

# 浙江美大 (002677)

证券研究报告

2023 年 04 月 23 日

## 经营短期承压，盈利修复可期

**事件：**22 年公司实现营业收入 18.3 亿元，同比-15.24%；归母净利润 4.5 亿元，同比-31.97%；扣非归母净利润 4.2 亿元，同比-33.65%。其中，22Q4 公司实现营业收入 4.4 亿元，同比-30.74%；归母净利润 0.8 亿元，同比-62.83%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比-71.06%。23Q1 公司实现营业收入 3.4 亿元，同比-18.05%；归母净利润 1.0 亿元，同比-17.20%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-17.34%。利润分配方面，公司拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 6.2 元（含税），合计派发现金股利 4 亿元，22 年公司现金分红占归母净利润比例 89%。

**Q4 收入增速承压，渠道网络进一步加密。**地产销售竣工同步下滑背景下，22 年后周期厨电行业表现较弱，据奥维云网推总数据，厨房核心品类中集成灶零售额实现 1% 平稳增长，向传统烟灶市场渗透趋势不改。受国内疫情防控优化影响，公司 22Q4 收入同比-30.7%，经营短期承压，至 23Q1 收入下滑幅度已有收窄，预计后续季度边际可持续改善。分产品看，22 年公司集成灶/橱柜/其他（水洗热等）品类分别创收 16.4/0.5/1.5 亿元，同比-16.7%/-19.2%/+7.3%，其中集成灶、橱柜产品因高度依赖新房竣工，在地产下行周期内收入受损，而嵌入式电蒸/烤箱、蒸烤(炸炖)一体机、集成水槽洗碗机等新兴品类仍表现较好成长性。在围绕集成灶推出多元化新品的同时，公司进一步加密渠道网络，截至 22 年底已拥有一级经销商 1990+ 家，营销终端 4500+ 个，未来有望伴随地产回暖发挥渠道优势重回增长。

**盈利能力企稳，Q1 费用投放节缩。**22Q4/23Q1 公司毛利率 42%/47%，分别同比-8/-3pct，降幅有所收窄，伴随原材料价格下行公司毛利率整体呈逐季改善趋势。费用端，22Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 19%/6%/4%/-1%，分别同比+11/+3/+1/+0pcts，结合 22 年全年公司销售费用率为 11% 同比 21 年持平，我们认为，单四季度同比大幅提升或与营销节奏调整（22 年销售费用率主要在 Q4 集中投放）以及单季度收入下滑较多有关；23Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6%/6%/3%/-3%，分别同比-5/+1/+0/-1pcts，综合费用率同比下滑 6pcts，彰显公司有效的控费能力和经营韧性。综合影响下，公司 22Q4/23Q1 实现归母净利率 18%/30%，同比-16/+0pct，公司盈利改善可期。

**投资建议：**22 年集成灶赛道增速短期承压，但其强产品力塑造的渗透提升逻辑仍在，美大作为集成灶品类开创者与领军品牌，有望受益国内地产数据回升+消费力回暖双重利好得到修复。渠道端，公司已实现线上&线下渠道联动，KA、家装等多元渠道建设亦成效凸显；产品端，公司持续优化集成灶产品力，并推出洗碗机等厨电新品丰富产品矩阵，未来有望依托渠道扩张+产品配套率提升实现长期稳健增长。预计公司 23-25 年归母净利润 5.6/6.5/7.4 亿元（23-24 年前值 6.9/8.0 亿元，因公司 22 年收入承压下调 23-24 年收入预期），对应 PE13.3x/11.4x/10.0x，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品销售不及预期；渠道网点开拓不及预期；原材料价格上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,163.71	1,833.93	2,066.09	2,306.10	2,565.36
增长率(%)	22.19	(15.24)	12.66	11.62	11.24
EBITDA(百万元)	876.96	605.05	1,000.41	770.56	875.01
净利润(百万元)	664.68	452.16	559.68	650.82	744.64
增长率(%)	22.28	(31.97)	23.78	16.28	14.42
EPS(元/股)	1.03	0.70	0.87	1.01	1.15
市盈率(P/E)	11.20	16.46	13.30	11.44	9.99
市净率(P/B)	3.82	3.78	3.25	2.81	2.44
市销率(P/S)	3.44	4.06	3.60	3.23	2.90
EV/EBITDA	11.41	9.92	5.61	6.99	5.34

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/厨卫电器
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.52 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)	430.49
A 股总市值(百万元)	7,442.51
流通 A 股市值(百万元)	4,959.19
每股净资产(元)	3.20
资产负债率(%)	11.82
一年内最高/最低(元)	14.99/9.90

### 作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	
宗艳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070002	
zongyan@tfzq.com	
赵嘉宁	联系人
zhaojiaoning@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《浙江美大-季报点评:营收增速承压，静待盈利修复》 2022-10-26
- 2 《浙江美大-半年报点评:Q2 收入承压，电商 & 新品类实现增长》 2022-08-27
- 3 《浙江美大-季报点评:营收稳步增长，退税增厚业绩》 2022-04-21

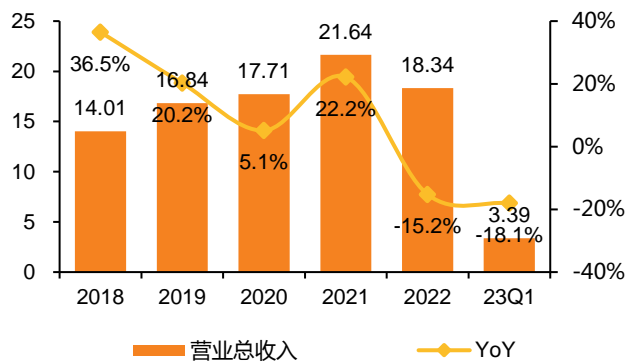
## 事件

22 年公司实现营业收入 18.3 亿元，同比-15.24%；归母净利润 4.5 亿元，同比-31.97%；扣非归母净利润 4.2 亿元，同比-33.65%。其中，22Q4 公司实现营业收入 4.4 亿元，同比-30.74%；归母净利润 0.8 亿元，同比-62.83%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比-71.06%。

23Q1 公司实现营业收入 3.4 亿元，同比-18.05%；归母净利润 1.0 亿元，同比-17.20%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-17.34%。

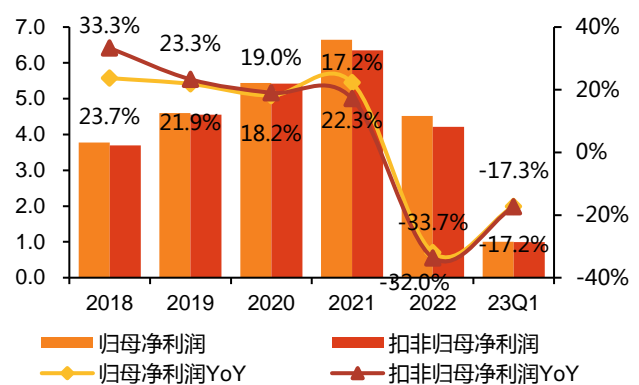
利润分配方面，公司拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 6.2 元（含税），合计派发现金股利 4 亿元，22 年公司现金分红占归母净利润比例 89%。

图 1：2018-2022 年公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2018-2022 年公司归母净利润、扣非归母净利润情况（亿元）

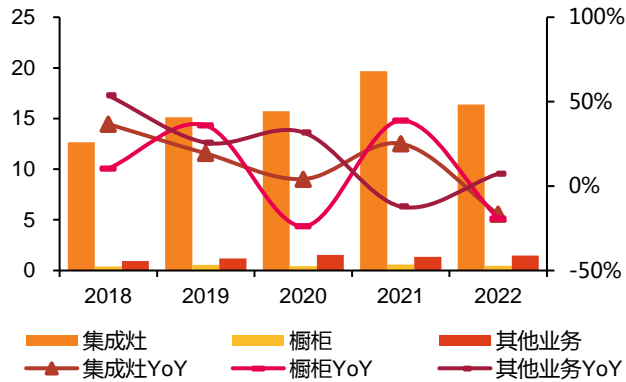


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 点评

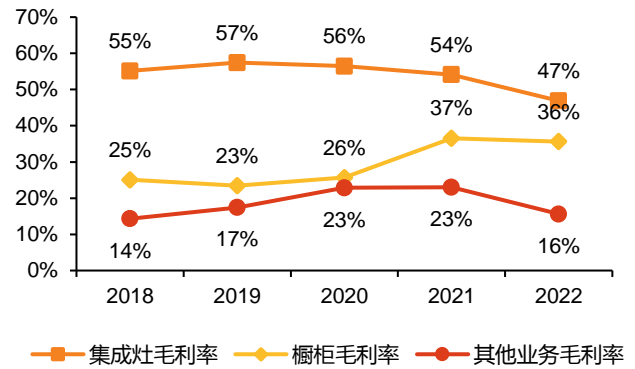
**Q4 收入增速承压，渠道网络进一步加密。**地产销售竣工同步下滑背景下，22 年后周期厨电行业表现较弱，据奥维云网推总数据，厨房核心品类中仅集成灶零售额实现 1% 平稳增长，向传统烟灶市场渗透趋势不改。受国内疫情防控优化影响，公司 22Q4 收入同比-30.7%，经营短期承压，至 23Q1 收入下滑幅度已有收窄，预计后续季度边际可持续改善。分产品看，22 年公司集成灶/橱柜/其他（水洗热等）品类分别创收 16.4/0.5/1.5 亿元，同比-16.7%/-19.2%/+7.3%，其中集成灶、橱柜产品因高度依赖新房竣工，在地产下行周期内收入受损，而嵌入式电蒸/烤箱、蒸烤(炸炖)一体机、集成水槽洗碗机等新兴品类仍表现较好成长性。在围绕集成灶推出多元化新品的同时，公司进一步加密渠道网络，截至 22 年底已拥有一级经销商 1990+ 家，营销终端 4500+ 个，未来有望伴随地产回暖充分发挥渠道优势重回增长。

图 3：2018-2022 年公司分产品营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

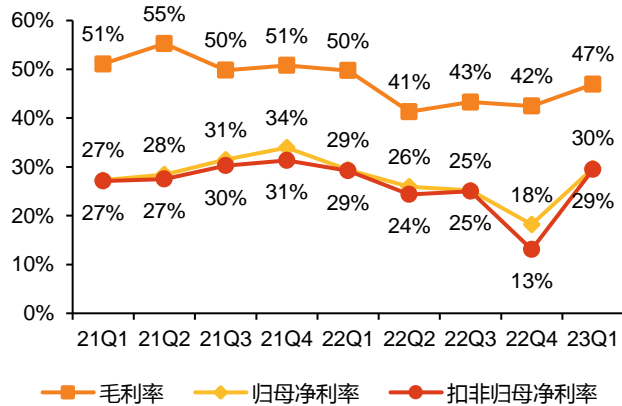
图 4：2018-2022 年公司分产品毛利率情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

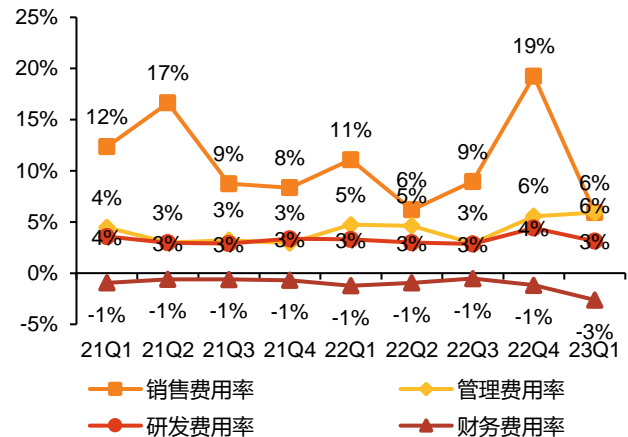
**盈利能力企稳，Q1 费用投放节缩。**22Q4/23Q1 公司毛利率 42%/47%，分别同比-8/-3pct，降幅有所收窄，伴随原材料价格下行公司毛利率整体呈逐季改善趋势。费用端，22Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 19%/6%/4%/-1%，分别同比+11/+3/+1/+0pcts，结合 22 年全年公司销售费用率为 11%同比 21 年持平，我们认为，单四季度同比大幅提升或与营销节奏调整(22 年销售费用率主要在 Q4 集中投放)以及单季度收入下滑较多有关；23Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6%/6%/3%/-3%，分别同比-5/+1/+0/-1pcts，综合费用率同比下滑 6pcts，彰显公司有效的控费能力和经营韧性。综合影响下，公司 22Q4/23Q1 实现归母净利率 18%/30%，同比-16/+0pct，公司盈利改善可期。

图 5：21Q1-23Q1 公司毛利率、归母净利率及扣非归母净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：21Q1-23Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率

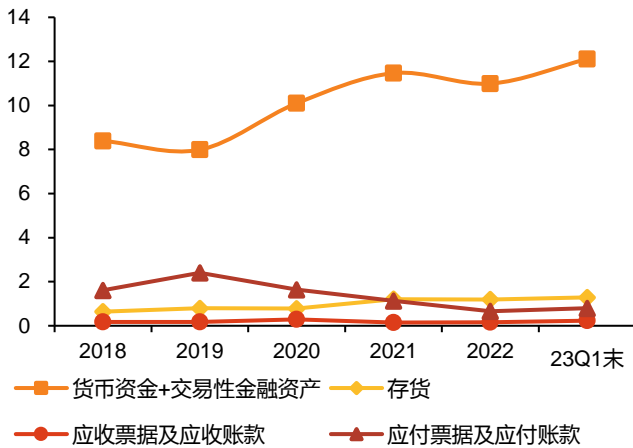


资料来源：公司年报，天风证券研究所

**从资产负债表看，**公司 2022 年末货币资金+交易性金融资产为 11.0 亿元，同比-4%；存货为 1.2 亿元，同比-1%；应收票据和账款合计为 0.2 亿元，同比+10%；应付票据和账款合计为 0.7 亿元，同比-42%。23Q1 末货币资金+交易性金融资产为 12.1 亿元，较 22 年底+10%；存货为 1.3 亿元，较 22 年底+8%；应收票据和账款合计为 0.2 亿元，较 22 年底+48%；应付票据和账款合计为 0.8 亿元，较 22 年底+20%。

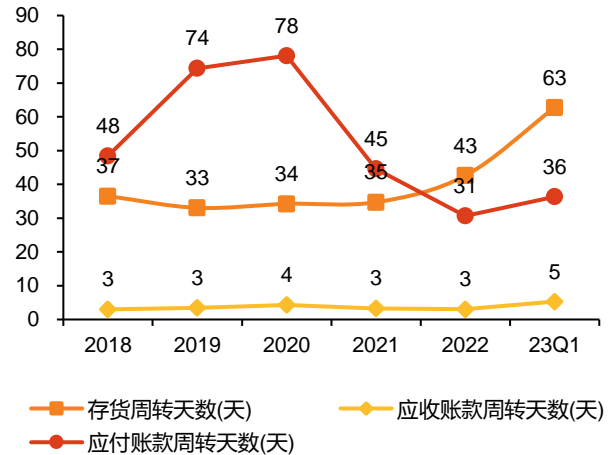
**周转情况看，**公司 2022 年全年存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 43/3/31 天，同比+8/+0/-14 天；23Q1 存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 63/5/36 天，同比+12/-4/-13 天。

图 7：2018 年-23Q1 公司货币资金、存货、应收情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

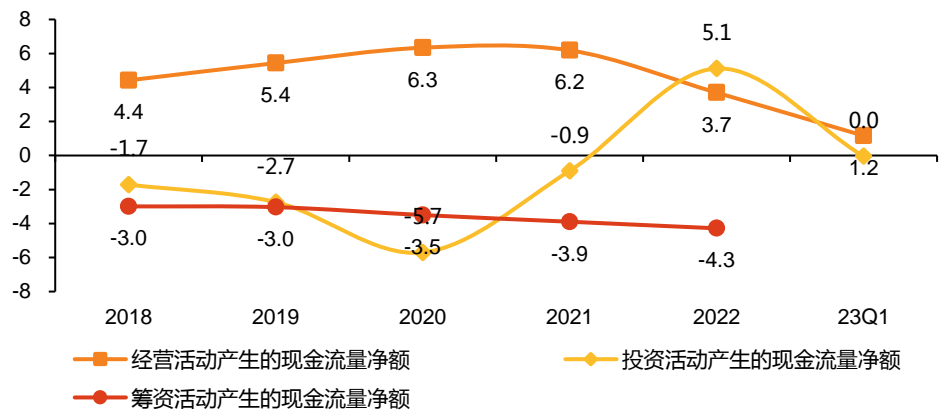
图 8：2018 年-23Q1 公司周转情况（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从现金流看，公司 2022 年全年经营活动产生的现金流量净额为 3.7 亿元，同比-40%，主要因为 22 年公司销售商品收到现金同比减少，叠加部分采取银行承兑汇票结算；投资活动产生的现金流量净额为 5.1 亿元，同比+666%，大幅增加主要因为收回 21 年投资及对应投资收益；筹资活动产生的现金流量净额为-4.3 亿元，同比-10%。公司 23Q1 经营活动产生的现金流量净额为 1.2 亿元，同比+59%；投资活动产生的现金流量净额为-0.05 亿元，同比+69%。

图 9：2018 年-23Q1 公司经营/投资/筹资活动现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 投资建议

22 年集成灶赛道增速短期承压，但其强产品力塑造的渗透提升逻辑仍在，美大作为集成灶品类开创者与领军品牌，有望受益国内地产数据回升+消费力回暖双重利好得到修复。渠道端，公司已实现线上&线下渠道联动，KA、家装等多元渠道建设亦成效凸显；产品端，公司持续优化集成灶产品力，并推出洗碗机等厨电新品丰富产品矩阵，未来有望依托渠道扩张+产品配套率提升实现长期稳健增长。预计公司 23-25 年归母净利润 5.6/6.5/7.4 亿元（23-24 年前值 6.9/8.0 亿元，因公司 22 年收入承压下调 23-24 年收入预期），对应

PE13.3x/11.4x/10.0x，维持“买入”评级。

## 风险提示

产品销售不及预期；渠道网点开拓不及预期；原材料价格上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	646.64	1,099.19	1,432.44	1,657.29	2,366.25
应收票据及应收账款	14.69	16.12	27.51	21.19	32.99
预付账款	17.05	6.97	25.37	10.21	29.00
存货	120.73	119.11	106.57	141.70	131.86
其他	506.37	61.65	358.52	359.10	358.94
<b>流动资产合计</b>	<b>1,305.48</b>	<b>1,303.05</b>	<b>1,950.42</b>	<b>2,189.49</b>	<b>2,919.03</b>
长期股权投资	59.84	59.82	59.82	59.82	59.82
固定资产	770.49	703.20	646.48	589.76	533.05
在建工程	0.30	0.44	0.44	0.44	0.44
无形资产	162.53	155.78	150.53	145.27	140.01
其他	55.52	57.14	70.28	69.81	69.81
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,048.68</b>	<b>976.38</b>	<b>927.54</b>	<b>865.10</b>	<b>803.13</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,355.60</b>	<b>2,280.70</b>	<b>2,877.96</b>	<b>3,054.59</b>	<b>3,722.16</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	112.70	65.85	273.99	99.86	312.08
其他	138.73	109.93	288.31	282.13	329.08
<b>流动负债合计</b>	<b>251.43</b>	<b>175.77</b>	<b>562.31</b>	<b>381.99</b>	<b>641.16</b>
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	24.69	26.03	25.67	25.67	25.67
<b>非流动负债合计</b>	<b>24.69</b>	<b>26.03</b>	<b>25.67</b>	<b>25.67</b>	<b>25.67</b>
<b>负债合计</b>	<b>405.36</b>	<b>314.18</b>	<b>587.98</b>	<b>407.66</b>	<b>666.83</b>
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	104.92	104.92	104.92	104.92	104.92
留存收益	1,285.90	1,311.67	1,618.63	1,975.57	2,383.97
其他	(86.63)	(96.11)	(79.62)	(79.62)	(79.62)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,950.24</b>	<b>1,966.53</b>	<b>2,289.98</b>	<b>2,646.93</b>	<b>3,055.33</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,355.60</b>	<b>2,280.70</b>	<b>2,877.96</b>	<b>3,054.59</b>	<b>3,722.16</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	664.68	452.16	559.68	650.82	744.64
折旧摊销	60.28	66.41	61.97	61.97	61.97
财务费用	0.12	0.05	(18.59)	(21.17)	(25.65)
投资损失	(32.31)	(34.78)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(54.27)	(195.05)	281.61	(194.07)	238.59
其它	(19.95)	80.95	333.33	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>618.55</b>	<b>369.73</b>	<b>1,188.00</b>	<b>467.55</b>	<b>989.54</b>
资本支出	90.13	(10.45)	0.36	0.00	0.00
长期投资	59.84	(0.02)	0.00	0.00	0.00
其他	(240.46)	522.29	(637.03)	30.00	30.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(90.50)</b>	<b>511.82</b>	<b>(636.67)</b>	<b>30.00</b>	<b>30.00</b>
债权融资	16.61	16.95	18.14	21.17	25.65
股权融资	(456.92)	(9.48)	(236.22)	(293.87)	(336.24)
其他	50.88	(435.66)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(389.43)</b>	<b>(428.19)</b>	<b>(218.08)</b>	<b>(272.70)</b>	<b>(310.58)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>138.62</b>	<b>453.35</b>	<b>333.25</b>	<b>224.85</b>	<b>708.96</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,163.71</b>	<b>1,833.93</b>	<b>2,066.09</b>	<b>2,306.10</b>	<b>2,565.36</b>
营业成本	1,045.38	1,025.00	1,105.17	1,215.81	1,339.67
营业税金及附加	19.19	17.87	20.13	22.47	24.99
销售费用	242.70	206.35	216.94	237.53	256.54
管理费用	71.26	79.74	80.58	83.02	87.22
研发费用	68.39	61.43	68.65	69.18	74.40
财务费用	(14.94)	(17.10)	(18.59)	(21.17)	(25.65)
资产/信用减值损失	0.69	(1.34)	(1.34)	(1.34)	(1.34)
公允价值变动收益	0.00	0.00	333.33	0.00	0.00
投资净收益	32.31	34.78	30.00	30.00	30.00
其他	(76.08)	(101.47)	303.33	(30.00)	(30.00)
<b>营业利润</b>	<b>774.81</b>	<b>528.66</b>	<b>651.87</b>	<b>757.92</b>	<b>866.86</b>
营业外收入	0.23	0.53	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.14	4.17	2.00	2.23	2.23
<b>利润总额</b>	<b>773.90</b>	<b>525.02</b>	<b>649.87</b>	<b>755.69</b>	<b>864.63</b>
所得税	109.22	72.86	90.19	104.87	119.99
<b>净利润</b>	<b>664.68</b>	<b>452.16</b>	<b>559.68</b>	<b>650.82</b>	<b>744.64</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>664.68</b>	<b>452.16</b>	<b>559.68</b>	<b>650.82</b>	<b>744.64</b>
每股收益(元)	1.03	0.70	0.87	1.01	1.15

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.19%	-15.24%	12.66%	11.62%	11.24%
营业利润	21.95%	-31.77%	23.30%	16.27%	14.37%
归属于母公司净利润	22.28%	-31.97%	23.78%	16.28%	14.42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	51.69%	44.11%	46.51%	47.28%	47.78%
净利率	30.72%	24.66%	27.09%	28.22%	29.03%
ROE	34.08%	22.99%	24.44%	24.59%	24.37%
ROIC	105.91%	58.76%	67.19%	139.46%	123.30%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	17.21%	13.78%	20.43%	13.35%	17.92%
净负债率	-33.07%	-55.82%	-62.51%	-62.57%	-77.41%
流动比率	3.43	4.53	3.47	5.73	4.55
速动比率	3.12	4.11	3.28	5.36	4.35
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	99.11	119.07	94.71	94.71	94.71
存货周转率	21.77	15.29	18.31	18.58	18.76
总资产周转率	0.95	0.79	0.80	0.78	0.76
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.03	0.70	0.87	1.01	1.15
每股经营现金流	0.96	0.57	1.84	0.72	1.53
每股净资产	3.02	3.04	3.54	4.10	4.73
<b>估值比率</b>					
市盈率	11.20	16.46	13.30	11.44	9.99
市净率	3.82	3.78	3.25	2.81	2.44
EV/EBITDA	11.41	9.92	5.61	6.99	5.34
EV/EBIT	12.24	11.11	5.98	7.60	5.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com