

浙江美大 (002677.SZ)

2022 年报&2023 年一季报点评：经营表现承压，静待景气回归

买入

核心观点

经营短期承压，盈利有所波动。公司 2022 年实现营收 18.3 亿/-15.2%，归母净利润 4.5 亿/-32.0%，扣非归母净利润 4.2 亿/-33.7%。其中 Q4 收入 4.4 亿/-30.7%，归母净利润 0.8 亿/-62.8%，扣非归母净利润 0.6 亿/-71.1%。2023Q1 实现营收 3.4 亿/-18.0%，归母净利润 1.0 亿/-17.2%，扣非归母净利润 1.0 亿/-17.3%。公司拟每 10 股派发现金股利 6.2 元（含税），对应 4 月 20 日收盘价股息率为 5.2%。受到线下消费及地产的负面影响，公司自 2022Q2 以来收入出现下滑，2023Q1 收入下滑或主要由于地产竣工的滞后影响及渠道库存，后续收入恢复可期。2022 年盈利能力受到毛利率的拖累出现一定下滑。

一季度集成灶零售已出现回暖，期待后续竣工助推行业增长。奥维云网数据显示，2022 年我国集成灶零售额同比增长 1.2% 至 259 亿；2023Q1 集成灶零售额增长 0.5%，环比 2022Q4 (-8%) 已有积极复苏；其中 3 月零售额增长 6.9%，整体呈现出加速恢复的趋势。根据国家统计局的数据，3 月住宅竣工面积同比增长 35.4%，1-3 月累计增长 16.8%，竣工亦出现加速增长的趋势，有望对后续集成灶的销售产生积极的拉动作用。

渠道积极扩张，市占率提升。公司持续推动多元化渠道深度融合发展，2022 年新增一级经销商 60 多家至 1990 余家，新增营销终端 700 多个至 4500 多个。新兴渠道方面，公司新增 8 省 KA 渠道省代理，KA 门店数量达到 3000 多个；与超 10 家地产公司签署精装修项目，并安装 10 余个精装修楼盘；家装、下沉及电商渠道积极开拓。根据奥维云网对线下 KA 及线上的监测数据，美大在线下 KA 市占率提升 2.7pct 至 18.9%，线上市占率提升 0.2pct 至 8.5%。

毛利率承压，利润率企稳。2022 年公司毛利率同比-7.6pct 至 44.1%，预计受到原材料成本高企、产品结构变化拉动均价的影响。期间费用率同比+1.0pct 至 18.0%，主要系管理费用由于人才公寓转固后折旧增加。公司全年净利率-6.1pct 至 24.7%。2023Q1 毛利率-2.8pct，期间费用率-5.5pct，其他收益同比-3.2pct，净利率微增 0.3pct 至 29.7%，盈利出现企稳迹象。

天牛持续布局：公司天牛品牌已累计签约 300 多家经销商，开店 200 家。随着集成灶景气复苏，天牛品牌后续有望迎来快速成长期，带动公司再次增长。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；渠道建设不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到目前线下销售复苏情况，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 5.4/5.9/6.5 亿（前值为 6.8/7.7/-1 亿），同比分别+18.6%/+10.4%/+9.1%；摊薄 EPS=0.83/0.92/1.00 元，对应 PE=14/13/12x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,164	1,834	2,104	2,314	2,519
(+/-%)	22.2%	-15.2%	14.7%	10.0%	8.9%
净利润(百万元)	665	452	536	592	646
(+/-%)	22.3%	-32.0%	18.6%	10.4%	9.1%
每股收益(元)	1.03	0.70	0.83	0.92	1.00
EBIT Margin	33.1%	24.2%	25.7%	26.2%	26.4%
净资产收益率 (ROE)	34.1%	23.0%	25.2%	25.7%	25.8%
市盈率 (PE)	11.2	16.5	13.9	12.6	11.5
EV/EBITDA	10.1	15.3	13.2	11.8	10.9
市净率 (PB)	3.82	3.78	3.50	3.23	2.98

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·厨卫电器

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004
 证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.52 元
总市值/流通市值	7443/4959 百万元
52 周最高价/最低价	14.99/9.90 元
近 3 个月日均成交额	79.66 百万元

市场走势

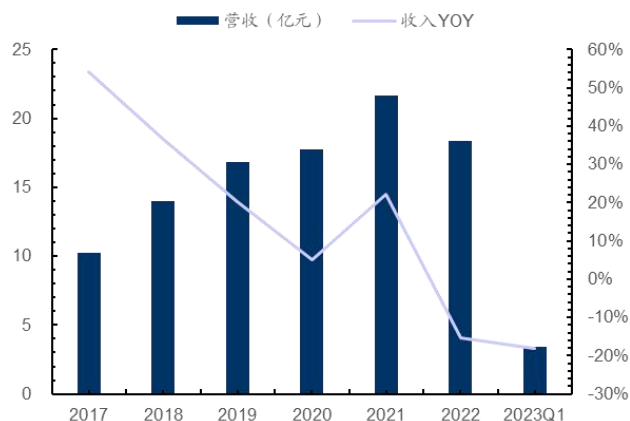


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

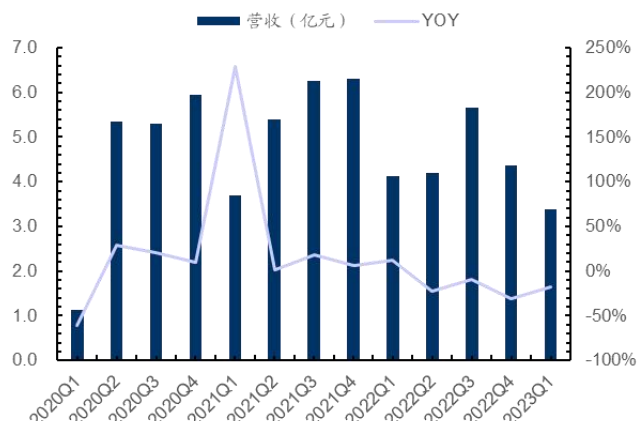
- 《浙江美大 (002677.SZ) -2022 年三季报点评：收入增速修复，盈利持续承压》——2022-10-28
- 《浙江美大 (002677.SZ) -2021 年年报点评：全方位变革推进，四季度经营承压》——2022-04-08
- 《全年经营稳健，盈利韧性凸显》——2022-03-02
- 《浙江美大-002677-2021 年三季报点评：Q3 加速增长，盈利韧性强大》——2021-10-25
- 《浙江美大-002677-2021 年半年报点评：三重发力蓄势增长，Q2 表现略承压》——2021-08-10

图1: 公司营业收入及增速



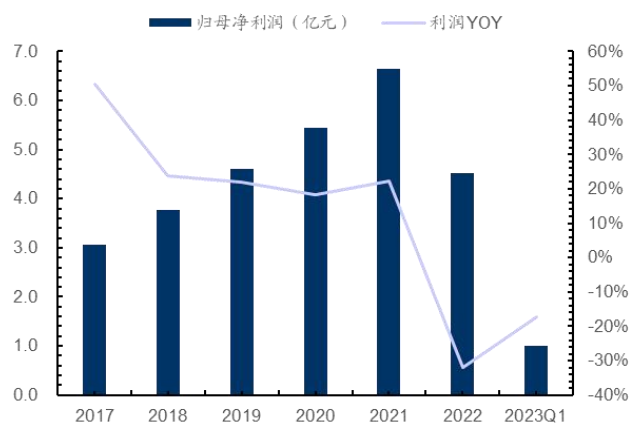
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



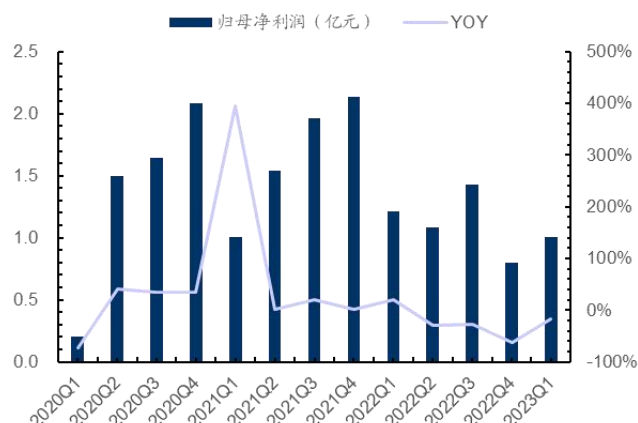
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



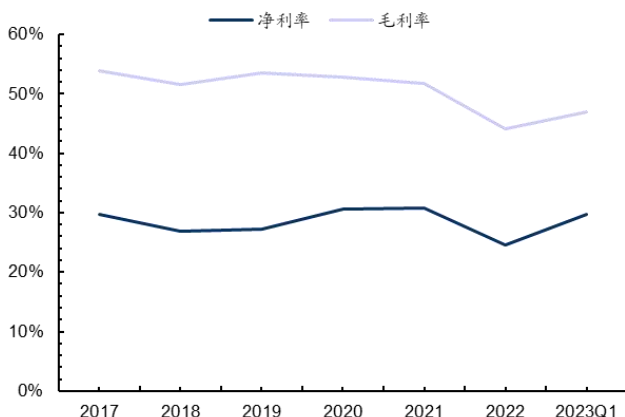
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



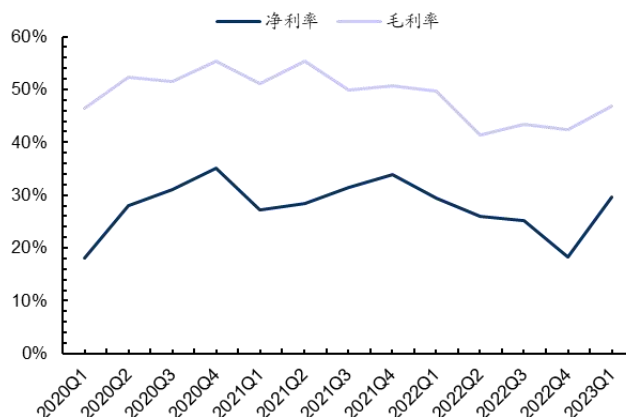
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



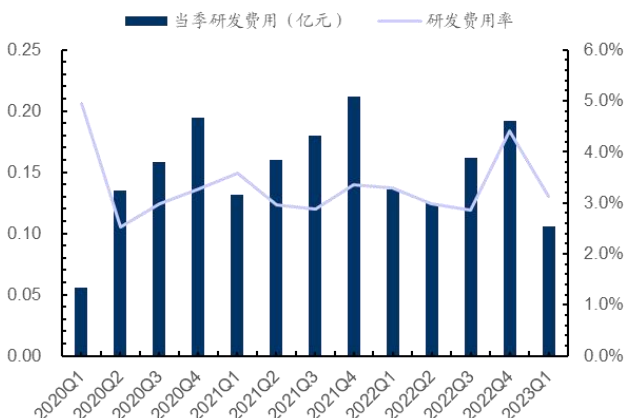
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



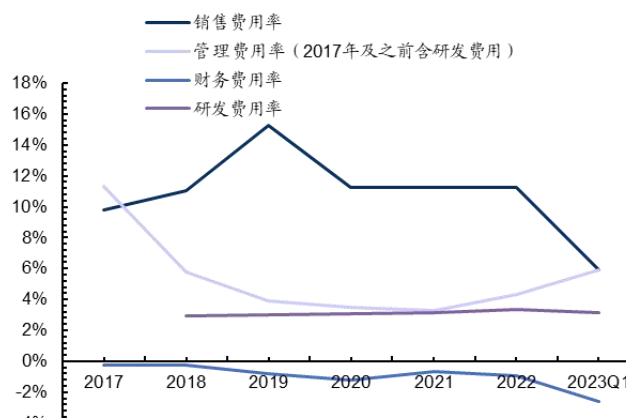
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG (23E)	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
002677.SZ	浙江美大	11.52	74	1.03	0.70	0.83	0.92	11.2	16.5	13.9	12.6	1.0	买入	
605336.SH	帅丰电器	16.60	31	1.74	1.16	1.39	1.62	9.6	14.3	11.9	10.2	0.7	买入	
300894.SZ	火星人	27.11	111	0.93	0.80	1.11	1.36	29.2	34.0	24.3	19.9	0.8	买入	
300911.SZ	亿田智能	40.65	44	1.94	1.95	2.46	2.98	21.0	20.8	16.5	13.6	0.7	买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	647	1099	1041	1126	1260	营业收入	2164	1834	2104	2314	2519
应收款项	15	17	17	19	21	营业成本	1045	1025	1163	1272	1384
存货净额	121	119	128	146	159	营业税金及附加	19	18	21	22	24
其他流动资产	25	69	42	53	68	销售费用	243	206	231	255	277
流动资产合计	1307	1304	1628	1825	2084	管理费用	140	141	149	159	167
固定资产	771	704	675	659	632	财务费用	(15)	(17)	(27)	(27)	(30)
无形资产及其他	163	156	150	143	137	投资收益	32	35	34	34	34
投资性房地产	56	57	57	57	57	资产减值及公允价值变动	(1)	1	(1)	(0)	(1)
长期股权投资	60	60	60	60	60	其他收入	11	32	25	23	23
资产总计	2356	2281	2569	2744	2970	营业利润	775	529	625	689	752
短期借款及交易性金融负债	2	2	1	1	1	营业外净收支	(1)	(4)	(1)	(1)	(1)
应付款项	113	66	145	127	134	利润总额	774	525	624	688	751
其他流动负债	266	221	270	285	310	所得税费用	109	73	87	96	105
流动负债合计	381	288	416	413	445	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	665	452	536	592	646
其他长期负债	25	26	26	26	26	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	25	26	26	26	26	净利润	665	452	536	592	646
负债合计	405	314	442	439	471	资产减值准备	(2)	2	(0)	(0)	(0)
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	59	65	57	59	61
股东权益	1950	1967	2127	2305	2499	公允价值变动损失	1	(1)	1	0	1
负债和股东权益总计	2356	2281	2569	2744	2970	财务费用	(15)	(17)	(27)	(27)	(30)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(84)	(135)	146	(34)	3
每股收益	1.03	0.70	0.83	0.92	1.00	其它	2	(2)	0	0	0
每股红利	0.60	0.66	0.58	0.64	0.70	经营活动现金流	641	380	740	617	711
每股净资产	3.02	3.04	3.29	3.57	3.87	资本开支	0	4	(23)	(37)	(29)
ROIC	48%	23%	32%	53%	66%	其它投资现金流	0	500	(400)	(80)	(96)
ROE	34%	23%	25%	26%	26%	投资活动现金流	(60)	504	(423)	(117)	(125)
毛利率	52%	44%	45%	45%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	33%	24%	26%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	36%	28%	28%	29%	29%	支付股利、利息	(388)	(426)	(375)	(414)	(452)
收入增长	22%	-15%	15%	10%	9%	其它融资现金流	331	421	(0)	0	(0)
净利润增长率	22%	-32%	19%	10%	9%	融资活动现金流	(444)	(432)	(376)	(414)	(452)
资产负债率	17%	14%	17%	16%	16%	现金净变动	137	453	(59)	86	134
息率	5.2%	5.7%	5.0%	5.6%	6.1%	货币资金的期初余额	510	647	1099	1041	1126
P/E	11.2	16.5	13.9	12.6	11.5	货币资金的期末余额	647	1099	1041	1126	1260
P/B	3.8	3.8	3.5	3.2	3.0	企业自由现金流	0	316	645	509	608
EV/EBITDA	10.1	15.3	13.2	11.8	10.9	权益自由现金流	0	736	667	533	634

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032