

公司研究/调研报告

2017年05月18日

家用电器/小家电 II

投资评级：买入（调高评级）

当前价格(元): 14.77
合理价格区间(元): 19.32-20.7

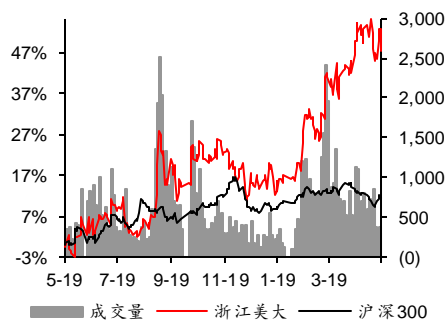
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

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

相关研究

- 1《浙江美大(002677,增持):量价齐升,全年40+%高增长在望》2017.05
- 2《浙江美大(002677,增持):集成灶龙头增长再加速》2017.04
- 3《浙江美大(002677,增持):集成灶龙头迎来快速成长》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

受益行业起飞, 业绩高增长有望“耐久跑”

浙江美大(002677)

行业龙头优势显著, 业绩高增长有望延续

近日, 我们调研了浙江美大, 与公司领导进行了深入交流。2017年, 美大计划在1200家经销商基础上新增约200家, 并加大宣传力度, 拓展经营品类。公司受益三四线地产, 预计业绩高速增长将会延续, 上调评级至“买入”。

集成灶行业白马, 业绩成长空间广

集成灶是集油烟机、消毒柜和橱柜三位一体的产品, 相比于抽油烟机, 集成灶具有吸油烟率高、节能、性价比高的优势。美大集成灶与传统燃气灶相比, 设计更加美观, 其环吸式集成灶的吸油烟率高达99.6%。集成灶在传统厨具行业的渗透率仅为3%—5%, 产品位于导入期, 未来发展空间较大。浙江美大作为国内领先的集成灶生产商, 市场占有率约为30%, 产品销量多年来位于行业第一。我们预计, 美大将受益于行业起飞, 未来业绩增长速度有望加快。

扩展主营产品, 优化经营结构

除了主打产品集成灶, 美大也推出烤箱、蒸箱、集成水槽、洗碗机、橱柜等新产品。2017年, 公司有望将新产品的收入比重提升到20%, 未来打算提升到50%左右。同时, 美大将改变对经销商的考核方式, 对其所有品类的产品销量均有考核, 促进美大新式产品的市场推广。

品牌和渠道建设领先, 马太效应有望显现

公司已和央视等众多媒体合作, 不断加大广告宣传力度, 未来将针对目标消费群体, 推出更加精确化的定位广告。在渠道方面, 美大在全国的经销商数量有1200家左右, 每个经销商约有1—3个门店。公司今年会新增经销商数量约200家。我们预计, 随着美大品牌和渠道建设力的加强, 其领先优势显著, 马太效应逐步显现。

业绩高增长有望延续, 上调至“买入”评级

浙江美大作为集成灶行业的龙头, 其业绩有望随集成灶普及率的提升、自身品牌和渠道建设力的加强而保持较高增速, 加之公司积极拓展主营产品种类, 优化主营结构, 我们预计美大业绩高增长有望延续。预计公司2017-2019年EPS为0.46/0.65/0.90元。推算4月三四线城市新房销售面积YoY+35%, 增速继续超预期(详见华泰家电报告《三四线销售韧性犹存, 利好家电》)。三四线城市是美大的主要销售区域。考虑到三四线地产的景气将滞后提振浙江美大的销售需求, 我们给予公司2017年42-45倍PE, 对应合理价格区间19.32-20.70元, 上调评级至“买入”。

风险提示: 集成灶市场认可度不达预期, 新式产品市场推广经验不足。

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)	9,540
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	294.49	417.06	580.01
+/-%	13.00	30.21	45.32	41.62	39.07
EPS(元, 最新摊薄)	0.24	0.31	0.46	0.65	0.90
PE(倍)	61.29	47.07	32.39	22.87	16.45

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司简介

行业

- 集成灶是集油烟机、消毒柜和橱柜三位一体的产品，相比于传统抽油烟机，优势主要体现在3个方面：1.集成灶更加环保，比分体式油烟机吸油烟率高。分体式油烟机的吸油烟率大概为60%，而集成灶的吸油烟率达到90%。美大环吸式集成灶的吸油烟率则达到了99.6%；2.集成灶的设计更加科学，做饭时所用天然气更少，节能效果显著；3.集成灶合理利用了厨房资源，省掉了橱柜的花费，性价比高。
- 集成灶在传统厨具行业的渗透率为3%—5%，属于初步发展阶段，未来空间较大。近年来，集成灶认可度有所提升，美大受益于行业起飞，业绩增长速度加快。

产品

- 公司除了主打产品集成灶，还有烤箱、蒸箱、集成水槽、洗碗机、橱柜等产品。2017年，公司有望将新产品的收入比重提升到20%，未来打算提升到50%左右。公司改变了对经销商的考核方式：对经销商所有产品的销量均有考核，不仅看重集成灶销售量，还要注重整体表现。

渠道

- 美大在全国的经销商目前有1200家左右，每个经销商大概有1—3个门店。今年会增加经销商数量，新增大概200家。
- 公司在工程渠道和电商渠道的销售比重不大。电商的主要作用是推广美大品牌，并对线下经销商的售价进行约束。电商目前难以做大，主要是因为集成灶本身的产品特性：集成灶需要经销商实地上门服务，消费者不能在网上购买后直接使用。在工程项目方面，公司目前主要跟小型房地产商合作，未来会加强与中大型房地产商合作。

Q&A

行业

Q: 整个行业中，集成灶产品单价比较高，以后行业中会不会出现“价格杀手”，使得集成灶单价显著下降，加剧行业竞争？

- 行业中走低成本、低定价路线的企业数量不多了，在过去几年中，已出现行业洗牌。
- 一直有人在模仿美大的集成灶，价格走低位路线。但是这种企业是存活不长的，他们的抗风险能力差，经不起行业波动。
- 火星人和亿田集成灶的费用率和毛利率都很高，他们也是参照美大来定价的，而我们参照老板和方太的经营方式来定价的。我们是集成灶行业的领航者，定位于中高端市场。定位于中低端产品的企业往往是存活不长久的。另一方面，老板和方太是行业中的标杆，建立了行业秩序，他们在充分竞争的行业，仍然能够保持50%以上的毛利率。而集成灶行业未达到充分竞争，所以高毛利率水平还是正常的。但毛利过高也不好，因为集成灶的渗透率不高，属于可选消费品，过高的毛利不利于集成灶的产品销售。在未来，当消费者更加认同集成灶后，普及率提高，我们会考虑提价。在中短期，公司会保持这个毛利率水平和产品价位。

Q: 老板和方太等知名品牌对集成灶的布局是怎样的?

- 方太并没有布局集成灶产品,但是老板开始入手布局集成灶了。老板已经意识到集成灶行业是一个值得关注的行业。目前行业中,海尔等企业也在布局集成灶。老板电器的品牌名气大,实力强劲,进入集成灶行业的门槛比较低,但是集成灶会对其原主营产品产生冲击,所以老板电器会慎重进入。
- 目前先不考虑国外品牌的影响,我们认为中国的厂商更加了解中国消费者的烹饪需求,因此中国厨电企业做炉灶、油烟机等产品也更加专业。我们预计,当集成灶的行业渗透率达到15%左右时,一些知名品牌会进入这个市场,会对我们的产品销售和行业地位产生冲击。但这也预示了机遇,未来行业局面会打开,机会更多,集成灶的市场规模会有一个较大的提升。
- 知名品牌进入后,往往不会打低价策略。如果老板和方太冲进来,我们也许会失去龙头老大的地位,但是还是处于第一阵营团队。

Q: 美大之后,还有哪些做集成灶的公司成长较快?

- 亿田和火星人的成长速度较快,帅丰的成长速度也不错。

产品

Q: 公司侧吸式集成灶的销售情况如何?

- 2016年,公司生产了约20万套集成灶,侧吸式占到70%。侧吸式集成灶更加贴近于消费者的消费习惯,更像原来的传统炉灶。但是环吸式集成灶的吸油烟率更高。

Q: 公司在初期为什么想做集成灶产品?

- 公司之前的业务涉及电镀行业、半导体、太阳能。我们做集成灶不是“蓄谋已久”的事情,更多的是一种尝试。很多企业在发展初期并没有保持要上市的心态,只是尝试一下。
- 我们希望美大成为集成灶品类的“老板和方太”,成长为一家标杆性企业,维护行业秩序。

Q: 公司怎么看待集成灶的爆炸问题?

- 我们无从反驳这件事情,但是很多发生爆炸的产品往往是小品牌产品。
- 之前曾有做橱柜的企业黑我们的产品。
- 我们更关注的是爆炸原因,是消费者的使用习惯问题还是产品质量问题,需要搞清楚。
- 我们的产品没有发生过爆炸投诉,质量安全系数还是很高的。在这个行业中,竞争还是比较激烈的,大家互相黑是很常见的事情,但这并不能反映我们的产品质量差。

财务

Q: 美大对集成灶的销售费用投入较低,原因是什么?作为新式产品,是不是较高的销售投入比较好?

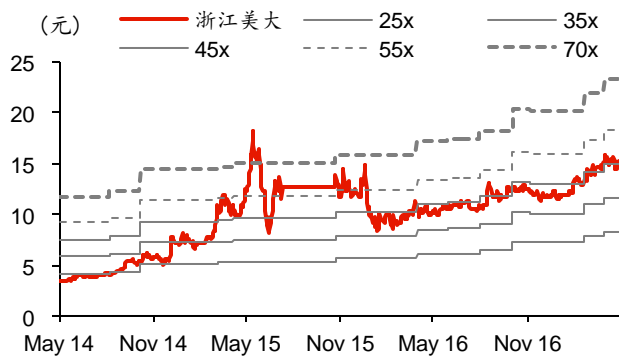
- 每一家的风格不同,导致销售费用的投入不同。我们不能像第二阵营的企业一样,去烧钱投入。公司的近年来的销售份额维持在30%左右,很稳定,在未来可能会有所提高。

Q: 公司自 2012 年以来, 销售费用率呈现下降趋势, 在 2016 年年报中, 公司也提出适量控制广告费, 那未来的销售费用率是否还会继续下降? 还是说, 公司未来在布局一二线市场时, 会加大广告投入, 费用率会有所升高?

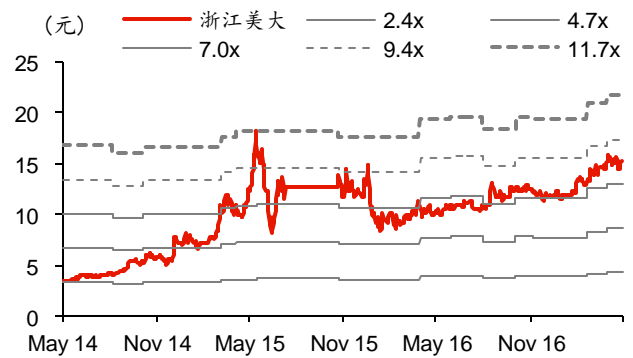
- 在过往经营中, 我们的销售收入增长比较快, 导致费用率下降。
- 目前, 我们在和央视等众多媒体合作, 一直在做广告宣传, 力度很大, 未来也会更加精确化地定向打出广告, 增加品牌知名度。
- 公司在 2017 年会继续加大广告投入, 提升销售费用支出。
- 但考虑到未来的收入增速, 销售费用率可能还是维持在低位。

PE/PB - Bands

图表 1: 浙江美大历史 PE-Bands



图表 2: 浙江美大历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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	1,172	1,484	1,873
现金	371.82	370.08	631.46	890.99	1,230
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	1,546	1,817	2,165
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	568.03	758.21	1,009
归属母公司股	1,043	1,151	1,281	1,471	1,722
负债和股东权益	1,212	1,398	1,546	1,817	2,165

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	383.66	432.06	601.83
净利润	155.64	202.66	294.49	417.06	580.01
折旧摊销	25.53	33.62	38.38	38.54	38.58
财务费用	(2.59)	(2.32)	(20.73)	(31.51)	(43.91)
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)	(144.14)	(195.36)	(285.11)
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)	(144.14)	(195.36)	(285.11)
现金净增加额	(2.12)	5.52	261.39	259.53	339.34

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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	103.14	130.04	167.84
管理费用	62.78	79.55	106.89	143.04	181.97
财务费用	(2.59)	(2.32)	(20.73)	(31.51)	(43.91)
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	339.98	483.99	674.66
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	343.97	487.41	677.72
所得税	25.53	34.45	49.48	70.35	97.71
净利润	155.64	202.66	294.49	417.06	580.01
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	294.49	417.06	580.01
EBITDA	195.22	271.86	357.62	491.02	669.32
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	41.33	42.36	39.39
归属母公司净利润	13.00	30.21	45.32	41.62	39.07
获利能力(%)					
毛利率	52.84	54.82	55.31	55.28	55.44
净利率	30.05	30.44	31.41	32.07	32.83
ROE	14.92	17.61	23.00	28.35	33.69
ROIC	21.60	26.02	42.09	67.04	110.89
偿债能力					
资产负债率(%)	13.90	17.64	17.18	19.06	20.48
净负债比率(%)	0	0	0	0	0
流动比率	4.80	4.03	4.47	4.32	4.25
速动比率	4.56	3.83	4.21	4.05	3.97
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.51	0.64	0.77	0.89
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	0.67	0.93
每股净资产(最新摊薄)	1.62	1.78	1.98	2.28	2.67
估值比率					
PE(倍)	61.29	47.07	32.39	22.87	16.45
PB(倍)	9.14	8.29	7.45	6.49	5.54
EV_EBITDA(倍)	46.97	33.73	25.64	18.67	13.70

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