

证券研究报告

公司研究

点评报告

浙江美大 (002677.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师
执业编号: S1500520070002
联系电话: +86 13656717902
邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究:

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

行业龙头地位稳固，加速推进渠道建设与新品拓展

2022 年 04 月 08 日

事件: 2022 年 4 月 7 日, 浙江美大发布 2021 年度报告。2021 年公司共实现营业收入 21.64 亿元, 同比+22.19%; 实现归母净利润 6.65 亿元, 同比+22.28%。Q4 公司实现营业收入 6.30 亿元, 同比+6.00%; 实现归母净利润 2.14 亿元, 同比+2.63%。拟每 10 股派发现金股利人民币 6.60 元, 分红率为 64.15%, 股息率为 4.62%。

- **行业龙头地位稳固，加速推进双品牌运营体系。**分产品来看，21 年公司集成灶产品营收为 19.68 亿元, 同比+24.89%, 占总营收比重约 9 成; 橱柜产品营收为 5923 万元, 同比+35.67%, 增速恢复 19 年水平。21 年集成灶行业继续维持较高增速, 在地产形势欠佳、传统烟灶消品类面临发展瓶颈的背景下, 零售量、额同比仍收获了 28%、41% 的高增长, 在烟灶大类中渗透率上升至 12.4%, 展现出行业十足的活力与韧性。2022 年 1-2 月集成灶行业销量增速为 12.5%, 受全国各地疫情反复影响同比有所下滑。公司行业地位稳固, 在行业竞争加剧的前提下仍维持 20% 多的市占率, 保持大幅领先优势。此外, 21 年公司持续推进第二品牌“天牛”的宣传工作, 在互联网新媒体及线下交通枢纽投入大量宣传, 知名度得到显著提升。2021 年天牛品牌新增一级经销商 68 家, 新开设终端门店 55 个, 累计签约经销商 300 家, 累计已开门店达 150 个, 为公司提供新的业绩增长点。
- **盈利能力维持高水准。**全年毛利率为 51.69%, 同比-1.07pct; 净利率为 30.72%, 同比+0.02pct。Q4 毛利率为 50.79%, 同比-4.61pct; 净利率为 33.94%, 同比-1.12pct。全年毛利率在原材料价格大幅上涨的前提下仍维持较高水平, 主要得益于产品结构高端化、创新化升级。从费用率角度来看, 各项费用率与去年基本持平, 研发费用率小幅提升。全年销售、管理、研发费用率分为 11.22、3.29、3.16%, 分别同比+0.00、-0.20、+0.10pct; Q4 销售、管理、研发费用率分为 8.35、2.93、3.36%, 分别同比-1.07、-0.03、+0.09pct。
- **资产流动能力提升，积极备货应对原材料压力。**1) 21 年公司现金+其他流动资产合计 6.47 亿元, 同比+26.78%, 资产流动能力提升; 合同负债+其他流动负债合计 1.42 亿元, 同比-9.41%; 应收票据和应收账款合计 0.15 亿元, 同比-49.31%, 回款能力显著提升; 为应对原材料上涨公司积极备货, 21 年末存货为 1.21 亿元, 同比+54.73%。2) 从周转情况来看, 公司存货周转天数同比+0.29 天, 基本持平; 应收账款周转天数为 3.27 天, 同比-1.03 天, 得到明显改善。3) 20 年公司经营性现金流净额为 6.19 亿元, 同比-2.41%; Q4 经营性现金流净额为 1.74 亿, 同比-25.60%, 可能的主要原因是今年 Q4 用于支付广告宣传的费用显著增加。
- **持续推进渠道多元变革，新品加速拓展。**1) 渠道端: 经销商渠道, 公司 21 年新增一级经销商 300 多家, 新增终端门店 380 个; 电商渠道,

公司进一步加大营销投入，邀请顶流明星直播带货；KA 渠道，21 年公司新增连锁家电卖场门店 330 多个，连锁建材卖场门店 195 个，电商下沉渠道网点 320 个，进一步巩固品牌影响力；21 年公司实施安装了 10 多个精装工程项目，工程渠道快速起势。2) 产品端：3 月 23 日，美大重磅推出与松下合作开发的集成洗碗机，能够在一平米之间实现洗、切、沥、洗碗和收纳的功能。未来公司将继续加快对集成灶、水槽、洗碗机等新产品的研发和升级，在不断丰富厨房领域产品线的同时进一步提升产品颜值、性能和功能，更好地满足消费者对智慧、健康生活的需求。

- **盈利预测与投资评级：**集成灶行业正处于快速扩张期，渗透率有望持续提升，长期市场空间广阔。浙江美大作为行业龙头，一方面在渠道、品牌建设方面加大投入扬长补短，另一方面紧握研发优势，重视产品线的推新与迭代升级，长期竞争力有望进一步巩固。我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 25.49/29.84/34.47 亿元，分别同比 +17.8%/+17.0%/+15.5%；归母净利润 7.88/9.27/10.74 亿元，分别同比 +18.5%/+17.7%/+15.8%，对应 PE 为 11.72/9.96/8.60 倍。维持“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格持续上涨、集成灶行业竞争加剧、下游地产行业政策变化、公司新品推出不及预期、公司渠道开拓不及预期，国内疫情反复等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,771	2,164	2,549	2,984	3,447
增长率 YoY %	5.1%	22.2%	17.8%	17.0%	15.5%
归属母公司净利润 (百万元)	544	665	788	927	1,074
增长率 YoY%	18.2%	22.3%	18.5%	17.7%	15.8%
毛利率%	52.8%	51.7%	51.5%	51.0%	50.4%
净资产收益率 ROE%	31.9%	34.1%	28.8%	25.3%	22.7%
EPS(摊薄)(元)	0.84	1.03	1.22	1.43	1.66
市盈率 P/E(倍)	16.98	13.89	11.72	9.96	8.60
市净率 P/B(倍)	5.42	4.73	3.37	2.52	1.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 7 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,137	1,307	2,224	3,190	4,307
货币资金	510	647	1,539	2,472	3,553
应收票据	4	0	0	0	0
应收账款	25	15	25	28	31
预付账款	15	17	21	25	29
存货	78	121	131	156	185
其他	505	508	508	509	509
非流动资	1,041	1,049	1,097	1,132	1,180
长期股权	0	60	90	130	180
固定资产	675	770	868	940	1,024
无形资产	169	163	157	152	146
其他	198	56	-18	-89	-170
资产总计	2,179	2,356	3,321	4,322	5,487
流动负债	449	381	558	632	724
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	14	4	16	16	18
应付账款	150	109	194	209	242
其他	284	268	347	407	464
非流动负	26	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他	26	25	25	25	25
负债合计	475	405	583	657	748
少数股东	0	0	0	0	0
权益					
归属母公	1,704	1,950	2,738	3,665	4,738
司股东权					
负债和股	2,179	2,356	3,321	4,322	5,487
东权益					

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,771	2,164	2,549	2,984	3,447
同比	5.1%	22.2%	17.8%	17.0%	15.5%
归属母公司净利润	544	665	788	927	1,074
同比	18.2%	22.3%	18.5%	17.7%	15.8%
毛利率(%)	52.8%	51.7%	51.5%	51.0%	50.4%
ROE%	31.9%	34.1%	28.8%	25.3%	22.7%
EPS (摊薄)(元)	0.84	1.03	1.22	1.43	1.66
P/E	16.98	13.89	11.72	9.96	8.60
P/B	5.42	4.73	3.37	2.52	1.95
EV/EBITDA	13.13	11.03	8.55	6.56	4.94

利润表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,771	2,164	2,549	2,984	3,447
营业成本	836	1,045	1,235	1,463	1,709
营业税金及附加	18	19	23	27	31
销售费用	199	243	280	328	386
管理费用	62	71	84	95	114
研发费用	54	68	78	94	110
财务费用	-22	-15	-38	-64	-105
减值损失合	0	0	0	0	0
投资净收益	0	32	20	27	33
其他	11	11	12	15	17
营业利润	635	775	919	1,082	1,252
营业外收支	-1	-1	-2	-2	-1
利润总额	634	774	917	1,080	1,250
所得税	90	109	130	153	177
净利润	544	665	788	927	1,074
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	544	665	788	927	1,074
EBITDA	664	779	900	1,031	1,151
EPS (当年)(元)	0.84	1.03	1.22	1.43	1.66

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	634	619	974	997	1,152
净利润	544	665	788	927	1,074
折旧摊销	62	62	51	54	54
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	-32	-20	-27	-33
营运资金变	27	-76	153	41	56
其它	1	0	2	2	1
投资活动现	-570	-90	-82	-65	-70
资本支出	-70	-63	-72	-51	-53
长期投资	-500	-60	-30	-40	-50
其他	0	32	20	27	33
筹资活动现	-350	-389	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-350	-388	0	0	0
现金流净增加额	-286	139	892	933	1,081

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。