

2019年10月15日

证券研究报告·公司研究报告

惠达卫浴 (603385) 轻工制造

增持 (首次)

当前价: 9.56元

目标价: 11.40元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

工程业务持续推进, 整装和智能卫浴成新看点

投资要点

- **行业集中度提升, 公司业绩增长呈加速趋势:** 行业层面, 卫浴瓷砖行业当前呈现市场大、集中度低的特点, 预计2021年行业出厂规模将超1100亿元, 而国内Top3的市占率不足40%, 相较于美国60%和日本90%的市占率还较低。当前在民众消费升级及环保出清的背景下, 拥有品牌和渠道优势的龙头企业将迎来更大发展空间。公司层面, 因受地产后周期以及公司产能扩张放缓的影响, 公司过去几年收入扩张相对滞后。18年公司实现营收29亿元, 同比增长5.5%, 实现归母净利润2.4亿元, 同比增长5.4%。当前公司新建产能逐步释放, 新业务整装卫浴以及智能卫浴布局相继落地, 公司业绩出现提速趋势, 19年H1公司实现营收14.8亿元, 同比增长7%, 实现归母净利润1.4亿元, 同比增长20.5%。
- **渠道及产能扩张保障传统卫浴持续增长。**精装修渗透率提升的大趋势下, 公司工程端业务近年发展迅速, 14-18年复合增速达到32.8%, 18年增速达到100.9%, 19H1继续保持57.2%的高速增长态势, 18年全年工程业务实现收入5.4亿元, 占比达到18.6%, 工程业务是拉动公司近年营收稳定增长的核心动力。公司已与碧桂园、保利、万科等龙头地产商达成战略合作, 随着精装房持续扩容, 预计公司工程业务仍将保持快速增长。此外, 公司网络销售成长迅速, 14-18年复合增速达到58%, 18年网络销售总量接近2亿元, 逐渐成为公司重要的销售渠道。传统渠道方面, 目前门店已覆盖全国所有省份, 总门店数达到2867家, 公司将继续推进渠道下沉, 加力县、镇市场拓展, 门店的扩充也将带动公司整体业绩稳定增长。产能方面, 14-18年公司核心品类卫生陶瓷的产能基本保持在800万件/年左右, 新增产能有限制约业务扩张, 公司新募投的280万件卫生陶瓷产线已进入试运行阶段, 新产能释放解决产能瓶颈。
- **整体卫浴+智能卫浴, 新业务蓄势待发。**装配式装修东风已至, 公司于2018年5月成立了“惠达住工”、引进苏州科逸核心团队拓展整装卫浴, 并分期投资10亿进行产能建设, 首期唐山基地投资3亿元, 已于19年5月正式投产, 19年全年计划交付1.3万套。公司将继续推进整体卫浴的产能建设, 预计到2021年底总产能将达到15万套, 2025年产能建设完全落地后年产能将达到50万套。智能卫浴方面, 国内市场刚起步, 公司于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, 计划投入15亿元, 建成后将年产200万件智能卫浴产品, 该基地预计于2024年全部达产。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.76元、0.9元、1.05元, 未来三年归母净利润将保持17.5%的复合增长率。参考同行卫浴瓷砖类公司估值水平, 给予公司2019年15倍PE, 目标价11.4元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 地产销售不及预期, 地产精装修比例提升速度不及预期, 公司整装卫浴、智能卫浴以及渠道拓展不及预期。

指标/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2900.01	3173.30	3491.14	3861.88
增长率	5.52%	9.42%	10.02%	10.62%
归属母公司净利润(百万元)	238.83	281.36	332.52	387.32
增长率	5.38%	17.81%	18.18%	16.48%
每股收益EPS(元)	0.65	0.76	0.90	1.05
净资产收益率ROE	7.82%	8.69%	9.49%	10.20%
PE	15	12	11	9
PB	1.07	1.00	0.92	0.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

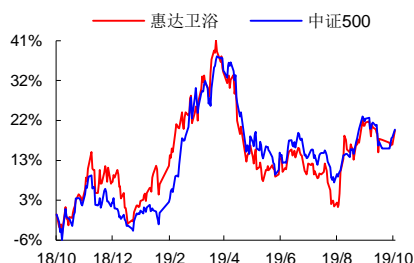
分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.69
流通A股(亿股)	2.64
52周内股价区间(元)	7.8-11.54
总市值(亿元)	35.31
总资产(亿元)	46.45
每股净资产(元)	8.64

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 专注卫浴三十七载，品类齐全增速稳定	1
2 城镇化推进，集中度提升	4
2.1 交房短期迎反弹、基本面长期有支撑，卫浴行业市场空间广阔.....	5
2.2 行业龙头下沉空间广阔，集中度提升趋势确立.....	8
2.3 政策亮剑指方向，工程业务和整装卫浴有看点.....	10
2.4 产品普及率低、渠道瓶颈逐步消除，智能卫浴成亮点.....	12
3 渠道深耕铺新路，卫浴智造促发展	13
3.1 工程+零售渠道两翼齐飞，新增产能助力传统卫浴持续增长.....	13
3.2 整装细分行业壁垒高，惠达先发优势大.....	15
3.3 紧跟趋势，惠米科技助力智能家居.....	17
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 相对估值.....	20
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 惠达卫浴发展历程	1
图 2: 公司股权结构图	2
图 3: 2014-2019H1 公司营收及增速情况	2
图 4: 2014-2019H1 公司归母净利润及增速情况	2
图 5: 2014-2019H1 公司毛利率和归母净利率变化	3
图 6: 2014-2019H1 公司四项费用率的变化情况	3
图 7: 2014-2018 年公司海外和内销营收占比及增速	3
图 8: 2017 和 2018 年公司海外和内销毛利率	3
图 9: 2014-2018 年公司各品类收入 (百万元)	4
图 10: 2014-2018 年公司各品类营收增速	4
图 11: 卫浴行业品种分类统计图	4
图 12: 2010-2017 年卫浴行业销售额与年增速 (亿元)	4
图 13: 2011 年至 2030 年我国城镇化率 (%)	5
图 14: 13-18 年城镇居民人均可支配收入 (元) 与 YoY 增速	5
图 15: 2007-2018 期房、现房销售面积与竣工面积对比 (万平)	6
图 16: 2016、17 年住宅期房销售面积 (万平)	6
图 17: 2018 年 1 月至 2019 年 4 月十三个主要城市二手住宅房成交情况 (单位: 万平方米/万套)	6
图 18: 2012 - 2018 年住宅期房销售、新开工、竣工面积 (亿平米)	7
图 19: 2018 年中国卫浴市占率 TOP7	8
图 20: 2018 年美国卫浴市占率 TOP5	8
图 21: 国内卫浴行业三大梯队分布格局	8
图 22: 国内一二线品牌马桶价格分布 (销量前十) (元)	9
图 23: 国内一二线品牌浴缸价格分布 (销量前十) (元)	9
图 24: 2017 年美国家装建材零售商收入占比	10
图 25: 美国 Top4 家装建材零售商 2017 年销售额 (十亿美元)	10
图 26: 美国一线家装建材零售商截止 2017 年净开店数	10
图 27: 红星美凯龙、居然之家截止 2018 年净开店数	10
图 28: 中国和发达国家全 (精) 装修住房占比对比	11
图 29: 工程端装配式和传统装修完工品质实测数据对比	11
图 30: 2013-2017 年中国智能座便器市场规模 (亿元)	13
图 31: 2013-2017 年中国智能马桶销量占比	13
图 32: 惠达卫浴·碧桂园集团项目合作开发签约仪式	14
图 33: 2014-2019H1 公司工程业务量及增速变化	14
图 34: 2013-2018 年实体专卖店与电商渠道占家装总销售比	14
图 35: 2014-2019H1 公司网络销售收入及增速变化	14
图 36: 升级改造后惠达卫浴居然之家门店示例	15
图 37: 公司 2017、2018 年新增店面情况	15
图 38: 装配式卫生间结构图	16
图 39: 装配式卫生间效果图	16

图 40: 惠达住工产能规划	16
图 41: 惠达整体卫浴生产车间	16
图 42: 2014-2018 惠达卫浴研发投入/营业收入	17
图 43: 2016-2019 TOTO 研发投入/营业收入	17
图 44: 2017 年 10 月智能马桶线上销量 TOP5 (台)	18
图 45: 2017 年 1-9 月中国坐便器品类线上平台销售额 (亿元)	18
图 46: 智能卫浴产能释放时间线	18
图 47: 重庆智能家居产业基地开工仪式	18

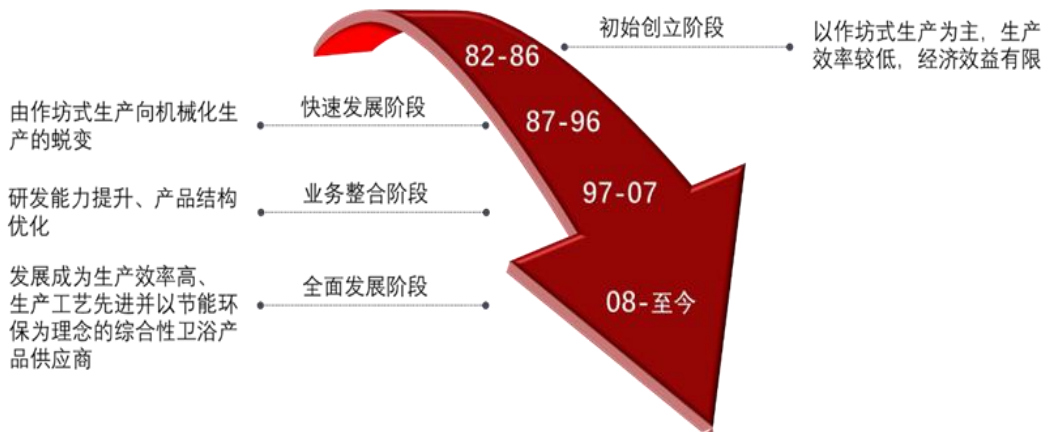
表 目 录

表 1: 从地产角度测算卫浴+瓷砖市场规模	7
表 2: 装配式建筑国家级鼓励政策或文件一览	11
表 3: 公司卫生陶瓷产能产量情况及新建产能进度	15
表 4: 分业务收入及毛利率	19
表 5: 可比公司估值	20
附表: 财务预测与估值	21

1 专注卫浴三十七载，品类齐全增速稳定

惠达卫浴成立于 1982 年，是我国最早从事卫浴产品生产经营的企业之一；1997 年成立股份有限公司，并于 2017 年在上交所挂牌上市。经过三十余年的积累与沉淀，公司成长为国内一线一站式卫浴产品综合解决方案提供商，从事卫浴产品的设计、研发、生产和销售，目前拥有“惠达”、“杜菲尼”两大自有核心品牌，门店总数超过 2800 家。产品涵盖了卫生陶瓷、五金洁具、浴缸浴房、浴室柜和陶瓷砖五大类上千个品种。2017 年惠达卫浴被住建部首批认定为“国家装配式建筑产业基地”。

图 1：惠达卫浴发展历程

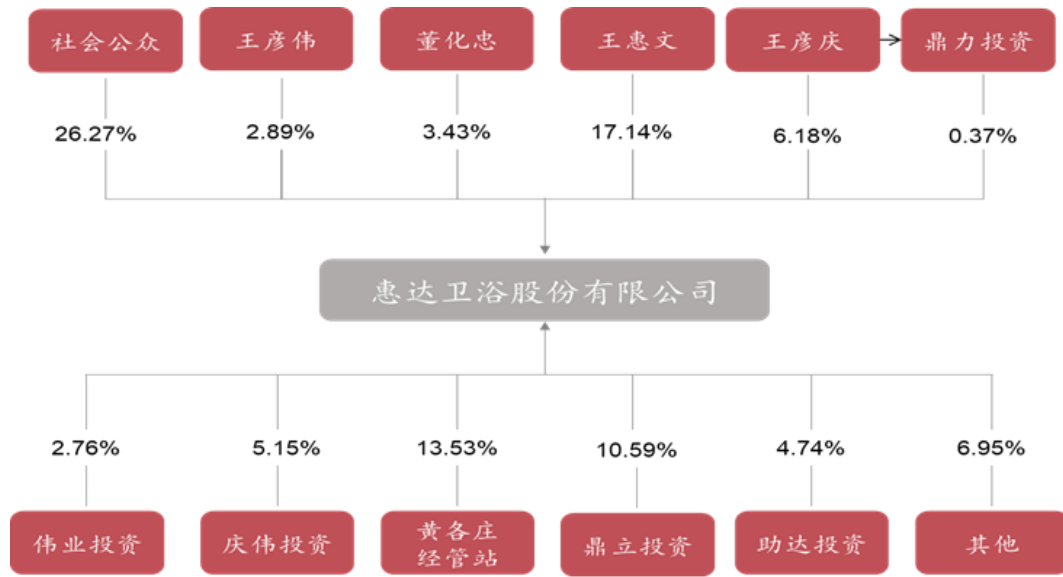


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司股权集中度较高。公司实际控制人为王惠文、王彦庆、王彦伟和董化忠四人，王彦庆和王彦伟系王惠文之子。董事长王惠文持有公司 17.1% 的股份，王彦庆和王彦伟共同持有公司 9.4% 的股份。四人于 2014 年签署《一致行动人协议》，合计持有公司 38.6% 的股份，形成对惠达的共同控制，有利于管理层战略的高效决策与实施。

公司于 2018 年 11 月公告拟对总数不超过 500 人的公司员工施行第一期员工持股计划，员工自筹资金不超过人民币 7000 万元，同时公司拟以不超过人民币 2000 万元的自有资金或自筹资金用于回购股份，并将该等回购股份以零价格转让给员工持股计划。公司 2000 万出资回购的股票分两批解锁，解锁时点分别为 2020 年 2 月和 2021 年 2 月，解锁条件为 2019 和 2020 年两年营收增速均为 15%，归母净利润增速均为 10%。

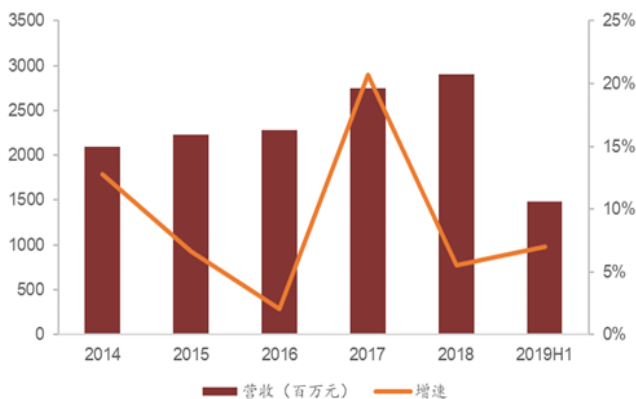
图 2: 公司股权结构图



数据来源: Wind, 西南证券整理

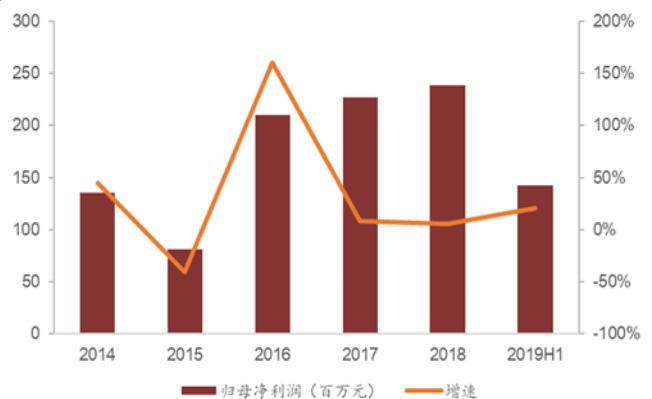
业绩表现整体稳定, 19 年出现提速趋势。受过去几年地产大环境偏弱以及公司产能扩张停滞的影响, 公司营收增长放缓, 2014 至 2018 年复合增速为 8.5%, 2018 年公司实现营收 29 亿, 同比增长 5.5%; 受益于规模效应逐步体现, 以及利润率更高的内销业务占比提升, 公司近几年归母净利润增速快于营收, 2014 至 2018 年公司归母净利润复合增速为 15.3%, 15 年归母净利润下滑较多主要因公司持股 40% 的达丰焦化当年出现亏损。2018 年公司归母净利润为 2.4 亿元, 同比增长 5.4%。19 年 H1 公司实现营收 14.8 亿元, 同比增长 7%, 归母净利润为 1.4 亿元, 同比增长 20.5%, 利润增长加快。

图 3: 2014-2019H1 公司营收及增速情况



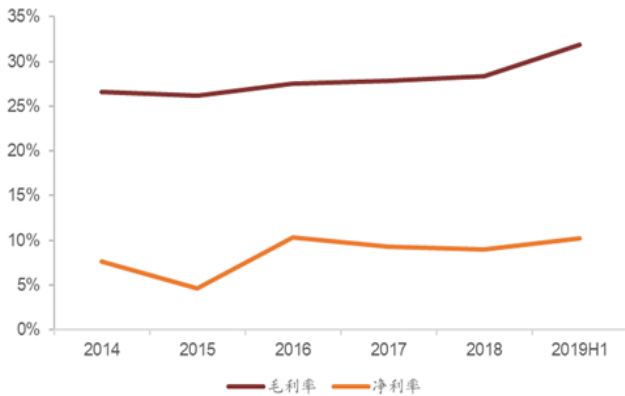
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 2014-2019H1 公司归母净利润及增速情况

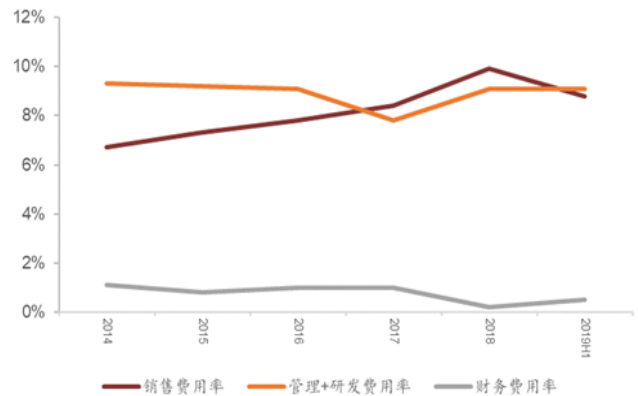


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司盈利能力小幅上升。2014 至 2019Q1 公司毛利率平稳上升, 2014 年为 26.6%, 2019 年 Q1 为 29.1%。一是因为公司规模效应逐步显现, 核心品类的毛利率均呈稳步提升态势; 二是公司内销业务的占比提升, 内销业务毛利率更高。由于处于行业低谷期, 公司销售费用投入增加, 整体四项费用率有所上升, 2014 年合计为 17.2%, 2018 年合计为 19.1%, 归母净利率从 2014 年的 7.6% 小幅提升至 2018 年的 8.9%。

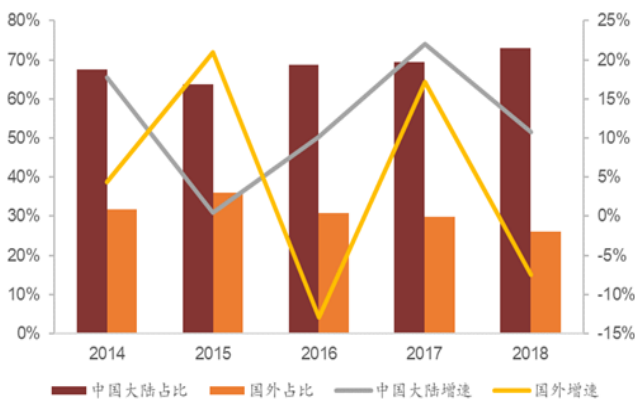
图 5: 2014-2019H1 公司毛利率和归母净利率变化


数据来源: Wind, 西南证券整理

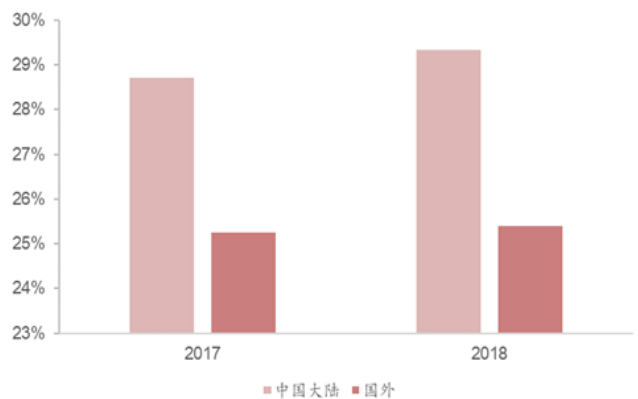
图 6: 2014-2019H1 公司四项费用率的变化情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

内销占比提升。公司近年加力国内业务的发展,内销营收占比已超 70%,15 至 18 年复合增速达到 14.2%,海外业务保持平稳,营收占比呈下降趋势,2018 年海外业务占比为 26.2%。公司国内业务的毛利率要显著优于海外业务,随着国内业务占比逐年提升,公司毛利率也将得到持续的优化。

图 7: 2014-2018 年公司海外和内销营收占比及增速


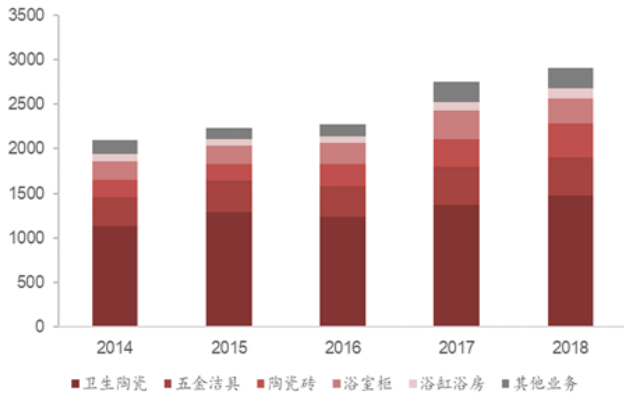
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 2017 和 2018 年公司海外和内销毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

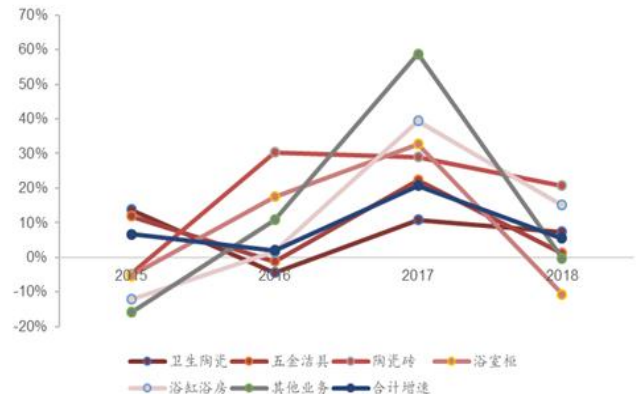
主营卫生陶瓷, 陶瓷砖占比提升。公司主营卫生陶瓷、五金洁具、陶瓷砖、浴室柜、浴缸浴房等品类,以卫生陶瓷为核心,其营收占比超过 50%。14-18 年卫生陶瓷收入年复合增速为 6.6%,五金洁具为 8.2%,浴室柜和浴缸浴房分别为 7.2%和 9.4%。陶瓷砖在产能扩建的带动下增长较其他品类更快,14-18 的复合增速达到了 17.9%,在总营收中的占比也从 14 年的 9.3%提升到了 13%。

图 9：2014-2018 年公司各品类收入（百万元）



数据来源：公司报告，西南证券整理

图 10：2014-2018 年公司各品类营收增速



数据来源：公司报告，西南证券整理

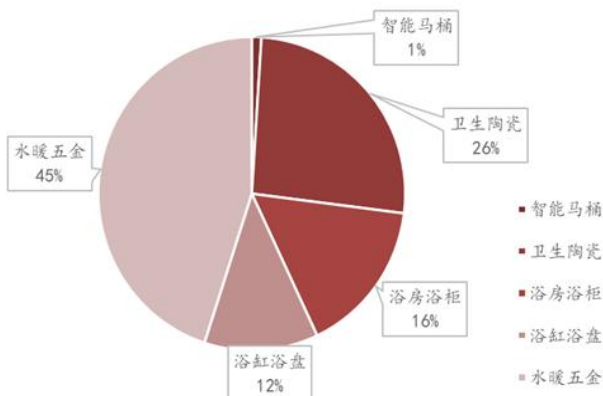
惠达卫浴坚持自主研发，在技术创新、工业设计等方面处于行业领先地位。公司自主开发的高硬度纳米自洁釉技术处于国内领先水平；精陶质卫生陶瓷制造技术获国家发明专利，打破了国外技术垄断和原材料垄断，填补了该领域国内技术空白，达到国际先进水平。同时，工厂内推行信息化系统建设，产品采用 RFID 识别技术，利于自动识别以及数据统计分析，也是业内少数采用机器人施釉技术的公司之一。

2 城镇化推进，集中度提升

卫浴产品种类繁多，材料上主要有陶瓷、金属、高分子三大种类。从功能上分，主要有卫生陶瓷、浴房、浴柜、浴缸、五金、智能马桶等系列产品。我国是世界最大的卫生陶瓷生产和出口国，同时，在我国经济快速发展、人均收入和消费意识不断提升以及国内地产业快速发展的带动之下，国内的卫生洁具行业近年也实现较快增长。2010-2017 年国内卫浴行业销售额的复合增速超过 11%，2017 年国内总销售额超过了 700 亿元。

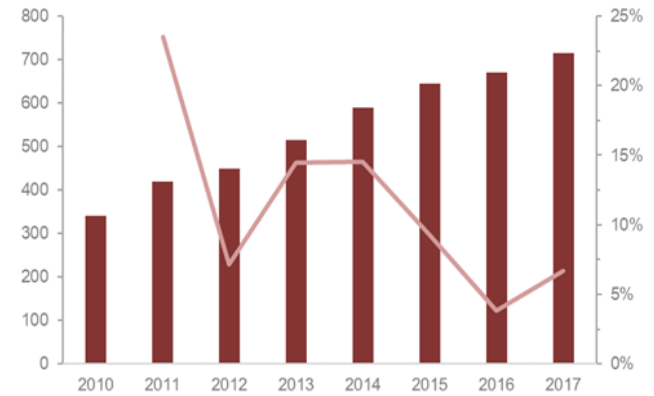
以箭牌、惠达等为代表的一批全国性的本土卫浴品牌，在行业快速发展之际也成长了起来，渠道不断扩张，品牌效应不断增强，规模也在不断扩充，并且已经开始抢占一直由外资品牌霸占的高端市场。

图 11：卫浴行业品种分类统计图



数据来源：三胜咨询，西南证券整理

图 12：2010-2017 年卫浴行业销售额与年增速（亿元）



数据来源：三胜咨询，西南证券整理

当前因受地产后周期的影响，国内卫浴行业的增速有所下行，但是在我国城镇化率仍有较大上升空间以及民众消费水平不断升级的背景下，仍看好国内龙头卫浴企业发展前景。

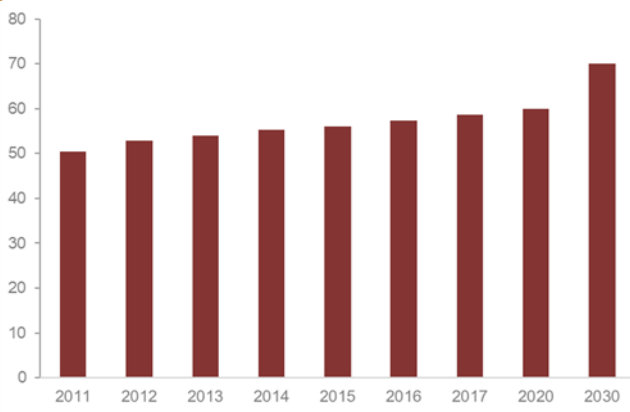
2.1 交房短期迎反弹、基本面长期有支撑，卫浴行业市场空间广阔

2.1.1 中长期：城镇化推进、居民消费升级，行业基本面长期有支撑

整体而言，我国城镇化率与发达国家还有一定的差距，截至 2018 年底，我国城镇化率约为 60%，显著低于发达国家 80% 的水平。分地区来看，由于我国各省城镇化率发展分布不均匀，低线城市城镇化水平提升仍有很大幅度。2017 年二线城市的户籍城镇化率加权平均仅为 46%，而三线城市的加权平均数仅为 42%。

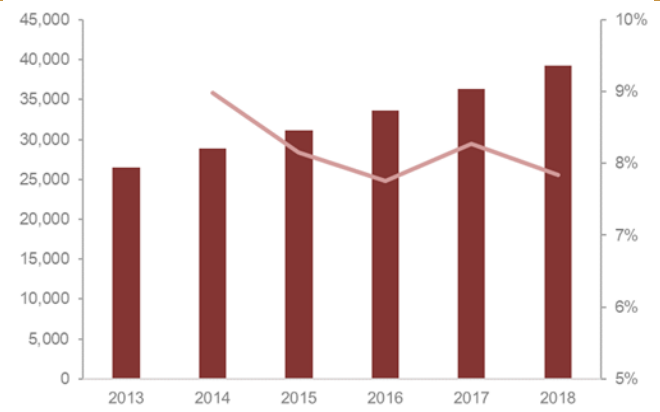
随着城镇化进程的深入推进，中小城镇将会产生对卫浴产品的巨大需求。同时，随着国家“中部崛起战略”的逐步实施，中部经济水平连续提高，对橱柜卫浴的认知和购买欲望都在不断上升，进而促进了中部卫浴行业快速发展，中部市场已经成为中国最具发展潜力和最大的消费市场之一。

图 13：2011 年至 2030 年我国城镇化率 (%)



数据来源：中国产业网，西南证券整理

图 14：13-18 年城镇居民人均可支配收入 (元) 与 YoY 增速

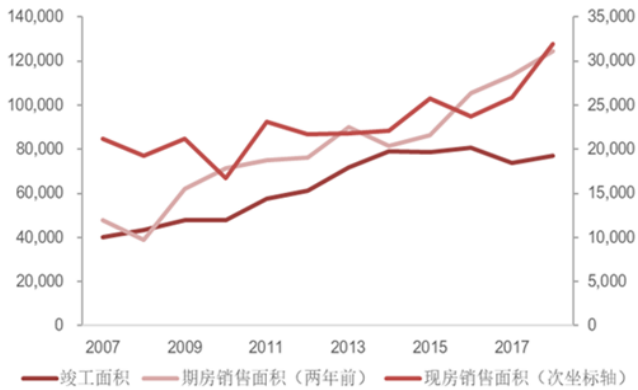


数据来源：国家统计局，西南证券整理

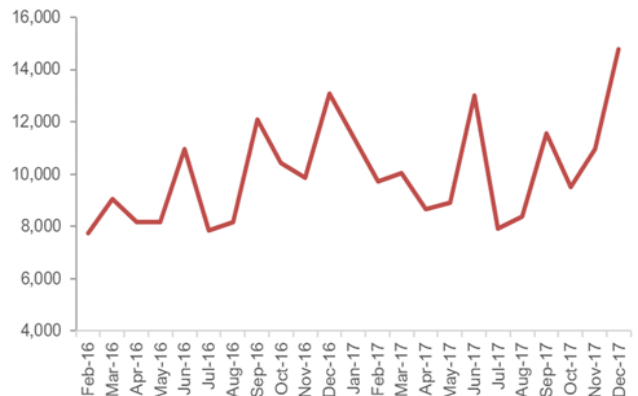
城镇居民人均可支配收入的持续增加，有效地提高了居民对卫浴产品的消费需求。同时，随着居民消费观念的变化，人们对具有多功能、时尚、节能环保和智能化等特性的卫浴产品的需求不断加大。国民消费能力加强，从刚需消费上升到品质消费。另外，随着 80、90 后成长为消费市场的主流群体，年轻人的消费观念更加开放和多元化，加之个人可支配收入不断提高、消费环境的改善，消费者更注重品质和体验。高品质、强设计感且定价温和国货精品将得到年轻一代的青睐。

2.1.2 短期：住宅竣工或反弹、家装需求有望回升

卫浴行业的业绩表现受地产周期的波动影响较大。通常来讲，房屋竣工面积的回暖将带动卫浴产品销量提升。根据对比过去 12 年住宅销售面积与竣工面积，我们发现当年的竣工面积与当年现房销售以及两年前期房销售面积有较强的相关性。由于期房的销售面积占住宅销售总面积 85% 左右，我们可以根据 2016 与 2017 两年期房的销售数据，大致推算出近两年的住宅竣工情况。

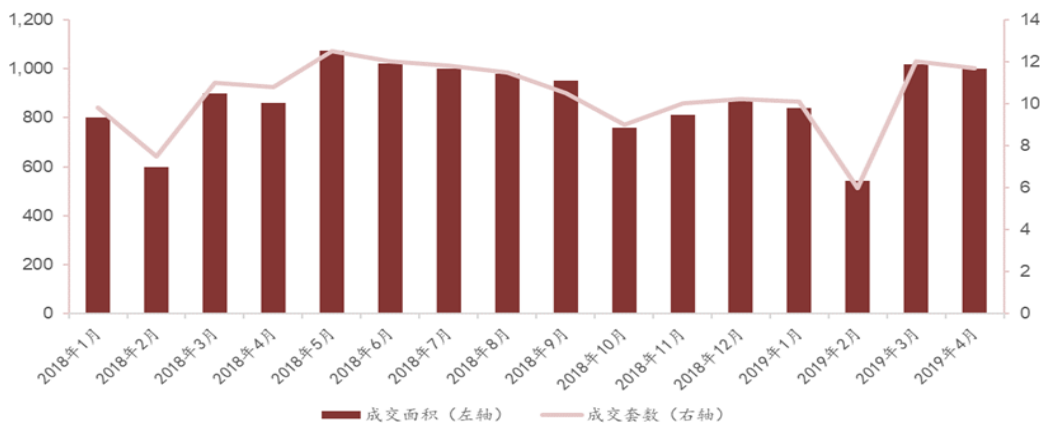
图 15: 2007-2018 期房、现房销售面积与竣工面积对比 (万平)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 2016、17 年住宅期房销售面积 (万平)


数据来源: Wind, 西南证券整理

预计于 2017 年下半年销售的期房将在 2019 年下半年迎来交房高峰, 相比 18 年竣工有约 10% 的增幅。二手住房方面, 2019 年一季度, 成交量延续去年四季度以来小幅回升态势, 13 个重点一二线城市成交面积和成交套数分别为 2443 万平方米和 27.6 万套, 同比分别增加 4% 和 2%, 环比变化受春节假期影响, 较去年四季度均小幅下降。从 1-3 月的月度变化看, 3 月放量显著, 单月 13 个城市二手住宅成交量达 1019 万平方米, 环比上涨 88%, 同比增加 11%, 处于去年 7 月份以来的最高水平。主要城市二手房成交量今年初有明显升温, 短期内反弹的翻新需求将带动国内住宅家装市场的回暖态势。

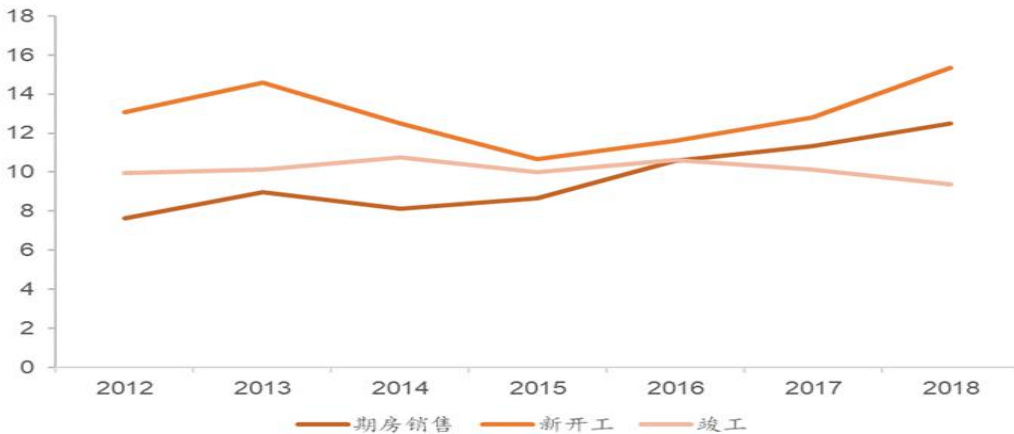
图 17: 2018 年 1 月至 2019 年 4 月十三个主要城市二手住宅房成交情况 (单位: 万平方米/万套)


注: 13 个城市包括北京、上海、广州、深圳、合肥、重庆、郑州、南京、杭州、青岛、成都、苏州、厦门等

数据来源: CRIC 研究中心, 西南证券整理

2.1.3 卫浴瓷砖市场或迎千亿级出厂规模

尽管地产增速放缓趋势确立, 短期看由于过去两年住宅销售和新开工高企, 竣工却较为疲弱, 前期销售的大量期房目前仍有部分处于开工建造阶段, 预计很快将迎来交房高峰, 我们测算出未来两年卫浴瓷砖年出厂规模可达 800 亿元; 从中长期看, 过去二十年飞速增长的住宅存量将支撑大量的住宅翻新需求, 因此卫浴瓷砖市场仍有大幅提升的空间, 增长潜力较大。

图 18: 2012 - 2018 年住宅期房销售、新开工、竣工面积 (亿平方米)


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

我们假设当年实际竣工面积为当年现房销售面积与两年前期房竣工面积之和; 单套房平均面积为 90 m², 墙地砖的铺设面积占竣工面积的 0.6。据惠达卫浴招股书, 陶瓷砖每平方米的出厂价格约为 35 元/m²。由主流电商平台成交均价, 30% 的经销商毛利率, 我们假设每套房配备的卫浴用品的出厂价格为 3000 元。

另外, 过去二十年保持高增长的住宅将迎来大量二次装修的需求。我们假设存量住宅的平均翻新周期为 15 年, 根据国家统计局数据, 2000 年至 2009 年国内年平均住宅竣工面积为 4.8 亿平方米, 约合 540 万套。

表 1: 从地产角度测算卫浴+瓷砖市场规模

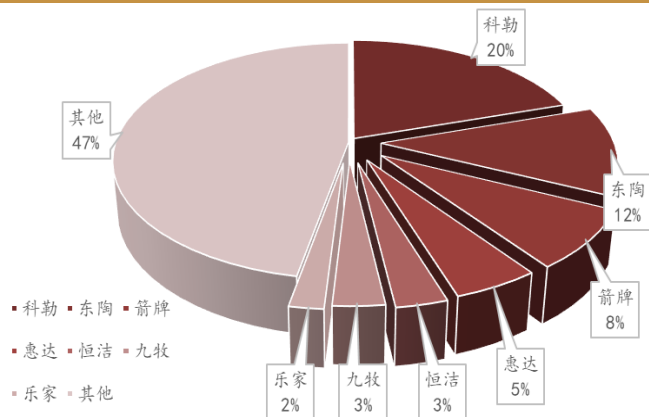
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
住宅现房销售面积 (万平方米)	31,244	23,205	23,205	23,205	23,205
上上年期房销售面积 (万平方米)	86,504	105,609	113,545	124,725	124,725
上上年期房竣工面积 (万平方米)	73,528	84,487	80,733	96,426	112,252
住宅竣工面积 (万平方米)	99,424	106,092	103,938	122,984	135,457
待翻新住房面积 (万平方米)	48,295	53,659	59,935	66,379	72,377
单套房平均面积 (平方米)	90	90	90	90	90
新房交房数 (万套)	1,128	1,039	1,155	1,329	1,505
二次翻新数 (万套)	536	596	666	738	804
合计 (万套)	1,664	1,635	1,821	2,067	2,309
卫浴组合单价 (元/套)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
卫浴制品出厂规模 (亿元)	499	491	546	620	692
陶瓷砖铺设面积与住宅面积比	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
陶瓷砖面积 (万平方米)	89,836	88,314	98,327	111,630	124,690
陶瓷砖出厂价格 (元/平方米)	35	35	35	35	35
陶瓷砖出厂规模 (亿元)	314	309	344	391	436
瓷砖卫浴总出厂规模 (亿元)	814	800	890	1,011	1,129
年增速	—	-0.02%	11%	13%	12%

数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 行业龙头下沉空间广阔，集中度提升趋势确立

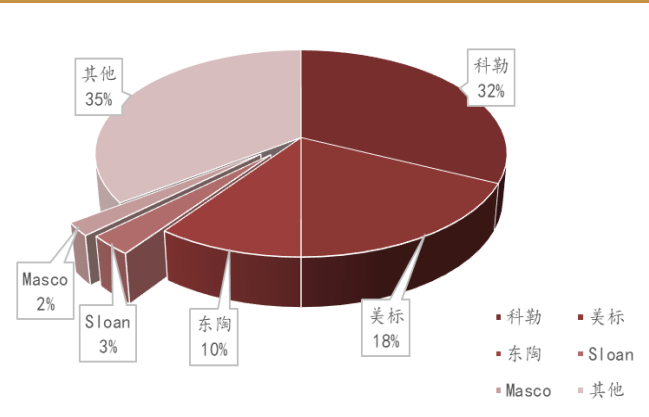
我国卫浴行业生产企业众多，虽然近几年出现了市场份额逐渐向优势品牌集中的趋势，但整体市场集中度仍然处于较低水平，中小型企业在全行业中所占比例较高。对比美国、日本等发达国家，国内卫浴市场的行业集中度仍有较大提升空间。据 Euromonitor 与 IBISWorld 统计，美国卫浴市场过去 6 年 CR3 稳定于 60%、CR7 为 70%。具体来看，科勒、美标、东陶占有率分别为 32%、18%、10%。而日本的卫浴的 TOP3 市占率接近 90%。2018 年国内卫生洁具行业的 TOP5 科勒、东陶、箭牌、惠达、恒洁的市占率分别是 20%、12%、8%、5%、3%；CR3 为 40%、CR7 为 52%。

图 19：2018 年中国卫浴市占率 TOP7



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 20：2018 年美国卫浴市占率 TOP5

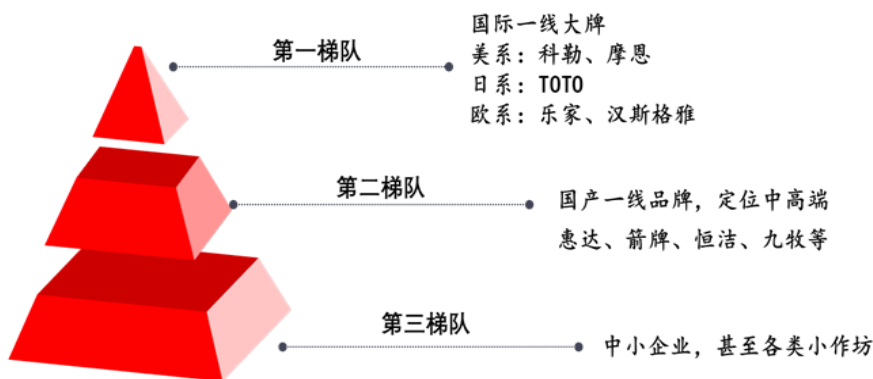


数据来源：Euromonitor、IBISWorld，西南证券整理

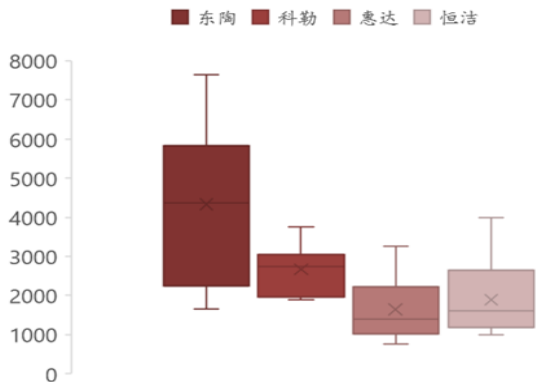
随着民众消费水平的不断升级，以及渠道优势的不断加强，龙头卫浴或将得到更大的发展空间，行业集中度提升确定性高。

产品端看，目前国内卫浴市场大体呈现三级格局，第一梯队由国际大品牌占据，第二梯队为国产龙头卫浴品牌，第三梯队则是区域性的中小企业以及各类小作坊。从主流电商平台销量数据显示，国际一线大牌如东陶、科勒等售价较高，其马桶单品价格主要集中在 3000 - 5000 元，浴缸为 4000 - 5000 元；而国内中高端品牌价格则相对平民化，在大多数消费者承受范围之内，马桶售价在 1000-2000 元之间，浴缸为 3000-4000 元。对比之下国产中高端品牌相较国际品牌具有更高的性价比。

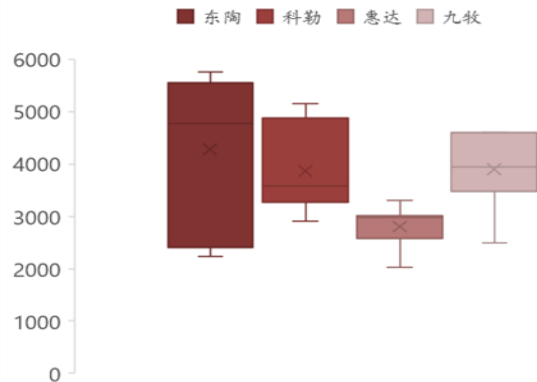
图 21：国内卫浴行业三大梯队分布格局



数据来源：中国产业网，西南证券整理

图 22: 国内一二线品牌马桶价格分布 (销量前十) (元)


数据来源: 天猫网、京东网,, 西南证券整理

图 23: 国内一二线品牌浴缸价格分布 (销量前十) (元)


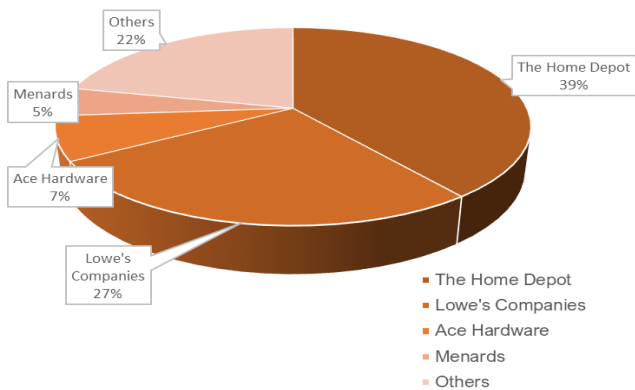
数据来源: 天猫网、京东网,, 西南证券整理

此外, 随着国内消费水平的不断提升, 消费者愈加注重品牌附加值和产品设计, 对价格敏感度逐渐降低, 而目前中国卫浴低端市场已经过度饱和, 企业之间通过压低价格从而获得竞争优势的现象较为普遍, 以至于低端卫浴企业可以获得的利润越来越少, 陷入生存困境。同时, 全国各地政府加大打击高污染企业、进一步加强了卫生陶瓷行业监管力度, 小型卫浴企业或卫浴作坊通常未能严格执行环保部门要求, 预计未来会面临较大的生存压力。因此, 以区域性品牌或作坊为主的低线城市卫浴行业可能迎来重新整合的局面, 国内龙头卫浴品牌的渗透率或将得到持续提升。

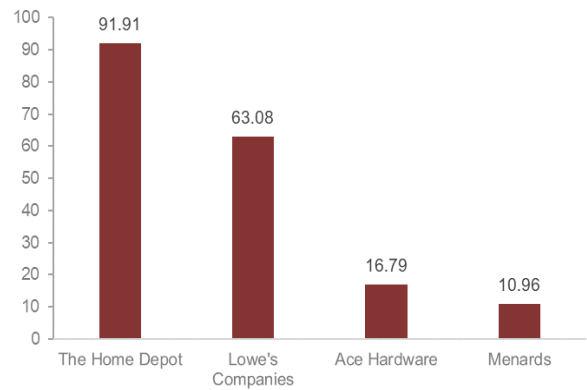
渠道端看, 据 Euromonitor 数据, 专业零售商贡献了美国建材总销售额的 80%。专业零售商行业高度集中于几家头部的大型家居建材用品零售商 (Home Depot), CR4 为 78%。2017 年, 仅家得宝 (Home Depot) 一家的销售额就接近千亿美元。同时, 大型零售商店的面积覆盖较广, 家得宝在美国有近 2,000 家门店, 而 Ace Hardware 达到了 4,400 家。此外, 科勒等公司还在全国范围设立自营体验店、独立经销商等。卫浴企业进驻家得宝等大型零售商的门槛较高, 品牌优势明显; 同时, 借助于大型零售商完善的销售渠道, 卫浴龙头产品在全国可以拥有很高的覆盖率, 从而有利于市占率的提升。

我国的家居建材行业集中度较美国稍低、但呈现集中趋势, 目前 CR5 约为 30%, 其中行业标杆红星美凯龙与居然之家的合计市占率为 20%, 近年美凯龙和居然通过委管模式的扩张, 加力推进门店的建设, 新开门店的速度远高于其他集团, 国内建材零售的集中度正在提升。

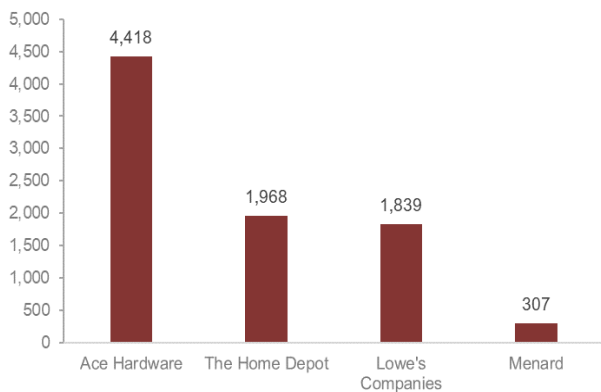
目前国内卫浴市场上只有少数龙头企业的销售渠道能够遍布全国, 其余大部分企业仅建立区域内的竞争优势, 并且随着国内建材零售商集中度的逐步提升, 未来建材零售商的进入壁垒也将会逐步增强, 国内卫浴龙头企业在渠道上或将更具拓展优势。因此把握当前卫浴行业快速发展、中低端市场面临重新洗牌局面的机遇, 快速布局低线城市、大力拓展营销网络, 行业标杆企业将迎来提升市场份额的极佳窗口。

图 24：2017 年美国家装建材零售商收入占比


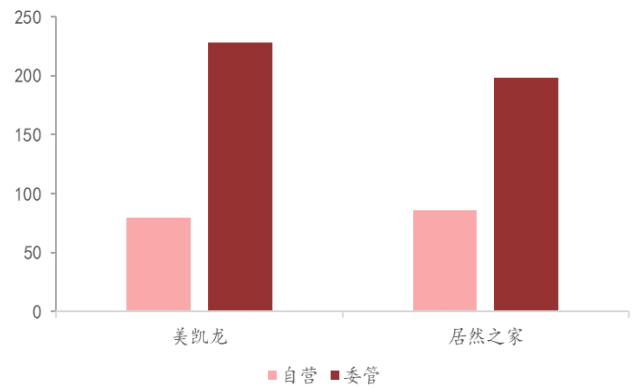
数据来源：Statista，西南证券整理

图 25：美国 Top4 家装建材零售商 2017 年销售额（十亿美元）


数据来源：Statista，西南证券整理

图 26：美国一线家装建材零售商截止 2017 年净开店数


数据来源：Statista，西南证券整理

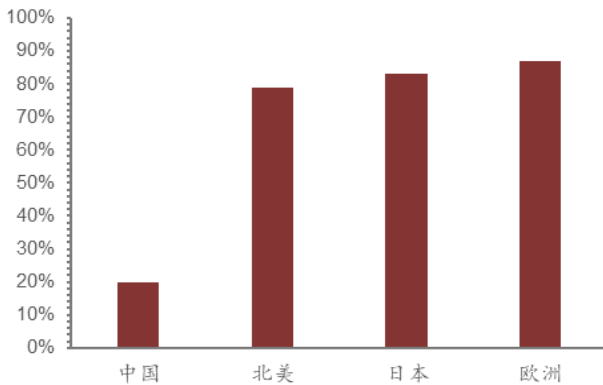
图 27：红星美凯龙、居然之家截止 2018 年净开店数


数据来源：公司公告，西南证券整理

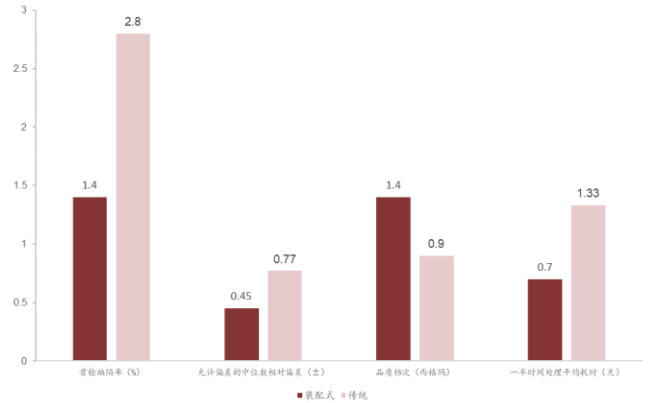
2.3 政策亮剑指方向，工程业务和整装卫浴有看点

精装修、装配式装修成大趋势，整体卫浴迎发展契机。首先，从政策的角度看，国家大力扶持精装房，十三五规划要求至 2020 年精装房比例计划提升到 30%，并且主要省市也都陆续出台精装提升指导意见。其次，从地产商的角度，房企集中度提升的趋势非常显著，2013-2019 年上半年，CR5 房企销售面积占比从 5.8% 提升至 14.8%，CR10 占比从 8.6% 提升了 20.7%，龙头房企的精装比例高，销售占比提升也将助推精装房的快速放量。

但是，与发达地区相比，我国精装比例仍然较低，当前我国精装修总体占比不到 30%，而主要发达国家基本都在 80% 以上，未来上升空间仍然较大。对于装修部件的供应商来讲，随着精装修比例不断提升，与地产商直接合作的工程业务或将具有较大的发展空间，由于大地产商会优先选择有品牌的厂商，品牌供应商的优势将进一步放大，从而有利于行业龙头企业提高集中度。

图 28: 中国和发达国家全(精)装修住房占比对比


数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

图 29: 工程端装配式和传统装修完工品质实测数据对比


数据来源: 预制建筑网, 西南证券整理

从 2016 年国家出台《关于大力发展装配式建筑的指导意见》以来, 装配式建筑政策的发布频率逐年提高, 行业标准和规划也在快速出台, 计划到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上, 2026 年达到 30%。此外, 除港澳台之外的 31 个省市的相关政策也相继出台, 绝大部分地方政府在用地、补贴、专项基金、税收以及容积率上给予装配式建筑支持。

从实测数据看, 装配式装修在工期、完工品质上要优于传统装修; 另外, 装配式装修的单位面积用电用水量、周转用地面积占比以及运输能耗上也更具优势, 因此, 装配式更加符合地产商的需求, 我们认为, 在国家政策的大力扶持之下, 以及在精装修比例提升的大趋势下, 装配式装修有巨大的发展空间。

表 2: 装配式建筑国家级鼓励政策或文件一览

时间	相关政策	主要内容
2016/2/6	《关于进一步加强城市规划建设管理工作若干意见》	明确大力推广装配式建筑, 力争用 10 年时间, 使装配式建筑占新建建筑比例达到 30%
2016/3/5	2016 年《政府工作报告》	积极推广绿色建筑和建材, 大力发展钢结构和装配式建筑, 提高建筑标准和质量。
2016/9/30	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	明确了目标及十二项重点任务, 包括全标准规范体系、创新装配式建筑设计、优化部品部件生产、推进建筑全装修、推广绿色建材等。
2017/3/23	十三五装配式建筑行动方案	到 2020 年, 全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上, 其中, 重点推进地区达到 20% 以上, 积极推进地区达到 15% 以上, 鼓励推进地区达到 10% 以上。
2017/4/11	关于发布行业标准《装配式劲性柱混合梁框架结构技术规程》的公告	细化了装配式建筑的行业技术标准, 进一步完善市场运作
2017/11/15	关于认定第一批装配式建筑示范城市和产业基地的函	认定 30 个城市为第一批装配式建筑示范城市, 195 个企业为第一批装配式建筑产业基地
2017/12/12	关于发布国家标准《装配式建筑评价标准》的公告	废除《工业化建筑评价标准》, 实施新规《装配式建筑评价标准》
2018/2/14	关于发布行业标准《装配式环筋扣合锚接混凝土剪力墙结构技术标准》的公告	细化了装配式建筑的行业技术标准, 进一步完善市场运作
2018/11/13	关于对《装配式混凝土砌块建筑技术规程》(征求	为《装配式混凝土砌块建筑技术规程》征求修改意见

时间	相关政策	主要内容
	意见稿) 征求意见的函	
2019/1/16	关于对《装配式建筑密封胶应用技术规程》(征求意见稿) 征求意见的函	为《装配式建筑密封胶应用技术规程》征求修改意见
2019/2/19	关于对《可移动装配式模筒房屋技术规程》(征求意见稿) 征求意见的函	为可移动装配式建筑模筒房屋技术规程征求修改意见
2019/2/20	关于对《可移动装配式建筑模筒》(征求意见稿) 征求意见的函	为可移动装配式建筑模筒征求修改意见
2019/2/26	关于发布《村镇装配式承重复合墙结构居住建筑设计标准》的公告	自 2019 年 8 月 1 日起施行《村镇装配式承重复合墙结构居住建筑设计标准》
2019/5/12	《国家生态文明试验区(海南)实施方案》	有计划、分阶段、分区域地推进装配式建筑发展, 提高新建绿色建筑比例。

数据来源: 政府网站, 西南证券整理

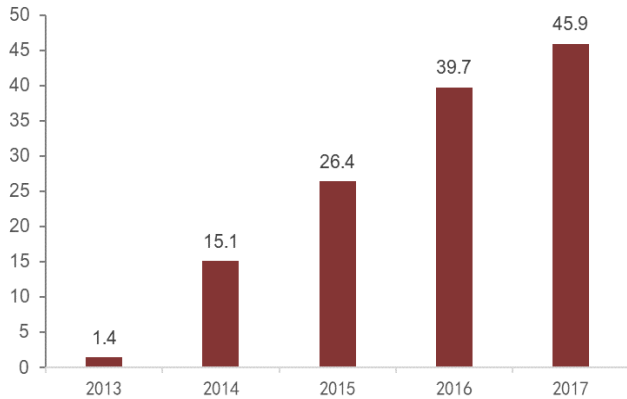
作为装配式装修的重要组成部分, 整装卫浴相较于传统卫浴具备高耐用度、高建造效率的优势。以一线房地产商为例, 万科、恒大、碧桂园、绿地等品牌都在推行装配式装修, 以装配式为代表的装配式住宅正在国内流行。碧桂园近期在 111 个项目中推广 SSGF 工法, 将整装卫浴变成标配; 万科从 2009 年开始在一些楼盘内引入整装卫浴, 2016-2017 年度计划采购整装卫浴 5 万套, 接近 2014 年万科交付新房总量(12 万套)的一半, 近几年还在加速推广。

由于产品的特点, 目前, 国内整装卫浴主要应用于长租公寓、酒店等装修标准化需求较高的场景。生产安装整体浴室首先要多次派任勘测、并做后期回访, 在安装技术上尚不能满足个性化需求。因此, 现阶段住宅类项目会增加大量的人力成本。随着未来住宅产业化以及装配式建筑的进一步推广, 整装卫浴可大举进军民用市场。

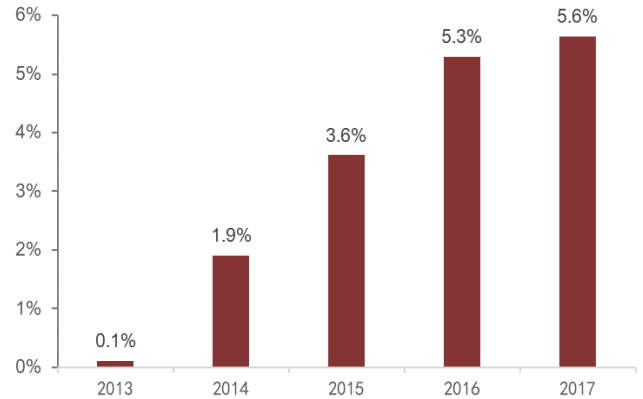
2.4 产品普及率低、渠道瓶颈逐步消除, 智能卫浴成亮点

国家重点关注的智能家居产业, 是中国制造、中国智造的一个窗口。智能卫浴作为智能家居的一部分, 目前正处于发展的快速增长期, 成为卫浴产业发展的一个重要方向。根据国家家用电器协会数据, 过去 3 年中国智能马桶市场 CAGR 约为 50%。

智能马桶起初用于医疗和老年保健, 而随着人们的生活水平和消费能力提升, 以及智能技术在家居生活中的应用普及, 智能马桶的应用也逐渐扩展到个体家庭。随着中国老龄化加深及消费观念转变, 近些年智能马桶生产商在技术上突破和产品需求设计上也逐渐将重心转向个体家庭用户, 市场推广重点领域也转向个体消费者, 使得智能马桶在个体家庭中的应用更为普遍。

图 30：2013-2017 年中国智能座便器市场规模（亿元）


数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 31：2013-2017 年中国智能马桶销量占比


数据来源：智研咨询，西南证券整理

智能马桶在中国发展已经有十年左右，总体而言普及率水平依旧较低，但向上趋势较好。其中，普及率较高的城市为上海、北京，2016 年普及率分别为 8.4%、5.3%；三四线城市和农村市场几乎空白。与日本的 78%、韩国的 55%相比，有较大差距。据智研咨询数据，过去五年智能马桶一体机占马桶总销量之比有明显提升，2017 年已达 5.6%。

目前国内高端市场主要由日、美品牌依靠技术与品牌的先发优势占据。在中端市场，国货凭借出色的性价比、更接地气售后服务和兼容性，得到消费者的认可。从技术层面看，经过多年的积累，一线的国内智能马桶制造企业不断缩小与行业标杆的差距，甚至在部分性能上已经赶超。此外，随着智能马桶线上销售渠道以及家电渠道的快速拓展进一步打开了制约智能马桶发展的关键瓶颈，国内一线品牌智能卫浴市场拓展空间巨大。

3 渠道深耕铺新路，卫浴智造促发展

作为业内少数具备全渠道运营能力的供应商，惠达卫浴涵盖标准专卖店、KA 卖场、橱柜专营店、电子商务渠道、互联网家装及异业联盟等多重渠道。近年来，公司又加紧开拓工程渠道，成为北京世园会、武汉世界军运会、太原青运会等一批国际、国家级会展和赛事的产品供应商；公司继续与碧桂园、万科等加强战略合作关系，同时又与龙湖、中海、远洋、中梁等地产商签署了战略合作协议。

在住宅工业化政策红利和装配式整体卫浴行业风口的推动下，惠达卫浴借助工程渠道与研发技术的先发优势，引进行业专家开展整体卫浴项目；公司的产品智能化战略持续升级，在智能家居领域深耕细作，打造自动化、信息化、智能化的生产制造体系。

3.1 工程+零售渠道两翼齐飞，新增产能助力传统卫浴持续增长

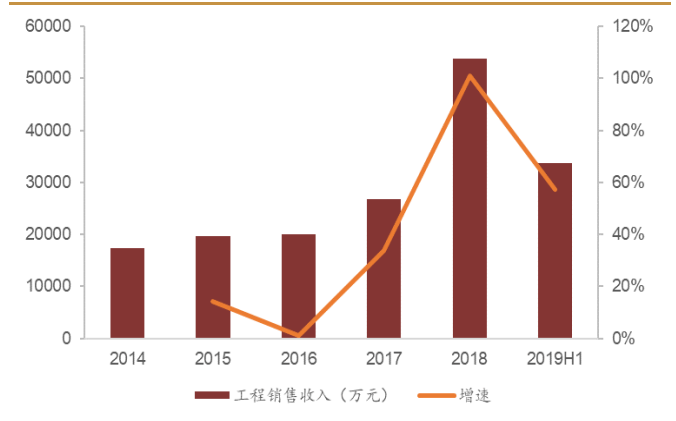
工程端：为顺应精装房比例提升的大趋势，公司近年也在加力发展工程业务。14-18 年公司工程业务量从 1.7 亿元增长到了 5.4 亿元，年复合增速达到了 32.8%，其中，2018 年公司工程渠道营收同比增长 100.9%，19 年上半年工程端实现收入 3.4 亿元，同比增长 57.2%，工程业务仍呈加速趋势，是拉动公司整体业绩增长的主要动力。目前，公司已经与碧桂园、保利、万科、龙湖、中海等龙头地产商达成了合作关系。在精装房渗透率提升，龙头地产商主推装配式装修的大背景下，工程渠道仍将会是惠达卫浴拉动业绩的核心增长点。

图 32: 惠达卫浴·碧桂园集团项目合作开发签约仪式



数据来源: 公司年报、招股书, 西南证券整理

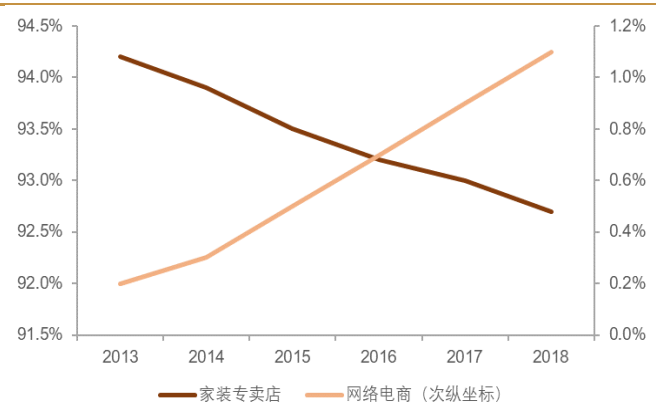
图 33: 2014-2019H1 公司工程业务量及增速变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

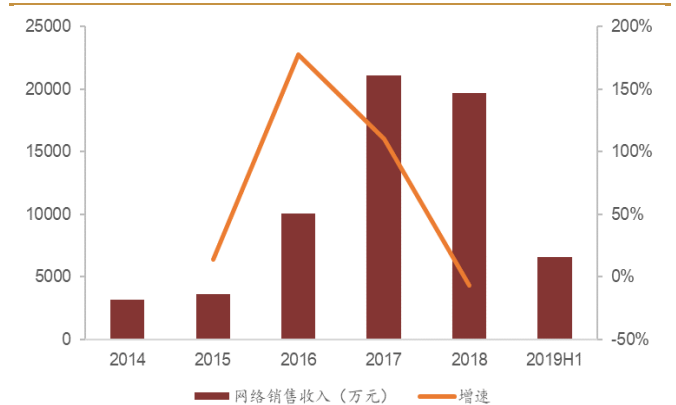
零售端: 受限于消费习惯以及供给半径的影响, 家具品类的电商占比相对较低, 但近年的相对增速仍然较高, 网络电商渠道所占份额从 2013 年的 0.2% 提升至 2018 年的 1.1%。借助于电商高速发展, 公司的网络销售收入过去几年也取得了较快的发展, 整体网络销售的量从 2014 年不到 3200 万增长到了 2018 年的接近 2 个亿, 年复合增速达到 58%, 也是拉动公司业绩增长的重要渠道之一。

图 34: 2013-2018 年实体专卖店与电商渠道占家装总销售比



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 35: 2014-2019H1 公司网络销售收入及增速变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

据 Euromonitor 调研数字, 中国 90% 的家装产品由家装专业经销商或直营零售商销售; 另外前文提到, 美国的卫浴行业龙头的 CR3 达 60%。科勒、美标等企业的高市占率得益于美国集中而完善的建材零售渠道建设。近年来, 惠达卫浴重视并继续优化以经销商为核心的线下销售渠道。2018 年, “惠达” 品牌新建门店 510 家, 升级改造门店 222 家; “杜菲尼” 品牌新建门店 98 家, 升级改造门店 13 家。新增 1000 m² 以上大店 2 家; 500 m² (含) 至 1000 m² 以上大店 16 家; 300 m² (含) 至 500 m² 大店 59 家, 100 m² (含) 至 300 m² 店面 425 家, 100 m² 以下店面 106 家。其中, 连锁卖场红星美凯龙与居然之家新建店面 74 家; 截至 2018 年底, 在连锁卖场两强内共开店 361 家。渠道拓展速度明显加快。

目前, 惠达卫浴经销商已经覆盖全国所有省份, 在国内拥有 291 家经销商, 门店达 2867 家, 其中专卖店达到 2431 家, 省会级市场覆盖率 88.2%, 地市级市场覆盖率 86.2%, 县级市场覆盖率 70.5%。低线城市的覆盖率稍弱。在去低端产能与环保压力增加的背景下, 公司

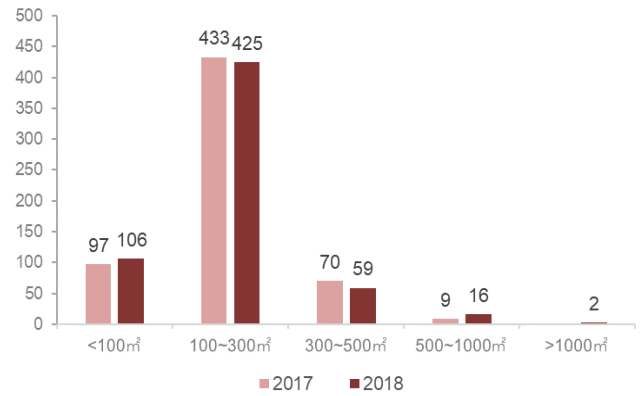
在三四线城市及乡镇仍有很大空间。惠达卫浴将推行全渠道下沉的战略，发力县、镇市场，增开社区店面，全面推进“零售铁三角”——新增店面+单店店效+全国联动带动业绩增速。

图 36：升级改造后惠达卫浴居然之家门店示例



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 37：公司 2017、2018 年新增店面情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司过往几年整体增速并不太高，主要是受制于公司核心品类卫生陶瓷产能建设停滞的影响，14-18 年卫生陶瓷总产能基本未变，产能利用率基本都高于 90%。而公司新募投的 280 万件卫生陶瓷产线已经于 2018 年进入试运行阶段，新建产能逐步释放亦将助推公司传统卫浴品类的持续放量。

表 3：公司卫生陶瓷产能产量情况及新建产能进度

卫生陶瓷	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019H1
产能 (万件)	750	840	810	810	810	
产量 (万件)	741.6	816.6	721.9	730.8	736.9	
产能利用率	98.9%	97.2%	89.1%	90.2%	91.0%	
年产 280 万件卫生陶瓷生产线建设进度				20%	试运行阶段	试运行阶段，二期 1 月投产，新增 65 万件产能

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 整装细分行业壁垒高，惠达先发优势大

整装卫浴的概念源自日本，是一种包括了顶、底、墙及所有卫浴设施的整体卫浴解决方案。区别于传统卫浴地面砖、天花板、洁具等分散式购买、装修装配的方式，整装卫浴则主要使用干法施工，工厂化一次性成型的施工方式。

整体卫浴产品由主体、洁具、通风、照明、人工智能等模块一体式集成，浴室主体板材主要以 SMC 航空材料、彩钢、磁砖和石材为主，采用一体化的防水模压底盘、壁板和顶板集成的整体框架，并装配多种功能性卫浴空间设施，在有限空间实现了洗浴、如厕、收纳、照明、通风五大浴室功能组合的独立卫浴单元，具有质量可靠、防水抗渗、环保抑菌、安装便捷、整体风格统一等优点。

图 38: 装配式卫生间结构图



数据来源: 土木在线, 西南证券整理

图 39: 装配式卫生间效果图



数据来源: 土木在线, 西南证券整理

整体卫浴行业主要有三大壁垒。

第一，资金壁垒，整体卫浴需要更大的资金投入。首先，整体卫浴前期的设计与开模价格昂贵，成本约为 30-50 万/平方米，同时需要大规模生产以形成规模效应。其次，整体卫浴项目对参与企业的品牌实力、行业地位提出了较高的要求。目前整体卫浴生产企业主要和大型的房地产开发企业合作。主推装配式装修、整体卫浴的龙头地产公司逐步改革以实现户型标准化，这为批量化生产铺平了道路。再次，相比于传统的卫浴零售渠道，工程渠道由于回款速度慢（通常长达 6 个月），对企业的现金流提出更高要求。

第二，技术壁垒。整体卫浴的研发、生产、销售、维保等环节的需要专业的团队长期的积累与磨合，技术层面的竞争优势很难通过资金投入短时间内建立。例如，目前市场上普遍缺乏熟练掌握整装卫浴的实地安装技术的工人。

第三，材料壁垒。整体卫浴对于原材料供应能力要求较高；与传统的卫浴企业原材料相比，整体卫浴产品引入全新的 FRP、SMC 等材料（SMC 是航空航天的专用材料，应用于飞机内舱和动车内壁，有害气体释放量低）。

图 40: 惠达住工产能规划



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

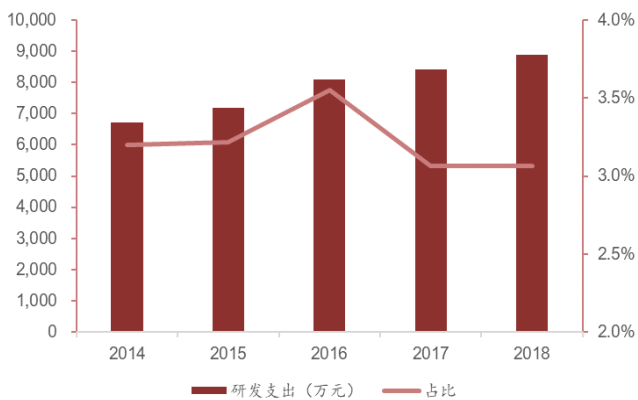
图 41: 惠达整体卫浴生产车间



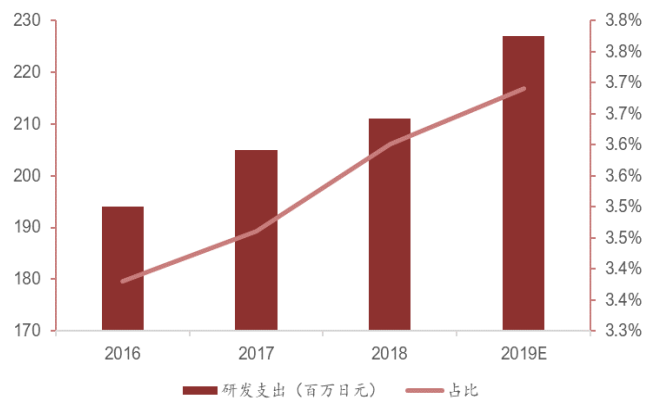
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

近水楼台先得月,与地产龙头碧桂园拥有近 10 年合作关系的惠达卫浴于 2018 年强势进军整体卫浴。2018 年 3 月,碧桂园京东区域与惠达黄各庄项目完成签约,同月,作为唯一一家卫浴企业,获碧桂园颁发“2018 年度供应商”奖项。同年 5 月下旬,惠达宣布投资 4000 万,设立“惠达住工”,并分期投资 10 亿进行产能建设,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,完全落地后可实现年产 50 万套的产能。惠达卫浴整体浴室项目于 19 年 5 月正式投产,年底计划交付 1.3 万套。

公司长期以来重视研发投入。过去五年,研发支出与营业收入之比均保持在 3% 以上,与行业标杆东陶公司接近。

图 42: 2014-2018 惠达卫浴研发投入/营业收入


数据来源: 公司年报、招股书, 西南证券整理

图 43: 2016-2019 TOTO 研发投入/营业收入


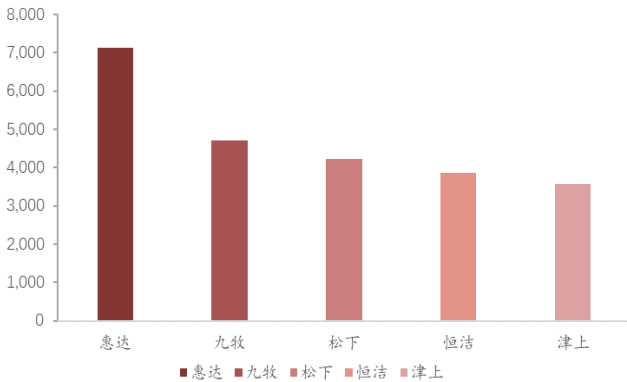
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2018 年,惠达卫浴引进苏州科逸前高管及其核心团队,进一步提高整体卫浴项目在品类、制造、研发、渠道以及产业链资源整合等各方面的整体化布局。科逸是目前国内最大的专业整装卫浴生产商,从事整装卫浴近 12 年,客户遍布全球 30 多个国家和地区,是万达、绿地等地产开发商的战略合作伙伴。惠达卫浴将继续深耕于技术研发、生产实力、部品配套能力、服务体系等各个方面,以巩固行业领先地位。

3.3 紧跟趋势, 惠米科技助力智能家居

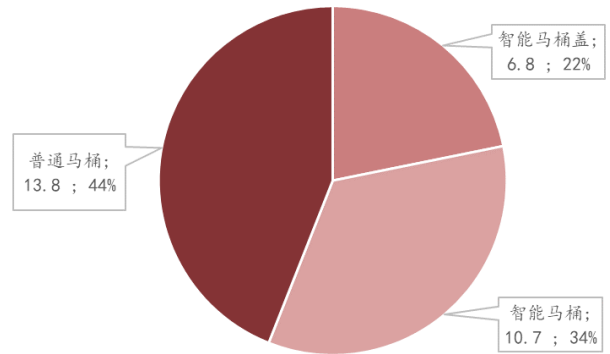
与传统马桶相比,智能马桶具有类家电属性。除建材渠道外,智能马桶企业加速布局家电渠道与电商渠道。据艾瑞 ECT 销量监测数据,在智能坐便器(包括智能马桶和智能马桶盖)和普通坐便器中,智能马桶销量占比 13.5%,智能马桶盖占比 19.7%。智能马桶以较高的单价在销售额中占比 34.2%,智能马桶盖和智能马桶品类销售额合计 56%,占据马桶品类总销售额过半以上的份额。

图 44: 2017 年 10 月智能马桶线上销量 TOP5 (台)



数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

图 45: 2017 年 1-9 月中国坐便器品类线上平台销售额 (亿元)

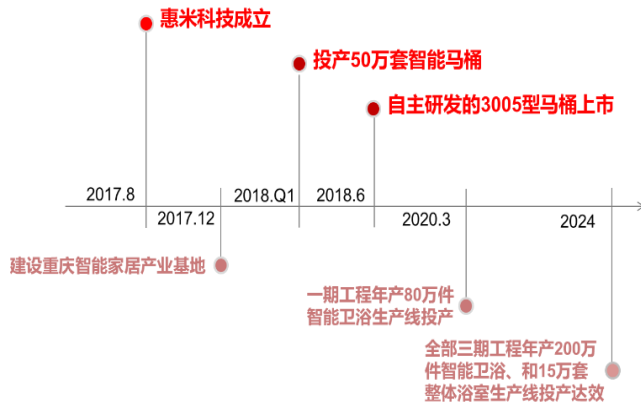


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

目前智能马桶仍处于市场导入阶段, 产品渗透率低, 国内发达地区的渗透率仅为 5%-10%。惠达卫浴加大产能建设力度, 同时加紧渠道布局。截止 2018 上半年, 惠达智能马桶销售收入 1.1 亿元, 同比增长 11.1%。

2017 年 8 月公司出资 900 万, 与深圳麦格米特合资成立子公司惠米科技, 共同研发、生产和销售智能家居产品, 在智能家居领域深耕细作, 实现和扩大在智能家居领域的布局, 整合社会资源, 积极拓展新市场, 建立中国智能家居新生态。惠米科技于 2018 年一季度投产 50 万套智能马桶。由惠米科技自主研发的 3005 型号智能马桶已于 2018 年 6 月份上市。

图 46: 智能卫浴产能释放时间线



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 47: 重庆智能家居产业基地开工仪式



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2018 年, 惠达于重庆成立智能家居产业基地, 计划投入资金 15 亿元, 项目计划分三期建设, 建成后将年产 200 万件智能卫浴产品和 15 万套整体浴室, 三期工程将于 2024 年全部达产达效。其中, 智能家居产业基地的一期工程为年产 80 万件智能卫浴生产线项目, 占地 380 亩, 致力于打造国内领先的工业 4.0 智能化卫浴生产线, 计划 2020 年 3 月投产。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司整装卫浴产能建设推进顺利，19 年达到 5 万套产能，2021 年达到 15 万套产能；

假设 2：在整装卫浴以及智能马桶的带动下，公司毛利率呈稳步上升趋势，19-21 年分别预计为 28.7%、29.1%和 29.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
卫生陶瓷	收入	1,469.6	1616.6	1794.4	2009.7
	增速	7.3%	10%	11%	12%
	毛利率	30.1%	30.10%	31%	30.70%
五金洁具	收入	430.1	451.6	474.2	497.9
	增速	1.2%	5%	5%	5%
	毛利率	28.7%	28.8%	29.0%	29.0%
陶瓷砖	收入	378.2	434.9	500.2	575.2
	增速	20.8%	15%	15%	15%
	毛利率	27.2%	27.50%	28%	28.50%
浴室柜	收入	282.3	296.4	311.2	326.8
	增速	-10.6%	5%	5%	5%
	毛利率	28.8%	29.0%	30.0%	30.5%
浴缸浴房	收入	118.2	130.0	143.0	157.3
	增速	15.1%	10%	10%	10%
	毛利率	20.8%	21%	21.50%	22%
其他业务	收入	221.5	243.7	268.0	294.8
	增速	-0.3%	10%	10%	10%
	毛利率	21.4%	25%	25%	25%
合计	收入	2,899.9	3,173.2	3,491.0	3,861.7
	增速	5.5%	9.4%	10.0%	10.6%
	毛利率	28.3%	28.7%	29.1%	29.3%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取涉及卫浴瓷砖业务的四家公司做为可比公司，2019 年平均 PE 为 17.2 倍。考虑到公司工程业务占比较高，估值有一定折价，给予 2019 年 15 倍 PE，目标价 11.4 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002084	海鸥住工	5.57	0.08	0.23	0.27	0.34	47	24.2	20.6	16.4
002798	帝欧家居	21.28	0.99	1.37	1.75	2.21	13.6	15.5	12.2	9.6
002918	蒙娜丽莎	15.76	1.53	1.11	1.42	1.88	10.8	14.2	11.1	8.4
平均值							23.8	17.2	14.0	10.9

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

地产销售不及预期，地产精装修比例提升速度不及预期，公司整装卫浴、智能卫浴以及渠道拓展或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2900.01	3173.30	3491.14	3861.88	净利润	259.19	305.36	360.88	420.35
营业成本	2077.79	2262.83	2475.13	2728.55	折旧与摊销	108.64	109.21	112.01	115.29
营业税金及附加	46.89	52.77	57.52	63.83	财务费用	4.83	22.21	20.95	19.31
销售费用	288.34	304.64	328.17	355.29	资产减值损失	17.91	15.00	15.00	15.00
管理费用	173.17	222.13	237.40	254.88	经营营运资本变动	141.22	112.55	-180.08	-230.63
财务费用	4.83	22.21	20.95	19.31	其他	-590.04	-69.26	-70.37	-69.81
资产减值损失	17.91	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	-58.24	495.07	258.38	269.50
投资收益	72.21	55.00	55.00	55.00	资本支出	-181.94	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	295.40	45.00	45.00	45.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	113.46	5.00	5.00	0.00
营业利润	291.87	348.71	411.98	480.02	短期借款	-30.00	-40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.85	3.68	3.74	3.72	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	295.72	352.39	415.72	483.74	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	36.53	47.04	54.84	63.39	支付股利	-85.25	-94.73	-74.56	-99.11
净利润	259.19	305.36	360.88	420.35	其他	-15.70	-37.69	-25.95	-24.31
少数股东损益	20.37	23.99	28.35	33.03	筹资活动现金流净额	-130.94	-172.42	-100.51	-123.42
归属母公司股东净利润	238.83	281.36	332.52	387.32	现金流量净额	-70.91	327.65	162.87	146.08
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	190.08	517.73	680.61	826.69	成长能力				
应收和预付款项	923.10	787.65	887.12	1001.39	销售收入增长率	5.52%	9.42%	10.02%	10.62%
存货	725.94	822.59	893.70	979.53	营业利润增长率	-0.58%	19.48%	18.14%	16.52%
其他流动资产	427.74	318.70	410.54	544.56	净利润增长率	1.98%	17.81%	18.18%	16.48%
长期股权投资	517.96	517.96	517.96	517.96	EBITDA 增长率	-4.27%	18.45%	13.50%	12.79%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1277.28	1216.37	1154.55	1091.83	毛利率	28.35%	28.69%	29.10%	29.35%
无形资产和开发支出	209.26	202.89	194.62	188.97	三费率	16.08%	17.30%	16.80%	16.30%
其他非流动资产	141.59	149.66	157.74	165.82	净利率	8.94%	9.62%	10.34%	10.88%
资产总计	4412.95	4533.55	4896.83	5316.75	ROE	7.82%	8.69%	9.49%	10.20%
短期借款	190.00	150.00	150.00	150.00	ROA	5.87%	6.74%	7.37%	7.91%
应付和预收款项	679.90	633.76	705.79	792.00	ROIC	9.37%	11.74%	13.80%	15.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.98%	15.13%	15.61%	15.91%
其他负债	228.54	235.14	240.06	252.53	营运能力				
负债合计	1098.44	1018.90	1095.86	1194.54	总资产周转率	0.68	0.71	0.74	0.76
股本	369.40	369.40	369.40	369.40	固定资产周转率	2.83	3.16	3.70	4.38
资本公积	919.78	919.78	919.78	919.78	应收账款周转率	5.80	5.52	5.91	5.87
留存收益	1849.06	2035.69	2293.65	2581.86	存货周转率	2.89	2.89	2.86	2.89
归属母公司股东权益	3148.71	3324.87	3582.83	3871.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.97%	—	—	—
少数股东权益	165.80	189.79	218.15	251.17	资本结构				
股东权益合计	3314.51	3514.66	3800.97	4122.21	资产负债率	24.89%	22.47%	22.38%	22.47%
负债和股东权益合计	4412.95	4533.55	4896.83	5316.75	带息债务/总负债	17.30%	14.72%	13.69%	12.56%
					流动比率	2.39	2.79	3.00	3.16
					速动比率	1.62	1.85	2.07	2.24
					股利支付率	35.69%	33.67%	22.42%	25.59%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	405.34	480.14	544.94	614.61	每股收益	0.65	0.76	0.90	1.05
PE	14.79	12.49	10.56	9.07	每股净资产	8.97	9.51	10.29	11.16
PB	1.07	1.00	0.92	0.85	每股经营现金	-0.16	1.34	0.70	0.73
PS	1.22	1.11	1.01	0.91	每股股利	0.23	0.26	0.20	0.27
EV/EBITDA	8.41	6.28	5.21	4.37					
股息率	2.41%	2.68%	2.12%	2.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn