

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

浙江美大(002677)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 首席研究员

执业编号: S1500520070002

联系电话: 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究

《集成灶景气正当时, 美大未来更美更大》20200831

《浙江美大: Q1 业绩高速增长, 产品结构持续提升》

20210406

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

线上线下多渠道发力, 集成灶龙头业绩维持高增

2021年04月08日

事件: 2020年公司营业收入17.71亿元, 同比增长5.13%; 归母净利润5.44亿元, 同比增长18.16%。2020Q4实现营业收入5.94亿元, 同比增加9.56%; 归母净利润2.08亿元, 同比增加33.96%。分红方案每10股派6元(含税), 分红率71.31%, 对应当前股息率为3.21%。

点评:

- **集成灶行业逆势上扬, 公司经营表现稳定增长。**2020年厨电行业受疫情影响零售量、额双降, 但集成灶作为厨电行业新品类, 迅速走出疫情影响, 快速恢复。根据中怡康数据, 集成灶2020全年规模达181亿元, 同比增长12%。公司作为集成灶行业龙头企业, 20年经营表现稳定增长, 分业务来看, 集成灶产品、橱柜产品和其他产品收入分别同比变化+4.31/-22.10/+28.62%。Q4公司实现营收5.94亿元, 增速较Q2-Q3略有放缓(28.81/21.16%)
- **渠道布局多方发力, 双品牌战略推动公司产品结构多样性。**2020年为应对疫情, 公司积极调整营销思路, 实施全新的网络销售理念和模式, 包括线上官旗实现专业化代运营、对经销商开放网络经销权限、积极开展直播带货等新型营销活动、对线上产品实行差异化等, 线上渠道新布局成效显著, 根据奥维云网数据, 2020年浙江美大线上份额提升1.7pct(7.9%)。线下渠道方面, 公司进一步完善经销商体系, 积极扩大一二线城市版图, 2020新增一级经销商113家, 终端门店285个。同时, 公司在KA和工程渠道方面同步发力, 积极探索新的家装渠道和社区渠道以实现未来多渠道持续发展。**产品结构方面,**一方面公司通过技术创新提高高端产品比例, 根据奥维云网数据, 美大在10K+高端集成灶的市场份额达到18%, 较19年提升5.4pct; 另一方面公司通过“天牛”实现双品牌战略, 覆盖更多年轻消费群体, 提升销售收入和市场份额。
- **Q4毛利率水平略有下滑, 销售费率大幅降低。**销售费率大幅降低公司2020年综合毛利率为52.76%, 同比-0.77pct, Q4毛利率55.40%, 同比-0.36pct, 2020年净利润率30.70%, 同比+3.39pct, Q4净利率35.06%, 同比+6.38pct。**分产品看,**全年集成灶产品毛利率下滑0.93pct, 而橱柜和其他产品毛利率分别同比增长3.91pct、2.78pct。**从费用率看,**公司2020年销售、管理、研发、财务费用率分别同比-4.02/-0.41/+0.04/-0.46pct, Q4销售、管理、研发、财务费用率分别-8.44/+0.39/+0.40/-0.18pct。公司在报告期内调整广告宣传投放策略, 优化投放效率, 因此销售费用率大幅下降, 报告期内财务费用同比减少67.09%, 主要来源于公司活期定存利息收入增加。
- **预收账款快速增长, Q4经营性现金流表现优异。**1) 20年公司现金+其他流动资产合计5.10亿元, 同比-36.17%, 主要系购买信托理财产品导致; 合同负债+其他流动负债(原预收账款)合计1.56亿元, 同比+93.75%, 体现了公司未来强劲的收入增长潜力; 应收票据和应收账款

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

合计 2897 万元，同比+63.40%，其中应收账款同比+38.58%，主要系为部分网络经销商提高一定信用额度支持所致；2) 从周转情况来看，公司存货、应收账款周转天数分别同比+0.87/+0.82 天，周转效率略有下降。3) 20 年公司经营性现金流净 21.47 亿元，同比+7.34%，Q4 经营性现金流净 8.83 亿，同比+21.88%。

- **盈利预测与投资建议：**集成灶行业景气度向上，渗透率存在长期提升空间。公司作为行业龙头企业，通过技术推动产品结构升级，双品牌战略扩大市场份额，线上线下渠道同步发展。未来随着公司继续积极拓展一二线城市和线上渠道，以及公司集成水槽、橱柜等新兴业务快速增长，我们预计公司将继续保持稳定高速增长。我们预计公司 21-23 年收入为 21.72/26.44/31.02 亿元，同比+22.6%/+21.8%/+17.3%；归母净利润 6.49/7.92/9.60 亿元，同比+19.4%/+22.0%/+21.2%，对应 PE 为 18.62/15.26/12.59 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**产品接受度不及预期、新品开拓不及预期、原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,684	1,771	2,172	2,644	3,102
增长率 YoY %	20.2%	5.1%	22.6%	21.8%	17.3%
归属母公司净利润 (百万元)	460	544	649	792	960
增长率 YoY%	21.8%	18.2%	19.4%	22.0%	21.2%
毛利率%	53.5%	52.8%	52.9%	53.1%	52.5%
净资产收益率ROE%	30.3%	31.9%	27.6%	25.2%	23.4%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.84	1.00	1.23	1.49
市盈率 P/E(倍)	18.76	18.93	18.62	15.26	12.59
市净率 P/B(倍)	5.68	6.04	5.14	3.84	2.94

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 08 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	916	1,137	2,187	3,448	4,925	
货币资金	799	510	1,533	2,765	4,208	
应收票据	0	4	0	0	0	
应收账款	18	25	27	33	39	
预付账款	14	15	23	25	30	
存货	80	78	98	119	141	
其他	6	505	506	506	507	
非流动资产	1,070	1,041	767	408	13	
长期股权投资	0	0	30	70	120	
固定资产	729	675	441	148	-197	
无形资产	174	169	94	-2	-104	
其他	167	198	202	192	194	
资产总计	1,987	2,179	2,953	3,856	4,938	
流动负债	440	449	575	686	808	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	28	14	33	34	40	
应付账款	213	150	212	259	300	
其他	199	284	329	392	468	
非流动负债	28	26	26	26	26	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	28	26	26	26	26	
负债合计	468	475	601	712	834	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,519	1,704	2,353	3,144	4,104	
负债和股东权益	1,987	2,179	2,953	3,856	4,938	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,684	1,771	2,172	2,644	3,102	
同比	20.2%	5.1%	22.6%	21.8%	17.3%	
归属母公司净利润	460	544	649	792	960	
同比	21.8%	18.2%	19.4%	22.0%	21.2%	
毛利率(%)	53.5%	52.8%	52.9%	53.1%	52.5%	
ROE%	30.3%	31.9%	27.6%	25.2%	23.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.84	1.00	1.23	1.49	
P/E	18.76	18.93	18.62	15.26	12.59	
P/B	5.68	6.04	5.14	3.84	2.94	
EV/EBITDA	14.16	14.73	17.64	13.13	9.35	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,684	1,771	2,172	2,644	3,102	
营业成本	783	836	1,022	1,241	1,473	
营业税金及...	12	18	20	24	29	
销售费用	257	199	261	332	372	
管理费用	66	62	83	111	130	
研发费用	51	54	76	90	107	
财务费用	-13	-22	-35	-63	-111	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	4	0	4	4	4	
其他	2	11	8	12	15	
营业利润	535	635	759	925	1,120	
营业外收支	0	-1	-2	-2	-1	
利润总额	534	634	757	923	1,119	
所得税	74	90	108	131	159	
净利润	460	544	649	792	960	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	460	544	649	792	960	
EBITDA	553	664	598	709	842	
EPS(当	0.71	0.84	1.00	1.23	1.49	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	543	634	633	735	897	
净利润	460	544	649	792	960	
折旧摊销	37	62	-113	-137	-148	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-4	0	-4	-4	-4	
营运资金变	54	27	100	82	88	
其它	-5	1	2	2	1	
投资活动现	-274	-570	390	497	546	
资本支出	-278	-70	415	534	592	
长期投资	0	-500	-30	-40	-50	
其他	4	0	4	4	4	
筹资活动现	-304	-350	0	0	0	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-304	-350	0	0	0	
现金流净增	-34	-286	1,023	1,232	1,443	
加额						

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。