

信义山证 汇通天下

证券研究报告

家电

浙江美大 (002677.SZ)

维持

报告原因：业绩点评

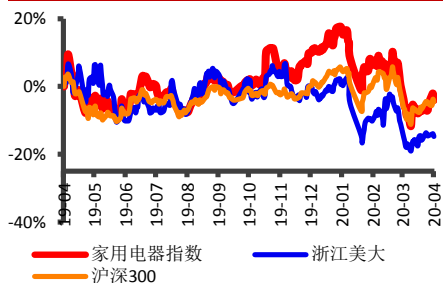
公司现金流充裕，线上表现有望加码

买入

2020 年 4 月 16 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 4 月 15 日

收盘价(元):	11.55
年内最高/最低(元):	14.01/10.9
流通 A 股/总股本 (亿):	3.13/6.46
流通 A 股市值 (亿):	36.2
总市值 (亿):	74.6
ROE	33.1%

基础数据：2019 年 12 月 31 日

每股净资产(元):	2.35
每股公积金(元):	0.16
每股未分配利润(元):	0.96

分析师：石晋 CFA

执业证书编号：S0760514050003

Tel: 0351-8686645

邮箱：shijin@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➤ 公司 2019 年实现营业收入 16.84 亿元，较上年同期增长 20.24%。其中，集成灶产品收入 15.1 亿元，占营业收入 89.70%，橱柜产品收入 5,604.15 万元，占营业收入 3.33%。归属于上市公司股东的净利润 4.6 亿元，较上年同期增长 21.85%。其中 Q4 实现营收 5.42 亿元，同比增长 15.97%，环比下降 2.09pct；当期归母净利润 1.56 亿元，同比增长 19.43%，环比变动-0.94pct。

事件点评

➤ 疫情加速渠道裂变，线上规模继续扩大，线下均价稳中有升。19 年集成灶市场零售额突破 162 亿元，零售量达 210 万台。品牌数量由 16 年的 130 余家增长到 240 家左右，线上品牌竞争更为激烈。20Q1 集成灶市场零售额 15.1 亿，同比下滑 38.7%；零售量 19.9 万台，同比下降 33.6%。1-2 月疫情导致消费者健康意识升级，消毒柜需求在线上爆发，线上零售量同比增长 73%，零售额同比增长 45%，我们预计带消毒柜模块的集成灶将再次获得市场重视。目前线下门店开店率逐渐恢复正常，1-2 月线下均价增长 9%，达到 8396 元，显示线下受价格战影响较小。整体上，我们预测行业全年增速在 2%-5%。

➤ 公司现金流充裕，运营能力整体稳健。公司三费表现较为稳定，其中销售费用率 15.24%，同比变动 4.21 个百分点；管理费用率 3.91%，同比下降 1.86 个百分点；研发费用率 3.02%，同比上升 0.11 个百分点。应收账款周转率 103.5，同比变动-16.64，我们认为系公司加大工程渠道拓展，导致货款回收周期拉长；固定资产周转率 3.2，同比变动-0.95，我们认为系公司 19 年投资年新增 110 万台集成灶及高端厨房电器产品项目转入固定资产，新项目尚未满产满销所致；存货周转率 10.9，较 18 年同期提升 1.03，我们认为公司与经销商采取“先款后货”的交易方式，控制了渠道存货规模，也使得公司经营现金流充沛，同比增长 22.97%。

➤ 公司建立多元化营销渠道，提升双线市场份额。公司具有销售渠道多元化的明显优势。从品牌看，集成灶双线的头部品牌稳定性较高，线上火星人遥遥领先，19 年份额在 26%；美大市场份额增长在 2 个百分点以上。线下美大凭借 1400 多家一级经销商(区域经销商)和 3000 个营销终端，位居第一。美大 19 年的市场份额增长 4 个百分点达 28%，且



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

近年一直保持在 20%以上。由于疫情黑天鹅事件的发生，促使公司线上与线下相结合的新零售和无界零售模式更快落地。对线下经销商实施线上开放，引导经销商线上线下共赢发展，提高美大品牌线上的曝光率和品牌知名度，提升公司在线上的份额占比。此外，公司继续加快对主销渠道以及 KA、工程、电商的开发和建设：在国美、苏宁、居然 KA 卖场新增 200 多家门店，近两年公司在红星美凯龙和居然之家的进店率从原来的 40%提升到 60%。

投资建议

➤ 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.73\0.8\0.9，PE 分别为 15.7/14.4/13.5，维持“买入”评级。

存在风险

➤ 疫情影响持续导致需求疲弱，地产市场销售冷淡，行业壁垒偏低。

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
单位（百万元）					单位（百万元）				
货币资金	799.1	678.5	785.6	840.6	营业收入合计	1,684.5	1,785.5	1,964.1	2,101.6
应收票据账款	17.7	19.6	23.6	23.1	营业成本	782.9	839.2	927.1	989.8
存货	79.6	109.1	102.0	118.8	税金及附加	12.4	17.9	19.6	21.0
预付	13.7	13.4	14.8	15.8	销售费用	256.7	269.6	296.6	315.2
其它流动资产	6.2	5.4	5.9	6.3	管理费用	65.8	67.9	70.7	75.7
流动资产合计	916.4	937.3	845.8	699.6	研发费用	50.9	55.4	60.9	65.1
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用（利息）	(13.1)	(13.9)	(10.4)	(8.7)
固定资产（净值）	728.9	1,130.2	1,571.3	2,043.5	资产减值损失	(2.3)	0.0	0.0	2.0
在建工程	80.7	83.9	92.7	99.0	投资净收益	3.5	3.2	3.5	3.8
无形资产	174.1	172.5	171.2	170.3	营业利润	534.8	552.8	603.2	645.2
其它非流动资产	86.7	93.3	107.8	121.4	营业外净收支	(0.5)	(1.8)	(2.0)	(2.1)
资产总计	1,986.8	2,333.3	2,696.2	3,034.7	利润总额	534.3	551.0	601.2	643.1
预收款项	80.7	89.3	117.8	105.1	所得税	74.3	77.1	84.2	90.0
应付款项	240.4	251.8	278.1	297.0	净利润	460.0	473.8	517.1	553.0
其他流动负债	118.8	134.3	148.3	158.4	（减去）少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	439.8	475.3	544.3	560.4	归母净利润	460.0	473.8	517.1	553.0
长期借款	0.0	97.3	154.7	219.4	现金流量表				
长期应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	单位（百万元）				
其它	27.8	27.8	27.8	27.8	净利润（含少数股东）	460.0	473.8	517.1	553.0
负债合计	467.6	600.4	726.8	807.6	折旧	31.7	62.9	69.5	74.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	摊销	5.4	5.2	5.2	5.1
股本	646.1	646.1	646.1	646.1	财务费用	(13.1)	(13.9)	(10.4)	(8.7)
资本公积	104.9	129.1	158.7	195.2	投资净收益	(3.5)	(3.2)	(3.5)	(3.8)
留存收益	768.3	957.8	1,164.6	1,385.9	营运资金变动	80.3	(3.4)	41.7	11.1
归属母公司股	1,519.3	1,732.9	1,969.4	2,227.1	其它	(17.4)	49.0	112.0	175.0
权益合计	1,519.3	1,732.9	1,969.4	2,227.1	经营活动现金流合计	543.4	479.0	514.5	463.6
负债和股东权益	1,986.8	2,333.3	2,696.2	3,034.7	（固定资产构建）	(437.1)	(464.2)	(510.7)	(546.4)

财务比率					(无形资产构建)	(4.8)	(3.6)	(3.9)	(4.2)
单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E	非经常性或非经营性损益	3.5	3.2	3.5	3.8
营业收入	1684.5	1785.5	1964.1	2101.6	非流动资产减少(增加)	1.7	(6.6)	(14.5)	(13.5)
归属母股东净利润	460.02	473.83	517.07	553.0	其它	162.5	146.3	131.6	118.5
每股收益(EPS)	0.71	0.73	0.80	0.9	投资活动现金流合计	(274.1)	(324.9)	(393.9)	(441.9)
市盈率(P/E)	16.22	15.74	14.43	13.5	(财务费用)	13.1	13.9	10.4	8.7
毛利率	0.54	0.53	0.53	0.5	短期借款增加(减少)	(53.3)	8.6	28.6	(12.8)
净利率	0.27	0.27	0.26	0.3	长期借款增加(减少)	0.0	97.3	57.4	64.7
净资产收益率(ROE)	0.30	0.27	0.26	0.2	(归母股东红利)	(306.1)	(284.3)	(310.2)	(331.8)
资产负债率	0.24	0.26	0.27	0.3	(归属少数股东的红利)	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.08	1.97	1.55	1.2	股本及资本公积+/-	0.2	24.1	29.7	36.5
速动比率	1.90	1.74	1.37	1.0	其它	42.4	36.0	(67.0)	(28.0)
应收款帐款周转率	79.62	90.15	82.64	84.1	筹资活动现金流合计	(303.7)	(104.4)	(251.2)	(262.7)

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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

