



集成灶继续挤占传统烟机，公司渠道还有较大增长空间

2019.5.24

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

事件:

(1) 全国家用电器工业信息中心发布的 2019 年中国家电行业一季度报告显示, 2019 年 Q1 我国集成灶零售额 35 亿元, 同比增长 45.8%。(2) 公司发布了 2018 年报, 2018 年公司营业收入 14 亿元, 同比增长 36.5%; 归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 23.7%; 扣非后归母净利润 3.7 亿元, 同比增长 33.3%。公司发布了 2019 年一季报, 2019 年一季度公司营业收入 2.9 亿元, 同比增长 31.6%; 归母净利润 0.8 亿元, 同比增长 22.1%; 扣非后归母净利润为 0.7 亿元, 同比增长 21.3%。

点评:

● **集成灶行业持续增长, 预计今年零售量增速 30%。**(1) 根据集成灶网、中怡康和 wind 数据, 2018 年集成灶市场零售量 175 万台, 同比增长 38%, 零售额 129 亿, 同比增长 43.9%; 传统(狭义)烟机零售量 1928 万台, 同比减少 16.1%; 广义烟机(烟机+集成灶)零售量 2103 万台, 同比减少 13.3%。(2) 集成灶占广义烟机比例 8.3% (5.2%, 2017), 较上年提升 3.1pct。集成灶因三大优点, 继续挤占传统烟机的份额。(3) 烟灶行业受地产周期影响明显, 我们预计 2019 年商品房住宅将迎来交付小高峰, (广义)烟机增速将会好于市场预期; 由于 2020 年棚改(需求占比 8%左右)是最后一年, 2021 年广义烟机可能出现较大下滑。我们预计 2019-2021 年广义烟机增速为 5.1%、4%、-7.4%, 零售量分别为 2211 万台、2300 万台、2129 万台。我们预计未来三年集成灶占广义烟机比例约为 10.3%、12.3%、14.3%, 集成灶零售量分别为 228 万台、283 万台、305 万台, 增速分别为 30.4%、24.2%、7.6%。

● **渠道优势明显、增长空间较大, 公司整体市占率有望稳定上升。**(1) 根据 2018 年报披露, 公司 2018 年新增一级经销商近 200 家, 达到 1300 多家, 增速 18.2%。公司 2018 年新增终端门店 400 多个, 达到近 2500 个, 增速 19%。相比较, 公司线下渠道方面优势明显。(2) 2018 年公司已进入了国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家等知名家居连锁卖场和家电商场。同时, 公司进一步布局一二线市场。我们认为, 家居连锁和家电连锁、以及一二线城市的拓展, 将成为公司未来最大的增长点。(3) 线上渠道方面, 2018 年火星人以 24% 的市占率领先市场, 公司市占率为 10%, 仍有增长空间。(4) 根据中怡康数据, 目前集成灶行业线下零售量占比达到 82%。我们估算 2018 年公司整体市占率约为 17.2% (中怡康数据口径), 我们认为公司整体市占率有望稳定上升。

● **2019 年新增产能试生产, 产能增长近 1.5 倍。**(1) 根据公司公告及 2018 年报披露, 2017 年 11 月公司启动了年新增 110 万台集成灶及高端厨房电器产品项目(80 万台集成灶+30 万台电蒸箱、电烤箱、洗碗机等)的建设, 预计 2019 年上半年可进行试生产。公司现有产能为 55 万台/年, 产能增长近 1.5 倍。

● **多渠道广告投放, 有利于一二线市场开拓。**(1) 2018 年公司销售费用 1.5

强烈推荐 (维持)

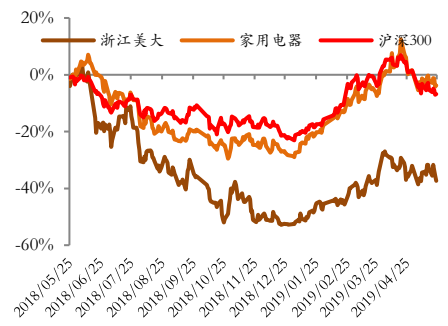
现价: 13.22

目标价: 17.06

股价空间: 29%

家用电器行业

行业指数走势



股价表现

涨跌幅%	1M	3M	6M
沪深 300	-10.58	2.10	11.39
家用电器	-9.71	10.63	25.32
浙江美大	-4.06	19.21	24.99

基本资料

总市值(亿元)	90.51
总股本(亿股)	6.46
流通股比例	44.26%
资产负债率	19.7%
第一大股东	夏志生
大股东持股比例	23.2%

相关报告

浙江美大 (002677) -深度报告-集成灶行业仍保持高增长, 公司引领行业-2018.12.31



亿元,同比增长53.5%。其中,广告费支出1.1亿元,近三年广告费占营业收入比重持续增长。投放渠道主要包括CCTV、地方卫视、户外高炮全年性广告,以及京广线、京沪线等高铁线路冠名广告投放。(2)2019年一季度公司销售费用0.45亿,同比增长92.2%,继续增加高铁、高炮、新媒体等广告宣传投入力度,有利于公司一二线市场的拓展。我们预计全年销售费用率较去年仍会增长。

● **盈利预测与估值** 我们预计2019-2021年公司收入增速分别为36.8%、28.8%、14.5%,净利润增速分别为34.6%、27.8%、10.8%,EPS分别为0.79、1.00、1.11元,对应PE17、13、12倍。我们按照2019年EPS的21.6倍估值,预计股价为17.06元,相较于20190524的股价13.22元有29%的涨幅空间,我们维持“强烈推荐”的评级。

图表1. 公司重要财务指标预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1400.90	1917.00	2469.00	2826.00
同比(%)	36.49%	36.84%	28.79%	14.46%
归属母公司净利润	377.53	507.99	647.26	718.88
同比(%)	23.70%	34.56%	27.42%	11.07%
毛利率(%)	51.54%	51.04%	50.54%	50.04%
净利率(%)	26.95%	26.50%	26.22%	25.44%
ROE(%)	28.24%	34.10%	36.21%	33.12%
每股收益(元)	0.58	0.79	1.00	1.11
P/E	22.62	16.81	13.20	11.88
P/B	6.08	5.29	4.36	3.59
EV/EBITDA	8.16	12.08	8.98	7.58

资料来源:广证恒生

单位:百万元

● **风险提示** 1、如果全国房屋交付进度低于预期,烟机行业今年增速也会低于预期;2、集成灶行业挤占传统烟机市场的速度未达预期;3、市场竞争加剧,行业均价有下降风险,且公司市占率有下滑风险。



附录：财务报表预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	955.65	1145.54	1545.17	2056.42
现金	839.38	985.10	1336.80	1815.96
应收账款	14.83	20.29	26.13	29.91
其它应收款	4.13	5.65	7.28	8.33
预付账款	30.56	42.25	54.97	63.55
存货	64.13	88.66	115.35	133.36
其他	2.63	3.60	4.64	5.31
非流动资产	824.93	855.52	903.91	888.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	323.52	416.35	440.90	417.83
无形资产	174.71	229.85	292.34	330.62
其他	326.70	209.32	170.67	140.47
资产总计	1780.58	2001.06	2449.07	2945.34
流动负债	411.82	383.58	484.62	562.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	411.82	383.58	484.62	562.39
非流动负债	3.68	3.33	3.46	3.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.68	3.33	3.46	3.49
负债合计	415.50	386.91	488.08	565.87
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	646.05	646.05	646.05	646.05
资本公积	104.68	104.68	104.68	104.68
留存收益	655.84	863.42	1210.27	1628.73
归属母公司股东权益	1405.79	1614.15	1961.00	2379.47
负债和股东权益	1780.58	2001.06	2449.07	2945.34

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	395.93	505.34	740.56	806.24
净利润	377.53	507.99	647.26	718.88
折旧摊销	36.09	41.81	52.13	57.37
财务费用	-3.99	-13.68	-11.61	-15.76
投资损失	-10.86	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	28.35	-71.71	52.75	45.84
其它	-31.19	40.93	0.03	-0.09
投资活动现金流	-171.27	-72.94	-100.41	-42.25
资本支出	-291.72	-14.88	-34.94	-1.00
长期投资	-112.50	0.00	0.00	0.00
其他	232.95	-58.06	-65.47	-41.25
筹资活动现金流	-299.12	-286.67	-288.44	-284.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.02	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	7.90	0.00	0.00	0.00
其他	-307.00	-286.67	-288.44	-284.83
现金净增加额	-74.47	145.72	351.70	479.15

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1400.90	1917.00	2469.00	2826.00
营业成本	678.86	938.54	1221.13	1411.83
营业税金及附加	15.39	21.80	28.07	32.13
营业费用	154.46	241.00	322.00	395.00
管理费用	121.47	131.00	147.00	156.00
财务费用	-3.99	-13.68	-11.61	-15.76
资产减值损失	0.58	0.79	1.02	1.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.86	0.00	0.00	0.00
营业利润	445.60	597.56	761.38	845.63
营业外收入	0.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	444.09	597.56	761.38	845.63
所得税	66.56	89.56	114.12	126.75
净利润	377.53	507.99	647.26	718.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	377.53	507.99	647.26	718.88
EBITDA	467.59	625.68	801.90	887.24
EPS (摊薄)	0.58	0.79	1.00	1.11

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	36.49%	36.84%	28.79%	14.46%
营业利润增长率	24.12%	34.10%	27.42%	11.07%
归属于母公司净利润增长率	23.70%	34.56%	27.42%	11.07%
获利能力				
毛利率	51.54%	51.04%	50.54%	50.04%
净利率	26.95%	26.50%	26.22%	25.44%
ROE	28.24%	34.10%	36.21%	33.12%
ROIC	26.09%	30.75%	32.50%	29.65%
偿债能力				
资产负债率	23.34%	19.34%	19.93%	19.21%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.32	2.99	3.19	3.66
速动比率	2.16	2.76	2.95	3.42
营运能力				
总资产周转率	0.81	1.01	1.11	1.05
应收账款周转率	120.12	109.17	106.37	100.85
应付账款周转率	18.90	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.58	0.79	1.00	1.11
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	0.78	1.15	1.25
每股净资产 (最新摊薄)	2.18	2.50	3.04	3.68
估值比率				
P/E	22.62	16.81	13.20	11.88
P/B	6.08	5.29	4.36	3.59
EV/EBITDA	8.16	12.08	8.98	7.58

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。