

集成灶龙头全年靓丽， KA、线上多渠道发力

浙江美大 (002677)

事件

2020年2月25日，浙江美大发布2019年度业绩快报。

公司预计2019年实现营业总收入16.90亿元，同比增长20.63%；实现归母净利润4.62亿元，同比增长22.30%。

分季度来看，公司2019Q4单季度实现收入5.48亿元，同比增长17.14%；实现归母净利润1.57亿元，同比增长20.75%。

简评

1、Q4 营收增速稍趋缓，全年业绩表现靓丽

2019全年公司营业总收入较上年同期增长20.63%，增速靓丽，主要原因系：（1）集成灶行业加速成长，渗透率逐步提升，公司在行业中稳居龙头地位；（2）公司不断开拓并完善多元化渠道建设；（3）公司通过产品研发和技术创新不断布局高端产品。

其中Q4单季实现收入5.48亿元，同比增长17.14%，较一、二、三季度31.63%/21.14%/18.05%有所回落。外部方面，在经济承压，房地产调控趋严等因素综合影响下，厨电需求仍较为疲弱；内部方面，公司上半年加大一、二线KA拓店力度，但T1、T2市场培育与渠道建设仍需时日，业绩贡献有望在后续逐步释放。

2、盈利能力稳健，毛利率小幅下降，期间费用边际改善

公司2019年预计实现归母净利润4.62亿元，同比增长22.30%，其中Q4单季实现归母净利润1.57亿元，同比增长20.75%；增速环比Q3小幅提振，主要系盈利能力改善带动。根据业绩快报，公司全年归母净利率达到27.34%，同比提升0.36pct，主要系公司作为行业龙头规模效应显著、费用管控良好所致。

公司费用投放与管控并行，边际改善明显。上半年高铁、新媒体等广告宣传投入力度加大，销售费用率走高，但Q3单季回落明显，环比Q2下降7.15pct至10%；公司19Q1-3管理费用率（含研发）为7.63%，同比下降1.24pct；财务费用率为-0.47%，同比下降0.10pct，主要因报告期内利息收入增加所致。

维持

买入

陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

执业证书编号：S1440518100004

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

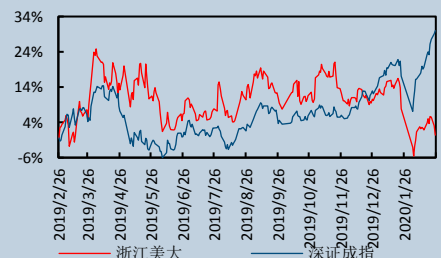
发布日期：2020年02月27日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-6.83/-17.82	-11.5/-34.67	2.74/-27.05
12月最高/最低价 (元)			15.84/11.0
总股本 (万股)			64,605.16
流通A股 (万股)			31,333.85
总市值 (亿元)			77.53
流通市值 (亿元)			37.6
近3月日均成交量 (万)			497.65
主要股东			
夏志生			23.2%

股价表现



相关研究报告

19.10.22	浙江美大(002677):Q3 增速略有放缓，集成灶龙头仍确定
19.07.30	浙江美大(002677):Q2 业绩略超预期，集成灶龙头地位再提高

3、集成灶行业高速增长，龙头美大尽享红利

行业方面，集成灶仍处于渗透红利期，是高速成长的蓝海市场，整体表现优于传统厨电。中怡康数据显示，集成灶仍处于导入期阶段，增长动力充足。2015-2018年，集成灶零售量由69万台增至175万台，CAGR为32%；零售额由49亿元增至129亿元，CAGR为35%。根据奥维云网数据，2019年集成灶市场零售额160.0亿元，同比继续增长30.1%。渗透率方面，2015-2017年集成灶零售量占分机烟灶消的比例由2%提升至3%，2019年有望增至5%。公司作为集成灶行业的鼻祖和绝对龙头，品牌知名度高达79%，领先优势明显，有望在行业高速增长中收获更多市场份额，分享红利。

4、研发夯实产品布局，一线市场、工程渠道、KA多元化渠道齐发力

公司在产品研发和技术创新方面持续加大投入，目前已拥有集成灶行业最为高端的生产装备、最为先进的技术和最具有竞争力的产品：公司在行业内率先实现机器换人和自动化生产，掌握集成灶核心技术并拥有专利151项；公司产品油烟吸除率高达99.6%，能够实现在和其他品牌同等噪音条件下更高的烟机出风量，设计定位更为高端，2019年推出的集成灶新品收效显著，持续巩固公司在集成灶行业的龙头地位。此外，公司坚持拓品类战略，积极进军其他厨电产品领域，更为丰富的产品矩阵将成为公司长期发展的有力保障。

目前，公司营收占比上，一二线城市占比20%-30%，三四线占比70%-80%，渠道拓展将成为公司未来主要驱动力。2019上半年公司加大对空白地区的招商工作，积极扩充一、二线城市布局，进一步扩大经销网络版图，同时积极发展电商渠道，大力培养和引进电商专业人才，加强与第三方运营公司的合作，为未来线上平台的发力奠定了扎实基础。

在网点布局和渠道开拓方面，公司2019H1新增一级经销商70家，终端门店300个，截止2019年6月底公司已拥有一级经销商1400个，终端门店2500个。另一方面，公司积极推进KA渠道的建设，落实在红星美凯龙、居然之家、国美、苏宁等知名KA的进驻开店工作，上半年KA开店数量达100个，下半年持续推进、提速拓展，过去两年内公司在红星美凯龙和居然之家的进店率从原来的40%提升到60%，2020年公司将继续加大对KA渠道的建设和拓展，进一步提升开店率和产出率。

此外，公司在工程渠道已积极拓展，2019年公司成功签署了10多个精装工程合同，主要分布在河北邯郸、海南白沙县、江苏、山东、浙江、江苏、安徽等地，并已开始分期进行实施和安装。工程渠道有望成为2020年新增长点。

投资建议：我们看好集成灶行业后续渗透率的提高，以及浙江美大在集成灶行业龙头地位，综合考虑厨电行业面临的整体压力，我们预计公司2020-2021年收入分别为20.28亿元、24.33亿元，同比增长20.03%、20.33%，利润分别为5.54亿、6.78亿，同比增长22.30%、20.50%，对应PE14.46、12.05X。鉴于集成灶细分行业优于厨电的整体表现，以及公司在集成灶行业的龙头地位，维持公司“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、原材料价格上涨、地产周期不利影响等。

图表1：浙江美大分季度历史业绩表现及同比增速（亿元，%）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业收入	1.44	2.29	2.82	3.71	2.20	3.42	3.71	4.68	2.90	4.14	4.38	5.48
同比	51.87%	58.65%	51.17%	54.74%	53.15%	49.30%	31.45%	25.96%	31.63%	21.03%	18.1%	17.14%
归母净利润	0.41	0.58	0.82	1.24	0.62	0.84	1.02	1.30	0.75	1.07	1.22	1.57

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
同比	44.01%	56.47%	42.42%	56.10%	49.74%	45.09%	24.52%	4.59%	22.09%	26.85%	20.4%	20.75%

资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

图表2: 浙江美大历史业绩表现及同比增速 (亿元, %)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	3.91	4.70	5.18	6.66	10.26	14.01	16.90
同比 (%)		20.15%	10.28%	28.54%	54.18%	36.49%	20.63%
归母净利润	1.08	1.38	1.56	2.03	3.05	3.78	4.62
同比 (%)		27.91%	13.00%	30.21%	50.60%	23.70%	22.30%

资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

图表3: 浙江美大分季度历史费用率 (%)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
毛利率	55.99%	52.54%	53.69%	54.21%	54.57%	49.04%	51.52%	51.97%	53.84%	53.21%	50.85%
同比	3.70%	-3.02%	-0.46%	-1.71%	-1.42%	-3.50%	-2.16%	-2.24%	-0.73%	4.17%	-0.68%
净利率	28.69%	25.27%	28.90%	33.53%	28.06%	24.55%	27.38%	27.84%	26.02%	25.78%	27.91%
同比	-1.57%	-0.35%	-1.77%	0.29%	-0.64%	-0.71%	-1.52%	-5.69%	-2.03%	1.23%	0.54%
销售费用率	7.69%	14.74%	12.33%	5.68%	10.62%	11.88%	11.41%	10.29%	15.50%	17.15%	10.00%
同比	-1.61%	3.02%	5.02%	-1.04%	2.93%	-2.86%	-0.92%	4.61%	4.88%	5.28%	-1.41%
管理费用率	16.95%	12.03%	10.33%	9.52%	11.95%	8.61%	3.59%	6.33%	2.98%	7.12%	7.27%
同比	4.61%	-5.48%	1.22%	-1.14%	-5.00%	-3.42%	-6.75%	-3.19%	-8.97%	-1.48%	-0.02%
财务费用率	-0.59%	-0.29%	-0.05%	-0.15%	-0.59%	-0.12%	-0.47%	-0.11%	-0.52%	-0.58%	-0.33%
同比	-0.21%	0.09%	0.07%	0.33%	0.00%	0.17%	-0.42%	0.04%	0.07%	-0.45%	0.14%

资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表4: 浙江美大历史费用率 (%)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
毛利率(%)	53.70%	53.34%	52.84%	54.82%	53.94%	51.54%
净利率(%)	27.55%	29.33%	30.05%	30.44%	29.74%	26.95%
销售费用率(%)	12.63%	12.59%	12.09%	8.33%	9.81%	11.03%
管理费用率(%)	15.88%	14.84%	12.12%	11.95%	11.34%	8.67%
财务费用率(%)	-1.16%	-0.30%	-0.50%	-0.35%	-0.22%	-0.28%

资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

分析师介绍

陈伟奇: 中信建投家电消费行业负责人, 厦门大学财政学硕士, 2016 年加入中信建投, 所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名, 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名, 水晶球第 2 名。

花小伟: 中信建投证券研究发展部大消费组长, 轻工&家电分析师, 统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名; 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名; 2016 年水晶球第 2 名, 金牛奖第 4 名; 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名, 水晶球第 2 名; 2018 年水晶球第 2 名, Wind 金牌分析师第 1 名。

报告贡献人

翟延杰 010-86451610 zhaiyanjie@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

金婷 jinting@csc.com.cn

夏一然 xiayiran@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859