

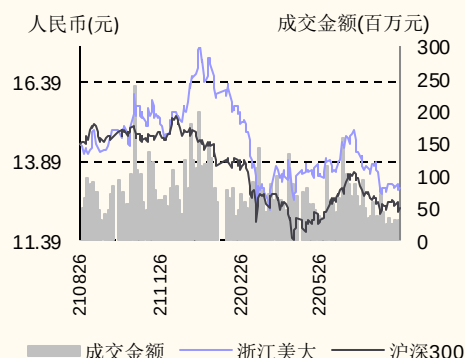
浙江美大 (002677.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.02 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.46
已上市流通 A 股(亿股)	4.30
总市值(亿元)	84.12
年内股价最高最低(元)	17.52/12.36
沪深 300 指数	4116
深证成指	12104



相关报告

1. 《集成灶龙头，稳扎稳打蓄力成长-浙江美大首次覆盖》，2022.7.1

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

疫情反复收入承压，成本上涨毛利率有所下降

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	2,345	2,671	3,042
营业收入增长率	5.13%	22.19%	8.36%	13.91%	13.92%
归母净利润(百万元)	544	665	684	769	877
归母净利润增长率	18.16%	22.28%	2.84%	12.51%	13.97%
摊薄每股收益(元)	0.841	1.029	1.058	1.190	1.357
每股经营性现金流净额	0.98	0.96	1.12	1.28	1.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.90%	34.08%	31.33%	30.78%	29.99%
P/E	18.93	16.86	12.31	10.94	9.60
P/B	6.04	5.75	3.86	3.37	2.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 8 月 25 日，公司发布 2022 年中报，22H1 实现营收 8.32 亿元，同比-8.48%，归母净利润 2.30 亿元，同比-9.46%。单季度来看，22Q2 实现营收 4.19 亿元，同比-22.54%，归母净利润 1.09 亿元，同比-29.32%。

经营分析

- **收入端：疫情影响终端需求和销售，公司表现暂承压。**22H1 集成灶实现收入 7.43 亿元，同比-10.12%，主要由于疫情反复+宏观经济下行导致终端需求下降，物流、销售安装受限。橱柜产品收入 0.22 亿元，同比+1.93%，公司产品拓展成果初显，上半年推出 3 大系列集成水槽洗碗机产品增厚公司收入。渠道端看，公司持续发力新兴渠道，推进多元化渠道改革。上半年线下新增一级经销商 50 多家（累计 1900 多家），新增营销终端 500 多家（累计 4300 多家），新增签约广西、浙江、福建、江苏、山东、河北等六省的 KA 渠道省代理；进一步加强与地厂商、家装公司的合作，实施安装 10 多个精装楼盘工程项目。
- **利润端：原材料成本上涨，盈利短期承压。**公司 22H1/Q2 净利率为 27.67%/25.95%，同比-0.3pct/-2.5pct。22H1 公司毛利率 45.51%，同比-8.07pct，Q2 毛利率 41.31%，同比-13.96pct，其中 H1 集成灶毛利率 48.4%，同比-7.8pct，主要由于原材料价格上涨叠加疫情刚性支出，预计环比有望修复。费用率方面，Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.18%/4.63%/2.98%/-0.94%，同比分别-10.5pct/+1.6pct/+0.0pct/-0.3pct，其中销售费用率下降明显主要为公司年度广告宣传促销投放策略和时间有所改变。
- **营运能力：22Q2 公司销售商品所收到的现金 4.65 亿元，同比-20.3%，与收入匹配，应收账款周转天数 5 天，周转稳健。**22H1 公司存货 1.19 亿元，占营收比例为 14.27%，存货周转天数 48 天，相对稳定。

盈利调整&投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 23.45、26.71、30.42 亿元，同比分别增长 8.4%、13.9%、13.9%，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.84、7.69、8.77 亿元，同比分别增长 2.8%、12.5%、14.0%。2022-2024 年 EPS 分别为 1.06、1.19、1.36 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 12.3x、10.9x、9.6x。维持“增持”评级。

风险提示

- 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。

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	2,345	2,671	3,042
增长率		5.1%	22.2%	8.4%	13.9%	13.9%
主营业务成本	-783	-836	-1,045	-1,199	-1,363	-1,548
%销售收入	46.5%	47.2%	48.3%	51.1%	51.0%	50.9%
毛利	902	934	1,118	1,146	1,308	1,494
%销售收入	53.5%	52.8%	51.7%	48.9%	49.0%	49.1%
营业税金及附加	-12	-18	-19	-19	-21	-24
%销售收入	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-257	-199	-243	-234	-283	-335
%销售收入	15.2%	11.2%	11.2%	10.0%	10.6%	11.0%
管理费用	-66	-62	-71	-84	-96	-110
%销售收入	3.9%	3.5%	3.3%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用	-51	-54	-68	-73	-83	-95
%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	735	824	931
%销售收入	30.6%	34.0%	33.1%	31.4%	30.8%	30.6%
财务费用	13	22	15	23	36	47
%销售收入	-0.8%	-1.2%	-0.7%	-1.0%	-1.3%	-1.6%
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	35	33	40
%税前利润	0.7%	0.0%	4.2%	4.4%	3.6%	3.9%
营业利润	535	635	775	805	906	1,032
营业利润率	31.7%	35.9%	35.8%	34.3%	33.9%	33.9%
营业外收支	0	-1	-1	-1	-1	-1
税前利润	534	634	774	804	905	1,031
利润率	31.7%	35.8%	35.8%	34.3%	33.9%	33.9%
所得税	-74	-90	-109	-121	-136	-155
所得税率	13.9%	14.3%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	460	544	665	684	769	877
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	684	769	877
净利率	27.3%	30.7%	30.7%	29.2%	28.8%	28.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	460	544	665	684	769	877
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	-39	-32	-39
营运资金变动	54	27	-76	15	18	41
经营活动现金净流	543	634	619	720	824	954
资本开支	-278	-70	-63	-152	-152	-152
投资	0	-500	-60	-50	-50	-50
其他	4	0	32	35	33	40
投资活动现金净流	-274	-570	-90	-167	-169	-162
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	100	202	339

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	799	510	647	747	949	1,288
应收款项	24	33	21	49	56	63
存货	80	78	121	148	168	191
其他流动资产	14	516	519	572	624	678
流动资产	916	1,137	1,307	1,515	1,797	2,221
%总资产	46.1%	52.2%	55.5%	57.0%	59.4%	63.0%
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%	32.5%	31.4%	29.2%
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%	43.0%	40.6%	37.0%
资产总计	1,987	2,179	2,356	2,659	3,024	3,523
短期借款	0	0	2	0	0	0
应付款项	271	193	141	196	210	244
其他流动负债	169	255	238	256	290	332
流动负债	440	449	381	452	501	576
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	477	526	601
普通股股东权益	1,519	1,704	1,950	2,182	2,498	2,923
其中：股本	646	646	646	646	646	646
未分配利润	622	762	977	1,208	1,525	1,949
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	2,659	3,024	3,523

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.712	0.841	1.029	1.058	1.190	1.357
每股净资产	2.352	2.637	3.019	3.377	3.867	4.524
每股经营现金净流	0.841	0.981	0.957	1.115	1.275	1.476
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%	31.33%	30.78%	29.99%
总资产收益率	23.15%	24.95%	28.22%	25.71%	25.43%	24.88%
投入资本收益率	29.23%	30.29%	31.54%	28.65%	28.03%	27.06%
增长率						
主营业务收入增长率	20.24%	5.13%	22.19%	8.36%	13.91%	13.92%
EBIT增长率	19.77%	16.70%	19.06%	2.59%	12.04%	12.94%
净利润增长率	21.85%	18.16%	22.28%	2.84%	12.51%	13.97%
总资产增长率	11.58%	9.65%	8.13%	12.88%	13.73%	16.51%
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	126.6	116.0	105.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.60%	-59.28%	-58.71%	-59.45%	-62.00%	-66.32%
EBIT利息保障倍数	-39.4	-27.5	-48.0	-32.2	-23.1	-19.7
资产负债率	23.53%	21.80%	17.21%	17.96%	17.38%	17.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	3	11	21	82
增持	0	0	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.15	1.16	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-01	增持	14.67	17.00 ~ 20.00

来源：国金证券研究所

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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