

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2018年12月11日
市场数据

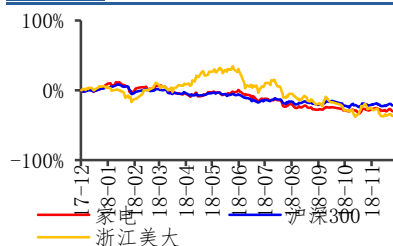
目前股价	10.28
总市值（亿元）	66.41
流通市值（亿元）	29.09
总股本（万股）	64,605
流通股本（万股）	28,294
12个月最高/最低	22.06/9.35

分析师

分析师：蔡维 S1070517050001

☎ 021-31829695

✉ caiwei@cgs.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

集成灶行业龙头，收入维持高增长

——浙江美大（002677）公司深度报告

盈利预测

	2018E	2019E	2020E
营业收入	1384.82	1902.54	2596.96
(+/-%)	35.90%	36.40%	36.50%
净利润	388.70	519.86	705.99
(+/-%)	27.36%	33.74%	35.80%
摊薄 EPS	0.60	0.80	1.09
PE	17	13	10

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 公司营收加速增长，渗透率保持加速：**公司作为集成灶行业开创者，是A股唯一主营集成灶产品上市公司。伴随集成灶行业步入高速增长期，17年营业总收入达10.26亿元，归母净利润达3.05亿元，对应增速分别为54.2%和50.6%，近三年来呈现增速持续上涨趋势。2018年厨电行业中传统烟灶销量明显下滑，而集成灶销量仍保持快速上涨趋势，原因主要在于集成灶的用户群体为三四线城市居多，受房地产市场波动相对较弱。我们认为集成灶对传统油烟机的渗透率会保持加速趋势，预计2020年达到9%左右。
- 集成灶技术优势显著，税收政策促进增量提升：**集成灶不同于传统烟灶的核心在于吸油烟率的极大提高，达到98%。产品自2003年诞生以来多次迭代更新，完善技术性能，目前市场上的集成灶在噪音处理，安全性和清洁性等方面优秀的产品性能更加吸引消费者。另外，近年来人均可支配收入增速加快，下半年的最新个税改革政策将会刺激中低收入群体消费额增加，消费升级的时代下人们的消费观念显示更加乐于对产品的高品质付出溢价，这些都将促进集成灶的市场规模扩大。
- 渠道范围拓展，品牌营销不断加强：**公司作为行业龙头，渠道建设处于行业领先水平，公司销售渠道主要为经销商模式，其中三四线城市覆盖率达到80%以上，目前正在加大布局一二线城市增量市场。同时公司积极推进电商渠道，与齐家网进行战略合作，布局KA渠道，相继与红星美凯龙，居然之家签订合作协议等。美大2017年的市场份额在27%左右，2018年行业有更多传统和新兴品牌加入竞争，为此公司调整策略，加大品牌宣传力度，销售费用大幅增加，提升产品市场知名度。公司存货周转较快和低应收账款天数为其提供良好的资金流动性，增强品牌优势，我们预计未来三年市场份额将逐步增加。
- 产能保证市场需求，地产限制因素有限：**2017年12月，公司新增110万台集成灶及高端厨房电器产品项目开工，目前该项计划正在顺利进行中，为后续三年市场需求增加做好充足准备。同时公司提高研发费用，以提升产品质量。我们认为地产周期限制因素对集成灶产品的销量增长影响有

限，更应关注产品渗透率的提升空间仍然较大。

- **投资建议：**公司作为集成灶行业龙头，竞争优势明显，有望充分受益行业渗透率提升，预计公司市场占有率进一步提升。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.60 元、0.80 元、1.09 元，对应 PE 分别为 18X、13X、10X，首次覆盖，“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争环境加剧；市场需求不及预期；品牌推广效果不及预期；宏观经济周期恶化；主要原材料价格大幅波动。

目录

1. 厨电细分龙头，受益行业高速增长.....	6
1.1 集成灶产品首创者，公司股权结构清晰.....	6
1.2 营收步入高速增长期，利润率保持高位.....	7
1.3 集成灶逆势上涨，渗透率不断提高.....	7
2. 技术变革提高用户体验，集成灶前景持续看好.....	9
2.1 吸油烟率极大提高，用户体验提升明显.....	9
2.2 税改叠加消费升级，市场潜力巨大.....	11
3. 大力布局营销渠道，优化运营拓展新品.....	15
3.1 渠道优势明显，借力行业景气加速布局.....	15
3.2 加大营销投入应对行业竞争，公司运营能力不断优化.....	17
3.3 依托集成灶产品，拓展其他品类.....	18
4. 投资扩产加大研发，无需过分担忧地产因素.....	20
4.1 扩大产量提高质量，公司紧跟行业增长.....	20
4.2 关注行业渗透率，无需夸大地产因素影响.....	21
5. 盈利预测与估值水平.....	22
5.1 主营业务盈利及预测.....	22
5.2 投资建议.....	24
6. 风险提示.....	25
附：盈利预测表.....	26

图表目录

图 1:	美大集成灶图片（基本款）	6
图 2:	美大集成灶图片（蒸箱款）	6
图 3:	浙江美大股权结构图	6
图 4:	浙江美大最近五年营收及同比（亿元/%）	7
图 5:	浙江美大最近五年归母净利润及同比（亿元/%）	7
图 6:	集成灶行业主要公司毛利率情况	7
图 7:	集成灶行业主要公司净利率情况	7
图 8:	大型厨电（烟灶消）销售额变化情况及同比	8
图 9:	2016-2020 年集成灶行业增速变化情况	8
图 10:	线下烟灶消各级市场零售额规模同比变化情况	8
图 11:	集成灶对油烟机渗透率变化	8
图 12:	浙江美大 2003 年推出首台深井下排集成灶	9
图 13:	浙江美大第二代侧吸下排式集成灶	9
图 14:	2016-2017 居民人均可支配收入变化情况（元）	11
图 15:	2016-2017 居民人均消费支出变化情况（元）	11
图 16:	2018 中国不同收入家庭占比情况	13
图 17:	2017 年集成灶与烟+灶套餐价格对比情况（元）	13
图 18:	2017 年中国网民购物消费观分布	13
图 19:	集成灶百度搜索指数变化	14
图 20:	集成灶资讯指数变化	14
图 21:	浙江美大各渠道销售量占比情况	15
图 22:	浙江美大各营销渠道布局情况	15
图 23:	2017 集成灶不同品牌市场份额对比	17
图 24:	近年来公司销售费用增速较快	17
图 25:	主要厨电行企业存货周转率对比	18
图 26:	主要厨电企业应收账款周转天数对比	18
图 27:	2017 年公司分产品营收占比情况	19
图 28:	2017 年浙江美大分产品毛利率情况对比	19
图 29:	美大鼎厨效果图	19
图 30:	集成灶主要企业产能及市场零售量情况（万台）	20
图 31:	浙江美大集成灶产销量与库存变化情况（亿元）	20
图 32:	浙江美大研发费用占营收比例	21
表 1:	集成灶与传统烟灶性能对比	10
表 2:	税改前后收入及减税额对比	11
表 3:	税改后家庭年增加消费额情景分析	12
表 4:	主要省份各集成灶品牌线下门店数量对比（2017）	15
表 5:	一二线城市各集成灶品牌线下门店数量对比（2017）	16
表 6:	浙江美大不同渠道进展情况	16
表 7:	公司主要品牌宣传投放途径	17
表 8:	公司预收账款营收占比情况（亿元）	18

表 9: 2014Q1-2018Q3 商品房销售面积与美大季度营收变化显著性测试	21
表 10: 浙江美大分业务收入及毛利率情况表	22

1. 厨电细分龙头，受益行业高速增长

1.1 集成灶产品首创者，公司股权结构清晰

浙江美大成立于 2001 年 12 月 29 日，总部位于浙江省海宁市，2003 年，美大研发推出市场第一台集成灶，是**集成灶行业开创者**。集成灶，又叫集成环保灶，或一体集成灶，它是将厨房中最常用的吸油烟机、燃气灶及消毒柜三种家电集成于一体设计，包括灶具、除油烟和消毒三大系统。公司是一家集研发、生产、经营、销售于一体的现代化新型高科技公司，2012 年在深交所上市，是国内目前唯一一家主营产品为集成灶的上市企业。

图 1: 美大集成灶图片（基本款）



资料来源：公司官网，长城证券研究所

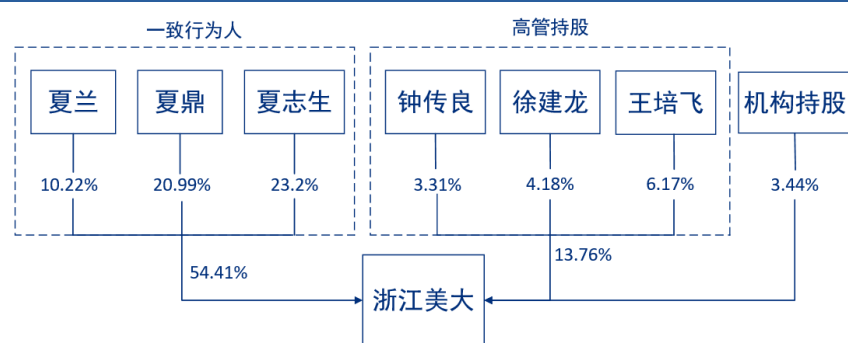
图 2: 美大集成灶图片（蒸箱款）



资料来源：公司官网，长城证券研究所

公司股权结构清晰，团队激励完善。2016 年 2 月 2 日美大集团与公司实际控制人夏志生、夏鼎、夏兰及自然人王培飞、徐建龙、钟传良签署了《股份转让协议》，通过协议转让的方式转让其持有的浙江美大无限售流通股 27,000 万股（占公司总股本的 67.5%）至夏志生、夏鼎、夏兰、王培飞、徐建龙、钟传良。公司目前高管持股 13.76%，一致行为人控股 54.41%，占比超 65%。为了吸引和留住优秀人才，激发员工积极性，公司也在 2016 年 9 月对在任的公司关键管理人员和公司核心业务（技术）人员共 154 人进行总数为 605.32 万股股权激励，占总股本 0.95%。通过大规模股权激励，有利于高管、关键管理层以及核心技术人员保持稳定，促进公司长期发展。

图 3: 浙江美大股权结构图

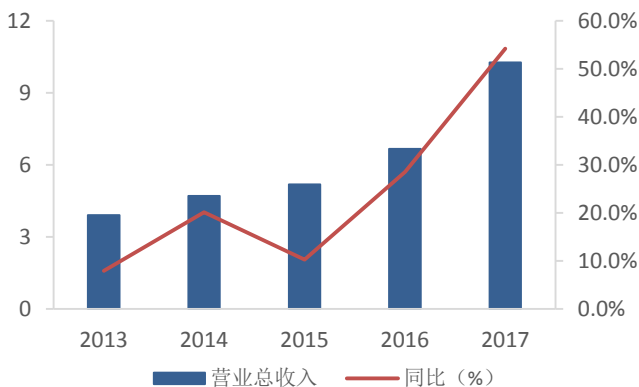


资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.2 营收步入高速增长期，利润率保持高位

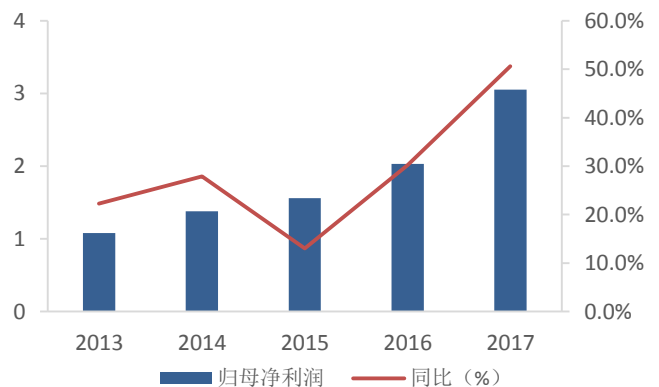
近年来公司通过进一步加强和落实经营目标及部门责任制，加快研发投产，创新营销机制，整合主销售渠道，积极发展新兴销售渠道，加大品牌建设以及扩展上下游产品领域等措施，营收及归母净利润持续增长，成绩亮眼。公司 15-17 年营收规模分别为 5.18 亿元、6.66 亿元以及 10.26 亿元，对应增速达到 10.3%、28.5% 和 54.2%；15-17 年归母净利润规模分别为 1.56 亿元、2.03 亿元及 3.05 亿元，对应增速分别为 13.0%、30.2%、50.6%，收入与利润均呈现出加速增长的良好局面。

图 4: 浙江美大最近五年营收及同比 (亿元/%)



资料来源: wind, 长城证券研究所

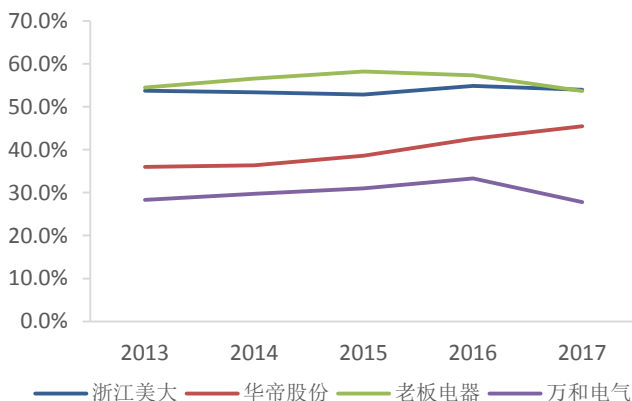
图 5: 浙江美大最近五年归母净利润及同比 (亿元/%)



资料来源: wind, 长城证券研究所

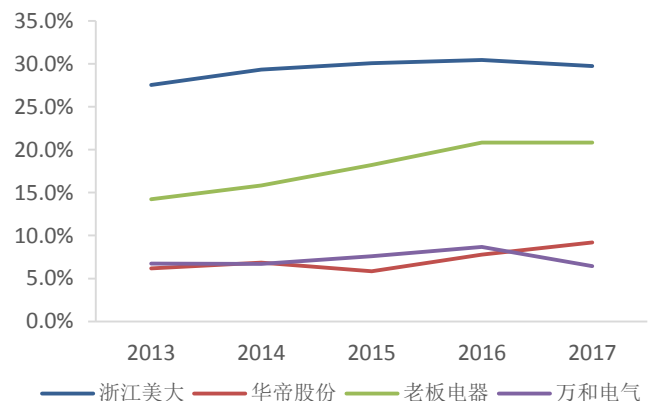
公司净利率与毛利率同样也处于行业领先地位，近五年来公司毛利率超过 50%，与老板电器相当，但净利率保持在 25% 以上，相较于老板电器 20% 净利率有明显优势，大幅领先行业内其他可比公司，公司成本和费用控制能力较好。2018 年公司积极扩大产能、加大营销费，2018Q3 销售费用同比增长达到 33%，多种因素影响下 2018 年度整体净利率可能会有小幅下滑，但随着公司生产规模的扩大，规模效应逐步显现，进一步降低管理和生产成本，我们预计公司盈利能力将持续维持在较高水平。

图 6: 集成灶行业主要公司毛利率情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 7: 集成灶行业主要公司净利率情况

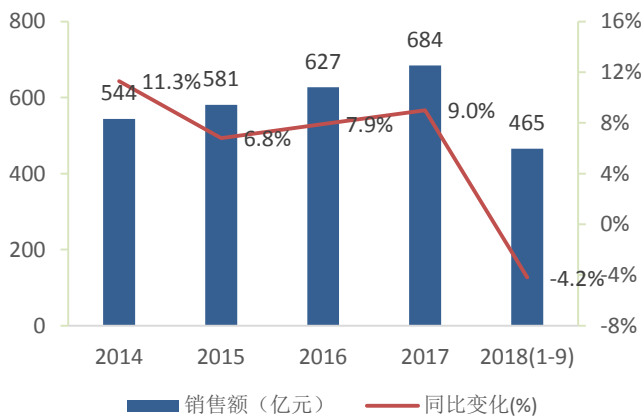


资料来源: wind, 长城证券研究所

1.3 集成灶逆势上涨，渗透率不断提高

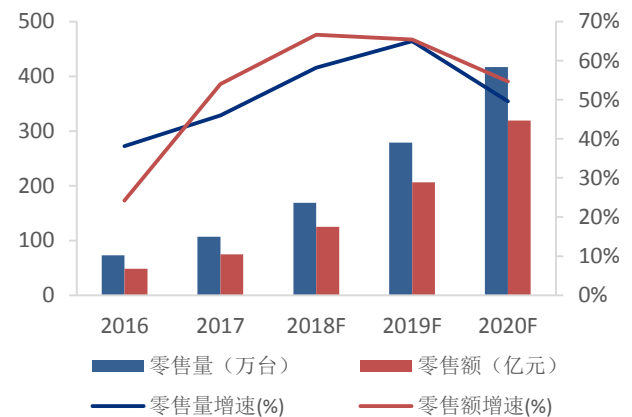
厨电行业近几年整体表现平稳,2017年大型厨电(烟灶消)销售额同比增长达到9%,但因受房地产周期与宏观经济下行等因素影响,大型厨电行业2018年销售额出现大幅放缓,据奥维云网(AVC)全渠道推总大数据显示,大型厨电(烟灶消)的销售规模自2006年的225亿元到2017年的689亿元,年均复合增长率达到10.71%,而2018年1-9月销售额为465亿元,同比下降了4.2%,降幅明显。与厨电行业整体增速放缓形成对比的是,集成灶行业依然保持快速上涨趋势,中怡康数据显示,2016-2017年集成灶行业零售量分别为73.1万台、106.7万台,对应零售额为48.7与74.9亿元,增速同比超过30%,为传统厨电行业增速两倍以上——集成灶行业逐渐成为厨电行业增长新引擎。预计市场将在2018年实现销量170万台左右,销售额破百亿,成为厨电行业第四个过百亿的厨电产品。

图 8: 大型厨电(烟灶消)销售额变化情况及同比



资料来源: 奥维云网, 长城证券研究所

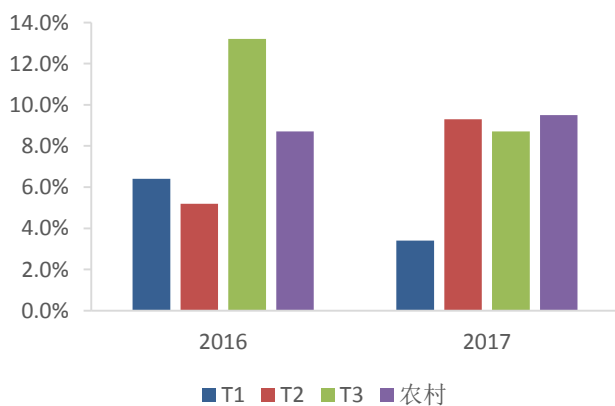
图 9: 2016-2020年集成灶行业增速变化情况



资料来源: 中怡康, 长城证券研究所

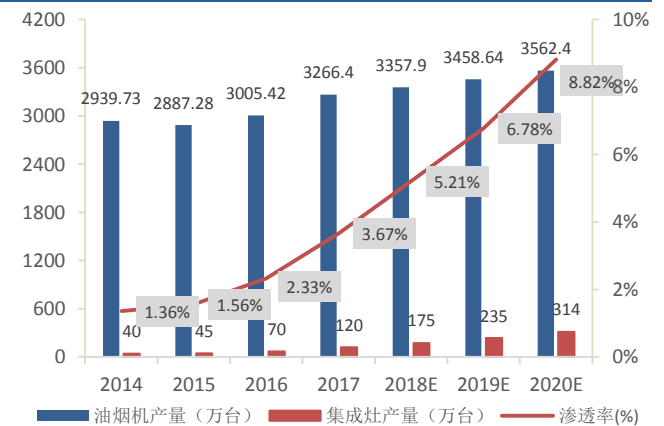
目前烟灶市场的主要增量来源于三四级市场的新增需求,主要城市构成为三四线城市,而集成灶作为烟灶的细分品类同样受此影响,相比一二线城市,三四线城市受房地产调控政策影响较小,房地产市场波动对集成灶行业影响相对较弱。结合集成灶产品的不断迭代以及其相比传统厨电的技术优势,我们认为集成灶行业对传统油烟机的渗透趋势不会改变并有逐步加速趋势,中商产业研究院数据显示,当前集成灶对传统油烟机渗透率不足5%,2020年预计将达到9%左右。

图 10: 线下烟灶消各级市场零售额规模同比变化情况



资料来源: 奥维云网, 长城证券研究所

图 11: 集成灶对油烟机渗透率变化



资料来源: 中商产业研究院, 长城证券研究所

2. 技术变革提高用户体验，集成灶前景持续看好

集成灶行业近年来的快速增长与其相较于传统烟灶在吸油烟率上的技术优势有很大关系。因为中国传统重味重油的饮食习惯，特别是中部以及西南地区，烹饪过程中易产生大量油烟、废气污染而损害居民健康。集成灶诞生之前，传统油烟机大多数运用的还是上吸式欧式油烟机或排气扇，吸油率不高，无法彻底解决厨房烹饪油烟问题，而集成灶通过新的技术手段解决了油烟问题，极大改善了消费者使用体验。

2.1 吸油烟率极大提高，用户体验提升明显

集成灶从推出到目前为止，经历过三次产品迭代，分别是第一代深井下排式，第二代侧吸下排式和第三代侧吸式模块化技术升级，目前市场上的集成灶主要为第三代侧吸式模块化集成灶。

图 12: 浙江美大 2003 年推出首台深井下排集成灶



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

图 13: 浙江美大第二代侧吸下排式集成灶



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

第一代集成灶诞生于 2003 年，美大实验生产了第一台集成灶，即深井下排集成灶，极大提高了油烟吸净率。但是存在诸如燃气燃烧不充分，产生一氧化碳，容易造成安全隐患；积累油污难以清洗；距离火焰过近影响热效率等问题。

第二代集成灶诞生于 2005 年，为侧吸下排式集成灶，一举解决了第一代所造成的安全问题，在维持高油烟吸净率的前提下，同时也降低了热效率损失。为集成灶的发展带来了重大技术革新。

第三代集成灶，即侧吸式模块化集成灶诞生于 2011 年，第三代集成灶将烟灶具和消毒柜独立设计，集成了更多的功能设备，并进行合理的空间规划，大幅度提升了厨房的空间利用率。

自第三代集成灶诞生后，集成灶技术已经基本成熟，侧吸式模块化集成灶也是当前市场上主流的产品。下表为集成灶与传统烟灶性能优势对比：

表 1: 集成灶与传统烟灶性能对比

	集成灶	传统烟灶
抽油烟率	吸油烟率在 98% 以上, 创新利用空气动力学原理, 把污染源和外部环境进行双向隔离, 可在不影响操作视线和不经人体呼吸途径的前提下, 将油烟和蒸气在未扩散前得到有效排除	排烟效率在 40%-50%, 油烟空间流通距离长, 油烟扩散严重, 在上升过程中很大部分扩散到室内, 导致厨房墙壁额物品上充满油垢
空间利用率	环保灶四合一采用下排式设计, 省去上方传统壁挂式吸油烟机的空间, 环保灶橱柜融于一体, 安装自由度, 为中岛式, 开放式的现代厨房提供更多空间	传统上挂式抽油烟机设计, 占用厨房上部空间, 为了保护室内环境, 厨房必须隔离, 空间利用率小, 且现在厨房多设计为阳台式, 安装受到极大限制
清洁处理	集成灶的灶台和油烟机部分基本以平面为主, 油网也是平面, 位置为水平面和垂直面, 清理十分方便。以美大集成灶为例, 采用模块化易拆洗结构, 易拆洗柜组模块, 不用移动整机就能轻松清洗各个板块。通过 V 型畅净油网, 漏斗式集烟腔, 蜗式风机和排烟管收纳装置, 油烟分离, 不仅机体整洁, 厨房柜台也十分干净	日常清洗包括: 灶具台面和油烟机表面清洗, 油盒清洗以及油网清洗。传统烟机的油网顶置, 加上非平面设计, 增加了清理难度
安全性能	熄火自动切断气源, 漏电自动切断电源, 自动检测漏气, 异味气体超标自动吸排, 定时提醒功能, 因采用深井式制造结构, 使用过程中可起到安全防护作用, 总之安全保障系数高。	普通灶具使用不慎易翻锅造成事故, 老人和小孩使用危险性更大, 安全保障功能差, 一旦燃气泄漏扣果不堪设想。
噪音干扰	下排风工作原理而产生的噪音远离了人体头部, 避免了传统烟机在高位置工作时, 产生的噪音容易造成人体耳鸣现象	油烟机工作处于人体听觉器官位置, 高噪音, 长期在厨房作业容易造成人体心烦, 头晕, 耳鸣目眩
健康	运用微空气动力学原理, 在锅沿平面上将气流经过精心组织形成高速气流体隔膜, 采用深井倒吸、下排风等多项专利技术, 将污染源和外环境彻底隔开, 油烟不经人体呼吸彻底底排除	传统油烟机油烟扩散严重, 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, 晦暗等到, 过多吸入会使人出现身肥胖, 反映迟钝, 得“醉油综合症”, 甚至诱以肺癌、鼻癌等。
操作	智能控制, 将燃气灶, 吸油烟机, 消毒柜等按人们通常使用模式有机结合, 微电脑控制操作简单方便	传统手工操作, 油烟机于人体头部, 操作时容易碰头。时间一长容易漏油滴油, 清洗频繁不方便

资料来源: 长城证券研究所

与传统烟灶相比, 集成灶的核心技术优势在于吸油烟率大幅提升, 通过采用侧吸下排技术, 运用微空气动力学原理, 集成灶缩短了烟路距离, 让油烟往下吸走, 大大的提升了吸油烟效率, 与传统烟灶相比优势巨大。

技术优势同时又带来了优秀的用户体验, 集成灶在噪音处理、安全性和清洁性等生活体验方面相比传统烟灶也有极大改善, 主要体现在:

- 1) 噪音处理: 由于集成灶的下排风设计取消了置于人体头部的噪声源, 应用了超低、噪声技术和静音风道设计技术, 低噪音; 做饭无烟气熏感, 不会对居室造成油烟污染, 环保健康效果明显;
- 2) 安全性: 集成灶具备熄火自动切断气源、漏电自动切断电源、自动检测漏气、电压电流超载检测、定时提醒功能等安全装置, 在使用过程中起到安全防护作用, 安全保障系数高;

3) 清洁性: 以美大集成灶为例, 采用模块化易拆洗结构, 易拆洗柜组模块, 不用移动整机就能轻松清洗各个板块。通过 V 型畅净油网, 漏斗式集烟腔, 蜗式风机和排烟管收纳装置, 油烟分离, 机体整洁。

目前市面上除了烟灶消的集成组合之外, 还出现了诸如烟灶+蒸箱/烤箱/蒸烤一体/洗碗机等集成组合, 这些多元化的组合大幅提升了产品使用性能, 从而更好的满足不同消费者的需求。

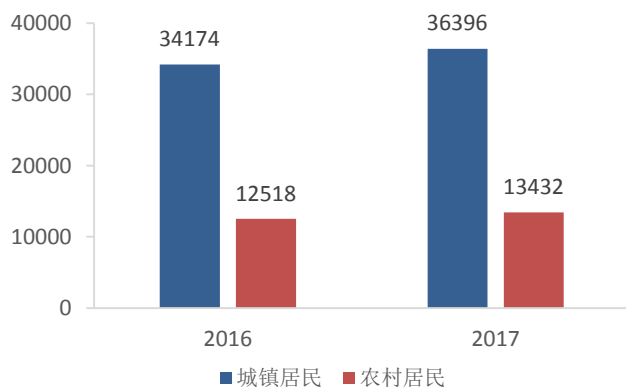
2.2 税改叠加消费升级, 市场潜力巨大

从家电行业产品生命周期来看, 集成灶现阶段正处于成长期, 这一时期行业具体表现为的市场增长率高, 需求端高速增长, 技术也渐趋定型, 行业特点、竞争状况及用户特点较明显, 产品品种及竞争者数量不断增多。而目前新的税收政策与消费升级趋势也给集成灶行业带来持续利好。

■ 人均可支配收入增加, 个税改革刺激消费

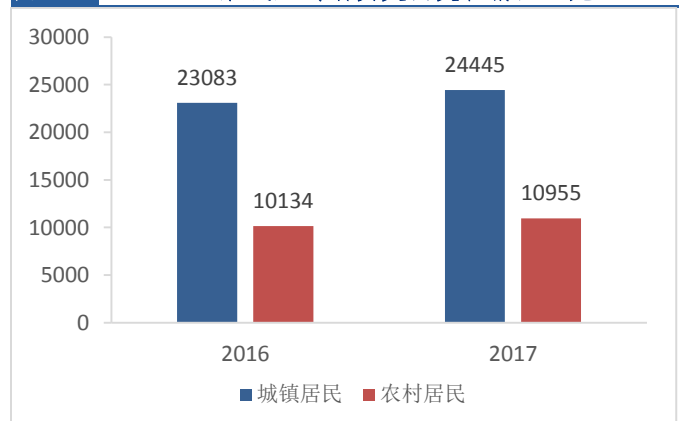
家电产品的销量变化和居民的人均可支配收入紧密相关, 根据国家统计局数据, 2017年, 城镇居民人均可支配收入为 36396 元, 比上年实际增长 6.5%; 农村居民人均可支配收入 13432 元, 实际增长 7.3%。居民可支配收入的增加, 有望直接提升家电中可选消费品的比例, 促进居民在厨电产品选购的中高端化意愿。消费支出数据显示, 2017 年城镇居民人均消费支出 24445 元, 增长 5.9%; 农村居民人均消费支出 10955 元, 增长 8.1%。

图 14: 2016-2017 居民人均可支配收入变化情况 (元)



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

图 15: 2016-2017 居民人均消费支出变化情况 (元)



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

2018 年最新的税收改革主要惠及中低收入群体, 将刺激更多消费, 从此次个税改革减免幅度来看, 月入 2 万以下减税幅度为 70%, 月入 1 万减税幅度为 100%。

表 2: 税改前后收入及减税额对比

单位: 元	原税制 (免征额 3500/月)		现税制 (免征额 5000 元/月, 无专项附加扣除)			2019 年税制 (免征额 5000 元/月, 有专项附加扣除)			
月收入	个税	税后收入	个税	税后收入	减税额	个税	税后收入	与原税制比减税额	
10000	323	7457	83	7697	-240	0	7780	-323	
20000	2010	13550	846	14714	-1164	566	14994	-1444	
30000	4210	20151	2462	21899	-1748	1902	22459	-2308	
40000	6710	27651	4680	29681	-2030	3980	30381	-2730	

单位: 元		原税制 (免征额 3500/月)	现税制 (免征额 5000 元/月, 无专项附加扣除)	2019 年税制 (免征额 5000 元/月, 有专项附加扣除)				
50000	9503	34858	7398	36963	-2105	6558	37803	-2945

资料来源: 长城证券研究所

对于收入逐级递增的人群来说, 减税幅度逐渐递减, 尤其对于人均月收入 10000-30000 的家庭而言, 收入改善明显, 对于家庭的可支配年收入有了较大幅度提升。我们认为, 降税是对消费领域的利好, 将在一定程度上刺激家电中可选消费属性较强品类的需求, 2019 年后家电行业的销量有望保持平稳增长, 看好可选消费属性较强的集成灶行业。

税改后中等收入家庭消费额增加, 促进集成灶销量上升: 我们对税改后的家庭年增加消费支出进行情景分析, 研究范围为中等收入家庭 (主要) 以及较低收入和较高收入家庭的典例。据每日财经网统计, 我国中等收入家庭为净资产超过 200 万, 但不超过 300 万。年收入超过 15 万, 但不超过 80 万, 占全国人口的 21%。我们的情景分析假设中设置中等收入家庭成员月收入 (税前) 组成为 5000 到 30000 元不等。设置 5000 与 5000 元组合代表低收入家庭, 50000 与 50000 元代表较高收入家庭。假设家庭每年愿意将税改后增加的可支配收入用于消费支出的比例为 20%。即家庭年增加消费额。

表 3: 税改后家庭年增加消费额情景分析

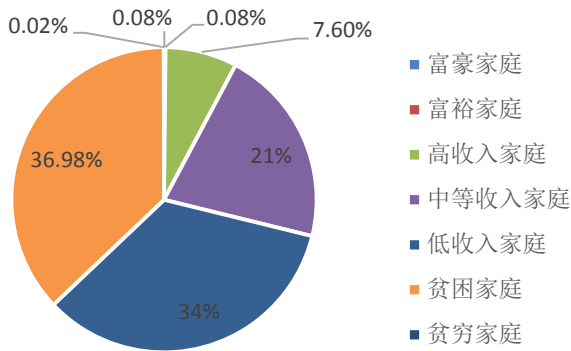
单位: 元	A 方	B 方	税改前月应纳税额	税改后月应纳税额	家庭月减税额	家庭年减税额	家庭年增加消费额 (以 20% 计算)
家庭月收入组成	5000	5000	90	0	-90	-1080	216
	5000	10000	835	290	-545	-6540	1308
	10000	10000	1490	580	-910	-10920	2184
	10000	15000	2615	1080	-1535	-18420	3684
	10000	20000	3865	1880	-1985	-23820	4764
	10000	30000	6535	4380	-2155	-25860	5172
	15000	20000	4990	2380	-2610	-31320	6264
	20000	20000	6240	3180	-3060	-36720	7344
	20000	30000	8740	5280	-3460	-41520	8304
	30000	30000	11240	7180	-4060	-48720	9744
50000	50000	22384	18180	-4204	-50488	10090	

资料来源: 长城证券研究所

鉴于我们的情景分析结果, 税改后与税改前相比, 较低收入家庭的年增加消费额不足 1000 元, 较高收入家庭的年增加消费额高于 10000 元。根据市场数据, 传统烟灶的行业均价在 5288 元, 而集成灶为 7579 元, 有 2000 元以上价格提升。则对于这两种家庭而言, 税改所增加的消费额无法影响他们对于集成灶和传统烟灶的购买决策。较高收入家庭不会主要依据价格作为产品选择标准, 较低收入家庭增加的消费额无法满足价格的上升区间。

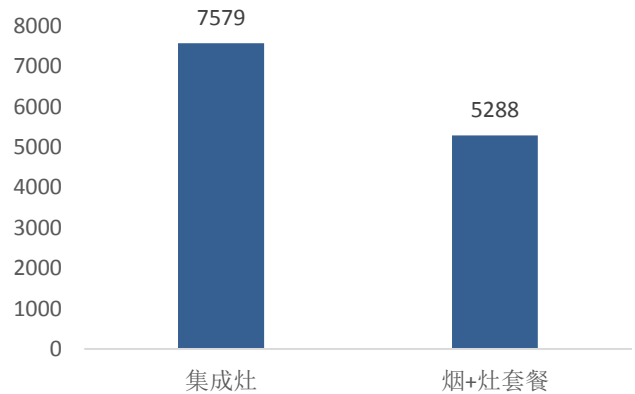
而对于中等收入家庭, 年减税额约在 6000-50000 元之间, 家庭年增加消费额为 1000-10000 元之间, 其中年增加额在 2000-7000 元占大多数, 正好符合集成灶对比于传统烟灶的溢价。税改后, 中等收入家庭消费者在选择集成灶与传统烟灶时, 确定决策受价格弹性的影响因素减少, 在集成灶的技术优势明显优于传统烟灶的情形下, 此时集成灶是中等收入家庭的最优选择。

图 16: 2018 中国不同收入家庭占比情况



资料来源: 每日财经, 长城证券研究所

图 17: 2017 年集成灶与烟+灶套餐价格对比情况 (元)

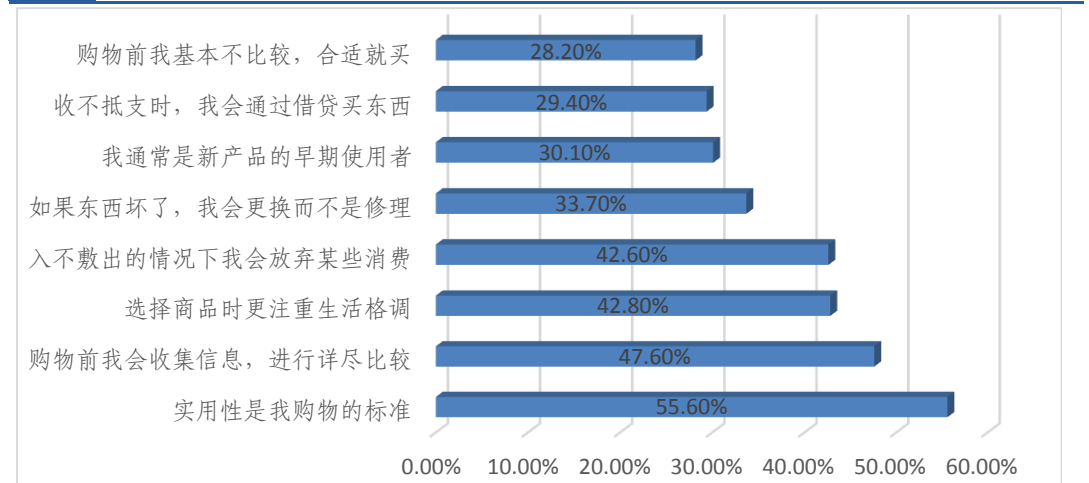


资料来源: 长城证券研究所

■ 消费观念改变, 集成灶关注度上升

消费升级的黄金时代已经到来, “消费主义”思潮下人们的消费意愿也越发强烈, 而由此带来的是消费理念的转变。具体表现为消费行为更加理性, 且更重视格调, 敢于尝新, 换新和超前消费。

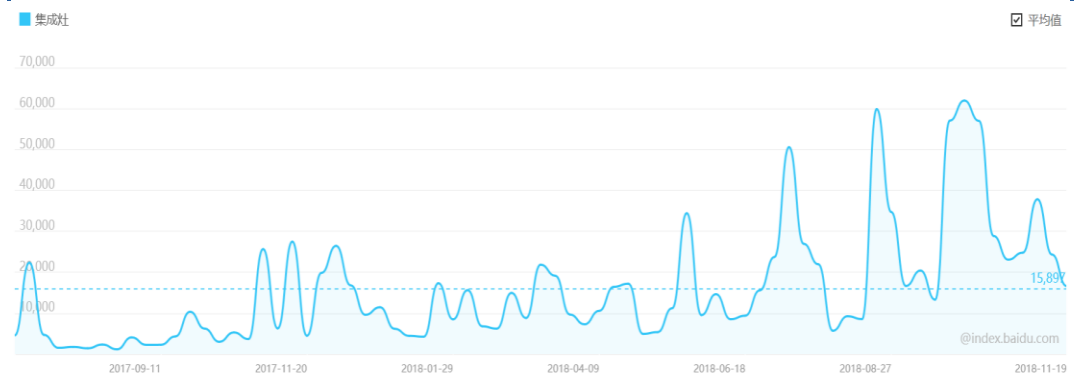
图 18: 2017 年中国网民购物消费观分布



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

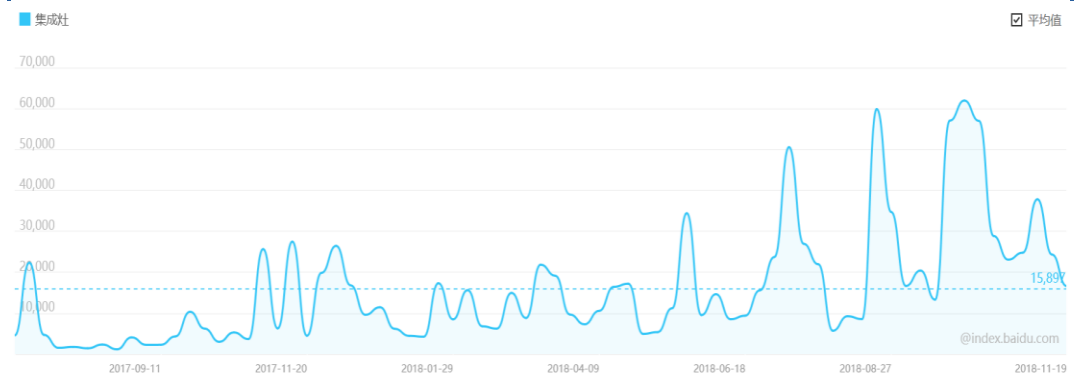
中国消费者的消费观念相较以前更加开放, 有超过 50% 网民将实用性作为购物标准, 47.6% 的网民在购物前会收集信息详尽比较, 网民消费整体理性化。与五年前相比, 人们在消费时, 对生活格调的重视程度显著上升, 涨幅达 24.5%, 此外, 也有更多网民在东西损坏时选择更换而非修理, 在新产品面世时成为早期使用者, 在收不抵支时通过借贷买东西而不是放弃消费。整体来说, 人们更加重视对商品的软性需求, 消费理念更加开放, 人们对品质的要求更为明确, 愿意为高品质产品负担更多价格, 同时也更重视相关品牌所带来的身份认同。这种消费观的改变不仅提高了消费者对于集成灶品质的需求, 也带来了厨房用具更新换代的新需求, 人们对于高端厨房产品的消费意愿已经显著上升。

图 19: 集成灶百度搜索指数变化



资料来源: 百度搜索指数, 长城证券研究所

图 20: 集成灶资讯指数变化



资料来源: 百度搜索指数, 长城证券研究所

百度搜索指数显示集成灶关注度上升, 2017 年集成灶的网络周平均搜索量大约是 4000 次, 油烟机的搜索量只有 1462 次, 这表明集成灶越来越受人关注。2017 年 7 月以来与集成灶相关资讯指数平均值高达 15897。这体现了消费者产品认知度提高, 人们不再只关注传统烟灶, 随着消费升级和对产品品质的要求提升, 人们越来越关注和选择集成灶产品。

■ 小户型住房因空间受限带动市场需求

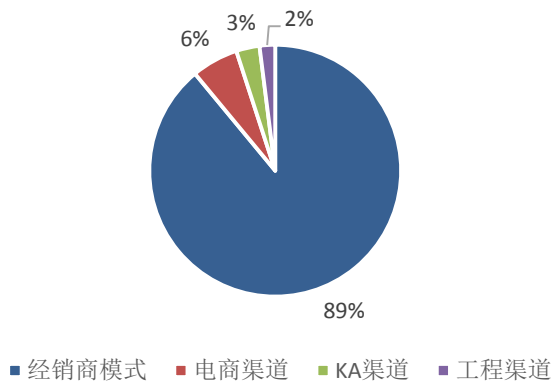
相对于传统三件套而言, 集成灶最明显的优势在于节省空间。通过多功能一体化, 空间合并来突破空间的局限, 提高空间使用率。除此之外, 集成灶的吸油烟率更是让厨房得以摆脱封闭式的格局, 变身开放式。不仅为小户型扩大了视觉效果, 也使厨房变得更有情调。

3. 大力布局营销渠道，优化运营拓展新品

3.1 渠道优势明显，借力行业景气加速布局

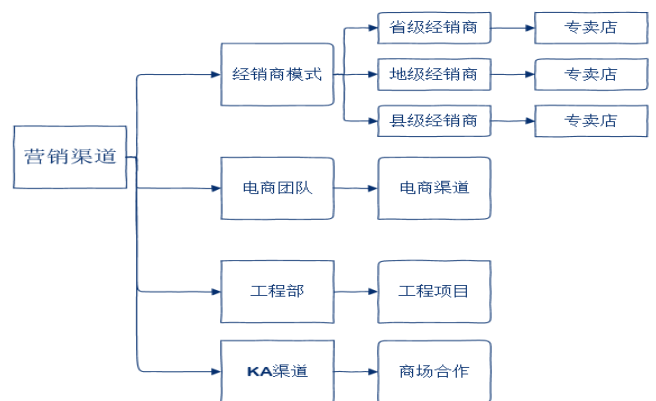
集成灶产品单品价格较高，使用寿命长，是典型的耐用消费品。消费者在选择购买耐用消费品时，考察范围广决策相对复杂；理性的消费者一方面会仔细比较不同品牌功能相近产品的性能、价格、品质、售后服务质量等，另一方面又较为重视产品的实际使用场景，相较于图片及视频展示，更愿意前往线下卖场对产品进行实物体验。针对集成灶行业的消费特点，公司渠道建设理性务实，早在公司成立之初就大力进行线下实体店布局，得益于前期三四线城市经销商渠道的前瞻性布局，目前经销商渠道销售已成为公司主要的营收来源，其次为电商渠道、工程渠道以及 KA 卖场等。2018 年数据显示经销商渠道营收占比达到 89%，电商收入占比 6%（2018H1 电商渠道同比增长率达到 100%），KA 收入占比 3%，工程占比 2%。

图 21: 浙江美大各渠道销售量占比情况



资料来源：长城证券研究所

图 22: 浙江美大各营销渠道布局情况



资料来源：长城证券研究所

公司经过多年的渠道建设，在经销商渠道广度与深度上领跑全行业，探索出一整套合适的经销商体系；渠道结构趋于扁平化，直接覆盖地级和县级城市，省去传统分层级经销商的中间环节。公司与经销商签订合同，根据经销商所在城市大小、市场容量、历年业绩、经销时间长短等综合因素确定年度销售任务，根据产品差异制定不同的价格策略，但统一客户服务标准，优化公司品牌形象。目前公司拥有门店 2000 多家，三四线城市覆盖率达到 80% 以上。

表 4: 主要省份各集成灶品牌线下门店数量对比（2017）

	美大	帅丰	亿田	火星人	森歌
湖北	62	56	46	45	30
湖南	78	56	56	31	29
四川	69	39	35	45	20
广东	75	27	33	50	17
安徽	86	63	53	46	33
江西	90	73	52	48	30
福建	60	37	39	25	25
江苏	64	56	38	44	39
山东	68	43	49	54	42

	美大	帅丰	亿田	火星人	森歌
浙江	89	48	59	54	44
合计	741	498	460	442	319

资料来源：长城证券研究所整理

表 5：一二线城市各集成灶品牌线下门店数量对比（2017）

	美大	亿田	森歌	帅丰	火星人
北京	8	7	1	1	0
上海	12	4	1	1	4
广州	7	1	0	4	13
深圳	5	7	6	4	6
天津	12	8	5	5	7
重庆	28	19	11	21	26
总计	72	46	24	36	56

资料来源：长城证券研究所整理

凭借近年来集成灶行业快速发展的行业优势，公司渠道拓展速度也明显加快，2018年 Q3 公司新增门店 259 家，超过上半年新增 200 家门店的拓展速度。一二线城市为 2018 年重点拓展地区，年初至八月已新增经销网络 100 家，门店新增约 300 家。截止今年 11 月，公司全国已拥有 1300 余家一级经销商和 2000 多个营销终端，在大力加强经销商渠道的同时，公司也积极推进 KA、工程等多元渠道布局，完善营销网络。

表 6：浙江美大不同渠道进展情况

渠道方式	进展情况
电商渠道	公司在天猫、京东、苏宁易购等主要电商平台开设旗舰店，与代运营公司签订第三方电商运营合作协议，实现专业化运营，近年来电商渠道销量增长迅速，2018 年 H1 电商渠道较上年同比增长 100%。
工程渠道	通过主动加强与房地产商沟通联系，公司已与多家知名房地产商建立了良好的合作关系，营销网络已覆盖全国 30 个省市自治区，并出口到马来西亚、越南等东南亚国际市场，市场占有率保持在 30% 左右。
KA 渠道	2018 年公司相继与红星美凯龙、居然之家签订战略合作协议，布局家电 KA 渠道。目前公司与苏宁线下门店确认合作，具体进展已到确认入驻经销商的阶段，国美方面也正在积极拓展。

资料来源：长城证券研究所整理

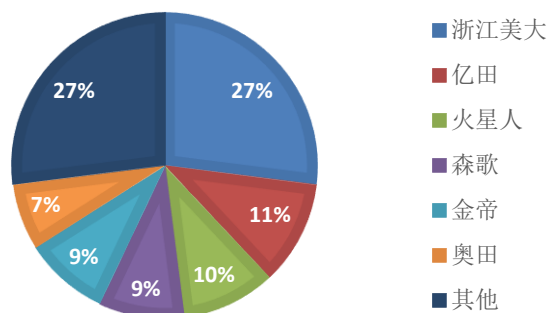
公司在多渠道营销拓展的同时，积极发展与大型互联网家装平台的合作。2018 年 8 月 27 日，浙江美大与互联网家装平台齐家网签订了战略合作协议。双方将在渠道拓展、品牌营销、产品研发、供应链金融等多个方面进行合作，充分发挥彼此优势，促进业务协同发展。齐家网数据显示，中国互联网室内装修行业市场规模 2017-2022 年的复合增长率达到 58.4%，2017 年齐家网份额为 25.7%，位居互联网室内设计行业第一。

我们认为：公司与齐家网的战略合作具有协同效应：1）公司可以依托齐家网互联网平台优势，内容生态及口碑体系，提升美大品牌曝光度及口碑，提升公司互联网运营能力；2）在线下销售方面，齐家网将美大系列健康厨房产品以“战略性”概念，入驻标杆装修公司产品列表，提高消费者对美大产品的认知度，帮助拓展重点城市销售渠道；3）双方除了在渠道共享、品牌知名度提升等方面的深度合作之外，还可积极探索新的业务发展，将合作延伸至供应链金融领域。

3.2 加大营销投入应对行业竞争，公司运营能力不断优化

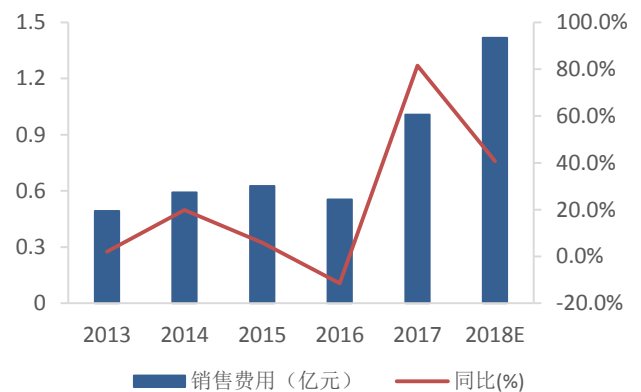
目前集成灶市场已呈现出一超多强的市场格局，2017年数据显示，浙江美大以27%的市场份额领跑全行业，其他品牌如亿田、森歌、金帝、奥田等位于第二梯队。随着行业进入高速成长期，预计有更多传统企业及创业企业加入集成灶行业，力图抢占一定市场份额，中怡康数据显示：2018年集成灶线上市场共监测到销售品牌112个，相较去年同期品牌数量增加20个；同时传统厨电企业也陆续进入集成灶市场，继海尔、美的之后，老板电器宣布与金帝开展合作、奥克斯集成灶单品进入线上市场前十、万丰集团推出“北斗星集成灶”、欧琳厨具推出“欧琳集成灶”等。

图 23: 2017 集成灶不同品牌市场份额对比



资料来源：长城证券研究所整理

图 24: 近年来公司销售费用增速较快



资料来源：wind，长城证券研究所

面对竞争有加剧之势的行业现状，公司积极行动、调整策略，加大品牌宣传力度，2018Q3 季度销售费用同比大幅增加 33.5%，主要为增加高铁、新媒体等广告宣传投入力度。公司计划 2019 年广告费用占比将提高至营收比重的 7.5-10%（广告费用估计为销售费用 50%），加大品牌宣传力度，提升产品的市场知名度及用户口碑，破解集成灶产品区域性品牌消费特点，提升公司产品的跨区域渗透能力。

表 7: 公司主要品牌宣传投放途径

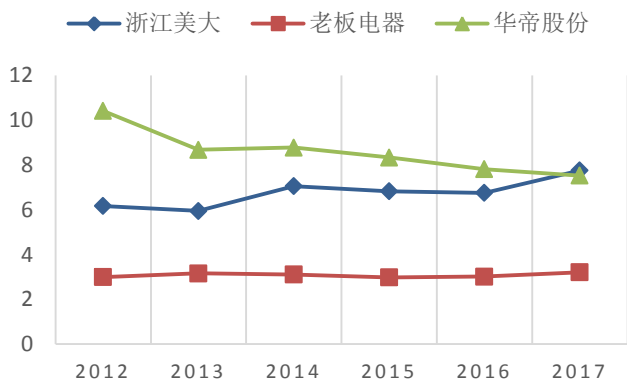
投放方式	投入占比	具体形式
传统媒体	30%	包含央视等高端电视媒体，全国专业性杂志，报纸等
新媒体	20%-30%	包括高铁，分众传媒，智能电视开机画面，微信公众号推文等，通过微信公众号发布公司进展以及进行公司产品介绍，向消费者展示美大的产品实力和品牌口碑
经销商	40%-50%	经销商在当地以海报，视频广告投放等形式，提升各地区产品销量，加强各地终端专卖店形象建设，宣传美大产品，提高品牌在当地影响力
其他类	5%-10%	包含但不限于国际性，全国性大型展会，向消费者充分展示品牌形象

资料来源：长城证券研究所整理

不同于一般观点，市场普遍认为行业竞争加剧将使企业效益受到较大影响。一般市场观点认为，更多品牌进入集成灶行业，使行业竞争有所加剧，可能使公司受到较大的竞争压力，不确定性因素增强，公司的长远发展动力受到质疑；恰恰相反，我们认为更多的竞争的加入，一方面凸显了行业长期发展的价值，公司作为行业龙头有望受益最大；

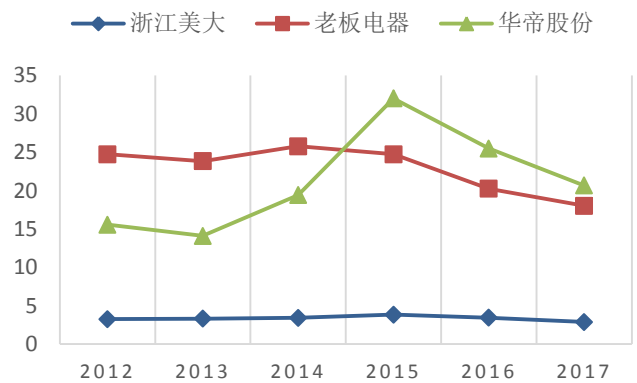
且行业竞争的加剧首先受到冲击的将是规模小、品牌号召力弱、技术积累少的中小型集成灶企业，行业集中度有望提高，市场份额向行业龙头集中；另一方面更多的竞争者加入，也有利于提高集成灶行业市场推广力度，共同将集成灶市场规模做大，提高集成灶渗透率。更多参与者进入也将打破集成灶行业的原有次序和格局，龙头公司市场占有率提高，部分中小企业面临淘汰。对于公司来说，面对市场竞争，积极调整营销策略，加大营销收入与渠道建设。同时公司存货周转率高，应收账款周转天数低，显示出公司良好的资产周转能力与渠道销售能力，资金链流动性好，又能够充分保证逐渐增长的销售费用，为品牌营销投入做好保障。随着品牌优势不断增强，公司作为细分领域龙头可以享受到品牌溢价的超额利润。

图 25: 主要厨电企业存货周转率对比



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 26: 主要厨电企业应收账款周转天数对比



资料来源: wind, 长城证券研究所

公司存货周转率近年来一直保持增长趋势，同时应收账款周转天数处于较低状态，公司的运营能力不断得到优化。公司对上下游有强大的谈判和议价能力，采取“先款后货，按需生产”的销售/生产模式，收到经销商全额预付款后安排生产并发货，对于常规类产品，公司在收到货款后 7~10 天左右安排发货。公司的预收账款随不同年份占营业收入比例不同，有所波动总体来呈上升趋势，2018 年三季报显示公司预收账款已达到 1.81 亿元，2019 年的营业收入增长可期。

表 8: 公司预收账款营收占比情况 (亿元)

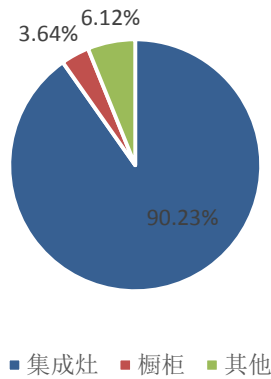
	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	3.91	4.70	5.18	6.66	10.26
预收账款	0.36	0.15	0.27	0.55	1.31
预收/营收	9.13%	3.18%	5.12%	8.32%	12.73%

资料来源: wind, 长城证券研究所

3.3 依托集成灶产品，拓展其他品类

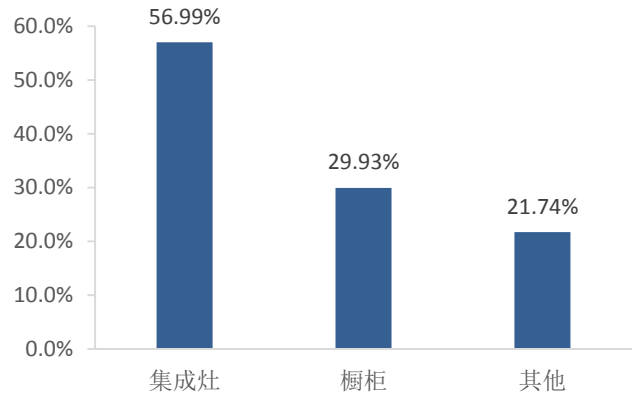
2017 年，公司集成灶产品占营业总收入 90.23%，市场占有率达到 27%，是公司收入主要来源，橱柜与其他产品收入占比不足 10%，份额较小。这一方面凸显了公司集成灶产品优秀的盈利能力，另一方面我们也发现相较于行业其他竞争对手，公司产品结构较为单一，收入来源固定。公司正依托集成灶产品，积极拓展其他厨电产品业务。

图 27: 2017 年公司分产品营收占比情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 28: 2017 年浙江美大分产品毛利率情况对比



资料来源: wind, 长城证券研究所

公司近年来力推美大鼎厨产品，美大鼎厨分为现代和欧式两种风格，主打健康、专业、智能。所采用的板材达到欧洲 E1 级标准，并且采用德国汉高（Henkel）模压胶水、芬兰太尔封边胶，远离甲醛危害，环保健康。同时量身定制，与美大集成灶结合完美，专用烟道柜体，无需现场切割，增加收纳空间。另外还有吊柜底部搭载智能感应照明灯，提供柔和照明等人性化设计。公司同时也在推广美大水槽，美大净水机以及美大电器等多类型产品。

图 29: 美大鼎厨效果图



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

从具体数据来看，公司橱柜业务 2015-2017 年营收分别达到 1,367.8 万元、1,880.9 万元与 3,740.0 万元，同比增长率为 15%、38%与 99%；其他主营业务 2015-2017 年营收分别达到 1,901.8 万元、2,826.5 万元与 6,084.46 万元，同比增长率为 152%、49%与 115%。目前橱柜与其他主营业务从营收绝对数额上来说还无法与集成灶业务相比，但保持高增长率，未来有望成为公司新的收入增长点，改变公司单一产品结构带来的经营风险等。

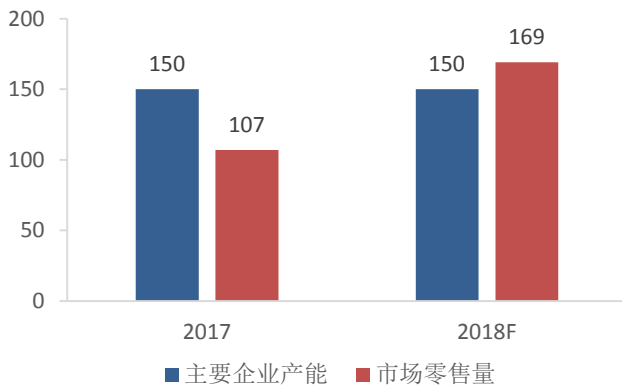
4. 投资扩产加大研发，无需过分担忧地产因素

4.1 扩大产量提高质量，公司紧跟行业增长

公司目前集成灶年产能 55 万台左右，面对当前集成灶行业渗透率不断提高，市场规模快速扩大的行业形势，公司积极应对，投资扩产。2018 年 10 月 16 日，公司收到中国证券监督管理委员会出具的批复，核准公司向社会公开发行面值总额 4.5 亿元可转换公司债券，用于“年新增 110 万台集成灶及高端厨房电器产品项目”。

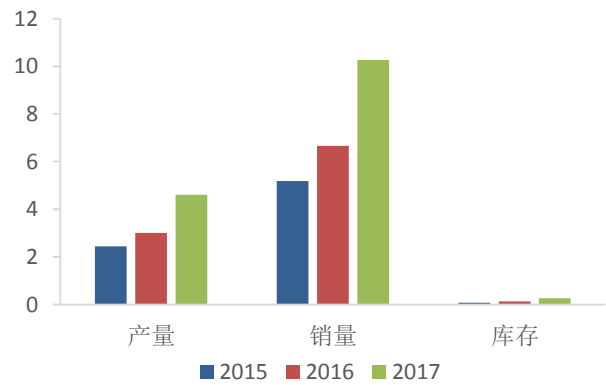
此工程为公司在 2017 年 12 月启动的智慧生产制造基地项目，计划总投资 13.4 亿元，新增规划土地面积 243 亩，建筑面积 17.39 万平方米，建设周期 3 年。目前通过公司及相关各方的努力，项目地基与基础分部工程已顺利完工，于 2018 年 2 月 9 日通过海宁市建筑业管理处的监督验收。预计于 19 年进行调试，20 年正式投产，项目投产后将进一步提高公司产能，紧跟行业增长速度扩大销售规模。

图 30: 集成灶主要企业产能及市场零售量情况 (万台)



资料来源: 中怡康, 长城证券研究所

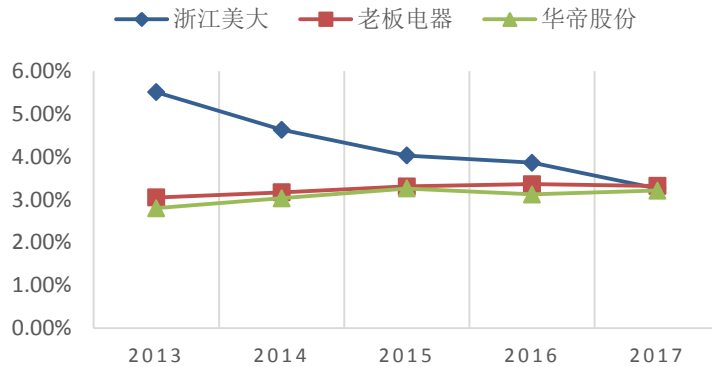
图 31: 浙江美大集成灶产销量与库存变化情况 (亿元)



资料来源: 长城证券研究所

在投资建厂提高产量的同时，公司也非常注重技术研发提升质量的水平。作为集成灶行业开创者，公司拥有集成灶行业最高端的生产设备，最早实现了机器换人和自动化生产，同时公司引入台湾的集成化物流管理系统，建成集成灶行业最高水平的全自动高智能化立体仓库 2 个，已形成互联网+工业化相融合的现代智造和智慧生产模式。从经费投入来看，过去五年公司研发费用营收占比高于行业主要竞争公司，2017 年公司研发投入为 3344 万元，研发团队人数 117 人，研发人员数量占员工总数的 10.7%。公司 2017 年获得授权专利 10 项，其中发明专利 2 项，完成浙江省重点研发计划项目 1 项，通过浙江省科技厅组织的中期检查并获得好评。

图 32: 浙江美大研发费用占营收比例



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

公司作为集成灶行业的开创者, 注重技术投入, 不断提高产品质量水平。随着公司新项目建成投产, 公司在产能产量上处于领先地位, 为行业渗透率不断提高带来的需求增多提供了有效保障。

4.2 关注行业渗透率, 无需夸大地产因素影响

市场普遍认为, 地产因素对厨电行业有着显著影响影响, 但我们认为对于一些渗透率较低, 正处于快速增长阶段的细分行业, 更主要的影响因素来自渗透率的提高。中怡康数据显示, 2017 年集成灶销量首次超过 100 万台, 但对比油烟机 2800 余万台的销售量, 渗透率仍不足 5%, 到 2020 年渗透率预计将达 8% 左右。集成灶行业当前正处于行业快速增长的增量市场当中, 行业增长的主要驱动因素来自于渗透率的提升。

表 9: 2014Q1-2018Q3 商品房销售面积与美大季度营收变化显著性测试

		浙江美大季度营业总收入
商品房季度销售面积	相关性系数	0.450 (老板电器: 0.578)
	F	1.471
	P-Value	0.210
	F crit	2.217
	样本容量	19

资料来源: wind, 长城证券研究所

我们认为, 地产周期可能对油烟机等保有量较大的厨电产品造成影响, 但对集成灶行业影响较小, 一是由于目前集成灶行业体量仍然较小, 渗透率不高, 另外集成灶主要新增销量来自三四线城市, 在地产调控中并未受到很大影响。为印证此观点, 我们用浙江美大的季度营收与商品房季度销售面积进行了相关性测试 (浙江美大的营业收入结构较为单一且主要来源为集成灶, 故我们用浙江美大的季度营业总收入代表集成灶的销售情况)。通过相关性系数以及显著性测试计算结果可见, 近五年来浙江美大的季度营业总收入与商品房季度销售面积相关性系数为 0.450, 对比于老板电器的相关性系数为 0.578, 集成灶行业受到地产周期影响明显低于传统烟灶。在 95% 的置信水平上, P-Value 大于 0.05, 可见集成灶的季度销售情况和商品房季度销售面积并无紧密关联。综合各种因素, 我们判断造成今年集成灶行业增速有所放缓的原因, 更多是行业经过一段时间的高速增长后的自然调整, 除浙江美大外, 其他集成灶主要品牌如帅丰、火星人也都出现增速放缓现

象。对于公司来说，在 18 年加大营销投入与渠道建设的情况下，继续维持 50% 的增长率显然不切实际，我们认为公司 18 年增长率将达 35% 左右。

5. 盈利预测与估值水平

5.1 主营业务盈利及预测

■ 核心假设：

- 2015 年以来集成灶行业增速保持在 30% 以上，渗透率逐步上升。2017 年集成灶行业的销量为 107 万台，渗透率 4% 左右，伴随着 2018 年各集成灶公司品牌宣传力度增加，以及增大在一二线城市渠道与店面布局，将会促进集成灶在一二线城市的销量提升；另外，由于集成灶相比传统烟灶在空间占用上的显著优势，将会是中小户型居民新房装修时更合适的选择。我们认为，集成灶行业未来三年将继续保持较高增长速度，2018 年预计销量可达 165 万台，渗透率 5% 左右，每年渗透率预计提升 1.5% 左右，到 2020 年渗透率有望达到 8%。
- 公司 2017 年市场占有率为 27% 左右，2018 年以来，一方面在销售费用上不断加大投入，积极拓展一二线城市渠道，提升品牌影响力，将充分享受增量市场的红利。另一方面行业参与者呈增多趋势，竞争有所加剧，但公司处于行业龙头地位，凭借多年积累的优秀口碑，更显竞争优势。我们保守估计未来三年公司市场占有率每年提升在 2%-2.5% 左右，到 2020 年将增加至 35% 左右。
- 依据公司主营业务产品集成灶的市场占有率提高、行业渗透率上升等行业形势变化，考虑到近年来橱柜和其他业务的收入增长。我们保守估计公司未来 3 年的总营收将保持 35% 的年均复合增速，经测算后 2018-2020 年公司营收将达到 13.95 亿、19.03 亿和 25.97 亿。
- 目前公司集成灶年产能可在 55 万台左右，尚未投产运行，公司同时积极推进 110 万台产能计划，根据我们对集成灶行业渗透率和公司市场占有率测算，公司产能增加可充分填补未来三年集成灶市场的增长需求。我们保守估计 2020 年在满产情况下公司可实现营收 27.8 亿元，毛利润 14.4 亿元。

表 10: 浙江美大分业务收入及毛利率情况表

单位：百万元		2016	2017	2018E	2019E	2020E
集成灶业务	收入	618.61	926.11	1269.29	1731.31	2376.22
	收入增速		49.71%	37.06%	36.40%	37.25%
	成本	265.63	398.31	543.69	744.26	1019.79
	成本增速		49.95%	36.50%	36.89%	37.02%
	毛利率	57.60%	56.99%	57.17%	57.01%	57.08%
橱柜业务	收入	18.81	37.40	50.77	69.25	94.53
	收入增速		98.83%	35.75%	36.40%	36.50%
	成本	13.29	26.20	35.11	47.04	63.04
	成本增速		97.14%	34.00%	34.00%	34.00%
	毛利率	29.35%	29.95%	30.85%	32.07%	33.31%
	收入	28.27	60.84	74.76	101.98	126.21
	收入增速		115.21%	22.88%	36.40%	23.77%

其他主营业务	成本	21.80	47.62	63.81	84.87	112.03
	成本增速		118.44%	34.00%	33.00%	32.00%
	毛利率	22.85%	21.75%	14.65%	16.78%	11.24%
合计	收入	665.68	1026.36	1394.82	1902.54	2596.97
	收入增速		54.18%	35.90%	36.40%	36.50%
	成本	300.72	472.74	642.61	876.17	1194.85
	成本增速		57.20%	35.93%	36.35%	36.37%
	毛利率	54.83%	53.94%	53.93%	53.95%	53.99%

资料来源：长城证券研究所

5.2 投资建议

伴随目前个税改革政策刺激，国民可支配收入不断提升，消费观念更加开放，将迎来消费的黄金时代。集成灶作为厨电行业的细分领域，主要消费者集中在三四线城市，受房地产周期不确定性风险小，同时将享受消费增加的市场红利，是少见的高速增长行业。我们认为集成灶行业未来将保持每年 35% 以上的行业增速，渗透率每年保持 1.5% 左右的提升。公司作为主营集成灶的上市公司，将迎来业绩高速增长。美大近年来不断扩大渠道范围，销售费用占比上升，不断为品牌宣传造势，2018 年行业竞争者增加，更加凸显行业龙头公司竞争优势，我们预计公司未来的市场占有率进一步提升，保守估计 2018 年市场份额将达到 35%。我们预测公司 2018-2020 年总营业收入将达到 13.86 亿、18.70 亿和 25.30 亿。预测公司 2018-2020 年 EPS 分别 0.60 元、0.80 元、1.09 元，对应 PE 分别为 18X、13X、10X。首次覆盖，“推荐”评级。

6. 风险提示

行业竞争环境加剧；

市场需求不及预期；

品牌推广效果不及预期；

宏观经济周期恶化；

主要原材料价格大幅波动。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	665.68	1026.36	1394.82	1902.54	2596.96
营业成本	300.72	472.74	642.59	876.12	1194.86
销售费用	55.48	100.73	153.43	209.28	285.67
管理费用	79.55	116.41	159.01	216.89	296.05
财务费用	-2.32	-2.24	-4.88	-6.66	-9.09
投资净收益	17.30	32.00	25.15	24.82	27.32
营业利润	240.55	359.00	452.83	608.59	825.33
营业外收支	-3.44	-0.06	1.80	-0.57	0.39
利润总额	237.11	358.93	454.62	608.02	825.72
所得税	34.45	53.74	65.92	88.16	119.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	202.66	305.19	388.70	519.86	705.99

资产负债表	(百万)				
流动资产	982.41	958.86	1281.50	1535.31	1728.37
货币资金	370.08	865.13	836.64	1075.50	1287.89
应收账款	9.28	8.82	22.22	18.14	34.75
应收票据	0.50	0.48	2.41	0.75	3.30
存货	48.29	73.61	107.67	136.43	189.61
非流动资产	415.22	716.83	497.83	504.62	516.66
固定资产	351.42	350.94	318.59	291.21	263.34
资产总计	1397.63	1675.68	1779.33	2039.93	2245.03
流动负债	243.62	362.98	404.39	610.49	732.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	112.37	122.16	240.43	251.06	394.70
非流动负债	2.95	4.29	3.45	3.56	3.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	246.58	367.27	407.84	614.06	736.56
股东权益	1151.05	1308.41	1371.49	1425.87	1508.47
股本	645.87	646.08	646.08	646.08	646.08
留存收益	540.53	675.51	725.41	779.80	862.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和权益总计	1397.63	1675.68	1779.33	2039.93	2245.03

现金流量表	(百万)				
经营活动现金流	266.51	448.06	86.49	716.44	849.43
其中营运资本减少	-138.09	679.73	-308.28	190.78	141.39
投资活动现金流	-207.33	240.84	206.99	-18.97	-23.01
其中资本支出	-3.54	54.63	-54.97	7.86	2.73
融资活动现金流	-53.65	-196.75	-321.96	-458.61	-614.04
净现金总变化	5.52	492.16	-28.49	238.86	212.38

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长	0.29	0.54	0.36	0.36	0.37
营业成本增长	0.23	0.57	0.36	0.36	0.36
营业利润增长	0.40	0.49	0.26	0.34	0.36
利润总额增长	0.31	0.51	0.27	0.34	0.36
净利润增长	0.30	0.51	0.27	0.34	0.36
盈利能力					
毛利率	0.55	0.54	0.54	0.54	0.54
销售净利率	0.36	0.35	0.32	0.32	0.32
ROE	0.18	0.23	0.28	0.36	0.47
ROIC	0.30	0.39	1.97	1.14	2.92
营运效率					
销售费用/营业收入	0.08	0.10	0.11	0.11	0.11
管理费用/营业收入	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11
财务费用/营业收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益/营业利润	0.07	0.09	0.06	0.04	0.03
所得税/利润总额	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
应收账款周转率	84.22	113.43	89.89	94.30	98.21
存货周转率	14.96	16.84	15.39	15.59	15.93
流动资产周转率	0.75	1.06	1.25	1.35	1.59
总资产周转率	0.51	0.67	0.81	1.00	1.21
偿债能力					
资产负债率	0.18	0.22	0.23	0.30	0.33
流动比率	4.03	2.64	3.17	2.51	2.36
速动比率	3.83	2.44	2.90	2.29	2.10
每股指标 (元)					
EPS	0.32	0.48	0.60	0.80	1.09
每股净资产	1.78	2.03	2.12	2.21	2.33
每股经营现金流	0.41	0.69	0.13	1.11	1.31
每股经营现金/EPS	1.29	1.44	0.22	1.38	1.20

估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
PE	33.50	22.33	17.82	13.32	9.81
PEG	0.91	0.69	0.50	0.36	0.30
PB	6.02	5.29	5.05	4.86	4.59
EV/EBITDA	26.51	25.21	12.41	8.98	6.42
EV/SALES	10.79	0.32	0.36	0.37	0.32
EV/IC	9.22	50.58	13.31	24.00	75.51
ROIC/WACC					
REP					

研究员承诺

分析师简介:

蔡维: 复旦大学飞行器设计硕士; 曾就职于中国航天科工集团第十研究院, 2015年2月始从事军工行业研究, 3年军工行业研究经验; 2016年加入长城证券, 从事家电行业研究。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容, 仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者, 请取消阅读, 请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置, 若您造成不便, 烦请见谅! 感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户(以下统称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级:

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级:

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>