

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

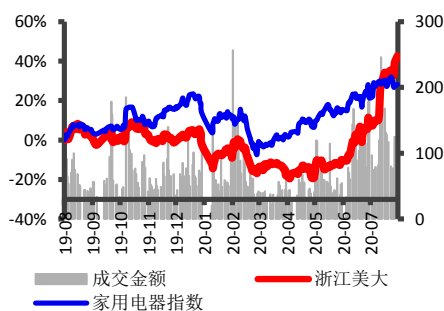
公司整体经营良好，双品牌有望提升公司盈利规模

买入

2020 年 8 月 25 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 24 日

收盘价(元):	17.9
年内最高/最低(元):	18.2/9.8
流通 A 股/总股本(亿):	3.13/6.46
流通 A 股市值(亿):	56.09
总市值(亿):	142.3
ROE	33.1%

基础数据：2020 年 6 月 30 日

每股净资产(元):	2.07
每股公积金(元):	0.16
每股未分配利润(元):	0.685

分析师：石晋 CFA

执业登记编码：S0760514050003

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

➤ 2020 年上半年，公司实现营业收入 64,620.07 万元，同比下降 8.26%；实现归母净利润 17,047.78 万元，同比下降 6.49%。其中 Q2 实现营收 53,428 万元，同比+28.8%，环比+377.4%；当期归母净利润 15,016 万元，同比+40.4%，环比+639%。公司受新冠疫情短期冲击后，经营状况得到快速修复。

事件点评

➤ 疫情推动线上渠道份额提升，行业竞争格局尚不稳定 奥维数据推总，20H1 集成灶线上销售额达到 13.0 亿元，同比+13.6%，销售量 25.7 万台，同比+28.5%；线下销售额 52.5 亿元，同比-8.6%，销售量 61.8 万台，同比-11.6%。受疫情影响，上半年集成灶线上市场份额提升 3.2pct 至 19.8%。目前近 700 家传统家电和厨电品牌企业进入集成灶行业，行业竞争明显加剧，线上 TOP10 品牌集中度下降至 61.7%，显示品牌格局仍存变数。中低端产品占比上升，我们认为主要是商家密集促销以及线上销售占比增加导致中低端产品比例变高。

➤ 双品牌战略助力公司市场份额快速提升 美大开启双品牌发展战略，上半年公司全额投资成立浙江美大智能科技有限公司，推出天牛品牌，产品覆盖集成灶、集成水槽、嵌入式电器、净水机、水槽洗碗机等七大品类，采取线上、线下、KA、工程多渠道拓展，目前已经完成 4 期招商计划，累计签约 300 多家经销商。公司产品逐渐多样化，对单一品类的依赖程度不断降低，市场竞争能力可预见将显著提升。新增 110 万台集成灶及高端厨房电器产品项目（智慧生产制造基地）基本建设已经完成，一期项目已进入小批量试生产阶段，一期项目投产后产能将达 30 万台，约占整个集成灶市场的 1/3。

➤ 公司毛利率有所下降，营运能力整体稳健 20H1，公司毛利率 51.33%，同比下降 2.14pct；公司三费表现较为稳定，其中销售费用率 14.56%，同比下降 1.9pct；管理费用率 7.09%，同比下降 0.77pct；研发费用率 2.95%，同比下降 0.5pct。应收账款周转率 16.23，同比变动 -8.9，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 0.9，同比变动-1.32，我们认为系公司 110 万台集成灶及高端厨房电器产品项目转入固定资产所致；存货周转率 3.73，较 19 年同期变动-0.87。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

➤ **公司加快电商渠道建设，重视新媒体宣传** 公司目前销售渠道主要为线下、线上、KA、工程。公司有 1500 家一级经销商（区域经销商）和 3200 多个营销终端，公司的终端门店数量远超集成灶行业第二梯队，公司的销量和市场占有率始终保持行业内第一。电商渠道方面，公司引进专业电商运营线上官方旗舰店，开设官方商城。疫情发生后，公司及时调整营销策略，大力发展线上网络销售，同时对线下经销商开放网上销售渠道，挑选优质线下经销商建立网络销售平台和店铺。在营销方面，公司今年计划投入比上年增加 50%，在宣传形式和投放结构方面加大线上营销推广以及自媒体、社交媒体等新媒体平台的宣传力度，进一步扩大美大品牌市场影响力，拉动终端销售。

投资建议

➤ 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.79\0.93\1，PE 分别为 22.8/19.2/17.3，维持“买入”评级。

存在风险

➤ 新品牌发展不达预期，消费需求疲弱，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	697.7	844.6	954.4	营业收入合计	1,684.5	1,836.1	2,111.5	2,386.0
应收票据账款	17.7	20.2	25.3	26.2	营业成本	782.9	863.0	986.1	1,123.8
存货	79.6	112.2	108.5	134.9	税金及附加	12.4	18.4	21.1	23.9
预付	13.7	13.8	15.8	18.0	销售费用	256.7	253.4	274.5	310.2
其它流动资产	6.2	5.5	6.3	7.2	管理费用	65.8	69.8	76.0	85.9
流动资产合计	916.4	953.0	885.8	765.6	研发费用	50.9	56.9	65.5	74.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用（利息）	(13.1)	(14.1)	(11.3)	(10.5)
固定资产（净值）	728.9	1,141.5	1,616.6	2,152.6	资产减值损失	(2.3)	0.0	0.0	2.0
在建工程	80.7	86.3	98.6	112.4	投资净收益	3.5	3.3	3.8	4.3
无形资产	174.1	172.6	171.6	171.2	营业利润	534.8	592.1	703.5	781.1
其它非流动资产	86.7	94.5	111.4	128.7	营业外净收支	(0.5)	(1.8)	(2.1)	(2.4)
资产总计	1,986.8	2,361.6	2,785.4	3,218.2	利润总额	534.3	590.3	701.4	778.7
预收款项	80.7	91.8	126.7	119.3	所得税	74.3	82.6	98.2	109.0
应付款项	240.4	258.9	295.8	337.1	净利润	460.0	507.6	603.2	669.7
其他流动负债	118.8	138.1	157.8	179.8	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	439.8	488.8	580.3	636.2	归母净利润	460.0	507.6	603.2	669.7
长期借款	0.0	98.6	159.9	232.4	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
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	507.6	603.2	669.7
负债合计	467.6	615.2	768.0	896.4	折旧	31.7	64.7	74.0	84.3
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)	(14.1)	(11.3)	(10.5)

资本公积	104.9	129.1	158.7	195.2	投资净收益	(3.5)	(3.3)	(3.8)	(4.3)
留存收益	768.3	971.3	1,212.6	1,480.5	营运资金变动	80.3	3.4	52.4	33.0
归属母公司股	1,519.3	1,746.4	2,017.4	2,321.8	其它	(17.4)	49.0	112.0	175.0
权益合计	1,519.3	1,746.4	2,017.4	2,321.8	经营活动现金流合计	543.4	521.2	615.2	610.9
负债和股东权益	1,986.8	2,361.6	2,785.4	3,218.2	(固定资产构建)	(437.1)	(477.4)	(549.0)	(620.4)
财务比率					(无形资产构建)	(4.8)	(3.7)	(4.2)	(4.8)
单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E	非经常性/非经营性损益	3.5	3.3	3.8	4.3
营业收入	1684.5	1836.1	2111.5	2386.0	非流动资产+/-	1.7	(7.7)	(17.0)	(17.3)
归母净利润	460.02	507.64	603.18	669.7	其它	162.5	146.3	131.6	118.5
每股收益 (EPS)	0.71	0.79	0.93	1.0	投资活动现金流合计	(274.1)	(339.2)	(434.7)	(519.7)
市盈率 (P/E)	25.13	22.78	19.17	17.3	(财务费用)	13.1	14.1	11.3	10.5
毛利率	0.54	0.53	0.53	0.5	短期借款+/-	(53.3)	11.1	34.9	(7.4)
净利率	0.27	0.28	0.29	0.3	长期借款+/-	0.0	98.6	61.3	72.4
净资产收益率 (ROE)	0.30	0.29	0.30	0.3	(归母股东红利)	(306.1)	(304.6)	(361.9)	(401.8)
资产负债率	0.24	0.26	0.28	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	1.95	1.53	1.2	股本及资本公积+/-	0.2	24.1	29.7	36.5
速动比率	1.90	1.72	1.34	1.0	其它	42.4	36.0	(67.0)	(28.0)
应收款帐款周转率	79.62	88.83	80.65	81.9	筹资活动现金流合计	(303.7)	(120.6)	(291.7)	(317.7)

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。本报告清晰准确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。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

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
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
电话：010-83496336



