

苏泊尔 (002032.SZ)

当前阶段，如何看待成长性？

2020年苏泊尔为什么表现不佳？

1) 渠道转型稍慢，线下层级未去化，线上资源投入不足。从形态上来说，苏泊尔未及时转向线上渠道，公司对于流量的布局节奏较同行稍晚。从运营效率来说，苏泊尔原有的渠道未进行经销商的整合，营销费用投放转化率较低。**2) 对消费者需求的洞察不足，年轻化的新产品推出节奏较慢。**线上化意味着渠道壁垒的削弱，品牌商的运营的思路需要从“渠道思路”转变为“流量思路”。**3) 传统的品宣方式不利于打造年轻的品牌形象。**新媒体精准投放目标人群，提升营销转化率。

2021年苏泊尔出现了什么变化？

新任 CEO 张国华具有多年快消品掌舵经验，由于快消品更加注重供应链管理、渠道整合和品宣借力，我们预计其过去的管理履历能更好地赋能苏泊尔。

1) 目前苏泊尔线上积极推进直营化改革。从效果来看，强势品类重新具有定价权，新兴品类份额明显提升。**2) 消费者需求洞察能力增强。**从效果来看，产品以套系形式打造，颜值更为年轻化；推新节奏加快，消费者痛点解决能力加强；优势品类继续推进高端化。**3) 积极推进营销转型。**从效果来看，布局新媒体，加强和电商平台在下沉市场 O2O 的合作；营销费用政策更清晰，品牌方与经销商沟通效率更高。

如何看待苏泊尔后续的成长？

短期：在价格和规模确定性较高的情况下，原材料成本下行能带来更大的业绩弹性。我们预计，乐观条件下公司 22 年全年业绩增速有望达 37.02%，悲观条件下业绩增速也有望达 25.21%。**2) 中期：竞争格局无需过分担忧。**线上 CR3 按时间序列来看并没有明显降低，未来费效比仍然是头部品牌占优。**3) 长期：大牌低价，拓品能力依旧。厨房小家电：拓品是 easy 模式。厨房大家电：我们预计集成灶产品增量贡献有限，但不排除未来台式大厨电如洗碗机等贡献增量。生活电器：我们预计，后续公司生活电器品类有望贡献超过 10 亿的收入。炊具：发力餐饮具，有望成为第二个“水杯”品类。此外补齐品牌矩阵为主旋律。**

投资建议：公司短期业绩弹性较大，中期竞争格局无需过分担忧，长期大牌低价拓品能力依旧。预计公司 2021~23 年归母净利润为 20.0/26.0/30.6 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本继续上行、竞争格局恶化、推新不及预期

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,853	18,597	21,671	24,956	28,673
增长率 yoy (%)	11.2	-6.3	16.5	15.2	14.9
归母净利润(百万元)	1,920	1,846	1,996	2,595	3,064
增长率 yoy (%)	15.0	-3.8	8.1	30.0	18.1
EPS 最新摊薄(元/股)	2.37	2.28	2.47	3.21	3.79
净资产收益率(%)	28.0	25.5	24.4	26.3	25.6
P/E(倍)	20.3	21.1	19.5	15.0	12.7
P/B(倍)	5.7	5.4	4.8	4.0	3.3

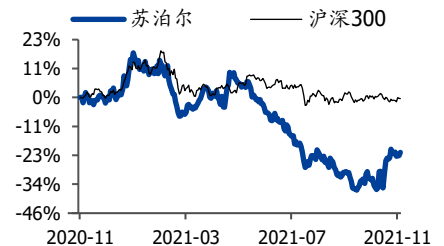
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 15 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	白色家电
前次评级	买入
11月15日收盘价(元)	55.39
总市值(百万元)	44,792.70
总股本(百万股)	808.68
其中自由流通股(%)	74.22
30日日均成交量(百万股)	5.29

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 徐程颖

执业证书编号: S0680521080001

邮箱: xuchengying@gszq.com

研究助理 杨凡仪

邮箱: yangfanyi@gszq.com

相关研究

- 《苏泊尔(002032.SZ): 21Q3 经营恢复, 关联交易上调彰显信心》2021-10-26
- 《苏泊尔(002032.SZ): 21H1 内销复苏外销高景气, 盈利稳健》2021-08-26
- 《苏泊尔(002032.SZ): 内销稳健外销大幅增长, 21H1 快报超预期》2021-07-23

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9830	10117	12928	13526	17938
现金	1308	1720	3823	3693	7019
应收票据及应收账款	1797	2473	2503	3228	3356
其他应收款	14	40	23	50	34
预付账款	279	179	354	260	446
存货	2248	2409	2931	3000	3788
其他流动资产	4185	3295	3295	3295	3295
非流动资产	2018	2175	2272	2356	2438
长期投资	62	64	71	77	83
固定资产	909	1229	1293	1341	1392
无形资产	466	462	489	517	537
其他非流动资产	582	421	420	422	426
资产总计	11848	12292	15201	15882	20375
流动负债	4976	5036	7011	5996	8402
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3011	3252	3930	4048	5083
其他流动负债	1965	1784	3080	1948	3319
非流动负债	27	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	19	19	19	19
负债合计	5003	5056	7030	6015	8421
少数股东权益	8	36	33	30	24
股本	821	821	821	821	821
资本公积	195	227	227	227	227
留存收益	5845	6604	7553	8739	10109
归属母公司股东权益	6836	7201	8137	9837	11930
负债和股东权益	11848	12292	15201	15882	20375

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1733	2077	3272	861	4369
净利润	1916	1843	1993	2591	3059
折旧摊销	125	132	149	170	192
财务费用	-43	-9	-58	-78	-122
投资损失	-67	-64	-70	-72	-68
营运资金变动	-157	120	1265	-1742	1320
其他经营现金流	-40	55	-7	-7	-12
投资活动现金流	-867	-151	-168	-174	-193
资本支出	455	280	91	78	76
长期投资	0	0	-6	-6	-6
其他投资现金流	-412	129	-83	-102	-124
筹资活动现金流	-1038	-1465	-1002	-817	-849
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	55	32	0	0	0
其他筹资现金流	-1093	-1497	-1002	-817	-849
现金净增加额	-167	422	2103	-130	3326

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19853	18597	21671	24956	28673
营业成本	13668	13683	15691	17427	19946
营业税金及附加	124	103	135	152	173
营业费用	3206	2124	2709	3419	3928
管理费用	346	318	373	429	493
研发费用	453	442	518	596	685
财务费用	-43	-9	-58	-78	-122
资产减值损失	-39	-16	0	0	0
其他收益	167	204	0	0	0
公允价值变动收益	5	27	7	7	12
投资净收益	67	64	70	72	68
资产处置收益	-2	-1	0	0	0
营业利润	2296	2197	2382	3089	3650
营业外收入	5	19	10	11	11
营业外支出	27	15	18	18	20
利润总额	2273	2200	2375	3083	3642
所得税	358	358	381	492	583
净利润	1916	1843	1993	2591	3059
少数股东损益	-4	-4	-2	-4	-5
归属母公司净利润	1920	1846	1996	2595	3064
EBITDA	2359	2281	2440	3140	3673
EPS (元)	2.37	2.28	2.47	3.21	3.79

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.2	-6.3	16.5	15.2	14.9
营业利润(%)	15.9	-4.3	8.4	29.7	18.2
归属于母公司净利润(%)	15.0	-3.8	8.1	30.0	18.1
获利能力					
毛利率(%)	31.2	26.4	27.6	30.2	30.4
净利率(%)	9.7	9.9	9.2	10.4	10.7
ROE(%)	28.0	25.5	24.4	26.3	25.6
ROIC(%)	27.5	25.0	23.6	25.4	24.5
偿债能力					
资产负债率(%)	42.2	41.1	46.2	37.9	41.3
净负债比率(%)	-19.1	-23.7	-46.8	-37.4	-58.7
流动比率	2.0	2.0	1.8	2.3	2.1
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.5	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	9.4	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	4.6	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.37	2.28	2.47	3.21	3.79
每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	2.57	4.05	1.07	5.40
每股净资产(最新摊薄)	8.45	8.90	10.06	12.16	14.75
估值比率					
P/E	20.3	21.1	19.5	15.0	12.7
P/B	5.7	5.4	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	15.7	16.5	14.6	11.4	8.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 15 日收盘价

内容目录

1. 2020年苏泊尔为什么表现不佳?	4
2. 2021年苏泊尔出现了什么变化?	6
3. 如何看苏泊尔的后续成长?	9
3.1 短期: 盈利弹性确定性高	9
3.2 中期: 竞争格局无需过分担忧	11
3.3 长期: 大牌低价, 拓品能力依旧	12
4. 盈利预测	13
5. 风险提示	14

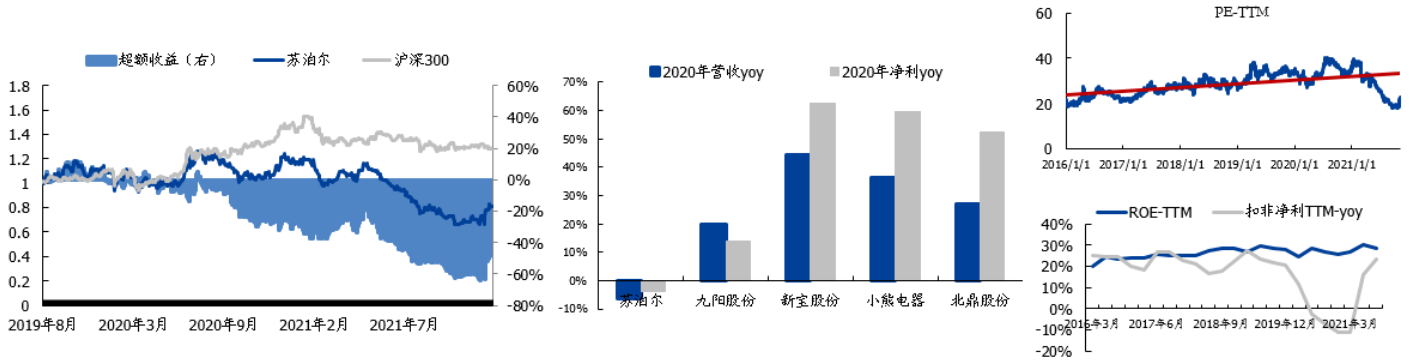
图表目录

图表 1: 2020年以来苏泊尔股价表现不佳	4
图表 2: 产能受限, 武汉苏泊尔炊具有限公司 20H1 营收下降明显 (亿元)	4
图表 3: 2020年整体表现低迷	4
图表 4: 2020年以来厨房小家电线上增速持续领先于线下销额	5
图表 5: 2020年新式厨房小家电销额增速高于传统厨房小家电	5
图表 6: 20年小家电推新节奏和外观年轻化明显提速	5
图表 7: 苏泊尔积极求变	6
图表 8: 线上苏泊尔电饭煲相较美的重回均价份额双重优势 (销额份额)	6
图表 9: 线上苏泊尔电压力锅相较美的均价份额修复 (销额份额)	6
图表 10: 苏泊尔破壁机销售份额提升较为明显	7
图表 11: 苏泊尔空气炸锅销售份额领先	7
图表 12: 苏泊尔推新加快, 产品外观颜值更高	7
图表 13: 苏泊尔电饭煲在更高价格带具有更高的份额	8
图表 14: 苏泊尔积极布局新媒体营销	8
图表 15: 复盘历史成本上行周期中, 苏泊尔盈利表现 (原材料同比变动: 中塑指数、LME 铜、LME 铝、冷轧卷板 1mm)	9
图表 16: 测算 SEB 非亚地区当前转移给亚洲工厂的订单占比为 38.5%	10
图表 17: 测算 22 年公司外销仍能稳健增长 (左: 百万元)	10
图表 18: 估测 22 年公司内销结构	10
图表 19: 估测 22 年公司内销电器结构	10
图表 20: 公司悲观假设下 22 年全年利润增速为 25.21%, 乐观假设下为 37.02% (单位: 塑料为中塑指数, 铜、铝为美元/吨, 钢为元/吨)	11
图表 21: 电饭煲 CR3 线上线下销售情况 (美的、苏泊尔、九阳)	11
图表 22: 破壁机 CR3 线上线下销售情况 (九阳、苏泊尔、美的)	11
图表 23: 养生壶 CR3 线上线下销售情况 (小熊、苏泊尔、美的)	12
图表 24: 煎烤机 CR3 线上线下销售情况 (苏泊尔、美的、九阳)	12
图表 25: 各小家电公司聘请流量代言人引发费用投入竞争担忧	12
图表 26: 公司集成灶产品主打低价格带, 收割价格敏感市场	13
图表 27: 苏泊尔收入预测 (百万元; %)	13

1. 2020年苏泊尔为什么表现不佳？

苏泊尔上市以来，经历了炊具到厨房小家电，到厨房大家电，再到生活环境电器这三轮品类扩张，品牌场景由厨房走向客厅。这期间营收翻了20倍，净利翻了40倍，ROE也由11%提升至28%。符合赫尔曼·西蒙对“隐形冠军”成长性的定位——“它们没有爆炸性的成长经历，没有特别辉煌的年增长率，但是能够在很长的时间里保持稳定，不断地进步。它们以一种聚沙成塔的方式在数十年的岁月长河里实现几何级数扩张”。

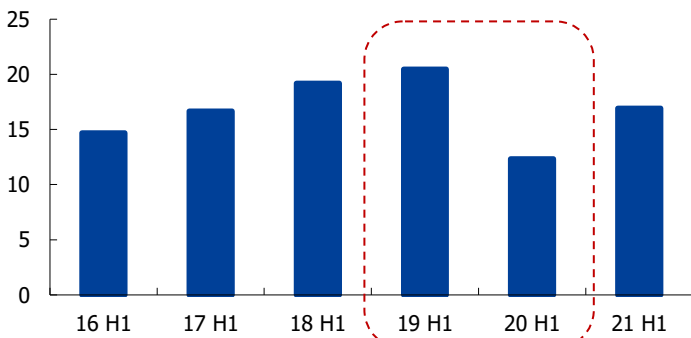
图表1：2020年以来苏泊尔股价表现不佳



资料来源：Wind，公司财报，国盛证券研究所（超额收益计算起点为小熊电器上市日期）

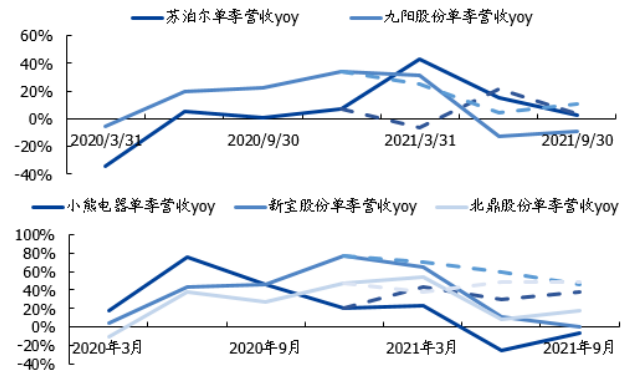
复盘苏泊尔2020年表现，在疫情催生居家需求带动小家电行业高景气的β之下，其财务表现差强人意。从短期冲击来看，内销炊具生产基地武汉工厂在疫情期间停工，20年3月下旬复工复产，4月末才恢复至正常水平，产能受限导致缺货。但单季的供给冲击不足以解释后续季度低于行业增速的表现，我们认为主要在于1)渠道转型稍慢，线下层级未去化，线上资源投入不足；2)对消费者需求的洞察不足，年轻化的新产品推出节奏较慢；3)媒体去中心化的大势之下，传统的品宣方式不利于打造年轻的品牌形象。

图表2：产能受限，武汉苏泊尔炊具有限公司20H1营收下降明显（亿元）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表3：2020年整体表现低迷



资料来源：公司财报，国盛证券研究所（虚线为yoy 19）

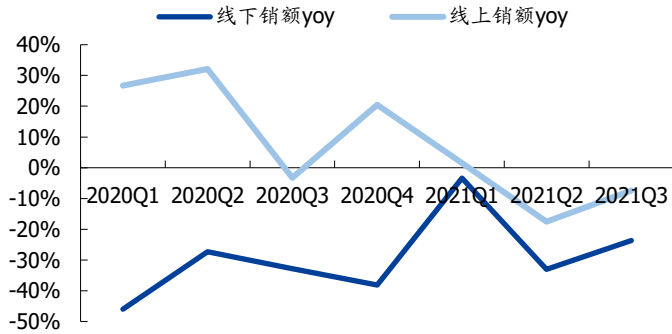
➤ 渠道转型较慢

小家电的加价倍率不足以支撑较长的渠道层级。线上渠道的兴起分流了线下的规模，从经销商ROE的角度，哪怕产品净利率不下降，规模的下降也会带来周转率的降低和利润绝对值的下降，对于运营成本的覆盖能力会减弱。从形态上来说，苏泊尔未及时转向线上渠道，线上渠道本质上是流量的竞争，公司对于流量的布局节奏较同行稍晚。从运营效率来说，苏泊尔原有的渠道未进行经销商的整合，1)在第三方社会化的物流仓储体系已经较为发达的情况下，品牌方对于代理商过去承担职责的依赖降低，但相应渠道分成并没有被压缩；2)经销商的利润空间被压缩之后，更需要品牌公司的毛利让渡和费用扶

持；3) 经销商自发转型在线上开店，但店铺品类划分不清晰，同时单兵作战难以形成合力，营销费用投放转化率较低。

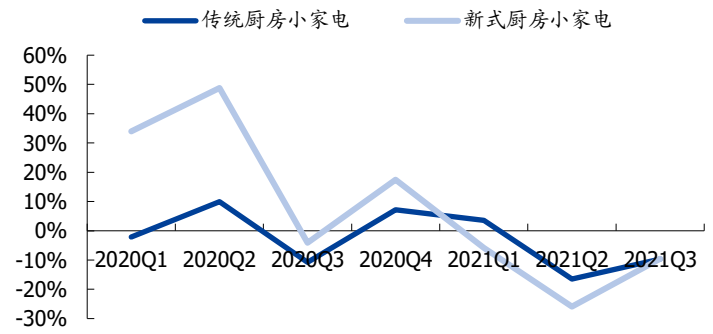
2020年的疫情起到了线上购买小家电的消费者教育作用，小家电线上化不可逆，线上的销额增速持续领先线下。

图表 4: 2020 年以来厨房小家电线上增速持续领先于线下销额



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所 (统计范围为 11 个品类)

图表 5: 2020 年新式厨房小家电销额增速高于传统厨房小家电



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所 (传统为 7 个, 新式为 4 个品类)

对消费者需求洞察不足

线上化意味着渠道壁垒的削弱，品牌商的运营的思路需要从“渠道思路”转变为“流量思路”。在“流量思路”之下，产品对于消费者需求的把握和对痛点的解决变得更为重要。

- 1) 疫情期间居家生活催生了更多细分领域的需求，更多新的功能性产品如电热饭盒出现；
- 2) 传统产品出现形态的改变，如一人食电饭煲；
- 3) 产品形象的年轻化，出现了诸多联名款小家电。

2020 年新式厨房小家电的增速高于传统小家电，但苏泊尔在新式品类未进行快速布局，这本质上并非制造能力或供应链能力的不足。

图表 6: 20 年小家电推新节奏和外观年轻化明显提速

摩飞上新时间轴

机型	MR1029	MR9088	MR9600	MR9089	MR1000	MR9800	MR2050	MR6088	MR9086	MR9402	MR9000	MR6060	MR2060	MR2080	MR1168	MR6008	MR2090	MR2021
机型	破壁料理机	多功能料理锅	便携榨汁杯	多功能轻煮锅	刀具砧板消毒机	便携榨汁杯	衣物护理机	升降煮茶器	轻食机	无线绞肉机	便携搅拌杯	便携烧水壶	冰箱除味剂	无氧加湿器	极速蒸锅	无线料理棒	智能米桶	冷暖风机
上市时间	2017.08	2018.08	2019.03	2019.12	2020.02	2020.03	2020.04	2020.04	2020.05	2020.09	2020.09	2020.09	2020.10	2020.10	2020.10	2020.11	2020.11	2020.12
所属品类	厨房电器	厨房电器	厨房电器	厨房电器	厨房电器	厨房电器	家居用品	厨房电器	厨房电器	厨房电器	厨房电器	厨房电器	厨房电器	生活电器	厨房电器	厨房电器	厨房电器	生活电器

九阳

摩飞

北鼎

资料来源: 官方公众号, 国盛证券研究所

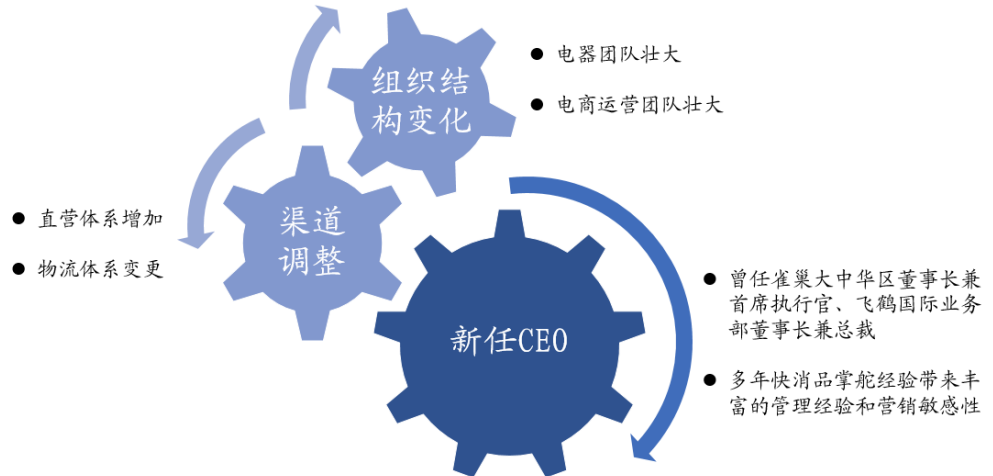
对新媒体的重视程度不足

媒体的去中心化要求品牌商具有更高的新媒体营销敏感性。新媒体能够通过大数据分析投放目标人群，提升营销转化率。疫情期间，小红书、b 站、抖音等社交媒体均推动了小家电产品的社交裂变变化。

2. 2021年苏泊尔出现了什么变化？

新任 CEO 张国华先生具有多年快消品掌舵经验，由于快消品更加注重供应链管理、渠道整合和品宣借力，我们预计其过去的管理履历能更好地赋能苏泊尔。1) 积极推进渠道改革：线下 KPI 由销售考核转向市占考核；线上直营体系和总部直管体系增加；2) 电器事业部进一步壮大，下属电商运营人员增加，对市场的反应能力增强；3) 营销费用政策清晰化，新媒体重视程度提升。

图表 7: 苏泊尔积极求变



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

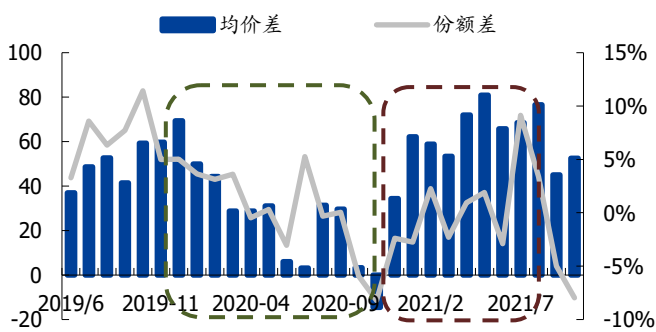
➤ 渠道改革

目前苏泊尔线上积极推进直营化改革，陆续将天猫、京东、抖音官方旗舰店收归直营，直营体系之外积极推进总部直管体系，也即经销商负责线上具体经营，但品牌方管控活动力度和广告投入。同时仓储物流体系由原先分散在经销商仓库变更为“一盘货”模式，货品统一放入中心仓，再由中心仓配送至消费者手中。我们从线上销售情况也看到公司最新的两点变化：

1) 传统强势品类重新掌握定价权。

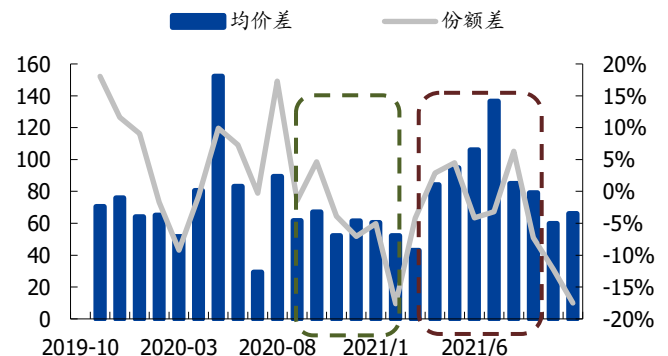
电热类小家电是苏泊尔的传统优势品类，电饭煲、电压力锅的均价更高但份额保持第一。但自 2020 年以来，和美的的价差进一步收窄，但份额领先却明显下滑，甚至出现均价和份额双重倒挂。我们认为，公司在 20Q1 受到供给和线下的双重压力后，加大线上促销但由于活动推广没有形成合力，营销转化率一般。但今年以来，两大优势品类在与美的拉开价差的同时也实现了份额的进一步领先。

图表 8: 线上苏泊尔电饭煲相较美的重回均价份额双重优势 (销额份额)



资料来源：奥维云网、国盛证券研究所(价差和份额差均为苏泊尔-美的)

图表 9: 线上苏泊尔电压力锅相较美的的均价份额修复 (销额份额)

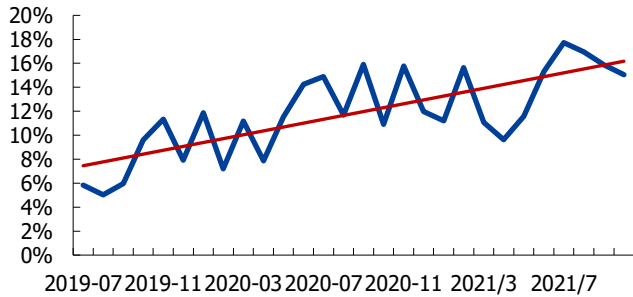


资料来源：奥维云网、国盛证券研究所(价差和份额差均为苏泊尔-美的)

2) 新兴品类份额提升。

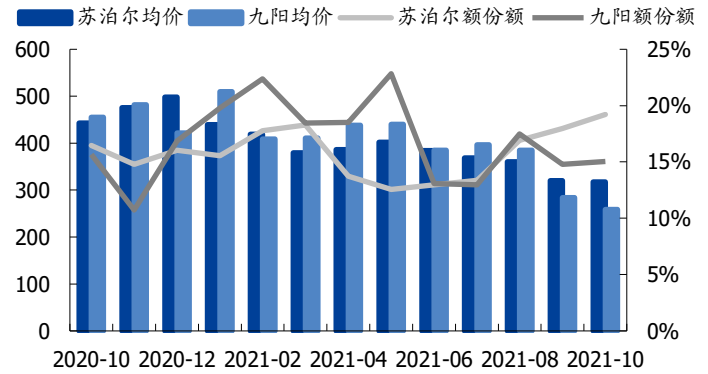
破壁机、空气炸锅这类全年线上 GMV 破十亿的大单品，苏泊尔份额提升较为明显。尽管苏泊尔在破壁机这个品类上定价权较弱，份额、均价均低于九阳，但份额已经从 19 年的个位数提升至当前超过 15%，成为行业第二。表明公司对于空间较大、生命周期较长的核心单品的产品研发基础能够得到市场的正向检验。

图表 10: 苏泊尔破壁机销售份额提升较为明显



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

图表 11: 苏泊尔空气炸锅销售份额领先



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

需求洞察

目前苏泊尔积极推进消费者需求洞察，电器事业部人员壮大，其中电商运营人员进一步增加，对市场需求的反馈更加迅速。我们从线上销售情况也看到公司最新的三点变化：

1) 产品以套系形式打造，颜值更为年轻化。

目前公司厨房小家电产品分为青春系列、蓝颜系列、哆啦 A 梦等多个系列，产品外观较为时尚和年轻化。我们认为套系化从销售层面来说，每个 SKU 销售界面都会进行同系列产品宣传，推动产品之间的销售协同；从生产研发层面来说，更具备规模经济。

2) 推新节奏加快，消费者痛点解决能力加强。

目前公司推出消毒刀架、即热式饮水机、多功能锅等需求黏性较强的新品；电饭煲、电压力煲推出单人使用 mini 款；对于早餐机、香薰机等品类也开始布局，上新节奏明显加快。而传统产品也针对消费者体验不佳的方面逐步进行形态迭代，例如手持挂烫机对功率、熨板、水箱、干熨功能的升级。

图表 12: 苏泊尔推新加快，产品外观颜值更高

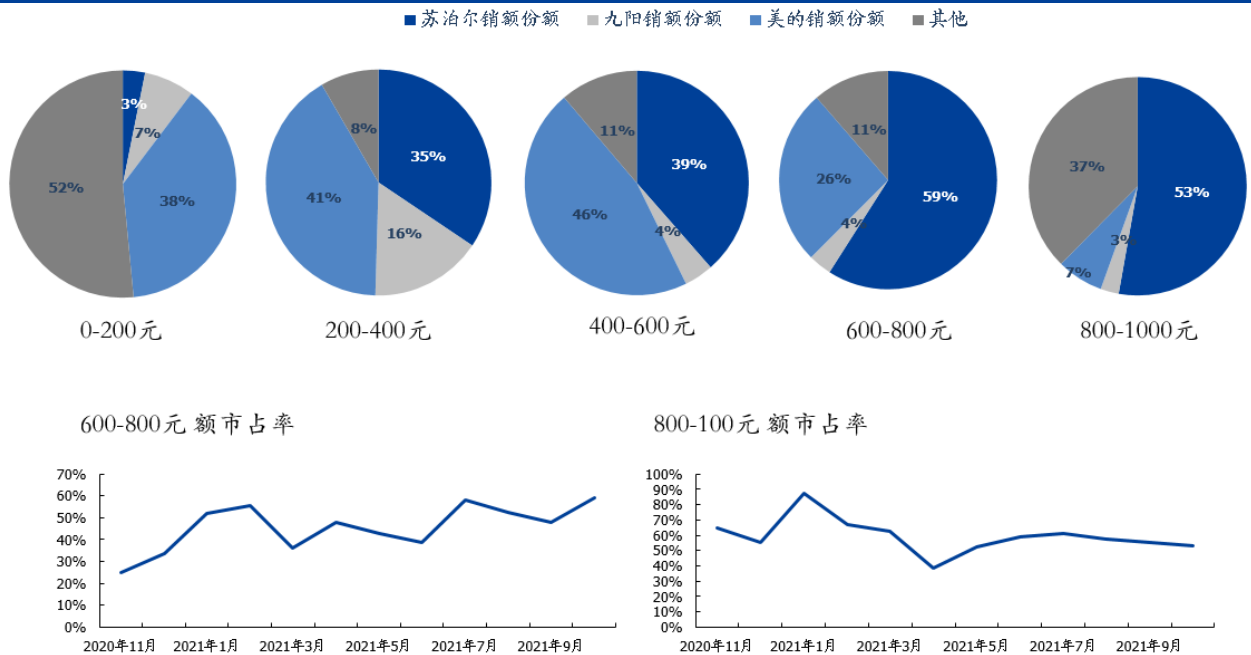


资料来源: 天猫官方旗舰店、国盛证券研究所

3) 优势品类继续推进高端化。

电饭煲围绕“柴火饭”理念，持续迭代IH远红外加热高端电饭煲。从分价格带市占率来看，美的在600元以下产品份额领先，而苏泊尔在600元以上产品显著领先美的、九阳，份额占据半壁江山。

图表 13: 苏泊尔电饭煲在更高价格带具有更高的份额



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所 (分价格带市占率为2021年10月节点数据)

营销转型

公司的营销转型主要体现为: 1) 布局微博、小红书、b站、抖音、快手等新媒体, 加强并推动和电商平台在下沉市场O2O渠道的全面合作, 并推进线下店铺直播、内购和微信秒杀等营销活动。2) 营销费用政策更清晰, 品牌方与经销商沟通效率更高, 营销投放较之前能够形成合力。

图表 14: 苏泊尔积极布局新媒体营销



资料来源: 苏泊尔官方公众号, 抖音, 国盛证券研究所 (分价格带市占率为2021年10月节点数据)

3. 如何看苏泊尔的后续成长？

3.1 短期：盈利弹性确定性高

复盘历史周期，原材料成本上涨的确压制了毛利率和净利率。但从业绩增速的角度来说，核心矛盾是价格和规模。例如公司 2010 年在原材料成本压力之下，毛利净利双降，但归母净利增速在营收增速的确定性之下依然实现了高增长。反言之，在价格和规模确定性较高的情况下，原材料成本下行能带来更大的业绩弹性。

本轮大宗原材料价格从绝对位置和上涨斜率来说都给公司毛利带来较大的压力，叠加公司自 20Q2 开始逐步进行渠道改革，利润短期承压较为明显。但我们预计，如果 22 年原材料成本下行，公司在渠道改革、需求洞察和营销转型迎来收获期的背景下，价格和规模的确定性均较高，公司具有较高的业绩弹性。

图表 15: 复盘历史成本上行周期中，苏泊尔盈利表现（原材料同比变动：中塑指数、LME 铜、LME 铝、冷轧卷板 1mm）

时间		09 Q3	09 Q4	10 Q1	10 Q2	10 Q3	10 Q4	11 Q1	11 Q2	11 Q3	11 Q4
原材料	塑料	-27%	21%	30%	8%	-1%	8%	3%	3%	7%	-12%
	铜	-23%	70%	108%	50%	24%	29%	32%	30%	24%	-13%
	铝	-35%	8%	57%	39%	15%	16%	15%	23%	15%	-11%
	钢	-24%	8%	38%	71%	33%	42%	13%	-10%	-4%	-20%
苏泊尔	毛利率(%)	29.60	30.07	29.53	28.16	27.38	26.87	29.13	27.11	25.97	27.03
	增减(pct)	4.07	0.33	-4.61	-2.46	-2.22	-3.20	-0.40	-1.04	-1.41	0.15
	净利率(%)	7.92	9.72	8.12	6.33	7.92	8.88	8.05	6.35	7.46	7.42
	增减(pct)	1.43	-1.93	0.09	-2.30	-0.01	-0.84	-0.07	0.02	-0.45	-1.46
	扣非净利率yoy	49.10	56.89	63.31	36.99	39.09	1.25	28.57	9.94	-7.02	27.36

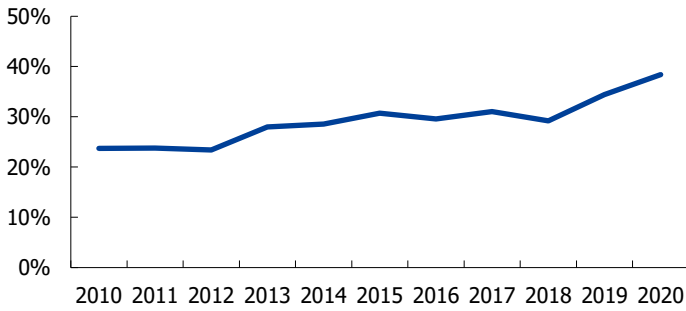
时间		16 Q3	16 Q4	17 Q1	17 Q2	17 Q3	17 Q4	18 Q1	18 Q2	18 Q3	18 Q4
原材料	塑料	4%	26%	24%	13%	13%	2%	0%	5%	1%	-4%
	铜	-9%	8%	25%	21%	33%	30%	19%	21%	-4%	-10%
	铝	1%	13%	23%	21%	24%	24%	16%	18%	2%	-7%
	钢	27%	85%	66%	20%	38%	12%	-3%	16%	6%	-6%
苏泊尔	毛利率(%)	29.77	31.81	31.14	28.56	28.64	29.54	31.07	29.20	29.24	32.82
	增减(pct)	1.89	1.43	0.02	-0.60	-1.13	-2.27	-0.08	0.64	0.59	3.28
	净利率(%)	8.83	10.78	9.29	7.78	8.35	11.13	9.25	7.23	8.02	12.68
	增减(pct)	-0.45	0.27	-0.43	-0.67	-0.48	0.35	-0.04	-0.54	-0.33	1.55
	扣非净利率yoy	17.55	22.08	46.31	19.40	4.91	16.41	23.59	26.78	23.21	34.51

资料来源：公司财报，Wind，国盛证券研究所

➤ 收入端：

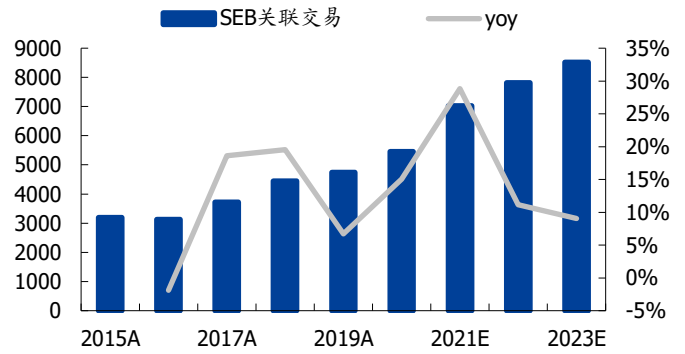
- 1) 我们预计，公司 22 年外销仍有望实现正增长。受益于疫情之下家居用品需求提升和海外订单转移，外销型小家电公司自 20Q3 进入外销高景气，但市场预期明年海外需求和订单转移红利都可能边际变弱，小家电外销将面临压力。但我们认为苏泊尔的外销主要来自 SEB 订单转移，具有 SEB 有机增长、订单转移空间仍然较大以及小家电二期工厂投产带动产能释放三重驱动。

图表 16: 测算 SEB 非亚地区当前转移给亚洲工厂的订单占比为 38.5%



资料来源: SEB 财报、国盛证券研究所

图表 17: 测算 22 年公司外销仍能稳健增长 (左: 百万元)

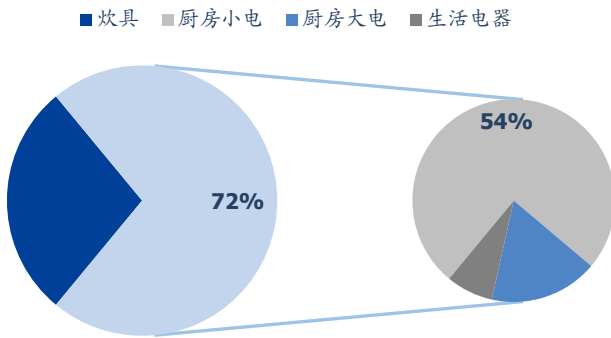


资料来源: 公司财报、SEB 财报、国盛证券研究所

2) 我们预计, 公司 22 年内销保持稳健增长。

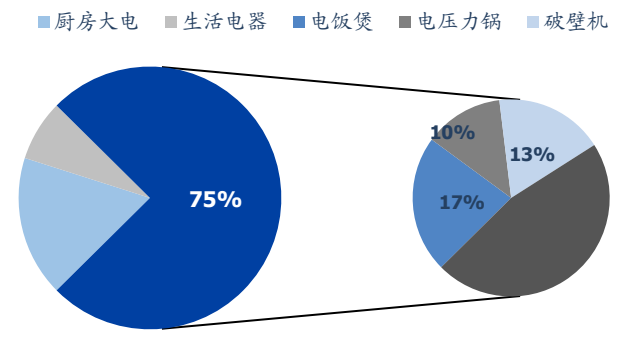
从内销营收结构来看, 公司约 30% 的收入来自炊具, 我们认为炊具的需求刚性, 竞争格局稳定, 公司凭借“火红点”技术持续推进产品升级, 在量价稳健的情况下能够实现增长。公司电器收入占比最大的为厨房小家电, 其中电饭煲、电压力煲、破壁机等复购率高、需求黏性强的大单品占据半壁江山, 量价同样较为稳健。我们认为随着公司改革进入收获期, 新品类同样能够贡献增量。

图表 18: 估测 22 年公司内销结构



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

图表 19: 估测 22 年公司内销电器结构



资料来源: 公司财报、国盛证券研究所

业绩端:

我们预计, 乐观条件下公司 22 年全年业绩增速有望达 37.02%, 悲观条件下业绩增速也有望达 25.21%。原材料下行的背景下, 内销受益于提价和产品结构升级有望重回 35% 的毛利率; 外销因为订单定价调整的滞后性, 有望受益原材料环比下降。

图表 20: 公司悲观假设下 22 年全年利润增速为 25.21%，乐观假设下为 37.02% (单位: 塑料为中塑指数, 铜、铝为美元/吨, 钢为元/吨)

	乐观					悲观				
	21 Q4 E	22 Q1 E	22 Q2 E	22 Q3 E	22 Q4 E	21 Q4 E	22 Q1 E	22 Q2 E	22 Q3 E	22 Q4 E
塑料	1009	997	962	960	928	1028	1018	972	970	967
yoy	4%	-3%	-2%	-8%	-8%	6%	-1%	-1%	-7%	-6%
铜	9351	8666	8154	7892	7294	9711	9176	8736	8456	8739
yoy	30%	2%	-16%	-16%	-22%	35%	8%	-10%	-10%	-10%
铝	2509	2211	2053	1988	2057	2606	2359	2294	2253	2293
yoy	30%	5%	-15%	-25%	-18%	35%	12%	-5%	-15%	-12%
钢	5962	5836	5726	5585	4769	6210	6114	6044	5851	5465
yoy	20%	5%	-10%	-16%	-20%	25%	10%	-5%	-12%	-12%
内销收入	4,009	4,060	3,778	3,763	5,163	4,009	4,060	3,778	3,763	5,163
内销毛利率	31.13%	32.46%	35.54%	35.11%	34.88%	28.12%	29.11%	33.88%	33.44%	31.95%
外销收入	2,229	1,487	2,285	1,916	2,451	2,229	1,487	2,285	1,916	2,451
外销毛利率	17.93%	16.56%	17.38%	20.95%	21.87%	14.89%	15.16%	15.67%	19.22%	20.79%
净利润	677	572	490	593	970	517	448	413	518	819
yoy	-11.40%	13.41%	36.02%	58.42%	43.31%	-32.39%	-11.16%	14.61%	38.51%	20.92%
全年利润增速			37.02%					25.21%		

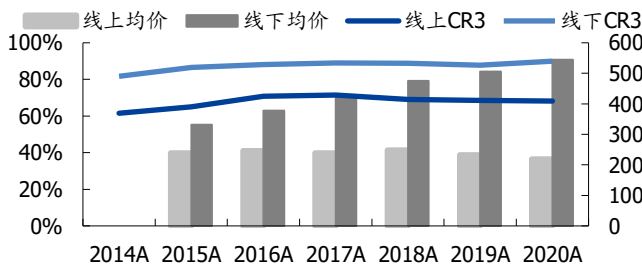
资料来源: 公司财报, Wind, 国盛证券研究所

3.2 中期: 竞争格局无需过分担忧

小家电线上化不可逆, 同样也意味着行业渠道壁垒的削弱。市场同样担心, 渠道壁垒的削弱是否意味着竞争格局的恶化和费效比下降导致盈利能力受损。

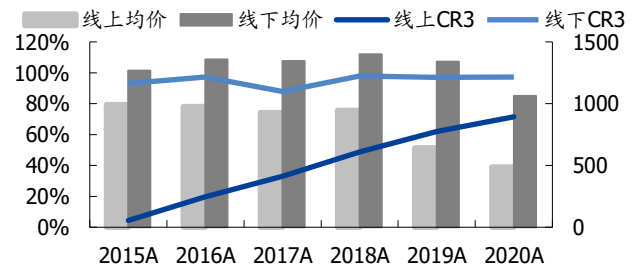
1) 我们认为线上 CR3 的确比线下 CR3 分散, 但从自身时间序列来看并没有出现明显的集中度下滑。电饭煲的线上 CR3 一直稳定在 60% 以上, 破壁机由于国产替代目前线上 CR3 已经持续提升至 60% 以上。

图表 21: 电饭煲 CR3 线上线下销售情况 (美的、苏泊尔、九阳)



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

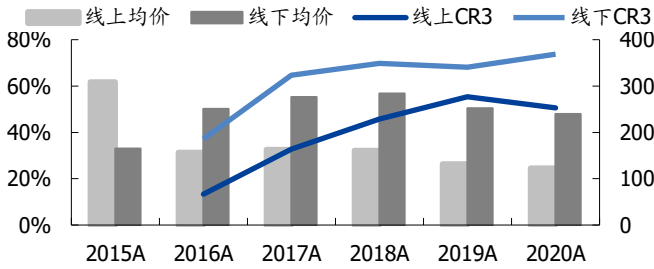
图表 22: 破壁机 CR3 线上线下销售情况 (九阳、苏泊尔、美的)



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

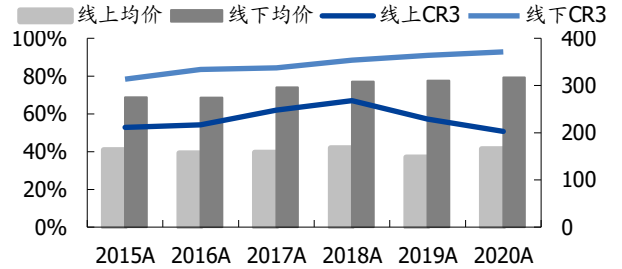
2) 新品类的集中度低于老品类, 但不意味着不能提升集中度。养生壶、煎烤机等新品类集中度起初低于传统品类, 但随着消费者对品类认知的提升, 头部玩家逐步推出该品类, 具备品牌认知和成本的优势, 同样能够看到集中度的提升。

图表 23: 养生壶 CR3 线上线下销售情况 (小熊、苏泊尔、美的)



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

图表 24: 煎烤机 CR3 线上线下销售情况 (苏泊尔、美的、九阳)



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

- 3) 线上均价比线下低并非意味着不赚钱。我们认为线下在规模被线上分流之后, 不得不进行推新卖贵, 所以线上线下价差较大。同时行业均价更低不完全在于品牌方自身产品结构, 白牌玩家同样能拉低均价。
- 4) 未来费效比仍然是头部品牌占优。头部品牌规模占优, 能够实现自我导流, 同时传统品类消费者教育的投入较低。我们认为未来线上获客成本上升对于新玩家的经营压力增加, 费效转化率方面新品类压力更大。

图表 25: 各小家电公司聘请流量代言人引发费用投入竞争担忧



资料来源: 官方公众号, 国盛证券研究所

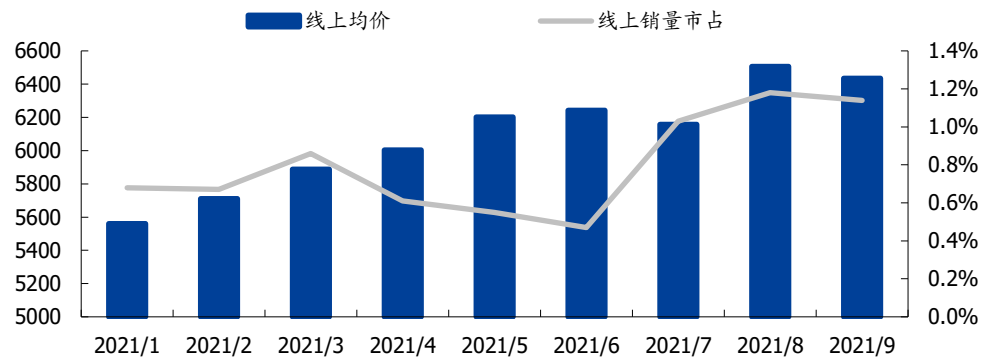
3.3 长期: 大牌低价, 拓品能力依旧

我们认为小家电单品天花板较低, 持续成长离不开拓品能力。苏泊尔过去经历两轮拓品周期, 先后将水杯、厨房大家、生活电器打造成为报表端贡献较大的大品类。

➤ 当前出了哪些新品类? 增量怎么看?

- 1) 厨房小家电: 在苏泊尔的历次品类扩张中看到当产业链和竞争格局都能形成协同时, 拓品无疑是 easy 模式, 厨房小家电就是这一类。我们认为苏泊尔本身有较好的研发积累, 同时具有合作多年的稳定快速的供应链, 可以以自主设计+OEM 的形式持续兑现新品。
- 2) 厨房大家电: 公司去年陆续推出热水器产品, 今年陆续发布多款集成灶产品和嵌入式蒸烤箱产品, 主打低价格带, 收割价格敏感市场。公司希望继续拓宽大厨电的品类, 但我们认为集成灶产品安装属性较重, 可能和苏泊尔传统业务协同性有限。尽管从价格对比来看, 苏泊尔集成灶价格较低, 但绝对值其实并不少。加之集成灶偏建材属性, 使用周期较长, 我们认为购买蒸烤箱款集成灶的消费者本身对生活品质有一定诉求, 能接受这个价格带产品的消费者本身价格不那么敏感。我们预计集成灶产品增量贡献有限, 但不排除未来台式大厨电如洗碗机等贡献增量。

图表 26: 公司集成灶产品主打低价格带, 收割价格敏感市场 (左轴: 元/台)



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

- 3) 生活电器: 公司生活电器强势品类为电熨斗、挂烫机和吸尘器。9月份公司推出自清洁吸拖一体“AP吸尘器”。生活电器和传统业务协同性较高, 叠加清洁电器需求有望持续兑现, 行业头部玩家均价较高, 在产品力不弱的情况下能够形成差异化竞争, 收割价格敏感性高的市场。我们预计, 后续公司生活电器品类有望贡献超过 10 亿的收入。
- 4) 炊具: 目前苏泊尔开始发力餐饮具, 我们认为大空间的分散市场, 公司有望打造成为第二个“水杯”品类。除此之外, 补齐品牌矩阵为主旋律。除 SUPOR 品牌外, 公司引入了 SEB 集团旗下 WMF、LAGOSTINA、KRUPS 等高端品牌, 从而完成了在厨房尤其是炊具的高端品牌覆盖。我们测算 WMF 在欧洲地区的炊具和厨具业务营收约为 30 亿元, 而 2016 年 WMF 中国区消费者业务营收仅为 3.19 亿元, 考虑到我国的人口基数更大、高端品牌数量更少, WMF 等高端品牌有较大的空间。目前 WMF 中国区份额和同为高端品牌的双立人对比有较大差距, 我们认为随着玉环高端炊具产业园落地, 凭借苏泊尔良好的运营能力, 有望通过渠道和人员协同降低成本、提高效率从而产生效益, WMF 有望加速追赶。

4. 盈利预测

我们在如下假设下对公司进行盈利预测:

收入端: 根据前文所述, 我们预计 2021~2023 年公司营业收入分别为 216.7/249.6/286.7 亿元, 同增 16.5%/15.2%/14.9%, 具体而言:

- 1) 外销: 73.27 亿元/81.39 亿元/88.78 亿元, 同增 27.94%/11.08%/9.08%。
- 2) 内销: 143.43 亿元/168.21 亿元/197.92 亿元, 同增 11.45%/17.28%/17.66%。

图表 27: 苏泊尔收入预测 (百万元; %)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
外销收入	5110	5727	7327	8139	8,878
同比增速	7.75%	12.08%	27.94%	11.08%	9.08%
内销收入	14744	12870	14343	16821	19792
同比增速	12.47%	-12.71%	11.45%	17.28%	17.66%

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

盈利端:

毛利率水平上, 考虑到 1) 公司转型迎来收获期; 2) 原材料成本下行。我们判断公司毛利率水平在 2021 年承压, 随后稳健修复, 预计 2021~2023 年毛利率水平分别

为 26.02%/29.57%/30.22%。

费用率水平上，1) 销售费率：我们认为 2021 年原材料成本压力较大的背景下，公司控费能力强，后续预期销售费用率水平较 2021 年小幅增长但保持稳健。2) 管理费用率：我们认为随着公司管理效益的提升未来公司的管理费用率水平有望下降。

综上所述，我们预计公司 2021~2023 年净利润为 19.96/25.96/30.64 亿元，同增 8.1%/30.0%/18.1%。

5. 风险提示

原材料成本继续上行。公司成本结构中，直接原材料占比超过 80%，若价格进一步上涨将继续压制公司毛利，影响盈利能力。

竞争格局恶化。若格局将导致费用投放增加，费效比降低，大宗商品降价的红利不能落实到公司盈利层面。

推新不及预期。小家电上新节奏加快，单个 SKU 生命周期缩短，推新能力是产品供给能力重要的维度。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com