

2021年08月10日

证券研究报告·2021年半年报点评

浙江美大 (002677) 家用电器

买入 (维持)

当前价: 15.48 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

行业增长红利释放，产品渠道齐发力

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2021 年半年报, 2021 年 H1 公司实现营收 9.1 亿元, 同比增长 40.7%; 实现归母净利润 2.5 亿元, 同比增长 49.1%。单季度来看, Q2 公司实现营收 5.4 亿元, 同比增长 1.2%; 实现归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 2.4%。相较 2019 年 H1, 公司营收增长 29.1%, 归母净利润增长 39.6%; 相较 2019 年 Q2, 公司营收增长 30.4%, 归母净利润增长 43.9%。
- 行业增长红利释放, 不断发挥产品渠道优势。集成灶作为新兴品类, 增速居厨电市场各品类之首。** 2016 年至 2020 年集成灶行业零售额复合增速达 25%; 集成灶产品在烟灶市场的占比逐年提升。报告期内, 公司集成灶/橱柜产品分别实现营收 8.2 亿元/0.2 亿元, 同比增长 43.4%/47.6%。但从单季度来看, Q2 公司营收增速放缓。我们认为, 这是因为 20Q1 疫情导致公司订单和市场需求延迟至 Q2 兑现, 业绩高基数使美大 21Q2 短期增长承压。**产品渠道齐发力, 助力公司业务快速发展。**从产品端看, 一方面公司在上半年对美大全系列产品进行全面升级, 运用直流变频无刷电机技术、阻静吸排烟系统技术等前沿技术, 使集成灶产品从外观到功能到性能全面升级提升, 引领集成灶行业进入智慧变频时代。另一方面, 公司不断丰富品类, 扩大产品矩阵, 报告期内公司推出整体家居解决方案, 加大对智能化高端集成水槽、蒸箱、烤箱、蒸烤一体机、洗碗机、燃气热水器、橱柜、衣柜等系列产品、家居新产品的研发。从渠道端看, 公司以经销商为依托, 积极扩展电商渠道、KA 渠道、工程及社区渠道。总体来看, 报告期内公司新增营销终端 500 多个, 累计拥有营销终端 3400 个。分渠道来看, 在经销渠道, 上半年公司新增一级经销商 170 多家, 累计拥有一级经销商 1800 多家。在 KA 渠道, 上半年公司在国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家等家电 KA 卖场、建材 KA 卖场的门店累计近 2000 个。在工程及社区渠道, 上半年公司已与国瑞置业等多个房地产公司签订合作合同并实施工程安装, 同时社区店开店数量达 50 多个, 较好地实现了多元化渠道的融合发展。我们认为渠道的多元化, 规模化能够帮助公司提高市场份额, 实现快速稳定的业绩增长。
- 产品结构不断优化, 公司盈利能力稳步提升。**报告期内, 公司综合毛利率为 53.6%, 同比增加 2.2pp, 其中集成灶产品毛利率为 56.21%, 同比增加 1.32%。在原材料价格不断攀升的背景下, 公司毛利率稳中有升, 我们认为这是由于公司不断优化产品结构, 将前沿技术应用至集成灶产品, 提高了产品溢价。费用率方面, 公司持续加码新兴互联网媒体的广告投放力度, 使公司销售费用率同比增加 0.3pp 至 14.9%; 管理费用率为 7.1%, 同比减少 0.3pp; 财务费用率为 -0.7%, 同比增加 0.8pp。综合来看, 公司净利率为 28%, 同比增加 1.6pp。
- 加大品牌宣传建设, 坚持双品牌运营战略。**公司除了加大在央视等传统媒体广告的投放力度外, 还持续加强以头条、抖音为代表的网络新媒体广告投放力度, 助力品牌的知名度的迅速提升。除此之外, 公司坚持“美大”+“天牛”的双品牌运营战略, 以此扩大价格区间, 覆盖更多年轻消费群体。2021 年上半年天牛品牌新签约经销商 50 多家, 新开设终端门店 40 多个, 这为公司带来新的业绩增长点。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.04/1.23/1.44 元。考虑公司产品矩阵完善, 渠道全面发展, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动、新品拓展不及预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1770.82	2174.01	2608.81	3084.05
增长率	5.13%	22.77%	20.00%	18.22%
归属母公司净利润 (百万元)	543.56	670.52	794.36	933.07
增长率	18.16%	23.36%	18.47%	17.46%
每股收益 EPS (元)	0.84	1.04	1.23	1.44
净资产收益率 ROE	31.90%	33.25%	34.53%	35.49%
PE	18	15	13	11
PB	5.87	4.96	4.35	3.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

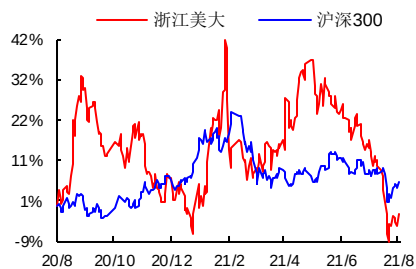
邮箱: gmh@swsc.com.cn

联系人: 夏勤

电话: 023-63786049

邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.46
流通 A 股(亿股)	4.18
52 周内股价区间(元)	14.38-22.98
总市值(亿元)	100.01
总资产(亿元)	20.31
每股净资产(元)	2.42

相关研究

- 浙江美大 (002677): 集成灶加速渗透, 盈利能力恢复 (2021-04-15)
- 浙江美大 (002677): 集成灶龙头稳健增长, 盈利能力提升 (2021-04-08)
- 浙江美大 (002677): 渗透率持续提升, 业绩保持高增长 (2020-10-23)
- 浙江美大 (002677): Q2 增速超预期, 开启双品牌新篇章 (2020-08-24)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1770.82	2174.01	2608.81	3084.05	净利润	543.56	670.52	794.36	933.07
营业成本	836.45	1027.32	1221.15	1445.38	折旧与摊销	62.18	114.84	125.16	132.16
营业税金及附加	17.55	20.85	24.46	28.82	财务费用	-21.88	-27.43	-30.45	-38.45
销售费用	198.69	263.06	333.93	400.93	资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	61.82	121.74	146.09	172.71	经营营运资本变动	-1.64	-67.80	48.21	49.74
财务费用	-21.88	-27.43	-30.45	-38.45	其他	51.65	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	633.84	680.12	927.29	1066.53
投资收益	0.00	10.00	10.00	10.00	资本支出	9.92	-55.00	-69.00	-88.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-579.96	10.30	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-570.04	-44.70	-59.00	-78.00
营业利润	635.35	778.47	923.62	1084.66	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.29	2.00	2.00	2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	634.06	780.47	925.62	1086.66	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	90.50	109.95	131.26	153.59	支付股利	-350.16	-413.76	-510.39	-604.67
净利润	543.56	670.52	794.36	933.07	其他	0.00	83.44	30.45	38.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-350.16	-330.32	-479.95	-566.22
归属母公司股东净利润	543.56	670.52	794.36	933.07	现金流量净额	-286.36	305.11	388.34	422.31
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	509.97	815.08	1203.42	1625.73	成长能力				
应收和预付款项	44.06	51.44	61.65	73.46	销售收入增长率	5.13%	22.77%	20.00%	18.22%
存货	78.03	95.83	113.91	134.83	营业利润增长率	18.81%	22.53%	18.65%	17.44%
其他流动资产	505.10	500.10	500.12	500.14	净利润增长率	18.16%	23.36%	18.47%	17.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	20.88%	28.15%	17.61%	15.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	794.80	744.02	694.42	652.81	毛利率	52.76%	52.75%	53.19%	53.13%
无形资产和开发支出	169.02	160.09	155.16	154.23	三费率	13.48%	16.44%	17.23%	17.35%
其他非流动资产	77.55	92.12	90.50	88.88	净利率	30.70%	30.84%	30.45%	30.25%
资产总计	2178.53	2458.68	2819.17	3230.07	ROE	31.90%	33.25%	34.53%	35.49%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	24.95%	27.27%	28.18%	28.89%
应付和预收款项	263.22	363.66	430.32	501.40	ROIC	65.86%	78.81%	94.24%	117.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.16%	39.83%	39.03%	38.21%
其他负债	211.60	78.45	88.31	99.71	营运能力				
负债合计	474.82	442.10	518.63	601.12	总资产周转率	0.85	0.94	0.99	1.02
股本	646.05	646.05	646.05	646.05	固定资产周转率	2.52	3.19	3.87	4.82
资本公积	104.92	104.92	104.92	104.92	应收账款周转率	83.74	85.07	88.27	86.27
留存收益	1008.85	1265.61	1549.58	1877.98	存货周转率	10.61	11.82	11.64	11.62
归属母公司股东权益	1703.71	2016.58	2300.55	2628.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.24%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1703.71	2016.58	2300.55	2628.95	资产负债率	21.80%	17.98%	18.40%	18.61%
负债和股东权益合计	2178.53	2458.68	2819.17	3230.07	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.54	3.52	3.82	4.06
					速动比率	2.36	3.29	3.58	3.83
					股利支付率	64.42%	61.71%	64.25%	64.80%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.04	1.23	1.44
					每股净资产	2.64	3.12	3.56	4.07
					每股经营现金	0.98	1.05	1.44	1.65
					每股股利	0.54	0.64	0.79	0.94
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	675.66	865.87	1018.33	1178.38					
PE	18.40	14.92	12.59	10.72					
PB	5.87	4.96	4.35	3.80					
PS	5.65	4.60	3.83	3.24					
EV/EBITDA	13.19	9.94	8.07	6.62					
股息率	3.50%	4.14%	5.10%	6.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn