

推荐（维持）

浙江美大（002677）深度报告

风险评级：中风险

渠道延伸加速渗透，扩产增效抢占先机

2019年12月12日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22110925

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理

张孝鹏

S0340118060029

电话：0769-22119416

邮箱：

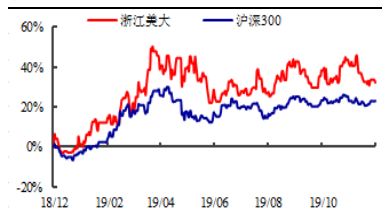
zhangxiaopeng@dgzq.com.cn

主要数据

2019年10月12日

收盘价(元)	13.51
总市值(亿元)	87.28
总股本(亿股)	6.46
流通股本(亿股)	3.13
ROE(TTM)	32.11%
12月最高价(元)	15.84
12月最低价(元)	9.68

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

1. 浙江美大（002677）2019年第三季度报告点评：业绩增速符合预期，今后关注 KA 渠道效果

■ **首开先河，集成灶行业龙头**：2003年，浙江美大发明了适合中国国情的“三合一”电器——集成灶。中国饮食和烹饪习惯口味比国外重，油烟更大，集成灶特有的吸风和排油烟的物理原理使油烟去除更彻底，油烟去除率和气味降低度远高于传统分体式产品。集成灶集燃气灶、吸油烟机、消毒柜为一体，整体厨房更加美观与节省空间。公司是A股纯粹集成灶上市标的，受益于行业规模的扩张与市场集中度的增加，业绩高增长态势有望延续，近年来，公司市占率维持在30%左右，稳居行业第一。

■ **行业态势：行业加速成长，集成灶渗透率超预期**：从行业生命周期角度看，集成灶行业正处于行业成长期。根据北京中怡康时代市场研究有限公司数据，集成灶市场的零售量在2016年为73.1万台，2017年为106.7万台，增长率为45.96%；2018年的厨电市场出现了断崖式的下滑，但集成灶作为新兴品类却依然呈现高增长，堪称“一枝独秀”。据全国家用电器工业信息中心调研数据，2018年集成灶行业同比增长约39.5%，其中线上增长较明显。2018年线上市场零售量、零售额分别达到23.5万台、15.9亿元，分别同比增长94%、131%，市场规模保持倍增。

■ **竞争优势：渠道突破、经营稳健、产能支撑业绩扩张**：首先，美大不断巩固自身核心竞争能力，公司拥有集成灶行业最为高端的生产装备、先进的集成物流管理系统和集成灶行业顶级水平的全自动智能化立体仓库，已形成互联网+工业化相融合的现代智造和智慧生产模式；公司在渠道和品牌建设方面不断发力，公司计划将在2018年完成第一期经销商持股计划，深度挖掘团队潜力，实现共赢；公司还计划利用充足的现金储备对百度、视频网站、门户网站、微信、高铁等新媒体的广告投放，扩大品牌知名度和影响力；公司还是多项国家及行业标准主要制定者。其次，公司股权控制牢固，稳健经营能力和盈利能力超越同行；2017年12月，公司启动年新增110万台扩建项目，项目计划总投资13.40亿元，旨在打造规模化、智能化、可视化的集成灶及厨房电器产品智慧制造基地，此举将提高资金利用效率，产能足以支撑公司未来5年高速发展需要。

■ **投资建议：成长性好，盈利强，给予“推荐”评级**：我们判断集成灶行业处于高速成长期，行业规模将保持30%-40%增长率，目前，公司是在A股上市的集成灶龙头企业，且公司积极进行产能扩张准备，2017年12月启动了年新增110万台扩建项目，该项目产能潜力超过公司目前产能2倍以上，足够支撑公司未来5年发展需要，我们预测公司2019年-2021年总营业收入分别为15.89亿元、20.34亿元和26.04亿元。预计公司2019-2021年EPS分别为0.73元、0.91元和1.13元，对应PE分别为19倍、15倍和12倍。公司受益行业集中度上升、行业快速成长、消费升级以及品牌优势，实现高速增长。公司保持高分红、高毛利，适合稳健型投资者。

■ **风险提示**：市场竞争加剧；原材料价格波动；地产销售拖累。

目 录

1 公司简况：首开先河，行业龙头	4
1.1 集成灶的诞生，替代优势明显	4
1.2 市场占有率行业第一，产能释放空间大	5
2 行业发展态势：加速成长，市场蓝海	6
2.1 行业高速增长，发展态势良好	6
2.2 集成灶市场格局明朗，市场规模持续扩大	7
2.3 集成灶渠道：线下升级，线上平台化	8
3 同业竞争优势：巩固核心竞争能力、引领创新和标准	9
3.1 推动研发创新，引领行业标准	9
3.2 创新商业模式，保持行业领先优势	11
3.3 投资扩产，提前规划产能	12
4 前景光明：稳健经营，业绩持续向好	13
4.1 股权结构清晰，公司治理稳定	13
4.2 盈利能力强，优于同业	14
4.3 稳健经营，提高资金利用效率	15
5 财务预测：产能稳步提升，销售渗透扩张	16
6 投资建议：成长性好，盈利强，给予“推荐”评级	18
风险提示	18

插图目录

图 1：公司专卖店	4
图 2：美大第一代深井下排集成灶	4
图 3：公司 2017 年市场占有率	6
图 4：近两年公司市场占有率的变化	6
图 5：集成灶行业生命周期图	6
图 6：集成灶行业互联网搜索各大趋势平均值变化	6
图 7：集成灶市场规模预测	7
图 8：2017 年集成灶市场格局	7
图 9：消费者对集成灶主要品牌认知度	7
图 10：前五大品牌百度搜索指数趋势对比（2017 年 1 月-2019 年 11 月）	8
图 11：2018 年集成灶销售渠道组成	9
图 12：2018 年各品牌线上销售占比	9
图 13：美大飞天蒸箱款集成灶	10
图 14：美大水槽洗碗机	10
图 15：集成灶产品竞争力模型	11
图 16：渠道建设发展策略	12
图 17：居然之家战略合作品牌	12
图 18：集成灶百度搜索指数需求图谱	12
图 19：美大集成灶号高铁	12
图 20：公司智慧生产制造基地（年产 110 万台）开工仪式	13
图 21：2017 年美大实业股权结构图	14
图 22：公司营收及增速	14
图 23：公司净利润及增速	14
图 24：销售毛利率和净利率及变化	15
图 25：销售期间费用率及变化	15
图 26：同行业销售净利率对比分析	15
图 27：同行业销售毛利率对比分析	15
图 28：同行业资产负债率对比分析	16
图 29：同行业流动比率对比分析	16
图 28：同行业存货周转天数对比分析	16
图 29：同行业应收账款周转天数对比分析	16

表格目录

表 1：集成灶与传统烟灶具产品对比	5
表 2：集成灶国内产量估算（修正后）	8
表 3：主要集成灶品牌性价比对比	10
表 4：集成灶产销预测	17
表 5：集成灶产量预测	17
表 6：集成灶出厂价格预测	17
表 7：公司盈利预测简表	19

1 公司简况：首开先河，行业龙头

1.1 集成灶的诞生，替代优势明显

浙江美大实业股份有限公司创建于2001年，美大于2003年发明了适合中国国情的“三合一”电器产品——集成灶，它集合抽油烟机、燃气灶、消毒柜等厨房电器于一身。可以说，美大以一个产品的发明，带动了一个产业，公司于2012年5月25日在中国深交所上市。

图 1：公司专卖店



资料来源：美大官网，东莞证券研究所

创造需要灵感，灵感源于生活。1998年，美大创始人夏志生看到自己的父母和太太经受着油烟的伤害而产生了研发高吸油烟率产品的想法。1999年，集成灶正式投入研发，2003年，第一台集成灶问世。2003年9月13日美大召开新闻发布会，宣布集成灶正式面世。

图 2：美大第一代深井下排集成灶



资料来源：百度图片，东莞证券研究所

中国国人的饮食习惯是重味重油，特别是川湘菜，需要经过爆炒的方式进行加工烹饪，过程中自然会产生大量油烟、废气与灰尘损害烹饪者的健康。在此之前，国人的厨房里面大多数运用的还是上吸式欧式油烟机或者排风扇，但实际上这是一种不适合中国国情的电器，它无法真正的彻底解决厨房油烟的问题，无法彻底改善中国人的烹饪环境，相关数据显示，长期吸收厨房的烟火气，女性肺癌的发生率将提高2—3倍。据统计，全球每年有160万人死于因为厨房油烟所导致的肺癌。解决厨房油烟污染，成了我们亟待解决的难题。夏志生（美大创始人）的秘诀就是颠覆传统油烟机油烟向上排的方式，将油烟往下排，使它还未冒出锅台就被吸收掉，从根源上杜绝油烟污染，油烟除去率和气味降低度远高于传统分体式产品。同时，随着房屋价格的快速上涨，中小户型在房屋销售中占据主流地位，住房面积下降，空间利用率提升就成为提升生活质量的一大途径。集成灶产品集成化设计，为头部省出更多收纳空间，通过空间利用率最大化来达到节省空间。

表 1：集成灶与传统烟灶具产品对比

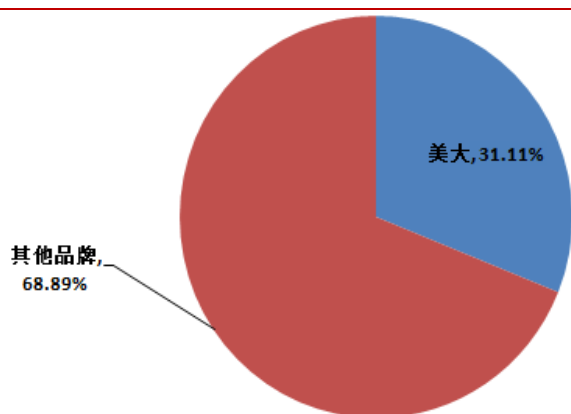
项目	传统燃气灶和油烟机	集成灶
结构空间	从设计、运行、控制来看，油烟机和燃气灶都是独立的，虽然两者配套使用，但他们本身是两个完全独立的产品。	将吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电磁炉、电烤箱、储物柜等功能融为一体，不仅结构紧凑、美观，而且实现各功能之间优化组合，全自动智能化控制。
性能	油烟在空间的流通距离较长，扩散严重，在上升过程中很大部分扩散到室内，导致厨房墙壁和物品上充满了油垢。	气味降低度在 95%以上，把污染源和外环境进行双向隔离，使油烟和蒸气在未扩散前得到有效排除，真正做到健康环保，拥有整洁干净的厨房环境。
价格	吸油烟机、燃气灶、消毒柜三件套线上均价 3142 元（2017 年）	线上均价 5325 元（2017 年）
健康	油烟机工作位置处于人体听觉器官附近，噪音大，长期在厨房作业容易造成人体心烦、头晕、耳鸣目眩；油烟扩散严重，四处升腾，烟熏火燎，污染室内空气，经常接触会导致面部皮肤发油，毛孔粗大，甚至诱发疾病。	下排风设计取消了置于人体头部的噪声源，应用了低噪声技术和静音风道设计技术，噪音大大降低。下吸式集成灶下吸下排，产生负压区，让油烟向下游排走，不经过人的脸部，从而杜绝了影响健康的因素，油烟吸除率高达 99.6%以上。
美观	传统上挂式油烟机设计，占用了厨房上部空间，为了保护室内环境，厨房必须隔离，空间利用率小，安装受到极大限制。	集成灶采用下排式设计，省去上方传统壁挂式吸油烟机的空间，烟灶融于一体，安装自由度高，为中岛式，开放式的现代厨房提供更多空间。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.2市场占有率行业第一，产能释放空间大

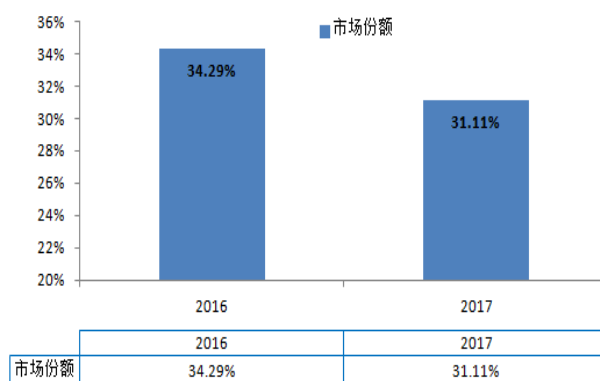
美大作为集成灶龙头，是A股唯一集成灶上市标的，受益于行业规模的扩张与市场集中度的增加，业绩高增长态势有望延续，2017年公司以31.11%市占率大幅领先行业第二梯队，但2017年以来，美的、海尔等家电巨头相继进入集成灶领域，虽然市场规模继续高速增长，但是行业竞争也日趋激化。2017年，美大实施了年新增20万台集成灶的技改项目，购置国内外先进高端生产装备约120台套，新建具有现代化、自动化和智能化水平的集成灶自动化生产线，实现点到点的自动化作业；同时在2017年12月，美大启动了年新增110万台扩建项目，项目地基与基础分部工程在2018年2月9日已顺利完工验收，2019年中项目进度过半，该项目建设成后将进一步提升和扩大企业的核心竞争力和行业领先优势，如项目产能释放将带来业绩释放。

图 3：公司 2017 年市场占有率



资料来源：东莞证券研究所

图 4：近两年公司市场占有率的变化



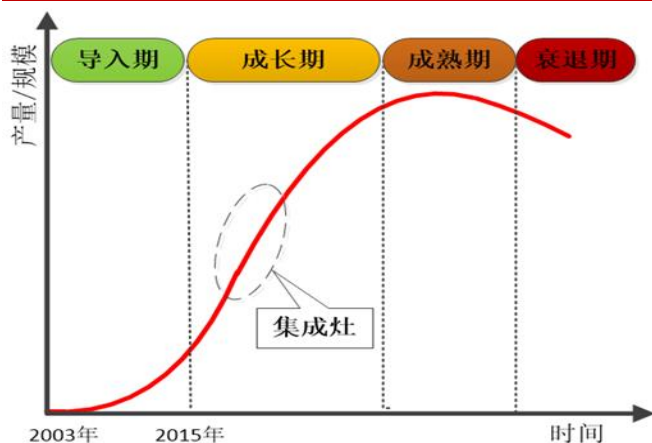
资料来源：中怡康，公司公告，东莞证券研究所

2 行业发展态势：加速成长，市场蓝海

2.1 行业高速成长，发展态势良好

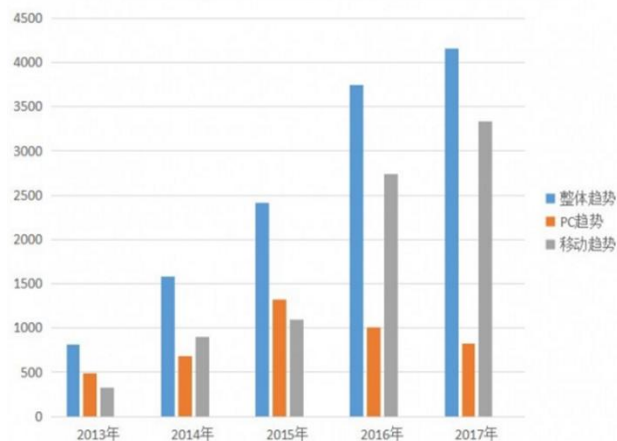
目前，集成灶行业正处于成长期，产品自 2003 年被发明以来，产品的知名度较低，市场需求尚未被完全释放出来；2015 年以来，集成灶产销量急剧上升，且增速持续创新高；此外，从集成灶互联网搜索来看，集成灶也受到越来越消费者所认知，集成灶概念在资本市场风起云涌，2012 年浙江美大上市后，集成灶行业先后有火星人（2017 年 IPO 终止）、帅丰（2019 年 6 月）、亿田（2019 年 10 月）向 A 股发起 IPO。

图 5：集成灶行业生命周期图



资料来源：东莞证券研究所

图 6：集成灶行业互联网搜索各大趋势平均值变化



资料来源：中华集成灶网，东莞证券研究所

目前集成灶在整个厨电行业中占比较低，市场需求还未真正被唤醒。根据北京中怡康时代市场研究有限公司数据，集成灶市场的零售量在 2016 年为 73.1 万台，2017 年为 106.7 万台，增长率为 45.96%；预计 2018 年零售量为 168.8 万台，市场规模破百亿，2019 年零售量为 278.万台，2020 年零售量将跃升至 416.9 万台，年复合增长率为 57.16%，零售量将呈现持续高速增长的趋势，我们从实际出发，估测未来三年行业保持 30% 左右成长速度是相对保守估计。2018 年的厨电市场出现了断崖式的下滑，但集成灶作为新兴品类却依然呈现高增长，堪称“一枝独秀”。据全国家用电器工业信息中心调研数据，2018 年集成灶行业同

比增长约39.5%，其中线上增长较明显。2019年1月—5月，集成灶线上售出12.1万台，增长47%；线上零售额高达8.2亿元，增长61%。

图 7：集成灶市场规模预测



资料来源：中怡康，东莞证券研究所

2.2集成灶市场格局明朗，市场规模持续扩大

据《中国集成灶行业发展白皮书》不完全统计，目前全国集成灶企业数量近400家。中华橱柜网统计了集成灶市场上的210个品牌的分布情况：浙江地区以63.9%大比例占据首位，广东地区以20.2%紧随其后，其中，浙江和广东形成了三大集成灶产业集群，这三大产业集群分别为：浙江嵊州市、浙江海宁市和广东的中山市、顺德区等。2018年集成灶年销售规模破百亿，代表企业有美大、火星人、亿田、帅丰、森歌、奥田、金帝等，最具代表性的是厨电大牌美的、海尔也在相继推出了集成灶产品，目前国内集成灶市场集中度相对分散。根据国家家用电器工业信息中心调研数据，从销售额看，年销售额在5亿元以上的企业大约在5-6家，而平均年销售额在1-3亿元的企业数量较多。随着公司间的竞争程度进一步加剧，各公司的产品定位、品牌定位差异将出现分化，同时我们也预计未来市场集中度将会进一步提升。浙江理工大学亿田集成灶产业发展研究所发布的《集成灶行业发展趋势白皮书》显示：美大品牌作为集成灶的鼻祖，消费者对该品牌的知名度高达79%，亿田、帅丰、火星人、森歌认知度分别为75%、54%、42%、29%。

图 8：2017 年集成灶市场格局



图 9：消费者对集成灶主要品牌认知度

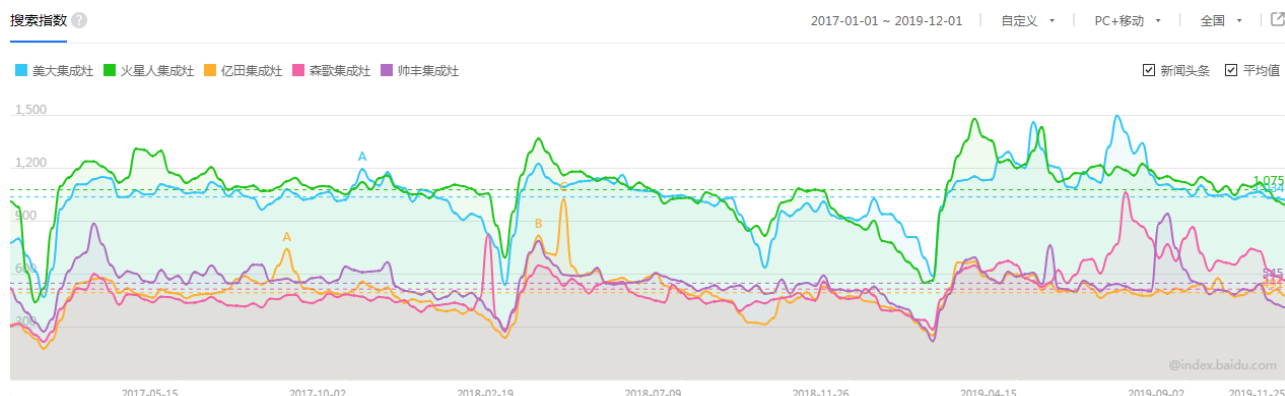


资料来源：东莞证券研究所

资料来源：集成灶行业发展趋势白皮书，东莞证券研究所

通过对前五大集成灶品牌百度搜索指数趋势对比，我们可以发现美大集成灶与火星人集成灶搜索量排在第一梯队，亿田、帅丰、森歌处于第二梯队，此外我们也可从各品牌销售数据得到验证，美大2018年销售逾10亿，火星人2017年销售8.28亿，亿田、帅丰出货额都超过了5亿元，森歌2017年销量增长率高达73%，销售额接近5亿。

图 10：前五大品牌百度搜索指数趋势对比（2017 年 1 月-2019 年 11 月）



资料来源：百度搜索指数，东莞证券研究所

集成灶与家用油烟机具有较高的关联性，集成灶的发明在很大程度上也是为了克服油烟机的固有缺点，因此，集成灶的行业规模可从估算集成灶/油烟机比率加以验证，我们假设2018-2020家用油烟机产量保持3%复合增长率，集成灶保持每年34%增长率，那么集成灶/油烟机比率的比率将上升至8.82%，鉴于集成灶相对传统油烟机的独特优势，以及集成灶的认知度的提升，集成灶的渗透率进一步提升空间依然巨大，从前几年的数据来看，目前集成灶市场正处于普及加速阶段。

表 2：集成灶国内产量估算（修正后）

年份	家用油烟机产量（万台）	集成灶销量（万台）	集成灶/油烟机比率
2015	2887.28	69.0	2.39%
2016	3005.42	90.1	3.00%
2017	3266.40	126.7	3.88%
2018	3357.90	174.8	5.21%
2019E	3458.64	234.5	6.78%
2020E	3562.40	314.23	8.82%

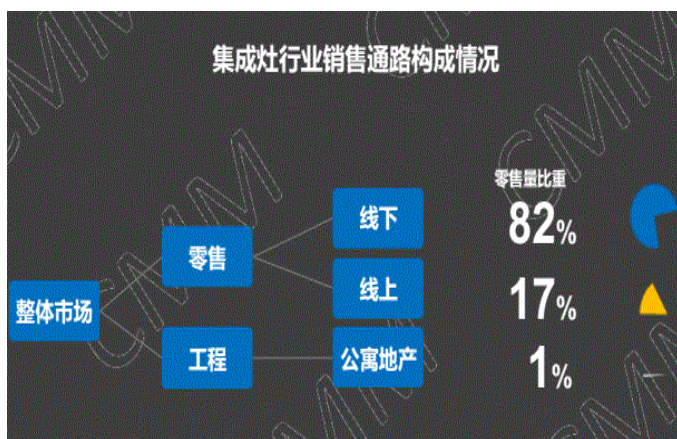
资料来源：中商产业研究院，中怡康，东莞证券研究所

2.3集成灶渠道：线下升级，线上平台化

据中国五金制品协会和中怡康2018年集成灶行业调查报告显示，集成灶行业全国市场销售区域重点分布于三四级县镇级市场（约占90%），重点区域主要在浙江、湖南、四川、湖北、重庆，目前以零售渠道为主，线下迅速扩张，线上市场渗透率快速提升。在线下渠道方面，建材渠道和家电卖场是核心渠道，目前主要在县级市场，并逐步向城市延伸，形成农村包围城市，渠道向高等级城市升级发展，因而集成灶渠道进军模式迥异于厨电龙头老板电器和华帝股份的渠道下沉模式，集成灶农村包围城市的市场策略的主要逻辑

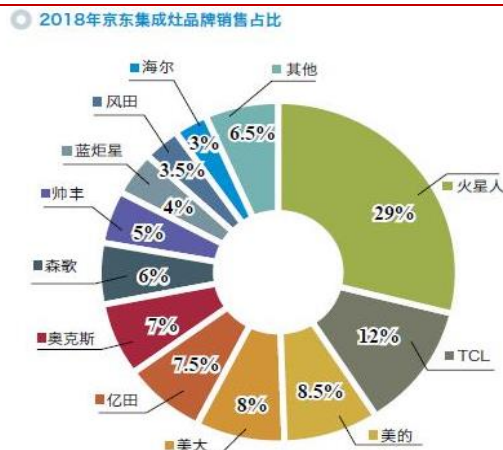
是，集成电器省空间特性适应城市住宅小型化趋势。集成灶线上渠道发展速度快于线下市场，2018年厨电市场出现断崖式下滑的情况下，集成灶作为新兴品类一枝独秀，据中怡康数据，集成灶2018年线上零售量、零售额分别达到42.3万台、26.7亿元，分别同比增长100.1%和136.6%，线上市场规模倍增，我们从京东平台看到，美大在线上市占率偏低，与其线下市场存在巨大差距。

图 11：2018 年集成灶销售渠道组成



资料来源：中怡康，东莞证券研究所

图 12：2018 年各品牌线上销售占比



资料来源：集成灶行业发展趋势白皮书，东莞证券研究所

3 同业竞争优势：巩固核心竞争能力、引领创新和标准

3.1 推动研发创新，引领行业标准

生产智能化程度高，产品力强。公司拥有集成灶行业最为高端的生产装备，已建立了集成灶行业内首条冲压机械手自动线、自动连续模生产线、自动部装流水线和自动总装流水线，实现了机器换人和自动化生产；同时引入台湾先进的集成化物流管理系统，建造了集成灶行业顶级水平的全自动高智能化立体仓库2个，已形成互联网+工业化相融合的现代智造和智慧生产模式，公司被列为浙江省机器换人示范企业、浙江制造认证企业、浙江省燃气具和厨电厨具行业优秀智能制造企业、浙江省绿色企业等。美大自主研发的飞天集成灶（蒸箱款）荣获2017AWE艾普兰产品奖和大众欢迎产品奖两个奖项，并美大两款产品在2018AWE同时入围艾普兰金口碑奖。

图 13：美大飞天蒸箱款集成灶



图 14：美大水槽洗碗机



资料来源：AWE，东莞证券研究所

资料来源：AWE，东莞证券研究所

产品性能相对同行具有优势。目前集成灶线上均价五千多元，烟机风量和噪音是衡量集成灶质量的两个重要指标，两者之间互相矛盾，各厨电生产企业均致力于在实现较大的烟机风量的同时尽可能地降低烟机噪音。通过选择同一价格段内（7000-9000 元）主流集成灶品牌进行对比，我们发现：美大集成灶产品在实现平均60dB的烟机噪音时，其烟机风量可达16 m³/s，高于行业平均值，且其可供选择功能更多，设计更为高档。

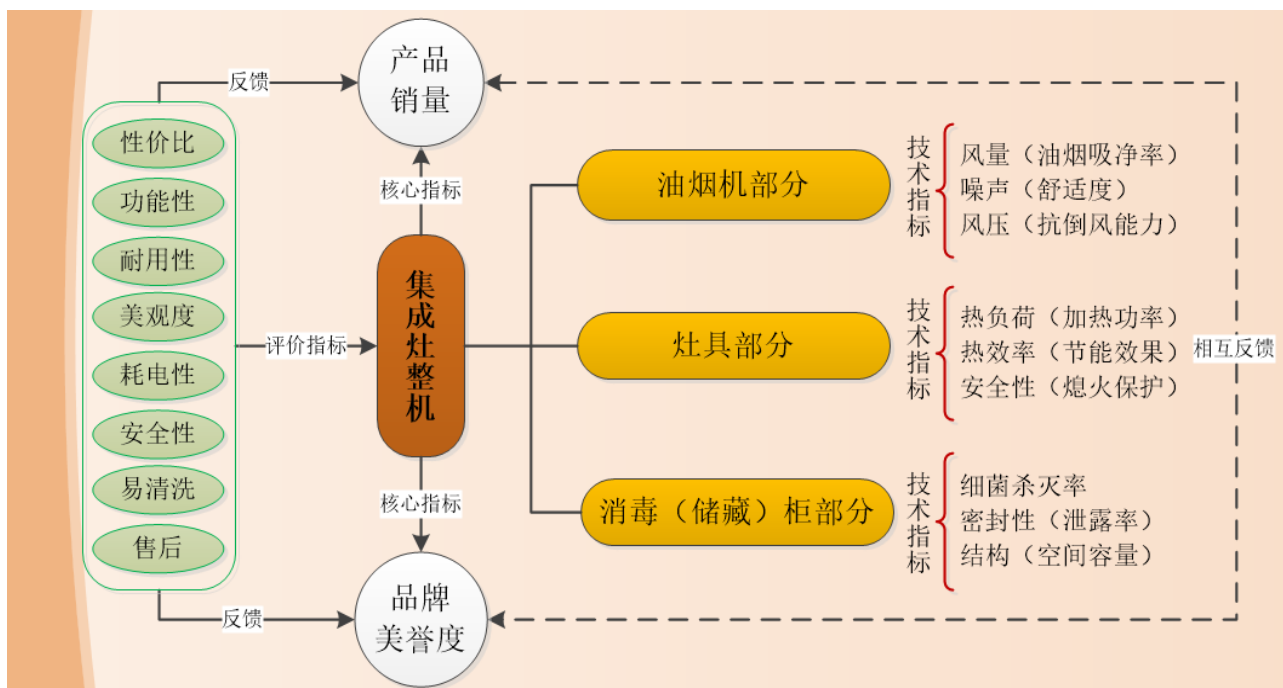
表 3：主要集成灶品牌性价比对比

品牌	型号	烟机风量	烟机噪音	功能	控制	价格
美大	1209E	15±1m ³ /s	≤60dB	烟机+燃气灶+电磁灶+消毒柜	触控	8999
火星人	E3B/X	18m ³ /s	58dB	烟机+燃气灶+消毒柜	触控	7899
亿田	F8AGMH	14±1m ³ /s	符合国标	烟机+燃气灶+消毒柜	触控	7580
帅丰	N1-3B	15m ³ /s	55dB	烟机+燃气灶+消毒柜	触控	7299
森歌	T1B	15m ³ /s	56dB	烟机+燃气灶+消毒柜	按键	7249
奥田	E01	14-15m ³ /s	≤60dB	烟机+燃气灶+消毒柜	触控	7199

资料来源：京东，天猫，东莞证券研究所

技术领先，厨房产品线逐渐完善。作为集成灶行业的创始者，公司研发并掌握集成灶产品的核心技术，油烟吸除率达99.6%以上。公司拥有专利151项，其中国际专利9项，发明专利26项，实用新型专利70项，公司建立了23个国家CNAS实验室，是业内检测项目最全最多的权威检测中心。产品方面，除了集成灶主业之外，公司相继开发了电蒸炉、电烤箱、洗碗机、集成水槽等系列厨电产品，已形成较为完整的厨房产品线。

图 15：集成灶产品竞争力模型



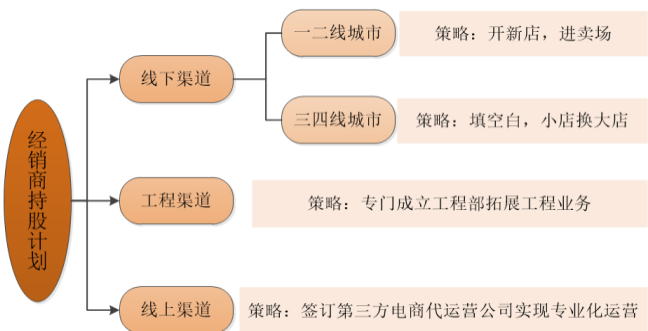
资料来源：东莞证券研究所

引领行业标准制定，集成厨房核心功能。中国五金制品协会与浙江美大实业股份有限公司一起，对热效率、安全性、节能环保等技术性项目进行攻关。集成灶的内容终于写入燃气灶具国家标准，2014年8月28日，中国五金制品协会和中国标准化协会在北京组织召开了《家用燃气灶具》国家标准审查会。GB16410-2007《家用燃气灶具》国家标准通过审查。公司牵头起草修订了行业标准TG/T2006《住宅厨房、卫生排气道》，由此开创了下进风口排风道的先河，为集成灶行业的兴起和发展打下了坚实的基础。作为主要起草人起草制订了中国首部行业标准CJ/T386-2012《集成灶》、以及《家用灶具能效限定值及能效等级》、《浙江制造》等多项国家和行业标准，引领集成灶行业技术的快速提升和发展。

3.2品牌营销引领，多渠道开花

优化主销售渠道，积极补电商和工程单短板。2018年共开发一级经销商近200家，终端门店400多个，截止2018年12月底已拥有一级经销商1300多家，营销终端近2500个在渠道方面，公司计划将在2018年完成第一期经销商持股计划，深度挖掘团队潜力，实现共赢，目前公司作为唯一一家A上市公司，推行经销商持股计划具有先天优势，通过资本运作实现业绩提升水到渠成。线下渠道：鼓励支持经销商多开店、开大店，以推进渠道下沉和终端网点的建设，目前已进入国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家，公司线下以建材市场以及大型家电卖场为主。电商渠道：签订第三方电商代运营公司实现专业化运营，销量较上年同期翻番。工程渠道：公司已经专门成立工程部来拓展工程业务，2018年公司与多家知名大型房地产商、建材商建立了良好的合作关系，并完成了十多个精装工程，较好地发挥了楼盘精装样板工程效应，为未来快速发展奠定了扎实的基础。

图 17：居然之家战略合作品牌



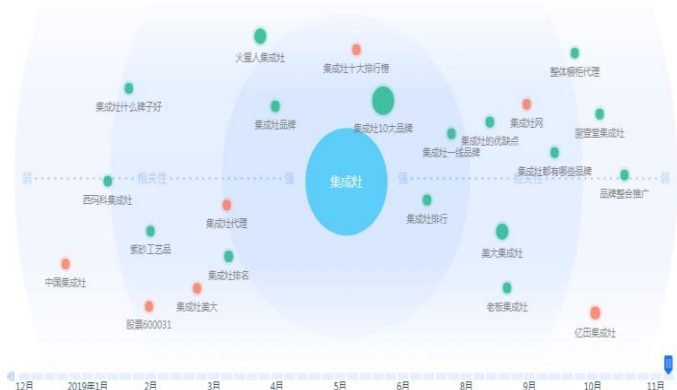
资料来源：公司年报，东莞证券研究所



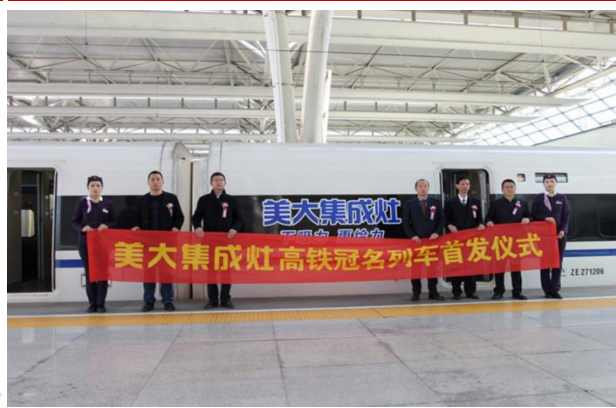
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

加大品牌宣传投入力度，打造高端品牌形象。公司将加大品牌宣传费用，未来销售费用率向行业均值看齐。除了在央视等高端视频媒体、全国专业性杂志、报纸等传统媒体进行广告投放外，会加大新媒体投入，包括高铁、分众传媒、电视开机画面、微信公众号等。同时，继续参加国际性、全国性大型专业展览会，充分展示和提升美大品牌的行业地位和形象，在做好宣传的同时，全力做好各地终端专卖店形象建设，全面并充分宣传美大产品，打造品牌影响力。百度搜索指数需求图谱是通过用户在搜索该词的前后的搜索行为变化中表现出来的相关检索词需求，相关词距圆心的越近表示相关词与中心检索词的相关性越强，红色表示搜索趋势上升，百度搜索显示美大和火星人是与集成灶相关性最强的品牌，且搜索趋势上升，美大相关性强于火星入。

图 19：美大集成灶号高铁



资料来源：百度搜索指数，东莞证券研究所



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

3.3投资扩产，提前规划产能

投资扩产，产能超前规划。2017年12月，公司以“大思路、高起点、高标准”启动了年新增110万台扩建项目（智慧生产制造基地），项目计划总投资13.40亿元，新增规划土地面积243.252亩，建筑面积17.39万平方米，建设周期为3年，建设完成后，公司新增年产能80万台集成灶及30万台电蒸炉、电烤箱等厨房配套产品的设计生产能力。截止2018年半年报披露日该项目进度过半，预计2020年底建成投产。项目采用国际先进的智能化设

备和国际领先的工业物联网技术，建设高端自动化生产线12条，旨在打造规模化、智能化、可视化的集成灶及厨房电器产品智慧制造基地。目前项目地基与基础分部工程已顺利完工，于2018年2月9日通过海宁市建筑业管理处的监督验收。该项目建设成后将进一步提升和扩大企业的核心竞争力和行业领先优势，为行业发展新跨越树立标杆。

图 20：公司智慧生产制造基地（年产 110 万台）开工仪式



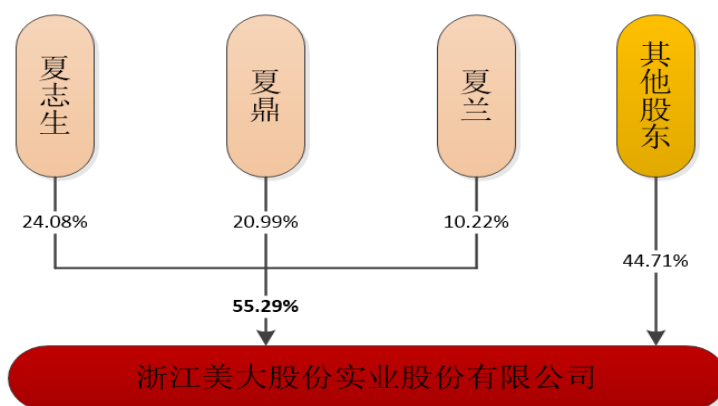
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

4 前景光明：稳健经营，业绩持续向好

4.1 股权结构清晰，公司治理稳定

公司股权比较集中，实际控制人对公司的控制力度强。浙江美大的实际控制人为夏志生先生及其核心家族成员，夏志生、夏鼎（夏志生之子）、夏兰（夏志生之女）三人共持有公司股份55.29%。2017年7月，夏志生因身体原因提出辞职，夏鼎从父亲夏志生手中接过了美大的掌门帅印。公司在2017年业绩创历史新高，营收突破十亿，营收和利润增速均超过50%，公司实现新老接替平稳过度。公司新任董事长夏鼎，1977年出生于海宁盐官，1996年，高中毕业后，先后前往乌克兰、俄罗斯，研读经济类本科大学、研究生、博士并职于俄罗斯“Alesha”公司。期间曾获俄罗斯莫斯科国立大学经济学博士学位、高级经济师职称、长江商学院EMBA等。夏鼎具有国际教育背景和工作经历，同时，在2010年就出任浙江美大实业股份有限公司副董事长，总经理，因此，公司将保持经营战略连续性，同时公司将迎来新的活力。

图 21：2017 年美大实业股权结构图



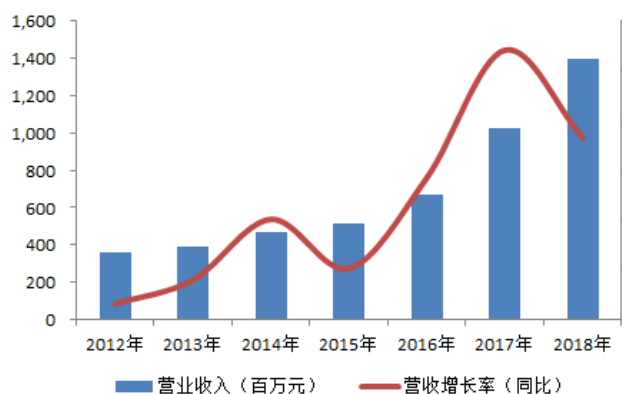
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

股权激励，利于员工稳定。同时，为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动浙江美大实业股份有限公司关键管理人员、公司核心业务（技术）人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，公司在2016年9月推出首个员工股权激励计划，公司总共授予154人（关键管理人员、核心业务及技术）共计605.32万股票，占总股本0.95%。通过大规模股权积累计划，有助于高管、层、核心管理人员及关键业务/技术人员稳定，促进公司长远发展。

4.2 盈利能力强，优于同业

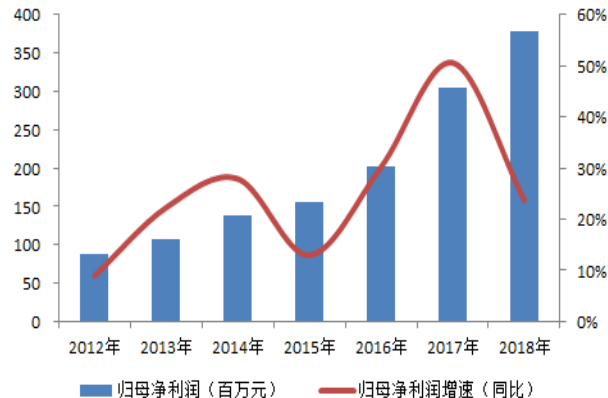
随着行业唤醒和公司集成灶产品相对传统厨电的技术优势的扩大，公司近两年来营收和利润增速，2018年全年，美大实现营业总收入14.01亿元，较上年同期增长36.49%，实现归母净利润3.78亿元，较上年同期增长23.7%，2019年前三个季度营业收入同比增长22.38%，归母净利润同比增长23.12%，2019年上半年在大厨电市场面临行业性下行及公司去年同期高基数的情况下，公司业绩依然维持高速增长态势实现了良好的经营业绩吗，公司近五年营收复合增长率近30%，在全民消费升级的背景下，我们预计公司在后续几年的业绩势头将延续。

图 22：公司营收及增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

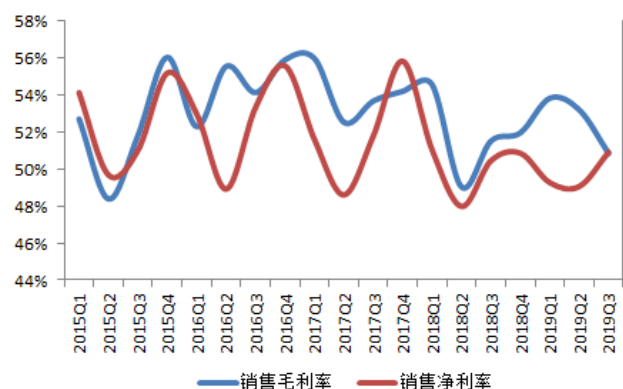
图 23：公司净利润及增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

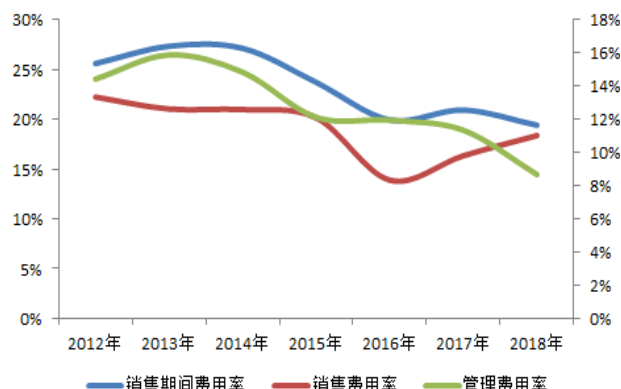
公司盈利能力稳步上升，2014-2018年公司净利润复合增长率约为28.5%。公司毛利率均超过50%，并保持基本稳定，我们可以看出行业处于成长期，且公司品牌溢价率高，毛利水平未来几年可基本保持较高水平。我们预计，随着公司生产规模的扩大，逐渐产生规模效应，管理和生产成本会进一步下降，将会部分抵消行业竞争加剧带来的毛利下降的不利影响。公司建造了集成灶行业顶级水平的全自动高智能化立体仓库，并形成互联网+工业化相融合的现代智造和智慧生产模式，这将大幅降低劳动力成本，提高劳动生产效率和资源综合利用率，公司盈利能力将会得到巩固。

图 24：销售毛利率和净利率及变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

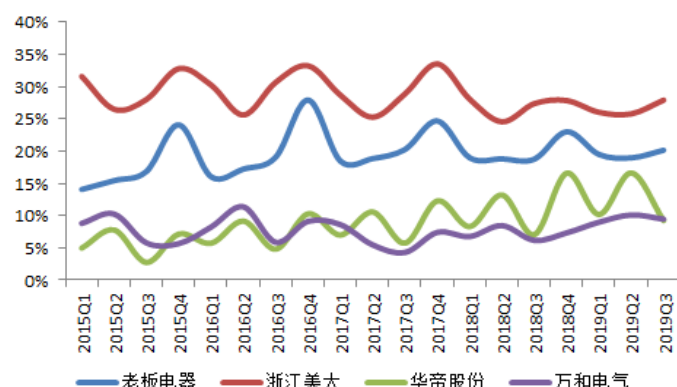
图 25：销售期间费用率及变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

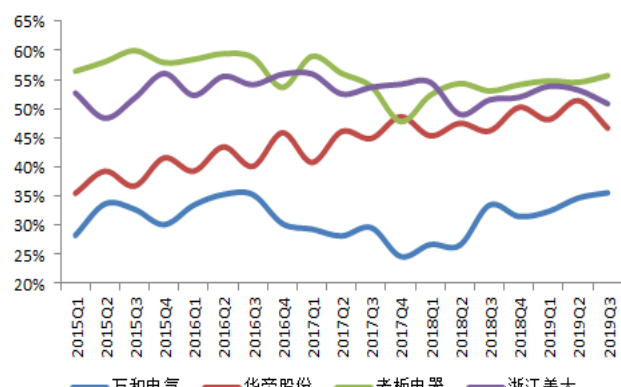
我们可以发现，在销售毛利率方面，浙江美大在与厨电大类龙头老板电器基本相当，高毛利率显示公司在产品定价权和品牌方面在行业中具有优势地位，具有与厨电大类巨头类似盈利能力；在销售净利率方面，浙江美大超过老板电器，位居厨电行业第一，说明公司在费用控制上做到了优化配置，这也显示了管理层有效改善了公司经营管理。

图 26：同行业销售净利率对比分析



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 27：同行业销售毛利率对比分析



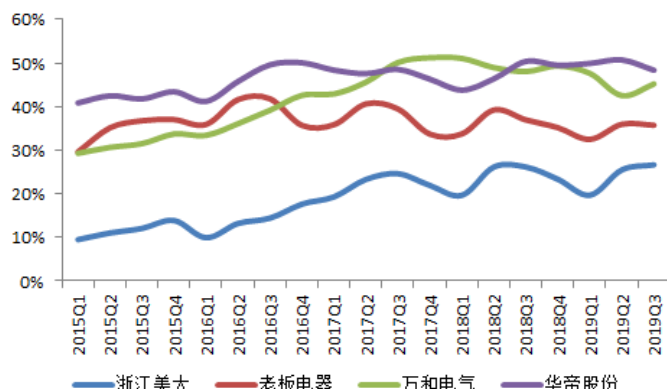
资料来源：wind，东莞证券研究所

4.3稳健经营，提高资金利用效率

公司长短期偿债能力强。资产负债率在同行业最低，流动比率在同行业中排第二，今年第三季末账面货币资金7.7亿元，这显示公司在抵御风险能力极强，较低的杠杆率给公司经营管理带来灵活性，同时说明公司资金利用效率有待提升，公司管理也意识到这种防御性经营策略应用在行业业绩高速增长环境下是不适合的，因此，2017年12月，公司

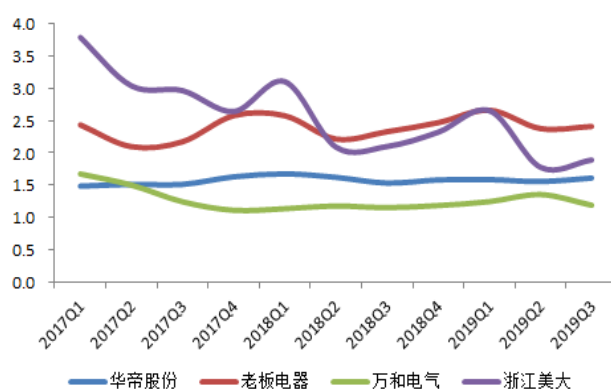
以“大思路、高起点、高标准”启动了年新增110万台扩建项目，项目计划总投资13.40亿元，旨在打造规模化、智能化、可视化的集成灶及厨房电器产品智慧制造基地，预计公司资金运用效率将在2年内大幅提高。

图 28：同行业资产负债率对比分析



资料来源：wind，东莞证券研究所

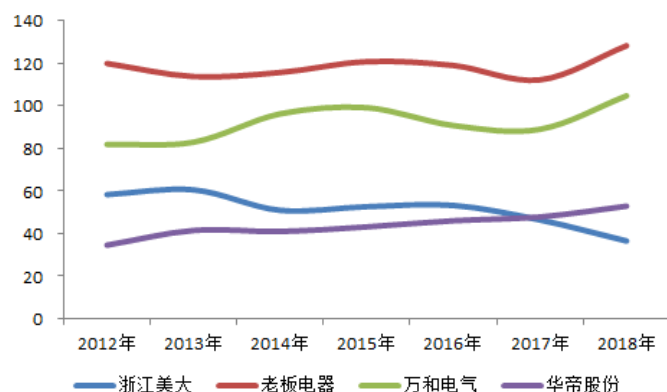
图 29：同行业流动比率对比分析



资料来源：wind，东莞证券研究所

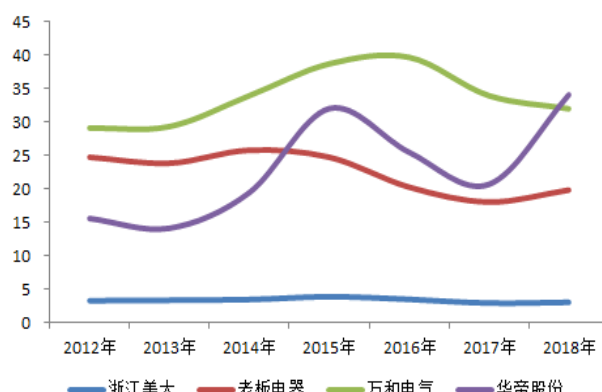
公司营运效率处于行业最高水平，并处于持续改善优化过程中。公司年存货周转天数和应收账款周转天数均低于行业水平，优于同行业其他巨头，公司产品畅销，议价能力较强，市场供不应求；说明经销商赊销额较少，销售回款情况良好，公司营运效率处于行业领先地位。

图 30：同行业存货周转天数对比分析



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 31：同行业应收账款周转天数对比分析



资料来源：wind，东莞证券研究所

5 财务预测：产能稳步提升，销售渗透扩张

我们从产能和市场销售两个方面预测公司未来3年财务状况，集成灶产能是支撑公司业务发展的基础，产能从公司产能建设进度进行研判，销售决定公司能否顺利实现业务收入，根据公司“以销定产”的销售模式，在产能利用率低于100%的情况下，可根据销售情况推断产量情况，通过近10年来公司集成灶产品价格变动和行业发展态势预测今后三年产品出厂均价，从而预测公司未来三年营收情况。

销量：公司2015-2018年集成灶销量分别为129,539台、167,490台、232,872台和约30万台，公司集成灶销量复合增长率超过20%。中怡康预测集成灶零售量增速有望保持在

50%以上，我们在上文中也判断集成灶处于行业成长期，即使面临激烈的行业竞争，公司凭借行业龙头地位，保守估计公司近3年销量增速可保持在20%以上；

表 4：集成灶产销预测

期间	产品	产量（台/年）	销量（台/年）	产销率
2015	集成灶	130,729	129,539	99.09%
2016	集成灶	171,034	167,490	97.93%
2017	集成灶	240,517	232,872	96.82%
2018E	集成灶	322,917	310,000	96.00%
2019E	集成灶	403,646	387,500	96.00%
2020E	集成灶	504,557	484,375	96.00%
2021E	集成灶	630,697	605,469	96.00%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

产量：2015 年-2017年，公司集成灶产量分别为130,729台、171,034台和240,517台，公司集成灶产量复合增长率为35.64%。2018年1-6月公司集成灶的产量为124,113台，比去年同期增长15.56%，根据公司披露的投产进度了解公司未来三年产能情况，根据销售情况推断产量情况，推测公司2018—2020生产情况如下：

表 5：集成灶产量预测

期间	产品	产能（台/年）	产量（台/年）	产能利用率
2015	集成灶	250,000	130,729	52.29%
2016	集成灶	350,000	171,034	48.87%
2017	集成灶	550,000	240,517	43.73%
2018E	集成灶	550,000	322,917	58.71%
2019E	集成灶	550,000	403,646	73.39%
2020E	集成灶	800,000	504,557	63.07%
2021E	集成灶	1,350,000	630,697	46.72%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

价格：2015年、2016年、2017年和2018年1-6月，公司集成灶产品收入分别为4.85亿元、6.19亿元、9.26亿元和5.07亿元，根据公司披露2015年-2017年和2018年上半年的销量分别为129,539 台、167,490台、232,872台和124,113，计算公司2015年、2016年、2017年和2018年上半年集成灶均价分别为3706元、3617元、3851元和4088元，从招股说明书发现公司2009-2011年集成灶平均价格分别为3765元、3656元、3808元，近10年来公司集成灶出厂均价集中在3600-4100元之间，且有稳步缓慢提升的趋势，因此我们假设2018-2020公司集成灶产品出厂价分别为4000元、4100元、4200元、4300元；

表 6：集成灶出厂价格预测

期间	产品	产量（台/年）	公司销量（台/年）	公司出厂均价（元）
2015	集成灶	130,729	130,729	3706
2016	集成灶	171,034	171,034	3617
2017	集成灶	240,517	240,517	3851
2018E	集成灶	322,917	310,000	4000
2019E	集成灶	403,646	387,500	4100

2020E	集成灶	504,557	484,375	4200	
2021E	集成灶	630,697	605,469	4300	
	2021E	集成灶		630,697	605,469

630,6 资料来源：公司公告，东莞证券研究所

综上推断：我们预测2019-2021公司集成灶产品销售收入分别为15.89亿元、20.34亿元和26.04亿元，公司集成灶业务收入占公司总收入90%以上，结合公司橱柜、水槽、蒸箱、烤箱、洗碗机等其他厨电产品的销售情况，我们预测公司2019年-2021年总营业收入分别为17.63亿元、22.61亿元、28.98亿元。

6 投资建议：成长性好，盈利强，给予“推荐”评级

我们判断集成灶行业处于高速成长期，行业规模将保持30%-40%增长率，目前，公司是在A股上市的集成灶龙头企业，且公司积极进行产能扩张准备，2017年12月启动了年新增110万台扩建项目，该项目产能潜力超过公司目前产能2倍以上，足够支撑公司未来5年发展需要，我们预测公司2019年-2021年总营业收入分别为15.89亿元、20.34亿元和26.04亿元。预计公司2019-2021年EPS分别为0.73元、0.91元和1.13元，对应PE分别为19倍、15倍和12倍。公司受益行业集中度上升、行业快速成长、消费升级以及品牌优势，实现高速增长。公司保持高分红、高毛利，适合稳健型投资者。

风险提示

1. 市场竞争加剧的风险：集成灶行业毛利润很高，品牌集成灶毛利超过50%，且目前行业处于成长期，公司在行业中尚未形成绝对品牌优势，如面临越来越多新进入者，可能面临更加激烈竞争局面，毛利有向下趋势；
2. 原材料价格波动的风险，集成灶主要原材料为各种规格板材（不锈钢板、冷轧板）和电机，其采购价格与铁矿石、煤炭等大宗商品的价格波动密切相关，公司直接材料项目占营业成本超过80%，在制造行业中属于较高水平，因而原材料价格波动对公司毛利润有较大影响；
3. 厨电具有较强的地产后周期属性（厨电需求大约8成来自于新增需求），因而其增长于地产销售市场景气程度有较大相关性，在2018年房地产市场疲软得前提下，厨电大类增长趋缓，但是集成灶的优势可能部分抵消不利因素的影响，但其优势的抵消程度尚难预计。

表 7：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,400.90	1,762.95	2,260.84	2,897.91
营业总成本	966.77	1,218.02	1,584.83	2,050.10
营业成本	678.86	841.79	1,077.49	1,368.41
营业税金及附加	15.39	10.77	13.57	17.10
销售费用	154.46	231.69	312.78	437.89
管理费用	80.70	84.74	101.68	127.10
研发费用	40.77	55.04	74.30	96.59
财务费用	-3.99	-6.00	-8.00	-10.00
其他经营收益	21.05	8.00	13.00	13.00
资产减值损失	0.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.86	5.00	10.00	10.00
其他收益	0.91	3.00	3.00	3.00
营业利润	445.60	552.93	689.01	860.81
加 营业外收入	0.12	0.30	0.30	0.30
减 营业外支出	1.64	0.50	0.50	0.50
利润总额	444.09	552.73	688.81	860.61
减 所得税	66.56	82.84	103.24	128.99
净利润	377.53	469.88	585.57	731.62
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	377.53	469.88	585.57	731.62
基本每股收益(元)	0.58	0.73	0.91	1.13
PE（倍）	23.12	18.58	14.91	11.93

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn