

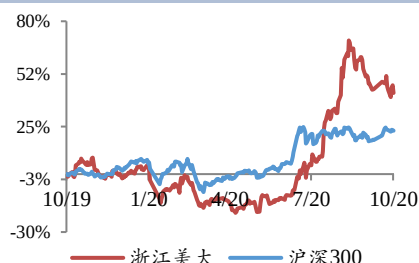
渗透率提升长逻辑持续兑现，优质赛道优质龙头

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-10-22

收盘价（元）	18.03
近 12 个月最高/最低（元）	21.51/10.16
总股本（百万股）	646
流通股本（百万股）	279
流通股比例（%）	43.25
总市值（亿元）	116
流通市值（亿元）	50

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

1.20200621 浙江美大：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 2020-09-21

主要观点：

● 事件：

浙江美大发布 2020Q3 季报，2020 年前三季度实现营业收入 11.77 亿元，同比+3.02%，实现归母净利润 3.35 亿元，同比+10.10%；对应 20Q3 实现营业收入 5.30 亿元，同比+21.16%，实现归母净利润 1.65 亿元，同比+34.83%。

● 渗透率提升长逻辑持续兑现，Q3 延续高增态势

公司 2020 年前三季度实现营业收入 11.77 亿元，同比+3.02%，对应 20Q3 实现营业收入 5.30 亿元，同比+21.16%。考虑到 Q2 有部分 Q1 需求转移，Q3 增速基本符合预期。Q3 得以延续 20%以上增长，我们认为这意味着 Q2 高增速的真实性得到验证，向经销商压货的可能性较低，同时意味着透支四季度增速的概率较低。短期来看，历史数据显示，竣工在四季度迎来释放，2019 年 Q4 的竣工面积占全年 50%以上，今年四季度随着地产改善和竣工释放，预计公司收入高增速依然能够延续，明年一季度在今年的低基数上也有望实现高增。长期来看，随着抖音快手等内容平台崛起，公司通过电商直播、抖音、快手等渠道大力营销，集成灶渗透率持续提升，公司作为集成灶行业龙头，收入有望持续增长。叠加 2-3 年前新开工面积持续改善，未来两三年内预计竣工回暖逐步体现，持续看好地产后周期行情。

分量价看，公司主要产品集成灶 Q3 延续高增长，根据奥维云网，美大集成灶线下 Q3 销售额同增 30.75%，销量同增 37.55%，销额提升主要由销量增长贡献。根据草根调研，集成灶行业竞争有所加剧推动终端价格略有下降，但公司产品结构持续提升，蒸箱款、蒸烤一体款等均价较高的产品销量提升明显，因此均价总体保持相对平稳。

分渠道看，总体销售增长依然主要由线下经销模式贡献，同时公司 Q3 电商渠道取得高速发展，若剔除会计口径变化影响，按 2019 年口径看，我们预计公司前三季度电商渠道收入同增约 50%，Q3 同增约 65%，电商占总营收约 5%。

● 规模效应显现，盈利能力持续提升

公司 2020 年前三季度实现净利率 28.49%，同比+1.83pct，对应 Q3 净利率 31.06%，同比+3.15pct。公司 Q3 实现毛利率 51.55%，同比+0.70pct，预计受益于蒸箱款、蒸烤一体款等均价较高的产品占比提升带来的产品结构提升。公司 Q3 销售费用率 9.17%，同比-0.83pct；公司 Q3 管理/研发/财务费用率同比分别-1.47pct/+0.46pct/-0.11pct，公司收入快速扩张，规模效应显现，费用率均有所下降，盈利能力提升显著。

● 现金流及库存情况均维持优异水平

公司 Q3 销售商品收到现金 5.68 亿元，同比增长 19.50%，与收入情况

基本吻合,公司现金流维持优异水平,20Q3 经营活动产生净现金流 2.33 亿元,同比-6.06%。公司实行先款后货机制,应收账款维持较低水平,截至三季度末仅 0.40 亿元,占收入比例仅 7.62%,较去年同期降低 0.92pct,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,截至三季度末仅 0.63 亿元,占收入比例 11.91%,较去年同期大幅降低 7.07pct,库存情况较好。

● 投资建议

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多因素驱动下,集成灶行业销量在未来三年有望维持 30%左右的增速。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。短期看,历史数据显示,竣工在四季度迎来释放,2019 年 Q4 的竣工面积占全年 50%以上,今年四季度随着地产改善和竣工释放,预计高增速依然能够延续,明年一季度在今年的低基数上也有望实现高增。长期看,公司通过电商直播、抖音、快手等渠道大力营销,渗透率提升长逻辑在今年持续兑现,预计集成灶渗透率能够持续提升,长期驱动公司稳健发展。我们预计,公司 2020-2022 年的收入增速分别为 10.5%、33.4%、27.4%,归母净利润增速分别为 17.0%、24.1%、29.4%,每股 EPS 分别为 0.83、1.03、1.34 元/股,当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 21.7x、17.5x、13.5xPE,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;地产回暖不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020	2021	2022
营业收入	1684	1861	2483	3163
收入同比 (%)	20.2%	10.5%	33.4%	27.4%
归属母公司净利润	460	538	667	864
净利润同比 (%)	21.8%	17.0%	24.1%	29.4%
毛利率 (%)	53.5%	52.7%	52.3%	52.2%
ROE (%)	30.3%	31.5%	36.4%	44.5%
每股收益 (元)	0.71	0.83	1.03	1.34
P/E	18.76	21.65	17.45	13.49
P/B	5.68	6.82	6.36	6.01
EV/EBITDA	14.16	17.47	13.82	10.45

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022	会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	916	1132	1505	1924	营业收入	1684	1861	2483	3163
现金	799	993	1324	1692	营业成本	783	880	1184	1510
应收账款	18	20	26	33	营业税金及附加	12	16	22	28
其他应收款	0	2	2	3	销售费用	257	266	385	484
预付账款	14	23	28	37	管理费用	66	62	97	120
存货	80	87	119	151	财务费用	-13	-33	-48	-68
其他流动资产	6	7	7	7	资产减值损失	0	-1	-1	-1
非流动资产	1070	1111	1029	906	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	0	5	7
固定资产	729	776	752	668	营业利润	535	626	776	1004
无形资产	174	198	213	231	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	167	137	64	6	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1987	2243	2535	2830	利润总额	534	625	776	1004
流动负债	440	508	674	862	所得税	74	87	108	140
短期借款	0	0	0	0	净利润	460	538	667	864
应付账款	213	207	293	368	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	227	300	381	494	归属母公司净利润	460	538	667	864
非流动负债	28	28	28	28	EBITDA	553	610	747	953
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.71	0.83	1.03	1.34
其他非流动负债	28	28	28	28	主要财务比率				
负债合计	468	535	702	890	会计年度	2019	2020	2021	2022
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	646	646	646	646	营业收入	20.2%	10.5%	33.4%	27.4%
资本公积	105	105	105	105	营业利润	20.0%	17.0%	24.0%	29.4%
留存收益	768	957	1082	1189	归属于母公司净利	21.8%	17.0%	24.1%	29.4%
归属母公司股东权	1519	1708	1833	1940	获利能力				
负债和股东权益	1987	2243	2535	2830	毛利率 (%)	53.5%	52.7%	52.3%	52.2%
现金流量表					净利率 (%)	27.3%	28.9%	26.9%	27.3%
单位:百万元					ROE (%)	30.3%	31.5%	36.4%	44.5%
会计年度	2019	2020	2021	2022	ROIC (%)	29.2%	29.3%	33.8%	41.1%
经营活动现金流	543	612	814	1023	偿债能力				
净利润	460	538	667	864	资产负债率 (%)	23.5%	23.9%	27.7%	31.5%
折旧摊销	37	28	27	27	净负债比率 (%)	30.8%	31.4%	38.3%	45.9%
财务费用	0	0	0	0	流动比率	2.08	2.23	2.23	2.23
投资损失	-4	0	-5	-7	速动比率	1.87	2.01	2.02	2.01
营运资金变动	54	45	124	137	营运能力				
其他经营现金流	401	494	545	727	总资产周转率	0.85	0.83	0.98	1.12
投资活动现金流	-274	-19	37	22	应收账款周转率	95.02	94.84	94.90	94.88
资本支出	-278	-19	32	15	应付账款周转率	3.68	4.25	4.04	4.11
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	4	0	5	7	每股收益	0.71	0.83	1.03	1.34
筹资活动现金流	-304	-400	-520	-676	每股经营现金流薄)	0.84	0.95	1.26	1.58
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.35	2.64	2.84	3.00
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	18.76	21.65	17.45	13.49
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.68	6.82	6.36	6.01
其他筹资现金流	-304	-400	-520	-676	EV/EBITDA	14.16	17.47	13.82	10.45
现金净增加额	-34	194	331	369					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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；
- 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。