

2023年04月21日

# 承压下滑，期待恢复

## 浙江美大(002677)

### 事件概述

公司发布 2022 年年报：22 年收入 18.34 亿元 (YOY-15.24%)，归母净利润 4.52 亿元 (YOY-31.97%)，扣非归母净利润 4.21 亿元 (YOY-33.65%)。对应 Q4 收入 4.36 亿元 (YOY-30.74%)，归母净利润 0.79 亿元 (YOY-62.83%)，扣非归母净利润 0.57 亿元 (YOY-71.06%)。

23Q1 季报：23 年 Q1 收入 3.39 亿元 (YOY-18.05%)，归母净利润 1.01 亿元 (YOY-17.20%)，扣非归母净利润 1.00 亿元 (YOY-17.34%)。

### 分析判断

**收入端：22 全年承压，Q4 降幅走阔。**22 年在地产下滑、疫情多重因素影响下，集成灶行业承压明显，公司收入端亦有受损。分品类看，22 年全年集成灶/橱柜/其他品类实现收入同比分别-16.68%/-19.18%/+7.34%。渠道方面持续拓展，22 年公司线下一级经销商增加至 1990 多家，营销终端 4500 多个，远超行业竞争对手。

**23Q1 受地产滞后影响收入仍下滑，但较 Q4 降幅收窄。**当前地产竣工数据有所回暖，预计下半年有望传导至后周期板块，期待行业需求转暖，公司收入恢复。

**业绩端：高位原材料、产品结构变化等因素影响下 22 年毛利率下滑明显，23Q1 环比恢复。**22 年公司整体毛利率 44.11%，同比下降 7.58pct，其中 Q4 为 42.48%，同比下降 8.31pct。我们判断系 1) 所用原材料为高位库存，22 年以来原材料价格下探，传导至报表端预计 23H1 毛利率有所恢复 (23Q1 为 46.95%)。2) 行业竞争加剧，公司产品结构有调整，中低端机型出货占比增加。

费用率方面，22 年费用投放较为谨慎，销售/研发/财务费用率基本持平，管理费用率增加 1.05pct，主要系马桥人才公寓转固定资产后折旧增加。23Q1 公司控费保证盈利水平，销售费用率同比下滑 5.15pct，综合影响下净利率水平 29.72%，同比 +0.31pct。

### 投资建议

22 年地产下滑、疫情等多重因素影响集成灶需求，板块公司业绩多承压。当前地产数据有所好转，厨电需求有望触底回升。公司深耕集成灶行业多年，线下渠道经销商实力强，换届有望为公司注入新鲜血液，期待 23 年公司业绩逐步恢复。

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	11.52
股票代码：	002677
52 周最高价/最低价：	14.99/9.9
总市值(亿)	74.43
自由流通市值(亿)	49.59
自由流通股数(百万)	430.49



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

联系人：李琳

邮箱：lilin1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

我们预计 23-25 年公司收入分别为 20.57/22.60/24.35 亿元，同比分别增长 12.18%/9.84%/7.76%。毛利率方面，考虑到大宗价格回落，中高端机型占比提升，预计毛利率稳步提升。费用率方面，公司渠道营销端动作较为积极，预计销售费用率将有所抬升。对应 23-25 年归母净利润分别为 5.20/5.84/6.46 亿元，同比分别增长 15.02%/12.26%/10.69%，相应 EPS 分别为 0.80/0.90/1.00 元，以 23 年 4 月 21 日收盘价 11.52 元计算，对应 PE 分别为 14.31/12.75/11.52 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 17.1 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

地产竣工不及预期；消费复苏不及预期；原材料价格大幅上涨。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,164	1,834	2,057	2,260	2,435
YoY (%)	22.2%	-15.2%	12.2%	9.8%	7.8%
归母净利润(百万元)	665	452	520	584	646
YoY (%)	22.3%	-32.0%	15.0%	12.3%	10.7%
毛利率 (%)	51.7%	44.1%	48.0%	48.5%	49.0%
每股收益 (元)	1.03	0.70	0.80	0.90	1.00
ROE	34.1%	23.0%	20.9%	19.0%	17.4%
市盈率	11.18	16.46	14.31	12.75	11.52

资料来源: wind, 华西证券

## 正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 分析判断.....	4
3. 投资建议.....	4
4. 风险提示.....	5

## 图表目录

图 1 可比公司估值表 .....	5
-------------------	---

## 1. 事件概述

公司发布 2022 年年报：22 年收入 18.34 亿元 (YOY-15.24%)，归母净利润 4.52 亿元 (YOY-31.97%)，扣非归母净利润 4.21 亿元 (YOY-33.65%)。对应 Q4 收入 4.36 亿元 (YOY-30.74%)，归母净利润 0.79 亿元 (YOY-62.83%)，扣非归母净利润 0.57 亿元 (YOY-71.06%)。

23Q1 季报：23 年 Q1 收入 3.39 亿元 (YOY-18.05%)，归母净利润 1.01 亿元 (YOY-17.20%)，扣非归母净利润 1.00 亿元 (YOY-17.34%)。

## 2. 分析判断

收入端：22 全年承压，Q4 降幅走阔。22 年在地产下滑、疫情多重因素影响下，集成灶行业承压明显，公司收入端亦有受损。分品类看，22 年全年集成灶/橱柜/其他品类实现收入同比分别-16.68%/-19.18%/+7.34%。渠道方面持续拓展，22 年公司线下一级经销商增加至 1990 多家，营销终端 4500 多个，远超行业竞争对手。

23Q1 受地产滞后影响收入仍下滑，但较 Q4 降幅收窄。当前地产竣工数据有所回暖，预计下半年有望传导至后周期板块，期待行业需求转暖，公司收入恢复。

业绩端：高位原材料、产品结构变化等因素影响下 22 年毛利率下滑明显，23Q1 环比恢复。22 年公司整体毛利率 44.11%，同比下降 7.58pct，其中 Q4 为 42.48%，同比下降 8.31pct。我们判断系 1) 所用原材料为高位库存，22 年以来原材料价格下探，传导至报表端预计 23H1 毛利率有所恢复 (23Q1 为 46.95%)。2) 行业竞争加剧，公司产品结构有调整，中低端机型出货占比增加。

费用率方面，22 年费用投放较为谨慎，销售/研发/财务费用率基本持平，管理费用率增加 1.05pct，主要系马桥人才公寓转固定资产后折旧增加。23Q1 公司控费保证盈利水平，销售费用率同比下滑 5.15pct，综合影响下净利率水平 29.72%，同比 +0.31pct。

## 3. 投资建议

22 年地产下滑、疫情等多重因素影响集成灶需求，板块公司业绩多承压。当前地产数据有所好转，厨电需求有望触底回升。公司深耕集成灶行业多年，线下渠道经销商实力强，换届有望为公司注入新鲜血液，期待 23 年公司业绩逐步恢复。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 20.57/22.60/24.35 亿元，同比分别增长 12.18%/9.84%/7.76%。毛利率方面，考虑到大宗价格回落，中高端机型占比提升，预计毛利率稳步提升。费用率方面，公司渠道营销端动作较为积极，预计销售费用率将有所抬升。对应 23-25 年归母净利润分别为 5.20/5.84/6.46 亿元，同比分别增长 15.02%/12.26%/10.69%，相应 EPS 分别为 0.80/0.90/1.00 元，以 23 年 4 月 21 日收盘价 11.52 元计算，对应 PE 分别为 14.31/12.75/11.52 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 17.1 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值表

	股票名称	股价(元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
	火星人	27.11	1.11	1.41	-	24.5	19.3	-
	亿田智能	40.65	2.62	3.12	3.52	15.5	13.0	11.5
	帅丰电器	16.60	1.47	1.71	-	11.3	9.7	-
	平均数				▲	17.1	14.0	▲
	浙江美大	11.52	0.80	0.90	1.00	14.3	12.7	11.5

资料来源：wind(2023 年 4 月 21 日收盘价，其中亿田智能、帅丰电器 EPS 预测为 WIND 一致预期)，华西证券

## 4. 风险提示

地产竣工不及预期；消费复苏不及预期；原材料价格大幅上涨。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,834	2,057	2,260	2,435	净利润	452	520	584	646
YoY (%)	-15.2%	12.2%	9.8%	7.8%	折旧和摊销	68	59	59	59
营业成本	1,025	1,069	1,164	1,242	营运资金变动	-116	206	-174	183
营业税金及附加	18	20	21	23	经营活动现金流	370	754	431	848
销售费用	206	273	299	315	资本开支	-23	7	9	12
管理费用	80	79	89	97	投资	500	-31	-32	-29
财务费用	-17	0	0	0	投资活动现金流	512	6	13	22
研发费用	61	67	74	80	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	35	30	36	39	筹资活动现金流	-428	0	0	0
营业利润	529	605	679	751	现金净流量	453	760	444	870
营业外收支	-4	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	525	605	679	751	<b>成长能力</b>				
所得税	73	85	95	105	营业收入增长率	-15.2%	12.2%	9.8%	7.8%
净利润	452	520	584	646	净利润增长率	-32.0%	15.0%	12.3%	10.7%
归属于母公司净利润	452	520	584	646	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	-32.0%	15.0%	12.3%	10.7%	毛利率	44.1%	48.0%	48.5%	49.0%
每股收益	0.70	0.80	0.90	1.00	净利率	24.7%	25.3%	25.8%	26.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	19.8%	17.4%	17.0%	15.2%
货币资金	1,099	1,859	2,303	3,173	净资产收益率 ROE	23.0%	20.9%	19.0%	17.4%
预付款项	7	13	13	13	<b>偿债能力</b>				
存货	119	107	144	127	流动比率	4.53	4.33	7.50	6.53
其他流动资产	79	64	67	83	速动比率	<b>4.08</b>	<b>4.07</b>	<b>7.03</b>	<b>6.26</b>
流动资产合计	1,304	2,043	2,526	3,396	现金比率	3.81	3.94	6.84	6.10
长期股权投资	60	80	100	116	资产负债率	13.8%	16.7%	10.6%	12.8%
固定资产	703	687	668	641	<b>经营效率</b>				
无形资产	156	149	143	136	总资产周转率	0.79	0.78	0.70	0.63
非流动资产合计	976	942	907	867	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,281	2,985	3,433	4,263	每股收益	0.70	0.80	0.90	1.00
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.04	3.85	4.75	5.75
应付账款及票据	66	208	60	225	每股经营现金流	0.57	1.17	0.67	1.31
其他流动负债	222	264	277	295	每股股利	0.62	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	288	472	337	520	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	16.46	14.31	12.75	11.52
其他长期负债	26	26	26	26	PB	3.64	2.99	2.42	2.00
非流动负债合计	26	26	26	26					
负债合计	314	498	363	546					
股本	646	646	646	646					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,967	2,487	3,070	3,717					
负债和股东权益合计	2,281	2,985	3,433	4,263					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业分析师，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。