

集成灶逆势高增长，疫情影响主要限于 Q1

投资要点

- **事件：**公司发布 2019 年年报及 2020 年一季度业绩预告，公司 2019 年实现营业收入 16.8 亿元，同比增长 20.2%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 21.9%，增速均领跑行业。Q4 单季度实现营收 5.4 亿元，同比增长 16%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 19%；实现扣非后归母净利润 1.6 亿元，同比减少 21.5%。此外公司拟每 10 股派发现金红利 5.42 元，分红比例 76%。公司预计 2020 年一季度实现归母净利润同比下滑 70%-75%。
- **集成灶收入占比近九成，逆势增长。**报告期内，公司集成灶产品收入 15.1 亿元，同比增长 19.3%，占总营收比重 89.7%。2019 年年度橱柜收入为 5604.2 万元，同比增长 35.9%，收入占比为 3.3%。集成灶仍是公司核心品类，2019 年厨电市场低迷，集成灶仍实现快速增长，公司作为集成灶行业龙头，具有品牌渠道先发优势，充分享受渗透率提升红利。
- **毛利率、销售费用双双提升，经营质量向好。**报告期内，公司综合毛利率为 53.5%，同比提升 2pp，主要为集成灶产品毛利率提升 2.3pp。公司加速推进品牌建设，增强广告宣传投入，报告期内公司销售费用率为 15.2%，同比提升 4.2pp。毛利率销售费用率同时提升，显示了公司对广告和渠道投入加大，在行业拓展期积极布局，同时保证了公司较高盈利能力。报告期内，公司管理费用率为 3.9%，同比下降 1.9pp，主要由于期限限制性股票股份支付计提减少。利息收入增加，公司财务费用率为 -0.8%。综上，公司净利率为 27.3%，同比提升 0.4pp。
- **多元化经销网络，提升效率。**公司继续推进多元化渠道建设，优化升级主销渠道。线下方面，2019 年公司开发一级经销商 150 多家，终端门店 400 多个。截止 2019 年底，公司拥有一级经销商累计 1400 多家，营销终端累计 3000 多个。KA 方面，公司在红星美凯龙和居然之家的进店率由 40%提升到了 60%。2019 年，公司的 KA 卖场新增 200 多家门店。工程渠道方面，2019 年公司签署了 10 多个精装工程渠道。工程渠道发展趋势较好，未来公司将推进工程渠道快速发展。线上方面，公司在加强电商团队建设和人才培养的同时，积极开展新零售、无界零售业务。2019 年电商业务收入快速增长。
- **疫情影响集中 Q1，需求延后兑现。**受疫情影响，销售及安装活动均受到限制，公司 Q1 业绩出现大幅下滑。公司产品均在国内市场销售，随着国内疫情逐渐稳定，生产经营活动逐步恢复增长，Q1 需求有望延后释放，厨电具有需求刚性，需求不会消失，全年来看，有望对冲 Q1 下滑影响。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 20/21/22 年 EPS 分别为 0.83/1.01/1.22 元。考虑集成灶产品行业空间巨大，疫情影响主要集中在 Q1，目前估值处于较低位置，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内疫情反弹风险，原材料价格或大幅波动的风险，竣工延后超出预期风险。

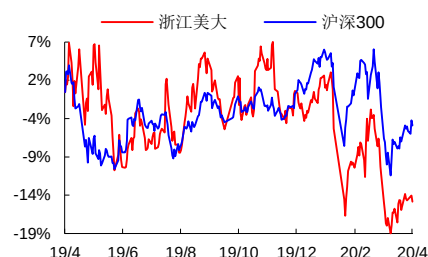
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1684.48	1987.79	2431.71	2927.60
增长率	20.24%	18.01%	22.33%	20.39%
归属母公司净利润（百万元）	460.01	537.25	655.14	786.65
增长率	21.85%	16.79%	21.94%	20.07%
每股收益 EPS（元）	0.71	0.83	1.01	1.22
净资产收益率 ROE	30.28%	25.54%	23.75%	22.19%
PE	16	14	11	9
PB	4.91	3.55	2.70	2.10

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓
 执业证号：S1250518090001
 电话：023-63786049
 邮箱：gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.46
流通 A 股(亿股)	3.13
52 周内股价区间(元)	10.97-14.93
总市值(亿元)	74.62
总资产(亿元)	19.87
每股净资产(元)	2.35

相关研究

1. 浙江美大（002677）：营收利润维持高增长，预收款彰显信心（2019-10-21）
2. 浙江美大（002677）：集成灶渗透率提升，公司品牌壁垒增强（2019-08-20）
3. 浙江美大（002677）：逆势高增长，增速环比回升（2019-04-25）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1684.48	1987.79	2431.71	2927.60	净利润	460.01	537.25	655.14	786.65
营业成本	782.85	948.45	1161.39	1400.30	折旧与摊销	37.26	18.38	23.91	28.99
营业税金及附加	12.38	19.86	23.40	27.56	财务费用	-13.09	-3.98	-0.49	-0.59
销售费用	256.66	288.23	350.17	418.65	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	65.78	119.27	145.90	175.66	经营营运资本变动	26.20	-20.38	78.07	85.27
财务费用	-13.09	-3.98	-0.49	-0.59	其他	33.01	-9.97	-10.02	-10.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	543.39	521.31	746.61	890.33
投资收益	3.51	10.00	10.00	10.00	资本支出	486.21	-55.00	-69.00	-88.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-760.31	10.30	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-274.10	-44.70	-59.00	-78.00
营业利润	534.76	625.96	761.33	916.02	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.46	2.00	2.00	2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	534.30	627.96	763.33	918.02	股权融资	0.24	0.00	0.00	0.00
所得税	74.28	90.71	108.20	131.37	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	460.01	537.25	655.14	786.65	其他	-303.91	51.00	0.49	0.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-303.67	51.00	0.49	0.59
归属母公司股东净利润	460.01	537.25	655.14	786.65	现金流量净额	-34.38	527.60	688.10	812.91
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	799.13	1326.73	2014.83	2827.74	成长能力				
应收和预付款项	31.44	47.58	55.08	67.22	销售收入增长率	20.24%	18.01%	22.33%	20.39%
存货	79.64	96.45	118.13	142.43	营业利润增长率	20.01%	17.06%	21.63%	20.32%
其他流动资产	6.15	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	21.85%	16.79%	21.94%	20.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.00%	14.57%	22.55%	20.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	43.24	92.46	151.59	毛利率	53.53%	52.29%	52.24%	52.17%
无形资产和开发支出	174.12	167.57	165.03	166.49	三费率	18.36%	20.30%	20.38%	20.28%
其他非流动资产	896.32	910.94	909.36	907.78	净利率	27.31%	27.03%	26.94%	26.87%
资产总计	1986.80	2592.53	3354.90	4263.27	ROE	30.28%	25.54%	23.75%	22.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	23.15%	20.72%	19.53%	18.45%
应付和预收款项	409.47	461.25	568.48	690.20	ROIC	157.49%	1446.45%	750.30%	740.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.18%	32.21%	32.27%	32.26%
其他负债	58.08	27.66	27.66	27.66	营运能力				
负债合计	467.56	488.91	596.15	717.86	总资产周转率	0.89	0.87	0.82	0.77
股本	646.05	646.05	646.05	646.05	固定资产周转率	10.41	112.81	43.23	28.88
资本公积	104.92	104.92	104.92	104.92	应收账款周转率	103.48	104.78	107.12	105.68
留存收益	815.45	1352.70	2007.83	2794.48	存货周转率	10.89	10.77	10.82	10.75
归属母公司股东权益	1519.25	2103.62	2758.75	3545.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.73%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1519.25	2103.62	2758.75	3545.40	资产负债率	23.53%	18.86%	17.77%	16.84%
负债和股东权益合计	1986.80	2592.53	3354.90	4263.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.08	3.19	3.85	4.40
					速动比率	1.90	2.98	3.64	4.19
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.71	0.83	1.01	1.22
					每股净资产	2.35	3.26	4.27	5.49
					每股经营现金	0.84	0.81	1.16	1.38
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	558.93	640.37	784.75	944.42					
PE	16.22	13.89	11.39	9.49					
PB	4.91	3.55	2.70	2.10					
PS	4.43	3.75	3.07	2.55					
EV/EBITDA	10.32	8.18	5.80	3.96					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn