



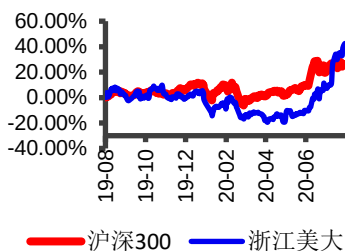
地产叠加渗透率快速提升，Q2 显著超预期

投资评级：维持增持

报告日期：2020-08-24

收盘价 (元)	17.90
近 12 个月最高/最低 (元)	18.20/9.84
总股本 (亿股)	6.46
流通股本 (亿股)	2.79
流通股比例 (%)	43.19%
总市值 (亿元)	116
流通市值 (亿元)	56

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

《浙江美大 (002677.SZ)：家居 MCN 打开集成灶通往消费者的大门，内容平台有望助力弯道加速》2020-06-21

主要观点

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现收入 6.5 亿元，同比-8.3%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比-6.5%；对应 20Q2 实现收入 5.3 亿元，同比+28.8%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比+40.4%。

地产改善叠加渗透率提升，量价齐升快速增长：公司 20H1 实现收入 6.5 亿元，同比-8.3%，对应 20Q2 实现收入 5.3 亿元，同比+28.8%。一方面，**地产持续改善**利好地产后周期板块，房屋竣工面积滞后新开工面积约 2-3 年，二季度地产竣工的回暖除了疫情复工因素，还受益于 2-3 年前新开工面积持续改善，因此 2-3 年内长期看好地产改善带来的后周期板块增长。另一方面，公司**发动经销商通过直播、抖音、快手等渠道营销，促进消费者教育，集成灶在厨电领域渗透率持续提升**，根据奥维云网数据，2020 年 1-7 月集成灶销量在厨电整体销量份额较 2020 年 1 月提升 2.5pct，互联网内容营销助力集成灶品类进入快车道，预计渗透率有望持续提升。

分产品看，预计集成灶 Q2 收入同比增长 28%，其中，预计 Q2 销量同比增长 21%，均价同比增长 6%。预计橱柜 Q2 收入略有下降。预计其他主营产品收入增长较快，主要为蒸箱等厨电单品，产品结构进一步丰富。

分渠道看，预计线下经销模式依然为主要模式，增速与整体收入相近，新增一级经销商 53 家达到约 1500 家，新增终端门店 139 家达到约 3200 家，公司线下渠道持续扩张；**线上方面**，公司在今年之前以直营模式为主经营线上渠道，而今年对部分优秀经销商开放线上渠道，预计线上渠道实现一定增长，有利于享受线上渠道红利以及提升曝光量。此外，公司于 Q2 推出子品牌**天牛**，主打中低端市场，双品牌战略对于公司占据更高市场份额具有重要意义，目前已累计签约 300 多家经销商，产品线涵盖集成灶、集成水槽、洗碗机、热水器、净水机、嵌入式电器、橱柜等七大品类，天牛品牌现阶段以开店和招商为主，预计下半年至明年将贡献收入。

新营销助力弯道加速，规模效应提升利润率：公司 20H1 实现净利率 26.4%，同比+0.50pct，对应 Q2 净利率 28.1%，同比+2.3pct。具体来看，公司 Q2 实现毛利率 52.34%，同比-0.87pct，预计主要由于原材料涨价带来的成本提升导致。公司 Q2 销售费用率 14.9%，同比-2.26pct，随着内容营销发展，公司鼓励经销商通过直播、抖音、快手等渠道进行宣传，一方面加速消费者教育，另一方面也降低了营销成本；公司 Q2 管理/研发/财务费用率同比分别-0.78pct/-1.10pct/-0.42pct，公司收入快速扩张，规模效应显著，费用率均有所下降。

现金流和周转情况均维持优异水平：公司 Q2 销售商品收到现金 6.1 亿元，同比增长 25.9%，与收入情况高度吻合，公司现金流维持优异水平，20H1 经营活动产生净现金流 1.67 亿元，同比-5.2%，表现好于收入增速。公司实行先款后货机制，应收账款维持较低水平，截至 20H1 末仅 0.62 亿元，占收入比例仅 9.6%，较去年同期提升 3.7pct，主要系公司在采取先款后货的同时，允许部分信誉较好的经销商一定的信用额度支持，但该比例较 Q1 末的 29%已有显著下降，体现公司经销商的回款能力较强、信用水平优异。公司存货维持较低水平，截至 20H1 末仅 0.9 亿元，占收入比例 13.8%，较去年同期小幅提升 2.6pct。

投资建议：我们认为，厨电品类的消费者教育困难在过去几年制约了集成灶品类的快速发展。随着抖音快手等内容平台崛起，低成本大流量的家居 MCN 纷纷助力消费者教育，集成灶品类有望实现弯道加速。具体来看，在地产竣工增长、农村厨电保有量提升、集成灶渗透率提升的因素下，集成灶行业销量在未来三年有望维持 30%以上的增速。而浙江美大作为集成灶的发明者，长期维持龙头地位，无论是收入规模、盈利能力还是营运能力，都长期保持出色表现。在集成灶行业高速发展的预期下，我们预计公司在维持龙头地位的同时，份额有望进一步提升。我们预计，公司 2020-2022 年的收入增速分别为 14.5%、32.5%、27.4%，归母净利润增速分别为 17.5%、24.3%、28.5%，每股 EPS 分别为 0.84、1.04、1.34 元/股，当前股价对应 2020-2022 年分别 21.4x、17.2x、13.4xPE，维持买入评级。

风险提示：集成灶渗透率提升不及预期风险；集成灶竞争加剧导致价格战风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1684	1929	2556	3256
收入同比(%)	20.24	14.53	32.50	27.36
归属母公司净利润	460	540	672	863
净利润同比(%)	21.85	17.47	24.27	28.53
毛利率(%)	53.53	52.67	52.39	52.33
ROE(%)	30.28	31.08	33.96	38.17
每股收益(元)	0.71	0.84	1.04	1.34
P/E	18.76	21.40	17.22	13.40
P/B	5.68	6.65	5.85	5.11
EV/EBITDA	14.16	16.17	13.08	9.97

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	916	1176	1474	1837
现金	799	1023	1278	1590
应收账款	18	20	26	34
其他应收款	0	2	3	3
预付账款	14	25	33	40
存货	80	99	126	163
其他流动资产	6	8	9	9
非流动资产	1070	1148	1254	1374
长期投资	0	0	0	0
固定资产	729	778	849	928
无形资产	174	196	211	228
其他非流动资产	154	160	181	205
资产总计	1987	2325	2728	3211
流动负债	440	557	720	918
短期借款	0	0	0	0
应付账款	213	197	274	357
其他流动负债	169	252	315	397
非流动负债	28	29	31	32
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	28	29	31	32
负债合计	468	586	751	950
少数股东权益	0	0	0	0
股本	646	646	646	646
资本公积	105	105	105	105
留存收益	815	1013	1248	1562
归属母公司股东	1,519	1,739	1,977	2,261
负债和股东权	1,987	2,325	2,728	3,211

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	543	680	831	1049
净利润	460	540	672	863
折旧摊销	37	59	49	47
财务费用	(13)	(12)	(15)	(19)
投资损失	4	0	5	7
营运资金变动	54	81	120	146
其他经营现金	1	0	0	0
投资活动现金	(274)	(57)	(58)	(63)
资本支出	(278)	(47)	(51)	(55)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	4	0	5	6
筹资活动现金	(304)	(399)	(519)	(674)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	0	1	1	2
现金净增加额	(34)	224	255	312

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1684	1929	2556	3256
营业成本	783	913	1217	1552
营业税金及附加	12	16	22	28
销售费用	257	281	396	498
管理费用	66	69	100	124
财务费用	(13)	(27)	(35)	(43)
资产减值损失	0	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	4	0	5	7
营业利润	535	631	783	1007
营业外收入	0.12	0.16	0.16	0.16
营业外支出	0.58	0.84	0.84	0.84
利润总额	534	630	783	1006
所得税	74	89	111	143
净利润	460	540	672	863
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	460	540	672	863
EBITDA	553	652	786	1001
EPS (元)	0.71	0.84	1.04	1.34

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	20.24%	14.53%	32.50%	27.36%
营业利润	20.01%	17.91%	24.24%	28.50%
归属于母公司净利	21.85%	17.47%	24.27%	28.53%
获利能力				
毛利率(%)	53.53%	52.67%	52.39%	52.33%
净利率(%)	27.31%	28.01%	26.27%	26.51%
ROE(%)	30.28%	31.08%	33.96%	38.17%
ROIC(%)	29.23%	29.39%	32.29%	36.29%
偿债能力				
资产负债率(%)	23.5%	25.2%	27.5%	29.6%
净负债比率(%)	30.8%	33.7%	38.0%	42.0%
流动比率	2.08	2.11	2.05	2.00
速动比率	1.87	1.89	1.83	1.78
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	95.1	98.4	96.6	96.8
存货周转率	9.8	9.2	9.6	9.5
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	0.7	0.8	1.0	1.3
每股经营现金流	0.8	1.0	1.3	1.6
每股净资产(最新	2.4	2.7	3.0	3.5
估值比率				
P/E	18.76	21.40	17.22	13.40
P/B	5.68	6.65	5.85	5.11
EV/EBITDA	14.16	16.17	13.08	9.97

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。