产业升级与消费者行为以苏泊尔 (002032) 为例

组员: 刘旭(组长)、李铭一、吴开达、李鹏飞、肖锋、刘牧谦

任务分配

宏观分析: 肖锋、刘牧谦 行业分析、公司分析: 刘旭、李铭一 财务分析、估值预测: 吴开达、李鹏飞 PPT 制作、Word 制作: 刘旭

一、 宏观分析

- 1. 中国宏观经济解读:
- (1) 利好方面,中国经济依然保持高速增长,人均可支配收入屡创新高。



图 1:2005-2014 年中国 GDP 增长率和人均 GDP (数据来源:wind 资讯)

在过去十年,中国经济一直保持高速的增长,并一跃成为全球第二大经济体,对世界经济的振兴起到至关重要的推动作用。尤其是在国际金融危机爆发之后,中国更是成为被全世界寄予厚望的发展引擎,并达到8%的GDP增长率,于此同时,中国以13亿人口之巨,迈入中等收入国家,居民可支配收入也屡创新高,人民生活水平得到大幅度改善。



图 2: 2005-2014 年中国居民人均可支配收入(数据来源: wind 资讯)

(2) 利空方面,我国经济增速正逐年下降,步入发展的新常态 我国经济增速正逐年下降,从 2010年的 10.6%下降至 2014年的 7.4%。 进入 2015年后,三季度我国经济增速更是跌破 7%,发展放缓也体现在工业、 投资加速下滑,出口持续负增长,通缩压力有所上升。在政府对增速目标下 调,国内改革进入"深水区"和内外部需求均不旺盛的情况下,未来经济发展任务之重不容乐观。

但经济放缓,有利于我国经济结构调整,这其中也不乏亮点:一是消费起到了经济增长稳定器的作用。这与居民收入快于 GDP 增长、就业稳定及城乡收入差距缩小等因素有着密切关系;二是服务业得到很好的发展。三季度金融业未出现预期中的增速下滑,其他服务业(包含科技创新、文化娱乐、医疗养老等行业)更接过了稳增长的接力棒;三是人民币加入 SDR,汇率在前期贬值压力下逐步稳定,资本流出规模有望收窄。

2. 中国经济发展推动消费的升级:

(1) 边际消费倾向提高:

根据马斯洛需求层次理论,随着低层次需求得到满足,人们开始追求更高品质的生活,新兴消费理念和消费形态,因此边际消费倾向有所提高;

(2) 收入的不断提高刺激消费增长:

根据第一点的分析,我国经济快速发展让中国民众的生活水平大幅上升。10 年来,按购买力衡量,中国人均 GDP 水平增幅达两倍多。2011 年,中国人均 GDP35000元人民币,按照当时汇率折合约为 5000~6000 美元,已经进入上中等收入经济体国家。与此同时,收入分配改革有望启动,着力提高低收入者收入水平,逐步扩大中等收入者比重,有效调节过高收入,规范个人收入分配秩序,努力缓解地区之间和部分社会成员收入分配差距扩大的趋势。预计在 2020 年全面步入小康社会,让国民人均收入倍增的计划如果预期能实现,民众将提高当期的消费水平。

(3) 中产阶级是消费升级的主要群体:

预测未来我国将有超过 6.5 亿的中产及以上阶层, 加之人口老龄化, 人们对健康服务和高品质生活需求增加, 将进一步推动包括绿色生态、智能家居、养老服务等众多产业的增长;

(4) 城市化驱动消费升级:

随着城镇化的推进,公共服务得到广泛普及,使得居民预防性储蓄降低,进一步提高当期的消费水平。

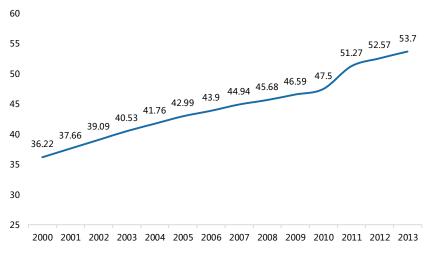


图 3: 中国城市化率变动趋势

上图是近十年中国城镇化率的变动, 2013 年城镇化率为 53.7%。 距离公

认的完成城镇化比率 (75%-90%) 还有一定差距。在逐步完成城镇化的过程中, 庞大的消费潜力会得到释放。

3. 多方力量推动家电产业升级

(1) 消费升级

作为提高人们生活质量的家电产品,一般随生活水平提高后才会进入家庭购买计划,发达国家家庭日常使用的小家电多达 20 多种,按此推测中国小家电市场不同于大家电市场,还未饱和。

根据之前分析得到,国民收入快速增加,财富的积累促使人们追求更高品质的生活,购买更具生活品质的产品,而高品质高性能的产品势必需要产业的升级予以满足,所以消费升级是产业升级的一个强大推动力。

(2) 政策导向

智能化、互联网、节能环保是未来的方向,行业未来的发展符合国家的战略:《中国制造 2025》的实施及互联网+等新技术的引入,将带动家电制造向智能化、网络化升级,为中国家电工业的转型升级发展带来较好的战略机遇。

另外, 国家进行供给侧管理, 有助于行业环境进一步宽松, 且对智能、高效、先进的产业有一定刺激和倾斜, 所以智能化、科技化、品质化的产业升级势在必行。

(3) 技术条件

家电企业规模不断扩大,利润不断增加,其进行研发和设计的能力在不断加强。技术条件的改善是经济快速增长的结果,也为产业升级提供了可能。

另外, 随着互联网等科技行业的发展, 新的技术不断涌现, 有助于产品的改造和增强, 并最终完成升级。

(4) 社会文化

伴随经济的发展,人们对于健康的关注度不断增加,而饮食是健康的一个重要环节,人们越来越舍得在吃的方面花钱,一方面是为了享受更可口的味道.另一方面就是为了吃的更加健康。

厨房小家电在这种契机下得到了更好的发展条件和发展前景,但其必然 迫使行业进行改进与升级,否则不仅不能享受这种文化红利,反而会在这种 浪潮中被替代和埋没。

产业结构升级取得不错成果:尽管经济增速放缓,步入新常态,家电业整体面临国内外市场饱和、产业结构升级等因素的冲击,但行业仍取得了不错绩效,至今年3季度全部上市公司净利润333.5亿元,比上年同期增长1.6%,原因在于家电产业进一步深化转型升级步伐,在工厂技改、模式创新、渠道建设等方面大有进展,产业结构升级趋势明显,其中最主要的是以产品创新寻求突破。

二、行业分析

1. 行业分类

家电行业主要分为彩电、白色家电、小家电以及其他家电,其中最主要的是白色家电类,白色家电又可细分为冰箱、空调、洗衣机,这三大件在家电行业中举足轻重。一般的家电分析中主要分析白色家电和彩电,因为这四项的销售额较大,在整个家电行业中有较高的比重。

我们主要研究的苏泊尔公司处在小家电行业中。小家电又可细分为厨房小家 电、护理小家电、清洁小家电等,其中厨房小家电占比最大,接近40%。小家电 行业的龙头为美的集团,苏泊尔综合排名第二。

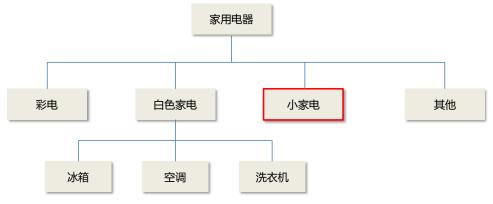


图 4: 家电行业分类图

电饭煲、电压力锅、豆浆机、料理机、电磁炉等行业属于厨房小家电,这个小家电品类也是家电行业中较为流行和火热的,而这次研究的 IH 电饭煲属于电饭煲行业,是目前行业中的一个重要增长点。

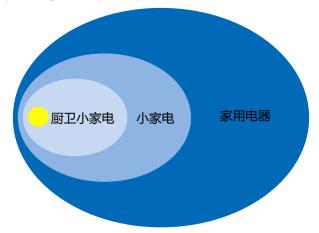


图 5: IH 电饭煲所属分类示意图

2. 产业链分析

小家电行业产业链主要分为四部分,首先是原材料,这部分负责小家电的材料供给,议价能力较低,利润率较低。之后是设计研发环节,这个环节负责对小家电产品的功能和外观进行改进、研发与设计,这部分工作需要较高的科技水平和技术积累,是附加值最高的一部分,但是国内很多厂家并没有这部分业务,而是根据国外客户的设计来制造产品。接下来是制造环节,这一环节负责根据图纸等设计要求,将上游的设计予以实施,大批量制造出小家电产品,这一部分要求较高的生产能力,资本密集与劳动密集都需要兼顾,而中国在这一环节具有较大优势,但是很多厂商智能成为海外厂商的代工厂,难以得到更多的利润。销售环节较为复杂,有的厂商拥有自己的销售体系,而大多数是由各级分销商经销商等负责销售,如果内的苏宁易购、国美电器定零售商在国内占有主要地位。

苏泊尔在产业链中的后三个环节都有涉及,但主要是负责设计研发与制造, 公司的盈利能力有所保障。

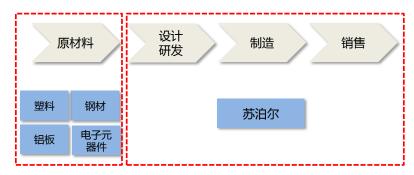


图 6: 小家电产业链示意图

行业的上游主要包括塑料、钢材、铝板等原材料以及电子元器件、电源线等 零配件,原材料和零配件市场是充分竞争市场,来源广泛,采购便捷。但由于塑料、钢材、铝板、电子元器件等占总成本比例相对较高,因此其价格波动对企业 利润影响较大。

近几年大型零售商在全球范围内进行大规模采购,与制造商直接合作,通过低价策略抢占市场。在国内市场,受国家发展经济、扩大需求、鼓励消费等政策的影响,大型百货商场不断兴起,家电连锁、超市快速扩张,都为小家电的销售提供了有利条件。



图 7: 小家电价值链示意图 (资料来源: 德奥通航招股说明书)

我们也可以从价值链的角度进行分析,小家电公司可以分为 OEM、ODM、MDM、ODM等, 其含义的具体解释见下表

OEM	ODM	ОВМ		
Original Equipment Manufacturer	Original Design Manufacturer	Original Brand Manufacturer		
即原始设备制造商,由品牌商提供产品的结构、外观、工艺进行生产,产品生产后由品牌商贴牌销售。	即原始设计制造商,生产商根据客户的产品意向或自主创意开发产品,有客户选择后下订单进行生产,产品贴牌销售,生产商需要具有一定的规模。	即原始品牌制造商,生产商自行开发和设计产品的结构、外观、工艺,产品开发完成后生产,销售拥有自主品牌。		

表 1: 行业概念解释

价值链中, OBM 能够获得最大利润, 而国内多少厂商属于 OEM。苏泊尔公司拥有自己的品牌, 且品牌价值较大, 我们可以, 这也是公司区别于国内多数厂家的一个特点。

3. 行业规模

小家电行业发展平稳, 在 2014 年其零售额已经达到一千亿以上的规模, 而

且在 2011 年到 2014 年间其年均复合增长率达到了 13%,由于经济增速放缓即小家电整体趋于饱和,罗兰贝格咨询公司预计小家电市场在 2015 年到 2019 年的年均复合增长率达到 8%。

因为统计口径的问题,各种资料中所查找到的小家电市场的规模各不相同,罗兰贝格咨询公司的数据尽在零售市场,这必然不能反映小家电行业的全貌,但能给我们带来很多有用的信息,如小家电行业的产业规模的量级是千亿级的,且零售市场的增速与总体增速相差不大,所以在此数据中反映出来的增速是值得考察和借鉴的。



图 8: 小家电行业零售额

4. 细分市场

小家电可分为厨房小家电、护理小家电、清洁小家电等,其中厨房小家电占比最大,接近40%。在所有厨房小家电中,电饭煲的细分市场份额占比最大,达到22%,比第2名电压力锅高出5%,

7	产品受欢迎指数										
品类	指数	属性									
电饭煲	144	基本生活用品									
电磁炉	96	改善生活用品									
电压力锅	114	品质生活用品									
电水壶	65	改善生活用品									
豆浆机	115	品质生活用品									
料榨机	126	品质生活用品									

表 1: 厨房小家电受欢迎统计

从相关调查中可以发现,产品受欢迎指数最高的小家电就是电饭煲,达到144,被列为基本生活用品,这个属性说明电饭煲类在家庭生活中的不可或缺,而 IH 电饭煲又属于电饭煲中的高级产品,同时兼具品质生活的属性,是未来小家电领域一个重要的增长点。

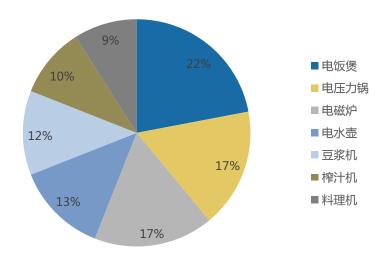


图 9: 小家电细分市场占比(额)

苏泊尔公司的电器业务主要涉及厨房小家电,公司同时用用多种品类的产品, 涉及电饭煲、电压力锅、电磁炉等,且公司在各个领域中都有很好的成绩,均是 排名第二。虽然有美的在前,但公司的行业先机地位不可动摇。

5. 行业特点

(1) 产品众多

小家电行业产品众多,需求细分层次性显著,细分标准有着很强的归类性,市场呈现出高度细分化。首先产品可以分为厨房小家电和其他小家电,且厨房小家电又可细分为电饭煲、电压力锅、电磁炉、豆浆机等等方面,且各个方面都有着客观的发展潜力。

在小家电庞大的市场容量下,根据产品的功能、特点、使用目的及市场区域不同,区分出不同的细分市场,即"蜂窝"。以电饭煲为例,2006年全球电饭煲的市场量大约有13,472多万台,市场售额约为132.6亿元。作为普及度较高的成熟产品,自身会形成一个相对庞大的独立市场,主要生产企业实现规模化和品牌化后,一定程度上可以遏制新进入者,降低竞争程度。

(2) 专业分工明确

纵向的产业链分工:品牌基于产品制造和供应而存在,在小家电跨国界垂直分工合作体系中,品牌商、制造商、经商、零售商等各环节利益主体分工明确。各企业根据自身的实际情况,确定自己在产业链中的分工。不同环节主体跨越各自环节寻求更多利益,则可能需要付出较高的成本。例如,小家电制造企业通过OBM模式以自主品牌进入发达国家市场,需要付出高昂的市场营费用、通道费用以及售后服务费用,一般规模的企业较难实现。在欧美发达国家规模较大的品牌商同时承担经商角色,拥有一个或以上的著名品牌、专业的营队伍,服务于多条售通道,在产业链上亦起到零售商无法取代的作用。由于纵向的产业链分工,使企业更加专注于自身所处的产业链环节,通过提升自身的竞争力获得理想回报,而不是轻易涉足产业链的其他环节。

横向的产品分工:在纵向产业链分工的基础上,小家电行业还对所从事的产品进行横向分工。一般而言,小家电行业的技术壁垒不高,对于制造商而言,生产各种小家电在技术上的难度不大,但产品终能否盈利存在较大的差异。在"蜂

窝格局"作用下,单一产品的"蜂窝"经过激烈竞争后较容易达到稳定竞争状态。通常单一产品出现市场主导者后,其他竞争者一般会转而寻找其他未成熟产品,寻求新的利润增长点。每一个成功的制造商都有成熟产品能在一个或多个"蜂窝"中占据主导地位,保持一定的盈利水平。对品牌经商而言,通常国外大型品牌经商均能控制住若干具有主导地位的成熟产品,相互之间通过产品的分工来避免恶性竞争。

由于产品的分工,企业在成熟产品之间的竞争容易达到一个稳定状态。而对 未成熟产品而言,由于市场尚未成熟,产品分工尚未完全形成,其机会与风险都 较大。

(3) 细分市场不均衡

小家电每个产品为一个细分市场,由于各产品细分市场目标消费群体的发育成熟度及群体基数的差别,使得各细分市场独立性强,相互关联度较低,需求量有所差异;产品的成熟度、技术水平的差异亦促使不同产品所面临的竞争、细分行业的毛利率水平差异较大

(4) 企业间竞争不平衡

由于企业从事的产品、或者所处行业产业链位置不一致,终企业所面临的竞争环境也不一样,造成行业内竞争局面的多样化。如从事 ODM 与从事 OBM 的企业所面临的竞争就各有特点:面对国内终端市场的 OBM 企业从事成熟产品售时,所面临的竞争是复杂与激烈的;而面对海外市场的 ODM 企业,从事成熟产品售时,所面临的竞争相对有序。原因在于"蜂窝格局"作用下,ODM 细分行业容易出现主导者,主导者对细分行业的影响较大,市场份额相对稳定,竞争相对有序。

因为这种不均衡性, 终促使从事小家电行业企业盈利状况存在一定差异。

6. 行业竞争格局

在行业竞争方面,小家电行业厂商众多,但多数是作为 OEM,竞争力低下。 真正拥有竞争力的是国内的 OBM 大厂商。在中国厨房家电市场中,龙头企业是美的电器和苏泊尔,其中美的电器优势明显,在多种细分市场中的市场占有率都达到了第一名,且优势较大。

在豆浆机领域,细分行业的领导者是九阳股份,九阳以豆浆机起家,并不断扩展小家电细分市场,开始生产料理机、电饭煲等其他产品,虽然在电饭煲领域能够达到第三名的水平,但其市场占有率与前两者的差距较大。

苏泊尔公司在多个细分领域的排名均是第二名, 牢牢把握住了领先的优势, 公司在未来的发展中能够借助企业的规模增加研发和创新, 进行产业升级。

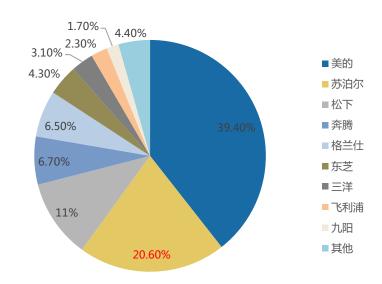


图 10: 2010 中国电饭煲品牌占有率

细分产品	公司	排名	市场份额
	美的电器	1	29%
电饭煲	苏泊尔	2	20%
	松下电器	3	6%
	美的电器	1	29%
电磁炉	苏泊尔	2	15%
	九阳	3	13%
	美的电器	1	27%
电压力锅		2	21%
	 九阳	3	10%
	美的电器	1	41%
电水壶	苏泊尔	2	14%
	 九阳	3	12%

表 3: 2010 年小家电各领域市场排名

市场名称	年度累计 零售量 (万台)	YoY	年度累计 零售额 (万台)	YoY	年度累计 均价 (万台)	YoY
电饭煲	515	7.41%	1607	16.2%	311	7.75
苏泊尔	127	9.72%	452	32.4%	356	20%
美的	211	7.47%	689	14.3%	326	6.03%
九阳	55	37.2%	139	46.6%	255	6.8%

表 4: 2015 前三季度电饭煲行业市场表现

从上两表可以看出,苏泊尔在电饭煲领域有较大优势,虽然在此领域处于统治地位的是美的电器,但苏泊尔占比较大,且比第三名的松下电器高出很多。另外,在 IH 电饭煲领域,苏泊尔与美的间的差距会缩小,以为在高端领域两者各有技术,效果各有千秋,苏泊尔的球釜电饭煲在宣传和渠道领域都有很大的优势。

另外, 从第二张表可以看出, 苏泊尔在电饭煲方面无论量的增速还是额的增速都超过了美的, 且额的增速比例更大, 说明苏泊尔卖出的电饭煲的单价增长相对于美的电器要更大, 可以推测出这一点的原因是苏泊尔在 IH 电饭煲领域的出货量较美的而言增速较快, 发展迅速。

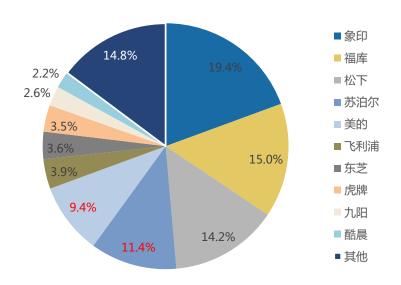


图 11: 2015 年 2 月中国电饭煲在线零售品牌竞争排名

加入国外品牌后,我们可以看出在竞争力方面,国产品牌还是较国外品牌有较大差距,其中苏泊尔在国内竞争力最大,也只排到了第4名,可以看出,国内品牌在电饭煲领域的积累还有不足,在高端领域处于弱势。这也是近期中国游客出国买电饭煲的原因所在。

7. 市场供求状况

(1) 国际市场需求

从长远来看,美国、日本、欧洲等发达地区仍将是小家电产品的主要消费地。 相对国际市场庞大的容量,中国企业的规模仍较小,但市场空间广阔。中国企业 在国际市场未来的增长主要来自于三点:一是产品的升级换代提高毛利率;二是 国际产业转移,接获更多订单;三是开发新产品,进入新产品的"蜂窝",尽快 占据主导地位

(2) 国内市场需求

与发达国家户均拥有小家电 20-30 件相比, 我国户均小家电拥有量不足 10件, 仍处于较低水平; 世界上发达国家目前的小家电品种超过 1000 种, 而中国只有 200 多种。随着国内民众经济实力的增强和生活质量的提高, 小家电已成为人们的家庭生活不可或缺的消费品。未来 10年, 全国将有近 1/3 的家庭乔迁新居, 每年国内有至少 260 万住户搬入新家, 对于能有效的节省时间和提高生活品质的小家电的需求也将随之增加。现在国内的小家电市场正步入高速成长期。

(3) 国内市场供给

中国小家电行业经过二十多年的发展,已从简单装配向由生产、经营、研发、检测等环节组成的比较完整的工业体系转变,形成了具备相当生产规模和技术水平的生产体系。由于小家电行业进入的技术、资本壁垒不高,有一定的利润空间,越来越多企业涉足该领域。中型小家电企业为了突破自身规模发展的瓶颈,扩大延伸相关的产品线,大家电企业也利用自身既有的品牌优势进军小家电行业,因此国内小家电生产能力将不断增强。

三、公司业务分析

1. 公司简介

苏泊尔主要从事厨房炊具和厨卫小家电、大家电、健康家电的研发、制造和销售,是中国最大炊具研发、制造商,是国内炊具行业第一家上市的企业和省级高新技术企业。公司在厨房领域深耕细作,成功将品牌触角延伸至厨房生活的方方面面。产品线从压力锅单品不断扩充,逐渐覆盖炊具、小家电、厨房大家电三大领域800多个品类,主力产品压力锅、炒锅、不锈钢锅连续多年国内市场占有率稳居第一:电饭煲、电压力锅、电磁炉市场占有率也跃居行业领先地位。

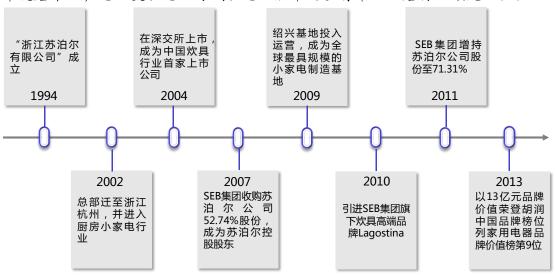


图 12: 苏泊尔公司发展历史

从公司历史上看,苏泊尔公司于 1994 年由苏增福、苏显泽父子一手创办,逐渐做大,开始时专注于厨房炊具,后于 2002 年进入厨房小家电行业,属于较早涉及此领域的公司。

公司与 2004 年在深交所上市,之后就是 SEB 集团的入股苏泊尔,成为其控股股东。SEB 集团对于公司的重要意义在日后会显现。在 2011 年, SEB 集团对于苏泊尔的控股比例达到了 71.31%。

2. 公司产品介绍公司产品包括







蒸锅



球釜IH电饭煲



豆浆机

类别	细分类别	产品
	炒锅	火红点2代无油烟炒锅
	压力锅	巧易开压力快锅
炊具	煎锅	雅尚不锈钢煎锅
	蒸锅	味鲜·不串味三层复底蒸锅
	 汤奶锅	亮彩不锈钢汤锅
	电饭煲	球釜IH电饭煲
		密闭熬煮·彩钢系列
小家电	电磁炉	超薄电磁炉
	电压力锅	精控鲜呼吸 IH电压力锅
	电水壶	双层保温系列

图 13: 苏泊尔公司产品分类

公司产品大类比较集中,主要是炊具和小家电,这两部分都是在厨房中应用较多的,可以说苏泊尔的产品时集中在厨房用品方面。炊具由分为炒锅、压力锅、蒸锅等多种细分产品,小家电也分为电饭煲、豆浆机等。其中具有火红点技术的无油烟炒锅和升级产品球釜 IH 电饭煲是苏泊尔产品中的亮点,而这些升级产品将成为公司的业绩爆发点。

3. 股权状况与子公司

从股权比例图中可以看到公司的最大股东是 SEB 集团, 其持股比例达到了73.13%, 比例极大, 所以苏泊尔实质上已经是一家外国公司, 这一点有利有弊。持股比例第二的是苏泊尔集团, 可以看到中央汇金也持有公司少许比例的股权。

从股权状况来看, SEB 是绕不开的话题, 作为苏泊尔公司的控股父公司, SEB 集团是全球最大的炊具和小家电生产商, 以发明世界上第一个高压锅而著称, 具有 150 多年的历史。SEB 集团是一个国际化的企业, 拥有 80 个分支机构, 23 个生产 基地, 员工总人数达 23000 名。SEB 的成长史也是一部兼并收购史。从 1968 年收购 Tefal 到 2007 年涉足苏泊尔, SEB 的收入规模持续稳步增长, 其国际化的战略也在兼 并收购的过程中日趋成熟。

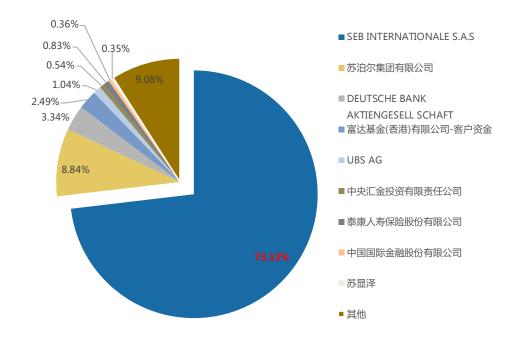


图 14: 股东持股比例图

苏泊尔公司拥有多个子公司,这些子公司主要集中在小家电、炊具的研发与制造方面,且对各子公司的持股比例都很大。子公司中也有从事对应销售的公司,但规模较小,产品的主要销售方式还是通过线下或者线上的零售商进行销售。公司目前在杭州、玉环、绍兴、武汉和越南建立了5大研发制造基地。

子公司	股权比例	主营业务	营收 (万元)			净利润(万元)		
			2014	2013	2012	2014	2013	2012
浙江绍兴苏泊尔生活电器有限 公司	100%	小家电, 厨卫家电	352682.5	312356.9	255735.8	30,220.44	27,025.52	20,705.96
武汉苏泊尔压力锅有限公司	99%	炊具产品	1,500.00	1,300.00	1,600.00	680.84	511.1	750.17
浙江苏泊尔家电制造有限公司	75%	电器产品	203311.0	161176.4	125863.4	11,693.19	7,795.31	7,736.91
苏泊尔(越南)责任有限公司	100%	炊具,电器	18,178.27	15,987.81	11,314.05	1,078.12	713.42	428.58
杭州奥美尼商贸有限公司	93%	炊具,电器	2,492.03			-325.25		
浙江苏泊尔橡塑制品有限公司	93%	橡塑制造业	18,605.70	16,631.13	14,758.27	1,097.68	806.21	796.32
上海苏泊尔炊具销售有限公司	100%	炊具,电器	4,622.74	3,387.01	2,552.71	130.85	-36.94	39.03
武汉苏泊尔废旧物资回收有限 公司	100%	废旧金属回 收	1,315.41	1,465.13	1,497.48	4.04	5.51	3.48

4. 公司产品分析

我们从公司公告以及所查找到的资料中得到,公司的业务主要包括炊具产品与电器产品,另外还有一小部分橡塑产品。在这三大类产品中,电器产品主要指厨房小家电,其应收占比在2014年超过了58%,几乎占到应收的三分之二,是公司最主要的产品分类。

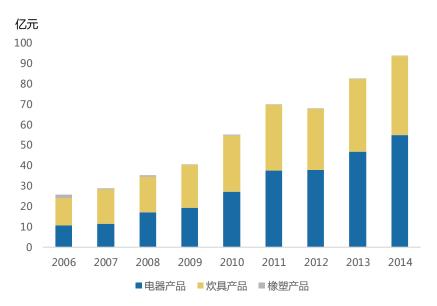


图 15: 分产品营收图

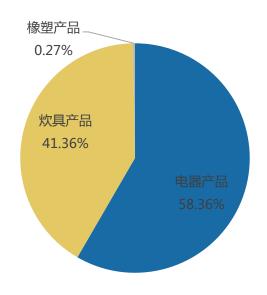


图 16: 2014 年营收比例图

炊具产品占到了41%, 比例也较大。苏泊尔公司是中国最大的炊具公司, 所以炊具业务在公司中也有相当重要的地位。

在电器产品的分类下, 我们并没有查找到电饭煲甚至是 IH 电饭煲的具体占比, 公开资料不完善。不过通过其他互联网上的资料显示, 电饭煲业务大约占到厨房小家电的 30%。

5. 公司战略

(1) 产品战略

- 公司在产品方面积极进取,拓展研究,新产品在市场中得到了积极反应, 5类核心炊具2014年市占率均提升超过0.5个百分点。
- 推出球釜 IH 电饭煲, 推动产业升级得到广泛好评。

- 进军环境家具行业,生产空气净化器、吸尘器等,将会成为新的增长点。(2)渠道战略
- 公司不断提升现代渠道的竞争力,竞争优势不断扩大。炊具在现代渠道的品牌影响力继续提升,稳固第一地位。
- 持续推进三四级市场的开拓,不断加强三四级市场的网点和服务体系建设
- 公司积极把握发展机遇,积极开发针对网络人群的烹饪产品,积极尝试 微博、微信、大数据等营销方式,取得了较好的成果。

(3) 品牌战略

- 公司在广告方面进一步加强,对于推动升级产品有较大帮助,有助于提升品牌知名度。
- 参加饮食类电视节目,提高品牌关注度。

(4) 与 SEB 协同

- SEB 的订单转移能够给公司带来较大的海外收益提升,配合公司的研发、制造、销售,进一步提升品牌在国内的竞争力。
- SEB 提供新技术,如火红点炒锅技术,新技术的注入有利于产业升级,保持持续增长动力。
- 利用 SEB 在环境家居品类的全球优势,正式进军中国环境家居行业。环境家居品类将成为苏泊尔未来增长的重要动力。

6. SWOT 分析

1) 竞争优势

(1) 公司产业链覆盖广、研发能力强

公司涵盖产业链的多个环节,涉及到研发设计、生产制造、销售等多个环节,相较于 OEM 厂商有更高的利润。公司的研发投入比多年保持在 3%以上,对研发较为重视。公司推出火红点与球釜 IH 电饭煲是研发能力强的一个反映。

苏泊尔目前拥有五大生产基地,分布在玉环、武汉、杭州、绍兴及越南。其中,武汉基地是目前全球单体产能最大的炊具研发、制造基地,绍兴基地的小家电制造能力也居全国前列。强大的基地研发制造能力和优质的研发团队强有力的保证了 苏泊尔的产品品质和创新能力。

(2) 稳定的经销商网络

苏泊尔拥有稳定的经销商团队,长期以来苏泊尔与经销商保持着良好的互利 合作关系。相对较高的网点覆盖率和覆盖密 度确保了苏泊尔产品能源源不断的 输送到消费者手中

(3) 与 SEB 协同发展

苏泊尔与法国 SEB 的战略合作开始于 2006 年,目前 SEB 集团拥有 71.44%的 苏泊尔股份。SEB 集团拥有超过 150 多年历史, 压力锅、煎锅、榨汁机、电水壶、电炸锅等 10 大品类市场份额居全球第一。苏泊尔与 SEB 的强强联合,不仅能为苏泊尔每年 带来稳定的出口订单,帮助苏泊尔大幅提升整体规模与制造能力;同时,双方在研发、管理等诸多领域的深入合作,必将进 一步提升苏泊尔的核心竞争力。

(4) 规模经济

公司属于小家电行业中的龙头企业,在发展中具有先发优势。规模较大有利于控制成本,也有利于大量出货抢占市场。且公司排名第二,上下游有动力帮助

公司拉近与第一名的差距, 这也是

(5) 品牌效应

苏泊尔品牌价值大,在厨房用品市场中具有极高的知名度,所以在推出其他 厨房产品时具有利用客户池增大产品池的优势。

2) 竞争劣势

居民对于国产高端产品不信任,在高端产品上多购买国外产品,对于国内产业升级中的企业有不利影响。

公司主要业务在厨房用品领域,包括炊具和厨房家电。若厨房用品整体低迷 则对公司影响较大。

SEB 集团控股存在其调整策略, 增大公司 OEM 业务的可能。

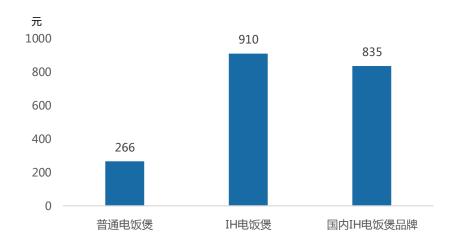


图 17: 国内电饭煲售价情况

3) 机会

(1) 消费升级与产业升级

如前所述,经济的相对高速发展带来了消费行为的升级,而消费需求与其他力量共同拉动了产业升级。升级后的产品能够更好的适应当前的环境,相较之前的产品能够获得更高的销售额。而苏泊尔公司正在产业升级的道路上,其 IH 球釜电饭煲、火红点炒锅等等产品都得到了市场的广泛关注,广受好评。所以作为处于产业升级中的企业,苏泊尔未来发展潜力较大。

(2) IH 电饭煲领域空间巨大

国内 IH 电饭煲热度刚起,部分居民都从国外购买 IH 电饭煲,可见产品受欢迎程度较高。但是国内市场目前饱和度极低,IH 电饭煲的市场销售量占有率不到 10%,销售额占有率为 26%。这个数据从一个侧面也传达出了 IH 电饭煲相较于普通电饭煲价格要高出不少,这也给公司带来了更多的利润和更高的利润率。

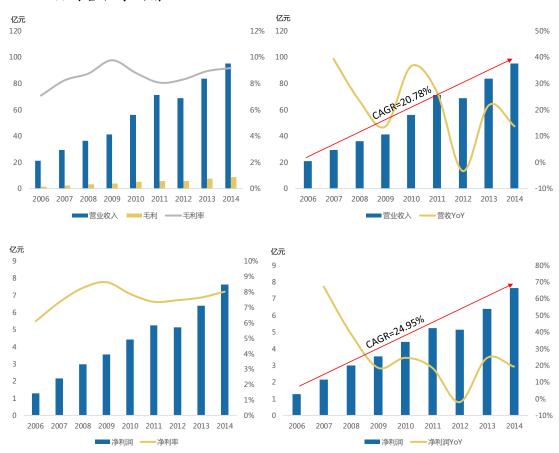
(3) 人民币加入 SDR

苏泊尔有超过 30%的营收来自海外,人民币加入 SDR 有利于贸易结算,对于公司在海外的进一步拓展和开发。

4) 威胁

若经济增速大幅下滑,则公司高端产品销售可能遇阻。 下游原材料具有价格上升的可能,对公司利润有负面影响。

7. 公司营收净利情况



从公司的营收和净利来看,公司处于一个持续增长的状态中。公司的营收年均复合增长率是 20.78%。处于较好的水平,净利润的年均复合增长率达接近 25%,是一个很好的水平。

公司除去因 2012 年全球性家电行业不景气而营收和净利有所下降外, 其他年份的增长都超过 10%, 较为稳定。

公司的毛利率并不是很高,这与其厨房用品企业的性质有关,普通炊具的售价低,其利润也相对较低,但公司毛利在近几年有上升趋势,得益于其高端产品的开发和销售。公司的净利毛利比较高,中间费用较少。

总体而言,公司处于稳定增长的状态之中,且如火红点、球釜 IH 电饭煲等高端新产品的引入,有利于公司找到新的增长点。

四、盈利展望

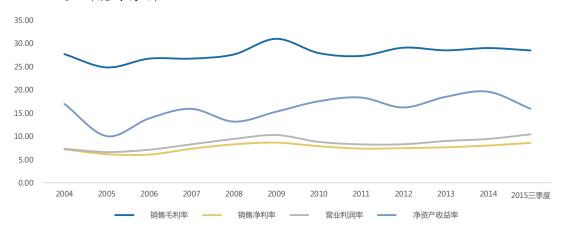
根据之前的分析以及对公司的产品比例, 增速的分析, 我们预测2015/2016/2017年的销售收入增速分别为16%/17%/17%, 相应的净利润和每股净利润的得出参考下表。

(百万 元)	2014.00	2015E	2016E	2017E
营业收入	9535.00	11060.60	12940.90	15140.86
预测收入 增速		16%	17%	17%
营业成本	6767.00	7849.72	9184.17	10745.48
毛利	2768.00	3210.88	3756.73	4395.37
营业税金 及附加	56.00	65.00	76.00	87.00
销售费用	1481.00	1714.39	1992.90	2301.41
%营业收入	0.16	0.16	0.15	0.15
管理费用	325.00	365.00	427.05	499.65
%营业收入	0.03	0.03	0.03	0.03
财务费用	-19.00	-3.00	-5.00	-7.00
一次产减值 损失	50.00	0.00	0.00	0.00
公允价值 变动收益	4.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	26.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	905.00	1069.49	1265.78	1514.32
%营业收入	0.10	0.10	0.10	0.10
三型外收 支	3.00	2.00	2.00	2.00
利润总额	908.00	1071.49	1267.78	1516.32
%营业收入	0.10	0.10	0.10	0.10
 所得税费 用	143.00	160.72	190.17	227.45
净利润	765.00	910.76	1077.61	1288.87
归属于母 公司的净 利润	689.90	819.69	969.85	1159.98
少数股东 损益	75.00	91.08	107.76	128.89
EPS	1.09	1.30	1.54	1.84

得到公司在 2015/2016/2017 年的 EPS 分别为 1. 3/1. 54/1. 84。

五、财务分析

1. 盈利能力分析



盈利能力	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 三季度
销售毛利率	27.72	24.87	26.76	26.76	27.66	31.02	27.96	27.34	29.11	28.54	29.03	28.52
销售净利率	7.22	6.20	6.11	7.34	8.27	8.63	7.88	7.37	7.47	7.65	8.02	8.58
营业利润率	7.35	6.66	7.16	8.33	9.49	10.33	8.86	8.32	8.34	9.04	9.49	10.48
净资产收益率	17.00	10.06	13.88	15.94	13.19	15.33	17.58	18.38	16.24	18.54	19.63	15.97

- a. 销售净利率: 长期维持在 7%左右, 近三年维持在 7.6%左右, 2015 年三季 度为 8.58%, 有所提升:
- b. 毛利率: 长期维持在 28%左右, 近三年维持在 29%左右, 2015 年三季度为 28.52%;
- c. 营业利润率:长期维持在8%左右,近三年维持在9%左右,2015年三季度为10.48%;
 - d. 净资产收益率: 稳步盘升, 趋近于 20%, 2015 年三季度为 15.97%;
- 小结,苏泊尔毛利率长期维持在30%左右,净利率长期维持在7%左右,符合公司技术及劳动密集型特色(毛利率较高、但又赶不上高科技产品);毛利率与净利率差异主要在于销售费用率维持在15%左右,主要是广告促销费用和运输费用,管理费用维持在3-4%,主要是薪酬、开发费用和折旧,销售费用明显高于管理费用,公司营销导向明细。

2. 偿债能力分析



偿债能力	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015三季 度
流动比率	1.56	1.51	1.39	2.91	3.80	2.69	2.37	2.44	2.36	2.23	2.26	2.41
速动比率	1.13	0.92	0.91	2.16	2.98	1.99	1.47	1.65	1.67	1.56	1.58	1.98
现金比率	0.86	0.52	0.55	1.68	2.26	1.34	0.97	1.05	1.13	1.08	0.87	0.91
资产负债率	45.62	40.07	45.87	23.61	18.42	26.91	30.37	29.55	31.56	34.94	35.50	33.52

- a. 流动比率: 逐步上升在 08 年达到峰值 3.8 后, 逐步回落, 最近三年维持在 2.3 左右水平, 2015 年三季度为 2.41;
 - b. 速动比率: 与流动比率变化基本一致, 2015年三季度为 1.98;
- c. 现金比率: 大致与流动比率、速动比率变化一致,但最近三年与二者走势相反,2015年三季度为0.91;
- d. 资产负债率: 从最初 45. 62 下降到 08 年时最低的 18. 42, 逐步上升, 最近几年维持在 35 左右, 2015 年三季度为 33. 52。
- 小结, 苏泊尔流动负债占比大, 但都是应付账预收款项、应付职工薪酬、应 交税费等无息负债, 而且其财务政策较为稳健, 偿债能力较强, 财务风险较小。

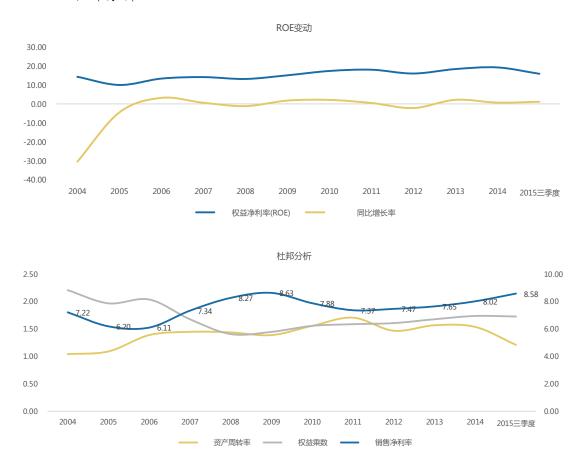
3. 营运能力分析



营运能力	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015三 季度
存货周转率	3.50	3.92	4.46	5.39	6.35	5.62	4.84	4.94	4.64	4.99	4.68	4.59
应收账款周转率	7.91	10.40	13.38	16.46	14.83	10.93	12.14	12.90	10.50	12.67	11.49	6.02
流动资产周转率	1.64	1.74	2.23	2.17	2.08	1.96	2.17	2.38	2.01	2.06	1.97	1.51
总资产周转率	1.04	1.09	1.39	1.45	1.44	1.39	1.56	1.71	1.47	1.57	1.54	1.21

- a. 应收账款周转率:07年到达峰值16.46后,逐步回落,最近三年维持在11 左右,2015年三季度为6.02;
- b. 存货周转率: 相对于应收账款周转率滞后,在 08 年到达峰值 6.35 后逐步回落,最近三年维持在 4.8 左右,2015 年三季度为 4.59;
- c. 流动资产周转率:长期较为稳定,基本维持在 2 左右,2015 年三季度为1.51;
- d. 总资产周转率:与流动资产周转率变动基本一致,2015年三季度为1.21。 小结,苏泊尔流动资产占比大、固定资产占比小,符合公司劳动力、技术密集型商业模式。流动资产主要由存货、应收票据、应收账款构成(预付账款占比小)。应收账款和应收票据自2010年逐渐增加,但其增速快于收入增速,应收账款周期上升,表明公司为了鼓励营销,采取了激进的应收账款政策,营运能力有所下降。

4. 杜邦分析



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015三季 度
权益净利率	14.43	10.08	13.47	14.26	13.27	15.22	17.52	18.19	16.17	18.53	19.41	16.03
同比增长率	-30.51	-4.34	3.39	0.79	-0.99	1.94	2.31	0.67	-2.02	2.36	0.88	1.34
销售净利率	7.22	6.20	6.11	7.34	8.27	8.63	7.88	7.37	7.47	7.65	8.02	8.58
资产周转率	1.04	1.09	1.39	1.45	1.44	1.39	1.56	1.71	1.47	1.57	1.54	1.21
权益乘数	2.21	1.97	2.04	1.68	1.41	1.45	1.56	1.59	1.61	1.68	1.74	1.73

- a. ROE: 04年上市后, ROE 先下跌, 企稳后盘升, 逐步趋近于 20%, 2015年 三季度为 16.03%:
- b. 销售净利率: 09 年达到峰值后回落, 近四年稳步回升, 2015 年三季度为8.58%:
 - c. 资产周转率: 最近 3 年维持在 1.5 左右, 2015 年三季度为 1.21;
 - d. 权益乘数:从 08年起逐步提升,2015年三季度为1.73。

小结,苏泊尔的 ROE 逐步向着 20%趋近,表明其对股东的回报率越来越高。将 ROE 分拆后发现,其权益乘数上升、销售净利率上升、资产周转率相对稳定。表明苏泊尔是一家稳定增长型公司,盈利能力有所提升,营运能力较强,财务政策相对稳健,权益回报率稳步提升,是比较优质的企业。

六、估值预测

分析苏泊 EPS 与 PE 变动走势可以发现,在 05 年到 07 年 A 股大牛市,也是国家大力发展城镇化的时候,苏泊尔享受了 EPS 与 PE 齐飞的戴维斯双击,市场对其估值的增速超过了其 EPS 的增速到达了接近 80 的峰值,随着 08 年金融危机,苏泊尔 EPS 下降的同时,市场对其估值也迅速回复然后长期回落,表明市场并不看好其成长性。最近三年,苏泊尔 PE 维持在 16 左右,其股价上涨的动力主要来源于 EPS 的稳步增长。

由前面分析,公司在 2015/2016/2017 年的 EPS 分别为 1.3/1.54/1.84,若 按其历史趋势得到的 PE 值,其在 2015/2016/2017 年的价格分别为 20.8 元/24.64 元/29.44 元。

若按照其目前的 PE 值, 也是比较合理的 PE 值 20 倍 PE 来看, 其在 2015/2016/2017 年的价格分别为 26 元/30.8 元/36.8 元。

	2015E	2016E	2017E
EPS	1.3	1.54	1.84
历史PE	16	16	16
历史PE估值	20.8	24.64	29.44
20倍PE	20	20	20
20倍PE估值	26	30.8	36.8

总结,鉴于目前整个股市 PE 较高,在这种大背景下,苏泊尔是一家稳定增长型公司,我们予以推荐。