

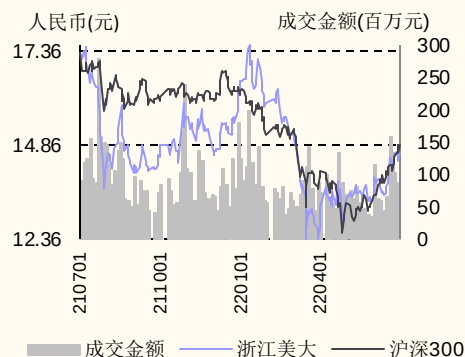
浙江美大 (002677.SZ) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 14.67 元

目标价格 (人民币): 17.85 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.46
已上市流通 A 股(亿股)	4.18
总市值(亿元)	94.78
年内股价最高最低(元)	17.52/12.36
沪深 300 指数	4485
深证成指	12896

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,771	2,164	2,565	2,978	3,432
营业收入增长率	5.13%	22.19%	18.54%	16.12%	15.24%
归母净利润(百万元)	544	665	769	892	1,030
归母净利润增长率	18.16%	22.28%	15.70%	15.93%	15.51%
摊薄每股收益(元)	0.841	1.029	1.190	1.380	1.594
每股经营性现金流净额	0.98	0.96	1.28	1.47	1.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.90%	34.08%	33.92%	32.94%	31.36%
P/E	18.93	16.86	12.32	10.63	9.20
P/B	6.04	5.75	4.18	3.50	2.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **集成灶龙头，营收利润稳健增长，行业处于高速发展通道：**2021 年，公司实现营业总收入 21.64 亿元，同比+22.2%，实现归母净利润 6.65 亿元，同比+22.3%。经营状况良好，盈利能力相对稳定。21 年公司集成灶实现收入 19.68 亿元，占比达 90.97%。我们预计 2022 年集成灶行业销量增速有望达 22%，渗透率同比提升 3.4pct。结合集成灶行业增长预期及公司发展，在公司营销短板补齐及线上渠道逐渐放量的趋势下，22 年公司集成灶收入增速有望小幅提振，与行业增速相当，预计 22 年公司集成灶收入同比+18%。
- **线下经销渠道领跑行业，多元化渠道加速布局：**公司线下渠道布局领跑集成灶行业，线下经销商数量最多且实力强劲，2021 年公司在全国拥有 1900 多家一级经销商和 3800 个营销终端。公司加速多元化营销渠道建设，线下加快 KA、工程、家装等渠道建设；线上方面加强投入与专供新品研发，2021 年双十一期间，公司全网销售额超 2.5 亿，同比 2020 年+425%，增长显著。
- **核心技术领先，产品力出色：**公司掌握集成灶核心技术工艺，积极开展技术研发，已拥有多项知识产权和技术专利，不断提高高端产品占比，巩固在高端集成灶市场的龙头地位。
- **盈利能力出色，努力补齐营销短板：**公司净利率水平领先行业，2014 年至今公司净利率维持在 30%左右，主要得益于公司较高的毛利率以及对费用率的有效控制。同时，近年公司大力推进品牌宣传工作，在传统媒体、户外媒体和新媒体等多渠道进行广告投放，努力补齐营销短板。

投资建议&盈利预测

- 我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 25.65、29.78、34.32 亿元，同比分别增长 18.5%、16.1%、15.2%，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.69、8.91、10.30 亿元，同比分别增长 15.7%、15.9%、15.5%。2022-2024 年 EPS 分别为 1.19、1.38、1.59 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 12x、11x、9x。我们选取另外三家集成灶企业作为可比公司，2022 年可比公司 PE 平均数为 24.6 倍，给予公司 2022 年 15 倍估值，对应目标价 17.85 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险

- 集成灶渗透率不及预期风险；行业竞争加剧风险；原材料价格上涨风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人
dengying@gjzq.com.cn

内容目录

1、集成灶龙头，营收利润稳健增长.....	4
2、行业：渗透率持续提升，行业处于高速发展通道.....	4
3、近二十年深耕，多方位积淀成就龙头地位.....	6
3.1 品牌：集成灶先发者，树立中高端品牌力.....	6
3.2 渠道：线下经销龙头，多渠道持续拓展.....	7
3.3 产品：核心技术领先，积极拓展品类.....	9
4、财务分析：盈利能力出色，努力补齐营销短板.....	10
5、盈利预测及投资建议.....	12
6、风险提示.....	14

图表目录

图表 1：公司历年营收及增速.....	4
图表 2：公司历年利润及增速.....	4
图表 3：公司营收分产品拆分（亿元）.....	4
图表 4：经销为公司主要销售模式（亿元）.....	4
图表 5：线上集成灶分类型销额占比.....	5
图表 6：线下集成灶分类型销额占比.....	5
图表 7：集成灶行业规模及增速.....	6
图表 8：集成灶品牌销量份额.....	7
图表 9：集成灶品牌线下均价对比（元）.....	7
图表 10：集成灶品牌线下经销商数量对比（个）.....	7
图表 11：集成灶品牌线下门店数量对比（个）.....	7
图表 12：经销商平均销售额对比（万元）.....	8
图表 13：经销门店平均销售额对比（万元）.....	8
图表 14：公司线上销售额及市占率.....	8
图表 15：美大集成灶智慧变频技术.....	9
图表 16：美大集成灶降噪技术.....	9
图表 17：主要可比公司历年净利率.....	10
图表 18：主要可比公司历年营业总收入（亿元）.....	10
图表 19：主要可比公司营收同比增速.....	10
图表 20：主要可比公司历年毛利率.....	11
图表 21：主要可比公司历年销售费用率.....	11
图表 22：主要可比公司历年管理费用率.....	11
图表 23：主要可比公司历年研发费用率.....	11
图表 24：主要可比公司历年应收账款周转率.....	12
图表 25：主要可比公司历年存货周转率.....	12
图表 26：公司盈利预测拆分.....	13

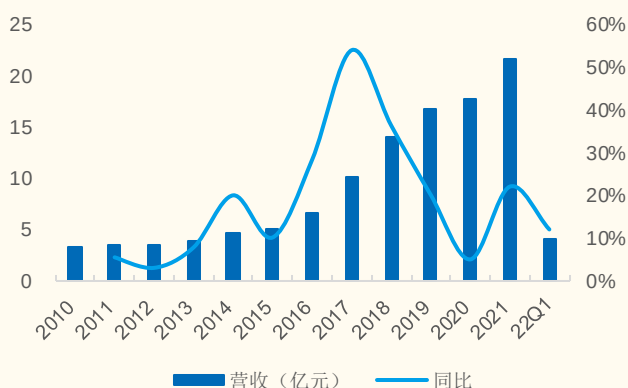
图表 27: 可比公司估值对比.....	13
----------------------	----

1、集成灶龙头，营收利润稳健增长

浙江美大作为集成灶行业的开创者和领导者，自 2003 年发明了第一台集成灶进入市场以来，不断推进技术创新和产品升级，提高产品竞争力，以高品质产品赢得消费者的口碑，成为集成灶行业的龙头公司之一。近年来，公司不断优化产品结构，以主品牌集成灶为核心，坚持高端定位；第二品牌天牛定位中低端市场，延伸品牌层次；同时不断拓展新品类、实现多元化，陆续推出橱柜、净水机、热水器、水槽、蒸箱等厨电产品，打造新的业绩增长点。公司作为集成灶龙头，受益行业发展，经营业绩稳定增长。

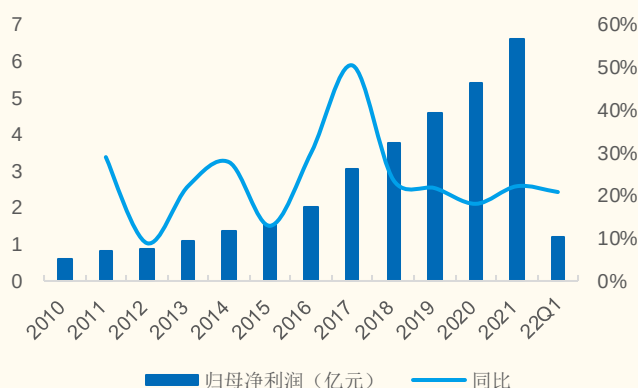
2021 年，公司实现营业总收入 21.64 亿元，同比+22.2%，实现归母净利润 6.65 亿元，同比+22.3%。公司总体经营状况良好，销售持续增长，盈利能力相对稳定。21 年公司集成灶实现收入 19.68 亿元，占比达 90.97%，为公司主要营收来源。

图表 1：公司历年营收及增速



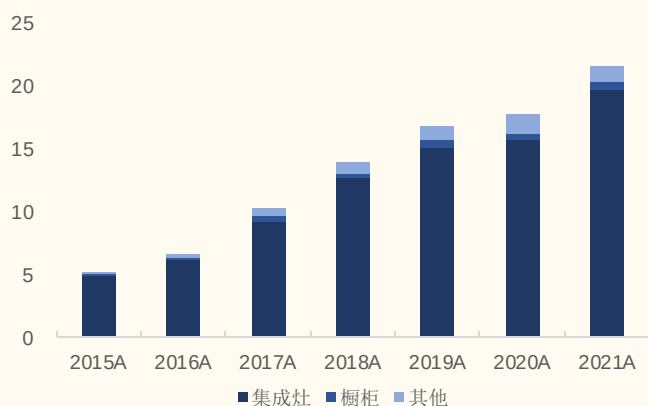
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司历年利润及增速



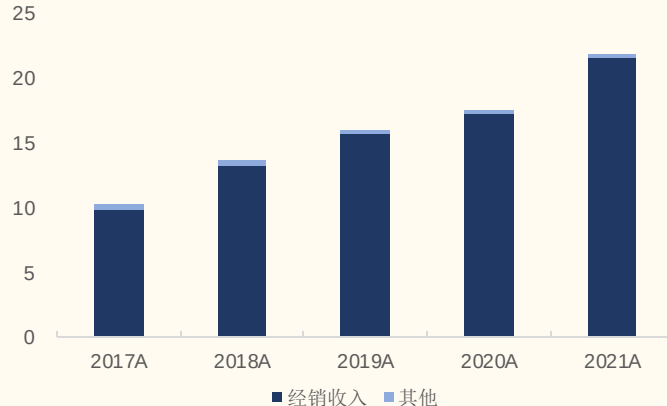
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司营收分产品拆分 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：经销为公司主要销售模式 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

2、行业：渗透率持续提升，行业处于高速发展通道

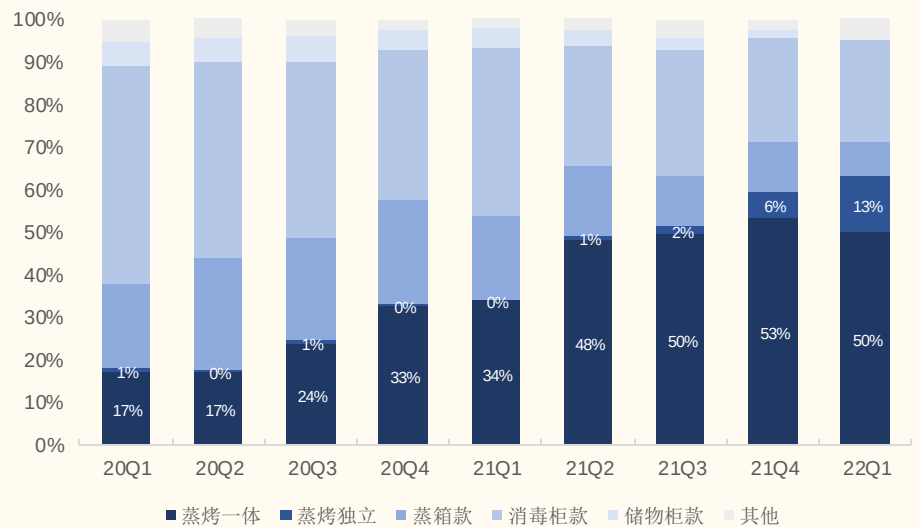
集成灶近年来实现快速发展，以产品为基石，营销为推力。产品端，集成灶较分体式烟灶具有吸油烟效果好的显著优点，集成灶早期尚有安全事故发生，而随着技术进步，集成灶安全性大大提升，使用体验日渐优化。且随着蒸烤一体款占比逐渐提升，高端化趋势显现，集成灶产品力不断提升。营销端，各龙头

仍积极加码小红书、抖音、快手等内容平台的投放，短视频的动态传播能够更好地展示集成灶吸油烟效果好的特性。根据奥维云网，18-21 年集成灶销量复合增速达 22%，渗透率提升 6.3pct 至 12.4%。

从产品结构来看，集成灶产品具备向上延伸的能力，产品结构持续优化，推动量价齐升。集成灶的第三腔体已从最初的储物柜、消毒柜为主，向上发展至均价更高的蒸烤一体占据主力地位，高端产品蒸烤独立也已逐步形成露出之势。

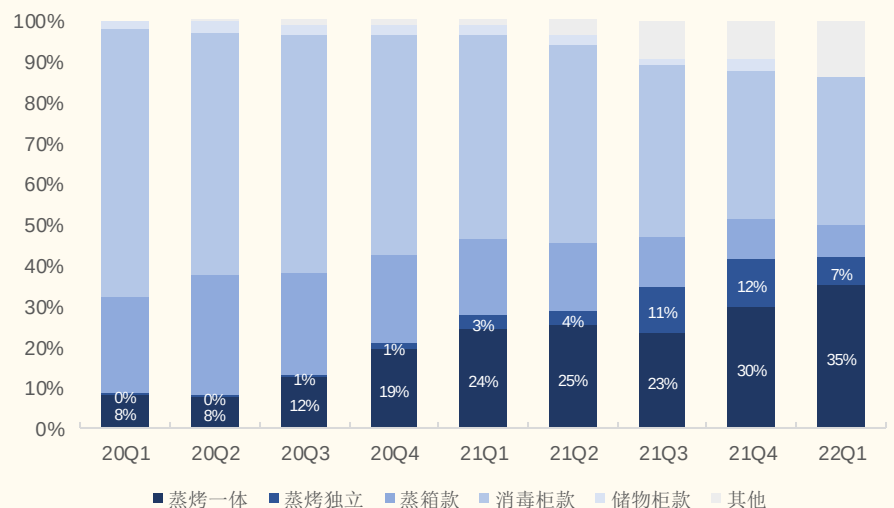
截止 22Q1，蒸烤一体+蒸烤独立款线上线下销额占比较去年同期分别提升 29pct、15pct，分别达到 63%、42%，已成为集成灶主力产品类型，且环比亦呈提升趋势。蒸烤独立目前产品尚少，但销售占比亦有明显提升，一季度线上蒸烤独立产品占比已超过 10%达 13%。蒸烤款产品均价高出单蒸款 2 千元以上，产品结构优化拉动均价提升，推动行业量价齐升。

图表 5：线上集成灶分类型销额占比



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 6：线下集成灶分类型销额占比

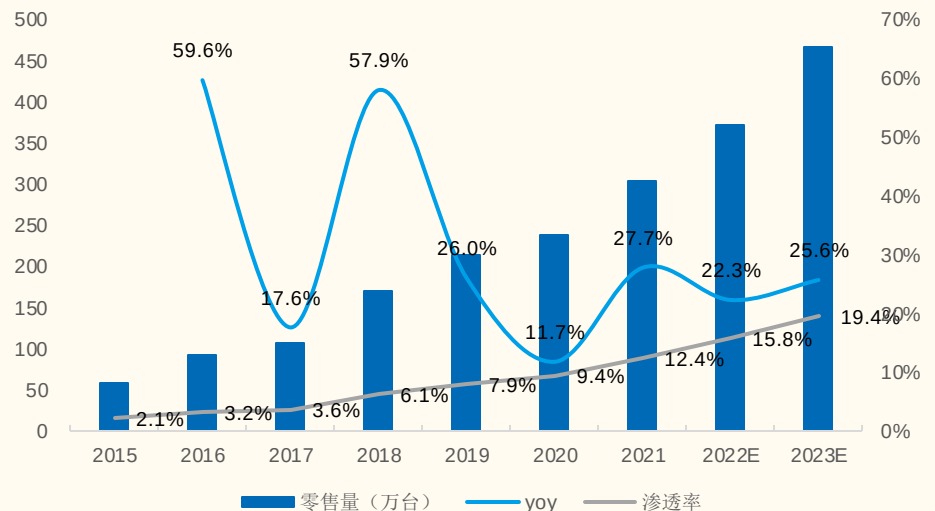


来源：奥维云网，国金证券研究所

根据奥维云网，集成灶 2021 年实现销量 304 万台，同比+27.7%，集成灶渗透率达 12.4%，同比提升 2.9pct。2020 年下半年，集成灶营销拐点显著，从疫情中快速恢复，因此 2020 年集成灶增速在家电行业中处于较高水平。2021 年在不低的基数水平下集成灶仍然取得较高增速。

我们预计在行业多渠道扩张、集成灶龙头公司持续渠道和营销发力、厨电龙头及综合性家电品牌连续入局的多重推力下，行业有望维持高增速，预计 2022 年行业销量增速达 22%，集成灶渗透率同比提升 3.4pct。

图表 7：集成灶行业规模及增速



来源：奥维云网，国金证券研究所测算（渗透率=集成灶当年销量/油烟机及集成灶当年销售之和）

3、近二十年深耕，多方位积淀成就龙头地位

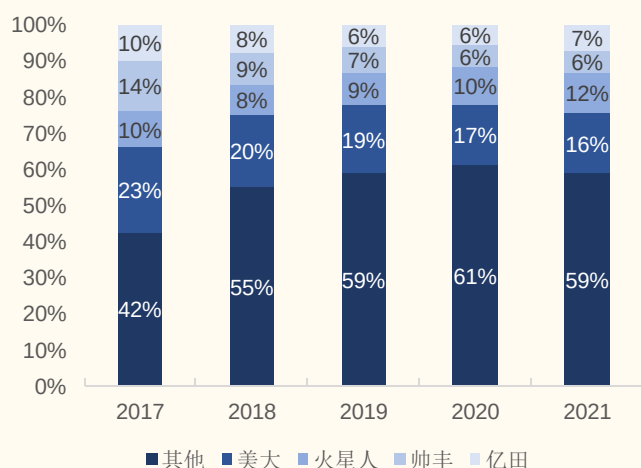
3.1 品牌：集成灶先发者，树立中高端品牌力

公司作为最早推出集成灶产品的品牌之一，于 2003 年发明了第一台集成灶，在集成灶行业中，公司具备先发优势和龙头地位，销量规模居行业首位，21 年销量达 50 万台左右，市占率达 16%左右，持续居于领先地位。且公司产品积淀多年，已形成良好的口碑，目前在消费者中拥有较高认可度。行业高景气度及公司自身龙头优势有望助力公司延续稳健增长。

从品牌定位上来看，公司产品定位以高端为主，平均价格水平较高，塑造出公司高端品牌形象，契合厨电行业重营销、高端化的行业属性，且助力其保持较高的利润水平，保障长期经营发展。

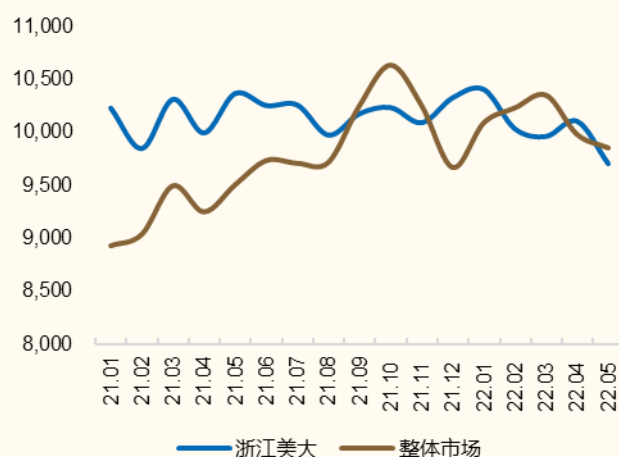
2020 年公司推出第二品牌——天牛，定位年轻时尚消费人群，强化线上渠道布局，打造双品牌运营格局。天牛品牌产品涵盖集成灶、集成水槽、洗碗机、热水器、净水机、嵌入式电器、厨柜等七大品类，相比美大主品牌价格带更低更集中，填补了中低端市场空白。根据公司年报，2020 年天牛品牌已签约 349 家经销商，开设门店 50 家，为未来销售规模的提升打下良好基础。

图表 8：集成灶品牌销量份额



来源：公司公告，奥维云网，国金证券研究所

图表 9：集成灶品牌线下均价对比（元）

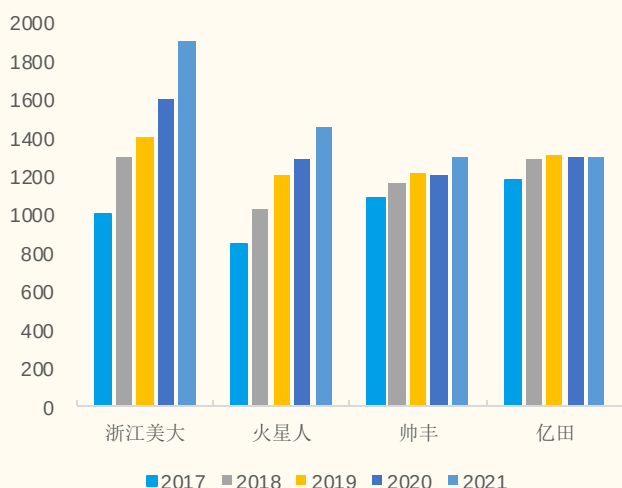


来源：奥维云网，国金证券研究所

3.2 渠道：线下经销龙头，多渠道持续拓展

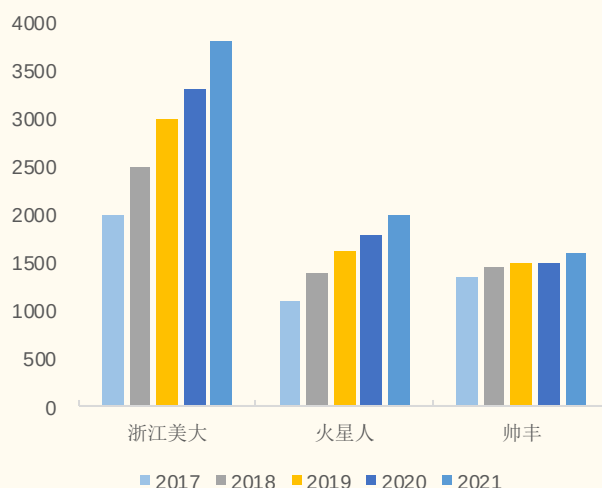
公司线下渠道布局领跑集成灶行业，而优质的线下渠道是企业发展的根本。公司在线下渠道方面具有明显的先发优势，渠道以经销模式为主，营销网络已经覆盖全国。相比行业内其他上市公司，美大拥有最多数量的线下经销商，截至 2021 年，公司在全国拥有 1900 多家一级经销商和 3800 个营销终端。同时，与同行业其他公司相比，公司的经销商营销实力较强，2019 年，公司经销商平均销售额为 115.99 万元，门店平均销售额为 56.94 万元，在行业中均处于领先地位。公司按县级、地市级、省会城市划分经销商，通过扁平化的经销商体系，实现对渠道的有力管控。经销模式主要采用先款后货的交易方式，能够保持公司良好的经营活动现金流。

图表 10：集成灶品牌线下经销商数量对比（个）



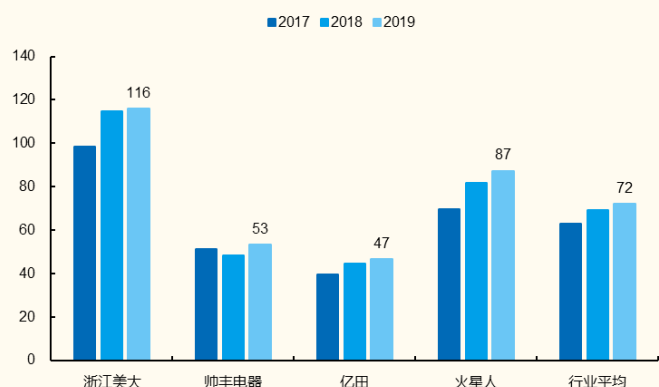
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：集成灶品牌线下门店数量对比（个）



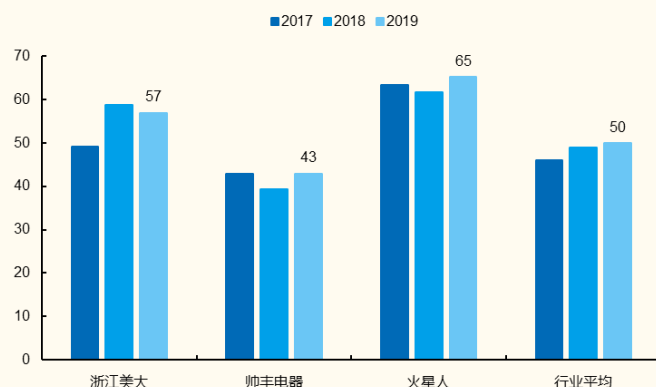
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12: 经销商平均销售额对比 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 经销门店平均销售额对比 (万元)

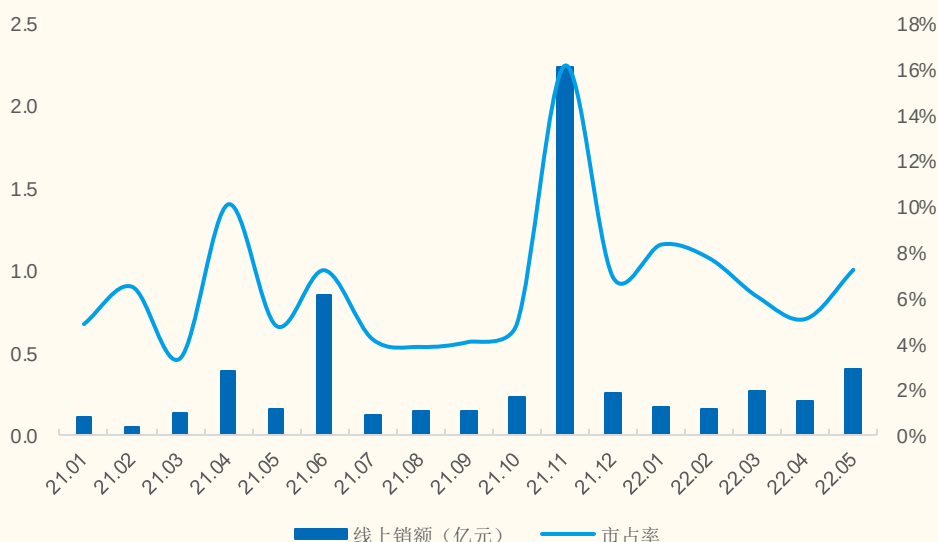


来源: 公司公告, 国金证券研究所

在不断强化线下渠道的同时, 公司正在加速多元化营销渠道建设, 实现各渠道优势互补、融合, 加快对 KA、家装、工程等新兴渠道的开发和建设。截至 2021 年底, 公司在国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家等 KA 家电、建材卖场合作 2500 多个, KA 进驻率有效提升。在家装渠道上, 公司已与业之峰、星艺、点石、名匠、生活家等知名家装公司达成战略合作; 在工程渠道上, 公司已与四川新希望集团、中建一局集团、国瑞置业等十多家房地产企业建立了合作关系, 并在北京、上海、深圳、海南、安徽、湖北、河北等多个省份安装了大批精装工程, 已具备了较好的精装工程业务基础。同时公司持续拓展与头部知名地产商、建材商的合作。

线上方面, 2020 年, 公司重点开始布局线上销售渠道, 不断加强电商运行团队力量及推广资源投入。目前, 电商渠道布局较全面, 已在天猫、京东、苏宁易购等大型电商平台开设官方旗舰店, 并授权线下经销商开设线上专卖店, 有效提升了美大品牌的线上曝光度和市场份额。根据公司战报, 2021 年双十一期间 (11.1-11.11), 公司全网销售额超 2.5 亿, 同比 2020 年增长 425%, 发展效果显著。

图表 14: 公司线上销售额及市占率



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

3.3 产品：核心技术领先，积极拓展品类

公司作为集成灶行业的创始人和领军者，掌握集成灶产品的核心技术工艺，拥有下排油烟技术等 160 多项知识产权，其中 30 多项国家发明专利国际专利，9 项国际专利。同时公司积极开展集成灶产品及其技术的研发，以及智能厨电、智能厨房领域前瞻性技术的研发和储备，为公司产品竞争力奠定基础 and 保障。

在产品性能方面，公司持续推进技术创新和新品研发，不断推陈出新。公司创新研发了直流变频无刷电机技术、低阻静吸排烟系统技术、智能自动启闭阻逆风门技术、智能手势感应技术等多项行业领先技术，体现了集成灶行业现阶段的最高水平。

其领先行业的智慧变频技术，采用无刷直流电机，搭载变频驱动芯片和自主研发变频控制软件，提高了集成灶的吸油烟效果，同时降低了集成灶的噪音难题，让集成灶性能全面提升。此外，四维油烟分离技术、智能阻逆风门技术、抽屈自平衡系统等，均为消费者提供了更高品质的使用体验。

图表 15：美大集成灶智慧变频技术



来源：天猫官方旗舰店，国金证券研究所

图表 16：美大集成灶降噪技术



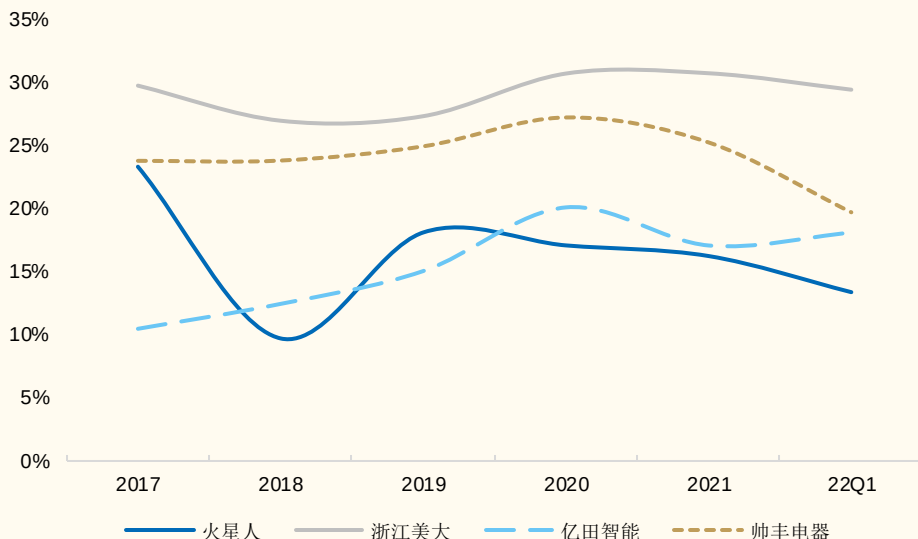
来源：天猫官方旗舰店，国金证券研究所

公司产品结构不断拓展。2021 年，公司集成灶产品收入 19.68 亿元，占营业收入 90.97%，橱柜产品收入 5922.92 万元，占营业收入 2.74%，其他产品收入 1.36 亿元，占营业收入 6.29%。在集成灶方面，公司通过技术创新提高高端产品比例，巩固在高端集成灶市场的龙头地位，保持优秀的盈利能力；同时第二品牌天牛定位中低端，覆盖不同消费者市场，延伸品牌层次。在新品类方面，公司进一步扩大产品矩阵，相继开发了净水器、集成水槽、电蒸箱、电烤箱、蒸烤一体机、洗碗机、燃气热水器、橱柜、衣柜等新型厨电和家居产品，实现了厨房领域的多元化，为销售收入和市场份额的提升注入新的动力。

4、财务分析：盈利能力出色，努力补齐营销短板

公司净利率水平领先行业，盈利能力强。2014 年至今公司净利率维持在 30% 左右，高于同行业可比公司，主要得益于公司较高的毛利率以及对费用率的有效控制，22Q1 公司净利率达 29.41%。

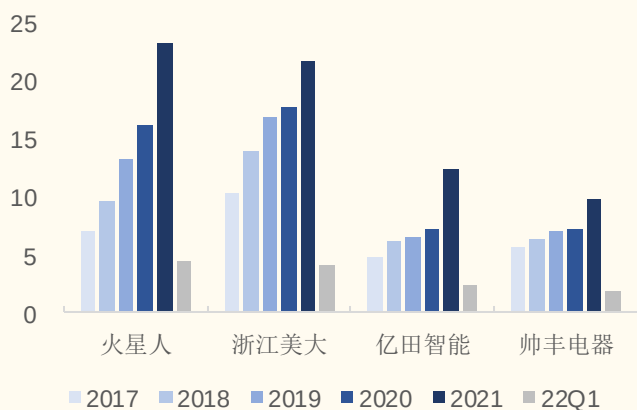
图表 17：主要可比公司历年净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

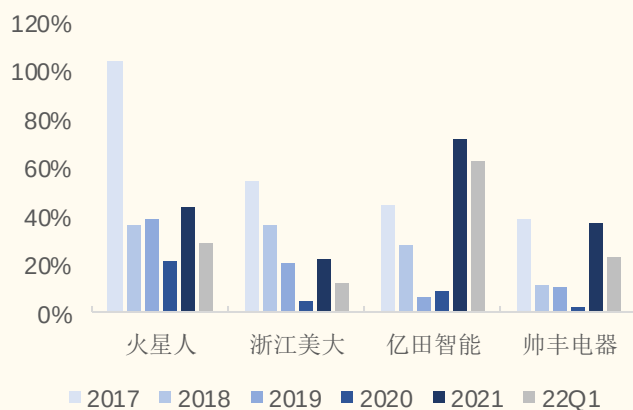
公司战略稳扎稳打，稳中求进，剔除 20 年疫情特殊影响，近年来公司营收增长稳健，21 年同比+22.2%。

图表 18：主要可比公司历年营业总收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：主要可比公司营收同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

公司毛利率为行业领先水平，公司产品定位中高端，叠加销量规模行业领先，规模优势带来成本优势。

公司销售费用率较可比企业偏低，而近年来，随着各企业陆续入局集成灶行业，公司亦逐渐加大营销投入，2016 年至今销售费用率基本呈上升趋势，2020 年因疫情公司营销投入有所缩减。

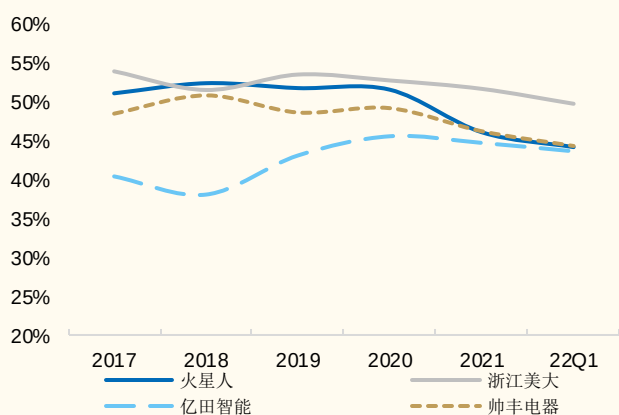
近年公司大力推进品牌宣传工作，在传统媒体、户外媒体和新媒体等多渠道进行广告投放，补齐营销短板。2017 年起，公司持续在 CCTV-13《东方时空》、

《新闻 1+1》、《面对面》等央视权威高端媒体投放全年性广告。2017 年，“美大集成灶”签约全国 20 多条高铁线路冠名权，至 2021 年 6 月，美大冠名列车覆盖八纵八横近百条高铁线，每月触达近 2 亿人次乘客。此外，2021 年美大集成灶布局高速高炮和高速横跨龙门架广告，涵盖多省高速主干线，实现了高密度轰炸战略。

同时，公司积极探索全新营销模式。2021 年 6 月，公司与郑州歌舞剧院 IP《唐宫夜宴》合作，共同推出中国美厨房大片《美大奇妙夜》。在抖音、快手等短视频平台，美大率先建立品牌自媒体，目前抖音平台官方账号粉丝数超过 34 万，点赞数累计超过 91 万；公司还围绕用户，联手平台网红达人，将自己的产品软性植入，有效提高用户的品牌认知。公司在新媒体传播体系形成逐渐成熟和完善的营销模式，在 2022 年初，公司策划了抖音挑战赛活动，相关参与视频合计播放量破百万，进一步扩大在社交平台的影响力。

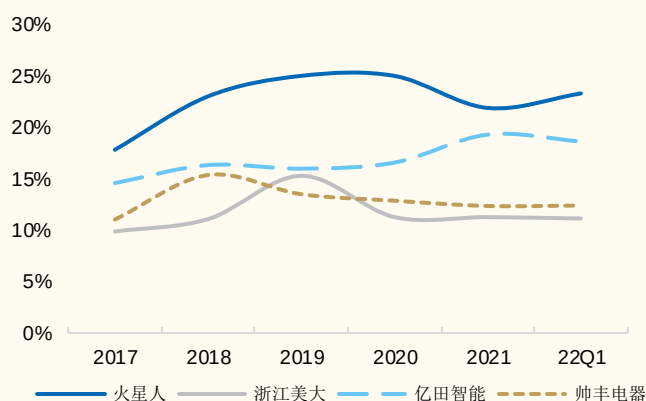
公司费用控制有效，管理费用率、研发费用率均为行业较低水平。

图表 20：主要可比公司历年毛利率



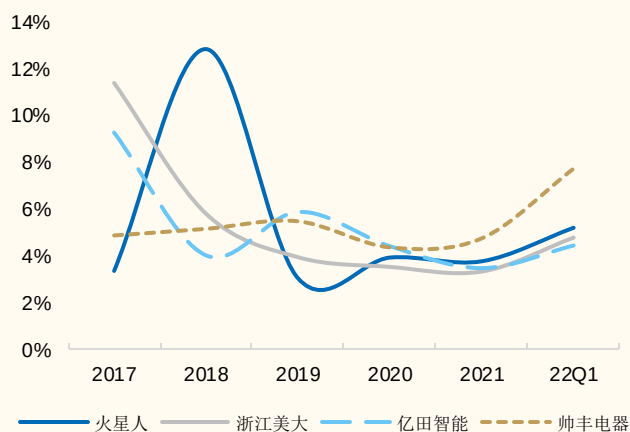
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：主要可比公司历年销售费用率



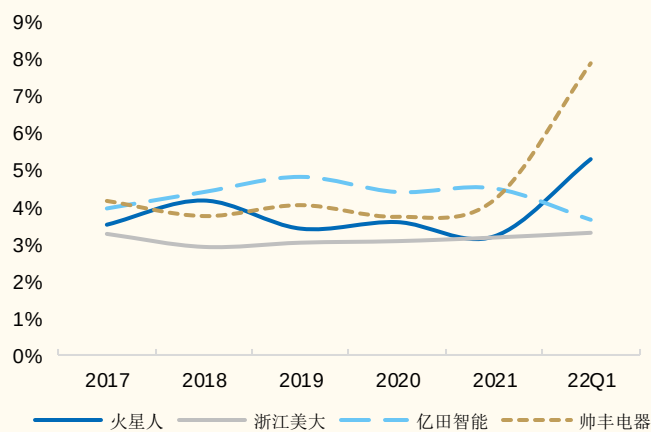
来源：国金证券研究所

图表 22：主要可比公司历年管理费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

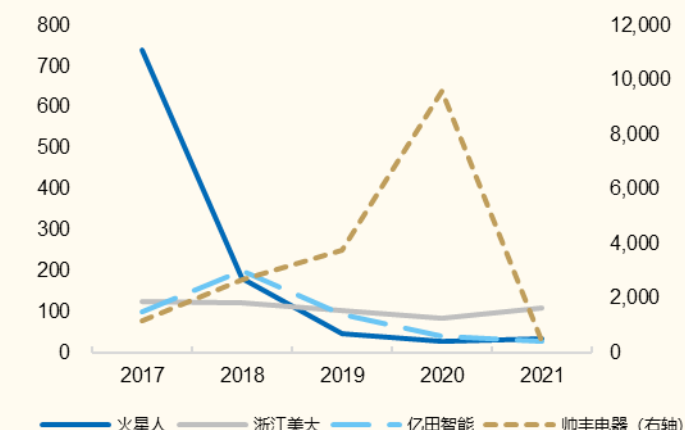
图表 23：主要可比公司历年研发费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

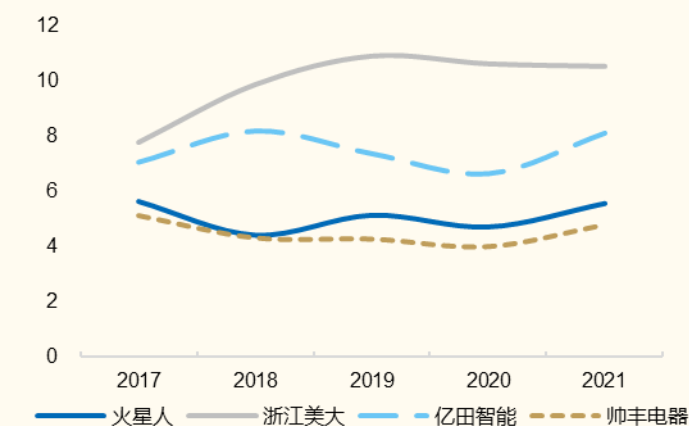
公司营运能力良好，应收账款周转率及存货周转率稳健，处于行业较高水平。

图表 24：主要可比公司历年应收账款周转率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：主要可比公司历年存货周转率



来源：公司公告，国金证券研究所

5、盈利预测及投资建议

结合集成灶行业增长预期及公司发展，我们预计公司 22 年有望实现收入 25.65 亿元，同比+18.5%。公司持续进行新品研发推出，22 年已推出蒸烤独立款集成灶，从渠道来看，以线下经销作为扎实基础，持续拓展新兴渠道，21 年新拓家电、建材 KA 近 1700 家，并逐步布局家装、工程渠道。后续公司以产品为基石，在经销发展、渠道拓展及补齐营销短板之下有望实现稳健增长。

分产品来看：

公司主营产品为集成灶，公司具备较为扎实的渠道、产品基础，21 年集成灶收入同比+25%，剔除疫情导致的 20 年低基数因素，21-19 年复合增速为 14%，在公司营销短板补齐及线上渠道逐渐放量的趋势下，公司集成灶收入增速有望小幅提振，22-24 年销量增速预期为 16%、15%、14%，同时随着高端产品占比提升，产品结构优化，均价小幅提升，综合量价因素，预计 22-24 年集成灶收入分别同比+18%、+16%、+15%。

橱柜为公司贡献部分收入增量，21 年收入同比+36%，达 5923 万元，因橱柜业务安装属性较强，线下受疫情影响较为明显，20 年基数较低。公司正逐步努力提升终端门店橱柜配套率及销售、安装服务人员家装设计安装能力，预计公司橱柜业务延续平稳增长，2022-2024 年收入延续 10%增长。

盈利能力方面：

在原材料成本压力下，公司集成灶毛利率暂有承压，但蒸烤款等高端产品提升带来的产品结构优化对成本压力有一定缓解，预计 22 年集成灶毛利率同比小幅下滑，预计为 53.9%。橱柜业务随着规模提升，毛利率有所提升，预计 22 年毛利率为 30%。综合来看，22 年公司整体毛利率预计小幅下降，为 51.3%，后续两年维持相对平稳。

销售费用率在公司补齐营销短板，销售投入加大预期下，预期呈小幅提升趋势，22 年小幅提升至 11.8%，23、24 年延续小幅提升趋势。在规模优势及费用控制下，22-24 年管理费用率、研发费用率预期维持相对平稳。综合所得，22-24 年公司净利率预期分别为 29.96%、29.92%、29.97%。

图表 26：公司盈利预测拆分

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
集成灶	收入（亿元）	15.11	15.76	19.68	23.23	26.94	30.98
	yoy	19%	4%	25%	18%	16%	15%
	销量（万台）	40	40	50	58	66	76
	yoy	17%	0%	25%	16%	15%	14%
	均价（元）	3777	3940	3940	4019	4059	4092
	yoy	2%	4%	0%	2%	1%	1%
	毛利率	57.45%	56.52%	54.13%	53.90%	53.99%	53.99%
橱柜	收入（亿元）	0.56	0.44	0.59	0.65	0.72	0.79
	yoy	36%	-22%	36%	10%	10%	10%
	毛利率	23.44%	26.00%	36.53%	30.00%	30.00%	30.00%
收入合计	收入（亿元）	16.84	17.71	21.64	25.65	29.78	34.32
	yoy	20%	5%	22%	19%	16%	15%
盈利能力							
	毛利率	53.53%	52.76%	51.69%	51.30%	51.35%	51.29%
	销售费用率	15.24%	11.22%	11.22%	11.80%	12.00%	12.20%
	管理费用率	3.91%	3.49%	3.29%	3.20%	3.20%	3.20%
	研发费用率	3.02%	3.07%	3.16%	3.11%	3.12%	3.12%
	净利率	27.31%	30.70%	30.72%	29.96%	29.92%	29.97%

来源：国金证券研究所

我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 25.65、29.78、34.32 亿元，同比分别增长 18.5%、16.1%、15.2%，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.69、8.91、10.29 亿元，同比分别增长 15.7%、15.9%、15.5%。2022-2024 年 EPS 分别为 1.19、1.38、1.59 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 12x、11x、9x。我们选取另外三家集成灶企业作为可比公司，2022 年可比公司 PE 平均数为 24.6 倍，给予公司 2022 年 15 倍估值，对应目标价 17.85 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 27：可比公司估值对比

公司	EPS						PE					
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
火星人	0.66	0.76	0.93	1.24	1.61	2.01	56.65	49.20	40.20	30.22	23.28	18.63
亿田智能	1.23	1.35	1.96	2.63	3.46	4.45	62.48	56.93	39.21	29.22	22.18	17.29
帅丰电器	1.65	1.70	1.75	2.06	2.57	3.12	17.91	17.38	16.89	14.33	11.51	9.47
平均数	1.18	1.27	1.55	1.98	2.55	3.19	45.68	41.17	32.10	24.59	18.99	15.13
浙江美大	0.71	0.84	1.03	1.19	1.38	1.59	20.60	17.44	14.26	12.32	10.63	9.20

来源：wind，国金证券研究所（PE 采用 2022 年 6 月 30 日股价计算）

6、风险提示

集成灶渗透率提升不达预期风险。集成灶行业目前渗透率仍相对较低，消费者对该品类的接受度存不确定性，存在渗透率提升不及预期风险。

行业竞争加剧风险。随着众多新加入者进入行业，可能存在竞争加剧致使收入增长不及预期，利润率降低的风险。

原材料价格上涨风险。公司营业成本中原材料占比较高，若原材料价格持续上升，可能对毛利率水平造成不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,684	1,771	2,164	2,565	2,978	3,432
增长率		5.1%	22.2%	18.5%	16.1%	15.2%
主营业务成本	-783	-836	-1,045	-1,249	-1,449	-1,672
%销售收入	46.5%	47.2%	48.3%	48.7%	48.7%	48.7%
毛利	902	934	1,118	1,316	1,529	1,760
%销售收入	53.5%	52.8%	51.7%	51.3%	51.3%	51.3%
营业税金及附加	-12	-18	-19	-21	-24	-27
%销售收入	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-257	-199	-243	-303	-357	-419
%销售收入	15.2%	11.2%	11.2%	11.8%	12.0%	12.2%
管理费用	-66	-62	-71	-82	-95	-110
%销售收入	3.9%	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	-51	-54	-68	-80	-93	-107
%销售收入	3.0%	3.1%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	516	602	717	831	960	1,097
%销售收入	30.6%	34.0%	33.1%	32.4%	32.2%	32.0%
财务费用	13	22	15	23	36	50
%销售收入	-0.8%	-1.2%	-0.7%	-0.9%	-1.2%	-1.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	0	32	39	37	47
%税前利润	0.7%	0.0%	4.2%	4.3%	3.6%	3.9%
营业利润	535	635	775	905	1,049	1,212
营业利润率	31.7%	35.9%	35.8%	35.3%	35.2%	35.3%
营业外收支	0	-1	-1	0	0	0
税前利润	534	634	774	905	1,049	1,212
利润率	31.7%	35.8%	35.8%	35.3%	35.2%	35.3%
所得税	-74	-90	-109	-136	-157	-182
所得税率	13.9%	14.3%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	460	544	665	769	892	1,030
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	460	544	665	769	892	1,030
净利率	27.3%	30.7%	30.7%	30.0%	29.9%	30.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	460	544	665	769	892	1,030
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	37	63	61	61	68	75
非经营收益	-8	0	-32	-44	-37	-47
营运资金变动	54	27	-76	38	27	50
经营活动现金净流	543	634	619	824	949	1,107
资本开支	-278	-70	-63	-151	-151	-151
投资	0	-500	-60	-50	-50	-50
其他	4	0	32	39	37	47
投资活动现金净流	-274	-570	-90	-162	-164	-154
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-1	0	0
其他	-304	-350	-389	-452	-452	-452
筹资活动现金净流	-304	-350	-389	-454	-452	-452
现金净流量	-34	-286	139	208	333	501

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	799	510	647	855	1,188	1,689
应收款项	24	33	21	54	62	72
存货	80	78	121	154	179	206
其他流动资产	14	516	519	573	626	680
流动资产	916	1,137	1,307	1,635	2,055	2,647
%总资产	46.1%	52.2%	55.5%	58.8%	62.6%	67.0%
长期投资	72	61	91	91	91	91
固定资产	810	795	771	863	949	1,027
%总资产	40.7%	36.5%	32.7%	31.1%	28.9%	26.0%
无形资产	175	170	166	163	161	158
非流动资产	1,070	1,041	1,049	1,144	1,227	1,303
%总资产	53.9%	47.8%	44.5%	41.2%	37.4%	33.0%
资产总计	1,987	2,179	2,356	2,779	3,282	3,950
短期借款	0	0	2	0	0	0
应付款项	271	193	141	206	225	265
其他流动负债	169	255	238	281	326	376
流动负债	440	449	381	487	550	641
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	26	25	25	25	25
负债	468	475	405	512	575	666
普通股股东权益	1,519	1,704	1,950	2,267	2,706	3,284
其中：股本	646	646	646	646	646	646
未分配利润	622	762	977	1,294	1,733	2,311
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,987	2,179	2,356	2,779	3,282	3,950

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.712	0.841	1.029	1.190	1.380	1.594
每股净资产	2.352	2.637	3.019	3.509	4.189	5.083
每股经营现金净流	0.841	0.981	0.957	1.276	1.469	1.714
每股股利	0.540	0.600	0.660	0.700	0.700	0.700
回报率						
净资产收益率	30.28%	31.90%	34.08%	33.92%	32.94%	31.36%
总资产收益率	23.15%	24.95%	28.22%	27.67%	27.17%	26.07%
投入资本收益率	29.23%	30.29%	31.54%	31.15%	30.15%	28.40%
增长率						
主营业务收入增长率	20.24%	5.13%	22.19%	18.54%	16.12%	15.24%
EBIT增长率	19.77%	16.70%	19.06%	15.91%	15.54%	14.30%
净利润增长率	21.85%	18.16%	22.28%	15.70%	15.93%	15.51%
总资产增长率	11.58%	9.65%	8.13%	17.97%	18.08%	20.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.5	4.4	3.3	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	33.5	34.4	34.7	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	75.4	79.2	45.2	47.2	44.1	45.1
固定资产周转天数	157.9	139.0	130.0	115.7	104.0	93.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.60%	-59.28%	-58.71%	-61.98%	-66.06%	-71.23%
EBIT利息保障倍数	-39.4	-27.5	-48.0	-36.9	-26.6	-22.0
资产负债率	23.53%	21.80%	17.21%	18.42%	17.53%	16.86%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	10	21	55	79
增持	0	2	3	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.13	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402