开源证券

浙江美大（002677.SZ） Q4 业绩符合预期，多元化营销渠道加速拓展

2022 年 04 月 08 日

——公司信息更新报告

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

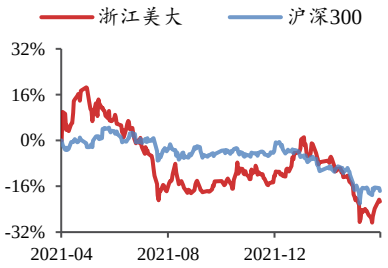
周嘉乐（分析师）
zhoujiale@kysec.cn
证书编号：S0790522030002

陆帅坤（联系人）
lushuaikun@kysec.cn
证书编号：S0790121060033

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/7
当前股价(元)	14.29
一年最高最低(元)	23.00/12.44
总市值(亿元)	92.32
流通市值(亿元)	59.70
总股本(亿股)	6.46
流通股本(亿股)	4.18
近 3 个月换手率(%)	60.56

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-2021Q4 线上份额提升，看好产品结构持续提升》-2022.2.28

《公司信息更新报告-2021H1 业绩符合预期，盈利能力依旧稳健》-2021.8.10

《公司信息更新报告-多渠道持续发力，高端市场地位稳固》-2021.4.12

● Q4 业绩符合预期，原材料影响下净利率阶段性承压，维持“买入”评级

2021 年公司实现营收 21.64 亿 (+22.19%)、归母净利润 6.65 亿(+22.28%)；单 2021Q4 来看，公司实现营收 6.30 亿(+6.00%)、归母净利润 2.14 亿(+2.63%)，业绩符合预期。考虑到原材料价格大涨净利率承压，我们下调 2022-2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 7.88/9.10/10.35 亿元（2022-2023 年原值 8.19/9.64 亿元），对应 EPS 为 1.22/1.41/1.60 元（2022-2023 年原值 1.27/1.49 亿元），当前股价对应 PE 为 11.7/10.1/8.9 倍，对应考虑到原材料上涨为阶段性影响，多元化营销渠道加速拓展，维持“买入”评级不变。

● 线下渠道多元化拓展顺利、线上持续热销，美大天牛双品牌体系持续推进

（1）经销商渠道：2021 年新增一级经销商/终端门店 300/380 余个，累计超 1900/3800 家。（2）电商渠道：加大营销投入、线上专用款产品，业务实现翻番增长。根据奥维数据，2022W1-W13 公司集成灶线上销额达 0.61 亿（+114.8%），热销趋势延续。（3）KA 渠道：2021 年新增家电/建材/下沉渠道网点 330/195/320 多个，累计家电/建材 KA 卖场超 2500 个。（4）工程、家装及社区渠道：2021 年已与多家房企实施安装了 10 余个精装工程项目；与业之峰等知名家装公司深入合作；新开社区店超 80 家，渠道多元化拓展顺利。（5）双品牌运营：新开天牛品牌天猫官方旗舰店，冠名高铁专列助力知名度提升，2021 年天牛品牌新增一级经销商/终端门店 68/55 家，累计 300/150 家，有望贡献新的业绩增长点。

● 受原材料大涨影响毛利率承压，提效控费叠加结构提升下净利率预计维稳

2021 年毛利率 51.7%(-1.1pct)，其中集成灶毛利率 54.1%(-2.4pct)，2021Q4 毛利率 50.8%(-4.6pct)，在产品结构提升趋势下，毛利率受损主系受原材料大涨影响，2021 年集成灶直接材料金额+35.9%。公司提效控费成效显现，2021Q4 销售/管理费用率分别-1.07/-0.03pct。2021 年净利率 30.72%(+0.02pct)，2021Q4 净利率 33.94%(-1.12pct)，在产品结构提升趋势下，我们预计净利率有望维持平稳。

● 风险提示：地产市场波动风险；原材料上涨风险；市场竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,771	2,164	2,542	2,936	3,338
YOY(%)	5.1	22.2	17.5	15.5	13.7
归母净利润(百万元)	544	665	788	910	1,035
YOY(%)	18.2	22.3	18.6	15.5	13.8
毛利率(%)	52.8	51.7	52.0	52.5	53.0
净利率(%)	30.7	30.7	31.0	31.0	31.0
ROE(%)	31.9	34.1	34.1	32.3	30.2
EPS(摊薄/元)	0.84	1.03	1.22	1.41	1.60
P/E(倍)	17.0	13.9	11.7	10.1	8.9
P/B(倍)	5.4	4.7	4.0	3.3	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1137	1307	2496	2470	4053
现金	510	647	1818	1766	3324
应收票据及应收账款	29	15	39	25	49
其他应收款	0	0	1	0	1
预付账款	15	17	20	23	26
存货	78	121	112	150	147
其他流动资产	505	507	505	506	506
非流动资产	1041	1049	1225	1397	1554
长期投资	0	60	120	179	239
固定资产	675	770	854	938	1028
无形资产	169	163	178	188	187
其他非流动资产	198	56	74	92	100
资产总计	2179	2356	3721	3867	5607
流动负债	449	381	1384	1028	2149
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	164	113	1108	752	1863
其他流动负债	284	268	277	276	286
非流动负债	26	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	25	25	25	25
负债合计	475	405	1409	1052	2174
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	1009	1286	1540	1850	2193
归属母公司股东权益	1704	1950	2312	2815	3433
负债和股东权益	2179	2356	3721	3867	5607

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1771	2164	2542	2936	3338
营业成本	836	1045	1220	1394	1569
营业税金及附加	18	19	24	26	17
营业费用	199	243	305	382	474
管理费用	62	71	84	94	103
研发费用	54	68	94	106	117
财务费用	-22	-15	-62	-83	-110
资产减值损失	-0	-0	-0	-0	-0
其他收益	12	10	9	11	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	32	32	32	32
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	635	775	919	1061	1207
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	634	774	918	1060	1206
所得税	90	109	130	150	171
净利润	544	665	788	910	1035
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	544	665	788	910	1035
EBITDA	681	815	941	1075	1209
EPS(元)	0.84	1.03	1.22	1.41	1.60

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	22.2	17.5	15.5	13.7
营业利润(%)	18.8	22.0	18.7	15.4	13.8
归属于母公司净利润(%)	18.2	22.3	18.6	15.5	13.8
获利能力					
毛利率(%)	52.8	51.7	52.0	52.5	53.0
净利率(%)	30.7	30.7	31.0	31.0	31.0
ROE(%)	31.9	34.1	34.1	32.3	30.2
ROIC(%)	30.7	32.8	32.4	30.4	28.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.8	17.2	37.9	27.2	38.8
净负债比率(%)	-28.4	-31.8	-77.6	-61.9	-96.1
流动比率	2.5	3.4	1.8	2.4	1.9
速动比率	2.3	3.1	1.7	2.2	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	75.8	99.1	94.2	91.2	90.1
应付账款周转率	4.1	7.6	2.0	1.5	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.03	1.22	1.41	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.96	2.69	0.74	3.20
每股净资产(最新摊薄)	2.64	3.02	3.58	4.36	5.31
估值比率					
P/E	17.0	13.9	11.7	10.1	8.9
P/B	5.4	4.7	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	12.1	10.0	7.4	6.5	4.5

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	634	619	1740	481	2069
净利润	544	665	788	910	1035
折旧摊销	62	60	59	69	79
财务费用	-22	-15	-62	-83	-110
投资损失	0	-32	-32	-32	-32
营运资金变动	27	-76	988	-383	1097
其他经营现金流	23	16	0	0	0
投资活动现金流	-570	-90	-203	-209	-203
资本支出	70	63	116	113	97
长期投资	-500	-60	-60	-60	-60
其他投资现金流	-1000	-87	-147	-156	-166
筹资活动现金流	-350	-389	-366	-324	-307
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	-350	-389	-366	-324	-307
现金净增加额	-286	139	1171	-52	1558

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	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	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