

浙江美大 (002677.SZ)

Q4 收入增速略放缓，行业成长红利正当时

事件：公司公布 2020 年业绩预告。公司预计 2020 年实现收入 17.71 亿元，同比增长 5.13%；实现归母净利润 5.43 亿元，同比增长 18.07%。其中，公司 20Q4 单季度实现收入 5.94 亿元，同比增长 9.59%；实现归母净利润 2.08 亿元，同比增长 33.33%。

Q4 收入增速有所放缓。20Q4 公司收入端增速为 9.59%，环比 20Q3 增速（21.16%）有所放缓，我们预计主要系 Q4 公司线下渠道份额下滑所致。据奥维云统计，2020 年 10-12 月美大线下销售额份额分别为 20.72%/18.76%/17.37%，同比变动分别为-2.97pct/-4.37pct/-6.12pct，同比下滑幅度相较 Q3 有所拉大（7-9 月市占率同比变动为 2.69pct/-4.93pct/-2.71pct）。

费用管控得当，Q4 维持较高盈利水平。成本端，集成灶核心原材料为不锈钢材料，截至 2020 年 9 月底，不锈钢原材料价格指数同比增幅约为 1%，对公司原材料成本影响较小，同时得益于公司产品规模不断扩大带来的规模效应，预计 Q4 毛利率或有提升。**费率管控高效，公司保持较高盈利水平。**Q3 公司通过营销模式的转变降低了销售和管理费率，公司 Q4 继续维持费用控制。此外公司预计存在少量退税及投资收益。综上，公司 Q4 利润端同比增速 33.33%，高于收入端增幅。

新品牌和多样化渠道模式助力打开未来成长空间。公司于 2020 年上半年推出“天牛”品牌，定位于“时尚厨电创领者”，主要面对中低端市场，多元化布局市场；公司在线下渠道中占据优质经销商，扩张动力强劲。此外，公司拓展多样化销售渠道，线上线下齐发力，强化管理创新，将助力公司不断打开市场空间。

盈利预测与投资建议。公司四季度经营略有放缓，我们略微下调盈利预测，2020-2022 年归母净利润分别为 5.43/6.83/8.01 亿元，同比增长分别为 18%/25.8%/17.4%。公司长期增长空间大，维持此前“买入”评级。

风险提示：新品拓展不及预期、价格战导致盈利受损、疫情反复影响销售。

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1,401 | 1,684 | 1,771 | 2,234 | 2,560 |
| 增长率 yoy（%） | 36.5 | 20.2 | 5.1 | 26.2 | 14.6 |
| 归母净利润（百万元） | 378 | 460 | 543 | 683 | 801 |
| 增长率 yoy（%） | 23.7 | 21.8 | 18.0 | 25.8 | 17.4 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.58 | 0.71 | 0.84 | 1.06 | 1.24 |
| 净资产收益率（%） | 27.7 | 30.3 | 31.7 | 32.4 | 30.8 |
| P/E（倍） | 31.7 | 26.1 | 22.1 | 17.6 | 15.0 |
| P/B（倍） | 8.78 | 7.89 | 7.00 | 5.69 | 4.61 |

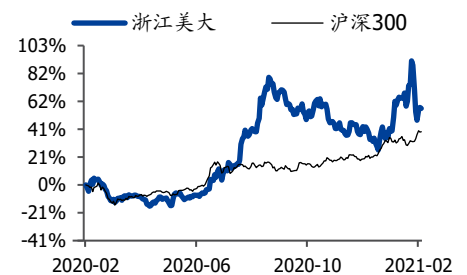
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

| | |
|----------------|-----------|
| 行业 | 白色家电 |
| 前次评级 | 买入 |
| 最新收盘价 | 18.78 |
| 总市值(百万元) | 12,132.85 |
| 总股本(百万股) | 646.05 |
| 其中自由流通股(%) | 43.25 |
| 30 日日均成交量(百万股) | 6.61 |

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 郑紫舟

邮箱：zhengzizhou@gszq.com

相关研究

- 1、《浙江美大 (002677.SZ)：业绩延续高增长，盈利能力提升》2020-10-23
- 2、《浙江美大 (002677.SZ)：Q2 经营超预期，渗透率提升正当时》2020-08-26
- 3、《浙江美大 (002677.SZ)：集成灶龙头成长正当时》2020-05-09



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 956 | 916 | 1154 | 1582 | 1960 |
| 现金 | 839 | 799 | 1024 | 1404 | 1788 |
| 应收票据及应收账款 | 17 | 18 | 19 | 27 | 26 |
| 其他应收款 | 4 | 0 | 4 | 2 | 5 |
| 预付账款 | 31 | 14 | 33 | 26 | 41 |
| 存货 | 64 | 80 | 68 | 117 | 93 |
| 其他流动资产 | 0 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 非流动资产 | 825 | 1070 | 1034 | 1173 | 1236 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 324 | 729 | 689 | 801 | 837 |
| 无形资产 | 175 | 174 | 190 | 211 | 235 |
| 其他非流动资产 | 327 | 167 | 154 | 161 | 163 |
| 资产总计 | 1781 | 1987 | 2188 | 2755 | 3195 |
| 流动负债 | 412 | 440 | 448 | 621 | 569 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 161 | 240 | 172 | 345 | 242 |
| 其他流动负债 | 251 | 199 | 277 | 276 | 328 |
| 非流动负债 | 4 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 4 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 负债合计 | 416 | 468 | 476 | 648 | 597 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 646 | 646 | 646 | 646 | 646 |
| 资本公积 | 105 | 105 | 105 | 105 | 105 |
| 留存收益 | 656 | 815 | 815 | 815 | 815 |
| 归属母公司股东权益 | 1365 | 1519 | 1712 | 2107 | 2598 |
| 负债和股东权益 | 1781 | 1987 | 2188 | 2755 | 3195 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 442 | 543 | 610 | 866 | 819 |
| 净利润 | 378 | 460 | 543 | 683 | 801 |
| 折旧摊销 | 36 | 37 | 101 | 97 | 112 |
| 财务费用 | -4 | -13 | -26 | -34 | -45 |
| 投资损失 | -11 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 营运资金变动 | 28 | 53 | -4 | 125 | -45 |
| 其他经营现金流 | 15 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -171 | -274 | -61 | -232 | -171 |
| 资本支出 | 292 | 280 | -37 | 139 | 62 |
| 长期投资 | 113 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 233 | 6 | -97 | -93 | -109 |
| 筹资活动现金流 | -299 | -304 | -325 | -254 | -264 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | -0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -307 | -304 | -325 | -254 | -264 |
| 现金净增加额 | -29 | -34 | 225 | 380 | 384 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1401 | 1684 | 1771 | 2234 | 2560 |
| 营业成本 | 679 | 783 | 804 | 1009 | 1145 |
| 营业税金及附加 | 15 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 154 | 257 | 266 | 337 | 384 |
| 管理费用 | 81 | 66 | 66 | 82 | 87 |
| 研发费用 | 41 | 51 | 53 | 74 | 87 |
| 财务费用 | -4 | -13 | -26 | -34 | -45 |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 1 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 11 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 446 | 535 | 616 | 776 | 910 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 444 | 534 | 617 | 776 | 910 |
| 所得税 | 67 | 74 | 74 | 93 | 109 |
| 净利润 | 378 | 460 | 543 | 683 | 801 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 378 | 460 | 543 | 683 | 801 |
| EBITDA | 455 | 548 | 690 | 836 | 975 |
| EPS (元) | 0.58 | 0.71 | 0.84 | 1.06 | 1.24 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 36.5 | 20.2 | 5.1 | 26.2 | 14.6 |
| 营业利润(%) | 24.1 | 20.0 | 15.3 | 25.8 | 17.4 |
| 归属于母公司净利润(%) | 23.7 | 21.8 | 18.0 | 25.8 | 17.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 51.5 | 53.5 | 54.6 | 54.9 | 55.3 |
| 净利率(%) | 26.9 | 27.3 | 30.6 | 30.6 | 31.3 |
| ROE(%) | 27.7 | 30.3 | 31.7 | 32.4 | 30.8 |
| ROIC(%) | 26.0 | 28.4 | 29.8 | 30.5 | 28.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 23.3 | 23.5 | 21.8 | 23.5 | 18.7 |
| 净负债比率(%) | -61.2 | -50.8 | -58.2 | -65.3 | -67.8 |
| 流动比率 | 2.3 | 2.1 | 2.6 | 2.5 | 3.4 |
| 速动比率 | 2.1 | 1.9 | 2.3 | 2.3 | 3.2 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 106.0 | 95.7 | 95.7 | 95.7 | 95.7 |
| 应付账款周转率 | 4.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.58 | 0.71 | 0.84 | 1.06 | 1.24 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.68 | 0.84 | 0.94 | 1.34 | 1.27 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.11 | 2.35 | 2.65 | 3.26 | 4.02 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 31.7 | 26.1 | 22.1 | 17.6 | 15.0 |
| P/B | 8.8 | 7.9 | 7.0 | 5.7 | 4.6 |
| EV/EBITDA | 24.5 | 20.5 | 15.9 | 12.7 | 10.5 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

| | |
|--------------------------|---|
| 事件：公司发布 2020 年业绩预告 | 4 |
| Q4 收入增速有所放缓..... | 4 |
| 费用管控得当，Q4 维持较高盈利水平 | 5 |
| 新品牌拓宽成长空间 | 5 |
| 盈利预测与投资建议 | 5 |
| 风险提示 | 5 |

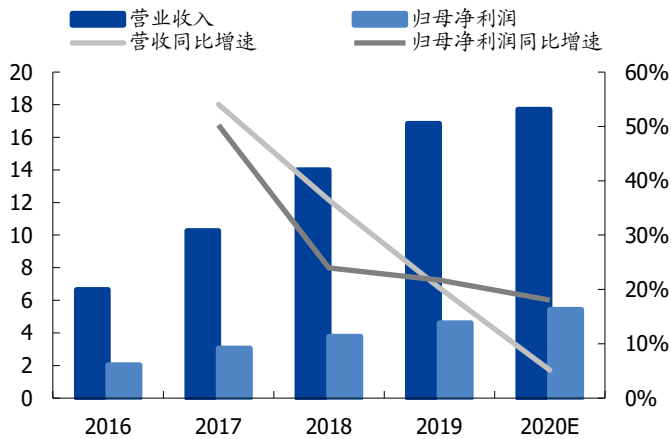
图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图表 1: 公司年度收入及利润情况 (亿元) | 4 |
| 图表 2: 公司 Q4 收入及利润情况 (亿元) | 4 |
| 图表 3: 2020 年公司单季度收入增速情况比较 | 4 |
| 图表 4: 浙江美大集成灶产品线下销售额份额及同比变动情况 | 4 |
| 图表 5: 不锈钢价格指数变动情况 | 5 |
| 图表 6: 2020 年公司单季度净利润及净利率情况 | 5 |

事件：公司发布 2020 年业绩预告

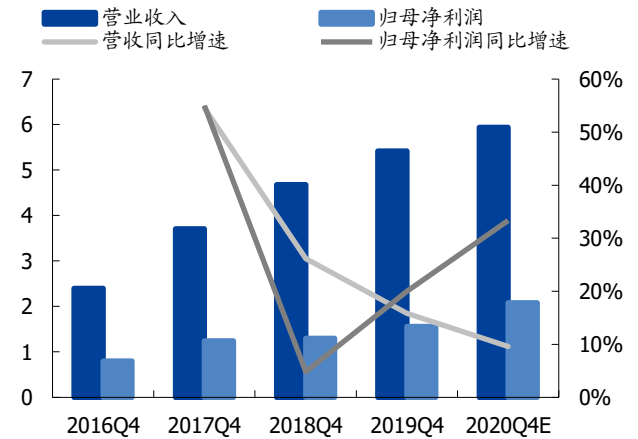
公司四季度收入增速放缓，利润维持高增速。公司预计 2020 年实现收入 17.71 亿元，同比增长 5.13%；实现归母净利润 5.43 亿元，同比增长 18.07%。其中，公司 20Q4 单季度实现收入 5.94 亿元，同比增长 9.59%；实现归母净利润 2.08 亿元，同比增长 33.33%。

图表 1：公司年度收入及利润情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：公司 Q4 收入及净利润情况（亿元）

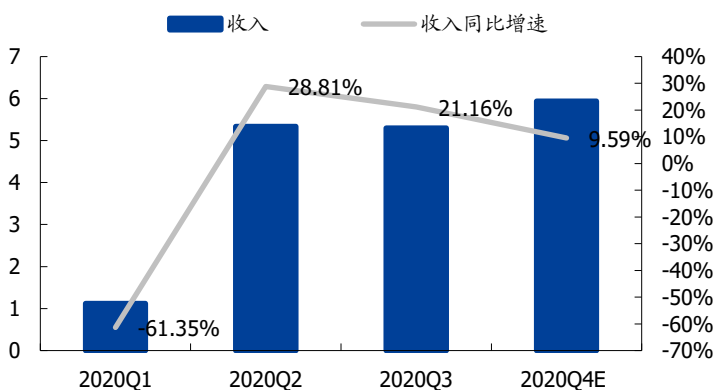


资料来源：Wind，国盛证券研究所

Q4 收入增速有所放缓

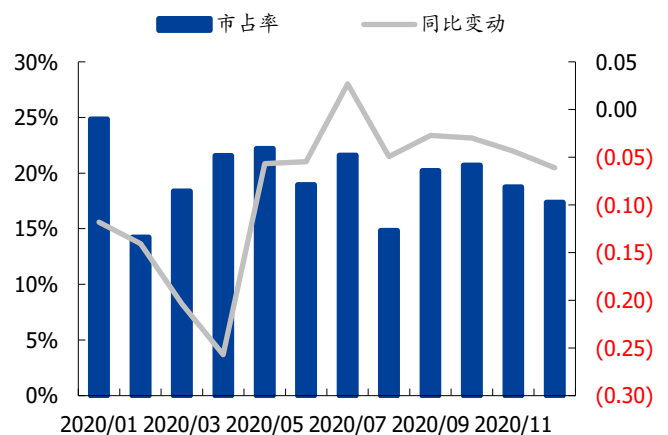
20Q4 公司收入端增速为 9.59%，环比 20Q3 增速（21.16%）有所放缓，我们预计主要系 Q4 公司线下渠道份额下滑所致。据奥维云统计，2020 年 10-12 月美大线下销售额份额分别为 20.72%/18.76%/17.37%，同比变动分别为 -2.97pct/-4.37pct/-6.12pct，同比下滑幅度相较 Q3 有所拉大（7-9 月市占率同比变动为 2.69pct/-4.93pct/-2.71pct）。

图表 3：2020 年公司单季度收入增速情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：浙江美大集成灶产品线下销售份额及同比变动情况

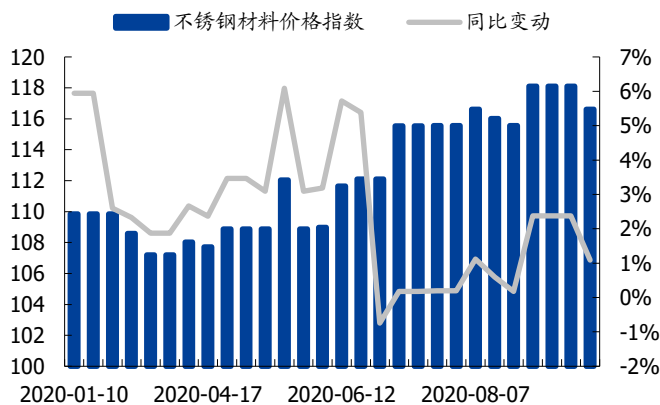


资料来源：奥维云，国盛证券研究所

费用管控得当，Q4 维持较高盈利水平

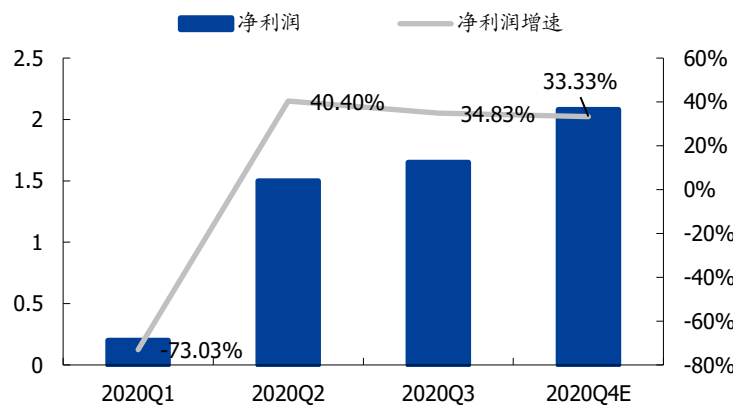
成本端，集成灶核心原材料为不锈钢材料，截至 2020 年 9 月底，不锈钢原材料价格指数同比增幅约为 1%，对公司原材料成本影响较小，同时得益于公司产品规模不断扩大带来的规模效应，预计 Q4 毛利率或有提升。**费率管控高效，公司保持较高盈利水平**。Q3 公司通过营销模式的转变降低了销售和管理费率，公司 Q4 继续维持费用控制。此外公司预计存在少量退税及投资收益。综上，公司 Q4 利润端同比增速 33.33%，高于收入端增幅。

图表 5: 不锈钢价格指数变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2020 年公司单季度净利润及净利率情况



资料来源: 年报, 国盛证券研究所

新品牌拓宽成长空间

公司于 2020 年上半年推出“天牛”品牌，定位于“时尚厨电创领者”，主要面对中低端市场，多元化布局市场；公司在线下渠道中占据优质经销商，扩张动力强劲。此外，公司拓展多样化销售渠道，线上线下齐发力，强化管理创新，将助力公司不断打开市场空间。

盈利预测与投资建议

公司四季度经营略有放缓，我们略微下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 5.43/6.83/8.01 亿元，同比增长分别为 18%/25.8%/17.4%。公司长期增长空间大，维持此前“买入”评级。

风险提示

新品拓展不及预期、价格战导致盈利受损、疫情反复影响销售。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com