



集成灶继续挤占传统烟机，一二线拓展顺利

2019.9.6

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

事件:

(1) 7月30日, 全国家用电器工业信息中心发布的2019年中国家电行业半年报显示, 2019年上半年, 国内家电市场零售额累计4125亿元, 同比下降2.1%, 集成灶行业实现零售额65亿元, 累计同比增长52.4%。(2) 8月6日, 2019中国集成灶行业高峰论坛暨集成灶行业白皮书发布会在南京苏宁总部举行。同日, 公司美大牌JJZT-6603型(A6)和A7集成灶通过中国家用电器研究院评测, 获得“嘉电”证书。(3) 8月28日公司《投资者关系活动记录》显示, 今年上半年公司进驻苏宁KA约100家, 下半年正在有序有效推进。

(4) 公司发布了2019年半年报, 上半年公司营业收入7.0亿元, 同比增长25.2%; 归母净利润1.8亿元, 同比增长25.0%; 扣非后归母净利润为1.7亿元, 同比增长27.2%。

点评:

● 集成灶行业三四线市场已过导入期, 一二线处于导入期的快速增长阶段。

(1) 截至2019年6月传统油烟机累计内销量842万台, 同比下降5.2%; 累计零售量826万台, 同比下降3.2%; 累计零售额197亿元, 同比下降4.4%。

(2) 根据我们关于房地产和家电消费的研究, 我们估算2018年“新房交钥匙量”同比下降14.4%, 传统烟机零售量下降7.7%, 传统烟机内销量下降4.7%。我们预计, 2019-2021年“新房交钥匙量”的同比增速分别为3.1%、-10.1%、5.1%; 传统烟机内销量增速分别为0%、-6%、2%; 集成灶内销量增速分别为25.3%、13.8%、20.6%。(3) 我们估算, 2018年集成灶渗透率约9%, 其中一二线约为7%, 三四线约10%, 我们认为集成灶的增长还将延续。

● 公司行业龙头稳固, KA和线上渠道打开成长空间。(1) 根据公司公告, 公司2019年上半年新增一级经销商70家, 共计超过1400家; 新增终端门店300个, 共计超过2500个。按照公司的编制, 我国县级编制约3000个, 因此公司在渠道拓展上仍至少有一倍空间。(2) 公司正在加快一二线市场的开拓, 其中KA渠道(家电连锁)是主要突破口。公司上半年销售费用1.2亿元, 同比增长81.2%, 销售费用率16.4%, 同比增加5.1pct。公司广告持续投入到CCTV、高铁、省电视台等。截至2019年上半年, 公司进入超过100家苏宁门店。我们认为, 公司持续投入宣传, 以及产品力和渠道力的领先优势, 利于公司一二线的开拓、高端品牌的卡位以及全线市场的市占率。(3) 公司对经销商采取扁平化管理, 及时获取终端销售信息, 降低中间费用。(4) 公司电商收入约占总收入10%, 2019年上半年同比增速80%以上, 我们认为公司电商收入仍有较大提升空间。(5) 我们估算, 2018年公司集成灶市占率约为17.2%。我们保守预计未来三年公司市占率不变, 公司与行业出货量增速一致。我们预计, 未来三年公司集成灶收入分别为16.2, 18.8, 23.1亿元, 增速分别为27.8%, 16.1%, 23%。

强烈推荐 (维持)

现价: 13.92

目标价: 17.02

股价空间: 22%

家用电器行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
沪深300	8.58	10.77	2.61
家用电器	9.76	9.10	6.33
浙江美大	9.95	14.85	10.91

基本资料

总市值(亿元)	89.93
总股本(亿股)	64.605
流通股比例	48.48%
资产负债率	25.5%
第一大股东	夏志生
大股东持股比例	23.2%

相关报告

浙江美大 (002677) -深度报告-集成灶行业仍保持高增长, 公司引领行业-2018.12.31
浙江美大 (002677) 点评报告: 集成灶继续挤占传统烟机, 公司渠道还有较大增长空间 (20190524)
家电行业策略报告: 小电和集成灶行情将继续, 冰、洗、机会显现 (20190630)
家电行业月度报告: 出口保持增长势头, 利好小家电出口龙头企业新宝股份 (20190816)

● **盈利预测与估值** 我们预计 2019-2021 年公司收入增速分别为 29.4%、17%、23.3%，净利润增速分别为 32.4%、12.0%、24.3%，EPS 分别为 0.77、0.87、1.08 元，对应 PE18、16、13 倍。我们按照 2019 年 EPS 的 22 倍估值，预计股价为 17.02 元，相较于 20190906 的股价 13.92 元有 22% 的涨幅空间，我们维持“强烈推荐”的评级。

● **风险提示** 1、如果全国房屋交付进度低于预期，广义烟机行业今年增速也会低于预期；2、集成灶行业挤占传统烟机市场的速度未达预期；3、市场竞争加剧，行业均价有下降风险，且公司市占率有下滑风险。

图表 1. 公司重要财务指标预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1400.90	1813.07	2121.56	2615.13
同比(%)	36.49%	29.42%	17.01%	23.26%
归属母公司净利润	377.53	499.77	559.88	696.05
同比(%)	23.70%	32.38%	12.03%	24.32%
毛利率(%)	51.54%	53.00%	53.50%	54.00%
净利率(%)	26.95%	27.56%	26.39%	26.62%
ROE(%)	28.24%	33.64%	32.26%	33.74%
每股收益(元)	0.58	0.77	0.87	1.08
P/E	23.82	17.99	16.06	12.92
P/B	6.40	5.60	4.82	3.98
EV/EBITDA	8.16	12.92	10.74	8.27

资料来源：广证恒生

单位:百万元

注释①：新房交钥匙量，即新房交钥匙套数，是我们估计值，我们用（竣工套数-Δ待售套数）表示。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告

浙江美大（002677）点评报告

附录：财务报表预测

资产负债表	单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	955.65	971.08	1303.34	1825.69
现金	839.38	797.35	1101.06	1577.57
应收账款	14.83	30.10	35.22	43.41
其它应收款	4.13	5.34	6.25	7.71
预付账款	30.56	54.39	63.65	78.45
存货	64.13	80.49	93.19	113.63
其他	2.63	3.40	3.98	4.91
非流动资产	824.93	1143.96	1146.38	1140.12
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	323.52	725.61	717.91	671.19
无形资产	174.71	236.87	282.45	357.65
其他	326.70	181.48	146.01	111.28
资产总计	1780.58	2115.04	2449.72	2965.81
流动负债	411.82	505.78	580.88	701.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	110.80	181.31	212.16	261.51
其他	301.02	324.48	368.72	439.77
非流动负债	3.68	3.33	3.46	3.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.68	3.33	3.46	3.49
负债合计	415.50	509.12	584.33	704.78
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	646.05	646.05	646.05	646.05
资本公积	104.68	104.68	104.68	104.68
留存收益	655.84	855.19	1114.66	1510.30
归属母公司股东权益	1405.79	1605.92	1865.39	2261.03
负债和股东权益	1780.58	2115.04	2449.72	2965.81

现金流量表	单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	395.93	619.50	678.50	844.44
净利润	377.53	499.77	559.88	696.05
折旧摊销	36.09	58.92	85.45	91.18
财务费用	-3.99	-12.28	-9.49	-13.39
投资损失	-10.86	-4.00	-4.00	-4.00
营运资金变动	28.35	36.75	46.53	74.58
其它	-31.19	40.34	0.13	0.03
投资活动现金流	-171.27	-373.91	-83.87	-80.91
资本支出	-291.72	-391.56	-38.51	-5.94
长期投资	-112.50	79.60	0.00	0.00
其他	232.95	-61.95	-45.36	-74.97
筹资活动现金流	-299.12	-287.62	-290.92	-287.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.02	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	7.90	0.00	0.00	0.00
其他	-307.00	-287.62	-290.92	-287.02
现金净增加额	-74.47	-42.03	303.71	476.52

利润表	单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1400.90	1813.07	2121.56	2615.13
营业成本	678.86	852.14	986.52	1202.96
营业税金及附加	15.39	9.07	10.61	13.08
营业费用	154.46	250.24	332.25	442.65
管理费用	121.47	129.11	146.01	153.75
财务费用	-3.99	-12.28	-9.49	-13.39
资产减值损失	0.58	0.91	1.06	1.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.86	4.00	4.00	4.00
营业利润	445.60	587.88	658.59	818.78
营业外收入	0.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	444.09	587.88	658.59	818.78
所得税	66.56	88.11	98.71	122.72
净利润	377.53	499.77	559.88	696.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	377.53	499.77	559.88	696.05
EBITDA	467.59	634.53	734.55	896.56
EPS（摊薄）	0.58	0.77	0.87	1.08

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	36.49%	29.42%	17.01%	23.26%
营业利润增长率	24.12%	31.93%	12.03%	24.32%
归属于母公司净利润增长率	23.70%	32.38%	12.03%	24.32%
获利能力				
毛利率	51.54%	53.00%	53.50%	54.00%
净利率	26.95%	27.56%	26.39%	26.62%
ROE	28.24%	33.64%	32.26%	33.74%
ROIC	26.09%	30.47%	29.58%	30.28%
偿债能力				
资产负债率	23.34%	24.07%	23.85%	23.76%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.32	1.92	2.24	2.60
速动比率	2.16	1.76	2.08	2.44
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.93	0.93	0.97
应收账款周转率	120.12	80.72	64.96	66.52
应付账款周转率	7.43	5.83	5.01	5.08
每股指标（元）				
每股收益（最新摊薄）	0.58	0.77	0.87	1.08
每股经营现金流（最新摊薄）	0.61	0.96	1.05	1.31
每股净资产（最新摊薄）	2.18	2.49	2.89	3.50
估值比率				
P/E	23.82	17.99	16.06	12.92
P/B	6.40	5.60	4.82	3.98
EV/EBITDA	8.16	12.92	10.74	8.27

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告

浙江美大（002677）点评报告

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。