

浙江美大 (002677.SZ)

2022 年三季报点评：收入增速修复，盈利持续承压

买入

核心观点

三季度收入降幅环比收窄，盈利端承压明显。浙江美大 2022 年前三季度实现营收 14 亿/-8.9%，归母净利润 3.7 亿/-17.3%，扣非归母净利润 3.6 亿/-16.8%。其中 Q3 收入 5.7 亿/-9.5%，归母净利润 1.4 亿/-27.5%，扣非归母净利润 1.4 亿/-25.2%。受到疫情及地产的影响，Q2 以来公司收入出现下滑，Q3 收入降幅有所收窄，环比表现有所改善；盈利端受到毛利率的拖累，净利率出现一定幅度的下滑。

美大集成灶终端售价有所下降，市占率持续提升。根据奥维云网抽样数据，2022 年 7-9 月美大集成灶线下销售均价同比分别-10.1%/-8.1%/-5.5%至 9233/9159/9613 元/台，线上销售均价分别+1.1%/-4.0%/-3.1%至 9124/8697/9030 元/台。在让利的助推下，公司 7-9 月线下销额市占率分别+3.2%/+4.9%/+9.2pct 至 16.6%/19.3%/21.1%，线上市占率分别+1.4%/+2.4%/+4.1pct 至 5.7%/6.3%/8.3%。因而预计公司终端销售情况好于报表端，渠道库存或有一定的去化。公司 Q1 末应收账款余额同比/环比提升 228.3%/385.2%，预计 Q1 渠道库存有所增加，Q2/Q3 库存逐渐去化，后续公司经营表现有望回归正常。

三季度毛利率明显承压，费用率稳定。Q3 公司毛利率同比下滑 6.5pct 至 43.3%，预计主要由于：1) 下沉、KA 等低毛利渠道占比提升；2) 收入规模效应有所降低；3) 前期原材料价格较高。公司费用率保持稳定，销售/管理/研发/财务费用率分别+0.2/-0.3/-0.0/+0.1pct 至 9.0%/2.9%/2.9%/-0.5%。Q3 公司净利率同比下降 6.3pct 至 25.2%。后续随着原材料价格的回落及高价库存的逐渐去化，公司盈利水平有望得到逐步修复。

天牛双品牌顺利发展，经销网络布局持续推进。9 月浙江、江苏、湖南、湖北、河南、广西 6 省经销商与天牛品牌顺利签约，标志着天牛集成灶经销网络布局迈进新阶段。预计后续天牛品牌门店数量有望快速提升，为公司发展注入新的动力。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；渠道建设不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到疫情和地产对集成灶行业的负面影响，下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 5.9/6.8/7.7 亿元（前值为 7.7/8.9/10.1 亿），同比增速为 -11.4%/16.0%/12.2%；摊薄 EPS=0.91/1.06/1.19 元，当前股价对应 PE=11/10/9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,771	2,164	2,072	2,304	2,537
(+/-%)	5.1%	22.2%	-4.3%	11.2%	10.2%
净利润(百万元)	544	665	589	683	766
(+/-%)	18.2%	22.3%	-11.4%	16.0%	12.2%
每股收益(元)	0.84	1.03	0.91	1.06	1.19
EBIT Margin	34.0%	33.1%	31.8%	33.3%	33.6%
净资产收益率 (ROE)	31.9%	34.1%	27.3%	28.9%	29.6%
市盈率 (PE)	12.4	10.1	11.4	9.9	8.8
EV/EBITDA	10.9	9.2	9.7	8.4	7.6
市净率 (PB)	3.96	3.46	3.12	2.85	2.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·厨卫电器

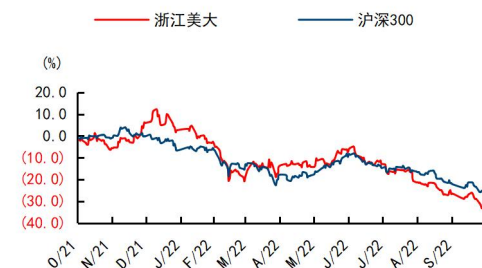
证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn
证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn
 S0980520110004 S0980520120004

联系人：邹会阳
 0755-81981518
 zouhuiyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	12.69 - 14.81 元
收盘价	10.40 元
总市值/流通市值	6718/4472 百万元
52 周最高价/最低价	18.65/10.22 元
近 3 个月日均成交额	28.79 百万元

市场走势

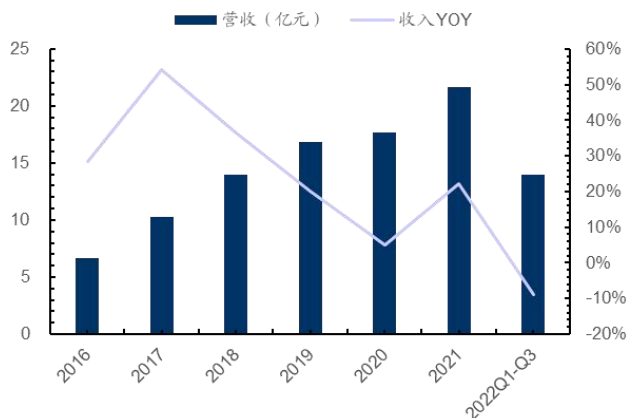


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

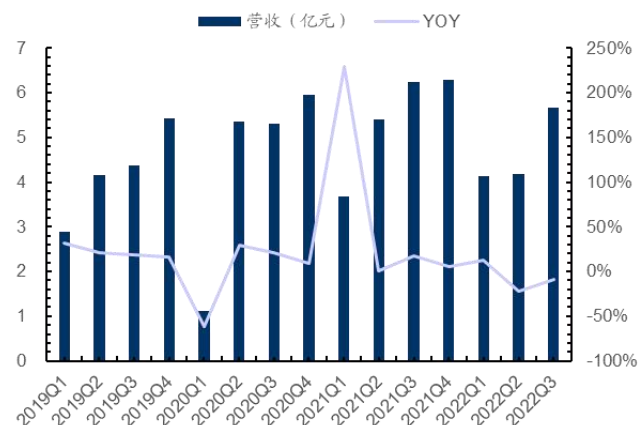
《浙江美大 (002677.SZ) -2021 年年报点评：全方位变革推进，四季度经营承压》——2022-04-08
 《全年经营稳健，盈利韧性凸显》——2022-03-02
 《浙江美大-002677-2021 年三季报点评：Q3 加速增长，盈利韧性强大》——2021-10-25
 《浙江美大-002677-2021 年半年报点评：三重发力蓄势增长，Q2 表现略承压》——2021-08-10
 《浙江美大-002677-2021 年一季报点评：集成灶高速增长，Q1 业绩增速超 400%》——2021-04-16

图1: 公司营业收入及增速



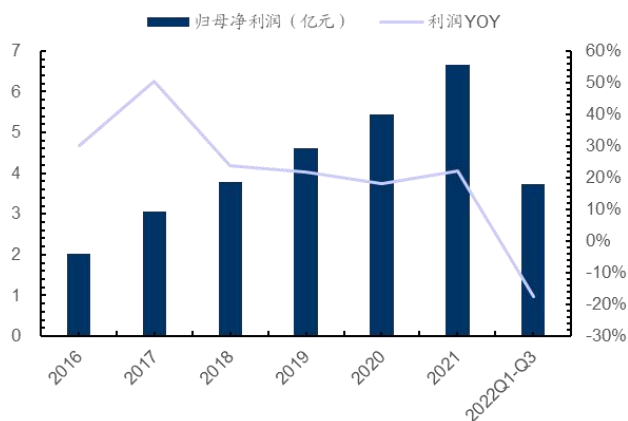
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



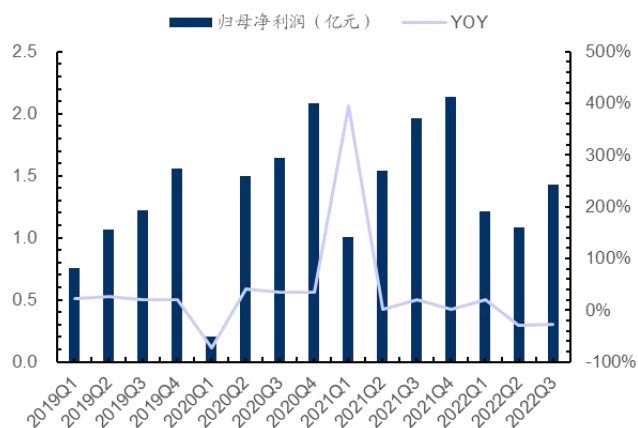
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



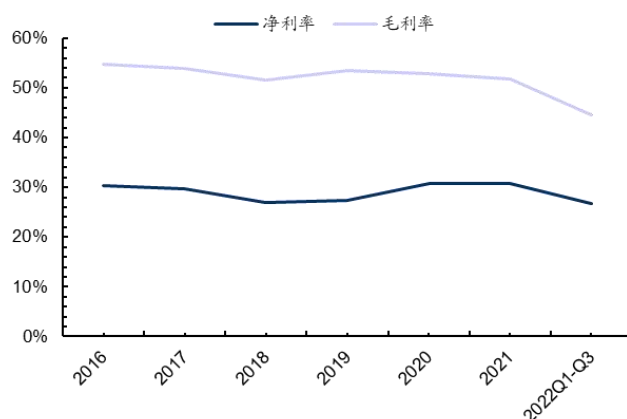
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



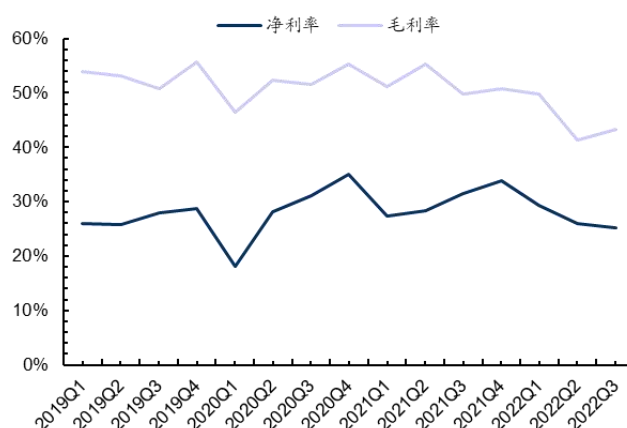
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



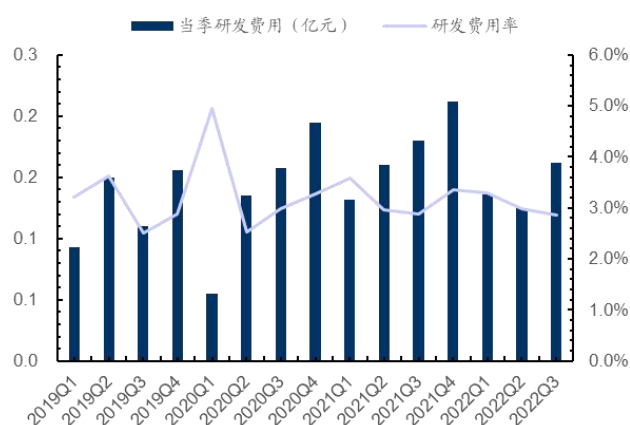
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



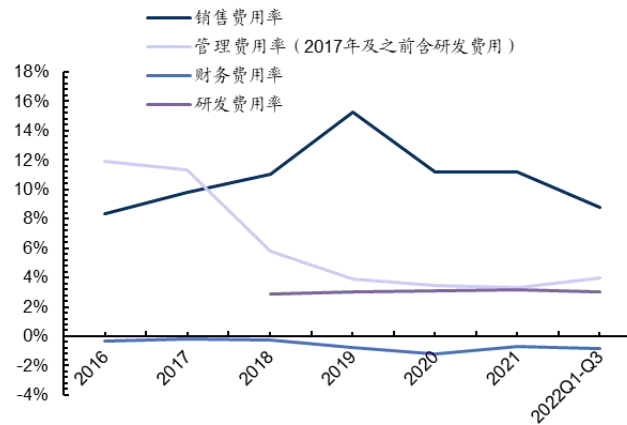
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
002677.SZ	浙江美大	10.43	67	1.03	0.91	1.06	1.19	10.1	11.4	9.9	8.8	2.4	买入
605336.SH	帅丰电器	14.98	28	1.74	2.11	2.82	3.33	8.6	7.1	5.3	4.5	0.3	买入
300894.SZ	火星人	23.31	94	0.93	0.83	1.09	1.32	25.1	28.0	21.4	17.7	2.3	买入
300911.SZ	亿田智能	38.15	41	1.94	2.12	2.74	3.44	19.7	18.0	13.9	11.1	0.9	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	510	647	987	1062	1173	营业收入	1771	2164	2072	2304	2537
应收款项	29	15	24	27	25	营业成本	836	1045	1063	1140	1247
存货净额	78	121	107	116	131	营业税金及附加	18	19	18	21	23
其他流动资产	20	25	24	26	29	销售费用	199	243	199	228	254
流动资产合计	1137	1307	1542	1711	1935	管理费用	116	140	133	147	161
固定资产	795	771	810	810	806	财务费用	(22)	(15)	(16)	(20)	(22)
无形资产及其他	169	163	156	150	143	投资收益	0	32	12	10	18
投资性房地产	78	56	56	56	56	资产减值及公允价值变动	1	(1)	(0)	(0)	0
长期股权投资	0	60	90	135	180	其他收入	10	11	0	0	0
资产总计	2179	2356	2653	2860	3119	营业利润	635	775	686	797	893
短期借款及交易性金融负债	0	2	1	1	1	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	164	113	176	176	177	利润总额	634	774	685	796	892
其他流动负债	284	266	298	300	330	所得税费用	90	109	97	113	126
流动负债合计	449	381	474	478	508	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	544	665	589	683	766
其他长期负债	26	25	23	22	20	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	26	25	23	22	20	净利润	544	665	589	683	766
负债合计	475	405	497	499	528	资产减值准备	1	(2)	(0)	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	62	59	87	93	99
股东权益	1704	1950	2156	2361	2591	公允价值变动损失	(1)	1	0	0	(0)
负债和股东权益总计	2179	2356	2653	2860	3119	财务费用	(22)	(15)	(16)	(20)	(22)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	7	(84)	98	(12)	12
每股收益	0.84	1.03	0.91	1.06	1.19	其它	(1)	2	0	(0)	(0)
每股红利	0.54	0.60	0.59	0.74	0.83	经营活动现金流	612	641	774	764	877
每股净资产	2.64	3.02	3.34	3.65	4.01	资本开支	0	(27)	(120)	(87)	(89)
ROIC	38%	48%	46%	64%	80%	其它投资现金流	(500)	0	100	(80)	(96)
ROE	32%	34%	27%	29%	30%	投资活动现金流	(500)	(87)	(50)	(212)	(230)
毛利率	53%	52%	49%	50%	51%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	33%	32%	33%	34%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	36%	36%	37%	38%	支付股利、利息	(350)	(388)	(383)	(478)	(537)
收入增长	5%	22%	-4%	11%	10%	其它融资现金流	300	358	(1)	0	0
净利润增长率	18%	22%	-11%	16%	12%	融资活动现金流	(401)	(417)	(384)	(478)	(536)
资产负债率	22%	17%	19%	17%	17%	现金净变动	(289)	137	341	74	112
息率	5.2%	5.8%	5.7%	7.1%	8.0%	货币资金的期初余额	799	510	647	987	1062
P/E	12.4	10.1	11.4	9.9	8.8	货币资金的期末余额	510	647	987	1062	1173
P/B	4.0	3.5	3.1	2.9	2.6	企业自由现金流	0	564	631	652	755
EV/EBITDA	10.9	9.2	9.7	8.4	7.6	权益自由现金流	0	922	644	670	774

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032