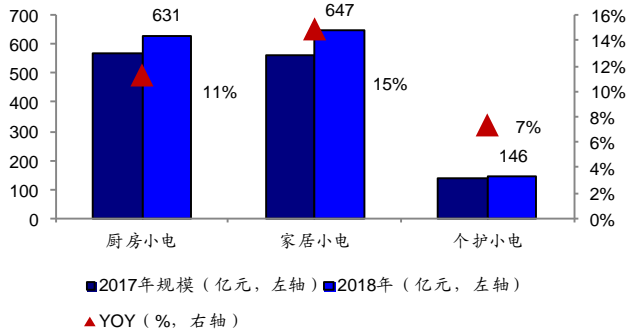
资料来源：中怡康，海通证券研究所

图7 生活电器线上零售额规模占比逐步提升

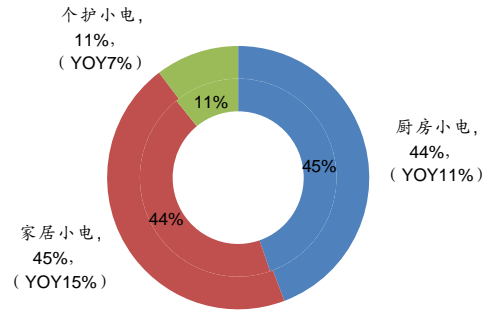


资料来源：中怡康，海通证券研究所

2018年中国厨房小家电、家居小家电及个护小家电销售规模占比分别为44%、45%和11%，增速分比为11%、15%及7%，国内目前多数家居类小家电仍处于渗透率快速提升的导入期，增速高于传统厨房小家电，我们认为其占比仍将逐步提升。

图8 小家电细分行业规模及增速


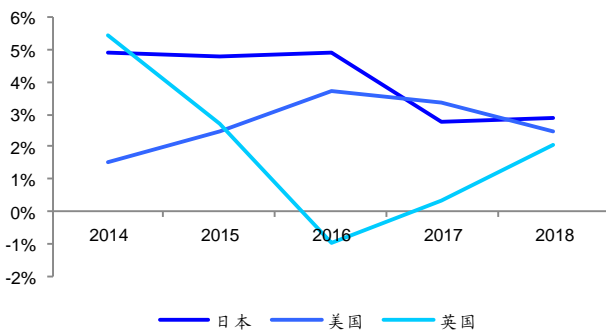
资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

图9 2017 (内) &18 (外) 中国小家电各行业销售规模占比


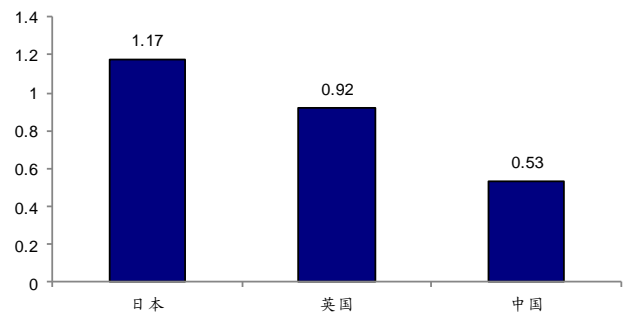
资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

未来随着人均收入进一步提升及小家电产品的逐步普及, 我们认为国内小家电市场仍将稳健增长。从增速上来讲, 发达国家小家电保有率较高, 小家电行业发展较为成熟, 但仍旧有小个位数增长, 根据 Euromonitor 数据, 英国日本美国成熟市场最近五年(2013年-2018年)小家电市场的复合增速保持在 2-3%左右且保持稳定, 因此我们假定 2-3% 为小家电行业的永续增长率。

我们对比不同国家冰洗和小家电的销售规模发现, 2018 年日本和英国小家电销售额/冰洗销售额的倍数分别为 1.17 和 0.92, 而中国这一数字仅为 0.53, 说明中国小家电市场仍有较大的发展空间。通过我们测算, 假设冰洗的单价分别为 5000 元/台和 4000 元/台, 且在 8 年的更换周期下, 冰洗销售额永续增长规模可达 4500 亿元, 在小家电销售额/冰洗销售额的倍数=1 的假设下, 未来小家电增长到 4500 亿元的规模下可实现永续增长, 倘若经过 15 年达到永续增长点, 则小家电行业未来复合增速仍可高达 8%。

图10 发达国家小家电市场规模增速情况


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

图11 中国与发达国家小家电/冰洗销售额对比 (2018 年)


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

表 1 小家电市场规模及复合增速

品类	假设单价 (元/台)	假设户均保有量 (台/户)	假设更新周期 (年)	年销量 (万台)	行业空间 (亿元)
冰箱	5000	1	8	5000	2500
洗衣机	4000	1	8	5000	2000
冰洗加总 (亿元)					4500
永续增长点冰洗/小家电规模					1
永续增长点小家电规模 (亿元)					4500
2018 年小家电规模 (亿元)					1424
10 年达到永续增长点-CAGR					12%
15 年达到永续增长点-CAGR					8%
20 年达到永续增长点-CAGR					6%

资料来源: 海通证券研究所测算, 注: 以中国有 4 亿户家庭计算

2) 作为小家电龙头企业, 苏泊尔亦具有其独特于行业的属性。

我们认为在电器领域, 苏泊尔的产品品类可以分为三个层次: 第一层次是传统品类, 苏泊尔的传统品类和行业规模处于前列的核心品类基本相同, 如电饭煲、电压力锅、电热水壶等; 第二层次是厨房大电品类, 厨房大电品类为产生于中国独特市场的品类; 第三层次是家居及个护品类, 该层次的品类是苏泊尔未来将逐步拓展的领域, SEB 给予品类及专利的支持。公司在三个层次品类领域的发展阶段不同, 因此不同层次品类产品的未来增长逻辑也不一样。我们认为公司传统品类未来获取超越行业的增长更多靠份额及均价的提升; 厨房大电品类产品短期靠线上低价致胜, 中长期靠拓展线下渠道、拓展更多厨电品类及高端化; 家居个护电器目前公司收入规模尚小, 短期的战略重点更多是产品力和品牌力的提升。

1.2.1 小家电业务板块: 聚焦厨房小家电, 行业核心品类为公司强势品类

厨房小家电产品众多, 但在传统线下渠道真正实现 10 亿元以上规模的品类极少且头部品类集中。根据中怡康监测的线下品类数据, 电饭煲、电压力锅、搅拌机、电磁炉、煮水壶销售规模居行业前列, 占厨房小家电规模超 80%, 传统厨房小家电产品表现分化, 如豆浆机产品近年来销售规模持续萎缩, 但搅拌机由于产品升级 (具有破壁功能) 使得产品均价迅猛提升, 销售规模随之扩大, 在线下 KA 渠道销售额占 9 大品类的比例由 2015 年的 3% 迅速提升至 2018 年的 22% (如表 2)。

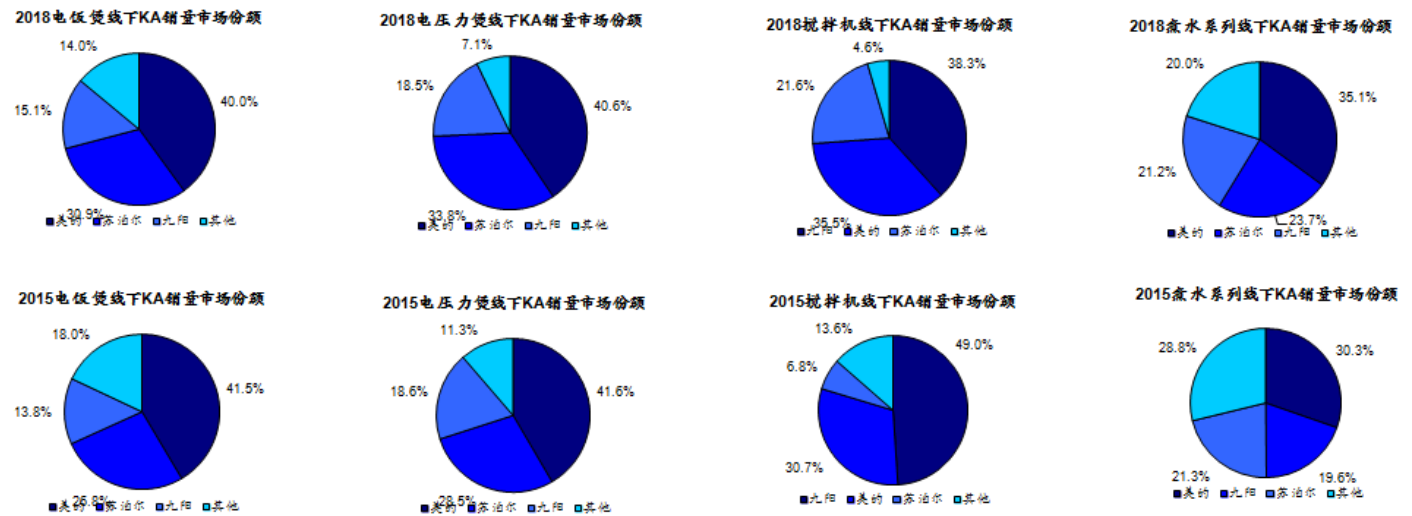
表 2 传统线下 KA 渠道 9 大品类销售额占比有较大变化

品类	电饼铛	电磁炉	电炖锅	电饭煲	电压力煲	豆浆机	搅拌机	榨汁机	煮水系列	总额
2015 年销售额规模 (亿元)	1.8	14.5	2.1	26.9	14.6	12.0	2.7	6.1	8.3	88.8
2018 年销售额规模 (亿元)	1.3	8.1	1.5	23.0	10.7	3.7	16.2	1.5	7.3	73.5
2015 年销售额占比	2%	16%	2%	30%	16%	13%	3%	7%	9%	100%
2018 年销售额占比	2%	11%	2%	31%	15%	5%	22%	2%	10%	100%

资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

我们认为苏泊尔在传统的厨房小家电领域中的策略并非面面俱到, 而是集中产品品类, 在厨房小家电品类中的电饭煲、电压力煲、电热水壶领域表现出色, 小家电行业中规模较大的核心品类均为苏泊尔的强势品类, 且近年公司在以上几个品类的市场份额均有一定程度的提升 (如图 13)。

图12 厨房小家电各个品类美苏九竞争格局变化情况



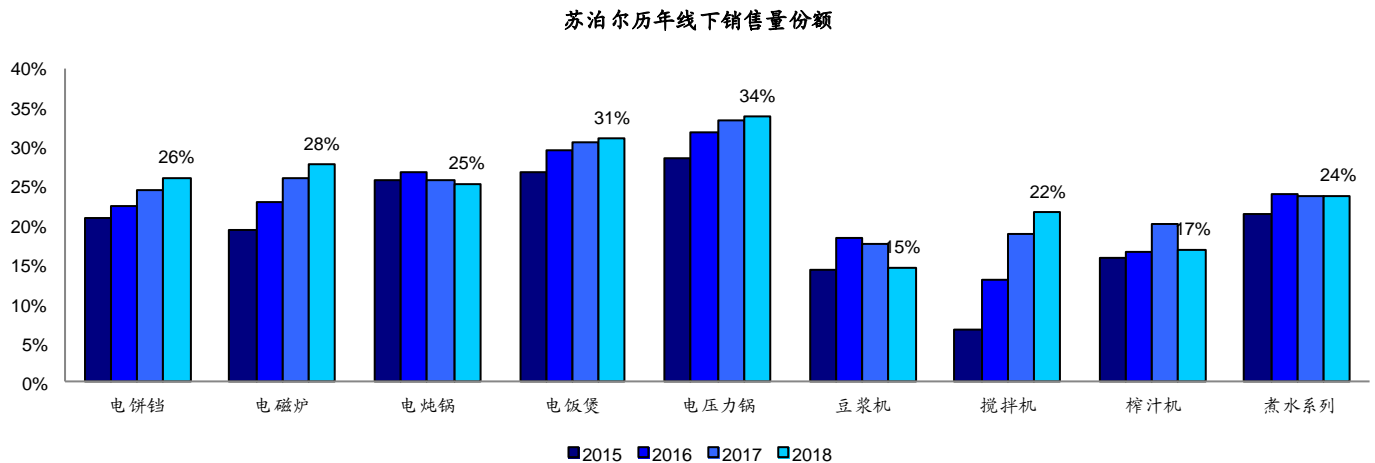
资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

表 3 2018 核心小家电品类销售量份额对比

公司名称	电饭煲	电压力锅	搅拌机	煮水系列
美的集团	40%	41%	36%	35%
苏泊尔	31%	34%	22%	24%
九阳股份	15%	19%	38%	21%
CR3	86%	94%	96%	80%
苏泊尔市占率排名	第二	第二	第三	第二

资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

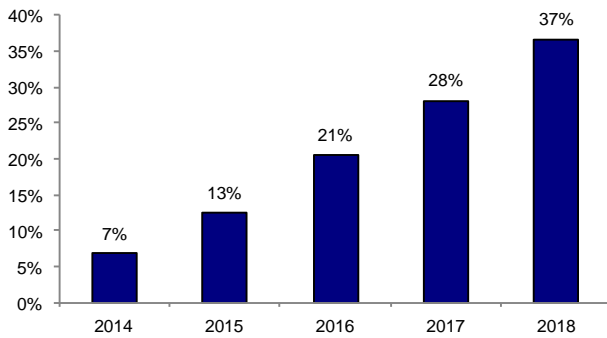
图13 苏泊尔厨房电器销量市场份额逐年提升



资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

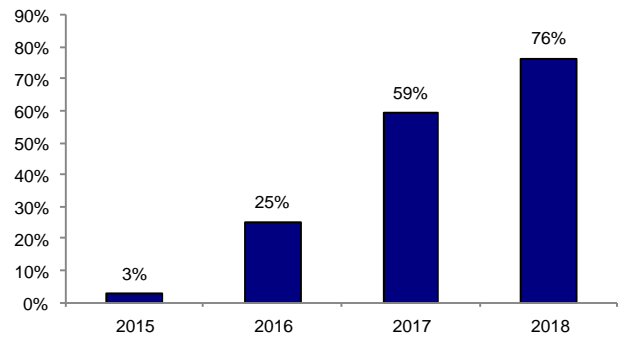
受益于消费升级, 厨房电器各品类产品均价稳步提升。其中, 电饭煲、电压力锅等由于 IH 产品占比提升, 其均价也有了较大幅度的提升; 由于破壁技术, 搅拌机品类的均价提升幅度最大, 由 2015 年的 263 元上涨至 2018 年的 1106 元 (如图 17)。

图14 2014-2018年IH电饭煲销量占比



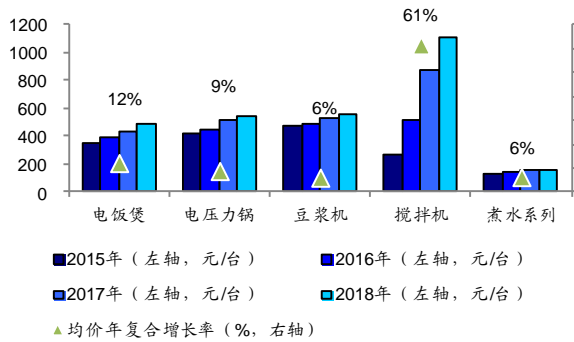
资料来源：中怡康，海通证券研究所

图15 2015-2018年搅拌机中破壁产品销量占比



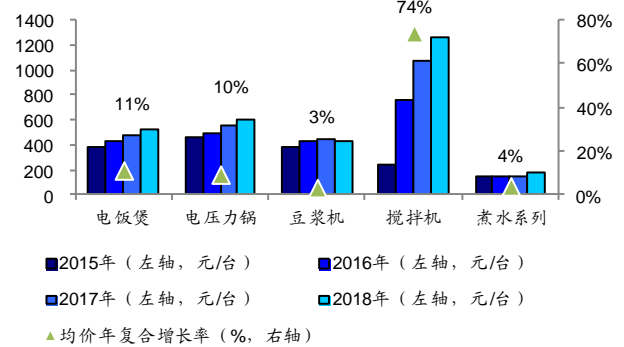
资料来源：中怡康，海通证券研究所

图16 小家电核心品类行业均价不断提升



资料来源：中怡康，海通证券研究所

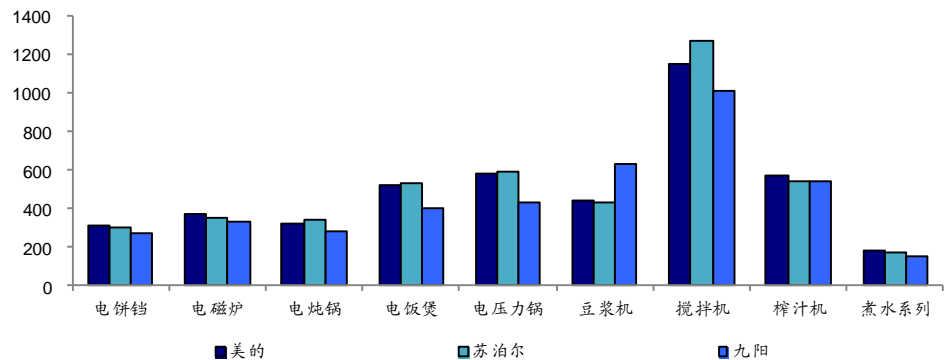
图17 苏泊尔核心品类均价不断提升



资料来源：中怡康，海通证券研究所

从均价上来看，在三大主要厨房小家电品类电饭煲、电压力锅及电热水壶产品中，苏泊尔产品相对定位高端，均价高于行业（如表4），我们认为其凭借优质的产品 & 广泛的渠道在小家电消费升级的趋势中更具优势。

图18 2018年厨房小家电美苏九价格情况 (元/台)



资料来源：wind，海通证券研究所

表 4 行业核心品类苏泊尔行业溢价情况 (倍)

品类/年份	电饭煲	电压力锅	豆浆机	搅拌机	煮水系列
2015	1.12	1.08	0.83	0.91	1.12
2016	1.12	1.09	0.89	1.49	0.99
2017	1.08	1.10	0.84	1.22	0.99
2018	1.09	1.10	0.77	1.15	1.05

资料来源: 中怡康, 海通证券研究所整理

在传统小家电领域, 我们认为公司的增长逻辑在于: 1) 行业稳健增长; 2) 公司均价及份额逐步提升。通过测算, 中性假设下, 我们认为公司 2028 年在传统厨房小家电领域的收入可达 204 亿元, 复合增速 10.5%。

表 5 苏泊尔厨房小家电业务增长空间测算

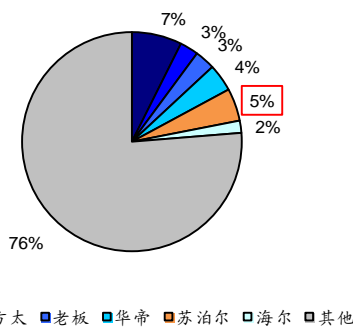
情形	2018 年	2028 年		
		乐观 行业增速 10%	中性 (行业增速 8%)	悲观 (行业增速 5%)
厨房小家电行业规模 (亿元)	631	1637	1362	1130
苏泊尔市场份额	20%	30%	25%	22%
苏泊尔确认收入 (亿元) (按照销售额 6 折计入收入)	75	295	204	149
复合增速		14.7%	10.5%	7.1%

资料来源: 中怡康, 海通证券研究所测算, 其中苏泊尔 2018 年收入数据为估计值

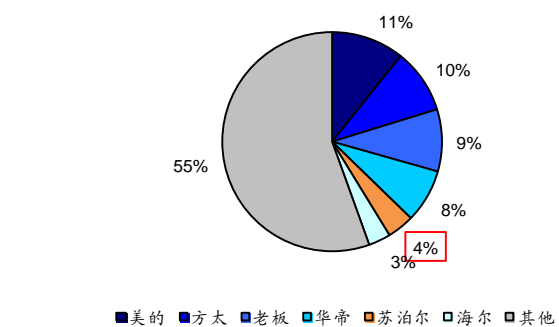
1.2.2 厨房大电业务板块: 为何苏泊尔在厨房大电中脱颖而出?

根据 2018 年年报, 公司电器收入 119 亿元, 其中给大股东 SEB 代工的电器订单收入为 27 亿元, 扣除苏泊尔非 SEB 代工的外销收入, 我们估计苏泊尔 2018 年内销的电器的规模约为 90 亿元, 近年来苏泊尔逐步实现从厨房小家电、炊具领域拓展到厨房大电和吸尘器净水器等家用电器领域并实现规模稳定性增长, 和竞争对手相比, 苏泊尔的品类拓展相对来说比较成功, 为何苏泊尔在大厨电领域中能实现如此大的收入规模呢? 我们认为苏泊尔之所以能在厨房大电领域实现较大的收入规模, 主要原因有: 苏泊尔采取事业部管理体系, 下设总部直属部门和炊具、电器、厨卫大家电三个事业部, 可见目前公司已经把厨卫大家电放在较重要的战略位置; 苏泊尔的烟灶等厨房大电产品集中于线上渠道, 定价较低抢占一定市场份额。

根据阿里数据平台数据 (以下阿里平台数据选取样本为 2018Q2-2019Q1), 在厨房大家电领域, 苏泊尔 2018 年线上销售额份额已经超过海尔, 成为线上市场份额排名第五的品牌。

图19 厨房大电线上销量市场份额 (2018 年)


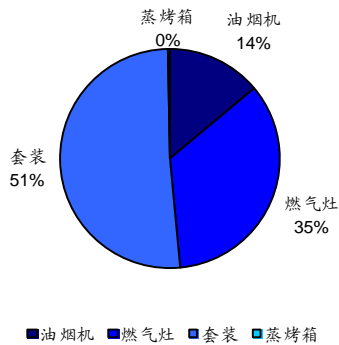
资料来源: 阿里平台, 海通证券研究所等

图20 厨房大电线上销售额市场份额 (2018 年)


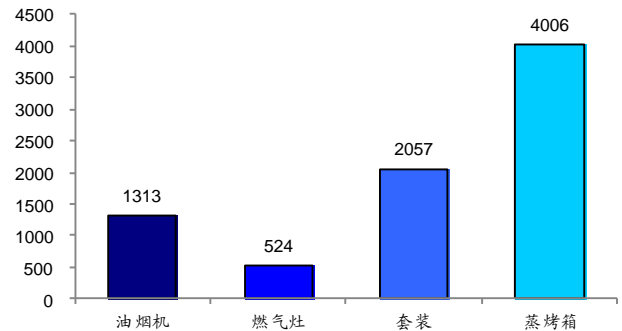
资料来源: 阿里平台, 海通证券研究所

苏泊尔在线上开拓市场不失为明智之举, 我们认为线上渠道可以作为厨房大电突破

口有其独特的原因：厨房大电的主要品牌梯队明显，线上竞争格局较为分散，第一梯队定位高端，如方太老板，第二梯队定位中端如华帝美的，在低端领域几乎没有“品牌”厨电，而苏泊尔抓住二八市场中的低端市场，以较低的价格取得较高的市场份额。

图21 苏泊尔线上厨房大电销售额构成 (2018年)


资料来源：阿里平台，海通证券研究所

图22 苏泊尔线上厨房大电均价情况 (2018年, 元/台)


资料来源：阿里平台，海通证券研究所

根据阿里数据，由于双十一节日，2018年11月份的销售额规模占据全年销售额规模的近20%，我们选取2018年11月的成交数据进行分析，发现：

1) 1000元以下的产品销量占据全网的60%，但我们认为此价格段几乎不受主流品牌重视，原因是1000元以下的产品销售额仅占据全网的17%。主要品牌必争之地为3000元以上的高端产品，以不及20%的销量占据近60%的销售额。

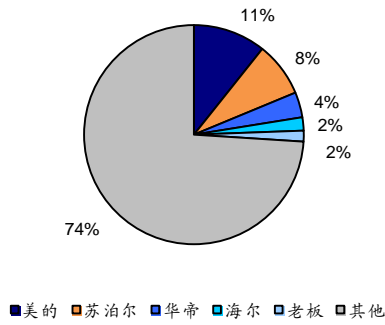
2) 苏泊尔巧妙躲避中高端价格带的竞争，在低端市场中赢取一定市场份额，在全网销售量仅次于美的，其销售额列为第五。

表6 2018年11月(双十一)线上厨房大电分价格销售情况

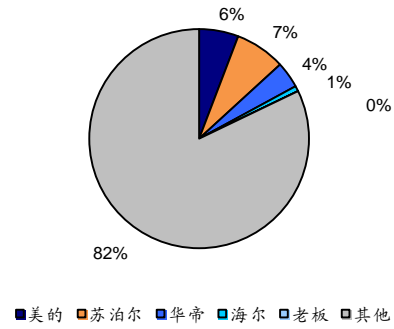
价格段	销售量占比	销售额占比	主力品牌
0-500元	38%	7%	苏泊尔
500-1000元	22%	10%	苏泊尔
1000-1500元	8%	6%	苏泊尔、美的
1500-3000元	14%	19%	美的、华帝、海尔
3000-7000元	15%	40%	方太、老板、华帝
7000+元	3%	18%	方太、老板

资料来源：阿里平台，海通证券研究所

从2018年双十一线上厨电销售额竞争格局来看，在1500元以下的价位段上，美的占据11%的市场份额，苏泊尔占据8%的市场份额，在1000元以下价格段上，苏泊尔占据7%市场份额。我们认为苏泊尔暂时躲避高端领域各大厨电品牌的激烈竞争，抓住品牌集中度更为分散且没有“品牌”的低端市场，从而在厨房大电领域占据一席之地。

图23 18年双十一 1500元以下产品竞争格局情况 (按销售额)


资料来源: 阿里平台, 海通证券研究所

图24 18年双十一 1000元以下产品竞争格局 (按销售额)


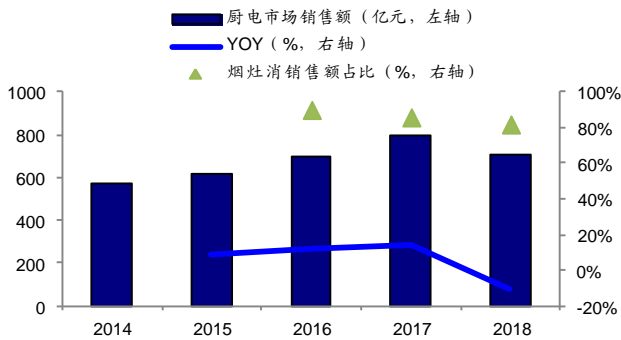
资料来源: 阿里平台, 海通证券研究所

表7 苏泊尔线上不同店铺专注不同产品

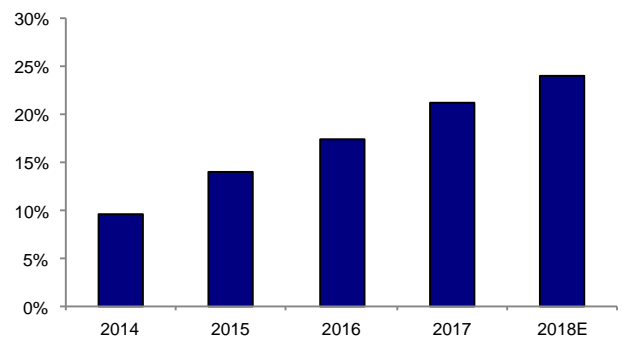
店铺名称	店铺主要产品	店铺属性
苏泊尔乐源专卖店	吸尘器、空气净化器	家居电器
苏泊尔炊具旗舰店	锅、刀具	炊具等厨房工具
苏泊尔赢丰专卖店	电饭煲、电压力煲、料理机等	厨房小家电
苏泊尔夏美专卖店	油烟机、燃气灶、集成灶等	厨房大电

资料来源: 淘宝网, 海通证券研究所

目前苏泊尔厨房大电主要为烟灶产品, 并逐步在加入微蒸烤及净水器产品实现渠道协同, 其规模与传统的厨电品牌还有一定差距, 我们认为其厨房大电仍旧能维持较为高速增长。从厨电未来的空间来看, 我们认为苏泊尔厨房大电定价较低, 低端领域市场仍旧有继续洗牌空间且公司目前品类多为烟灶, 在厨房大电领域可拓展更多品类。经过我们测算, 在中性假设下, 若厨房行业复合增速为 8%, 公司占据线上市场的 10%, 公司厨房大电在 2028 年的销售规模可达 40 亿元, 复合增速近 15%。

图25 厨电市场销售额规模、增速及烟灶销售占比情况


资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

图26 厨电市场线上销售额占比逐年提升


资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

表8 厨电及净水市场规模空间测算

品类	假设单价 (元/台)	假设户均保有量 (台/户)	假设更新周期 (年)	年销量 (万台)	行业空间 (亿元)
烟灶	4000	1	8	5000	2000
洗碗机/消毒柜	3000	0.3	8	1500	450
微蒸烤	2500	0.2	8	1000	250
厨电加总					2700
净水器	200	0.5	5	4000	800
厨电及净水加总					3500

资料来源：海通证券研究所测算，注：以中国有 4 亿户家庭计算

表 9 苏泊尔厨电及净水业务增长空间测算

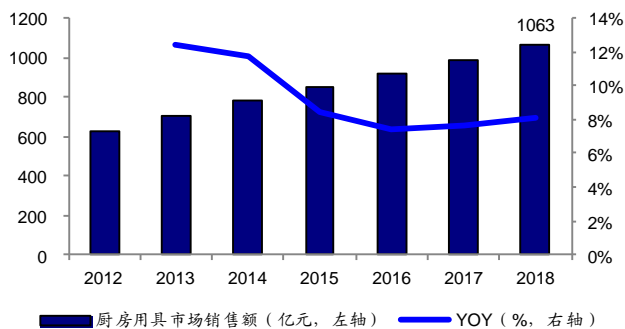
情形	2018 年	2028 年		
		乐观 (厨电行业增速 10%)	中性 (厨电行业增速 8%)	悲观 (厨电行业增速 5%)
厨电+净水行业规模 (亿元)	1025	2659	2213	1670
线上占比	25%	35%	30%	25%
线上市场规模 (亿元)	256	931	664	417
苏泊尔销售额 (亿元)	20	112	66	38
苏泊尔市场份额	8%	12%	10%	9%
苏泊尔厨房电器收入 (亿元) (按照销售额 6 折计入收入)	12	67	40	23
复合增速		20.9%	14.8%	8.5%

资料来源: 中怡康、海通证券研究所测算, 其中苏泊尔 2018 年收入为估计值

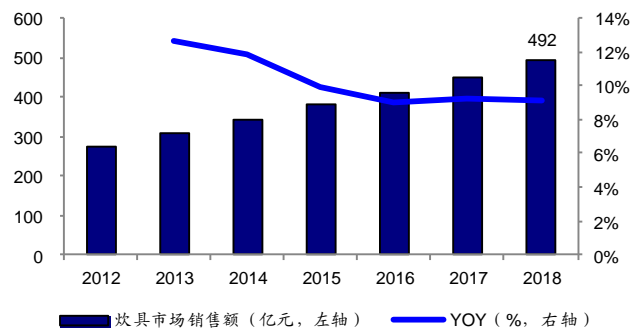
1.3 厨房工具及炊具领域: 传统业务稳健, 高端品牌锦上添花

1.3.1 厨房工具及炊具业务潜力大, 成长空间不可小觑

苏泊尔的电器业务近年来增速远高于炊具, 我们认为炊具增长节奏更加稳健且更为持续。根据 2018 年年报, 苏泊尔的收入体量中剔除给 SEB 代工的订单, 内销收入中我们估计厨房用具和电器的规模分别为 40 亿元和 90 亿元, 根据欧睿数据, 整个炊具的市场规模在 2018 年达到 492 亿元, 包含炊具刀具器皿等在内的厨房用具规模超过 1000 亿元, 由此可见, 作为厨房用具绝对龙头的苏泊尔, 在厨房用具领域的发展空间不亚于电器领域。

图 27 厨房用具市场规模及增速 (2012-2018)


资料来源: 欧睿, 海通证券研究所 注: 厨房用具含炊具、刀叉、器皿等

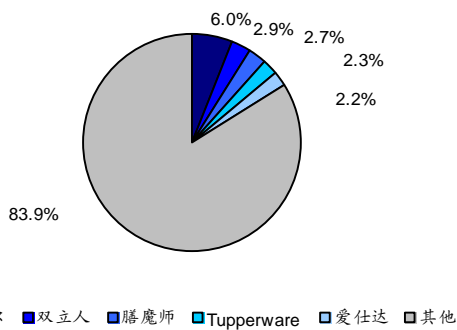
图 28 炊具市场规模及增速 (2012-2018)


资料来源: 欧睿, 海通证券研究所

苏泊尔厨房用具涵盖多种产品, 除了炒煎蒸汤锅等炊具外, 还涵盖刀具、铲勺套装, 及厨房器皿类产品如保温饭盒、水杯等, 且我们估计公司非炊具类厨房用具收入规模仍将持续增长。

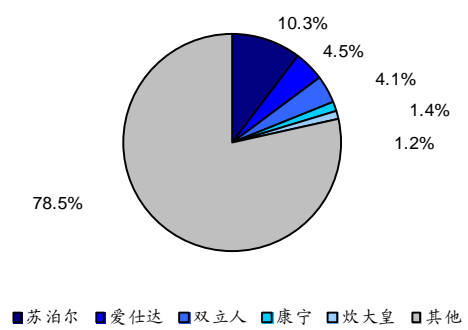
相对于厨房小家电行业来讲, 厨房用具和炊具市场竞争格局非常分散, 根据 Euromonitor 2018 年数据, 龙头苏泊尔在厨房用具领域市场份额仅为 6%, 在强势的炊具市场市场份额也仅占据 10%, 但第二名与其差距较大, 苏泊尔具有明显优势, 目前苏泊尔在厨房用具领域最大的竞争对手为膳魔师和双立人, 最大的炊具竞争对手为爱仕达。我们认为, 随着消费者收入水平及对生活品质和健康的关注度的提升, 品牌产品的渗透率亦处于快速提升过程中, 值得信赖的品牌产品凭借优质的产品品质有望实现快于行业规模的增长。

图29 2018年中国厨房用具市场销售额竞争格局



资料来源：欧睿，海通证券研究所 注：厨房用具含炊具、刀叉、器皿等

图30 2018年中国炊具市场销售额竞争格局



资料来源：欧睿，海通证券研究所 注：厨房用具含炊具、刀叉、器皿等

1.3.2 高端品牌持续布局加码，差异化竞争贡献新动力

WMF 成立于 1853 年，为德国高端厨具、厨房餐桌用品及小家电领导品牌，但在中国双立人的知名度却远高于 WMF，我们认为主要得益于双立人的高效品牌宣传，邀请黄晓明作为品牌代言人，彰显其高端时尚的品牌形象。

图31 双立人旗舰店



资料来源：双立人官网，海通证券研究所

图32 高端炊具市场主要品牌



资料来源：天猫，海通证券研究所

苏泊尔旗下的 WMF 与双立人同属高端炊具品牌，但是品牌溢价方面同双立人仍存在较大差距。苏泊尔 2017 年收购 WMF 中国市场消费者产品业务，根据苏泊尔 2018 年 11 月投资者交流日资料信息，截至 2018 年，WMF 在中国有 142 个线下店铺和 20 个线上店铺。除了 WMF，结合之前引入的 KRUPS 和 LAGOSTINA 品牌，苏泊尔在高端炊具及小家电的品牌布局已经基本完成。我们认为随着苏泊尔高端品牌的销售的进一步推进以及高端炊具产业园的建设，旗下高端品牌将迎来相当的增长。

另外，伴随 80 和 90 后逐步成为消费的主力军，苏泊尔大力推进品牌的年轻化，如苏泊尔 AIR 保温杯，邀请新的品牌代言人张钧甯以吸引更多客户群体。

图33 苏泊尔 AIR 保温杯四种年轻颜色


资料来源：苏泊尔官方网站，海通证券研究所

图34 苏泊尔新 LOGO 的年轻化定位


资料来源：苏泊尔官方网站，海通证券研究所

综上，我们认为苏泊尔厨房用具的增长空间来源于拓展更多厨房用具品类、增加高端产品布局等以获取厨房用具行业中更多市场份额，经过我们测算，中性假设下，苏泊尔炊具及厨房工具业务收入在 2028 年可达 114 亿元，复合增速为 11%。

表 10 苏泊尔厨房用具业务增长空间测算

情形	2018 年	2028 年		
		乐观 (行业增速 8%)	中性 (行业增速 5%)	悲观: (行业增速 3%)
厨房用具行业规模 (亿元)	1063	2295	1732	1429
苏泊尔市场份额	6.3%	13%	11%	9%
苏泊尔收入 (亿元) (按销售额 6 折计收入)	40	179	114	77
复合增速		16.2%	11.1%	6.8%

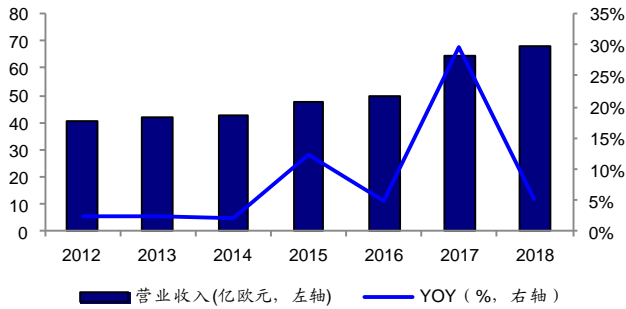
资料来源：Euromonitor，海通证券研究所测算，其中 2018 年苏泊尔收入为估计值

2. SEB 对苏泊尔是否仍有边际贡献？

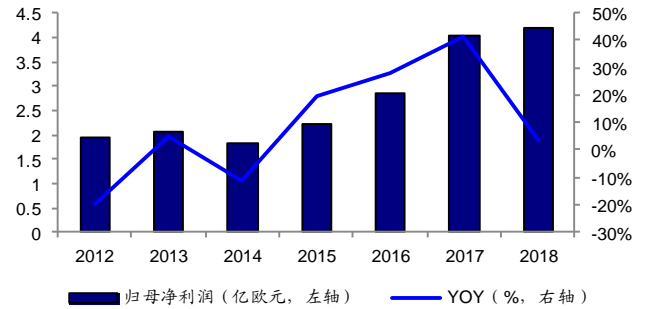
2004 年上市之初，苏泊尔集团持有苏泊尔 45.48% 股份，苏增福、苏显泽父子合计持有 21.14% 苏泊尔股份。2007 年开始，苏泊尔引入境外投资者 SEB，到 2007 年年底，SEB 持有苏泊尔 52.74% 股份，苏泊尔集团持有苏泊尔 24.59% 股份，苏增福、苏显泽父子合计持有苏泊尔 11.41% 股份，SEB 成为苏泊尔的控股股东。随后 SEB 进一步增持苏泊尔，截至 2019 年 9 月 16 日，SEB 持有苏泊尔 81.19% 的股份。

2.1 品类及专利支持：SEB 产品涵炊具、厨房电器、家居电器全品类

SEB 为全球排名前列的小家电企业，通过并购的方式进入海外市场不断发展壮大，目前 SEB 在全球近 150 个国家和地区开展业务。从经营范围上看，SEB 的产品包括炊具、小家电、个人护理产品、家居护理等领域的几乎所有品类。

图35 SEB2012-2018 年营收复合增速为 9%


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图36 SEB2012-2018 年归母净利复合增速为 14%


资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 11 SEB 品牌扩张情况

收购品牌	收购时间
TEFAL	1968
CALOR	1972
ROWENTA	1988
ARNO	1997-1998
VOLMO	1997-1998
MOULINEX	2001
KRUPS	2001
ALL-CLAD	2004
LAGOSTINA	2005
PANEX	2005
SUPOR	2007
IMUSA	2011
MAHARAJA WHITELINE	2011
OBH Nordica	2015
EMSA	2016
WMF	2016
Swizz Prozzz	2017
Wilbur Curtis	2019

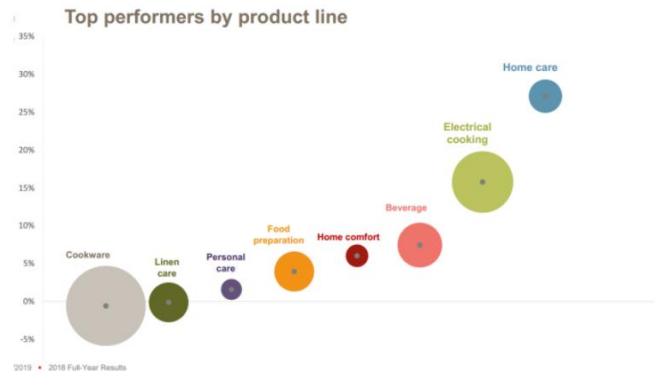
资料来源: SEB2018 年年报, 海通证券研究所整理

图37 SEB 旗下品牌



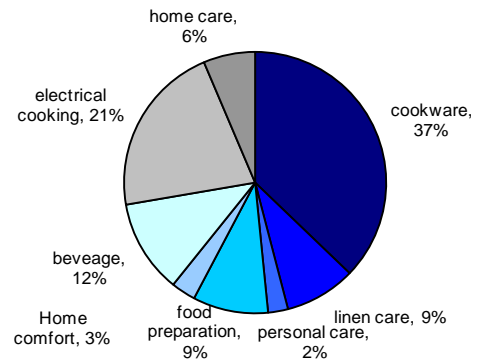
资料来源: SEB2018 年年报, 海通证券研究所

图38 2018SEB 分产品收入构成及增速



资料来源: SEB2018 年年报展示 PPT, 海通证券研究所

图39 2018SEB 分产品收入占比



资料来源: SEB2018 年年报, 海通证券研究所

表 12 SEB 覆盖产品类别

类别	具体产品
炊具	煎锅、炖锅、汤锅、蒸锅、烤盘、压力锅、家用厨房器具等;
电炊具	油炸锅、电饭煲、电压力锅、华夫饼制器、烤肉架、面包机等;
食物、饮品料理	食物处理器、搅拌机、各式咖啡机、电水壶、豆浆机等;
个人护理	护发器具、脱毛机、浴室体重计等;
衣物护理	蒸汽熨斗、挂烫机等;
家居护理	各式吸尘器、风扇、暖气机、空调等。

资料来源: SEB2018 年年报, 海通证券研究所

近年来, 苏泊尔的多款爆款产品使用了大股东 SEB 技术, 如火红点炒锅和压力锅。另外, 在品类扩张过程中, 苏泊尔也积极使用 SEB 技术, 包括空气净化器及吸尘器等。我们认为 SEB 技术在巩固苏泊尔炊具与小家电行业地位的同时助力其进行品类扩张。除了大股东对公司的专利及技术支持外, 公司自身仍不断加强研发投入, 2018 年公司研发投入占营业收入 2%。

表 13 SEB 专利、技术情况

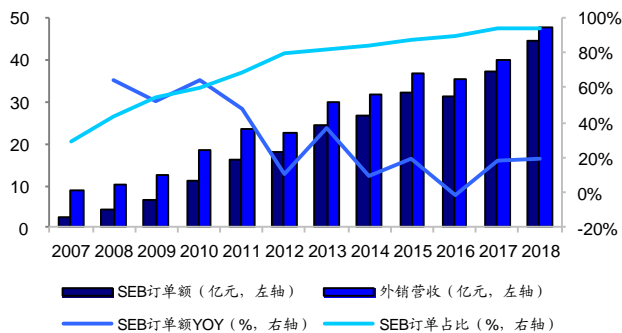
产品	SEB 技术
炒锅	使用 SEB 旗下 TEFAL 品牌的《具有由可变色装饰层覆盖的表面的加热体》专利，通过锅内“红点”是否变色指示锅的温度
压力锅	使用 SEB 《有弹性体安全阀的用于在压力下蒸煮食物的家用器具》技术
空气净化器	使用 SEB 旗下 ROWENTA 品牌的《空气净化器除甲醛》技术
吸尘器	借鉴 SEB 的技术支持

资料来源：苏泊尔 2018 年年报、官方网站，海通证券研究所

2.2 订单支持：SEB 外销订单持续不断，仍有 35% 收入外包

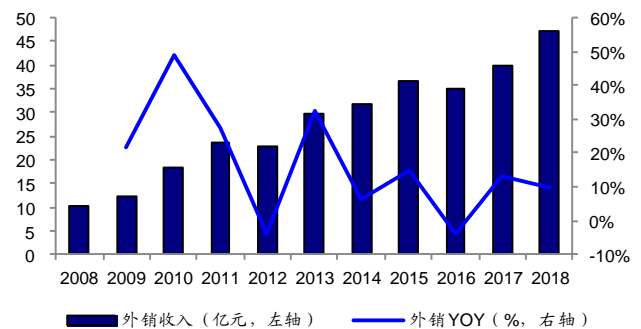
在 SEB 助力下，苏泊尔在内销高速增长的同时，也保持了外销收入的稳步增长，且公司的品类不断扩充。

图40 SEB 订单收入外销占比逐步提升



资料来源：2007-2018 年日常关联交易公告，Wind，海通证券研究所

图41 苏泊尔近年外销及增速情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

SEB 订单对苏泊尔外销贡献逐渐增大，2018 年已达 94%。根据苏泊尔与 SEB 签订的协议，苏泊尔对 SEB 外销的毛利率稳定在 18%，且我们认为使用人民币可保证苏泊尔外销不受汇率波动影响。SEB 订单的持续转移为苏泊尔带来了安全、可持续增长的外销收入。

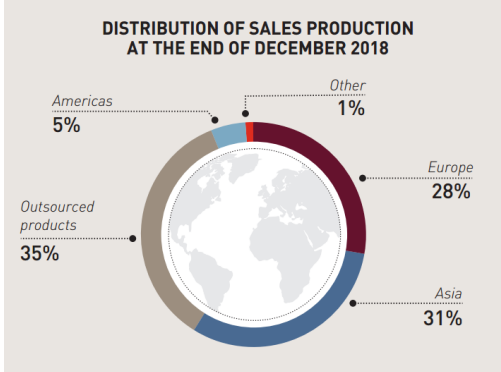
2018 年，SEB 在苏泊尔的采购金额为 44 亿人民币，其中，炊具的采购金额约为 17 亿元人民币，电器采购金额约为 27 亿元人民币。在 SEB 助力下，苏泊尔外销中电器产品发展迅速。

表 14 近年 SEB 在苏泊尔采购金额 (亿元人民币)

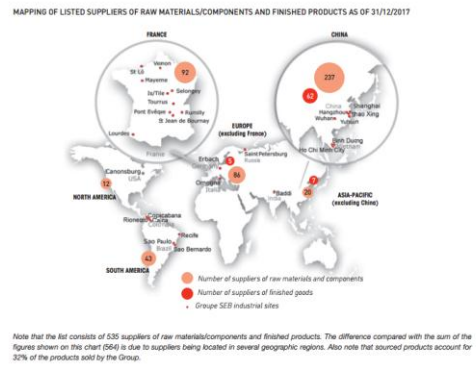
项目	2010 年	2018 年
炊具	7	17
电器	3	27
合计	10	44

资料来源：2010 和 2018 年日常关联交易公告，其中 2010 年为当年年初预计值，海通证券研究所

根据 SEB2018 年年报，SEB 仍有 35% 的收入来自于外包，且外包的产品大多来源于亚洲地区，按照 SEB2018 年 32.66 亿欧元采购成本，则 SEB 约有 11.43 亿欧元产品的外购需求，2018 年苏泊尔来自于 SEB 的订单收入约为 5.55 亿欧元（按照欧元兑人民币汇率为 1: 8 来估算），若未来苏泊尔逐步具备充足的家居护理类电器的生产优势，我们认为 SEB 对苏泊尔的外销订单的转移仍旧大有空间。

图42 2018年SEB仍有35%的产品需外购


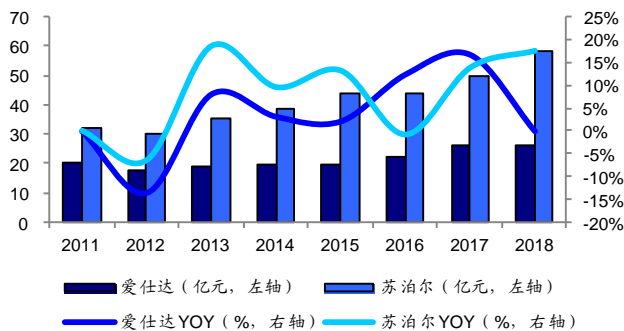
资料来源: SEB2018年年报, 海通证券研究所

图43 SEB外购产成品大多来源于中国


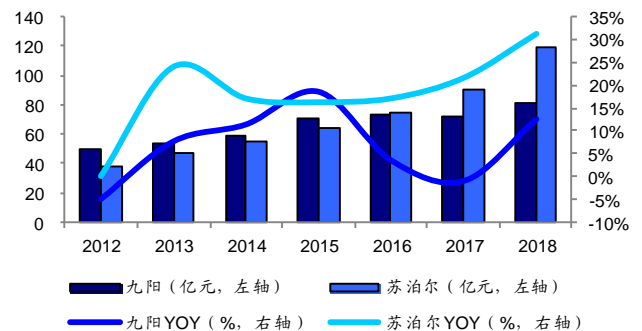
资料来源: SEB2018年年报, 海通证券研究所

3. 盈利能力能否继续提升?

从收入规模上看, 苏泊尔明显高于爱仕达, 我们认为主要由于公司小家电业务规模较大, 而爱仕达小家电则处于起步状态。苏泊尔和爱仕达炊具业务历史规模接近, 2009年起由于SEB订单转移, 公司炊具业务规模与爱仕达逐渐拉开距离。公司小家电业务近年来发展迅猛, 由于品类拓展, 公司小家电业务收入增速明显高于九阳股份。

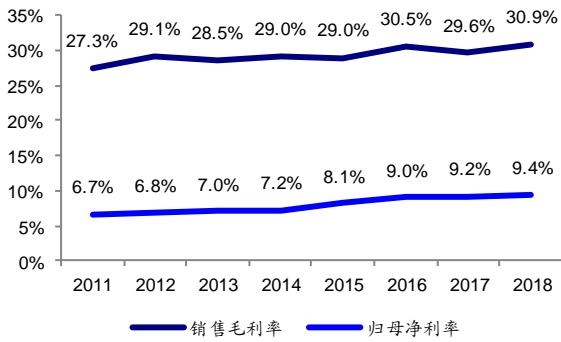
图44 苏泊尔和爱仕达炊具业务规模比较


资料来源: Wind, 海通证券研究所

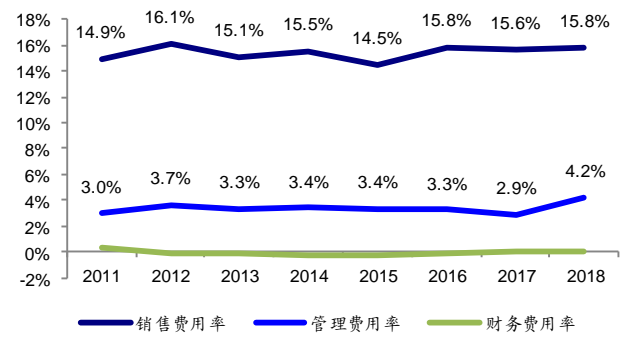
图45 苏泊尔和九阳小家电业务规模比较


资料来源: Wind, 海通证券研究所

从盈利能力上看, 公司毛利率由2011年的27.3%上升至2018年的30.9%, 我们认为在小家电消费升级趋势下, 小家电功能的多样性亦可带动均价和盈利能力的提升, 另外公司进行品类拓展至厨房大电领域、家居电器领域, 这几类家电产品的毛利率均高于原有业务, 新领域收入占比提升亦将提升公司的盈利能力。综合考虑公司的产品竞争优势, 我们认为, 公司未来的综合毛利率将保持稳中有升。

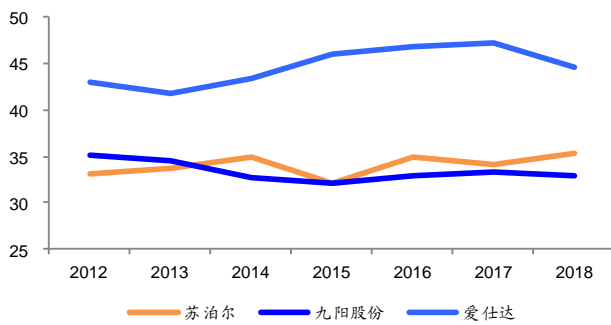
图46 2011-2018 公司毛利率净利率趋势图 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

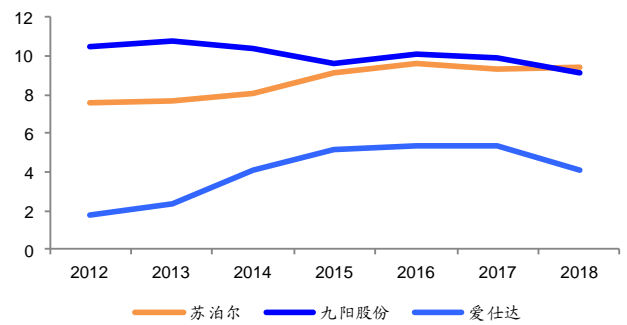
图47 2011-2018 公司期间费用率趋势图 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

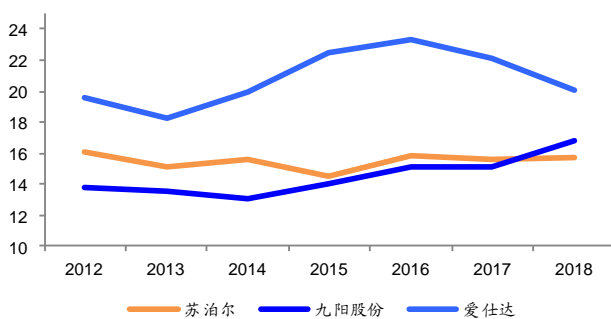
爱仕达家电业务中 80%为炊具业务, 而炊具业务毛利率高达 40%以上, 因此爱仕达的毛利率远高于电器为主的苏泊尔和九阳股份, 但由于苏泊尔管理费用率远低于竞争对手, 使得其净利率处于相对较高水平, 另外伴随公司规模稳步增长, 长期来看规模效应逐步显现带动总体费用率的降低是必然趋势。

图48 2012-2018 苏泊尔九阳爱仕达内销产品毛利率对比 (%)


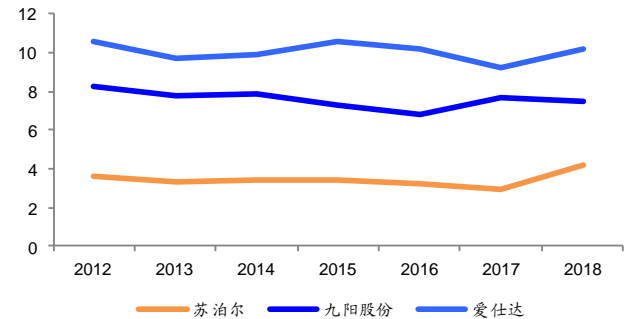
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图49 2012-2018 苏泊尔九阳爱仕达销售净利率对比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图50 2012-2018 苏泊尔九阳爱仕达销售费用率对比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图51 2012-2018 苏泊尔九阳爱仕达管理费用率对比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 盈利预测及投资建议: 苏泊尔收入成长空间测算

公司距离天花板尚远, 根据前文中的分业务假设, 我们最终得出结论, 中性假设下,

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

公司收入规模在 2028 年可达 500 亿元，10 年收入复合增速 11%。

表 15 苏泊尔收入成长空间分析 (亿元)

分品类	2018 年	2028 年	2028 年	2028 年
		乐观	中性	悲观
厨房小电业务	75	295	204	149
厨房大电业务	12	67	40	23
家居业务	3	30	20	15
炊具及厨房工具业务	40	179	114	77
内销合计	130	571	378	264
对应复合增速 (%)		15.9%	11.3%	7.3%
外销合计	47	146	122	101
对应复合增速 (%)		12.0%	10.0%	8.0%
收入合计	178	716.6	500.4	365.3
对应复合增速 (%)		14.9%	10.9%	7.5%

资料来源：中怡康，海通证券研究所测算，其中苏泊尔 2018 年收入为估计值

公司在 SEB 助力下外销订单稳健增长，叠加公司内销份额均价提升，我们预计 2019-2021 年实现 EPS 2.43 元、2.84 元、3.30 元。目前收盘价 (2019-10-17) 对应 19 年 31.9 倍 PE，考虑到公司品类拓展性较强，而小家电企业收入维持增长更多靠公司品类拓展，目前公司传统小家电领域维持稳定增长，厨电、家居电器、厨房工具等新兴领域亦拓展顺利且已经初具规模，品类拓展源源不断贡献增长点，我们认为公司更大的市场空间及更强的稳健性可以获取更高的市场溢价，参照可比公司估值水平，给予公司 19 年 26-33 倍 PE，对应合理价值区间为 63.18-80.19 元，“优于大市”评级。

5. 风险提示

SEB 订单转移不及预期，内销市场竞争激烈。

表 16 苏泊尔营收分项预测假设

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
炊具产品					
营业收入 (百万元)	4956.46	5819.35	6591.79	7425.76	8312.25
增长率	10.48%	22.07%	14.77%	14.06%	12.96%
毛利率	35.51%	36.34%	36.73%	0.00%	0.00%
电器产品					
营业收入 (百万元)	9427.84	11865.91	13844.99	15795.43	18027.11
增长率	26.28%	25.86%	16.68%	14.09%	14.13%
毛利率	28.23%	29.08%	29.94%	30.56%	30.89%
橡塑产品					
营业收入 (百万元)	24.29	17.11	17.11	17.11	17.11
增长率	13.94%	-29.57%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	24.33%	31.08%	25.00%	25.00%	25.00%
其他主营业务					
营业收入 (百万元)	133.61	148.89	156.33	164.15	172.36
增长率	29.89%	11.44%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	7.30%	5.36%	5.00%	5.00%	5.00%
合计					
营业总收入 (百万元)	14542.19	17851.26	20610.22	23402.44	26528.83
增长率	21.72%	22.75%	15.46%	13.55%	13.36%
毛利率	30.51%	30.86%	31.66%	32.21%	32.55%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所预测

表 17 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E
002242.SZ	九阳股份	21.23	162.90	0.98	1.09	1.26	21.60	19.42	16.85	1.47
002959.SZ	小熊电器	79.71	95.65	1.55	2.01	2.26	51.56	39.73	35.27	1.90
603868.SH	飞科电器	35.20	153.33	1.94	1.88	2.03	18.15	18.69	17.38	8.53

资料来源: Wind 一致预测, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	17851	20610	23402	26529
每股收益	2.03	2.43	2.84	3.30	营业成本	12342	14084	15864	17893
每股净资产	7.19	8.68	10.36	12.32	毛利率%	30.9%	31.7%	32.2%	32.6%
每股经营现金流	2.45	2.18	2.73	3.14	营业税金及附加	114	132	152	172
每股股利	0.00	0.97	1.16	1.34	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	2813	3376	3861	4377
P/E	25.82	31.93	27.35	23.50	营业费用率%	15.8%	16.4%	16.5%	16.5%
P/B	7.30	8.94	7.49	6.30	管理费用	345	350	398	451
P/S	3.57	3.09	2.72	2.40	管理费用率%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
EV/EBITDA	21.32	26.65	22.22	18.54	EBIT	1835	2297	2694	3144
股息率%	0.0%	1.3%	1.5%	1.7%	财务费用	-6	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	30.9%	31.7%	32.2%	32.6%	资产减值损失	46	54	65	72
净利润率	9.4%	9.7%	10.0%	10.2%	投资收益	87	82	89	101
净资产收益率	28.3%	28.0%	27.4%	26.8%	营业利润	1982	2375	2773	3228
资产回报率	15.7%	16.2%	16.3%	16.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	38.1%	46.0%	53.8%	62.1%	利润总额	1982	2375	2773	3228
盈利增长 (%)					EBITDA	1956	2297	2694	3144
营业收入增长率	22.8%	15.5%	13.5%	13.4%	所得税	313	380	444	516
EBIT 增长率	22.9%	25.2%	17.3%	16.7%	有效所得税率%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	25.9%	19.5%	16.7%	16.4%	少数股东损益	-1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1670	1995	2329	2711
资产负债率	44.4%	42.2%	40.6%	39.5%					
流动比率	1.9	2.1	2.2	2.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.4	1.5	1.6	1.7	货币资金	1417	2498	3868	5433
现金比率	0.3	0.5	0.7	0.8	应收账款及应收票据	2429	2761	3096	3525
经营效率指标					存货	2362	2642	2962	3346
应收帐款周转天数	47.1	48.9	48.3	48.5	其它流动资产	2786	2827	2857	2921
存货周转天数	67.5	68.5	68.1	68.3	流动资产合计	8993	10728	12783	15224
总资产周转率	1.8	1.8	1.8	1.7	长期股权投资	61	61	61	61
固定资产周转率	20.6	23.7	27.0	30.6	固定资产	868	868	868	868
					在建工程	41	55	68	82
					无形资产	397	397	397	397
					非流动资产合计	1640	1600	1548	1490
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	10633	12328	14332	16714
净利润	1670	1995	2329	2711	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-1	0	0	0	应付票据及应付账款	2954	3058	3438	3880
非现金支出	167	54	65	72	预收账款	1208	1499	1663	1900
非经营收益	-144	-82	-89	-101	其它流动负债	546	626	707	799
营运资金变动	322	-178	-62	-105	流动负债合计	4708	5184	5808	6579
经营活动现金流	2014	1789	2244	2578	长期借款	0	0	0	0
资产	-199	-15	-13	-13	其它长期负债	18	18	18	18
投资	-274	0	0	0	非流动负债合计	18	18	18	18
其他	-31	82	89	101	负债总计	4726	5202	5826	6597
投资活动现金流	-504	68	76	87	实收资本	821	821	821	821
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	5907	7127	8506	10118
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-969	-776	-950	-1100	负债和所有者权益合计	10633	12328	14332	16714
融资活动现金流	-969	-776	-950	-1100					
现金净流量	541	1081	1370	1565					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 17 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
李阳 家电行业
朱默辰 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器, TCL 集团, 欧普照明, 美的集团, 海信家电, 石头科技, 苏泊尔, TCL 电子, 荣泰健康, 三花智控, 海尔智家, 小天鹅 A, 浙江美大, 老板电器, 莱克电气, 华帝股份, 九阳股份, 兆驰股份, 飞科电器

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjz11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbc6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 llj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄斌(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金垚 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com