

浙江美大 (002677)

证券研究报告

2020年08月27日

线上市场增幅明显，Q2 业绩表现靓丽

事件：公司 2020 年 H1 实现营业收入 6.46 亿元，同比-8.26%，归母净利润 1.7 亿元，同比-6.49%；其中 2020Q2 实现营业收入 5.34 亿元，同比+28.81%，归母净利润 1.5 亿元，同比+40.4%。**拆分业务来看**，上半年集成灶营收、橱柜、其他产品营收占比分别为 89.23%、2.3%、8.47%，同比分别-0.33%、-1.21%、+1.69pct，产品结构进一步优化，对单一品类的依赖程度不断降低。

行业线上市场同比大幅上升，公司集成灶销额实现转正。 疫情的影响逐渐减弱，在政策激励及品牌降价的驱动下国内集成灶线上市场复苏显著。从公司层面来看，2 季度线上市场为公司业绩增长的主力支撑，7 月份线下市场同比转正，实现量价齐升。根据奥维云网数据，2020 年公司集成灶线上线下销额同比分别+3.84%和+3.64%，销量同比分别-2.99%和+4.08%。

利润端来看，2020 年 H1 公司毛利率为 51.33%，同比-2.14pct，净利率为 26.38%，同比+0.5pct；其中 2020Q2 毛利率为 52.34%，同比-0.87pct，净利率为 28.11%，同比+2.32pct，对线上经销商开放网络权限所造成的直营渠道分流或对毛利造成一定影响。**从费用端来看**，公司 2020 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.56%、4.15%、2.95%、-1.54%，同比-1.91%、-0.25%、-0.51%、-0.99pct。销售费用中广告费变动幅度较大，同比-20.05%，上半年公司对宣传结构做了优化，我们认为宣传方式和投放渠道方面的调整变化或是销售费用率降低的重要原因。

从资产负债率看，公司 2020 年 H1 期末现金+其他流动资产为 5.64 亿元，同比-5.63%，存货为 0.89 亿元，同比+13.24%。预付款项同比-64.37%，主要系预付广告宣传费减少，应收账款比期初增加 249.32%，应收账款融资比期初减少 63.86%，主要系期末收到采用银行承兑汇票结算的货款比期初有减少。**从周转情况看**，公司 2020 年 H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 48.23、11.09 和 116.6 天，主要系公司在 2020H1 采取先款后货的销售政策的同时，允许部分信誉较好、发展潜能较强的经销商一定的信用额度支持。**从现金流量表看**，公司 2020 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为 1.66 亿元，同比-5.25%，其中销售商品及提供劳务现金流入 6.96 亿元，同比-13.03%；其中 2020Q2 经营活动产生的现金流量净额为 2.8 亿元。

投资建议：行业方面，在政策刺激及品牌降价驱动下，集成灶线上市场复苏趋势显现，未来公司将持续受益于行业的渗透率提升；渠道方面，电商渠道占比提升将对毛利端提供有利支撑，同时宣传结构优化将为利润率带来积极影响。考虑疫情对 H1 的影响较大，我们下调全年预测，预计公司 20-22 年公司归母净利润 4.93/5.70/7.24 亿元(前值 4.97/6.43/7.73 亿元)，当前股价对应 20-22 年 24.96/21.62/17.0 XPE，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；疫情影响确定性不强；厨电龙头切入集成灶领域带来竞争加剧风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,400.90	1,684.48	1,852.92	2,223.51	2,645.97
增长率(%)	36.49	20.24	10.00	20.00	19.00
EBITDA(百万元)	517.86	607.50	593.58	711.61	898.07
净利润(百万元)	377.53	460.01	493.28	569.59	724.20
增长率(%)	23.70	21.85	7.23	15.47	27.14
EPS(元/股)	0.58	0.71	0.76	0.88	1.12
市盈率(P/E)	32.62	26.77	24.96	21.62	17.00
市净率(P/B)	9.02	8.11	7.40	6.81	6.08
市销率(P/S)	8.79	7.31	6.65	5.54	4.65
EV/EBITDA	10.65	12.75	18.91	15.63	11.97

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	19.06 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	646.05
流通 A 股股本(百万股)	279.42
A 股总市值(百万元)	12,313.74
流通 A 股市值(百万元)	5,325.76
每股净资产(元)	2.07
资产负债率(%)	25.27
一年内最高/最低(元)	20.49/9.92

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《浙江美大-季报点评:20Q1 收入增速受疫情影响显著，经营性现金流有所下降》 2020-04-23
- 2 《浙江美大-年报点评报告:收入增速受宏观影响有所放缓，多元化渠道拓展有序推进》 2020-04-17
- 3 《浙江美大-季报点评:收入增速略有放缓，多渠道持续推进》 2019-10-22

事件

公司 2020 年 H1 实现营业收入 6.46 亿元, 同比-8.26%, 归母净利润 1.7 亿元, 同比-6.49%; 其中 2020Q2 实现营业收入 5.34 亿元, 同比+28.81%, 归母净利润 1.5 亿元, 同比+40.4%。**拆分业务来看**, 上半年集成灶营收、橱柜、其他产品营收占比分别为 89.23%、2.3%、8.47%, 同比分别-0.33%、-1.21%、+1.69pct, 产品结构进一步优化, 对单一品类的依赖程度不断降低。

代工格局重塑加速, 海外 ODM 出货逆势增长

疫情的影响逐渐减弱, 在政策激励及品牌降价的驱动下国内集成灶线上市场复苏显著。据奥维云网推总数据显示, 国内集成灶市场 Q2 零售额同比+14.0%, 远好于 Q1 零售额同比-38.7%, 其中 2020H1 线上销售额达到 13.0 亿元, 同比+13.6%, 销售量 25.7 万台, 同比+28.5%; 线下销售额 52.5 亿元, 同比-8.6%, 销售量 61.8 万台, 同比-11.6%。**从公司层面来看**, 2 季度线上市场为公司业绩增长的主力支撑, 7 月份线下市场同比转正, 实现量价齐升。根据奥维云网数据, 2020 年公司集成灶线上线下销额同比分别+3.84%和+3.64%, 销量同比分别-2.99%和+4.08%, 相对一月份线上均价上涨约 728 元, 线下均价上涨约 232 元。

毛利率小幅下滑, 宣传结构优化为利润率的有利支撑

利润端来看, 2020 年 H1 公司毛利率为 51.33%, 同比-2.14pct, 净利率为 26.38%, 同比+0.5pct; 其中 2020Q2 毛利率为 52.34%, 同比-0.87pct, 净利率为 28.11%, 同比+2.32pct, 对线上经销商开放网络权限所造成的直营渠道分流或对毛利造成一定影响。**从费用端来看**, 公司 2020 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.56%、4.15%、2.95%、-1.54%, 同比-1.91%、-0.25%、-0.51%、-0.99pct。销售费用中广告费变动幅度较大, 同比-20.05%, 上半年公司对宣传结构做了优化, 加大互联网、自媒体、社交媒体等宣传推广, 我们认为宣传方式和投放渠道方面的调整变化或是销售费用率降低的重要原因, 未来公司将加大市场宣传和推广力度。

在手现金较为充裕, 周转效率或因渠道改革小幅上涨

从资产负债率看, 公司 2020 年 H1 期末现金+其他流动资产为 5.64 亿元, 同比-5.63%, 存货为 0.89 亿元, 同比+13.24%。应收票据和账款合计为 0.62 亿元, 同比+35.31%。预付款项同比-64.37%, 主要系预付的广告宣传费减少, 应收账款比期初增加 249.32%, 应收账款融资比期初减少 63.86%, 主要系期末收到采用银行承兑汇票结算的货款比期初有所减少。

从周转情况看, 公司 2020 年 H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 48.23、11.09 和 116.6 天, 同比+9.06、+3.92 和+45.78 天, 主要系公司在 2020H1 采取先款后货的销售政策的同时, 允许部分信誉较好、发展潜能较强的经销商一定的信用额度支持。**从现金流量表看**, 公司 2020 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为 1.66 亿元, 同比-5.25%, 其中销售商品及提供劳务现金流入 6.96 亿元, 同比-13.03%; 其中 2020Q2 经营活动产生的现金流量净额为 2.8 亿元, 同比+109.61%, 其中销售商品及提供劳务现金流入 6.13 亿元, 同比+25.86%。

投资建议

行业方面, 在政策刺激及品牌降价驱动下, 集成灶线上市场复苏趋势显现, 未来公司将持续受益于行业的渗透率提升; 渠道方面, 电商渠道占比提升对将毛利端提供有利支撑, 同时宣传结构优化将为利润率带来积极影响。考虑疫情影响, 结合 20 年中报业绩情况, 我们预计公司 20-22 年公司归母净利润 4.93/5.70/7.24 亿元 (前值 4.97/6.43/7.73 亿元), 当

前股价对应 20-22 年 24.96/21.62/17.0 XPE，维持“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	839.38	799.13	1,053.13	1,150.79	1,506.84
应收票据及应收账款	17.46	17.73	17.31	26.17	26.18
预付账款	30.56	13.72	32.02	29.44	40.63
存货	64.13	79.64	117.63	103.27	171.51
其他	4.13	6.15	6.19	4.49	8.51
流动资产合计	955.65	916.37	1,226.28	1,314.16	1,753.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	323.52	728.87	750.63	775.89	789.44
在建工程	238.25	80.71	84.43	98.66	89.19
无形资产	174.71	174.12	168.67	163.23	157.79
其他	88.46	86.74	33.13	42.93	53.98
非流动资产合计	824.93	1,070.44	1,036.86	1,080.72	1,090.40
资产总计	1,780.58	1,986.80	2,263.14	2,394.88	2,844.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	160.80	240.36	173.75	329.45	284.23
其他	251.02	199.43	412.41	243.51	517.07
流动负债合计	411.82	439.79	586.16	572.96	801.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.68	27.76	11.91	14.45	18.04
非流动负债合计	3.68	27.76	11.91	14.45	18.04
负债合计	415.50	467.56	598.07	587.41	819.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	646.05	646.05	646.05	646.05	646.05
资本公积	104.68	104.92	104.92	104.92	104.92
留存收益	760.52	920.36	1,019.02	1,161.42	1,378.68
其他	(146.18)	(152.08)	(104.92)	(104.92)	(104.92)
股东权益合计	1,365.08	1,519.25	1,665.07	1,807.47	2,024.73
负债和股东权益总计	1,780.58	1,986.80	2,263.14	2,394.88	2,844.07

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	377.53	460.01	493.28	569.59	724.20
折旧摊销	36.09	37.26	39.97	45.95	51.35
财务费用	0.00	0.00	(20.88)	(4.45)	(5.29)
投资损失	(10.86)	(3.51)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	27.11	12.23	128.21	(10.68)	137.44
其它	12.03	37.39	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	441.89	543.39	640.57	600.42	907.70
资本支出	305.13	260.33	75.85	77.46	46.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(476.40)	(534.43)	(135.85)	(157.46)	(96.41)
投资活动现金流	(171.27)	(274.10)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(16.46)	7.66	68.05	4.45	5.29
其他	(282.67)	(311.33)	(394.62)	(427.20)	(506.94)
筹资活动现金流	(299.12)	(303.67)	(326.57)	(422.75)	(501.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(28.51)	(34.38)	254.00	97.67	356.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,400.90	1,684.48	1,852.92	2,223.51	2,645.97
营业成本	678.86	782.85	918.35	1,102.02	1,296.53
营业税金及附加	15.39	12.38	10.38	11.12	13.23
营业费用	154.46	256.66	269.53	333.53	357.21
管理费用	80.70	65.78	62.13	66.71	79.38
研发费用	40.77	50.93	41.36	44.47	52.92
财务费用	(3.99)	(13.09)	(20.88)	(4.45)	(5.29)
资产减值损失	0.58	0.00	(2.44)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.86	3.51	(0.00)	0.00	0.00
其他	(22.34)	(9.30)	(4.62)	0.00	0.00
营业利润	445.60	534.76	579.12	670.11	852.00
营业外收入	0.12	0.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.64	0.58	1.00	0.00	0.00
利润总额	444.09	534.30	578.12	670.11	852.00
所得税	66.56	74.28	84.84	100.52	127.80
净利润	377.53	460.01	493.28	569.59	724.20
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	377.53	460.01	493.28	569.59	724.20
每股收益(元)	0.58	0.71	0.76	0.88	1.12

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	36.49%	20.24%	10.00%	20.00%	19.00%
营业利润	24.12%	20.01%	8.30%	15.71%	27.14%
归属于母公司净利润	23.70%	21.85%	7.23%	15.47%	27.14%
获利能力					
毛利率	51.54%	53.53%	50.44%	50.44%	51.00%
净利率	26.95%	27.31%	26.62%	25.62%	27.37%
ROE	27.66%	30.28%	29.62%	31.51%	35.77%
ROIC	193.02%	102.72%	75.21%	97.75%	117.27%
偿债能力					
资产负债率	23.34%	23.53%	26.43%	24.53%	28.81%
净负债率	-61.49%	-52.60%	-63.25%	-63.67%	-74.42%
流动比率	2.32	2.08	2.09	2.29	2.19
速动比率	2.16	1.90	1.89	2.11	1.97
营运能力					
应收账款周转率	106.00	95.75	105.76	102.27	101.09
存货周转率	20.34	23.43	18.79	20.13	19.26
总资产周转率	0.81	0.89	0.87	0.95	1.01
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.71	0.76	0.88	1.12
每股经营现金流	0.68	0.84	0.99	0.93	1.40
每股净资产	2.11	2.35	2.58	2.80	3.13
估值比率					
市盈率	32.62	26.77	24.96	21.62	17.00
市净率	9.02	8.11	7.40	6.81	6.08
EV/EBITDA	10.65	12.75	18.91	15.63	11.97
EV/EBIT	11.44	13.58	20.28	16.71	12.70

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com