

002677

家电

浙江美大 (002677.SZ)

维持

报告原因：业绩点评

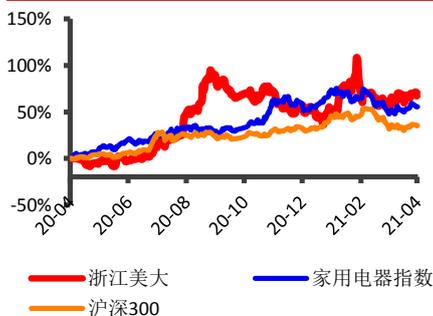
公司成本管控良好，盈利能力稳定

买入

2021年4月9日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月8日

收盘价(元):	18.7
年内最高/最低(元):	23.45/9.92
流通A股/总股本(亿):	2.79/6.46
流通A股市值(亿):	52.25
总市值(亿):	120.8

基础数据：2020年12月31日

每股净资产(元):	2.64
每股公积金(元):	0.16
每股未分配利润(元):	1.18

分析师：石晋 CFA

执业登记编码：S0760514050003

邮箱：shijin@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 2020年，公司实现营业总收入17.7亿元，较上年同期增长5.13%，实现归母净利润54,356.28万元，较上年同期增长18.16%。基本每股收益0.84元。Q4实现营收5.9亿元，同比增长9.6%；当期归母净利润2.1亿元，同比增长34%。

事件点评

- 集成灶市场规模增速高于行业平均** 集成灶对传统厨电存在替代品效应。2020年厨电行业零售额和零售量分别同比下滑7.7%、6.8%。集成灶整体零售额为182亿元，同比上涨14%，零售量238万台，同比上涨12%，量额基本实现同步增长。Q2至Q4，集成灶行业实际零售额增速同比为19.4%。2017年至2019年，国内集成灶销量占烟灶产品总销量的比例分别为5%、9%和11%，考虑到行业的复合增速以及历史渗透率增速，预计2023年集成灶渗透率将达到21%。
- 公司盈利能力稳定，销售费用率明显下降** 2020年公司销售毛利率52.76%，同比下降0.77pct，下降幅度较小；一方面，公司持续推进产品升级、管理创新；一方面，20年下半年不锈钢等原材料价格大幅上涨，由于公司信誉好、资金实力强、采购量大并具有较强的议价能力，可以对原材料价格进行提前锁定和储备，消化了部分压力。公司三费中销售费用率11.2%，同比下降4pct，重回18年水平；管理费用率6.56%，同比下降0.37pct；研发费用率3.07%，同比上升0.5pct，2020年，公司继续加大研发投入，全年共申请专利30项，专利授权4项；累计获得专利授权154项，其中发明专利32项。
- 渠道构建多元化 新媒体重视程度提升** 截至2020年末，公司已拥有1600多个一级经销商和3200多个门店。公司积极推进销售网点的增加以及销售网点单店产出的增加，同时推进销售渠道的多元化发展，从原有单一专卖店到进入家电KA、家装公司、电商和工程渠道拓展。2020年公司调整线上运营模式，将京东、苏宁、天猫等平台的官方旗舰店委托专业第三方电商运营机构运营；对线下经销商开放网络经销权限；开设官方商城等。公司还对新媒体重视程度不断增加，2019年30%的营销费用投放在新媒体，到2020年扩大到50%，未来会持续加大对新媒体的投放推广。
- 双品牌战略助力公司龙头地位稳定** 2020年美大开启双品牌发展



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

战略新推出天牛品牌，天牛品牌注重年轻化和时尚性，产品覆盖集成灶、集成水槽、嵌入式电器、净水机、水槽洗碗机等七大品类，旨在进一步丰富产品矩阵，覆盖更多的消费群体，不断提高公司产品市场占有率和品牌影响力，进一步巩固行业龙头地位，增厚公司利润。截至 2020 年底，天牛品牌已签约 349 家经销商，开设门店 50 家。公司产品多样化，对单一品类的依赖程度不断降低，市场竞争能力可预见将显著提升。

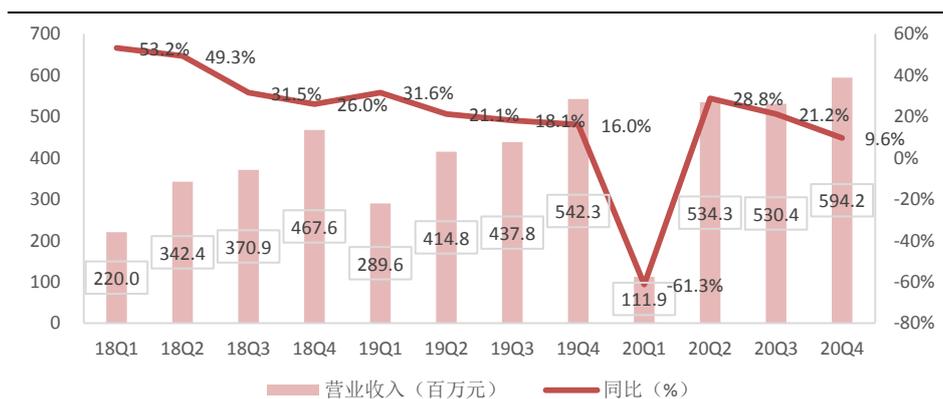
### 投资建议

➤ 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.01\1.2\1.4，PE 分别为 18.6/15.6/13.5，维持“买入”评级。

### 存在风险

➤ 市场需求疲弱，行业竞争激烈、原材料价格波动大，产品壁垒偏低。

图 1：公司营业收入（百万元）及同比增长（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：公司归母净利润（百万元）及同比增长（%）



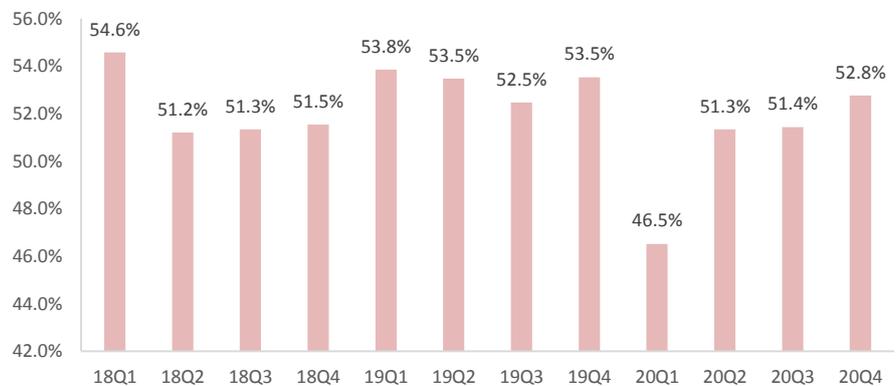
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：公司主营收入构成（百万元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：公司产品毛利率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
单位（百万元）					单位（百万元）				
货币资金	510.0	570.9	751.4	661.2	营业收入合计	1,770.8	2,195.8	2,591.0	3,005.6
应收票据账款	29.0	39.5	51.8	60.1	营业成本	836.5	1,040.8	1,220.4	1,412.6
存货	78.0	114.5	146.4	148.3	税金及附加	17.5	22.0	25.9	30.1
预付	14.7	18.2	21.4	24.7	销售费用	198.7	252.5	298.0	345.6
其它流动资产	5.5	6.6	7.8	12.0	管理费用	61.8	74.7	88.1	102.2
流动资产合计	1,137.2	1,727.2	2,222.2	2,787.5	研发费用	54.3	68.1	80.3	93.2
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用（利息）	(21.9)	(16.6)	(18.6)	(19.3)
固定资产（净值）	674.5	603.8	514.9	409.1	资产减值损失	0.0	0.6	0.5	0.4
在建工程	120.3	145.7	170.9	197.8	投资净收益	0.0	4.0	4.7	5.4
无形资产	169.0	164.1	159.5	155.0	营业利润	635.4	757.8	901.1	1,046.2
其它非流动资产	77.5	98.6	114.4	132.4	营业外净收支	(1.3)	(2.2)	(2.6)	(3.0)
资产总计	2,178.5	2,593.7	3,011.0	3,484.0	利润总额	634.1	755.6	898.5	1,043.2
预收款项	142.8	166.9	196.9	228.4	所得税	90.5	105.8	125.8	146.0
应付款项	164.1	260.2	305.1	353.2	净利润	543.6	649.8	772.7	897.2
其他流动负债	141.6	170.7	200.1	231.7	（减去）少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0



流动负债合计	448.5	597.8	702.2	813.3	归母净利润	543.6	649.8	772.7	897.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E
长期应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	单位（百万元）				
其它	26.3	32.9	38.9	45.1	净利润（含少数股东）	543.6	649.8	772.7	897.2
负债合计	474.8	630.7	741.0	858.3	折旧	55.8	72.9	91.5	108.8
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	摊销	5.8	5.1	4.9	4.8
股本	646.1	646.1	646.1	646.1	财务费用	(21.9)	(16.6)	(18.6)	(19.3)
资本公积	104.9	123.8	144.9	168.6	投资净收益	0.0	(4.0)	(4.7)	(5.4)
留存收益	952.7	1,193.2	1,479.1	1,811.0	营运资金变动	(63.4)	73.6	25.8	61.8
归属母公司股	1,703.7	1,963.0	2,270.0	2,625.7	其它	49.0	61.0	84.0	53.0
权益合计	1,703.7	1,963.0	2,270.0	2,625.7	经营活动现金流合计	633.8	727.6	797.0	1,005.6
负债和股东权益	2,178.5	2,593.7	3,011.0	3,484.0	（固定资产构建）	(1.4)	(2.2)	(2.6)	(3.0)
财务比率					（无形资产构建）	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	非经常性/非经营性损益	0.0	4.0	4.7	5.4
营业收入	1770.8	2195.8	2591.0	3005.6	非流动资产减少/增加	9.2	(21.1)	(15.9)	(18.0)
归母净利润	543.60	649.80	772.7	897.2	其它	146.3	131.6	118.5	96.0
每股收益 (EPS)	0.84	1.01	1.2	1.4	投资活动现金流合计	(570.0)	112.1	104.4	80.1
市盈率 (P/E)	22.22	18.59	15.6	13.5	（财务费用）	21.9	16.6	18.6	19.3
毛利率	52.8%	52.6%	52.9%	53.0%	短期借款增加（减少）	62.1	24.1	30.0	31.5
净利率	30.7%	29.6%	29.8%	29.8%	长期借款增加（减少）	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	31.9%	33.1%	34.0%	34.2%	（归母股东红利）	(359.2)	(409.4)	(486.8)	(565.2)
资产负债率	21.8%	24.3%	24.6%	24.6%	（归属少数股东的红利）	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.54	2.89	3.2	3.4	股本及资本公积+/-	0.0	18.9	21.0	23.8
速动比率	2.36	2.70	3.0	3.2	其它	(28.5)	(67.0)	(28.0)	58.0
应收款帐款周转率	72.09	51.68	48.1	46.3	筹资活动现金流合计	(303.7)	(416.8)	(445.1)	(432.6)

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

