

家用电器

浙江美大 (002677.SZ)

维持评级

报告原因：深度报告

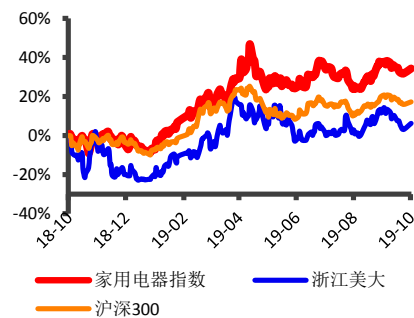
享受行业快速发展红利，公司发展空间大

买入

2019年10月8日

公司研究/深度报告

公司近一年以来股价表现



市场数据：2019年10月8日

总股本（亿股）	6.46
流通股本（亿股）	3.13
收盘价（元）	12.87
流通市值（亿元）	40.3

基础数据：2019年6月30日

每股净资产（元）	1.93
每股资本公积（元）	0.16
每股未分配利润（元）	0.61

分析师：石晋 CFA

执业证书编号：S0760514050003

Tel: 0351-8686645

邮箱：shijin@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- 公司营收增速高于行业整体，分红率高。随着集成灶市场普及程度的提升，自2016年公司快速买入成长阶段，收入增速由过去的10%左右攀升至最高50%附近。公司自2012年上市以来，累计实现现金分红7次，累计实现净利润15.57亿元，累计现金分红11.2亿元，分红率达72.01%。
- 集成灶产品覆盖率低，渗透空间大。18年延续到19年，传统厨电市场出现了明显疲弱迹象，但受益于外形持续优化，智能化程度迅速提升的新兴品类集成灶却维持高增长，CAGR保持30%以上。从行业竞争状况、市场接受度、技术稳定程度以及需求高速增长等特征来看，我们认为集成灶行业已经从导入期进入到快速成长期，集成灶的市场渗透趋势会进一步扩大。预计19年集成灶年销量将达到227万台，销售额达到170亿元附近。
- 公司打造厨房全产业链，产品毛利率稳中有升。公司以打造整体健康智能化厨房为目标，相继开发并投产了多款更具高端化、人性化和智能化的集成灶，以及水槽式洗碗机、厨柜等其他厨房产品。产品毛利率表现来看，集成灶毛利率常年维持在55%以上且保持缓步上移；橱柜毛利率上升最为明显由18年的25%攀升至34%，提升9pct。
- 拓展KA打开一二线市场，公司品牌营销成效显著。公司鼓励支持经销商增开门店，填补空白销售网点，同时对现有经销商渠道进行优化和整合，采取末位淘汰制。今年上半年苏宁进店约100家，向大城市KA延伸是公司未来渠道发展的主攻方向。19年H1，公司广告费用接近1亿元，和同类厨电公司相比处于明显低位，但净利润/广告费用的值为1.92，广告回报比明显高于同行业。

盈利预测、估值分析：预计公司EPS为0.76/0.94/1.1元，PE为16.9/13.7/11.7，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动超预期风险；行业进入壁垒低；KA渠道市场拓展缓慢。

财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1400.9	1723.1	2050.5	2419.6
YOY（%）	36.5%	23%	19%	18%
归母净利润（百万元）	377.5	492.1	605.8	710.9
YOY（%）	24%	30%	23%	17%
每股收益（EPS）	0.58	0.76	0.94	1.10
市盈率（P/E）	22.0	16.9	13.7	11.7
净资产收益率（ROE）	27.66%	30.88%	32.29%	32.11%



目录

1.公司是集成灶细分行业龙头，全国扩张加速	5
1.1 公司发展	5
1.2 公司业绩持续高速增长，盈利能力不断提升	6
2.集成灶处于发展阶段，表现逆行业周期	8
2.1 集成灶产品覆盖率低，渗透空间大	8
2.1.1 行业迎来爆发式增长	8
2.1.2 三四线城市城镇化率提升助力集成灶普及	9
2.1.3 参与品牌众多，市场集中度稳步提升	10
2.2 渠道扩张助力市场规模快速扩容	12
2.2.1 产品多样化敦促产业纵深发展	12
2.2.2 渠道结构多元化，线上线下打通消费壁垒	12
2.2.3 用户潜在意愿变强，集成灶高端产品比重明显提升	13
2.3 集成灶行业标准逐渐完善	14
3. 厨房全产业链+渠道快速拓展，公司盈利能力继续提升	15
3.1 公司打造厨房全产业链	15
3.2 加大品牌宣传力度，扩大品牌知名度	16
3.2.1 拓展KA 打开一二线城市，夯实高端品牌形象	16
3.2.2 品牌深入人心，市场知名度打开	17
3.3 注重研发，研发费用与收入增长同向变动	18
4.盈利预测、估值分析	19
5.风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司与控股股东之间的产权及控制关系（2019 年半年报未发生变动）	5

图 3：公司智能生产线及仓库	6
图 4：公司上市以来分红表现（万元）	6
图 5：公司营业收入及增速	7
图 6：公司归母净利润及增速	7
图 7：公司收入增速高于行业整体表现	7
图 8：近年销售毛利率&净利率（%）	8
图 9：公司 ROE 表现好于行业平均.....	8
图 10：集成灶产品演变史	8
图 11：历年集成灶销量（万台）及增速.....	9
图 12：历年集成灶 销售额（亿元）及增速	9
图 13：各地区城镇化率	10
图 14：集成灶生存地在中国分布	10
图 15：集成灶品牌	10
图 16：线上 TOP10 品牌参与度（2018VS2017）	11
图 17：各品牌集成灶销量（万台）	11
图 18：2019 年 1-5 月线上单品集中度	11
图 19：线上集成灶价格段零售量份额变化	12
图 20：蒸箱款产品销售额同比增加 12%	12
图 21：2018 京东集成灶品牌销售占比	13
图 22：线上/线下销售量占比（2017VS2018）	13
图 23：用户支出各价格段分布	13
图 24：用户潜在购买意愿	13
图 25：公司主营业务板块及收入构成	15



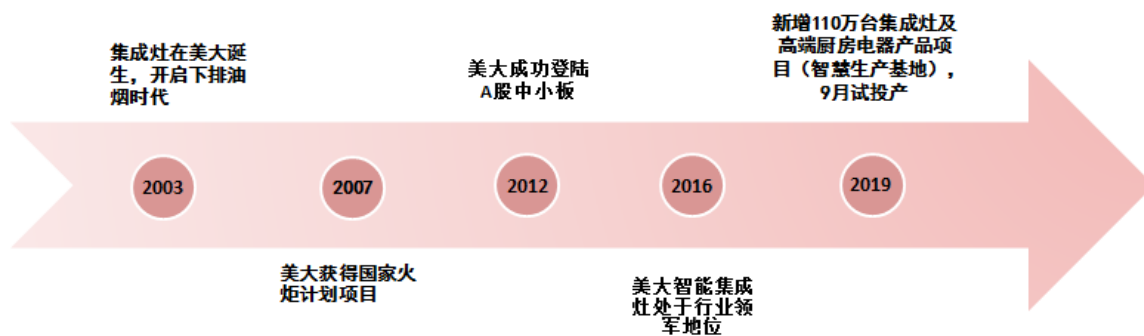
图 26：公司主营业务毛利率稳步提升	15
图 27：美大鼎厨橱柜	15
图 28：公司渠道结构	16
图 29：美大经销商及终端门店数量	16
图 30：公司 KA 渠道布局	16
图 31：美大营销宣传	17
图 32：集成灶品牌百度搜索指数统计	18
图 33：公司广告费用的投入产出比较高	18
图 34：公司销售费用率在同业中较低	18
图 35：公司研发费用表现	19
图 36：公司历年专利数量	19
表 1：集成灶与传统烟灶具产品对比	9
表 2：集成灶行业标准	14

1. 公司是集成灶细分行业龙头，全国扩张加速

1.1 公司发展

公司历程 浙江美大实业股份有限公司创建于 2001 年，以一个产品的发明带动了一个产业。美大集成灶颠覆传统产品设计理念，采用下排油烟系统，将油烟“往上走”改为“向下排”，实现吸排距离最小化。从源头搞定油烟，大幅降低燃烧废气的排放，有效解决厨房空气污染，油烟吸除率达 99.6%。同时集成灶集吸油烟、灶具、消毒柜、蒸箱、烤箱等多种功能于一体，实现了空间的高效利用。在发展集成灶的基础上，美大相继开发鼎厨橱柜、集成水槽、净水机和嵌入式厨电产品，全面打造美大开放式健康整体厨房。经过 18 年的发展，公司成为具有强大研发实力和规模化生产能力的集成灶龙头专业制造商。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司实际控制人持股情况 公司实际控制方为夏志生家族，持有公司 54.41% 的股份，对本公司的实际表决权为 54.41%。

图 2：公司与控股股东之间的产权及控制关系（2019 年半年报未发生变动）



资料来源：wind，山西证券研究所

目前产能利用率已接近饱和，募资解决产能瓶颈 1) 公司目前拥有生产基地 2 个，年生产能力达 55 万台。公司拥有集成灶行业内首条冲压机械手自动线、自动连续模生产线、自动部装流水线和自动总装流

水线实现了机器换人和自动化生产，还包括全自动高智能化立体仓库二个。在产销率不断攀升、市场空间巨大的前提下，限制公司营收的关键因素之一为产能上的天花板。2) 2017年，公司新增110万台集成灶及高端厨房电器产品项目（智慧生产基地）的建设，该项目产品主要包括80万台套集成灶及30万台电蒸箱、电烤箱、洗碗机等其他配套产品，用以应对集成灶市场爆发增长的需要。一期项目包括整机自动化立体库和外协件自动化立体库已进入带负荷调试阶段，年底前可投入试生产。项目建设完成后将为后续市场的大发展储备充分的产能和提供强有力的保障。

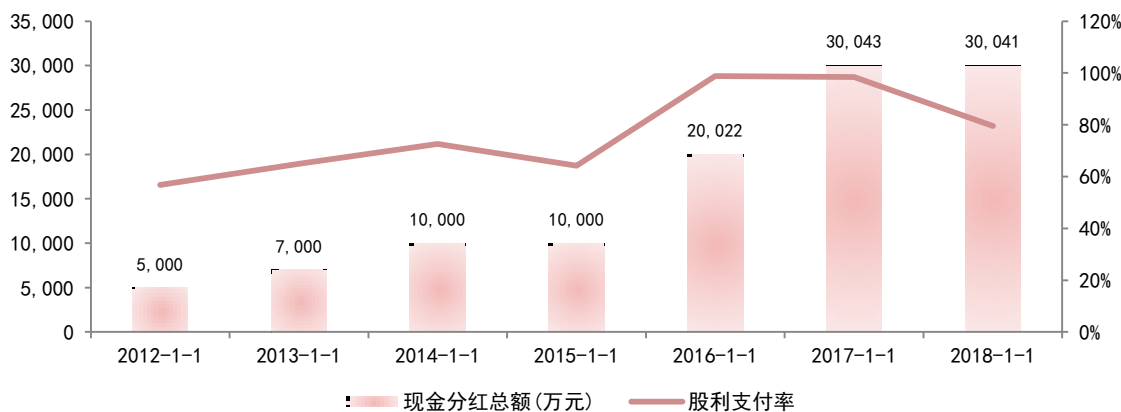
图 3：公司智能生产线及仓库



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司上市以来分红表现 公司自2012年上市以来，累计实现现金分红7次，累计实现净利润15.57亿元，累计现金分红11.2亿元，分红率达72.01%。

图 4：公司上市以来分红表现（万元）

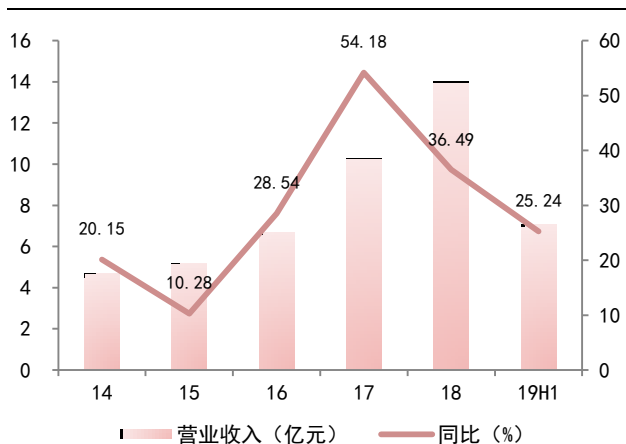


资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 公司业绩持续高速增长，盈利能力不断提升

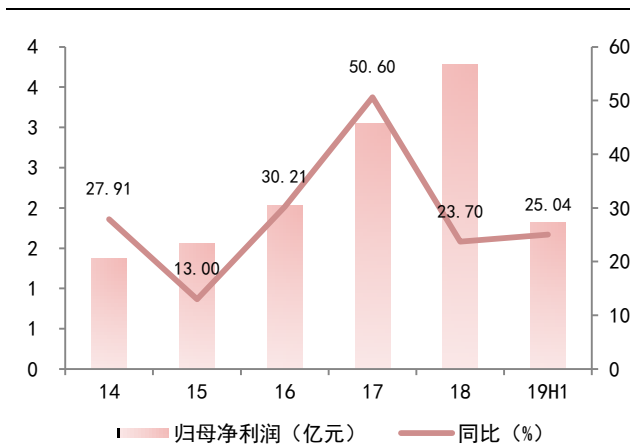
公司2012~2018年营业收入/归母净利润的复合增长率分别为21.86%和24.63%。19年上半年，公司实现营业收入总收入7.04亿元，较上年同期增长25.24%；归母净利润1.82亿元，较上年同比增长25.04%。其中Q2实现营收4.15亿元，同比增长21.1%；归母净利润1.07亿元，同比增长27.2%。

图 5：公司营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

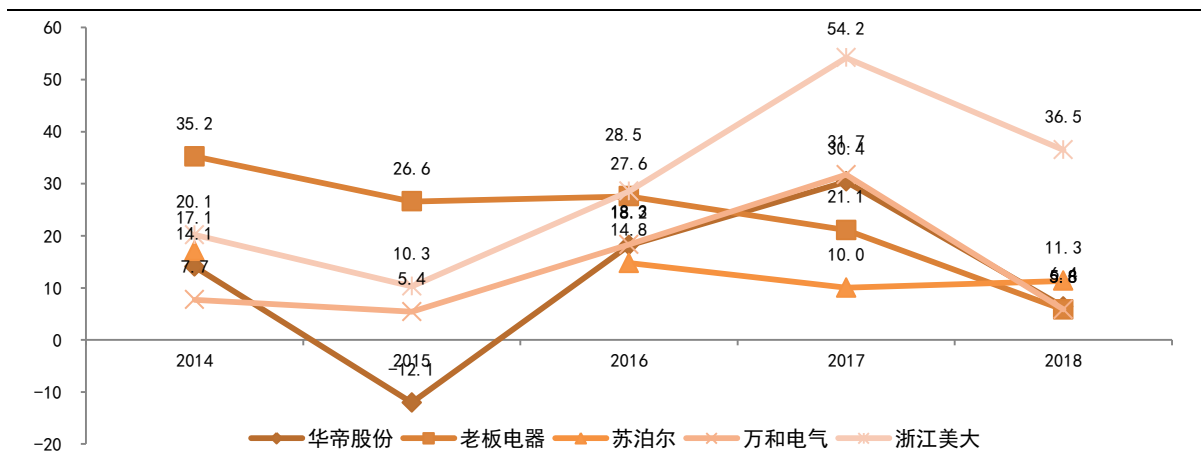
图 6：公司归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

公司营收增速高于行业整体 随着集成灶市场普及程度的提升，自 2016 年始公司迈入快速成长阶段，收入增速明显加快，由过去的 10% 左右攀升至最高 50% 附近。

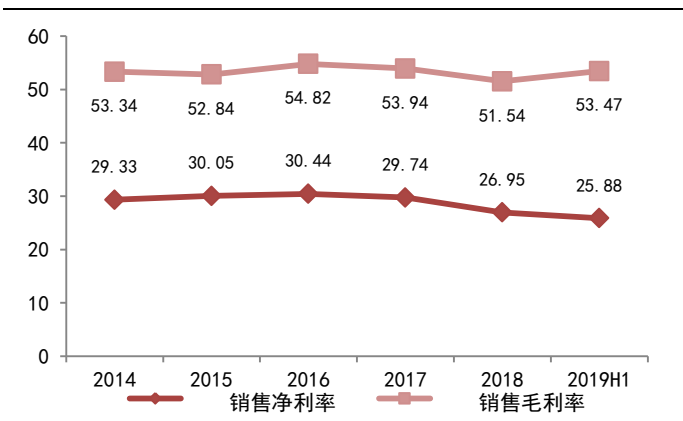
图 7：公司收入增速高于行业整体表现



资料来源：wind，山西证券研究所

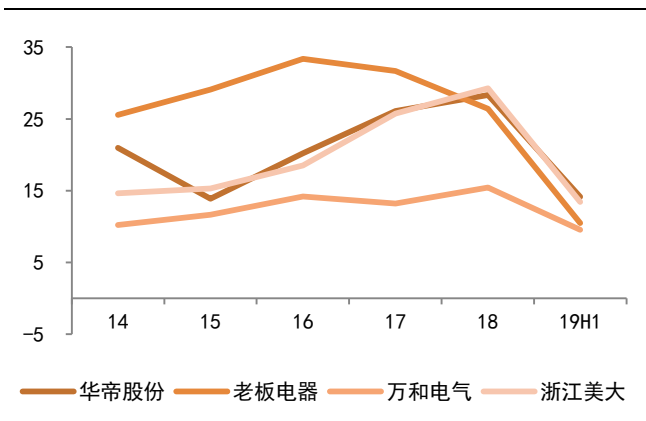
公司盈利能力持续提升 受益于规模优势、研发优势、产品质量优势及品牌优势等，公司收入及销售毛利率近年来呈现稳步提升的趋势。2014-2019 年中，公司产品综合毛利率维持在 50% 以上做窄幅区间震荡。虽然受公司发展战略定位导致销售费用大幅提升，净利率出现小幅下滑，但公司实现市场规模持续扩大，营收增速明显的良性发展。此外，公司 ROE 高于细分行业平均，19H1 为 13.44%，在 4 家主要上市厨电公司中居第二位。

图 8：近年销售毛利率&净利率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：公司 ROE 表现好于行业平均



资料来源：wind，山西证券研究所

2.集成灶处于发展阶段，表现逆行业周期

2.1 集成灶产品覆盖率低，渗透空间大

集成灶是把油烟机、灶具、消毒柜等不同功能的产品合而为一形成的具备多种功能的新型厨房电器产品，其核心是实现了灶具和油烟机、消毒柜等多种厨房电器之间在结构上的有机集成，属于厨房电器行业。而集成灶的外观与功能也从最开始的深井下排集成灶、侧吸式集成灶、侧吸式模块化集成灶（将烟机、灶、消毒柜完全进行独立式设计，但又巧妙的集成在一起，并进行合理的空间规划，大幅度提升了厨房的空间利用率以及安全性），到如今的更加多元化的融入智能、蒸箱等新元素。

图 10：集成灶产品演变史

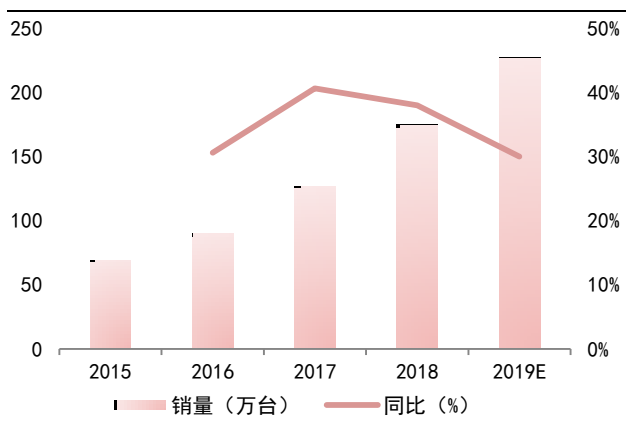


资料来源：互联网，山西证券研究所

2.1.1 行业迎来爆发式增长

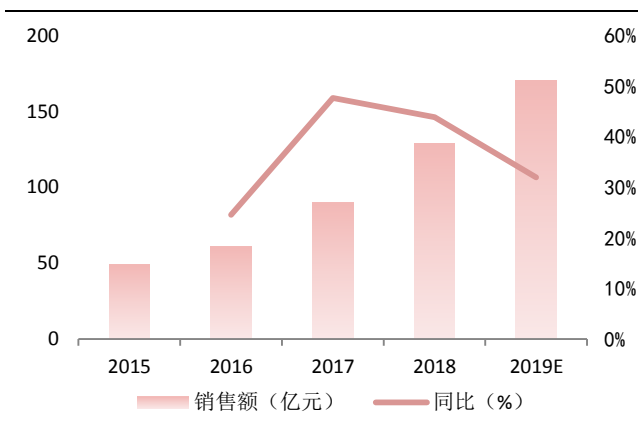
近年传统厨电市场受地产后周期影响出现后劲乏力，作为新兴品类集成灶依靠外形优化、智能化提升以及消费者对集成灶的认知度不断提高，行业迎来了快速发展阶段，CAGR 维持在 30%，18 年市场零售量过百万台和市场零售额超百亿元，我们预计 2019 年销量将达到 227 万台，销售额 170 亿元。

图 11：历年集成灶销量（万台）及增速（%）



资料来源：中怡康，山西证券研究所

图 12：历年集成灶 销售额（亿元）及增速（%）



资料来源：中怡康，山西证券研究所

集成灶作为新型厨电品类与传统吸油烟机相比，由于其实现了烟灶具的一体化设计，大大缩小了油烟源头与吸油烟机风口之间的距离，因此产品的气味降低度大大提高。公司集成灶产品通过运用流体包络面吸排油烟技术和深井侧吸强排式技术，使产品的气味降低度达到 96.8% 以上，部分产品甚至达到 99.6% 以上。

表 1：集成灶与传统烟灶具产品对比

	传统燃气灶和油烟机	集成灶
结构	从设计、运行、控制来看，油烟机和燃气灶都是独立的，虽然两者配套使用，但他们本身是两个完全独立的产品。	将吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电磁炉、电烤箱、储物柜等功能融为一体，不仅结构紧凑、美观，而且实现各功能之间优化组合，全自动智能化控制。
性能	油烟在空间的流通距离较长，扩散严重，在上升过程中很大部分扩散到室内，导致厨房墙壁和物品上充满了油垢。	气味降低度在 95% 以上，把污染源和外环境进行双向隔离，使油烟和蒸气在未扩散前得到有效排除，真正做到健康环保，拥有整洁干净的厨房环境。
健康	油烟机工作位置处于人体听觉器官附近，噪音大，长期在厨房作业容易造成人体心烦、头晕、耳鸣目眩。 油烟扩散严重，四处升腾，烟熏火燎，污染室内空气，经常接触会导致面部皮肤发油，毛孔粗大，甚至诱发疾病。	下排风设计取消了置于人体头部的噪声源，应用了低噪声技术和静音风道设计技术，噪音大大降低。 下吸式集成灶下吸下排，产生负压区，让油烟向下游排走，不经过人的脸部，从而杜绝了影响健康的因素。
美观	传统上挂式油烟机设计，占用了厨房上部空间，为了保护室内环境，厨房必须隔离，空间利用率小，安装受到极大限制。	集成灶采用下排式设计，省去上方传统壁挂式油烟机的空间，烟灶融于一体，安装自由度高，为中岛式，开放式的现代厨房提供更多空间。

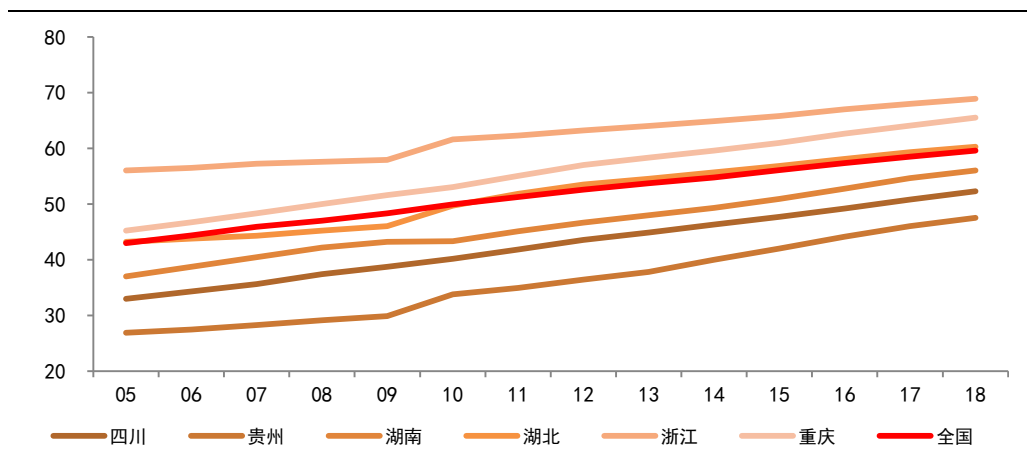
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

2.1.2 三四线城市城镇化率提升助力集成灶普及

集成灶产品的需求主要来自：1) 新房建设过程中居民厨房装修带动集成灶产品需求增长；2) 旧厨房改造过程中产生的集成灶产品更新需求。根据实地了解，管道改造基本在一天内可以完成，对住户影响有

限。在销售布局方面，产品目前主要集中在三四级市场的新增需求。相比一二线城市，三四线城市受房地产调控政策影响较小，房地产市场波动对集成灶行业影响相对较弱。从区域分布看，集成灶目前销售的重点区域主要集中在浙江、两湖和西南区域，这些区域除浙江是由于集成灶产区的缘由外，其他区域饮食均以重油重辣著称，对去除油烟的需求更高。这些地区的城镇化程度将极大的影响集成灶行业的推广范围及发展速度，跟全国城镇化率相比，高于全国的地区有浙江、重庆和湖北。

图 13：各地区城镇化率



资料来源：wind，山西证券研究所

2.1.3 参与品牌众多，市场集中度稳步提升

集成灶品牌主要分布在浙江省和广东省，其中浙江的嵊州和海宁一带已经成为集成灶主产区，其中海宁代表品牌有美大、火星人等，嵊州代表品牌有帅丰、亿田、森歌、金帝等。传统家电如，海尔、美的、TCL、奥克斯、老板、帅康等行业知名品牌也相继进入集成灶行业。从行业竞争状况、市场接受度、技术趋于稳定以及需求高速增长等特征来看，我们认为集成灶行业已经从导入期进入到行业快速成长期，集成灶行业对传统吸油烟机和灶具的渗透趋势会进一步扩大。

图 14：集成灶生存地在中国分布

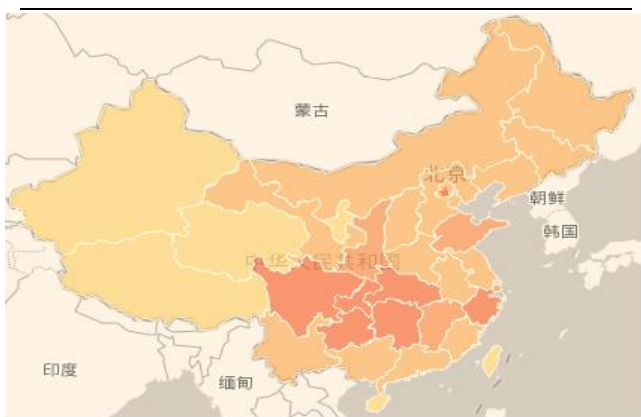


图 15：集成灶品牌



资料来源：招股说明书，山西证券研究所整理

资料来源：互联网，山西证券研究所

据中怡康数据，2018年，集成灶销量超过30万台的集成灶品牌只有美大一家；销量超过15万台的集成灶品牌，有帅丰、亿田、火星人等；销量超过10万台的则只有森歌；销量超过5万台的有金帝、奥田、板川、美多、蓝炬星、奥克斯、TCL等。线上方面，18年集成灶市场参与品牌相比17年品牌参与度增加35%。TOP10品牌零售额份额为72.4%，较去年同期品牌集中度提升5.6%。

图 16：线上 TOP10 品牌参与度（2018VS2017）

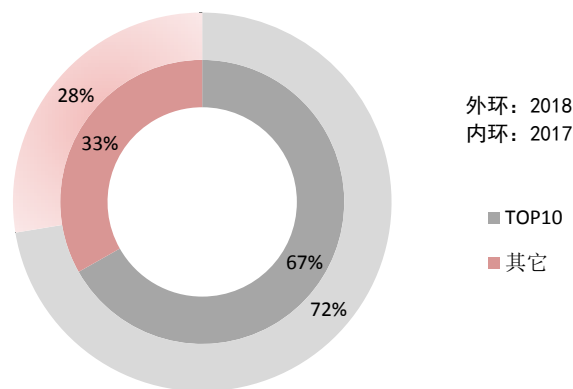
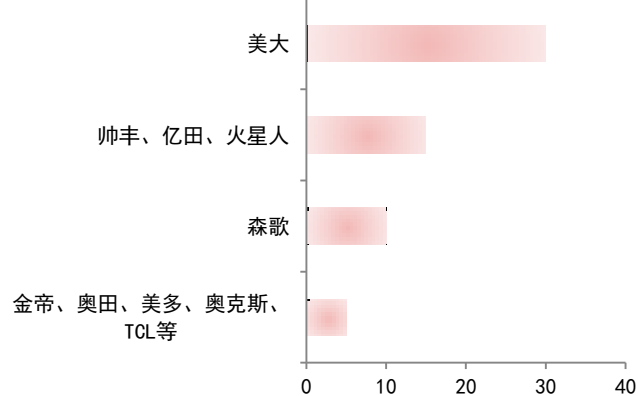


图 17：各品牌集成灶销量（万台）

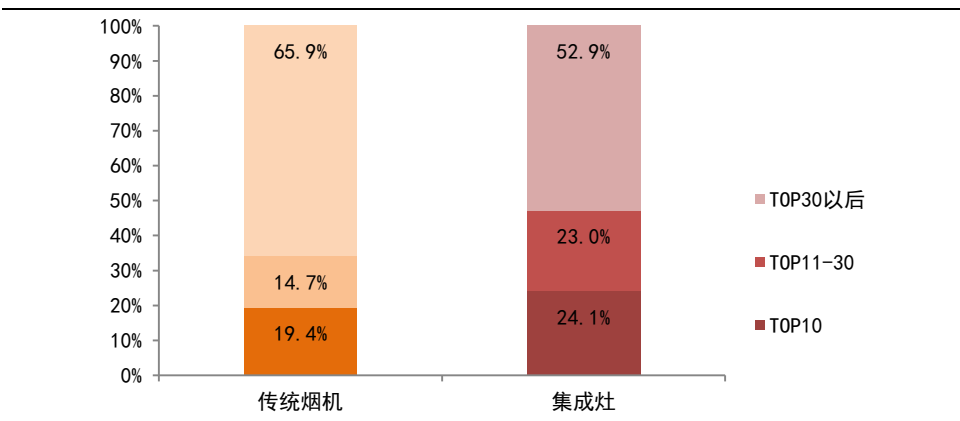


资料来源：奥维云网，山西证券研究所

资料来源：中怡康，山西证券研究所

众多企业的涌入，一方面有利于提升集成灶的知名度，将国内集成灶市场规模做大；另一方面势必导致竞争加剧，给现有企业带来冲击，因此具有技术优势和品牌知名度的企业更容易站稳脚跟。据第三方数据显示，2019年1-5月，线上集成灶TOP10的单品整体市场份额占比为24.1%，高过同期烟灶套餐市场4.7%。在整体提升品牌影响力的基础上，通过爆款产品短期内实现抢占市场份额的策略仍然有效。

图 18：2019 年 1-5 月线上单品集中度



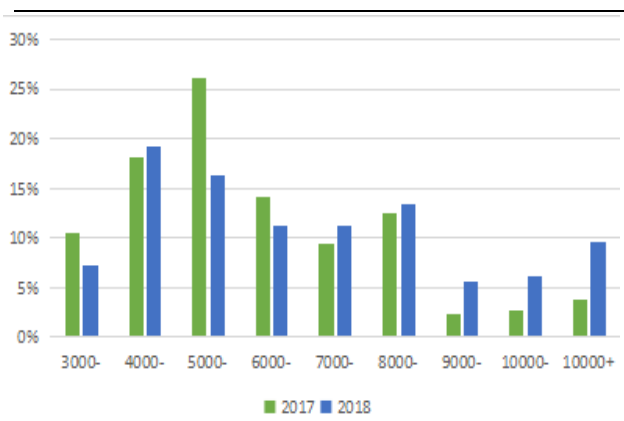
资料来源：奥维云网，山西证券研究所

2.2 渠道扩张助力市场规模快速扩容

2.2.1 产品多样化敦促产业纵深发展

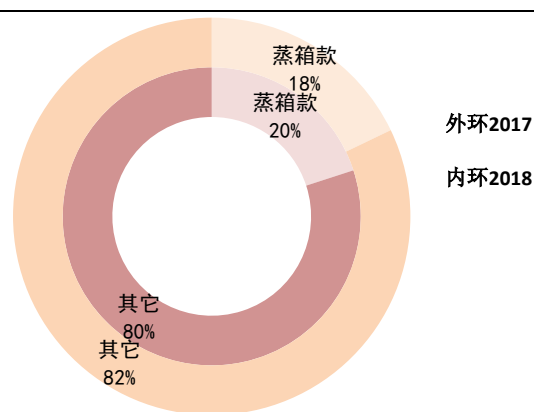
据全国家用电器工业信息中心数据显示，18 年线上带蒸箱款的集成灶销售额已经占到集成灶整体份额的 20% 左右，同比增长 12%。随着集成灶新功能的不断扩展，集成消毒柜、蒸烤箱、洗碗机的产品升级和差异化发展，集成灶的产品单价也在不断提升。目前，集成灶（主要是烟灶消配置）普遍在 5000 元以上，其中烟灶蒸类型的产品均价更是高达上万元。1-5 月集成灶中高端市场占比总体维持在 70% 以上的水平高于传统厨电月均 42% 的中高端占比。在 6.18 期间线上集成灶市场销售额达 5.2 亿元，销量 7.7 万台，均价继续维持在 6800 元附近，显示集成灶已进入中高端产品一线。

图 19：线上集成灶价格段零售量份额变化



资料来源：家电工业信息中心

图 20：蒸箱款产品销售额同比增加 12%



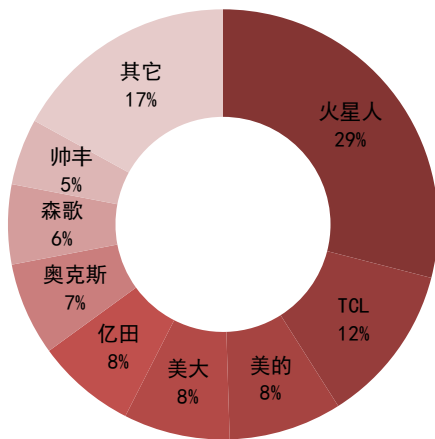
资料来源：家电工业信息中心，山西证券研究所

从目前发展来看，集成灶主要是通过定时提醒、语音控制、智能菜谱和 wifi 等功能来提升消费者体验。从长期来看，智能化毫无疑问是未来的发展趋势之一。

2.2.2 渠道结构多元化，线上线下打通消费壁垒

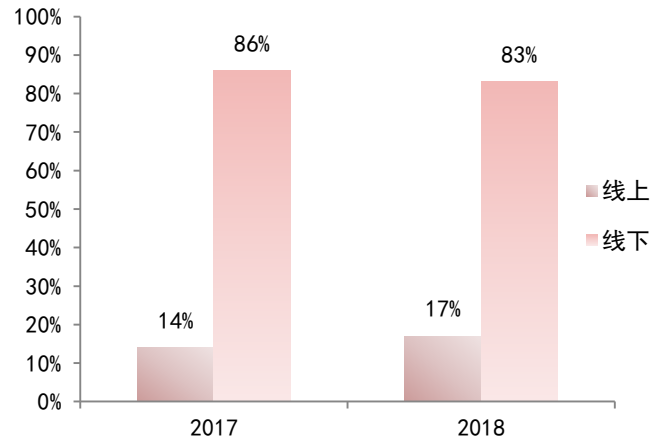
随着行业市场规模的不断壮大，渠道也逐渐走向多元化。目前，集成灶的渠道线下以直营专卖店、加盟店、连锁建材市场（居然之家、红星美凯龙等）和 KA（苏宁、国美、五星）等渠道为主。根据第三方调研结果看，市场主流企业目前零售网点数量平均在 2500 个左右，每个企业的经销商的数量平均在 1100 个左右，集成灶行业每个经销商的门店数量相对偏少。此外，线上销售所占比例也在逐渐扩大，电商巨头如京东、天猫和苏宁易购均有集成灶的专卖店。18 年在京东的集成灶销售排行中，火星人以 29% 的销售占比领先于其他品牌。此外，包括美大、森歌、帅丰、奥克斯等品牌也有较好的表现。线上和线下相互打通，相互促进将会进一步普及和壮大整个集成灶市场。

图 21：2018 京东集成灶品牌销售占比



资料来源：中华集成灶网，山西证券研究所

图 22：线上/线下销售量占比（2017VS2018）

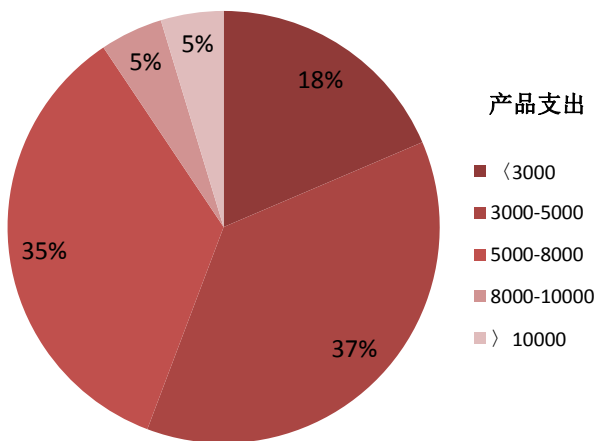


资料来源：家电工业信息中心，山西证券研究所

2.2.3 用户潜在意愿变强，集成灶高端产品比重明显提升

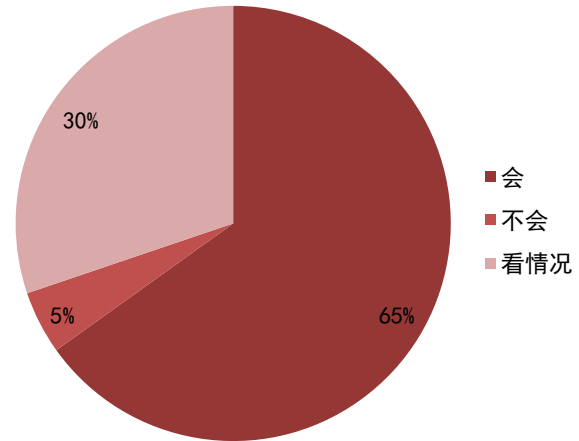
目前用户为烟灶产品支出的主要价格段在 3000-8000 一线,约占 72%,3000 元以下的价格段占比为 18.6%,而超过 8000 的销售占比为 9.4%。根据中怡康调研显示超过 60%的用户未来会考虑使用集成灶,对产品前景较为看好。

图 23：用户支出各价格段分布



资料来源：中怡康，山西证券研究所

图 24：用户潜在购买意愿



资料来源：中怡康，山西证券研究所

18 年集成灶线上市场均价为 6301 元，同比提升 18.2%。烟灶集成灶均价是分体式烟灶产品均价合计（3298 元）的 1.8 倍，烟灶蒸集成灶均价是分体式烟灶嵌蒸产品均价合计（6730 元）的 1.6 倍。集成灶 5000-零售量占比为 43.2%，份额下降 11.8%，8000+市场零售量比重超过两成（20.8%），比同期提升 12.4%；万元机比重更是达到 9.5%，市场份额翻了近三倍。

2.3 集成灶行业标准逐渐完善

从 2003 年第一台集成灶在美大诞生至今，集成灶产品在迅速发展的同时，其技术、标准也不断精细、科学和完整。

表 2：集成灶行业标准

序号	标准编号	标准名称	内容	替代标准	发布日期
1	TG/T2006	《住宅厨房、卫生间排气道》	这个标准的发布,意味着集成灶产品“下部进风口”也是合规的,突破了集成灶产品的法规壁垒,为集成灶行业的发展奠定了基础。	代替 JG/T 3044-1998	2006.7
	GB 16410-2007	《家用燃气灶具》	并首次对灶具的热效率设立了强制性规定,要求台式灶的热效率 $\geq 55\%$,嵌入式灶的热效率 $\geq 50\%$ 。		2007.6
2		《集成灶产品行业联盟标准》	于 2012 年 8 月召开 50 多家厨企参加的联盟标准宣贯会,嵊州自愿推广实施行业标准,以此规范集成灶产业的健康有序发展。		2009
3	CJ/T386-2012	《集成灶》	是中国关于这一产品的首部行业标准,标准规定了集成灶的术语和定义、分类和型号、要求、试验方法、检验规则、标识、包装、运输和贮存以及气密性、热负荷、热效能等产品性能指标。		2012.2
4	GB16410-2007	《家用燃气灶具》	该修改单将集成灶纳入家用燃灶具产品分类进行管理。		2012.10
5	CJJ 12-2013	家用燃气燃烧器具安装及验收规程	规定了集成灶热效率的数值		2013
6	GB 30720-2014	《家用燃气灶具能效限定值及能效等级》	标志着我国燃气灶具将进入节能时代。集成燃气灶的最低能效必须要达到 53%;集成燃气灶的最低能效必须要达到 55%。集成灶 1 级能效的热效率值不低于 59%,2 级能效的热效率值不低于 56%,3 级能效的热效率值不低于 53%。		2014.6
7		行业首份《集成灶、集成灶产品技术规范》	目标在于规范这一新兴行业的生产研发和服务标准。《规范》将作为天猫集成灶行业的入驻门槛,今后平台上发布的所有集成灶产品,需要全部通过平台标准才可以正常发布,配合后端神秘抽检,让消费者买到放心的集成灶产品。		2018

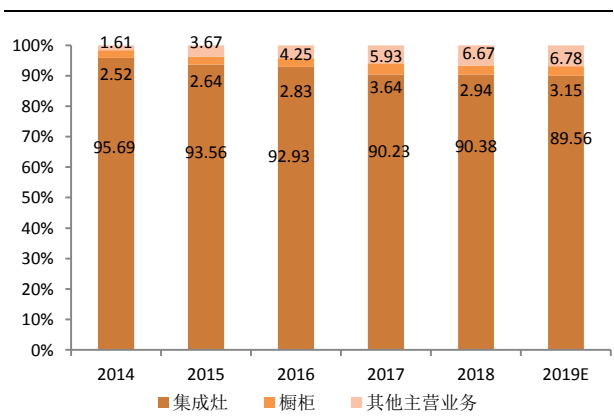
资料来源：互联网，山西证券研究所

3. 厨房全产业链+渠道快速拓展，公司盈利能力继续提升

3.1 公司打造厨房全产业链

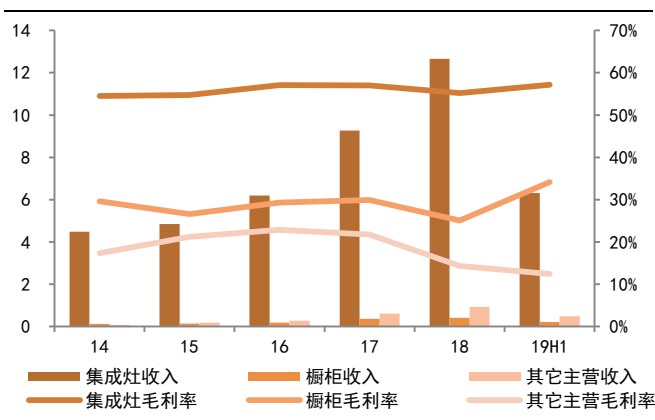
近年来，公司以打造整体健康智能化厨房为目标。19年上半年，公司相继开发并投产了多款更具高端化、人性化和智能化的集成灶以及水槽式洗碗机、厨柜等其他厨房产品，实现了业务的稳步发展。从主营业务收入占比来看，橱柜营业收入占比和其他营业收入占比明显增加，主要系橱柜和水槽类产品增加较多所致。从分产品毛利率表现来看，集成灶毛利率常年维持在55%以上且保持缓步上移；橱柜毛利率上升最为明显由18年的25%攀升至34%，提升9pct。

图 25：公司主营业务板块及收入构成



数据来源：wind，山西证券研究所

图 26：公司主营业务毛利率稳步提升



数据来源：wind，山西证券研究所

美大鼎厨：鼎厨是美大旗下高端厨柜品牌，于2013年开始公司自行生产经营橱柜产品。鼎厨厨柜与美大集成灶、美大净水机、美大集成水槽、美大嵌入式电器相整合，全面打造健康整体厨房概念。19年上半年橱柜实现营收0.42亿元，2014~2019年CAGR约24%。目前，美大鼎厨利用集成灶成熟完善的销售网点和服务体系形成销售合力。

图 27：美大鼎厨橱柜



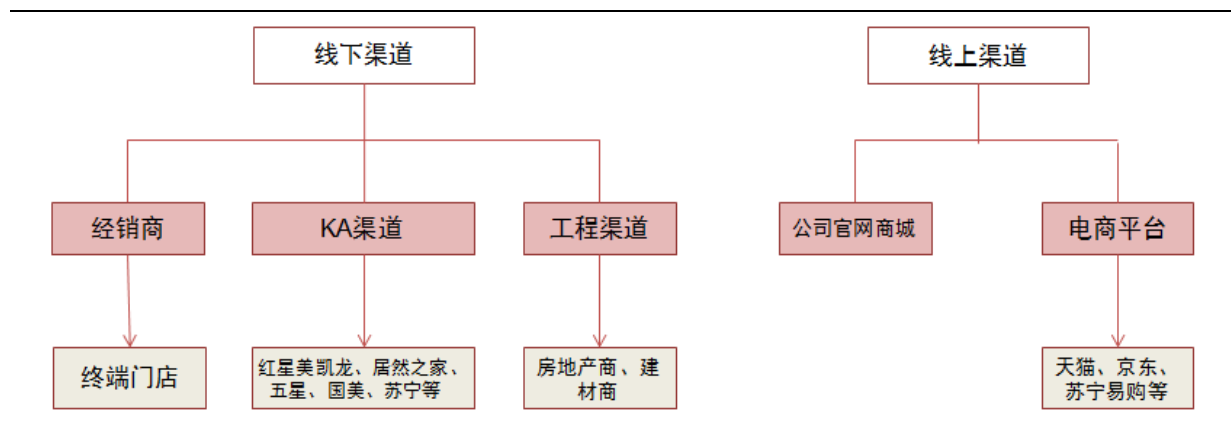
资料来源：公司官网，山西证券研究所

3.2 加大品牌宣传力度，扩大品牌知名度

3.2.1 拓展 KA 打开一二线市场，夯实高端品牌形象

公司渠道结构完善，线上线下同时发力，积极拓展多元化渠道，其中包括线下（传统经销商、KA、工程渠道）和线上（官网、电商平台）。

图 28：公司渠道结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

线下渠道：公司通过层级扁平化有效提高对经销商的管控能力和降低成本支出；将减少的成本让利给消费者，公司未来仍是以扁平化管理为主。公司鼓励经销商增开门店，填补空白销售网点，同时对现有经销商渠道进行优化和整合，采取末位淘汰制。在一二线城市通过拓展渠道、增商和改造等方式来增加销量，同时弥补毛利率下降的影响；在三四线城市鼓励经销商新增门店以及小店换大店。19 年上半年新增一级经销商 70 家，终端门店 300 个，截止上半年公司已拥有一级经销商 1400 个，终端门店 2500 个。从营收分布来看，三四线城市营收占比 70%-80%，一二线城市营收占比 20%-30%。

图 29：美大经销商及终端门店数量

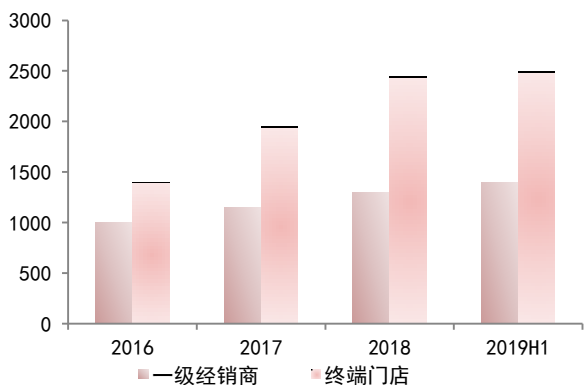


图 30：公司 KA 渠道布局



数据来源：公司公告，山西证券研究所

数据来源：公司公告，山西证券研究所

KA 渠道：公司从 18 年下半年开始积极推进在红星美凯龙、居然之家、五星、国美、苏宁等的进驻开店工作。去年下半年和苏宁签订了大盘协议，鼓励经销商进入苏宁等门店，首选销售规模大的门店，今年上半年苏宁 KA 进店约 100 家，下半年正在有序有效推进。

KA 推进的考量：1) 门店的调整周期 1-2 年，因此经销商需要进行空位填补，进入门店的进度会有影响；2) 进入 KA 需要进行导购培训、对接等；向大城市 KA 延伸是公司未来渠道发展的主攻方向。公司对 KA 渠道的未来收入预期占总收入的 30% 左右。

线上渠道：公司在官方网上商城、天猫、京东、苏宁易购等著名电商平台开设旗舰店，与天猫代运营公司签订第三方电商运营协议，进行专业化运营和开展新零售业务，销量较上年同期翻番。

3.2.2 品牌深入人心，市场知名度打开

公司自 17 年开始加大对央视高端媒体、户外、新媒体的宣传和推广力度；同年下半年陆续签约全国 20 多条高铁线路冠名权，涵盖 20 多个省区，400 多个城市以及美大“高铁专列”。目前，营销网络已覆盖全国 30 个省市自治区，并出口马来西亚、越南等东南亚国际市场。家用电器工业信息中心数据显示，集成灶多数企业目前平均年销售在 1-3 亿元左右，年销售在 5 亿元以上的企业大约在 5-6 家，美大 19 年上半年销售额约 7 亿元，大幅领先于同行。

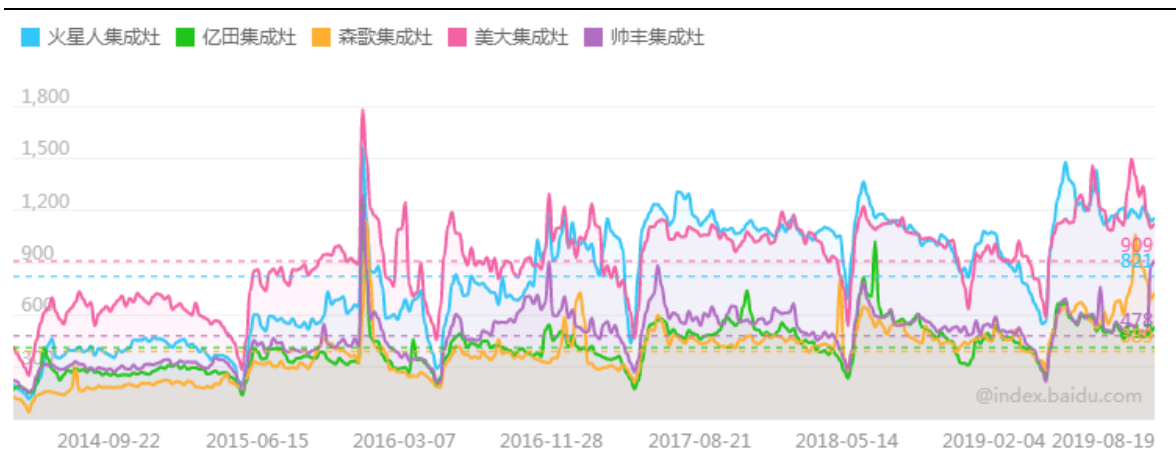
图 31：美大营销宣传



资料来源：互联网，山西证券研究所

公司在扎实做好产品研发和提升产品质量树立良好口碑的同时，对品牌宣传适时做了优化布局。从百度搜索指数来看，美大的网络中平均搜索量一直处于第一梯队，显示美大的受关注度高于其它同类品牌。

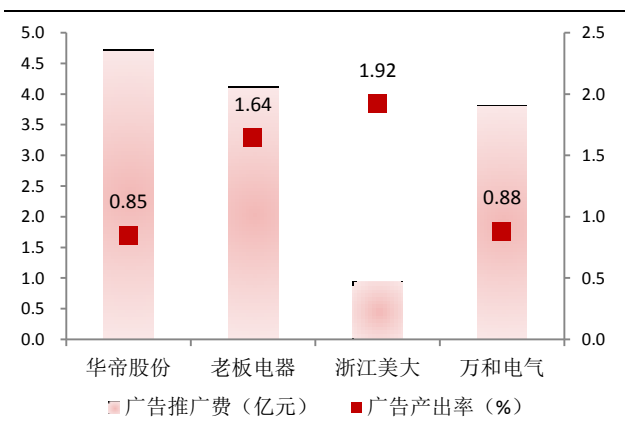
图 32：集成灶品牌百度搜索指数统计



资料来源：百度指数，山西证券研究所

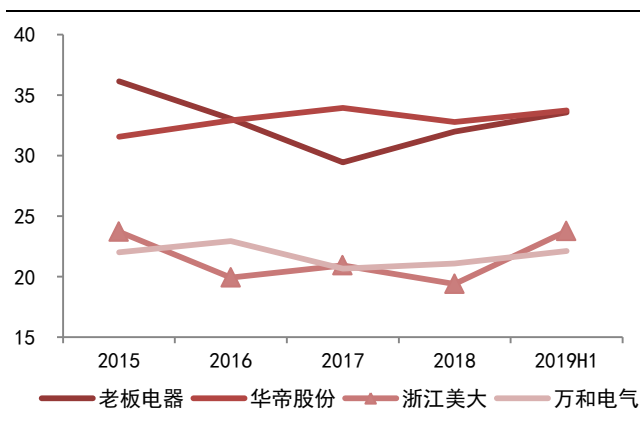
公司品牌营销成效显著。19 年上半年，公司广告费用接近 1 亿元，和同类厨电公司相比处于明显低位，但净利润/广告费用的值为 1.92，广告回报比明显高于同行业，每单位营销投入的获利能力较强。此外，公司销售费用率为 23.78%，整体表现优于竞争对手。

图 33：公司广告费用的投入产出比较高



数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：公司销售费用率在同业中较低

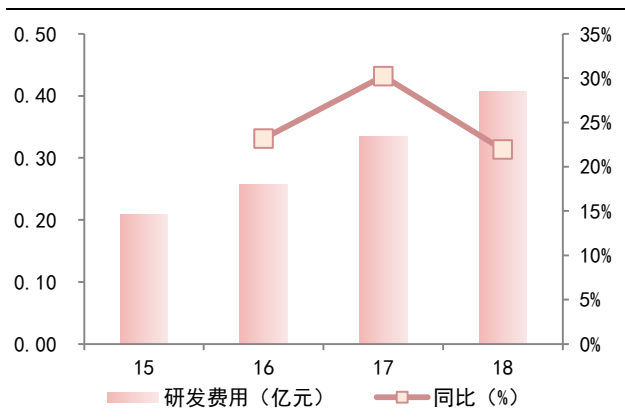


数据来源：wind，山西证券研究所

3.3 注重研发，研发费用与收入增长同向变动

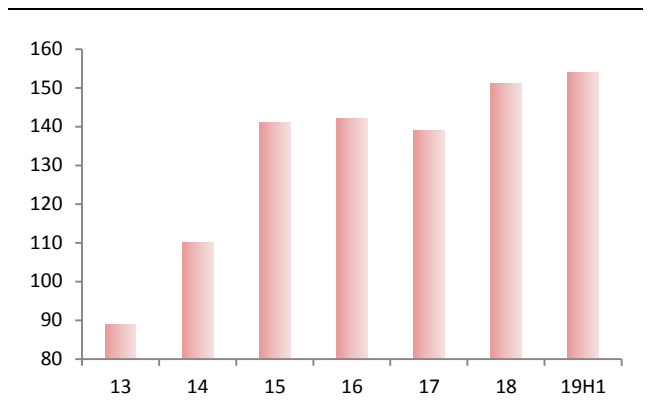
目前集成灶行业生产厂家约 550 家，多数企业为贴牌企业，从款式、功能等方面相似度高。公司产品则是自主研发，有自身领先的核心技术及品牌元素，产品结构丰富。同时公司在技术和产品上不断进行创新，每年均会推出不同系列的新品，同时公司积极储备行业前瞻技术，以现代科技实现整体健康智能化厨房。

图 35：公司研发费用表现



数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：公司历年专利数量



数据来源：公司年报，山西证券研究所

4.盈利预测、估值分析

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.76\0.94\1.1，PE 分别为 17.9\14.5\12.4，维持“买入”评级。

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
单位（百万元）					单位（百万元）				
货币资金	839.4	775.4	779.2	967.8	营业收入合计	1,400.9	1,723.1	2,050.5	2,419.6
应收票据账款	17.5	22.4	22.6	29.0	营业成本	678.9	844.3	984.2	1,161.4
存货	64.1	103.9	128.0	127.8	税金及附加	15.4	17.2	20.5	24.2
预付	30.6	42.2	54.1	69.7	销售费用	154.5	206.8	225.6	266.2
其它流动资产	4.1	0.0	0.0	0.0	管理费用	81	137.8	184.5	217.8
流动资产合计	955.7	1,357.3	1,564.3	1,775.6	研发费用	40.8	51.7	61.5	72.6
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用（利息）	(4.0)	(14.1)	(19.7)	(18.5)
固定资产（净值）	323.5	339.5	360.0	384.2	资产减值损失	0.6	0.3	0.0	0.0
在建工程	238.3	84.4	98.4	116.1	投资净收益	11.5	51.7	61.5	72.6
无形资产	174.7	225.1	283.8	352.3	营业利润	446	582.3	716.9	841.1
其它非流动资产	326.7	366.1	359.4	551.4	营业外净收支	(1.5)	(3.4)	(4.1)	(4.8)
资产总计	1,780.6	2,287.9	2,567.5	3,063.5	利润总额	444.1	578.9	712.8	836.3
预收款项	134.0	172.3	205.0	242.0	所得税	66.6	86.8	106.9	125.4
应付款项	160.8	253.3	206.7	302.0	净利润	377.5	492.1	605.8	710.9
其他流动负债	117.1	253.3	275.6	302.0	（减去）少数股东损益	0	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	411.8	678.9	687.3	845.9	归母净利润	377.5	492.1	605.8	710.9
长期借款	0.0	12.0	0.0	0.0	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
长期应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	单位（百万元）				
其它	3.7	3.7	3.7	3.7	净利润（含少数股东）	377.5	492.1	605.8	710.9
负债合计	415.5	694.6	691.0	849.6	折旧	32.3	63.3	73.8	87.1
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	摊销	3.8	6.5	9.0	11.4
股本	646.1	646.1	646.1	646.1	财务费用	(4.0)	(14.1)	(19.7)	(18.5)



资本公积	104.7	136.1	176.9	230.0	投资净收益	(11.5)	(51.7)	(61.5)	(72.6)
留存收益	614.4	811.2	1,053.5	1,337.9	营运资金变动	23.0	176.5	(60.5)	99.8
归属母公司股	1,365.1	1,593.3	1,876.5	2,213.9	其它	(905.0)	(904.8)	(500.5)	(778.6)
权益合计	1,365.1	1,593.3	1,876.5	2,213.9	经营活动现金流合计	(483.8)	(232.2)	46.4	39.5
负债和股东权益	1,780.6	2,287.9	2,567.5	3,063.5	(固定资产构建)	(4.9)	(79.3)	(94.3)	(111.3)
财务比率					(无形资产构建)	(75.6)	(56.9)	(67.7)	(79.8)
单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E	非经常性或非经营性损益	11.5	51.7	61.5	72.6
营业收入	1400.9	1723.1	2050.5	2419.6	非流动资产减少(增加)	(63.7)	(39.4)	6.6	(192.0)
归母净利润	377.5	492.1	605.8	710.9	其它	(320.3)	(208.0)	(104.0)	(63.4)
每股收益(EPS)	0.58	0.76	0.94	1.10	投资活动现金流合计	(453.0)	(331.8)	(197.9)	(374.0)
市盈率(P/E)	22.0	16.9	13.7	11.7	(财务费用)	4.0	14.1	19.7	18.5
毛利率	51.5%	51.0%	52.0%	52.0%	短期借款增加(减少)	3.3	38.4	32.7	36.9
净利率	26.9%	28.6%	29.5%	29.4%	长期借款增加(减少)	0.0	12.0	(12.0)	0.0
净资产收益率(ROE)	27.66%	30.88%	32.29%	32.11%	(归母股东红利)	(328.7)	(295.2)	(363.5)	(426.5)
资产负债率	23.3%	30.4%	26.9%	27.7%	(归属少数股东的红利)	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.32	2.00	2.28	2.10	股本及资本公积+/-	7.9	31.4	40.8	53.1
速动比率	2.16	1.85	2.09	1.95	其它	1,687.3	890.0	1,245.0	681.0
应收款帐款周转率	77.64	70.29	76.66	79.49	筹资活动现金流合计	1,373.8	690.6	962.7	362.9

5.风险提示

- 1) 宏观经济波动超预期风险
- 2) 行业进入壁垒低
- 3) KA 渠道拓展缓慢

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

