

证券研究报告—动态报告

家用电器

其他电器设备

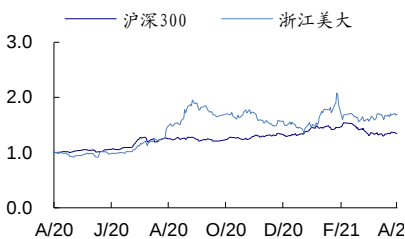
浙江美大(002677)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 09 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	646/415
总市值/流通(百万元)	12,081/5,225
上证综指/深圳成指	3,483/13,990
12 个月最高/最低(元)	23.45/9.92

相关研究报告:

《浙江美大-002677-2021 年一季度业绩预告点评:集成灶渗透加速, Q1 业绩高增 400%》—
—2021-04-07

证券分析师: 陈伟奇

电话: 0755-81982606

E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110004

证券分析师: 王兆康

电话: 0755-81983063

E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

龙头稳成长, 盈利创新高

● 营收稳健增长, Q4 业绩略超预期

公司 2020 年实现营收 17.71 亿元/+5.13%, 归母净利润为 5.44 亿元/+18.16%, 归母扣非净利润为 5.42 亿元/+19.01%, 拟每 10 股派现金红利 6 元(含税), 业绩表现符合此前业绩快报。其中 Q4 实现营收 5.94 亿元/+9.56%, 归母净利润为 2.08 亿元/+33.96%, 归母扣非净利润为 2.08 亿元/+33.38%。

● 渠道布局持续完善, 盈利能力创新高

线上渠道, 公司将京东、苏宁、天猫的官方旗舰店委托给代运营机构运营, 同时对线下经销商开放网络经销权限, 开设官方商城、抖音直卖店, 线上收入实现快速增长。奥维云网数据显示, 2020 年公司线上市占率为 7.9%/+1.8pct, 线上零售额达到 2.8 亿元/+64%。**线下方面**, 公司全年新增一级经销商 113 家, 在家电 KA、建材卖场的门店达到 800 多家, 成功签署并实施安装 10 多个精装工程项目, 并开始与头部房地产企业进行洽谈合作。**品牌方面**, 推出定位时尚年轻的大众消费群体子品牌天牛, 已签约经销商 349 家, 开设门店 50 家。受疫情及毛利率较低的橱柜及其他业务占比提升影响, 公司毛利率下降 0.76pct 至 52.76%。费用方面, 公司调整广告宣传促销投放策略, 强化内部管理, 期间费用率为 16.54%/-4.85pct, 其中销售费用率为 11.22%/-4.02pct。公司的盈利能力创下新高, 净利率达到 30.70%/+3.39pct。

● 行业高景气, 龙头有望受益

近两个季度以来集成灶持续保持高增速, 行业加速渗透。未来渗透率有望稳步甚至加速提高, 带动行业内企业的高速发展。公司深耕集成灶行业多年, 在**产品端**积淀下较强的研发实力。2020 年创新研发出直流变频无刷电机技术等多项行业领先技术, 推出静音集成灶等新品, 有望持续放量增长。**生产端**, 公司规模优势显著, 率先在行业内实施机器人换人实现智能化生产, 成本优势显著。**渠道端**, 公司线上线下渠道布局完善, 终端数量行业领先, 在 KA、工程渠道布局领先。

● 集成灶龙头稳步向前, 维持“买入”评级

公司在研发、制造和渠道端积淀深厚, 有望享受到行业高速增长带来的红利, 实现持续高增长。维持此前盈利预测, 预计 21-23 年 EPS 为 1.09/1.36/1.61 元/股, 对应 PE 为 17/14/12x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 新品推进不及预期、行业竞争加剧、原材料大幅波动。

盈利预测和财务指标

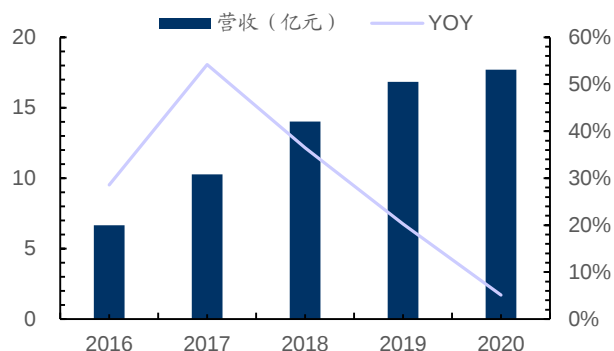
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,684	1,771	2,368	3,010	3,576
(+/-%)	20.2%	5.1%	33.7%	27.1%	18.8%
净利润(百万元)	460	544	701	877	1038
(+/-%)	21.8%	18.2%	29.0%	25.0%	18.5%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.84	1.09	1.36	1.61
EBIT Margin	30.6%	34.0%	34.6%	34.3%	33.9%
净资产收益率(ROE)	30.3%	31.9%	36.6%	40.3%	41.7%
市盈率(PE)	26.3	22.2	17.2	13.8	11.6
EV/EBITDA	22.7	18.9	14.9	11.9	10.2
市净率(PB)	7.95	7.09	6.31	5.55	4.85

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

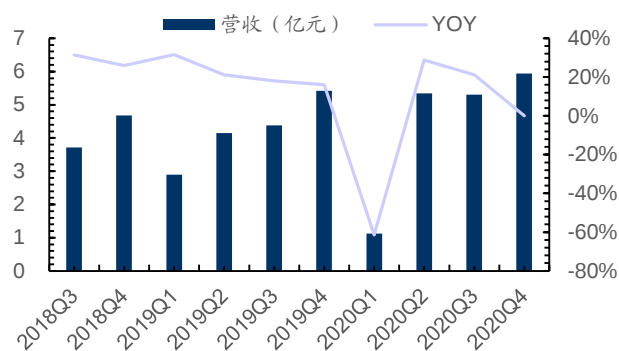
营收稳健增长, Q4 业绩超预期。公司 2020 年实现营收 17.71 亿元/+5.13%, 归母净利润为 5.44 亿元/+18.16%, 归母扣非净利润为 5.42 亿元/+19.01%, 拟每 10 股派现金红利 6 元 (含税), 业绩表现符合此前业绩快报。其中 Q4 实现营收 5.94 亿元/+9.56%, 归母净利润为 2.08 亿元/+33.96%, 归母扣非净利润为 2.08 亿元/+33.38%。

图 1: 公司营业收入及同比增速



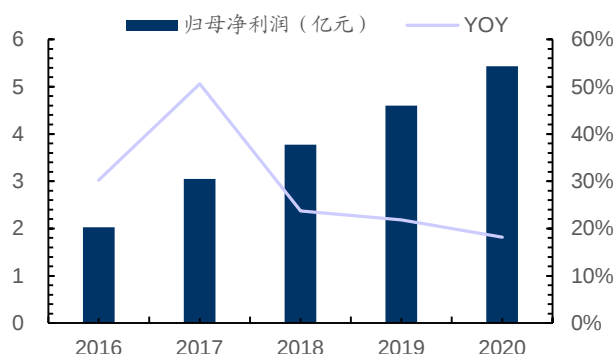
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及同比增速



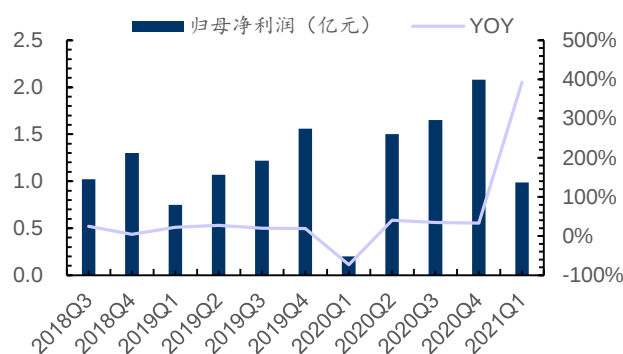
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及同比增速

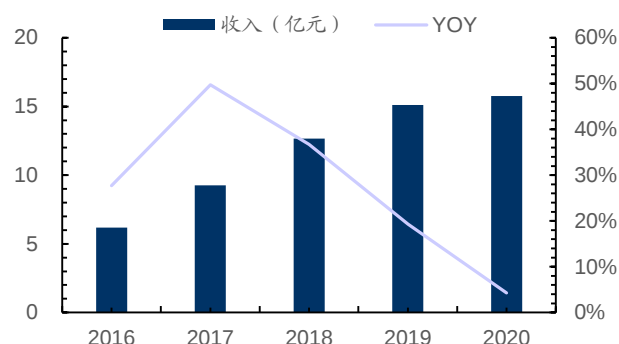


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2021Q1 业绩取业绩预告均值

持续完善渠道布局, 推新品牌丰富品类。线上渠道, 公司将京东、苏宁、天猫的官方旗舰店委托给代运营机构运营, 同时对线下经销商开放网络经销权限, 开设公司官方商城、抖音直卖店, 线上收入实现快速增长。奥维云网数据显示, 2020 年公司线上市占率为 7.93%/+1.77pct, 线上零售额达到 2.8 亿元/+64%。线下方面, 公司优化整合经销商渠道, 全年新增一级经销商 113 家, 新增终端门店 285 个, 营销终端达到 3300 个, 领跑行业。公司加大 KA 和工程渠道的开拓力度, 在家电 KA、建材卖场的门店已达到 800 多家, 成功签署并实施安装 10 多个精装工程项目, 并开始与头部房地产企业进行洽谈合作。

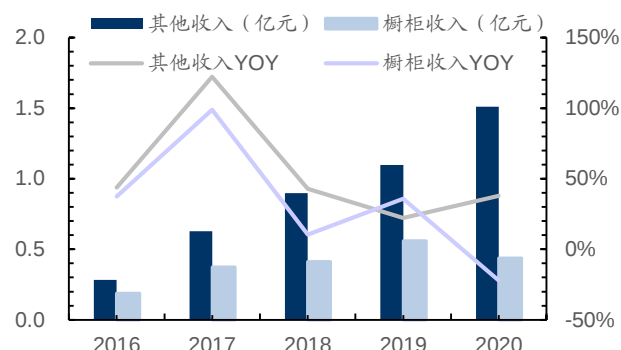
推出天牛子品牌, 进展顺利。天牛定位时尚年轻的大众消费群体, 并提出“乐享新厨房”的品牌主张, 实现对主品牌的良好补充, 实现消费群体的广覆盖。天牛已签约经销商 349 家, 开设门店 50 家, 为巩固公司的领先优势创造基础。新品类方面, 公司不断扩大厨房领域产品线, 加大对集成水槽、蒸箱、烤箱、蒸烤一体机、洗碗机、燃气热水器等系列厨电、家居新产品的研发, 进一步丰富产品品类, 扩大产品矩阵, 2020 年该板块实现收入 1.51 亿元, 同比增长 28.62%, 增速领先其他业务。

图 5：公司集成灶业务收入及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

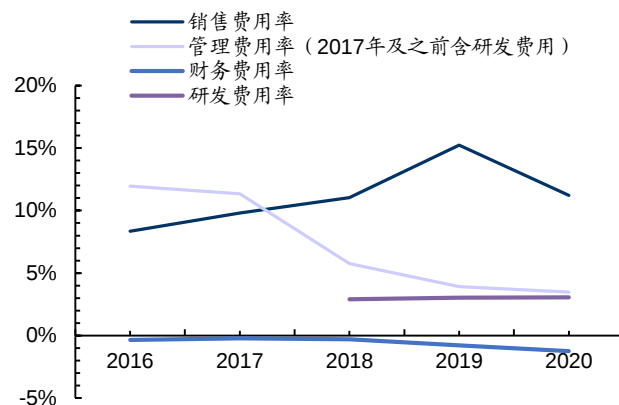
图 6：公司橱柜及其他品类收入及同比增速



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

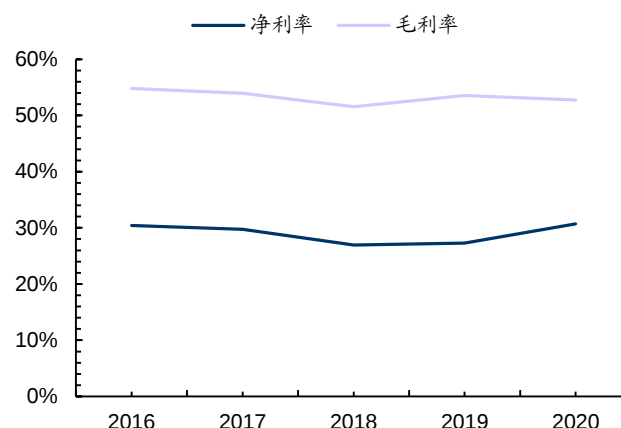
受疫情影响毛利率有所降低，费用压缩下盈利能力创新高。2020 年公司毛利率为 52.76%/-0.76pct。毛利率降低主要是由于 Q1 和 Q2 受到疫情的影响，工厂开工受阻，毛利率分别下降 7.32pct 和 0.87pct；Q4 在原材料上涨的影响下，毛利率微降 0.36pct。此外，毛利率较低的橱柜及其他业务占比提升拖累公司毛利率近 0.38pct，亦是毛利率降低的主要原因之一。费用方面，公司在疫情期间调整广告宣传促销投放策略，强化内部管理，销售费用率为 11.22%/-4.02pct，管理费用率为 3.49%/-0.41pct，研发费用率为 3.07%/+0.04pct，财务费用率为 -1.24%/-0.46pct。在费用压缩的背景下，公司的盈利能力创下新高，净利率达到 30.70%/+3.39pct，Q4 净利率达到 35.06%/+6.38pct。

图 7：公司费用率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

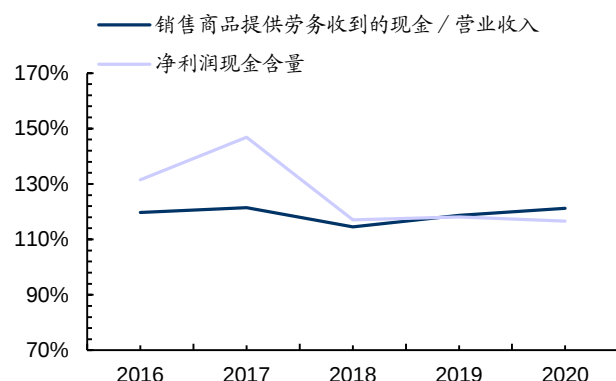
图 8：公司毛/净利率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

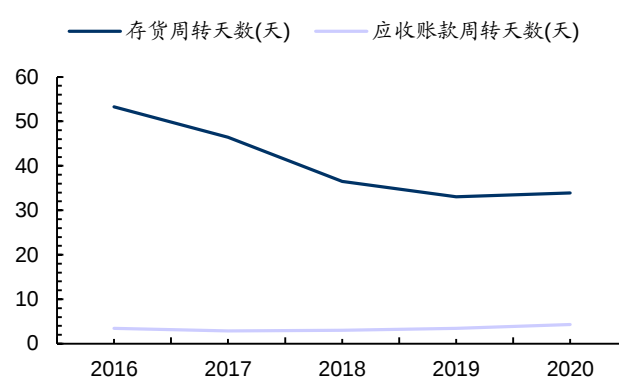
现金流表现稳健，周转略有下滑。2020 年公司经营活动现金流量净额为 6.34 亿元/+16.65%，营业收入的现金含量为 121.24%/+2.51pct，净利润的现金含量为 116.61%/-1.51pct。周转方面，公司存货周转天数达到 33.93 天/+0.87 天，应收账款周转天数为 4.30 天/+0.82 天，应付账款周转天数为 78.10 天/+3.74 天，营业周期为 38.23 天/+1.70 天。周转情况略有下滑主要受疫情影响。

图 9：公司经营性现金流情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司流动资产周转情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行业高景气，龙头有望受益。根据我们的测算，未来集成灶行业空间有望突破 500 亿元，但目前集成灶保有量仍处于低位。近两个季度以来集成灶持续保持高增速，行业加速渗透，未来渗透率有望稳步甚至加速提高，带动行业内企业的高速发展。公司深耕集成灶行业多年，在产品端积淀下较强的研发实力。2020 年创新研发出直流变频无刷电机技术、低阻静吸排烟系统技术、智能自动启闭阻逆风门技术、智能手势感应技术等多项行业领先技术，推出静音集成灶等差异化产品，有望持续放量增长。生产端，公司规模优势显著，率先在行业内实施机器换人实现智能化生产，成本优势显著。渠道端，公司线上线下渠道布局完善，终端数量行业领先，在 KA、工程渠道布局抢先。

投资建议：集成灶龙头稳步向前，维持“买入”评级。公司在研发、制造和渠道方面积淀深厚，未来有望享受到行业高速增长带来的红利，实现自身的持续高增长。维持此前盈利预测，预计 21-23 年 EPS 为 1.09/1.36/1.61 元/股，对应 PE 为 17/14/12x，维持“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB 2019
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002677.SZ	浙江美大	买入	18.70	0.71	0.84	1.09	26	22	17	7.1
300894.SZ	火星人	买入	51.56	0.66	0.71	0.92	78	73	56	35.9
300911.SZ	亿田智能	无评级	53.13	1.23	1.37	1.73	43	39	31	19.8
605336.SH	帅丰电器	买入	29.27	1.65	1.44	1.72	18	20	17	5.8

数据来源：Wind、国信证券

注：亿田智能暂采用 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	510	716	675	634	营业收入	1771	2368	3010	3576
应收款项	29	34	42	53	营业成本	836	1101	1401	1668
存货净额	78	105	135	160	营业税金及附加	18	23	27	34
其他流动资产	20	35	38	46	销售费用	199	270	355	429
流动资产合计	1137	2140	2390	2693	管理费用	116	155	195	231
固定资产	795	821	840	853	财务费用	(22)	3	11	4
无形资产及其他	169	162	156	149	投资收益	0	2	1	1
投资性房地产	78	78	78	78	资产减值及公允价值变动	1	0	0	1
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	10	0	0	0
资产总计	2179	3200	3462	3773	营业利润	635	818	1021	1211
短期借款及交易性金融负债	0	667	447	313	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	164	267	347	386	利润总额	634	816	1020	1210
其他流动负债	284	318	447	536	所得税费用	90	115	144	171
流动负债合计	449	1253	1242	1235	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	544	701	877	1038
其他长期负债	26	34	44	49					
长期负债合计	26	34	44	49	现金流量表 (百万元)				
负债合计	475	1286	1285	1284		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	544	701	877	1038
股东权益	1704	1914	2177	2489	资产减值准备	1	0	0	0
负债和股东权益总计	2179	3200	3462	3773	折旧摊销	62	81	91	97
					公允价值变动损失	(1)	(0)	(0)	(1)
					财务费用	(22)	3	11	4
					营运资本变动	7	98	178	89
					其它	(1)	(0)	(0)	(0)
					经营活动现金流	612	880	1145	1224
					资本开支	(43)	(100)	(102)	(104)
					其它投资现金流	(500)	(750)	(250)	(300)
					投资活动现金流	(543)	(850)	(352)	(404)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(350)	(491)	(614)	(727)
					其它融资现金流	343	667	(220)	(134)
					融资活动现金流	(358)	176	(834)	(861)
					现金净变动	(289)	206	(41)	(41)
					货币资金的期初余额	799	510	716	675
					货币资金的期末余额	510	716	675	634
					企业自由现金流	542	782	1052	1123
					权益自由现金流	885	1447	823	985

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032