

# 浙江美大 (002677)

证券研究报告

2021年07月22日

## 集成灶赛道延续高景气，公司业绩快速增长

**事件：公司发布 2021 年半年度业绩快报。**公司 2021H1 实现营收 9.09 亿元，同比+40.69%；归母净利润 2.54 亿元，同比+49.16%；扣非归母净利润 2.49 亿元，同比+46.64%。其中，2021Q2 实现营收 5.41 亿元，同比+1.19%；归母净利润 1.54 亿元，同比+2.40%；扣非归母净利润 1.49 亿元，同比-0.73%，收入和业绩增长基本符合预期。

**厨电行业销售整体上行，集成灶品类增速领先市场。**根据奥维云网数据，2021H1 年我国集成灶线上零售额为 25.99 亿元，同比+48.43%；线上零售量 37.73 万台，同比+28.96%，增速领先厨电行业其他品类（奥维云网线下数据仅包含 KA 渠道，占集成灶线下销售比例较低）。21H1 集成灶线上销额占比同比+2.2pct 至 13.3%，传统厨电品类燃气灶、消毒柜分别同比-0.6pct/-1.5pct，集成灶凭借高度集成、超高吸烟率两大产品优势，在厨电市场整体销售占比继续提升。同时，集成灶行业线上集中度有所提升，高端化趋势凸显。根据奥维云网数据，21H1 集成灶行业线上销额 CR5 为 52.07%，同比+8.58pct。线上万元以上集成灶占比大幅提升，同比+23.83pct 至 41.30%；从品类上来看，较为高端的烟灶蒸烤一体线上销额占比同比+26.63pct 至 40.77%。

**美大集成灶线上份额排名靠前，烟灶柜子品类与高端机型表现亮眼。**21H1 公司集成灶线上销额份额为 6.51%，同比-2.12pct，行业排名第四；公司集成灶各子品类中烟灶柜表现靓丽，线上销额占行业子品类的比重 11.02%，同比+6.64pct，行业排名第二。同时，在高端市场中公司份额排名较为靠前，21H1 线上万元以上集成灶市场中公司份额达 8.91%，排名第四，考虑到美大在线上为纯 To C 零售模式，其在线上万元以上高端集成灶市场中的零售份额可能高于 8.91%。

**公司推进产品结构升级，加速渠道多元化拓展，坚持双品牌运营战略。**产品端，21 年 3 月公司基于消费者洞察发布了“中国美厨房”战略，宣布全系列产品更新换代，通过应用美大直流智能阻逆风门等领先技术提升产品性能。渠道端，公司始于线下经销渠道，据 20 年年报公司拥有 1600 多家一级经销商和 3300 多个营销终端；在此基础上，公司逐渐开拓线下 KA/工程/家装/社区等渠道，并通过专业第三方代运营机构的运作线上官方旗舰店，线上线下渠道多元化发展助力品牌影响力的提升。品牌端，20 年起公司开启双品牌运作战略，推出定位大众消费群体的“天牛”品牌入驻现有终端网点，通过覆盖更多消费群体，双品牌战略有望带动公司销售收入和市场份额上行，巩固公司在厨电行业的领先地位。

**投资建议：**1) 集成灶品类目前处于快速增长阶段，公司作为行业龙头渠道布局完善，预计未来两年营收、业绩增速将超过 20%；2) 从 PEG 角度看，21-22 年可比公司火星人、亿田的 PEG 明显超越美大，因此给予美大 22 年 PEG 等于 1 的估值较为合理。因此，我们预计公司 21-23 年归母净利润为 6.74、8.17、9.57 亿元（21-22 年前值为 6.95、8.58 亿元），当前股价对应 21-23 年 16.2/13.4/11.4XPE，维持“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济增速放缓、市场竞争加剧、新业务发展不达预期、原材料价格波动的风险；业绩预告为初步测算结果，具体数据以半年报为准。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,684.48	1,770.82	2,221.03	2,699.21	3,178.47
增长率(%)	20.24	5.13	25.42	21.53	17.76
EBITDA(百万元)	607.50	717.95	859.59	1,037.54	1,212.33
净利润(百万元)	460.01	543.56	674.09	816.54	956.80
增长率(%)	21.85	18.16	24.01	21.13	17.18
EPS(元/股)	0.71	0.84	1.04	1.26	1.48
市盈率(P/E)	23.78	20.12	16.23	13.40	11.43
市净率(P/B)	7.20	6.42	5.80	5.37	4.94
市销率(P/S)	6.49	6.18	4.92	4.05	3.44
EV/EBITDA	12.75	12.82	11.37	9.37	7.84

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	16.93 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)	415.04
A 股总市值(百万元)	10,937.65
流通 A 股市值(百万元)	7,026.58
每股净资产(元)	2.78
资产负债率(%)	16.11
一年内最高/最低(元)	23.45/13.09

### 作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	

### 股价走势

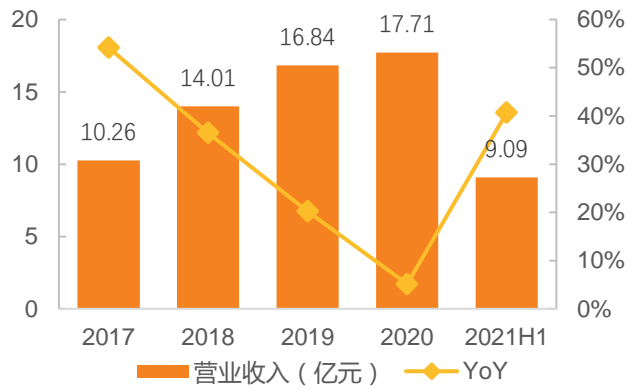


资料来源：贝格数据

### 相关报告

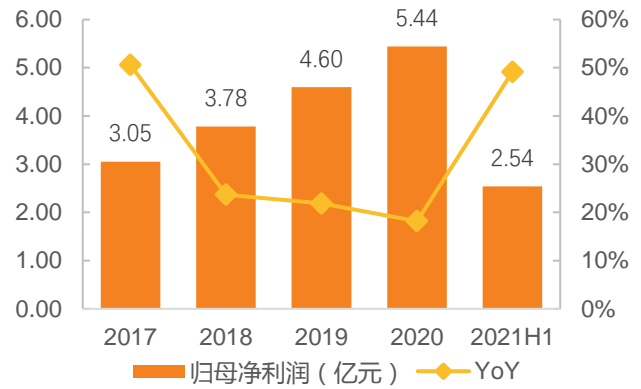
- 1 《浙江美大-公司点评:产品结构改善，线上份额有所提升》 2021-02-22
- 2 《浙江美大-季报点评:线上份额实现提升，毛利率有所改善》 2020-10-23
- 3 《浙江美大-半年报点评:线上市场增幅明显，Q2 业绩表现靓丽》 2020-08-27

图 1：2017-2021H1 公司营业收入情况（亿元）



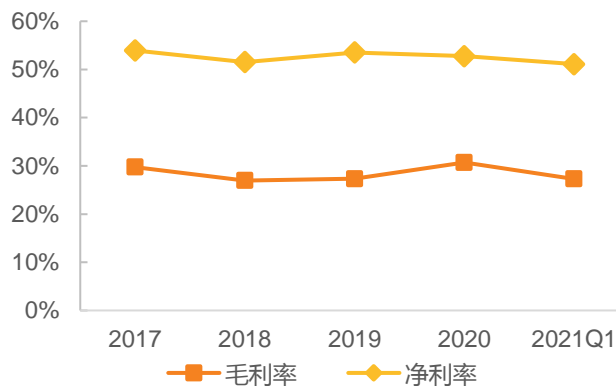
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2017-2021H1 公司归母净利润情况（亿元）



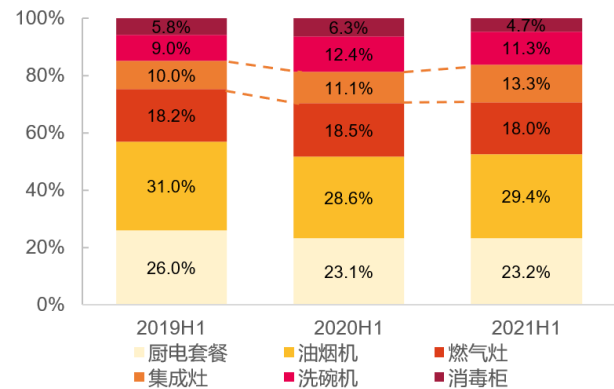
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2017-2021Q1 公司毛利率&净利率情况



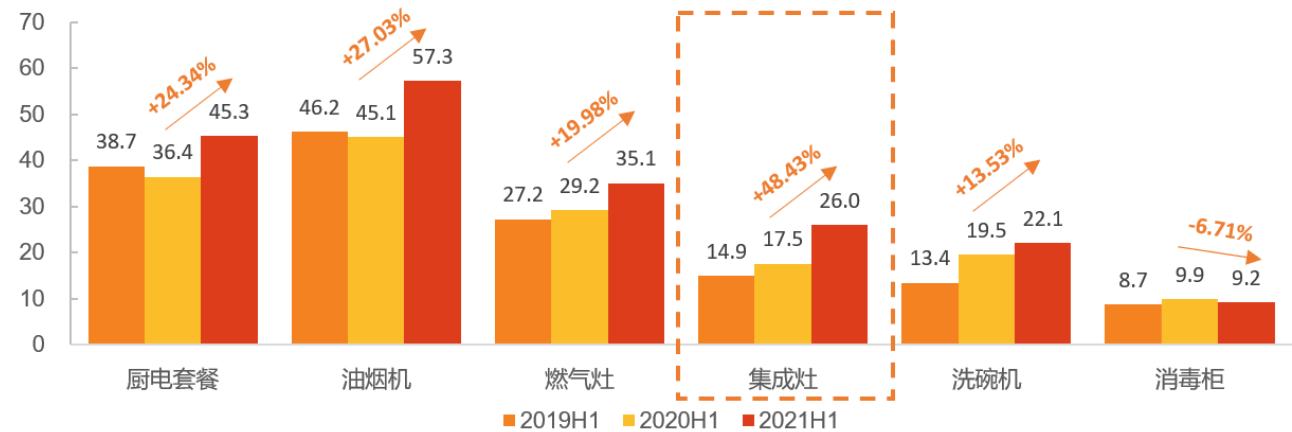
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：集成灶品类线上销额占比逐渐扩大，挤压传统厨电份额



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 5：2021H1 集成灶品类线上销额增速领先厨电行业（亿元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	799.13	509.97	705.60	854.62	1,180.23	营业收入	1,684.48	1,770.82	2,221.03	2,699.21	3,178.47
应收票据及应收账款	17.73	28.97	19.99	38.76	30.06	营业成本	782.85	836.45	1,015.44	1,237.43	1,462.85
预付账款	13.72	14.71	19.52	21.84	26.89	营业税金及附加	12.38	17.55	20.91	25.41	29.92
存货	79.64	78.03	113.22	119.49	155.45	营业费用	256.66	198.69	249.21	302.86	356.64
其他	6.15	505.48	407.87	304.27	208.38	管理费用	65.78	61.82	97.41	118.38	139.40
<b>流动资产合计</b>	<b>916.37</b>	<b>1,137.16</b>	<b>1,266.19</b>	<b>1,338.98</b>	<b>1,601.01</b>	研发费用	50.93	54.28	66.62	80.96	95.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(13.09)	(21.88)	(17.01)	(20.67)	(24.34)
固定资产	728.87	674.53	762.92	826.07	868.87	资产减值损失	0.00	(0.03)	0.00	0.00	0.00
在建工程	80.71	120.27	93.39	77.25	67.57	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	174.12	169.02	184.64	199.51	213.64	投资净收益	3.51	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	86.74	77.55	57.76	57.22	57.22	其他	(9.30)	(11.41)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,070.44</b>	<b>1,041.38</b>	<b>1,098.71</b>	<b>1,160.05</b>	<b>1,207.30</b>	<b>营业利润</b>	<b>534.76</b>	<b>635.35</b>	<b>788.46</b>	<b>954.84</b>	<b>1,118.66</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,986.80</b>	<b>2,178.53</b>	<b>2,364.90</b>	<b>2,499.03</b>	<b>2,808.31</b>	营业外收入	0.12	0.52	0.25	0.25	0.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.58	1.81	1.34	1.34	1.34
应付票据及应付账款	240.36	164.09	208.24	245.14	290.67	<b>利润总额</b>	<b>534.30</b>	<b>634.06</b>	<b>787.37</b>	<b>953.75</b>	<b>1,117.57</b>
其他	199.43	284.45	251.96	196.99	282.41	所得税	74.28	90.50	113.27	137.21	160.78
<b>流动负债合计</b>	<b>439.79</b>	<b>448.54</b>	<b>460.20</b>	<b>442.13</b>	<b>573.08</b>	<b>净利润</b>	<b>460.01</b>	<b>543.56</b>	<b>674.09</b>	<b>816.54</b>	<b>956.80</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>460.01</b>	<b>543.56</b>	<b>674.09</b>	<b>816.54</b>	<b>956.80</b>
其他	27.76	26.28	19.24	19.24	19.24	每股收益(元)	0.71	0.84	1.04	1.26	1.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>27.76</b>	<b>26.28</b>	<b>19.24</b>	<b>19.24</b>	<b>19.24</b>						
<b>负债合计</b>	<b>467.56</b>	<b>474.82</b>	<b>479.44</b>	<b>461.38</b>	<b>592.32</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	646.05	646.05	646.05	646.05	646.05	<b>成长能力</b>					
资本公积	104.92	104.92	104.92	104.92	104.92	营业收入	20.24%	5.13%	25.42%	21.53%	17.76%
留存收益	920.36	1,113.77	1,239.41	1,391.60	1,569.93	营业利润	20.01%	18.81%	24.10%	21.10%	17.16%
其他	(152.08)	(161.02)	(104.92)	(104.92)	(104.92)	归属于母公司净利润	21.85%	18.16%	24.01%	21.13%	17.18%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,519.25</b>	<b>1,703.71</b>	<b>1,885.46</b>	<b>2,037.65</b>	<b>2,215.99</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,986.80</b>	<b>2,178.53</b>	<b>2,364.90</b>	<b>2,499.03</b>	<b>2,808.31</b>	毛利率	53.53%	52.76%	54.28%	54.16%	53.98%
						净利率	27.31%	30.70%	30.35%	30.25%	30.10%
						ROE	30.28%	31.90%	35.75%	40.07%	43.18%
						ROIC	102.72%	83.03%	107.18%	110.76%	113.45%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	23.53%	21.80%	20.27%	18.46%	21.09%
						净负债率	-52.60%	-29.93%	-37.42%	-41.94%	-53.26%
						流动比率	2.08	2.54	2.75	3.03	2.79
						速动比率	1.90	2.36	2.51	2.76	2.52
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	95.75	75.84	90.73	91.89	92.36
						存货周转率	23.43	22.46	23.23	23.20	23.12
						总资产周转率	0.89	0.85	0.98	1.11	1.20
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.71	0.84	1.04	1.26	1.48
						每股经营现金流	0.84	0.98	1.14	1.33	1.77
						每股净资产	2.35	2.64	2.92	3.15	3.43
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	23.78	20.12	16.23	13.40	11.43
						市净率	7.20	6.42	5.80	5.37	4.94
						EV/EBITDA	12.75	12.82	11.37	9.37	7.84
						EV/EBIT	13.58	14.02	12.67	10.41	8.68

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	460.01	543.56	674.09	816.54	956.80
折旧摊销	37.26	62.18	88.14	103.37	118.01
财务费用	0.00	0.00	(17.01)	(20.67)	(24.34)
投资损失	(3.51)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	12.23	202.51	(9.00)	(41.29)	94.53
其它	37.39	(174.41)	(0.00)	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>543.39</b>	<b>633.84</b>	<b>736.23</b>	<b>857.95</b>	<b>1,145.00</b>
资本支出	260.33	43.22	172.30	165.26	165.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(534.43)	(613.26)	(237.56)	(230.52)	(230.52)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(274.10)</b>	<b>(570.04)</b>	<b>(65.26)</b>	<b>(65.26)</b>	<b>(65.26)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	9.48	14.76	74.93	22.49	26.16
其他	(313.15)	(364.92)	(550.27)	(666.17)	(780.28)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(303.67)</b>	<b>(350.16)</b>	<b>(475.34)</b>	<b>(643.68)</b>	<b>(754.12)</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>(34.38)</b>	<b>(286.36)</b>	<b>195.63</b>	<b>149.01</b>	<b>325.61</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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