

强烈推荐-A (维持)

惠达卫浴 603385.SH

目标估值: N.A.
当前股价: 14.49 元
2020年07月06日

工程客户战略升级, 零售品类顺利扩容

基础数据

上证综指	3333
总股本(万股)	36940
已上市流通股(万股)	36940
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	54
每股净资产(MRQ)	9.3
ROE(TTM)	8.9
资产负债率	28.0%
主要股东	王惠文
主要股东持股比例	17.14%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《惠达卫浴(603385)——碧桂园战投入股, 大宗业务未来可期》
2020-05-23

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

建议重视公司大宗业务逻辑, 引入碧桂园战投从产品合作升级资本合作, 有望加快房企开发进展。零售业务凭借全品类优势预期稳增, 预计 2020~2021 年净利增长 15%、22%, 目前股价对应 20 年 PE 为 14x, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- 卫浴行业精装化、品牌化、智能化大势所趋。在国内精装修渗透率快速提升、零售端销售增长乏力的背景下, 家居建材行业工程渠道也迎来快速发展期。而相比于发达国家 80%的精装修水平, 我国 2019 年 32%的精装修比例仍有较大提升空间, 我们认为, 未来 5~10 年精装赛道仍是卫浴行业的最主要亮点之一。而长期来看, 市场份额有望持续向龙头企业集中, 同时智能家居逐步普及也有望促进智能卫浴的发展。
- 工程渠道放量, 产品合作率先升级资本合作, 房企开发进度预期超前。公司工程渠道于 18 年发力并快速放量, 19 年大宗营收 7.3 亿元, 收入占比 23%。与同行企业相比, 公司率先引入碧桂园战略投资, 与核心客户深度绑定, 预计此次合作将进一步形成示范效应, 加快其他房企开发进展, 打造业务壁垒。同时, 公司积极布局整体卫浴市场, 产能逐步投放后有望再添规模贡献。
- 品类扩张覆盖更多客户群, 支撑零售渠道稳步发展。公司作为卫生陶瓷行业四大龙头之一, 依赖长期的品质积淀持续提升品牌形象和认可度, 产品种类涵盖卫浴全系列产品, 2019 年卫生陶瓷/五金洁具/陶瓷砖/浴室柜营收占比分别为 54%/15%/13%/8%。截至 2019 年底, 公司拥有境内门店 2963 家, 而丰富的品类结构使公司在门店扩张的同时, 满足各层面客户的不同需求, 近年单店提货额持续提升, 支撑传统零售渠道稳步发展。
- 工程渠道主驱动, 估值优势显著, 维持“强烈推荐-A”投资评级。未来随着公司精益化管理的进一步深化推进, 预计整体经营效率仍有提升空间。预计 2020~2021 年归母净利润分别为 3.8 亿元、4.64 亿元, 同比分别增长 15%、22%, 目前股价对应 2020 年 PE 为 14x, 明显低于行业平均 22x 的估值水平, 维持“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示: 房企合作进度不达预期、疫情二次爆发影响消费需求。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	2900	3210	3709	4595	5549
同比增长	6%	11%	16%	24%	21%
营业利润(百万元)	292	420	493	604	727
同比增长	-1%	44%	18%	22%	20%
净利润(百万元)	239	329	380	464	557
同比增长	5%	38%	15%	22%	20%
每股收益(元)	0.65	0.89	1.03	1.25	1.51
PE	22.4	16.3	14.1	11.5	9.6
PB	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一 公司基本情况.....	4
1.1 规模稳定扩张，出售达丰焦化聚焦主业	4
1.2 毛利率提升，费用率维持稳定.....	5
二 行业趋势：中短期亮点看精装，长期集中度提升	6
2.1 精装修趋势推动卫浴工程行业快速发展	6
2.2 卫生陶瓷行业平稳，有望进一步向龙头集中	9
2.3 国内智能卫浴市场逐步兴起	10
三 业务变革顺势而为	11
3.1 工程渠道放量、品类扩张进行时	11
3.1.1 工程渠道已成为公司增长主驱动	11
3.1.2 整装卫浴有望精装赛道再提速.....	12
3.1.3 品类顺利扩容覆盖更多客户群.....	13
3.2 从产品合作到资本合作，房企开发进度超前.....	14
四 盈利预测与投资建议.....	15
五 风险因素	17

图表目录

图 1： 近年收入规模稳步增长	4
图 2： 内销占比持续提升.....	4
图 3： 净利润受投资收益影响有所波动.....	5
图 4： 剔除投资收益后利润波动减小	5
图 5： 2019 年毛利率明显提升.....	5
图 6： 销售费用率有所增加、管理费用率稳定.....	6
图 7： 净利率整体呈提升态势	6
图 8： 预计 2020 年精装修渗透率升至 37%	6
图 9： 国内长期精装修比率有望向发达国家看齐	6
图 10： 装配式装修运用场景	7
图 11： 2019 年新开工装配式建筑面积增 45%.....	8
图 12： 2019 年装配式装修行业产值达 908 亿元	8

图 13: 近年卫生陶瓷行业产量基本稳定.....	9
图 14: 瓷砖行业集中度 CR5 不到 5%.....	9
图 15: 国内卫生洁具行业较为集中.....	10
图 16: 2018 年智能家居行业规模接近 4000 亿元.....	10
图 17: 智能家居主要销售在于工程渠道.....	10
图 18: 近两年工程渠道销售占比明显提升.....	11
图 19: 2019 年大宗业务收入同比增长 36%.....	11
图 20: 工程渠道毛利率高于综合毛利率.....	12
图 21: 公司整体卫浴产品效果图.....	13
图 22: 惠达卫浴品类结构丰富.....	13
图 23: 门店数量和单店提货额稳步提升.....	14
图 24: 碧桂园和惠达卫浴合作签约.....	15
图 25: 2016 年碧桂园占公司工程渠道收入 70%.....	15
图 26: 惠达卫浴历史 PE Band.....	17
图 27: 惠达卫浴历史 PB Band.....	17
表 1: 精装瓷砖、整装卫浴市场规模测算.....	8
表 2: 盈利预测表.....	16
表 3: 行业可比公司平均估值在 2020 年 21x.....	16
表 4: 业绩多季度回顾, 各项财务指标均稳定增长.....	16
附: 财务预测表.....	19

一 公司基本情况

惠达卫浴肇始于 1982 年，位于素有“北方瓷都”之称的河北唐山，主要产品为卫生洁具、陶瓷砖和整体卫浴，其中卫生洁具包括卫生陶瓷、五金洁具、浴缸、淋浴房和浴室柜，陶瓷砖包括内墙砖和地砖等。公司产品品类丰富，涉足卫浴全品类，目前拥有“惠达”、“杜菲尼”两大自有核心品牌，并建立了国内外成熟的营销网络，是我国国内厂商中卫生陶瓷四大龙头企业之一。

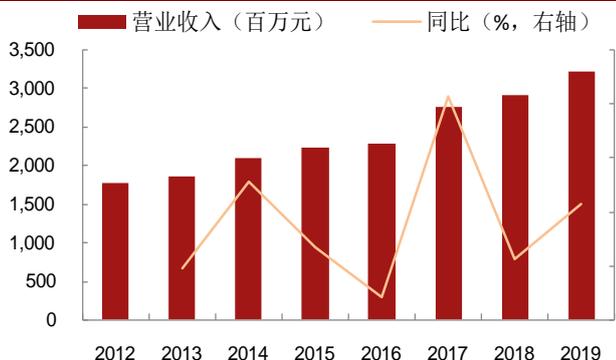
1.1 规模稳定扩张，出售达丰焦化聚焦主业

在 2012-2019 年期间，公司营业收入 CAGR 为 8.8%，基本维持平稳增长态势。2019 年，公司实现营业收入 32.1 亿元，同比增长 10.7%。其中，国内地区是公司主要销售来源，且近年收入占比持续增加，内销收入占比从 2012 年的 61.4% 提升至 2019 年的 72.3%，国外销售占比从 2012 年 37.6% 降至 2019 年 26.8%。2020 年 Q1，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业收入 4.96 亿元，同比下降 24.44%，归母净利润 2876.89 万元，同比下降 45.72%。

过往利润端波动较大，2019 年出售达丰焦化 40% 股权，聚焦主业。2016 年以前，公司利润波动较大，主要原因有二：一是人民币汇率波动、上游原材料价格变化、以及销量扩张等因素，影响公司毛利率变化；另一方面，公司持有达丰焦化 40% 的股权，由于行业属性导致净利润波动较大，从而影响惠达卫浴的投资收益。

为了进一步聚焦卫浴主业，提高运营效率，降低管理成本，同时考虑到煤焦化企业受宏观经济及行业周期性影响较大，2019 年公司将持有的达丰焦化 40% 股权以约 4814 万元的价格转让给东华钢铁。此外，东华钢铁代达丰焦化向公司支付达丰焦化尚欠公司应付股利 3.52 亿元，合计东华钢铁需以现金方式向公司支付 4.00 亿元。此次交易完成后，对公司 2019 年度净利润增厚 0.54 亿元，同时将有助于公司改善现金流，聚焦更多资源全力投入卫浴主业，降低管理成本、提升运营效率等。

图 1：近年收入规模稳步增长



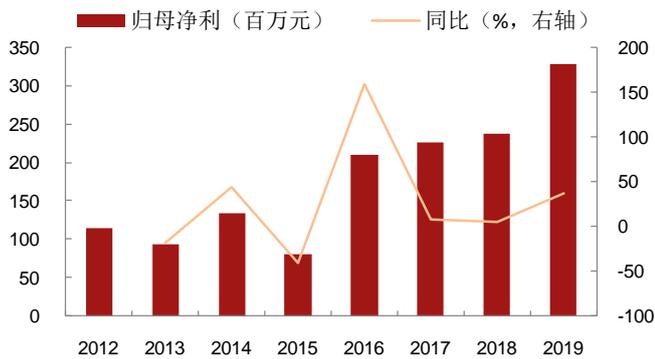
资料来源：公司资料，招商证券

图 2：内销占比持续提升



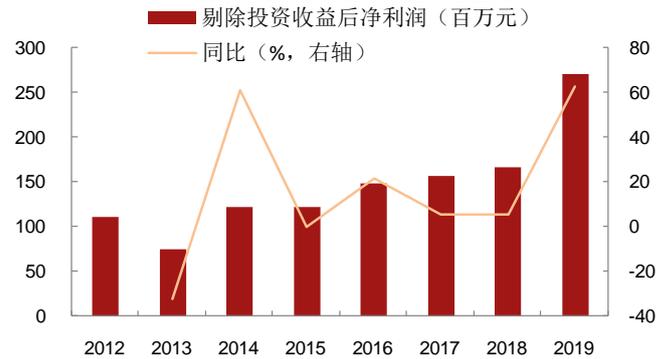
资料来源：公司资料，招商证券

图 3：净利润受投资收益影响有所波动



资料来源：公司资料，招商证券

图 4：剔除投资收益后利润波动减小

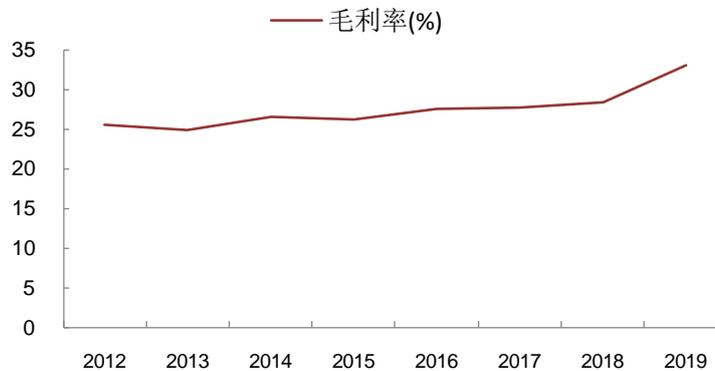


资料来源：公司资料，招商证券

1.2 毛利率提升，费用率维持稳定

2016 年以前，公司毛利率在 25%-27% 之间窄幅波动，一方面受到原材料价格波动影响，原纸材料、智能坐便盖、泥原料、釉原料和铜锭等主要原材料占比均衡，不存在单一主料。另一方面销售渠道上，公司直销销售方式的流通环节少，毛利率较经销商渠道高。2017~2019 年，毛利率呈现稳定提升态势，2019 年公司毛利率大幅提升 4.68pct 至 33%，主要因生产技术改造以及自动化建设带来的生产效率改善，以及毛利率相对略高的工程渠道销售占比增加所致。

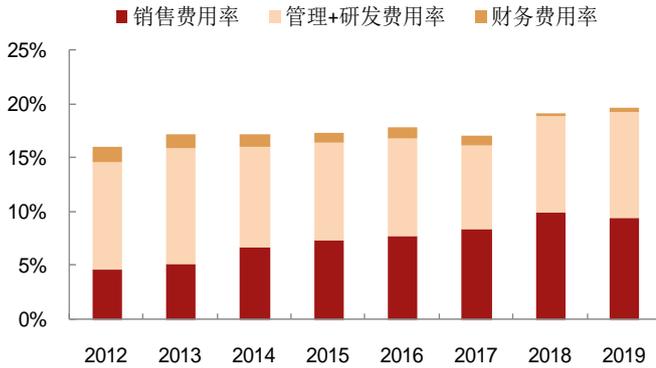
图 1：2019 年毛利率明显提升



资料来源：公司资料，招商证券

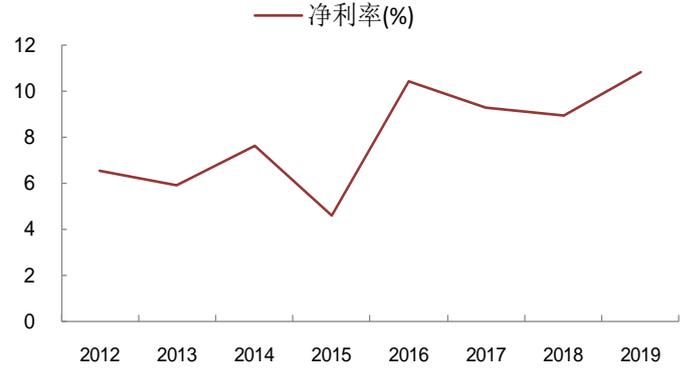
费用结构方面，近年来公司管理费用率基本稳定在 9%-10%，上市后财务费用率明显降低，财务费用率从 2016 年以前的 1%~1.5%，近两年下降至 0.5% 以内。同时，公司的销售费用率逐年上升，销售费用率的上涨主要源于公司近年来不断地在广告方面的投入和销售渠道上的发力，导致公司的广告费、运输费、职工薪酬和经销商让利四个方面的上升幅度较大。2019 年公司净利率 10.79%，同比提升 1.85pct，达近年来最高水平。

图 2：销售费用率有所增加、管理费用率稳定



资料来源：公司资料，招商证券

图 3：净利率整体呈提升态势



资料来源：公司资料，招商证券

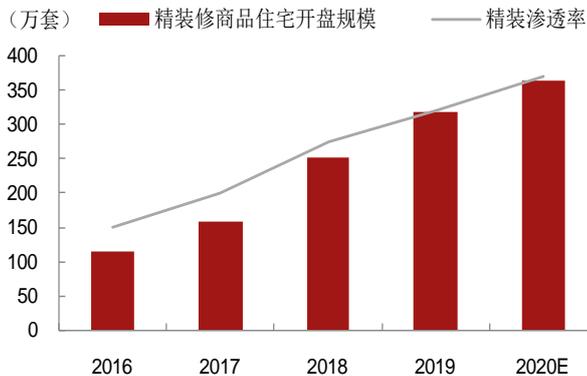
二 行业趋势：中短期亮点看精装，长期集中度提升

近年来，在国内精装修渗透率快速提升、零售端销售增长乏力的背景下，家居建材行业工程渠道也迎来快速发展期。而相比于发达国家，我国精装修比例仍有较大提升空间，我们认为，未来 5~10 年精装赛道仍是卫浴行业的最主要亮点之一。而长期来看，市场份额有望持续向龙头企业集中，同时智能家居逐步普及也有望促进智能卫浴的发展。

2.1 精装修趋势推动卫浴工程行业快速发展

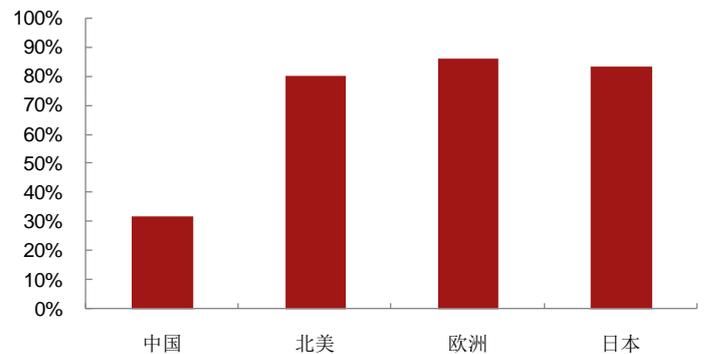
国内精装交付渗透率快速提升，仍有较大提升空间。在中央与地方政府鼓励住宅产业化与全装修政策的推动下，2016 年起，国内地产行业也迎来了政策推动的住宅全装修、成品交付时代。2017 年住建部印发的《建筑业发展十三五规划》明确提出，至 2020 年我国新开工全装修成品住宅目标比例达到 30%。据奥维云网地产大数据监测显示，2019 年全国精装开盘规模为 319 万套，精装修率为 32%，奥维云网预计 2020 年全国精装开盘规模约 365 万套，对应精装修比率升至 37% 左右，且预计至 2029 年全国精装修比率可升至 80%，基本接近发达国家精装修率水平。

图 8：预计 2020 年精装修渗透率升至 37%



资料来源：奥维云网、招商证券

图 9：国内长期精装修比率有望向发达国家看齐

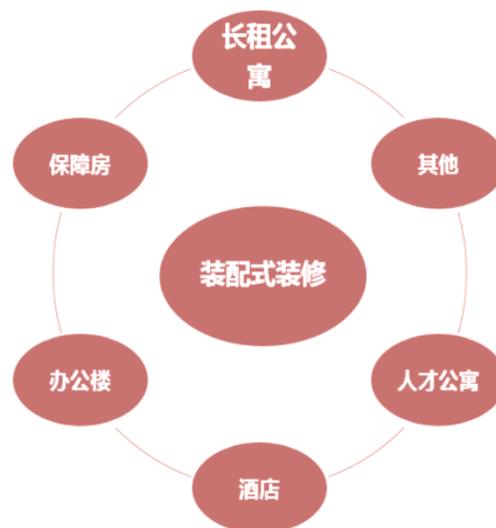


资料来源：奥维云网、招商证券

政策东风推动装配式卫浴兴起，未来有望逐步向住宅市场渗透。装配式建筑主要通过标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用等来提高建筑品质，提升居住的健康舒适环境。虽然从 90 年代开始，装配式建筑已逐步应用在少量房地产和经济型连锁酒店，但由于国内的建筑非标化程度较高，而装配式建筑对标准化的要求又比较高，一直尚未大范围普及。

2019 年，随着我国建筑工业化程度进一步提高，装配式建筑发展良好，作为工业化装配式住宅典型部品的整体卫浴迎来了政策层面的利好。《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》和《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》。为促进国内装配式建筑的全面发展，进一步明确阶段性工作目标：到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上。近年来，以万科、恒大、碧桂园、绿地等为代表的一线地产商开始推行装配式装修，并由以往以长租公寓、酒店为主要场景开始逐步进入住宅领域。

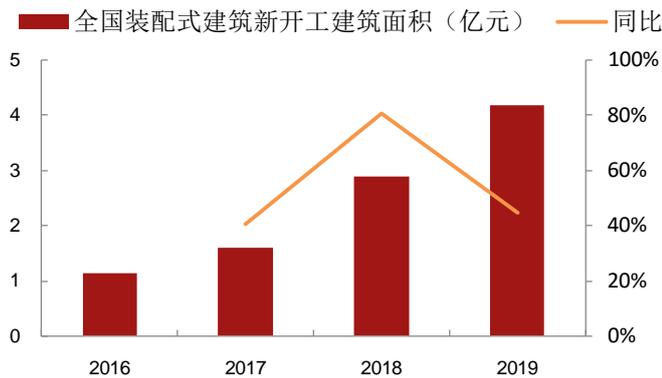
图 4：装配式装修运用场景



资料来源：智研咨询，招商证券

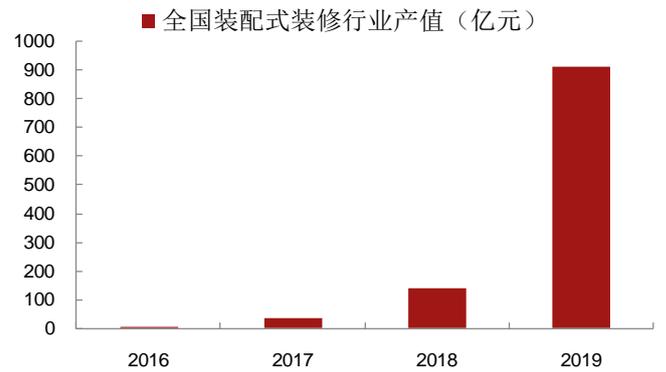
近年全国新开工装配式建筑面积、行业产值持续高增。智研咨询报告显示，2019 年全国新开工装配式建筑 4.2 亿 m^2 ，同比增长 45%，占新建建筑面积的比例约 13.4%，且近 4 年年均复合增长率为 54%。从行业产值来看，2016 年我国装配式装修行业产值 3.9 亿元，至 2019 年装配式装修行业产值已达 908.4 亿元，较 2018 年大幅增长 557%，近 4 年年均复合增长率 515%。

图 5：2019 年新开工装配式建筑面积增 45%



资料来源：智研咨询，招商证券

图 6：2019 年装配式装修行业产值达 908 亿元



资料来源：智研咨询，招商证券

精装渗透率提升有望带动瓷砖精装、整装卫浴市场规模扩容。假设长期全国年均开盘规模稳定在 1400 万套，至 2029 年精装修比例提升至 80%，则我们测算得到国内精装瓷砖市场的长期规模约 336 亿元，较 2019 年的市场规模预期 3 倍以上，仍有较大提升空间。从整装卫浴市场来看，公寓式整装卫浴由于单价偏低、增长平稳，预计未来规模稳定发展；住宅式整装卫浴渗透率具备较大提升空间，假设以年均 2pct 的提升速度至 2029 年住宅市场整装卫浴渗透率达 20%，则对应住宅整装卫浴规模 179 亿元。

表 1：精装瓷砖、整装卫浴市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2029E
全国开盘规模 (万套)	685	769	791	920	997	986	1036	1400
同比		12.3%	2.8%	16.3%	8.4%	-1.0%	5.0%	
精装修套数 (万套)	82	115	158	253	319	365	435	1120
精装整体渗透率	12.0%	15%	20%	28%	32%	37%	42%	80%
瓷砖								
精装配套率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
精装瓷砖户数 (万套)	82	115	158	253	319	365	435	1120
户均用砖面积 (平方米)	75	75	75	75	75	75	75	75
精装瓷砖单价 (元/平方米)	40	40	40	40	40	40	40	40
精装瓷砖市场规模 (亿元)	25	35	47	76	96	110	131	336
同比		40%	37%	60%	26%	14%	19%	
住宅整装卫浴								
平均每户卫生间数量 (个)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
住宅整装卫浴单价 (万元/个)	0.60	0.60	0.60	0.60	0.65	0.70	0.75	0.80
渗透率	1%	2%	3%	4%	6%	8%	10%	20%
住宅整装卫浴市场规模 (亿元)	0	1	3	6	12	20	33	179
同比		181%	106%	113%	105%	64%	60%	
公寓整装卫浴								
数量 (万套)	30	31	31	32	32	33	34	38
公寓整装卫浴单价 (万元/个)	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
公寓整装卫浴市场规模 (亿元)	12	12	12	13	13	13	14	15
同比		2%	2%	2%	2%	2%	2%	

资料来源：Wind、奥维云网、公司资料、招商证券

2.2 卫生陶瓷行业平稳，有望进一步向龙头集中

我国是世界上最大的卫生陶瓷生产国和消费国，但近年来生产量变化不大。据国家统计局数据显示，2018 年我国卫生陶瓷总产量为 2.07 亿件，同比小幅增长 1.04%。相比于 2008~2011 年期间双位数的年均增长水平，2013 年以来我国卫生陶瓷生产量基本处于低速增长状态，整体年产量稳定在 1.9~2.1 亿件之间。

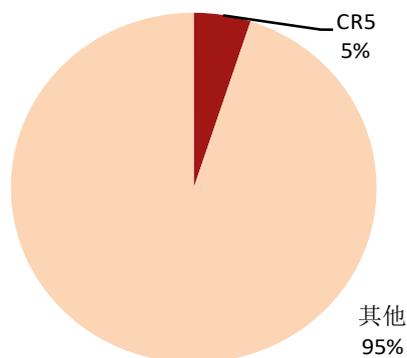
图 7：近年卫生陶瓷行业产量基本稳定



资料来源：Wind，招商证券

瓷砖行业较为分散，CR5 不到 5%，集中度提升空间大。据中华陶瓷网的数据显示，2018 年我国瓷砖行业集中度 CR5 低于 5%，瓷砖行业品牌主要分为三个梯队：第一梯队为 30 家全国瓷砖龙头品牌，包括马可波罗、蒙娜丽莎、诺贝尔等；第二梯队为大概 200 多家区域强势瓷砖品牌，包括嘉达陶瓷、顺辉陶瓷等企业；第三梯队为中小型制陶企业，估计 1700 多家，主要为技术相对落后、规模较小的企业和代工厂，但同时小厂具备较为明显的价格优势。

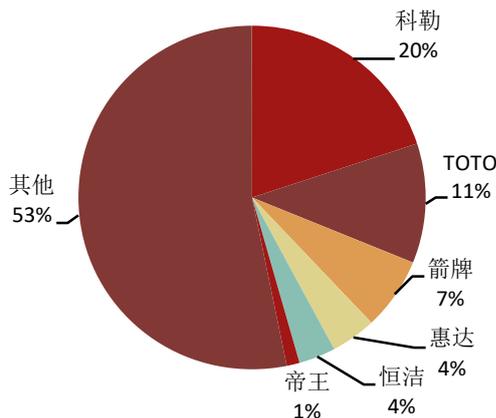
图 8：瓷砖行业集中度 CR5 不到 5%



资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

卫生洁具行业集中度较高，但未来中小产能出清有望促使行业进一步向品牌企业集中。我国卫生洁具行业集中度较高，其中国际品牌商占据主要高端市场，以科勒和 TOTO 为代表；国内品牌主要占据中端市场，惠达、箭牌、恒洁和九牧为国内四大龙头厂商。2018 年惠达卫浴的卫生陶瓷年产量为 743.9 万件，占比当年行业年产量的 3.6%。未来来看，随着行业内大量中小产业的逐步退出，以及行业集中度有望进一步向品牌企业集中，供需格局仍有改善空间。

图 15：国内卫生洁具行业较为集中

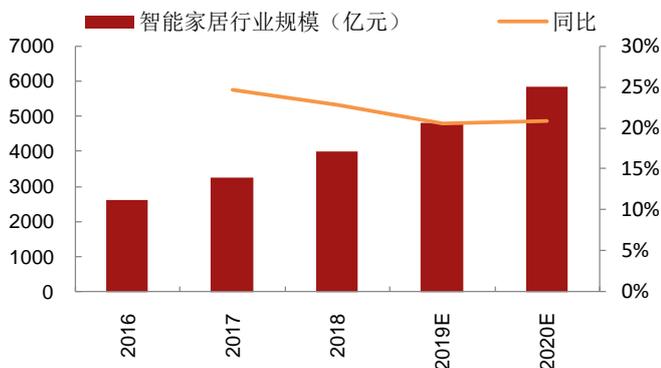


资料来源：产业信息网，招商证券

2.3 国内智能卫浴市场逐步兴起

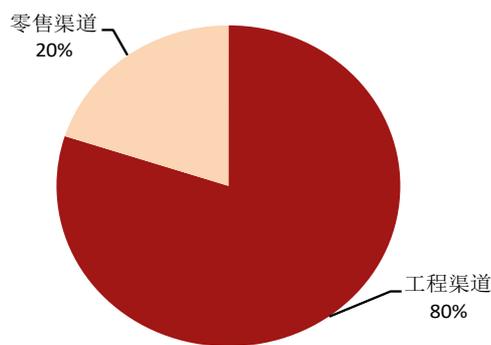
国内智能家居市场 4000 亿元，工程销售是主要渠道。随着全球经济的进一步发展，新材料、新技术的不断出现，以及人们对卫生、健康的看重，近年来人们对更加智能化、电子化和人性化的高品质家居产品的消费需求，呈现出稳步增长的发展趋势。据中商产业研究院数据统计，2018 年我国智能家居市场规模接近 4000 亿元，预计未来几年智能家居行业市场规模将进一步扩大。此外，智能家居通过房地产商和系统集成商等工程渠道进行销售的份额占比估计达 80%，而通过零售渠道的份额占比仅 20%左右，这也表明在未来精装修趋势进一步渗透的背景下，消费者在新建成住宅装修时亦会更多考虑安装智能家居。

图 9：2018 年智能家居行业规模接近 4000 亿元



资料来源：中商产业研究院，招商证券

图 10：智能家居主要销售在于工程渠道



资料来源：中商产业研究院，招商证券

公司智能卫浴项目布局，探索智能家居大市场。惠达卫浴 2017 年 8 月合资成立子公司惠米科技开发智能卫浴业务，并在 2018 年于重庆成立智能家居产业基地，除了智能卫浴产品，还进行智能家居开发，未来将实现和人工智能、大数据与物联网的对接，以大数据为驱动打造无缝对接智能化制造、数据化制造的全新制造模式。公司重庆项目一期工程年产 80 万件智能卫浴产品的卫生陶瓷生产线在建，预计 2020 年 9 月份投产，年产卫生陶瓷 80 万件，二期工程的设计、规划预计将于 2020 年下半年将进行，将进一步帮助公司覆盖西南乃至全国市场。

三 业务变革顺势而为

在我国卫浴行业品牌化、精装化、智能化的发展趋势下，惠达卫浴近年来顺势发展工程渠道大宗业务，整装卫浴产能积极布局，2020 年引入碧桂园战略投资与重要客户深度绑定，加快其他房地产企业的开发进度。同时，公司卫浴瓷砖品类扩张顺利，覆盖更多客户群体，助力传统零售渠道稳步发展。

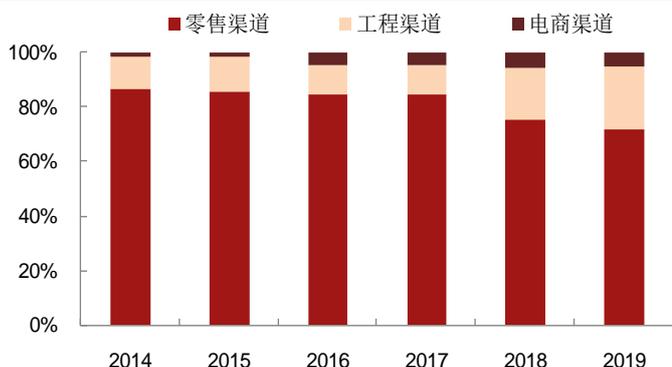
3.1 工程渠道放量、品类扩张进行时

近年公司渠道结构加快调整，工程和电商渠道占比上升，大宗业务已成为公司重要的规模增长驱动。传统零售渠道收入占比虽然有所下降，但公司新开门店加快渠道下沉，品类扩张顺利，覆盖更多客户群。

3.1.1 工程渠道已成为公司增长主驱动

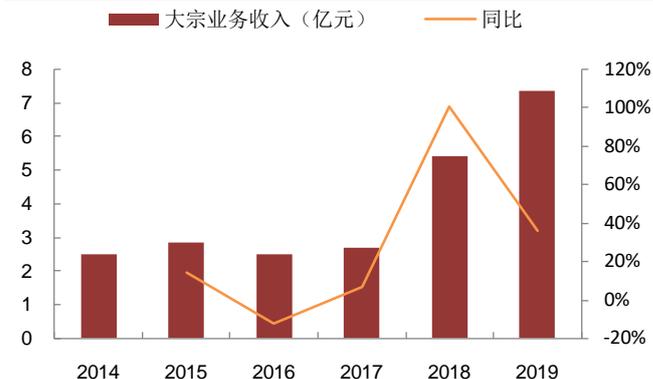
公司传统渠道以零售为主，近年来工程渠道占比提升。2017 年以前，零售渠道占公司整体收入贡献保持在 80% 以上，工程渠道的收入贡献占比基本稳定在 11%-13% 的范围内，电商渠道占比呈上升趋势。2018~2019 年，随着国内精装修比例的快速提升，公司亦开始加快开拓工程客户，2019 大宗业务收入 7.3 亿，同比增加 36%，大宗业务收入占比达 23%，已成为公司增长的主要驱动。

图 11：近两年工程渠道销售占比明显提升



资料来源：公司资料，招商证券

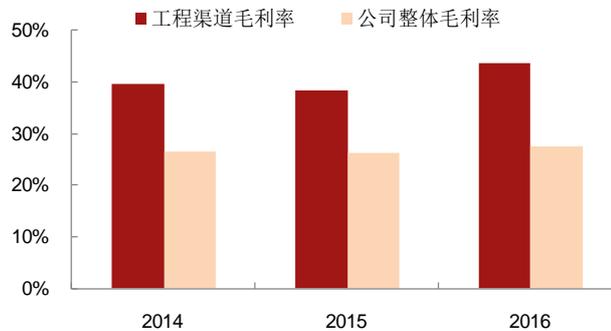
图 12：2019 年大宗业务收入同比增长 36%



资料来源：公司资料，招商证券

工程渠道公司采取直营+经销的模式，大客户由公司直接对接，地方性的房地产商、养老公寓等小项目由经销商来落地。公司成为上海世博会、北京世园会等一批国际、国家级会展和赛事的产品供应商。从工程渠道盈利能力来看，2014~2016 年公司工程渠道毛利率分别为 40%、38%、44%，明显高于综合毛利率水平；随着近两年大宗销售占比的明显提升，也带动了公司整体毛利率提升。

图 13：工程渠道毛利率高于综合毛利率



资料来源：公司资料，招商证券

3.1.2 整装卫浴有望精装赛道再提速

作为 2017 年被认定为第一批装配式建筑产业基地的企业之一，公司是卫浴行业首家获此殊荣的企业。公司在 2018 年 6 月与装配式建筑行业的核心人才共同投资成立惠达住工，成功进入整体卫浴行业。惠达住工定位于为客户提供从整体卫浴设计、产品制造、安装及售后服务四位一体的装配式住宅卫浴系统整体解决方案。

公司整体浴室采用干法快速施工，4 个小时即可完工，可明显提高施工效率；材料方面主要采用航天、航空领域的 SMC 材料，具备绿色环保、生态友好的特点；干法快速施工，4 个小时即可完工，传统施工则需 16 天，工期明显缩短；模块化集成实现智能浴室，更具人性化；丰富的项目服务经验，让消费者享受全程一体化服务。同时，公司拥有专业的团队，可自行研发、设计和生产整体卫浴产品，产品协调度高，具有配套化、系列化等优势。

公司 SMC 产能已于 2019 年 5 月开始投产，首期唐山基地投资 3 亿元，引进了行业领先的自动化生产设备，拥有自主设计、自主研发能力，到 2021 年底可实现年产整体浴室 15 万套。首期 SMC 产能以酒店公寓和低端住宅项目为主，预计未来将进一步拓展彩钢板、瓷砖等材料进入住宅整体卫浴领域，有望为公司在精装赛道上开拓地产客户再添发展动力。

图 14：公司整体卫浴产品效果图



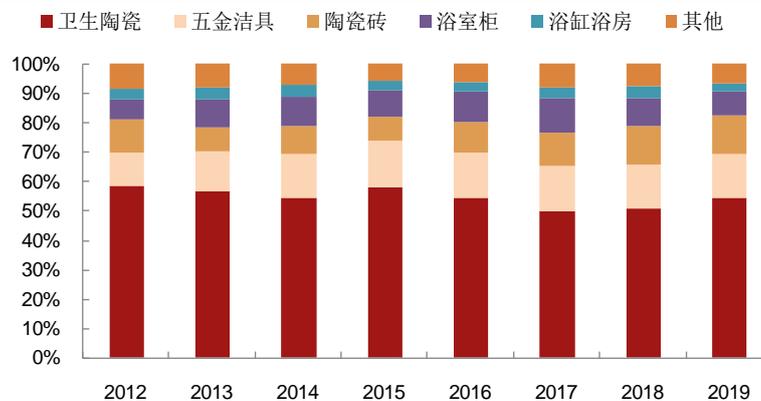
资料来源：公司资料，招商证券

3.1.3 品类顺利扩容覆盖更多客户群

目前公司可生产超过 2000 种卫浴产品，产品种类涵盖卫浴全系列产品，满足各层面客户的不同需求，不仅能够为消费者提供一站式卫浴产品综合解决方案，还能使公司在渠道扩张的同时，覆盖更多客户群体。此外，品类丰富的优势也进一步增强了公司在整体卫浴领域的竞争力。

从产品品类的收入构成来看，卫生陶瓷是公司最主要的营收来源，历年主营业务收入占比均不低于 50%。惠达卫浴的五金洁具和陶瓷砖是公司的第二大和第三大营收来源，近两年收入占比分别稳定 15%、13%，浴室柜 2019 年收入占比 8%，浴缸浴房占比较小，2019 年收入贡献约 3%。

图 15：惠达卫浴品类结构丰富

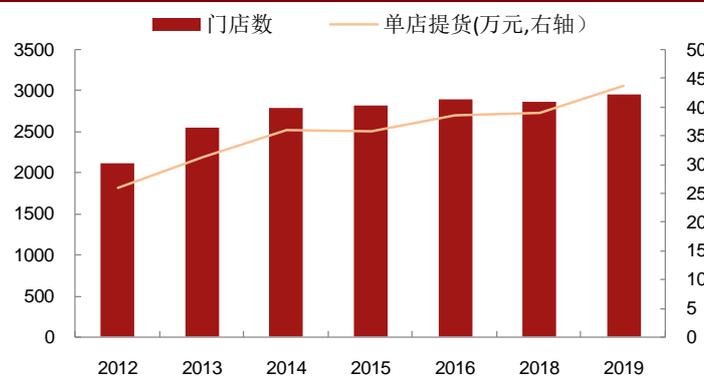


资料来源：公司资料，招商证券

线下渠道持续扩张优化，品类优势帮助终端提升单店提货。一方面公司对经销商、店长以及销售人员进行了全面培训，使得经销商团队进一步职业化，从而加快经销商公司化运营的进程。另一方面，选择市场好、人气旺、位置佳的卖场不断开拓空白市场，同时对现有门店进行改造升级，从而提升公司在区域市场的品牌形象和市场竞争能力。2019年，“惠达”品牌新建门店348家，升级改造171家；“杜菲尼”品牌新建门店129家，升级改造9家。截至2019年12月31日，公司拥有境内门店总数为2963家。

在国际市场上，公司积极开拓国际市场，建立起覆盖了美国、英国、澳大利亚等100多个国家和地区的营销网络。2019年，公司积极响应国家“一带一路”倡议，持续拓展了南亚、中东、北非和东盟市场。

图 23：门店数量和单店提货额稳步提升



资料来源：公司资料，招商证券

3.2 从产品合作到资本合作，房企开发进度超前

定增引入碧桂园战略投资，与重要客户深度绑定，有望增强订单确定性。近期公司公告与碧桂园创投签订战略合作协议，通过定向增发引入碧桂园作为战略投资者。公司计划以8.20元/股向碧桂园创投和王惠文、王彦庆和王彦伟共4名特定对象非公开发行股份不超过6097.56万股，碧桂园创投拟认购5060.98万股，认购金额4.15亿元。发行完成后，碧桂园创投持有公司11.76%股份，王惠文、王彦庆、董化忠和王彦伟仍为公司实际控制人。

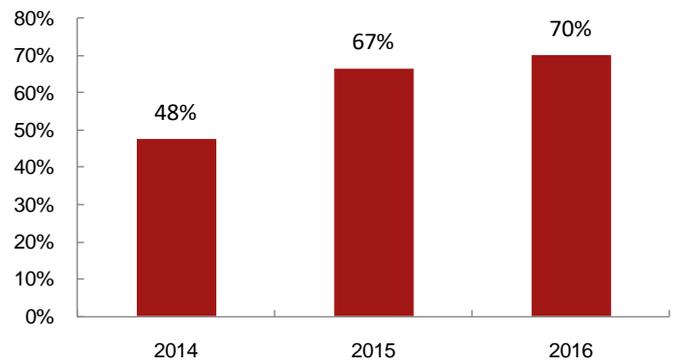
碧桂园作为公司工程渠道重要客户，2016占公司工程业务收入70%，且预计近年亦是公司工程渠道的重要客户之一。此次公司引入碧桂园作为战略投资者，可以利用碧桂园在房地产开发领域的市场、渠道、品牌等资源，实现产品品牌的互相赋能。同时，双方计划在住宅、商场、酒店等领域就卫生洁具、陶瓷砖及装配式整体浴室等产品进行长期供货合作，有望为公司带来更多确定性订单，提升公司未来销售业绩。

图 16: 碧桂园和惠达卫浴合作签约



资料来源: 公司资料, 招商证券

图 17: 2016 年碧桂园占公司工程渠道收入 70%



资料来源: 公司资料, 招商证券

碧桂园入股有望形成示范效应, 加速公司对其他房企客户的开发进度。虽然早期公司在精装修业务方面与碧桂园合作为主, 但近年在维护现有客户的同时, 也开始积极拓展新客户, 目前已与保利、万科、龙湖、远洋、首创、宝能等地产商签署了战略合作协议。我们认为, 此次碧桂园对公司的入股有望在业内形成一定示范效应, 随着国内精装修政策的普及和精装比例的进一步提升, 后续更多地产企业有望加强品牌家居企业在精装供应链上的合作, 从而加快以惠达卫浴为代表的头部企业工程客户开发进度。

从近期行业动态来看, 保利资本和碧桂园创投已宣布将发起设立一支规模 50 亿元人民币、首期 10 亿元人民币的“房地产产业链赋能基金”。基金将主要聚焦房地产产业链上下游, 涵盖生产制造、服务、运营及相关产业, 包括地产供应链的建筑装饰、建筑材料、建筑新工艺; 家居消费; 人工智能物联网 (AIoT) 及建筑信息一体化系统等多个赛道。双方将发挥在泛地产产业链的产业聚焦和集团在行业的影响力, 凭借其多年积累的行业经验, 甄别出真正具有发展潜力的房地产上下游的企业进行投资, 并通过其自身庞大的房地产业务部门“集采”这些新技术、新产品和新服务, 赋能其发展壮大。

四 盈利预测与投资建议

公司作为卫生陶瓷行业四大龙头之一, 依赖长期的品质积淀持续提升公司的品牌形象和认可度, 零售渠道凭借多品类优势, 有望助力公司在门店扩张的同时, 覆盖更多客户群体, 提升单店提货额, 预计未来零售渠道稳步发展。

大宗业务于 2018 年开始发力并快速放量, 成为重要营收增长点。今年公司引入碧桂园产业资本战略投资, 加强与核心房地产客户合作, 预计此次与碧桂园的合作将进一步形成示范效应, 助力公司未来持续开拓新房企客户, 带动大宗业务持续高速增长。同时, 公司积极布局整体卫浴市场, 产能逐步投放后有望再添规模贡献。

未来随着公司精益化管理的进一步深化推进, 预计整体经营效率仍有提升空间。预计 2020~2021 年归母净利分别为 3.8 亿元、4.64 亿元, 同比分别增长 15%、22%, 目前股价对应 2020 年 PE 为 14x, 明显低于行业平均 22x 的估值水平, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 2: 盈利预测表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2900	3210	3709	4595	5549
营业成本	2078	2150	2466	3042	3657
营业税金及附加	47	50	58	72	87
营业费用	288	303	334	414	499
管理费用	173	193	223	277	334
研发费用	89	124	143	177	214
财务费用	5	11	11	30	51
资产减值损失	(18)	(35)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	17	18	10	10	10
营业利润	72	57	30	30	30
营业外收入	292	420	493	604	727
营业外支出	4	0	0	0	0
利润总额	1	1	1	1	1
所得税	296	419	493	603	726
净利润	37	73	93	116	140
少数股东损益	20	17	20	24	29
归属于母公司净利润	239	329	380	464	557
EPS (元)	0.65	0.89	1.03	1.25	1.51

资料来源: Wind, 招商证券

表 3: 行业可比公司平均估值在 2020 年 22x

公司	股价	EPS			PE		PB	ROE	
	2020/7/6	19	20E	21E	19	20E	21E	(LF)	(%)
欧派家居	123.90	4.38	4.86	5.75	28.3	25.5	21.5	5.6	22.80
尚品宅配	64.53	2.66	2.82	3.26	24.3	22.9	19.8	4.0	16.84
索菲亚	24.23	1.18	1.27	1.42	20.5	19.1	17.1	4.5	20.62
志邦家居	27.77	1.48	1.67	1.96	18.8	16.7	14.2	3.6	15.28
好莱客	15.25	1.18	1.23	1.36	13.0	12.4	11.2	2.1	17.50
我乐家居	13.88	0.49	0.60	0.71	28.5	23.0	19.5	4.9	12.96
皮阿诺	23.40	1.13	1.41	1.81	20.7	16.6	13.0	3.2	14.65
金牌厨柜	51.32	2.57	2.98	3.51	20.0	17.2	14.6	4.4	22.83
江山欧派	105.97	2.49	3.51	4.64	42.6	30.2	22.8	8.8	14.59
海鸥住工	10.40	0.24	0.29	0.40	44.1	36.1	26.2	3.6	2.61
帝欧家居	36.33	1.46	1.82	2.28	25.0	20.0	15.9	3.8	17.71
平均					26.0	21.8	17.8	4.4	16.2

资料来源: Wind, 招商证券

表 4: 业绩多季度回顾, 各项财务指标均稳定增长

(百万元)	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业收入	656	827	842	886	496
营业毛利	191	282	293	295	146
营业费用	66	65	81	91	49
管理费用	40	42	46	66	48
财务费用	7	0	5	-2	-4
投资收益	4	6	-12	59	4
营业利润	70	115	98	137	34
归属母公司净利润	53	90	84	102	29
EPS (元)	0.14	0.24	0.23	0.28	0.08
主要比率					
毛利率	29.1%	34.1%	34.8%	33.3%	29.4%

敬请阅读末页的重要说明

(百万元)	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业费用率	10.1%	7.9%	9.6%	10.3%	9.9%
管理费用率	6.1%	5.1%	5.5%	7.4%	9.7%
营业利润率	10.7%	13.9%	11.6%	15.5%	6.9%
有效税率	20.0%	17.4%	10.1%	22.1%	18.2%
净利率	8.1%	10.9%	10.0%	11.5%	5.8%
YoY					
收入	0%	13%	9%	20%	-24%
归属母公司净利润	19%	22%	3%	165%	-46%

资料来源: Wind, 招商证券

五 风险因素

我们认为公司的风险因素主要在于房企合作进度不达预期、疫情二次爆发影响消费需求等这两个方面。

- 1) 房企合作进度不达预期: 近年公司和房地产企业合作持续深化, 是带动公司工程渠道订单快速增长的重要驱动, 大宗业务亦发展成为公司主要收入增长贡献。如果未来公司和相关地产企业的合作进度不及预期, 或者新的地产客户开发放缓, 将直接影响公司工程渠道订单和收入确认, 导致规模扩张放缓。
- 2) 疫情二次爆发影响消费需求: 2020年初突如其来新冠肺炎疫情, 使一季度国内经济大幅放缓, 大量行业企业经营停摆。二季度以来虽然国内疫情已逐步得到有效控制, 但目前海外疫情的可控性尚不明朗。如果下半年国内疫情发生大范围的二次爆发, 或将对以公司为代表的家居企业需求再次带来重大冲击, 导致内销业绩再次出现下滑。

图 26: 惠达卫浴历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 27: 惠达卫浴历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《惠达卫浴（603385）—碧桂园战投入股，大宗业务未来可期》2020-05-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2267	2840	3383	4124	4986
现金	190	153	334	401	507
交易性投资	0	587	587	587	587
应收票据	246	560	684	894	1135
应收款项	589	632	744	967	1221
其它应收款	7	116	134	166	201
存货	726	683	774	955	1148
其他	508	108	125	155	187
非流动资产	2146	1931	2082	2268	2389
长期股权投资	518	9	9	9	9
固定资产	1035	1317	1493	1703	1844
无形资产	209	221	199	179	161
其他	384	384	380	377	374
资产总计	4413	4771	5465	6393	7375
流动负债	950	1061	1441	1995	2530
短期借款	190	70	353	733	1081
应付账款	450	551	632	780	937
预收账款	34	52	59	73	88
其他	276	389	396	409	423
长期负债	148	159	159	159	159
长期借款	0	0	0	0	0
其他	148	159	159	159	159
负债合计	1098	1221	1600	2154	2690
股本	369	369	369	369	369
资本公积金	920	912	912	912	912
留存收益	1860	2104	2398	2748	3166
少数股东权益	166	165	184	209	238
归属于母公司所有者权益	3149	3385	3680	4030	4447
负债及权益合计	4413	4771	5465	6393	7375

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(58)	227	254	141	207
净利润	239	329	380	464	557
折旧摊销	109	129	147	161	177
财务费用	7	10	11	30	51
投资收益	(72)	(58)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(369)	(206)	(271)	(509)	(579)
其它	28	23	27	36	41
投资活动现金流	113	(12)	(260)	(310)	(260)
资本支出	(263)	(306)	(300)	(350)	(300)
其他投资	377	294	40	40	40
筹资活动现金流	(131)	(256)	188	236	159
借款变动	(30)	(153)	283	379	349
普通股增加	85	0	0	0	0
资本公积增加	(85)	(7)	0	0	0
股利分配	(85)	(85)	(85)	(114)	(139)
其他	(15)	(11)	(11)	(30)	(51)
现金净增加额	(76)	(41)	182	67	106

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2900	3210	3709	4595	5549
营业成本	2078	2150	2466	3042	3657
营业税金及附加	47	50	58	72	87
营业费用	288	303	334	414	499
管理费用	173	193	223	277	334
研发费用	89	124	143	177	214
财务费用	5	11	11	30	51
资产减值损失	(18)	(35)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	17	18	10	10	10
投资收益	72	57	30	30	30
营业利润	292	420	493	604	727
营业外收入	4	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	296	419	493	603	726
所得税	37	73	93	116	140
少数股东损益	20	17	20	24	29
归属于母公司净利润	239	329	380	464	557

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	6%	11%	16%	24%	21%
营业利润	-1%	44%	18%	22%	20%
净利润	5%	38%	15%	22%	20%
获利能力					
毛利率	28.4%	33.0%	33.5%	33.8%	34.1%
净利率	8.2%	10.2%	10.2%	10.1%	10.0%
ROE	7.6%	9.7%	10.3%	11.5%	12.5%
ROIC	7.1%	9.5%	9.5%	10.2%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	24.9%	25.6%	29.3%	33.7%	36.5%
净负债比率	4.3%	1.5%	6.5%	11.5%	14.7%
流动比率	2.4	2.7	2.3	2.1	2.0
速动比率	1.6	2.0	1.8	1.6	1.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.9	3.1	3.4	3.5	3.5
应收帐款周转率	4.5	3.2	2.8	2.8	2.6
应付帐款周转率	5.5	4.3	4.2	4.3	4.3
每股资料 (元)					
EPS	0.65	0.89	1.03	1.25	1.51
每股经营现金	-0.16	0.61	0.69	0.38	0.56
每股净资产	8.52	9.16	9.96	10.91	12.04
每股股利	0.23	0.23	0.31	0.38	0.45
估值比率					
PE	22.4	16.3	14.1	11.5	9.6
PB	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.1	12.3	10.2	8.3	6.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018最佳行业分析师金牛奖。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。