

强烈推荐-A (维持)

浙江美大 002677.SZ

目标估值: 21-22 元

当前股价: 18.03 元

2020 年 10 月 23 日

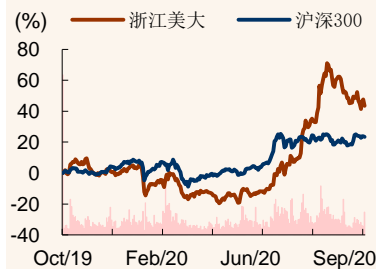
景气度持续向上, Q3 业绩延续高增

基础数据

上证综指	3313
总股本(万股)	64605
已上市流通股(万股)	27942
总市值(亿元)	116
流通市值(亿元)	50
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	32.9
资产负债率	23.3%
主要股东	夏志生
主要股东持股比例	23.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	68	42
相对表现	-9	43	20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《浙江美大(002677)——行业复苏龙头优势尽显, 20Q2 经营超预期》2020-08-26
- 2、《浙江美大(002677)——2019 年稳定收官, 20Q1 显著受疫情冲击》2020-04-17
- 3、《浙江美大(002677)——中报点评: 营销高举高打, 业绩稳步增长》2019-08-19

隋思誉

0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn
S1090519070003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn
S1090519070001

□ **事件描述:** 浙江美大披露 2020 三季报。公司 2020Q1-Q3 实现营业收入 11.8 亿元, YoY+3.0%; 实现归母净利润 3.4 亿元, YoY+10.1%。其中 Q3 单季度实现营业收入 5.3 亿元, YoY+21.2%; 实现归母净利润 1.7 亿元, YoY+34.8%。公司 Q3 业绩表现延续 Q2 的良好态势。

□ **行业景气度向上趋势延续, 公司发挥龙头优势, 积极拓展促成收入高增长。** 据奥维云网(AVC)推总数据显示, 2020Q2 油烟机零售额和零售量分别同比增长 14.0%和 12.9%, 从 Q1 的-38.7%和-33.6%中快速恢复, 根据草根调研, 行业景气度向上趋势在三季度得到延续。另外一方面, 公司在发挥龙头优势的同时, 积极升级产品、拓展渠道, 促进竞争力和收入提升。渠道方面, 公司加速拓展多元化营销渠道, 推进线上线下融合发展: 线上方面, 公司通过引进专业电商代运营公司运营线上官方旗舰店, 向线下经销商开放网络经销权限等方式加强电商渠道建设; 线下方面, 公司对现有经销商渠道进行优化和整合, 采取末位淘汰制, 提高经销网络的整体质量, 同时加大对空白地区的招商工作, 今年以来经销商、终端门店、KA 渠道开店数均有明显提升。

□ **毛利率稳中有增、费用率下降促进盈利能力提升。** 2020Q3 公司实现销售毛利率 51.6%, YoY+0.7pct; Q3 费用率(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)为 15.0%, YoY-2.0pct, 其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 9.2/3.3/3.0/-0.5%, YoY-0.8/-1.5/+0.5/-0.1pct。费用率的单季下降是 Q3 业绩端表现优于收入端的主要原因, 体现了公司对费用的良好把控。

□ **投资建议:** 展望未来, 1) 行业层面, 集成灶是大厨电领域的新兴品类, 当前渗透率较低仍有成长空间, 在较强的产品力、2020Q4 及之后较好的竣工预期的牵引下, 行业有望保持较好增长; 2) 公司层面, 公司作为行业龙头, 在产品、品牌、渠道等多维度均具有显著优势, 且开拓进取, 有望尽享行业红利; 此外, 公司积极推进双品牌运作战略, 20H1 推出差异化子品牌“天牛”, 截至目前, 天牛已经完成 4 期招商计划, 累计签约经销商 300 多家, 未来随着新产品的推出, 有望进一步提升市场份额; 在行业景气度及公司经营周期共同向上的加持下, 公司有望实现较好业绩增速, 预计 20/21/22 年公司实现 EPS 0.80/0.92/1.06 元, 对应 PE 22.5/19.5/17.0x, 维持“强烈推荐-A”。

□ **风险提示:** 新冠肺炎疫情控制不及预期、行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1401	1684	1840	2187	2502
同比增长	36%	20%	9%	19%	14%
营业利润(百万元)	446	535	601	694	797
同比增长	24%	20%	12%	16%	15%
净利润(百万元)	378	460	517	597	685
同比增长	23%	22%	12%	16%	15%
每股收益(元)	0.58	0.71	0.80	0.92	1.06
PE	30.9	25.3	22.5	19.5	17.0
PB	8.5	7.7	6.8	6.0	5.3

资料来源: 公司数据、招商证券

表：浙江美大分季度核心财务数据一览

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入(亿元)	2.90	4.15	4.38	5.42	1.12	5.34	5.3
同比(%)	31.63	21.14	18.05	15.97	-61.35	28.81	21.16
归母净利(亿元)	0.75	1.07	1.22	1.56	0.20	1.50	1.65
同比(%)	22.09	27.20	20.37	19.43	-73.03	40.40	34.83
销售毛利率(%)	53.84	53.21	50.85	55.76	46.52	52.34	51.55
销售费用率(%)	15.50	17.15	10.00	17.86	12.97	14.89	9.17
管理费用率(%)	5.69	3.50	4.75	2.57	10.94	2.73	3.28
研发费用率(%)	3.21	3.62	2.52	2.88	4.95	2.53	2.98
销售净利率(%)	26.02	25.78	27.91	28.67	18.15	28.11	31.06

资料来源：Wind，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	956	916	772	726	725
现金	839	799	663	596	577
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	0	0	0	0
应收款项	15	18	9	11	12
其它应收款	4	0	0	0	1
存货	64	80	79	94	107
其他	31	20	21	25	29
非流动资产	825	1070	1438	1784	2111
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	324	729	1114	1476	1817
无形资产	175	174	157	141	127
其他	327	167	167	167	167
资产总计	1781	1987	2210	2510	2836
流动负债	412	440	469	534	592
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	161	240	262	311	355
预收账款	134	81	88	104	119
其他	117	119	119	119	119
长期负债	4	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	28	28	28	28
负债合计	416	468	497	562	620
股本	646	646	646	646	646
资本公积金	104	105	105	105	105
留存收益	615	768	962	1197	1465
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1365	1519	1713	1948	2216
负债及权益合计	1781	1987	2210	2510	2836

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	442	543	612	721	825
净利润	378	460	517	597	685
折旧摊销	36	37	61	82	102
财务费用	0	0	(6)	(5)	(5)
投资收益	(11)	(4)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	37	54	47	41	37
其它	2	(4)	(1)	12	11
投资活动现金流	(171)	(274)	(431)	(431)	(431)
资本支出	(292)	(280)	(437)	(437)	(437)
其他投资	120	6	6	6	6
筹资活动现金流	(299)	(304)	(317)	(357)	(413)
借款变动	(6)	(19)	0	0	0
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	26	1	0	0	0
股利分配	(323)	(323)	(323)	(362)	(418)
其他	4	37	6	5	5
现金净增加额	(29)	(34)	(137)	(66)	(20)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1401	1684	1840	2187	2502
营业成本	679	783	855	1013	1155
营业税金及附加	15	12	14	16	18
营业费用	154	257	261	328	375
管理费用	81	66	68	83	95
研发费用	41	51	53	63	73
财务费用	(4)	(13)	(6)	(5)	(5)
资产减值损失	(1)	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	2	2	2	2
投资收益	11	4	4	4	4
营业利润	446	535	601	694	797
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	444	534	600	694	796
所得税	67	74	84	97	111
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	378	460	517	597	685

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	36%	20%	9%	19%	14%
营业利润	24%	20%	12%	16%	15%
净利润	23%	22%	12%	16%	15%
获利能力					
毛利率	51.5%	53.5%	53.5%	53.7%	53.8%
净利率	26.9%	27.3%	28.1%	27.3%	27.4%
ROE	27.7%	30.3%	30.2%	30.7%	30.9%
ROIC	27.4%	29.5%	29.9%	30.4%	30.7%
偿债能力					
资产负债率	23.3%	23.5%	22.5%	22.4%	21.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.1	1.6	1.4	1.2
速动比率	2.2	1.9	1.5	1.2	1.0
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	9.9	10.9	10.8	11.7	11.5
应收帐款周转率	106.0	95.7	137.0	219.0	215.0
应付帐款周转率	4.9	3.9	3.4	3.5	3.5
每股资料 (元)					
EPS	0.58	0.71	0.80	0.92	1.06
每股经营现金	0.68	0.84	0.95	1.12	1.28
每股净资产	2.11	2.35	2.65	3.02	3.43
每股股利	0.50	0.50	0.56	0.65	0.74
估值比率					
PE	30.9	25.3	22.5	19.5	17.0
PB	8.5	7.7	6.8	6.0	5.3
EV/EBITDA	62.6	53.6	45.2	38.5	33.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组:

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017 年入职招商证券从事家电行业研究。

陈东飞 美国莱斯大学统计学硕士,中国人民大学环境管理学学士。2017 年入职招商证券,任环保与公用事业行业分析师,2020 年任家电行业分析师。

团队荣誉:

金牛奖: 2018&2019 最佳行业金牛分析师

新财富: 2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名

金牛奖: 2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名

水晶球: 2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2018-第 3 名 2017-第 2 名 2016-第 3 名 2014-第 3 名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,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。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。