

公司研究/调研报告

2017年05月03日

家用电器/小家电 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 15.29  
合理价格区间(元): 18.40-19.32

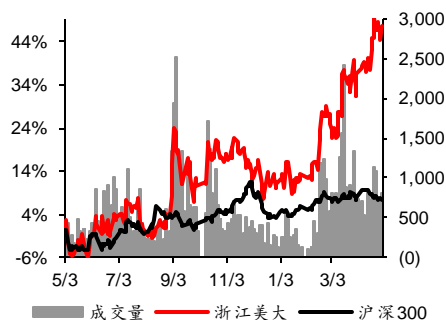
**张立聪** 执业证书编号: S0570514040003  
研究员 0755-82776409  
zhanglicong@htsc.com

**王鹤岱** 0755-82776413  
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1《浙江美大(002677,增持):集成灶龙头增长再加速》2017.04
- 2《浙江美大(002677,增持):集成灶龙头迎来快速成长》2017.03
- 3《浙江美大(002677):业绩增速逐季向上,盈利能力显著提升》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

# 量价齐升, 全年 40+% 高增长在望

## 浙江美大(002677)

### 产品放量超越行业

近日, 我们调研了浙江美大, 与公司领导进行了深入交流。自 4 月 1 日起, 产品价格整体提升 5%-6%, 盈利能力有望提升。随着产品销售逐季增加, 我们认为公司业绩将大概率延续 40% 以上高速增长。

### 厨电行业远未至天花板

从存量规模看, 厨电品类整体普及率仍处于较低水平。以抽油烟机为例, 根据国家统计局数据, 2015 年城镇家庭与农村家庭每百户保有量分别为 69.2 台、15.3 台, 与电冰箱相比仍存在较大差距(城镇与农村家庭每百户保有量分别为 94.0 台、82.6 台)。随着农村人口向城市迁移, 厨电需求逐步释放, 产品销量将呈现长期增长态势。

### 步入快速成长期, 美大增速超越行业

由于产业集群的形成与领军企业的持续推广, 集成灶消费者认知度提升, 行业步入成长期, 产品快速放量。作为集成灶龙头, 浙江美大 2017Q1 收入 YoY+52%, 远高于厨电平均水平。根据测算, 2016 年集成灶行业整体销量不超过 100 万台, 与烟机、灶具 2000-3000 万台的销量相比, 份额不足 5%, 未来仍有较大提升空间。同时, 美大收入主要来自于三四线市场, 地产调控主要针对一二线市场, 美大产品销售受地产影响较小, 未来表现有望持续超越行业。

### 拓展产品品类, 完善收入结构

美大渠道优势在建材市场等非 KA 渠道, 为产品线向整体橱柜、集成水槽等其它品类拓展提供了基础。公司在集成灶销售的基础上, 致力于为消费者提供整体厨房解决方案。产品品类的拓展不仅为消费者厨房装修配套购买提供了便利, 同时能够完善收入结构。2017 年集成灶以外产品收入占比有望提升至 15%-20%, 成为公司新的增长点。

### 延续 40% 业绩增速, 维持“增持”评级

集成灶行业已进入快速发展阶段, 美大规模、品牌与渠道均处于领先水平, 先发优势明显, 2017Q1 业绩 YoY+44%。一方面, 美大产品价格整体提升 5%-6%, 盈利能力有望提升。另一方面, 下半年通常为销售旺季, 出货量呈逐季增加态势。因此, 公司业绩将延续 40% 以上高速增长, 预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.46/0.65/0.90 元。考虑到公司产品为新品类, 有望进入快速成长期, 未来空间广阔, 给予公司 2017 年 40-42 倍 PE, 对应合理价格区间 18.40-19.32 元。维持“增持”评级。

风险提示: 集成灶市场认可度不达预期, 原材料价格上涨。

公司基本资料

总股本(百万股)	645.87
流通 A 股(百万股)	280.00
52 周内股价区间(元)	10.42-17.75
总市值(百万元)	9,875
总资产(百万元)	1,486
每股净资产(元)	1.86

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	517.88	665.68	937.62	1,300	1,767
+/-%	10.28	28.54	40.85	38.69	35.87
归属母公司净利润(百万元)	155.64	202.66	294.02	418.08	579.70
+/-%	13.00	30.21	45.08	42.20	38.66
EPS(元, 最新摊薄)	0.24	0.31	0.46	0.65	0.90
PE(倍)	56.02	43.03	29.66	20.86	15.04

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 行业

Q: 公司的护城河在哪里? 如何在竞争中立于不败之地?

- 美大在行业中是研发和创新能力最强的, 持续投入技术研发, 推动技术升级。比如研发的涡轮燃烧技术, 热使用效率提高到 70% 以上, 为国内最高水平。
- 公司正在加大品牌宣传与销售渠道拓展的力度。目前渠道以建材市场专卖店为主, 逐步向 KA 卖场特别是一二线城市进行拓展。由于原来体量较小, 所以知名度也比较小, 进入一二线城市和 KA 卖场的条件有距离, 但现在具备了, 拓展的空间也很大。其它的集成灶的一些企业, 尚未具备进入 KA 卖场的条件。
- 精装修渠道方面, 集成灶行业从事过精装工程的也有美大一家。

Q: 集成灶行业的整体销量是多少?

- 集成灶行业尚无比较权威的统计数据, 通过对几个主要品牌的销量进行加总推算, 2016 年估计在 100 万台左右。
- 第二大厂商的销量 10 万台左右, 约为美大的 50%。

Q: 美大的产品定价上与第二、第三大厂商相比是否有差别?

- 嵊州企业产品市场价格与出厂价格都比美大要低 10% 左右。

Q: 公司的净利率 30% 的左右, 远高于家电其它品类, 如果老板等家电巨头进入集成灶行业, 是否对公司构成竞争压力? 是否会通过降价来保持或提升份额?

- 随着行业的扩大, 家电巨头很有可能进入集成灶行业, 因此通过降低利润率水平来扩大或保持规模的策略正在规划中。
- 美大更倾向于主动调整净利率, 比如推出副品牌定位中低端。由于公司的忽视, 中低端市场被行业二线品牌抓住, 抢夺了一部分市场, 未来不排除并购将有渠道、有品牌、有团队的公司纳入到公司旗下。

## 收入

Q: 公司 2017H1 业绩指引是增长 30%-55%, 但去年上半年基数低, 所以下半年是不是面临比较大的压力完成全年 50% 的增长目标?

- 一季度 30-70% 的业绩指引区间比较大, 经过内部讨论把区间放窄到了 30-55%。
- 公司对于下半年更有信心, 从历年的数据来看, 产品放量都是在下半年。

Q: 美大过往增速时快时慢不稳定, 但 2016 年集成灶行业整体增速都很快, 是发生了哪些变化?

- 集成灶属于厨电, 过往几年整个厨电行业都不错, 集成灶属于新品类, 所以增速快于厨电。
- 集成灶已经推广 10 多年, 与传统的烟灶消跨度很大, 所以消费者接受有一个过程。通过多年的积累, 集成灶行业认知度不断提升, 同时, 国内做集成灶行业的企业也在增加, 更多地进行广告宣传与品牌投入, 更多消费者认识集成灶, 行业迎来转折点。
- 集成灶仍然保持高速增长态势, 在厨电的份额也会不断提升, 美大作为龙头, 对未来的发展充满信心。

## 产品

Q: 为什么集成灶产品更适合中国厨房?

- 中国饮食习惯口味比国外重, 油烟更大, 集成灶吸风口与灶具距离更近, 不需要很大的功率就能把油烟吸干净。吸油烟不在功率的大小, 大吸力不一定能完全吸干净。
- 集成灶集燃气灶、消毒柜、消毒柜为一体, 整体厨房更加美观。

Q: 作为传统油烟机的替代品, 集成灶的优势是什么?

- 集成灶最大的优势体现在吸油烟效果, 能把油烟排的更干净。
- 功率小风量小, 噪音也就更低。
- 产品集成化设计, 安装集成灶之后, 节省了一米台面、一米地柜的投入, 更具性价比。

- Q: 传统油烟机也有一些, 吸油烟效果如何?
- 侧吸式油烟机的目的跟集成灶一样, 都是为了缩短跟灶具之间的距离, 但是跟集成灶相比, 吸油烟效果还存在比较大的差距。
- Q: 如何看待集成灶爆炸问题?
- 灶具发生爆炸一般不是灶的原因, 而是使用问题。经常看到的一些爆炸报道, 大多是由于煤气管漏气造成爆炸。
- Q: 一季度毛利率有提升, 是否有提价?
- 一季度老机型没有提价, 出了几款新品, 附加了新功能, 产品价格相对老产品有提升。
  - 从4月1号开始, 对所有产品的价格做了调整, 但是调整范围不是很大, 提价5-6%。
- Q: 美大宣传的重点, 是节能还是健康? 未来的产品定位?
- 产品8000-10000度多元, 定位中高端, 跟一线的烟灶消定位差不多, 针对的也是中高端的消费人群。集成灶产品目前在大的城市影响力比较小, 公司也在考虑先打大城市还是先打小城市。小城市打起来比较方便, 见效比较快。
  - 如果想要做大做强, 必须把握住一二线的中高端消费人群, 接下来公司也有规划加大一二线城市的推广力度, 如果进展顺利, 销量也会有大的提升。
- Q: 公司是否有规划产品品类的拓展?
- 公司对外投资主要聚焦在厨房相关领域, 从2016年下半年开始, 公司已经不再关注跨度较大的标的。美大的经营理念是做整体厨房, 橱柜看过博洛尼, 吊顶也是可以拓展的市场空间比较大的品类。
  - 美大目前的产品, 除了集成灶之外, 还有整体橱柜、集成水槽、净水器、蒸烤箱、洗碗机。通过产品品类的拓展, 2017年底非集成灶品类收入占比能达到15%-20%, 以后会继续提升, 销售结构更加合理。

## 渠道

- Q: 如何看待精装修房的趋势?
- 精装修房是个趋势, 美大工程销售起步很早。第一个工程楼盘在浦东滨江公寓, 后来扩展到广州、深圳、海南。
  - 目前还没有跟前几个大的地产商建立战略合作, 这也是未来公司发展的一个方向。几个大的地产商以前没有见过集成灶, 会有一些疑虑, 随着市场认知度的提升, 这个市场也会越来越大。
- Q: 线上与线下渠道是否存在冲突?
- 电商渠道由公司层面进行搭建, 具体实施由线上线下进行合作, 安装和售后由公司来指引、经销商来操作, 扣除一定费用后, 线上渠道的收益会返还给经销商。
- Q: 网络销售占整体销售的比例?
- 2016年占比4%左右, 这几年增速比较快, 每年翻一番。
  - 集成灶由于是新产品, 所以需要见到实物才会购买, 网上销售可能还不存在大幅提升的基础。
- Q: 经销商的拓展计划?
- 新增加经销商数量20-30%, 新招经销商当年度产出比较少。
  - 老经销商要求增加门店, 终端覆盖门店数量增加10%+, 对应300-400家新增门店。
- Q: 经销商一年一签, 如果维护核心经销商?
- 虽然合同从形式上是一年一签, 但只要不违反公司规定, 或者进货指标完成差太多, 绝大部分经销商会续签。

- 集成灶的经销商，利润空间非常可观，90%以上的经销商都能盈利。
- Q: 给经销商的奖励政策是怎样的？出货端到零售端加价多少？
- 奖励政策与销售业绩挂钩，规模越大返点越多。
  - 经销商的毛利率很高，毛利占零售额50%以上。
- Q: 目前销售政策是先款后货，随着渠道拓展与经销商数量的增加，销售政策是否会进行调整？
- 如果没有一定的资金实力，无法进入公司的经销商体系。从2012年上市以来，对热门地区、具有一定实力以及诚信度比较高的经销商，会给一定额度的周转。
- Q: 应付账款，付款账期是多久？对上游的资金占用能力如何？
- 每个月付一次款，主要分为承兑汇票和现金两部分。
- Q: 有没有在一线城市布局经销商？
- 就单个城市来说，一线城市单个体量大，但三四线整体的量比一线城市要多，从市场容量的概念来说，占有率比较低。
- Q: 上海经销商的销量情况是怎样的？
- 美大在上海有8家经销商。与传统厨电相比，KA渠道相对薄弱，美大的渠道主要是在家居建材类卖场。

## 品牌

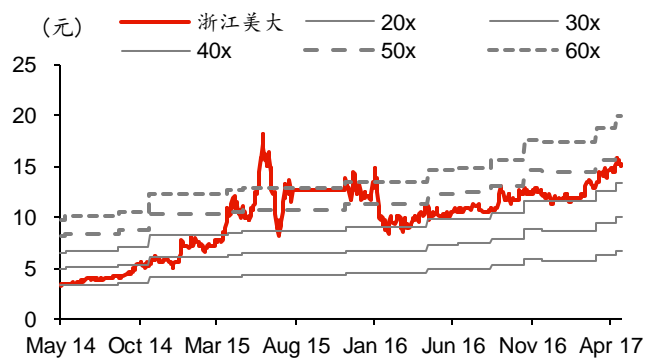
- Q: 公司在集成灶市场推广方面的规划？
- 一方面是要做一些广告宣传，另一方面也要有一些落地的措施。特别是像集成灶属于耐用消费品，货值比较高，不会仅凭广告就会购买，需要到实体店和线下去体验公司产品，体验式营销也很重要。早起，美大就是通过体验营销进行突破的。
  - 耐消品的推广需要持续性，而不像快消品要进行大量集中性的广告宣传，销量在短时间内会有爆炸性的增长。
  - 行业的其它公司进行品牌投入，如帅丰、亿田、火星人，有些也在筹划上市，已经完成股改，对行业进行了很好的推广和宣传。今年美大Q2-Q3在广告投放上，会进行立体式地广告投放，另一方面也会加大对终端经销商的支持（力度很大）。
- Q: 开放式厨房，厨房和餐厅在一起，是比较强的应用场景，上排油烟机会有油烟的溢出，年轻消费者也会去搜索网上的评价，未来公司是否会加大互联网宣传的力度？
- 互联网推广的成本和性价比不一定低，美大前几年和新浪、搜狐都有合作，收的费用也比较高。
  - 行业还需要一些自律，燃气具行业有些同行企业对经销商和市场人员的管控力度还不够。集成灶行业整体的量还很小，如果互相进行攻击的话，不利于行业联合对传统烟机和灶具进行替代。
- Q: 今年广告计划的投入如何规划？
- 目前实际的广告投入并不大，但实际产生的销售费用并不低。主要是因为给经销商的政策里面，有一定的优惠折扣，用于做广告和宣传。
- Q: 2017年广告的增速是多少？
- 主要分两大部分支出。一部分是公司总部操作的，在以央视为主的全国性媒体上进行广告投放，重点在下半年，力度会比较大。另一个是地方经销商的宣传，如果没有落地的措施，效果可能不好，包括在商场、地方电视台进行广告投放，形成央视和地方的配合，对经销商补贴制，经销商出一半、美大补贴一半。
  - 网络媒体影响不断扩大，所以在网络媒体上会继续加大投放力度。

Q: 对经销商推广支持的具体形式?

- 一部分以网络宣传费用的发票形式, 另一部分直接通过返点(返点多一些的话, 体现在销售费用上的就会少一些)。

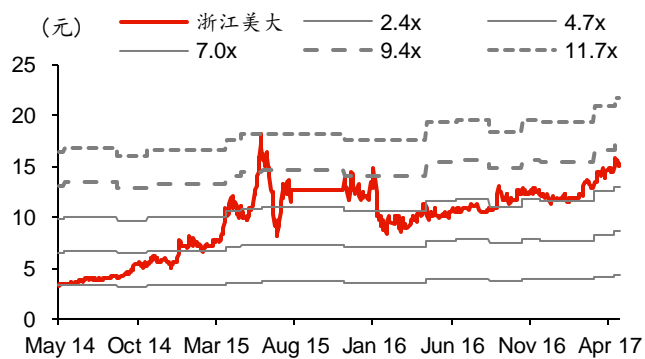
**PE/PB - Bands**

图表1: 浙江美大历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 浙江美大历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	793.73	982.41	1,372	1,782	2,326
现金	371.82	370.08	831.21	1,189	1,683
应收账款	4.79	7.95	10.60	14.55	20.05
其他应收账款	1.74	1.33	2.12	3.06	3.98
预付账款	3.90	4.26	6.19	8.47	11.52
存货	40.68	48.29	66.81	93.70	126.39
其他流动资产	370.80	550.50	455.30	473.53	481.02
非流动资产	418.16	415.22	373.91	332.96	291.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	351.46	351.42	317.30	282.69	247.82
无形资产	62.48	60.64	57.22	53.64	49.99
其他非流动资产	4.21	3.16	(0.62)	(3.37)	(5.85)
资产总计	1,212	1,398	1,746	2,115	2,618
流动负债	165.29	243.62	262.59	343.35	440.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	57.14	61.26	88.92	123.87	166.27
其他流动负债	108.15	182.36	173.67	219.48	274.09
非流动负债	3.13	2.95	3.13	3.07	3.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.13	2.95	3.13	3.07	3.05
负债合计	168.42	246.58	265.72	346.42	443.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.00	645.87	645.87	645.87	645.87
资本公积	272.37	66.77	66.77	66.77	66.77
留存公积	371.10	473.76	767.78	1,056	1,462
归属母公司股	1,043	1,151	1,480	1,769	2,175
负债和股东权益	1,212	1,398	1,746	2,115	2,618

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	155.48	266.51	379.05	422.78	585.98
净利润	155.64	202.66	294.02	418.08	579.70
折旧摊销	25.53	33.62	38.38	38.54	38.58
财务费用	(2.59)	(2.32)	(24.87)	(41.82)	(59.45)
投资损失	(26.15)	(17.30)	(21.84)	(22.73)	(22.46)
营运资金变动	0.55	38.50	92.46	30.37	49.09
其他经营现金	2.49	11.34	0.90	0.34	0.52
投资活动现金	(46.59)	(207.33)	21.86	22.83	22.62
资本支出	39.16	46.06	0.00	0.00	0.00
长期投资	35.00	180.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	27.57	18.73	21.86	22.83	22.62
筹资活动现金	(111.00)	(53.65)	60.22	(87.87)	(114.33)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	200.00	245.87	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(200.00)	(205.60)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(111.00)	(93.93)	60.22	(87.87)	(114.33)
现金净增加额	(2.12)	5.52	461.13	357.75	494.27

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	517.88	665.68	937.62	1,300	1,767
营业成本	244.25	300.72	419.04	581.54	787.30
营业税金及附加	4.58	8.66	10.89	15.71	21.07
营业费用	62.63	55.48	107.83	137.84	176.67
管理费用	62.78	79.55	106.89	144.34	189.04
财务费用	(2.59)	(2.32)	(24.87)	(41.82)	(59.45)
资产减值损失	0.10	0.33	0.25	0.28	0.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.15	17.30	21.84	22.73	22.46
营业利润	172.28	240.55	339.42	485.19	674.30
营业外收入	10.94	2.21	7.47	7.08	6.86
营业外支出	2.05	5.65	3.48	3.67	3.80
利润总额	181.17	237.11	343.42	488.61	677.36
所得税	25.53	34.45	49.40	70.52	97.66
净利润	155.64	202.66	294.02	418.08	579.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	155.64	202.66	294.02	418.08	579.70
EBITDA	195.22	271.86	352.94	481.92	653.42
EPS(元)	0.39	0.31	0.46	0.65	0.90

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.28	28.54	40.85	38.69	35.87
营业利润	14.54	39.63	41.10	42.95	38.97
归属母公司净利润	13.00	30.21	45.08	42.20	38.66
获利能力(%)					
毛利率	52.84	54.82	55.31	55.28	55.44
净利率	30.05	30.44	31.36	32.15	32.81
ROE	14.92	17.61	19.86	23.64	26.66
ROIC	21.60	26.02	41.47	65.69	108.09
偿债能力					
资产负债率(%)	13.90	17.64	15.22	16.38	16.94
净负债比率(%)	0	0	0	0	0
流动比率	4.80	4.03	5.23	5.19	5.28
速动比率	4.56	3.83	4.97	4.92	5.00
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.51	0.60	0.67	0.75
应收账款周转率	86.79	96.02	93.28	95.50	94.24
应付账款周转率	4.90	5.08	5.58	5.47	5.43
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.31	0.46	0.65	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.41	0.59	0.65	0.91
每股净资产(最新摊薄)	1.62	1.78	2.29	2.74	3.37
估值比率					
PE(倍)	56.02	43.03	29.66	20.86	15.04
PB(倍)	8.36	7.58	5.89	4.93	4.01
EV_EBITDA(倍)	42.77	30.71	23.66	17.33	12.78

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com