

# 浙江美大 (002677)

证券研究报告

2021年02月22日

## 产品结构改善，线上份额有所提升

**事件：**根据公司20年业绩快报，公司20全年实现营收17.71亿元，同比+5.13%；归母净利润5.43亿元，同比+18.07%；扣非归母净利润5.41亿元，同比+18.90%。20Q4营收5.94亿元，同比+9.51%；归母净利润2.06亿元，同比+32.13%。

**20全年集成灶品类逆势增长，渗透率进一步攀升，成为厨电市场的亮点品类。**根据奥维云网数据，2020年我国集成灶零售额为182.2亿元，同比+13.9%，零售量238万台，同比+12%。相对而言，厨电品类整体增长趋缓，集成灶对传统厨电挤压效应有所显现，20全年在集成灶零售额在厨电各品类中的占比提升6.3pct至31.6%，零售量在厨电各品类中的占比提升。

**线上行业集中度小幅提升，公司线上份额有所增长。**从奥维云网数据来看，20全年集成灶行业线上Top5集中度为47%，相对于19年有所提升，而线下却受综合性品牌、跨界品牌入局的影响有所下滑，Top5集中度为71.6%。从公司层面看，20年美大集成灶线上零售额份额提升1.7pct至7.9%。与此同时，美大加大高端市场布局20年全年线上1万以上集成灶市场份额达18%，同比提升5.4pct。

**进入21年，疫情得到控制+“年货节”，集成灶品类同比翻倍，同时中端占比大幅提升，产品结构得到优化。**1月疫情相对20年大幅好转，加上春节的影响，集成灶行业线上零售额同比+213%，零售量同比+165%，线下零售额同比+69%，零售量同比+65%。行业整体产品结构不断得到优化，线下中端市场（7000-13000元）占比同比提升13.1pct至53.8%，线下集成灶均价同比+9.6%。从公司层面看，21年1月，美大线下销额份额为17.53%，位居行业第二。

另外，公司业绩增速远远大于收入增速，我们认为主要有以下两点原因：第一，公司信誉好、资金实力强、采购量大，与供应商建立了良好的合作关系，成本端优势明显。同时，公司对于原材料价格上涨有预判，对不锈钢等原材料提前进行价格锁定和储备。第二，我们认为平台官方旗舰店由专业的网络经销商运营后网络宣传费用有所下降也是原因之一。

我们认为，集成灶品类目前已迎来一个快速增长阶段，在专业品牌、家电综合品牌、互联网品牌等企业的推动下，21年仍保持高速增长，公司作为行业龙头企业，积极发力营销，提升品牌知名度，有望把握新兴赛道发展的主动权。未来随着公司多元化渠道的推进及产品结构的持续改善，业绩有望保持较快速的增长。根据业绩快报调整后，公司20-22年公司归母净利润5.43、6.95、8.58亿元（前值5.54、7.10、8.61亿元），当前股价对应20-22年21.6/16.9/13.7XPE，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格变动风险；行业竞争加剧；集成灶增速不及预期；业绩预告是初步测算结果，以年报披露数据为准等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,400.90	1,684.48	1,770.82	2,302.67	2,764.18
增长率(%)	36.49	20.24	5.13	30.03	20.04
EBITDA(百万元)	517.86	607.50	646.24	858.79	1,028.49
净利润(百万元)	377.53	460.01	543.28	694.83	857.59
增长率(%)	23.70	21.85	18.10	27.90	23.42
EPS(元/股)	0.58	0.71	0.84	1.08	1.33
市盈率(P/E)	31.11	25.53	21.62	16.90	13.70
市净率(P/B)	8.60	7.73	7.01	6.35	5.58
市销率(P/S)	8.38	6.97	6.63	5.10	4.25
EV/EBITDA	10.65	12.75	16.54	12.19	9.85

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	18.18元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	646.05
流通A股股本(百万股)	279.42
A股总市值(百万元)	11,745.22
流通A股市值(百万元)	5,079.87
每股净资产(元)	2.31
资产负债率(%)	23.33
一年内最高/最低(元)	23.45/9.92

### 作者

蔡雯娟 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516100008  
caiwenjuan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《浙江美大-季报点评:线上份额实现提升，毛利率有所改善》2020-10-23
- 《浙江美大-半年报点评:线上市场增幅明显，Q2业绩表现靓丽》2020-08-27
- 《浙江美大-季报点评:20Q1收入增速受疫情影响显著，经营性现金流有所下降》2020-04-23

## 事件

根据公司 20 年业绩快报, 公司 20 全年实现营收 17.71 亿元, 同比+5.13%; 归母净利润 5.43 亿元, 同比+18.07%; 扣非归母净利润 5.41 亿元, 同比+18.90%。20Q4 营收 5.94 亿元, 同比+9.51%; 归母净利润 2.06 亿元, 同比+32.13%。

## 集成灶渗透率进一步攀升, 成为厨电市场的亮点品类

根据奥维云网数据, 2020 年我国集成灶零售额为 182.2 亿元, 同比+13.9%, 零售量 238 万台, 同比+12%。相对而言, 厨电品类整体增长趋缓, 烟灶消、嵌入式蒸箱/烤箱合计销售额同比-9%, 销量同比-7%, 集成灶渗透率得到提升, 对传统厨电挤压效应有所显现, 20 全年在集成灶零售额在厨电各品类中的占比提升 6.3pct 至 31.6%, 零售量在厨电各品类中的占比提升 0.7pct 至 4.2%。

## Q4 延续高增长趋势未变, 均价同比持续提升

自六月份销售额销量同时拨正之后, 集成灶保持稳定增长, Q4 整体增速略有提升。奥维云网数据显示, 20 年 10-12 月, 集成灶行业线下零售额同比分别+25%、31%、27.9%, 零售量同比分别+16.3%、24.8%和 21.5%。从价格段来看, 10-12 月线下均价约在 8900 元左右, 同比分别提升 8.2%、9.1%和 5.4%。

## 线上行业集中度小幅提升, 公司线上份额有所增长

从奥维云网数据来看, 20 全年集成灶行业线上 Top 5 集中度为 47%, 相对于 19 年有所提升, 而线下却受综合性品牌、跨界品牌入局的影响有所下滑, Top 5 集中度为 71.6%。从公司层面看, 20 年美大集成灶线上零售额份额提升 1.7pct 至 7.9%。与此同时, 美大加大高端市场布局 20 年全年线上 1 万以上集成灶市场份额达 18%, 同比提升 5.4pct。橱柜方面, 业务占比较小的橱柜为公司较新品类, 公司正在积极改善产品结构从而摆脱对单一产品的依赖。

另外, 公司业绩增速远远大于收入增速, 我们认为主要有以下两点原因: 第一, 公司信誉好、资金实力强、采购量大, 与供应商建立了良好的合作关系, 成本端优势明显。同时, 公司对于原材料价格上涨有预判, 对不锈钢等原材料提前进行价格锁定和储备。第二, 我们认为将天猫、京东、苏宁三大平台官方旗舰店由专业的网络经销商运营后网络宣传费用有所下降也是其中原因之一。

进入 21 年, 疫情得到控制+ “年货节”, 集成灶品类同比翻倍, 同时中端占比大幅提升, 产品结构得到优化。1 月疫情相对 20 年大幅好转, 加上春节的影响, 集成灶行业线上零售额同比+213%, 零售量同比+165%, 线下零售额同比+69%, 零售量同比+65%。行业整体产品结构不断得到优化, 线下中端市场 (7000-13000 元) 占比同比提升 13.1pct 至 53.8%, 线下集成灶均价同比+9.6%。从公司层面看, 21 年 1 月, 美大线下销额份额为 17.53%, 位居行业第二。

## 投资建议

我们认为，集成灶品类目前已迎来一个快速增长阶段，在专业品牌、家电综合品牌、互联网品牌等企业的推动下，21 年仍保持高速增长，公司作为行业龙头企业，积极发力营销，提升品牌知名度，有望把握新兴赛道发展的主动权。未来随着公司多元化渠道的推进及产品结构的持续改善，业绩有望保持较快速的增长。根据业绩快报调整后，公司 20-22 年公司归母净利润 5.43、6.95 、8.58 亿元（前值 5.54、7.10、8.61 亿元），当前股价对应 20-22 年 21.6/16.9/13.7XPE，维持“增持”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	839.38	799.13	1,026.32	1,233.29	1,564.71
应收票据及应收账款	17.46	17.73	15.76	29.27	25.42
预付账款	30.56	13.72	28.37	31.99	38.22
存货	64.13	79.64	101.88	115.06	160.28
其他	4.13	6.15	5.99	4.91	8.40
<b>流动资产合计</b>	<b>955.65</b>	<b>916.37</b>	<b>1,178.32</b>	<b>1,414.51</b>	<b>1,797.02</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	323.52	728.87	750.63	775.89	789.44
在建工程	238.25	80.71	84.43	98.66	89.19
无形资产	174.71	174.12	168.67	163.23	157.79
其他	88.46	86.74	33.13	42.93	53.98
<b>非流动资产合计</b>	<b>824.93</b>	<b>1,070.44</b>	<b>1,036.86</b>	<b>1,080.72</b>	<b>1,090.40</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,780.58</b>	<b>1,986.80</b>	<b>2,215.18</b>	<b>2,495.23</b>	<b>2,887.43</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	160.80	240.36	140.69	353.48	261.45
其他	251.02	199.43	387.50	278.52	501.88
<b>流动负债合计</b>	<b>411.82</b>	<b>439.79</b>	<b>528.20</b>	<b>632.00</b>	<b>763.33</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.68	27.76	11.91	14.45	18.04
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.68</b>	<b>27.76</b>	<b>11.91</b>	<b>14.45</b>	<b>18.04</b>
<b>负债合计</b>	<b>415.50</b>	<b>467.56</b>	<b>540.11</b>	<b>646.45</b>	<b>781.37</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	646.05	646.05	646.05	646.05	646.05
资本公积	104.68	104.92	104.92	104.92	104.92
留存收益	760.52	920.36	1,029.02	1,202.73	1,460.00
其他	(146.18)	(152.08)	(104.92)	(104.92)	(104.92)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,365.08</b>	<b>1,519.25</b>	<b>1,675.07</b>	<b>1,848.78</b>	<b>2,106.06</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,780.58</b>	<b>1,986.80</b>	<b>2,215.18</b>	<b>2,495.23</b>	<b>2,887.43</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	377.53	460.01	543.28	694.83	857.59
折旧摊销	36.09	37.26	39.97	45.95	51.35
财务费用	0.00	0.00	(20.11)	(4.61)	(31.79)
投资损失	(10.86)	(3.51)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	27.11	12.23	91.40	67.31	72.79
其它	12.03	37.39	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>441.89</b>	<b>543.39</b>	<b>654.54</b>	<b>803.49</b>	<b>949.94</b>
资本支出	305.13	260.33	75.85	77.46	46.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(476.40)	(534.43)	(135.85)	(157.46)	(96.41)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(171.27)</b>	<b>(274.10)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(16.46)	7.66	67.28	4.61	31.79
其他	(282.67)	(311.33)	(434.62)	(521.12)	(600.31)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(299.12)</b>	<b>(303.67)</b>	<b>(367.34)</b>	<b>(516.52)</b>	<b>(568.52)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(28.51)</b>	<b>(34.38)</b>	<b>227.19</b>	<b>206.97</b>	<b>331.42</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,400.90</b>	<b>1,684.48</b>	<b>1,770.82</b>	<b>2,302.67</b>	<b>2,764.18</b>
营业成本	678.86	782.85	845.05	1,082.26	1,299.16
营业税金及附加	15.39	12.38	12.82	16.12	17.97
营业费用	154.46	256.66	199.93	276.32	331.70
管理费用	80.70	65.78	59.09	69.08	82.93
研发费用	40.77	50.93	48.79	46.05	55.28
财务费用	(3.99)	(13.09)	(20.11)	(4.61)	(31.79)
资产减值损失	0.58	0.00	(1.13)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.86	3.51	(0.00)	0.00	0.00
其他	(22.34)	(9.30)	(12.62)	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>445.60</b>	<b>534.76</b>	<b>639.01</b>	<b>817.45</b>	<b>1,008.92</b>
营业外收入	0.12	0.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.64	0.58	1.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>444.09</b>	<b>534.30</b>	<b>638.00</b>	<b>817.45</b>	<b>1,008.92</b>
所得税	66.56	74.28	94.73	122.62	151.34
<b>净利润</b>	<b>377.53</b>	<b>460.01</b>	<b>543.28</b>	<b>694.83</b>	<b>857.59</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>377.53</b>	<b>460.01</b>	<b>543.28</b>	<b>694.83</b>	<b>857.59</b>
每股收益(元)	0.58	0.71	0.84	1.08	1.33

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	36.49%	20.24%	5.13%	30.03%	20.04%
营业利润	24.12%	20.01%	19.49%	27.93%	23.42%
归属于母公司净利润	23.70%	21.85%	18.10%	27.90%	23.42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	51.54%	53.53%	52.28%	53.00%	53.00%
净利率	26.95%	27.31%	30.68%	30.18%	31.03%
ROE	27.66%	30.28%	32.43%	37.58%	40.72%
ROIC	193.02%	102.72%	83.21%	112.23%	145.06%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.34%	23.53%	24.38%	25.91%	27.06%
净负债率	-61.49%	-52.60%	-61.27%	-66.71%	-74.30%
流动比率	2.32	2.08	2.23	2.24	2.35
速动比率	2.16	1.90	2.04	2.06	2.14
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	106.00	95.75	105.76	102.27	101.09
存货周转率	20.34	23.43	19.51	21.23	20.08
总资产周转率	0.81	0.89	0.84	0.98	1.03
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.58	0.71	0.84	1.08	1.33
每股经营现金流	0.68	0.84	1.01	1.24	1.47
每股净资产	2.11	2.35	2.59	2.86	3.26
<b>估值比率</b>					
市盈率	31.11	25.53	21.62	16.90	13.70
市净率	8.60	7.73	7.01	6.35	5.58
EV/EBITDA	10.65	12.75	16.54	12.19	9.85
EV/EBIT	11.44	13.58	17.63	12.88	10.36

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com