

浙江美大 (002677.SZ) 多渠道持续发力，高端市场地位稳固

2021年04月12日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/4/9
当前股价(元)	20.57
一年最高最低(元)	23.45/9.92
总市值(亿元)	132.89
流通市值(亿元)	85.37
总股本(亿股)	6.46
流通股本(亿股)	4.15
近3个月换手率(%)	124.45

● **多渠道、双品牌齐发力，持续看好集成灶龙头业绩表现，维持“买入”评级**
考虑集成灶行业在厨电品类渗透逐步提升，且公司多渠道、双品牌发展顺利，高端市场地位稳固，上调2021-2022年盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润6.80/8.19/9.64亿元（此前预测2021-2022年归母净利润6.45/7.59亿元），以最新股本计算，对应EPS为1.05/1.27/1.49元，当前股价对应PE为19.5/16.2/13.8倍，公司盈利能力持续提升，增长逻辑清晰，维持“买入”评级。

● **集成灶对厨电替代效应持续提升，美大高端市场地位稳固**

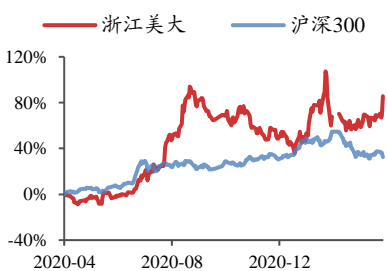
根据奥维云网全渠道推总数据，2020年国内集成灶市场销量/销额分别为238万台（+12%）/182.2亿元（+13.9%）。剔除Q1疫情影响，Q2-Q4集成灶行业销量/销额同比增速分别达到23.5%/19.4%。2020年销售端，集成灶销量/销额占厨电各品类占比提升0.7pct/6.3pct至4.2%/31.6%。从行业产品结构来看，高端产品表现较好，浙江美大持续加大高端市场布局。2020Q2-Q4美大在线上万元以上产品市场份额分别同比提升5.4%、8.7%、9.6%，全年浙江美大销售额占比达18%。

● **渠道多元化，双品牌推动收入增长，盈利能力持续提升**

2020年公司实现营收17.71亿元（+5.13%），其中2020Q4实现营收5.94亿元（+9.56%）。分产品来看，集成灶业务实现收入15.76亿元（+4.31%），占总收入比重为89%。分渠道来看，线上运营质量提升，经销商渠道持续整合优化，截至2020年底，公司拥有一级经销商累计1600多家，营销终端累计3300多个。天牛品牌签约经销商349家，开设门店50家。KA渠道加大开拓力度，截至2020年底，公司在国美、苏宁、红星美凯龙等KA渠道门店达800多家，工程渠道强化与地产商、家装公司合作。2020年成功签署10多个精装工程项目。疫情影响下2020年毛利率略有下滑至52.76%，Q4毛利率持续回暖至55.40%。费用端管控良好，销售/管理/财务/研发费用率分别变动-4.02/-0.41/0.46/0.05pct至11.22%/3.49%/-1.24%/3.07%。2020年实现归母净利润5.44亿元（+18.16%）。

● **风险提示：**房地产市场波动、原材料价格波动、新品牌推广不及预期等

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020年净利润超预期，盈利能力明显提升》
-2021.2.22

《公司首次覆盖报告-受益渗透率提升，集成灶龙头业绩增长空间广阔》
-2021.1.14

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,684	1,771	2,273	2,733	3,170
YOY(%)	20.2	5.1	28.4	20.2	16.0
归母净利润(百万元)	460	544	680	819	964
YOY(%)	21.8	18.2	25.2	20.4	17.7
毛利率(%)	53.5	52.8	54.8	55.0	55.6
净利率(%)	27.3	30.7	29.9	30.0	30.4
ROE(%)	30.3	31.9	34.1	33.0	30.6
EPS(摊薄/元)	0.71	0.84	1.05	1.27	1.49
P/E(倍)	28.9	24.4	19.5	16.2	13.8
P/B(倍)	8.7	7.8	6.7	5.4	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、集成灶对厨电替代效应提升，美大高端化竞争优势显著.....	3
2、渠道多元化、双品牌运作下，公司收入端稳步增长.....	4
3、毛利率保持稳定，销售费用大幅下降.....	4
4、盈利预测.....	6
5、风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

图表目录

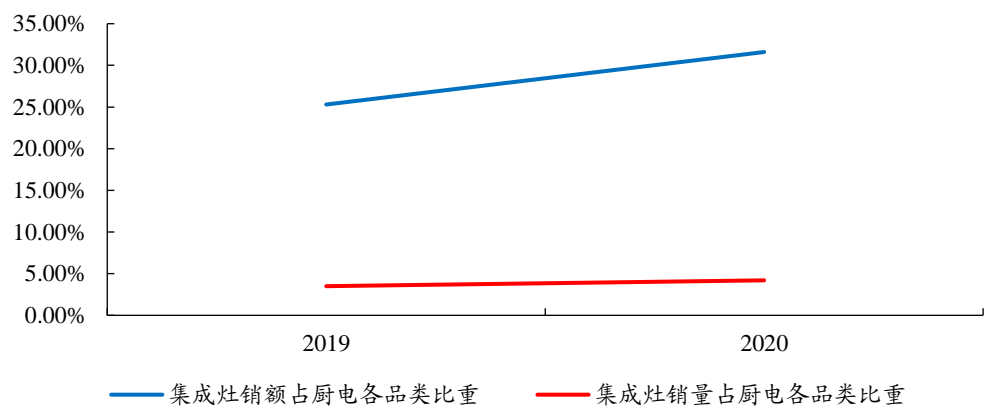
图 1：集成灶对厨电的替代效应持续提升.....	3
图 2：2020 年集成灶线上市场 8000 元以上销额同比增长 3.7%.....	3
图 3：2020 年集成灶线下市场 12000 元以上产品销额同比增长 5.8%.....	3
图 4：受疫情影响，公司 2020 年收入同比增速略有下滑.....	4
图 5：2020Q4 收入增速略低于 2020Q2/Q3.....	4
图 6：疫情影响下，2020 年毛利率略有下滑.....	5
图 7：2020Q4 公司毛利率逐步回暖.....	5
图 8：销售费用大幅改善带来期间费用率降低.....	5
图 9：2020 年公司净利率稳步提升.....	6
图 10：2020 年公司归母净利润同比增长 18.16%.....	6
表 1：2020Q2-Q4 美大在线上高端市场（1 万元以上产品）份额持续提升.....	4

1、集成灶对厨电替代效应提升，美大高端化竞争优势显著

集成灶行业保持较快增长。根据奥维云网全渠道推总数据来看，2020年国内集成灶市场销量238万台（+12%），销额182.2亿元（+13.9%）。剔除一季度受疫情影响，Q2-Q4集成灶行业销量、销额同比增速分别达到23.5%、19.4%。根据奥维云网预计，2021年集成灶行业零售额有望达到221.2亿元（+21.4%），零售量达294.7万台（+23.9%）。

集成灶对厨电替代效应持续提升。由于集成灶在油烟吸排、噪音降低、空间节省、集成设计等方面具有传统烟灶无法比拟的优势，可以更好地满足消费者对高品质厨房生活的要求，集成灶对传统烟灶产品具有直接替代性。根据奥维云网全渠道推总数据来看，2020年销售端，集成灶销量/销额占厨电各品类占比提升0.7pct/6.3pct至4.2%，31.6%。

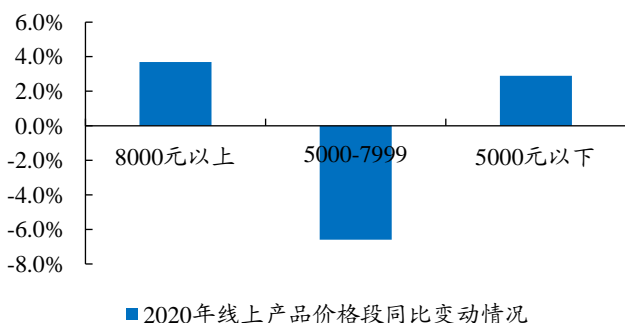
图1：集成灶对厨电的替代效应持续提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

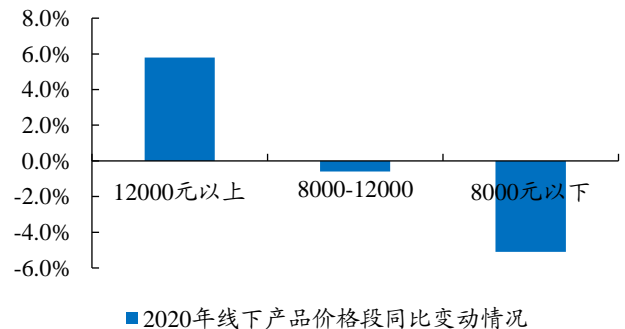
集成灶市场高端产品表现较好。根据奥维云网全渠道推总数据，2020年集成灶市场线上结构变化成纺锤形，高端、低端产品增速较为显著。线下市场中，12000元以上高端产品销额同比增长5.8%。

图2：2020年集成灶线上市场8000元以上销额同比增长3.7%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图3：2020年集成灶线下市场12000元以上产品销额同比增长5.8%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

美大持续加大高端市场布局。2020Q2-Q4美大在线上1万元以上产品市场份额分别同比提升5.4%、8.7%、9.6%，持续加码高端市场布局，2020年线上万元以上高

端集成灶市场，美大销售额占比达 18%。

表1: 2020Q2-Q4 美大在线上高端市场（1万元以上产品）份额持续提升

市场份额同比	美大	火星人	亿田	帅丰
2020Q1	-6.6%	-6.1%	0.3%	0.6%
2020Q2	5.4%	-5.8%	8.6%	3.1%
2020Q3	8.7%	4.6%	-4.4%	5%
2020Q4	9.6%	3.3%	-2.5%	9%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2、渠道多元化、双品牌运作下，公司收入端稳步增长

2020 年公司实现营收 17.71 亿元（+5.13%），其中 2020Q4 实现营收 5.94 亿元（+9.56%）。

（1）分产品来看，集成灶业务仍是公司核心业务，2020 年集成灶业务实现收入 15.76 亿元（+4.31%），占总收入比重为 89%。

（2）分渠道来看：

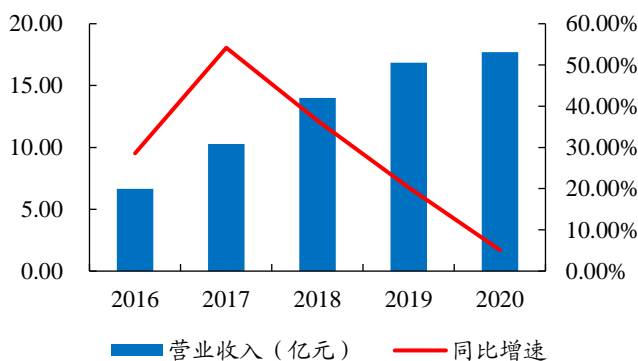
（a）2020 年公司在线上渠道将京东、天猫等旗舰店委托专业第三方平台运营，同时对线下经销商开放网络经销权限，并积极开展厂家直播带货活动；

（b）经销渠道对现有经销商进行整合、优化，2020 年新增一级经销商 113 家，终端门店 285 个，截至 2020 年底，公司拥有一级经销商累计 1600 多家，营销终端累计 3300 多个。天牛品牌签约经销商 349 家，开设门店 50 家。

（c）KA 渠道加大开拓力度，截至 2020 年底，公司在国美、苏宁、红星美凯龙等 KA 渠道门店达 800 多家，进一步提升在 KA 家电、建材卖场渠道的品牌影响力。

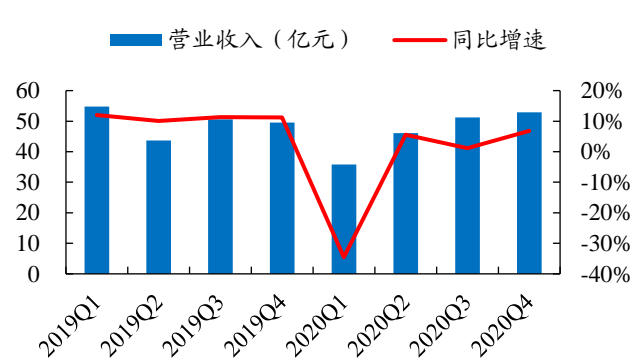
（d）工程渠道强化与地产商、家装公司的合作。根据年报，2020 年公司成功签署 10 多个精装工程项目。

图4: 受疫情影响，公司 2020 年收入同比增速略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5: 2020Q4 收入增速略低于 2020Q2/Q3

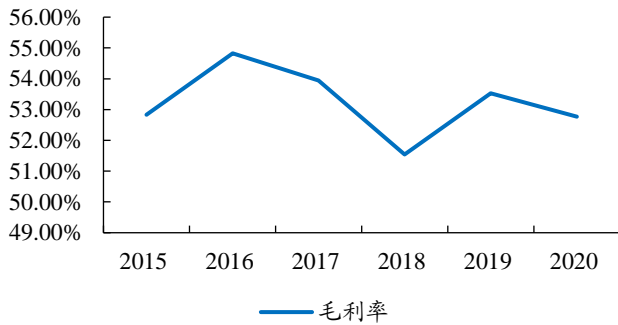


数据来源：Wind、开源证券研究所

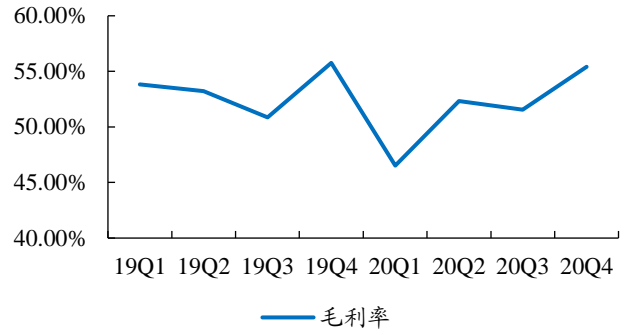
3、毛利率保持稳定，销售费用大幅下降

疫情影响下 2020 年毛利率略有下滑，2020Q4 毛利率持续回暖。2020 年公司毛

利率 52.76%，较 2019 年同期略有下滑。分季度看，2020Q1-Q4 毛利率分别为 46.52%、52.34%、51.55%、55.40%，Q4 毛利率逐步回暖。

图6：疫情影响下，2020 年毛利率略有下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020Q4 公司毛利率逐步回暖


数据来源：Wind、开源证券研究所

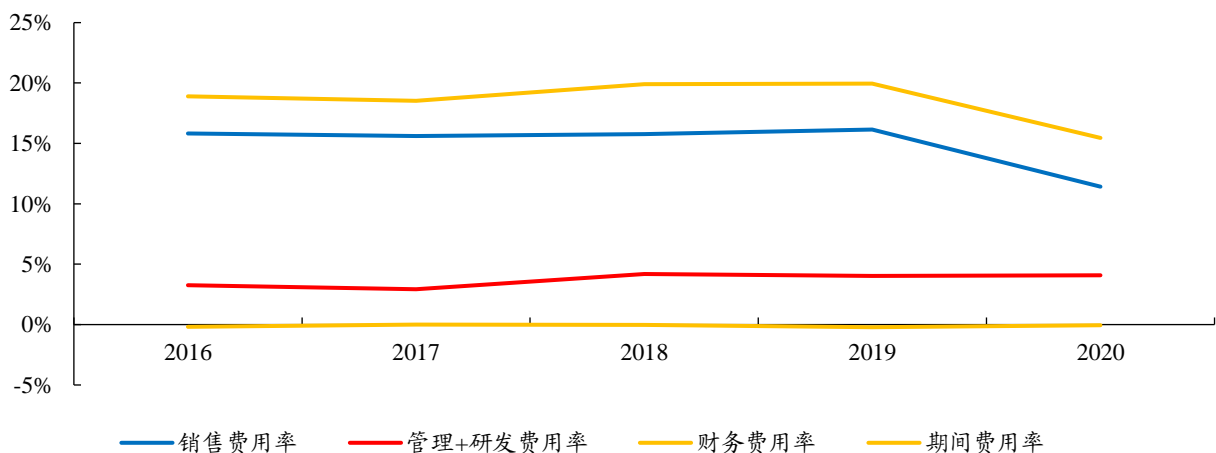
2020 年公司期间费用率 16.54%，较 2019 年同比下滑 3.92pct。

销售费用率 11.22%，同比减少 4.02pct。销售费用 1.99 亿元，同比下滑 22.58%，主要系公司广告宣传促销投放策略有所改变所致；

管理费用率 3.49%，同比减少 0.41pct。管理费用为 0.62 亿元，同比下滑 6.03%，主要系疫情政策减免社保及强化内部管理费用所致。

财务费用率为-1.24%，同比提升 0.46pct。财务费用为-0.22 亿元，同比提升 67.09%，主要是报告期银行活期协定存款利息收入增加所致。

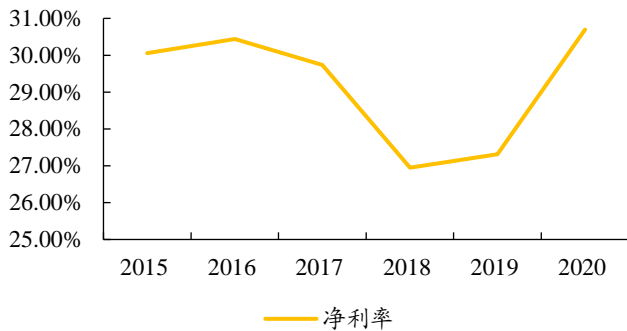
研发费用率为 3.07%，同比提升 0.05pct。研发费用为 0.54 亿元，同比上升 6.58%，主要系公司持续加大研发投入所致。

图8：销售费用大幅改善带来期间费用率降低


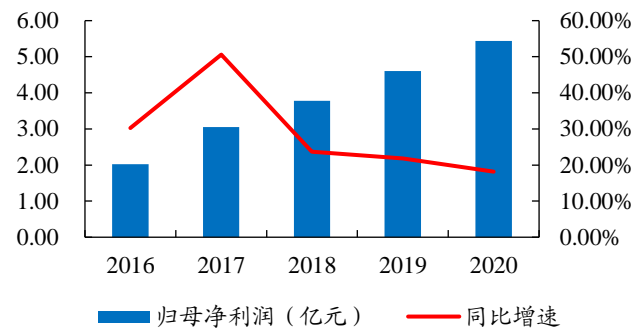
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司净利率稳步提升。2020 年公司净利率 30.70%，较 2019 年同期提升 3.39pct。报告期内公司归母净利润 5.44 亿元（+18.16%），扣非后归母净利润 5.42 亿元

(+19.01%)。单季度看, 2020Q4 归母净利润 2.08 亿元 (+33.96%), 扣非后归母净利润 2.08 亿元 (+33.38%)。

图9: 2020 年公司净利率稳步提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2020 年公司归母净利润同比增长 18.16%


数据来源: Wind、开源证券研究所

整体营运指标良好:

(1) 存货: 2020 年公司存货为 0.78 亿元, 占总资产比例较 2019 年下降 0.43pct。存货周转率 10.61 相比 2019 年同期略有所下滑, 主要系疫情影响导致。

(2) 应收账款: 2020 年公司应收账款为 0.29 亿元, 占总资产比例较 2019 年提升 0.44pct。主要系外销业务规模提升带来外销应收账款提升所致。

(3) 经营性现金流: 2020 年公司经营活动产生的现金流净额为 6.34 亿元 (+17%), 现金流改善明显, 整体运营指标良好。

4、盈利预测

考虑集成灶行业在厨电品类渗透逐步提升, 且公司多渠道、多品牌发展顺利, 高端市场地位稳固, 上调 2021-2022 年盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润 6.80/8.19/9.64 亿元 (此前预测 2021-2022 年归母净利润 6.45/7.59 亿元), 以最新股本计算, 对应 EPS 为 1.05/1.27/1.49 元, 当前股价对应 PE 为 19.5/16.2/13.8 倍, 公司盈利能力持续提升, 增长逻辑清晰, 维持“买入”评级。

5、风险提示

房地产市场波动、原材料价格波动、新品牌推广不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	916	1137	1526	1710	2519
现金	799	510	852	1025	1793
应收票据及应收账款	18	29	31	41	43
其他应收款	0	0	1	1	1
预付账款	14	15	22	22	29
存货	80	78	116	116	149
其他流动资产	6	505	505	505	505
非流动资产	1070	1041	1228	1377	1507
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	729	675	845	973	1082
无形资产	174	169	185	204	220
其他非流动资产	167	198	198	200	205
资产总计	1987	2179	2754	3088	4026
流动负债	440	449	731	580	846
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	240	164	333	262	418
其他流动负债	199	284	398	318	428
非流动负债	28	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	26	26	26	26
负债合计	468	475	757	607	872
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	815	1009	1136	1323	1550
归属母公司股东权益	1519	1704	1996	2481	3154
负债和股东权益	1987	2179	2754	3088	4026

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	543	634	962	708	1232
净利润	460	544	680	819	964
折旧摊销	37	62	58	72	86
财务费用	-13	-22	4	0	-18
投资损失	-4	0	-16	-21	-25
营运资金变动	53	27	236	-162	225
其他经营现金流	9	23	0	0	0
投资活动现金流	-274	-570	-228	-201	-191
资本支出	280	70	186	150	129
长期投资	0	-500	0	0	0
其他投资现金流	6	-1000	-41	-51	-61
筹资活动现金流	-304	-350	-392	-335	-273
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	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-304	-350	-392	-335	-273
现金净增加额	-34	-286	342	173	768

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1684	1771	2273	2733	3170
营业成本	783	836	1028	1230	1406
营业税金及附加	12	18	23	26	29
营业费用	257	199	293	364	444
管理费用	66	62	83	100	118
研发费用	51	54	68	82	95
财务费用	-13	-22	4	0	-18
资产减值损失	0	-0	0	0	0
其他收益	2	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	0	16	21	25
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	535	635	791	952	1120
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	534	634	790	951	1119
所得税	74	90	110	132	156
净利润	460	544	680	819	964
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	460	544	680	819	964
EBITDA	548	681	828	996	1163
EPS(元)	0.71	0.84	1.05	1.27	1.49

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	20.2	5.1	28.4	20.2	16.0
营业利润(%)	20.0	18.8	24.5	20.4	17.6
归属于母公司净利润(%)	21.8	18.2	25.2	20.4	17.7
获利能力					
毛利率(%)	53.5	52.8	54.8	55.0	55.6
净利率(%)	27.3	30.7	29.9	30.0	30.4
ROE(%)	30.3	31.9	34.1	33.0	30.6
ROIC(%)	28.4	30.7	32.8	31.7	29.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.5	21.8	27.5	19.6	21.7
净负债比率(%)	-50.8	-28.4	-41.4	-40.3	-56.0
流动比率	2.1	2.5	2.1	2.9	3.0
速动比率	1.9	2.3	1.9	2.7	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	95.7	75.8	75.8	75.8	75.8
应付账款周转率	3.9	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.84	1.05	1.27	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.98	1.49	1.10	1.91
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.64	3.09	3.84	4.88
估值比率					
P/E	28.9	24.4	19.5	16.2	13.8
P/B	8.7	7.8	6.7	5.4	4.2
EV/EBITDA	22.9	18.1	14.5	11.8	9.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn