

浙江美大（002677.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



吴宇同
家电、服饰 & 医美
化妆品研究员

2026年1月30日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	8.99
总市值	58.08亿
PE-TTM	464.64
PB-MRQ	3.93

估值结果

价值	18.53亿
DDM估值	上行空间 -68%
状态	严重高估
价值	17.84亿
动态估值	上行空间 -69%
状态	严重高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

浙江美大是国内集成灶的龙头公司之一，专注于以集成灶为核心的现代新型厨房电器研发、设计、生产和销售，同时提供厨电相关配套产品及整体厨房解决方案。

公司的成长空间较低，主要是由于受到房地产行业不景气的影响下，集成灶行业较为低迷，行业呈现萎缩的状态。盈利趋势较差，主要是由于行业竞争加剧，未来预计产品仍有降价的空间，叠加上游原材料成本高企，将对公司的盈利能力产生较大的负面影响。产业格局中等偏上，主要是由于公司凭借多年的技术、品牌与渠道积淀，仍然处于行业内的龙头公司。护城河偏弱，主要是由于集成灶行业准入门槛较低，吸引美的、老板等传统家电及厨电企业入局，市场竞争白热化，公司先发优势持续被稀释。

基于房地产将逐步触底企稳，以及公司积极探索多渠道多形式的矩阵式营销，预计2026年之后公司的收入和业绩将逐步企稳的假设，当前公司处于高估状态。

我们区别于市场的观点

我们认为公司当前处于高估状态。市场当前给予公司的估值的核心逻辑，是对集成灶行业份额持续扩张及公司龙头地位的溢价，但忽视了公司业绩持续恶化、竞争力弱化及行业需求疲软的核心矛盾。我们认为公司业绩持续恶化，竞争力弱化及行业需求疲软是核心原因。2025年前三季度公司的盈利能力承压，并且当前并未看到改善迹象。公司新品类拓展乏力，业务结构高度集中于集成灶，抗风险能力薄弱，叠加行业竞争加剧、房地产后周期需求低迷的影响，增长动能承压。综上所述我们认为当前处于高估状态。

风险提示

原材料占主要家电公司营业成本的比例较高，以钢、铜、塑等为主，若原材料价格加速上涨，盈利能力可能会有不达预期甚至是下行的风险。地产竣工数据持续低迷，对于集成灶销量产生超预期的影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

浙江美大是集成灶行业开创者与龙头企业，2003年发明集成灶开创行业，2012年登陆深交所成为行业首家A股上市企业。公司为国家高新技术企业，手握200余项知识产权，牵头起草《集成灶》等多项国家及行业标准，23个专业实验室获CNAS认可，2024年推出下排烹饪中心再创行业新品类。公司建成工业4.0智能制造基地，年产能达110万台，依托MES系统实现全流程智能化生产。以集成灶为核心，布局集成水槽、洗碗机、全屋净水等全系厨电，打造一体化厨房解决方案；拥有2000家经销商、4000+销售终端，渠道覆盖线上线下并拓展至国际市场，品牌影响力、市占率等维度持续领跑行业。

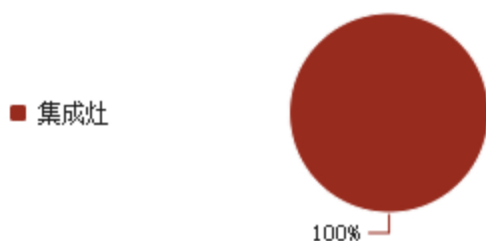
2. 业务介绍

对于浙江美大公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

集成灶：

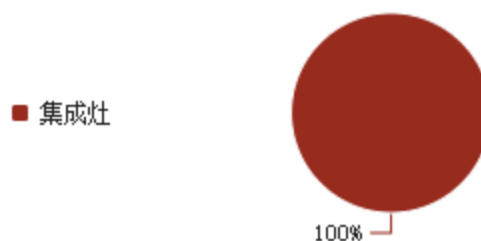
集成灶业务是公司的核心支柱，核心技术包括后置油烟分离、双变频、AI智能蒸烤算法等浙江美大。产品矩阵涵盖蒸烤一体（65L）、蒸烤分体（90L）、消毒柜款及2024年创新下排烹饪中心，实现模块化集成与全嵌式设计。我们对该业务的市场定义为国内市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

浙江美大以集成灶为核心构建研发+制造+经销的闭环商业模式。研发端聚焦核心技术攻关，手握200余项专利且牵头行业标准制定，持续迭代产品；制造端依托工业4.0智能基地，实现110万台年产能的智能化、规模化生产，保障品控与交付；经销端布局2000家经销商、4000+销售终端，线上线下联动，辅以先款后货模式，实现研发成果快速落地、产品高效触达市场，形成全链路竞争优势。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度较高。固定资产为优质工业4.0智能生产基地，资产运营效率优异。坚持“先款后货”结算模式，应收账款占比始终处于低位，虽行业低迷期现金流短期承压，但资金链安全可控，资产质量与抗风险能力突出。

3.2 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司的客户集中度极低，2024年前五大客户营收占比仅6.24%，无单一客户依赖风险，依托2000家经销商、4000+销售终端实现线上线下全渠道协同。

3.3 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司的供应商集中度较高，高于行业平均水平。这源于公司聚焦集成灶核心部件品质把控，通过集中采购实现规模效应与成本管控。该模式虽降本提效，但存在核心供应商供货中断等潜在风险。公司已搭建多元供应链并通过系统管控库存，分散供应链风险。

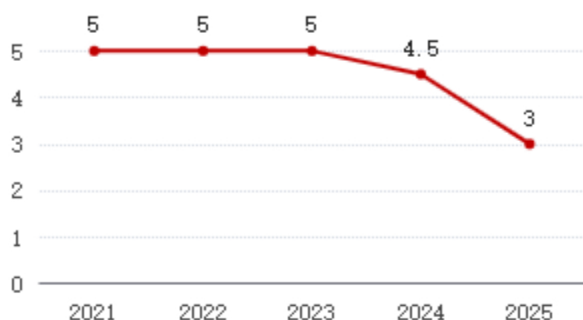
4. 历史经营绩效

公司的成长能力较差，盈利能力和股东回报能力相对较好。成长能力较差主要是由于近年来房地产不景气，对于集成灶行业的影响较大。股东回报能力较好主要是由于近年来分红比例均超过50%，公司较为注重股东回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来的盈利能力呈现下降的趋势。2021年盈利指标创历史新高，受益于行业高景气；2022-2023年受房地产下行、行业竞争加剧影响温和下滑；2024-2025年加速恶化，核心原因是地产低迷致新房装修需求萎缩，集成灶作为地产后周期产品受显著冲击，叠加行业竞争白热化引发价格战压缩利润、规模效应减弱推高单位成本，进一步侵蚀利润。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



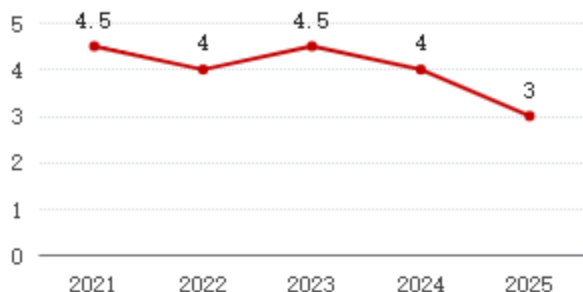
数据来源：公司财报，壹评级

公司近年的成长能力大幅下滑，主要是由于地产持续低迷拖累新房装修需求，集成灶作为后周期产品受显著冲击；叠加行业竞争加剧、价格战压缩市场，公司研发投入下滑、新品迭代慢，且消费信心不足致高单价产品需求受阻，规模效应丧失进一步拖累成长。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



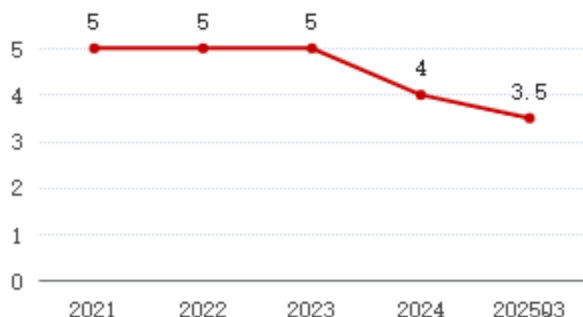
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史业务控制能力处于中等偏上。2021年行业高景气，公司作为龙头对上下游议价力强，严格执行先款后货，资金回笼顺畅；2022年后受地产低迷、行业竞争及原材料涨价影响，上下游议价力微降，对部分经销商放宽账期，合同负债下滑。现金流随营收走弱逐步承压，2025年前三季度转负，核心因营收腰斩致现金回笼不足，不过公司无有息负债，供应链与资金链整体仍可控。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近年来现金分红比例均稳定高于50%，持续为股东创造现金回报。但2024年之后，受行业低迷、市场竞争加剧等因素影响，公司盈利端承压明显，盈利规模大幅收缩，盈利压力下分红金额也随之缩量。

5. 四维评级

公司的成长空间与盈利趋势星级较低，主要是受到房地产行业不景气的影响下，集成灶行业较为低迷，行业呈现萎缩的状态。原材料上涨的背景下，对于公司的盈利能力将产生较大的不利影响。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间较低，主要由于一方面，集成灶作为典型的地产后周期品类，行业需求与新房装修高度绑定，当前房地产行业持续低迷，新房交付及装修需求疲软，直接拖累集成灶行业整体需求增长，成为公司成长的核心掣肘；另一方面，厨电本身属于成熟的传统制造行业，行业发展已步入存量竞争阶段，整体增量空间有限，未来增长的天花板相对较低。

集成灶(2星):

该业务未来的成长空间较低，主要是由于该品类高度绑定新房前装需求，房地产持续低迷致核心需求萎缩，且集成灶尚未到集中焕新周期，旧改政策拉动效果有限。叠加行业竞争白热化，价格战持续压缩盈利与增长空间，行业整体零售额大幅下滑，而公司新品迭代节奏偏缓，在存量竞争中难形成新增长极，增长天花板显著。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势星级较低，主要是由于行业竞争加剧，未来预计产品仍有降价的空间，叠加上游原材料成本高企，将对公司的盈利能力产生较大的负面影响。

集成灶(1星):

该业务的盈利趋势较差，主要是由于集成灶行业竞争日趋白热化，未来产品仍存在降价预期，叠加上游原材料成本高企的双重压力，二者将对公司的盈利能力形成显著的负面影响。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司当前的产业格局处于中等偏上水平，公司凭借多年的技术、品牌与渠道积淀，仍然处于行业内的龙头公司。

集成灶(3星):

该业务的产业格局中处于中等偏上水平，依托多年来在技术研发、品牌建设与渠道布局上的深厚积淀，公司依旧稳固占据行业龙头的地位，该市场CR3的集中度高高于50%。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河偏弱，集成灶行业准入门槛较低，吸引美的、老板等传统家电及厨电企业入局，市场竞争白热化，公司先发优势持续被稀释。虽握有核心专利，但行业技术同质化严重，核心功能易被仿造，且公司线上营销、新品推广节奏慢于竞品，价格战下定价权有所弱化，龙头份额优势逐步收窄，难以形成长期且难以突破的竞争壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
集成灶	(3星) 该业务的护城河宽度一般。其经壹评级调整的ROE为19.3%，经壹评级调整的ROIC为18.8%，超额收益不高。该业务处于行业龙二地位，业务控制能力和盈利质量较好。	(2星) 该业务的护城河可持续性较差，主要具备一定的品牌和渠道护城河。集成灶行业准入门槛低，美的、老板等传统厨电企业入局加剧市场竞争，公司先发优势持续稀释。虽持有核心专利，但行业技术同质化严重、核心功能易被仿造，且公司线上营销、新品推广节奏慢于竞品，价格战下定价权弱化，龙头份额逐步收窄，护城河有被进一步侵蚀的可能性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于房地产将逐步触底企稳，以及公司积极探索多渠道多形式的矩阵式营销，预计2026年之后公司的收入和业绩将逐步企稳的假设，根据壹评级的ddm模型和动态估值模型，公司当前处于高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主营业务是集成灶，我们对其进行盈利预测并估值。

业务1：集成灶

收入预测：

2025年集成灶行业进入结构性调整阶段，市场需求疲软导致零售额同比下滑，公司集成灶收入随行业承压，预计同比下降40%。后续来看，2026年能效新国标正式实施，将淘汰行业内低效产能、优化竞争格局，叠加开放式厨房政策推广倒逼存量置换与新增需求释放，行业有望逐步复苏。基于此，我们预计公司2025-2029 年集成灶业务收入同比增速分别为-40%/+5%/+5%/+5%/+5%，逐步实现稳健增长。

盈利能力假设：

2025年受行业价格战加剧、营收规模收缩影响，规模效应减弱进一步拖累毛利率，公司该业务毛利率出现阶段性下滑；后续随着大宗原材料价格波动收窄、成本端压力持续缓解，叠加公司高端新品持续放量、产品结构持续优化升级，毛利率将呈现逐年回升态势并企稳至37%左右。费用端来看，公司内部运营管理效率保持稳定，销售、管理等各项费用率基本保持平稳未出现明显波动。综合多方面因素判断，我们预计中长期内公司归母净利率将稳定维持在8%左右的水平。

表2：公司整体业绩预测

浙江美大	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	18.3	16.7	8.8	5.3	5.5	5.8	6.1	6.5
归母净利润(亿)	4.5	4.6	1.1	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
归母净利润增速(%)	-32.0	2.7	-76.2	-60.8	1.5	5.9	5.9	6.9
经营性净利润(亿)	4.1	4.4	1.0	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
经营性净利润增速(%)	-34.3	7.1	-78.4	-54.6	1.5	5.9	5.9	6.9
经营性归母净利润(亿)	4.1	4.4	1.0	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
经营性归母净利润增速(%)	-34.3	7.1	-78.2	-55.1	1.5	5.9	5.9	6.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

集成灶	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	18.3	16.7	8.8	5.3	5.5	5.8	6.1	6.5
收入增速(%)	-15.2	-8.8	-47.5	-40.0	5.0	5.0	5.0	6.0
经营性净利润(亿)	4.1	4.4	1.0	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
经营性净利率(%)	22.5	26.4	10.9	8.2	8.0	8.0	8.1	8.2
经营性净利润增速(%)	-34.3	7.1	-78.4	-54.6	1.5	5.9	5.9	6.9

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
集成灶	3.6%	中低	较好	一般	8.5%	11.42	0.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
集成灶(亿)	4.9	4.2	9.1	8.8	-	-	17.8
公司整体测算(亿)	4.9	4.2	9.1	8.8	-	-	17.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
集成灶(亿)	7.5	2.3	9.8	8.8	-	-	18.5
公司整体测算(亿)	7.5	2.3	9.8	8.8	-	-	18.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

我们认为浙江美大的收入和盈利能力的可预测性较差。一方面集成灶行业复苏节奏存在不确定性，直接影响公司营收增长；另一方面原材料价格波动、市场竞争格局变化仍存变数，对公司盈利水平的扰动尚未消除。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。