

浙江美大 (002677.SZ)

2021Q3 业绩符合预期，毛利有所承压

事件：公司发布 2021 年三季报。公司 2021 年前三季度实现营收 15.34 亿元，较 2020 年/2019 年同期增长 30.36%/34.30%；实现归母净利润 4.51 亿元，较 2020 年/2019 年同期增长 34.50%/48.08%。其中，21Q3 单季营收为 6.25 亿元，同比 2020Q3/2019Q3 增长 17.78%/42.70%；归母净利润为 1.97 亿元，同比 2020Q3/2019Q3 增长 19.34%/60.91%。

集成灶行业线下渠道复苏，公司份额维持前列。21Q3 集成灶行业表现整体好于传统厨电，据奥维云数据 7-9 月集成灶线上销量同降 21.36%/13.31%/22.74%；线下销量同增 34.57%/18.65%/35.87%，线下渠道进一步恢复。受益于线下经销体系建设较早，经销商资金实力较强，公司环比 21Q2 收入端增速（1.19%）提升 16.59pct，实现收入较快增长。据奥维云数据，前三季度品牌线上/线下销量市占率为 4.49%/14.45%。

毛利承压，费用端较为平稳。21Q3 公司毛利率同降 1.72pct 至 49.83%。主要系 1) 原材料成本压力递延至 21Q3 显现。21H1 大宗原材料上涨较多，滚动至 21Q3 入账后影响公司单季成本；2) 去年同期受益成本红利，基数较高；3) 公司积极推进渠道多元化，销售结构变动带动均价有所下降。**费率端：**21Q3 公司销售/管理/研发/财务费率为 12.39%/3.44%/3.08%/-0.69%，同比变动 0.26/-0.32/0.12/0.36pct。**净利率：**公司 2021Q3 实现净利率 31.47%，同比增加 0.41pct。

现金流情况良好，经销商订货意愿较强。集成灶企业下游以小 B 商为主，受地产精装修账期影响较小，公司 21Q3 单季实现经营性现金流净额 2.27 亿元，同比下降 2.79%。其中，应收账款为 0.32 亿元，同比下降 20.77%。预收账款（即合同负债）为 1.52 亿元，同比增长 73.18%反映了较强的提货意愿。

新品牌和新渠道有望成为新的增长动力。公司 20H1 推出“天牛”品牌，定位中低端市场，截至 21H1 新签约经销商 50 多家，开设终端门店 40 多家，累计招商 300 多家，开设门店 150 多家。公司在线下渠道中占据优质大经销商，具备渠道推力。未来公司进一步加大线上渠道资源倾斜，有望打开新的市场空间，建立品牌认知。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.40/7.46/8.58 亿元，同增 17.7%/16.5%/15.1%。集成灶行业增长确定性较强，公司享受行业成长红利，维持“买入”投资评级。

风险提示：新品拓展不及预期、价格战导致盈利受损、疫情反复影响销售

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,684	1,771	2,095	2,453	2,852
增长率 yoy (%)	20.2	5.1	18.3	17.1	16.3
归母净利润(百万元)	460	544	640	746	858
增长率 yoy (%)	21.8	18.2	17.7	16.5	15.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.71	0.84	0.99	1.15	1.33
净资产收益率 (%)	30.3	31.9	32.7	31.5	29.8
P/E (倍)	22.0	18.6	15.8	13.6	11.8
P/B (倍)	6.66	5.94	5.18	4.28	3.51

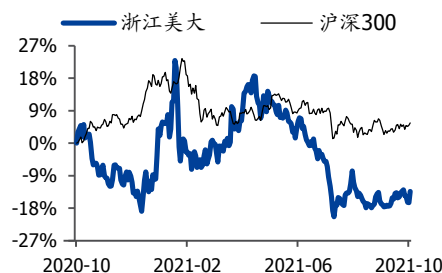
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 22 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	白色家电
前次评级	买入
10月22日收盘价(元)	15.67
总市值(百万元)	10,123.63
总股本(百万股)	646.05
其中自由流通股(%)	64.67
30日日均成交量(百万股)	3.86

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

研究助理 杨凡仪

邮箱：yangfanyi@gszq.com

相关研究

- 1、《浙江美大 (002677.SZ)：盈利能力稳健，长期成长空间广阔》2021-04-15
- 2、《浙江美大 (002677.SZ)：Q4 收入增速放缓，长期成长空间广阔》2021-04-09
- 3、《浙江美大 (002677.SZ)：行业成长红利正当时》2021-04-06

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	916	1137	1563	1779	2461
现金	799	510	909	1103	1754
应收票据及应收账款	18	29	26	38	37
其他应收款	0	0	0	1	1
预付账款	14	15	19	20	25
存货	80	78	103	111	140
其他流动资产	6	505	505	505	505
非流动资产	1070	1041	1108	1178	1261
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	729	675	734	787	849
无形资产	174	169	185	204	220
其他非流动资产	167	198	189	187	192
资产总计	1987	2179	2671	2957	3723
流动负债	440	449	689	564	814
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	240	164	301	250	394
其他流动负债	199	284	387	314	420
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	715	590	840
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	1009	1009	1009
归属母公司股东权益	1519	1704	1956	2367	2882
负债和股东权益	1987	2179	2671	2957	3723

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	543	634	937	684	1159
净利润	460	544	640	746	858
折旧摊销	37	62	99	108	116
财务费用	-13	-22	-15	-23	-34
投资损失	-4	0	0	0	0
营运资金变动	53	27	213	-147	219
其他经营现金流	9	23	0	0	0
投资活动现金流	-274	-570	-165	-179	-198
资本支出	280	70	66	71	83
长期投资	0	-500	0	0	0
其他投资现金流	6	-1000	-99	-108	-116
筹资活动现金流	-304	-350	-373	-312	-309
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	-373	-312	-309
现金净增加额	-34	-286	399	194	651

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1684	1771	2095	2453	2852
营业成本	783	836	962	1139	1331
营业税金及附加	12	18	21	24	28
营业费用	257	199	262	303	365
管理费用	66	62	80	92	103
研发费用	51	54	64	76	89
财务费用	-13	-22	-15	-23	-34
资产减值损失	0	-0	-0	-0	-0
其他收益	2	12	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	535	635	727	847	975
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	534	634	727	847	976
所得税	74	90	87	102	117
净利润	460	544	640	746	858
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	460	544	640	746	858
EBITDA	548	681	805	925	1048
EPS (元)	0.71	0.84	0.99	1.15	1.33

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	20.2	5.1	18.3	17.1	16.3
营业利润(%)	20.0	18.8	14.4	16.5	15.1
归属于母公司净利润(%)	21.8	18.2	17.7	16.5	15.1
获利能力					
毛利率(%)	53.5	52.8	54.1	53.6	53.3
净利率(%)	27.3	30.7	30.6	30.4	30.1
ROE(%)	30.3	31.9	32.7	31.5	29.8
ROIC(%)	28.4	30.7	31.3	30.0	28.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.5	21.8	26.8	19.9	22.6
净负债比率(%)	-50.8	-28.4	-45.1	-45.5	-59.9
流动比率	2.1	2.5	2.3	3.2	3.0
速动比率	1.9	2.3	2.1	2.9	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	0.99	1.15	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.98	1.45	1.06	1.79
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.64	3.03	3.66	4.46
估值比率					
P/E	22.0	18.6	15.8	13.6	11.8
P/B	6.7	5.9	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	17.1	13.4	10.9	9.2	7.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com