

## 爱仕达 (002403)

公司研究/调研报告

# 期待销售模式的转变

—爱仕达 (002403) 调研简报

民生精品---调研报告/家电行业

2011年 05月 19日

## 一、事件概述

5月18日我们调研了爱仕达 (002403)，了解了公司目前生产经营的有关情况。

## 二、分析与判断

### ► 炊具产能进一步扩大，小家电项目稳步开展

2010年公司完成750万台无烟锅项目的投产，使公司的炊具产能提升至3,800万台；预计到2012年中期，公司500万台不锈钢及复合板炊具技改项目将顺利完成，届时炊具总产能将提升至4,300万台。小家电项目实施生产地点变更后，目前新厂区处于厂房设计阶段，进度符合预期。

### ► 直营模式未来将让位于代理模式，新兴渠道业绩喜人

目前公司的销售占比为直营65%，代理35%。公司毛利水平较好，突出问题在于内销市场的直营模式承担过多终端费用，导致费用率过高，拉开了与苏泊尔的差距。未来公司将逐步调整销售模式，将直营比重向代理倾斜，实现内销市场中代理60%，直营30%，新兴渠道10%的比重构成。2010年公司新兴渠道业绩喜人，已经接近内销10%，其中集团客户收入约6,000万，网络及电视购物收入合计约3,000万。我们判断，2011年新兴渠道收入超过1亿元不难实现。

### ► 借助日日顺渠道开拓三四级市场

公司对三四级市场的开拓思路为日日顺+代理商+直营并举。日日顺对公司三四级市场开拓发挥重大作用，形成于苏泊尔的差异化竞争。2010年下半年公司与日日顺总部开展合作，截至2010年底，公司进驻到日日顺的有效终端（提货金额>2万元）超过300家，实现收入2,000万元；2011年1-4月，公司继续新增了130家有效终端的进驻，全部终端已实现收入1,300万元。我们看好公司与日日顺在总部层面的对接合作，2011年全年有望实现收入超过5,000万元。代理和直营方面，公司目前专卖店数量<20家，开发速度也低于预期。

### ► 人工成本仍有改善空间，小家电欲从出口市场突破

产品设计开发能力强，批量化生产过程中对生产流程和生产效率仍有可改善空间，公司计划2011年加强现场生产管理，从而降低人工成本。此外，在相对较弱的小家电业务上公司希望借助出口市场有所突破。

## 三、盈利预测与投资建议

短期内我们期待公司募投项目进展加快，中长期关注公司销售模式的转变。首次给予公司“中性”评级，预计2011~2013年EPS分别为0.36元、0.45元与0.58元，对应当前股价PE为41、33与26倍，目标价格为16元。

## 四、风险提示：

对步步高资产的收购慢于预期；销售费用改善缓慢。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2010A   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 2,050   | 2,499  | 2,999  | 3,598  |
| 增长率 (%)          | 28.96%  | 21.87% | 20.00% | 20.00% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 62      | 87     | 109    | 139    |
| 增长率 (%)          | -25.75% | 40.23% | 24.36% | 28.12% |
| 每股收益 (元)         | 0.29    | 0.36   | 0.45   | 0.58   |
| PE               | 52.03   | 41.49  | 33.37  | 26.04  |
| PB               | 2.31    | 2.25   | 2.15   | 2.04   |

资料来源：民生证券研究所

中性

首次评级

合理估值：16元

### 交易数据 (2011-05-18)

|            |             |
|------------|-------------|
| 收盘价 (元)    | 15.09       |
| 近12个月最高/最低 | 19.14/14.83 |
| 总股本 (百万股)  | 240         |
| 流通股本 (百万股) | 92          |
| 流通股比例%     | 38          |
| 总市值 (亿元)   | 36          |
| 流通市值 (亿元)  | 14          |

### 该股与沪深300一年走势比较



### 分析师

分析师：王莺

执业证书编号：S0100510120001

联系人：刘静

电话：(8610)8512 7819

Email: liujing\_yjs@mszq.com

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表          |         |        |        |        |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| 项目 (百万元)     | 2010A   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 一、营业总收入      | 2,050   | 2,499  | 2,999  | 3,598  |
| 减：营业成本       | 1,462   | 1,783  | 2,140  | 2,568  |
| 营业税金及附加      | 13      | 16     | 19     | 23     |
| 销售费用         | 368     | 455    | 538    | 636    |
| 管理费用         | 111     | 136    | 163    | 195    |
| 财务费用         | 18      | 6      | 10     | 10     |
| 资产减值损失       | 3       | 0      | 0      | 0      |
| 加：投资收益       | (1)     | (1)    | (1)    | (1)    |
| 二、营业利润       | 73      | 103    | 128    | 165    |
| 加：营业外收支净额    | 2       | 2      | 2      | 2      |
| 三、利润总额       | 75      | 105    | 130    | 167    |
| 减：所得税费用      | 8       | 11     | 13     | 17     |
| 四、净利润        | 67      | 94     | 117    | 150    |
| 归属于母公司的利润    | 62      | 87     | 109    | 139    |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.29    | 0.36   | 0.45   | 0.58   |
| 主要财务指标       |         |        |        |        |
| 项目           | 2010A   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| EV/EBITDA    | 0.00    | 28.60  | 24.45  | 20.91  |
| 成长能力:        |         |        |        |        |
| 营业收入同比       | 28.96%  | 21.87% | 20.00% | 20.00% |
| 营业利润同比       | -29.3%  | 41.6%  | 24.8%  | 28.6%  |
| 净利润同比        | -24.19% | 40.23% | 24.4%  | 28.1%  |
| 营运能力:        |         |        |        |        |
| 应收账款周转率      | 5.20    | 5.45   | 5.41   | 5.41   |
| 存货周转率        | 4.12    | 4.04   | 4.11   | 4.23   |
| 总资产周转率       | 1.19    | 1.13   | 1.23   | 1.36   |
| 盈利能力与收益质量:   |         |        |        |        |
| 毛利率          | 28.7%   | 28.6%  | 28.6%  | 28.6%  |
| 净利率          | 3.0%    | 3.5%   | 3.6%   | 3.9%   |
| 总资产净利率 ROA   | 3.9%    | 4.3%   | 4.8%   | 5.6%   |
| 净资产收益率 ROE   | 6.8%    | 5.9%   | 7.1%   | 8.6%   |
| 资本结构与偿债能力:   |         |        |        |        |
| 流动比率         | 3.31    | 3.58   | 3.25   | 3.01   |
| 资产负债率        | 24.6%   | 31.1%  | 33.5%  | 35.8%  |
| 长期借款/总负债     | 0.0%    | 24.7%  | 21.2%  | 18.2%  |
| 每股指标 (元)     |         |        |        |        |
| 每股收益         | 0.29    | 0.36   | 0.45   | 0.58   |
| 每股经营现金流量     | (0.66)  | (0.07) | 0.05   | 0.07   |
| 每股净资产        | 6.52    | 6.71   | 7.02   | 7.41   |

资料来源：民生证券研究所

| 资产负债表     |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)  | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 货币资金      | 479   | 513   | 472   | 423   |
| 应收票据      | 30    | 36    | 44    | 52    |
| 应收账款      | 413   | 503   | 604   | 725   |
| 预付账款      | 146   | 178   | 214   | 257   |
| 其他应收款     | 17    | 20    | 24    | 29    |
| 存货        | 566   | 673   | 786   | 917   |
| 其他流动资产    | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 流动资产合计    | 1,653 | 1,926 | 2,145 | 2,404 |
| 长期股权投资    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 331   | 339   | 321   | 303   |
| 在建工程      | 10    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产      | 67    | 61    | 54    | 47    |
| 其他非流动资产   | 14    | 14    | 14    | 14    |
| 非流动资产合计   | 423   | 414   | 389   | 364   |
| 资产总计      | 2,076 | 2,339 | 2,534 | 2,769 |
| 短期借款      | 60    | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据      | 106   | 130   | 156   | 187   |
| 应付账款      | 305   | 372   | 447   | 536   |
| 预收账款      | 29    | 36    | 43    | 51    |
| 其他应付款     | 5     | 6     | 7     | 7     |
| 应交税费      | (29)  | (31)  | (22)  | (15)  |
| 其他流动负债    | 22    | 26    | 29    | 34    |
| 流动负债合计    | 500   | 538   | 659   | 800   |
| 长期借款      | 0     | 180   | 180   | 180   |
| 其他非流动负债   | 11    | 11    | 11    | 11    |
| 非流动负债合计   | 11    | 191   | 191   | 191   |
| 负债合计      | 511   | 728   | 850   | 990   |
| 股本        | 240   | 240   | 240   | 240   |
| 资本公积      | 1,053 | 1,053 | 1,053 | 1,053 |
| 留存收益      | 248   | 288   | 353   | 436   |
| 少数股东权益    | 24    | 31    | 39    | 50    |
| 所有者权益合计   | 1,565 | 1,611 | 1,684 | 1,778 |
| 负债和股东权益合计 | 2,076 | 2,339 | 2,534 | 2,769 |

| 现金流量表     |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)  | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流量  | (159) | (16)  | 13    | 17    |
| 投资活动现金流量  | (87)  | (16)  | (1)   | (1)   |
| 筹资活动现金流量  | 611   | 66    | (53)  | (65)  |
| 现金及等价物净增加 | 364   | 34    | (41)  | (49)  |

## 分析师与行业专家简介

**王莺**，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

**刘静**，中国人民大学会计学硕士，11年加盟民生证券研究所，从事家电行业及上市公司研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                           |
|----------------------------------------------|------|------------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上          |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间  |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上          |
| 行业评级标准                                       |      |                              |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上           |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上           |

## 机构销售

| 销售  | 负责区域 | 电话            | 手机          | 邮箱                  |
|-----|------|---------------|-------------|---------------------|
| 尹璠  | 北京   | 010-85127761  | 18611738655 | yintang@mszq.com    |
| 郭明  | 北京   | 010-85127762  | 18601357268 | guomingyjs@mszq.com |
| 平柯  | 上海   | 021-68885772  | 13818133101 | pingke@mszq.com     |
| 朱光宇 | 上海   | 021-68885773  | 18601666368 | zhuguangyu@mszq.com |
| 李潇  | 广深   | 0755-22662095 | 13631517757 | lixiao@mszq.com     |
| 许力平 | 广深   | 0755-22662071 | 18601368846 | xuliping@mszq.com   |
| 韦珂嘉 | 广深   | 0755-22662071 | 13701050353 | weikejia@mszq.com   |

## 民生证券研究所：

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。