

强烈推荐-A (首次)

惠达卫浴 603385.SH

目标估值: NA

当前股价: 23.56 元

2017 年 08 月 03 日

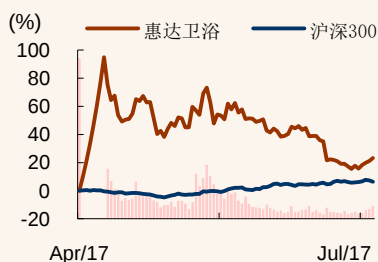
全品类卫浴之花，三十五载厚积薄发

基础数据

上证综指	3273
总股本(万股)	28415
已上市流通股(万股)	7104
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	9.9
ROE(TTM)	7.9
资产负债率	29.2%
主要股东	王惠文
主要股东持股比例	16.82%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	74	74
相对表现	-15	63	57



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑恺

zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

研究助理: 郭庆龙

guoqinglong@cmschina.com.cn

公司凭借长期深耕的积淀和持续的研发投入，建立了卫浴全品类的产品优势。近年来公司积极引进人才，管理日渐精益，内销和外销双轮驱动增长，预计 17-19 年净利润分别为 2.8、3.5、4.0 亿元，同比增长 33%、25%、15%，对应当前股价 PE 分别为 24、19、16 倍，首次覆盖给予公司“强烈推荐-A”评级。

- **受益于城镇化进程，卫浴行业持续增长，行业集中度极低：**2016 年我国卫生陶瓷产量 2.08 亿件，同比增长 4.8%，出口量占总产量 40%；行业龙头惠达市场占有率为 3.57%。2016 年我国陶瓷砖产量 110.76 亿平方米，同比增长 8.8%，出口量占总产量的 11%；行业龙头蒙娜丽莎市场份额仅为 0.4%。
- **位列卫生陶瓷四大龙头，营收稳步增长：**2012-2016 年期间，惠达卫浴营收 CAGR 达 6.5%，2016 年营收达到 22.77 亿元，境内和境外经销收入贡献 2016 年分别为 49%和 31%，网络销售占比从 2014 年 1.5%增长到 2016 年 4.4%。
- **技术、人才、营销三大优势铸就惠达竞争优势：**首先，公司每年研发费用占比在 3%以上，拥有发明专利 18 项，在原料检测环节、注浆成型环节和施釉等核心环节技术领先。其次，近年来公司积极引进人才，引进雷士照明国内营销管理团队，积极扩张国内营销网络以及布局公司供应链精细化管理。最后，惠达在国内外具有成熟的销售网络和渠道，外销端依靠美商富凯切入国外最优秀的家居终端卖场供应链；内销端公司较大一级经销商均为公司直销处人员转制，利益绑定充分，未来随着渠道下沉，发力明显。电商端依靠爆款产品叠加第三方安装服务满足客户需求，近年来增长迅猛。
- **管理精益推动持续增长，首次给予“强烈推荐-A”评级：**销售端内外并举，随着外销端美商富凯恢复增长和巴基斯坦等新市场持续贡献，内销端渠道下沉和营销发力，公司收入进入快速增长期。管理上随着供应链等环节的精益化推进，效率持续提升。预计 17-19 年净利润分别为 2.80、3.50、4.04 亿元，对应当前股价 PE 分别为 24、19、16 倍，首次给予“强烈推荐-A”评级。

- **风险提示：**宏观经济导致国内卫浴消费大幅下滑，外销客户采购不及预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2232	2277	2844	3540	4072
同比增长	7%	2%	25%	24%	15%
营业利润(百万元)	121	234	324	421	498
同比增长	-32%	94%	39%	30%	18%
净利润(百万元)	81	210	280	350	405
同比增长	-40%	160%	33%	25%	16%
每股收益(元)	0.38	0.99	0.98	1.23	1.42
PE	62.1	23.9	23.9	19.1	16.5
PB	2.7	2.6	3.1	2.8	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一 城镇化驱动卫浴行业增长，行业集中度极低	5
1.1 城镇化进程驱动卫浴行业增长.....	5
1.2 卫生陶瓷行业低速增长，市场集中度低.....	5
1.3 陶瓷砖增速平稳，行业格局极为分散.....	6
二 惠达品质，历史传承.....	8
2.1 产品谱系遍及卫浴全品类，营业收入维持稳定	8
2.2 国内外经销为主，电商销售快速增长.....	9
2.3 毛利率稳步提升，费用率维持稳定	10
2.4 股权投资达丰焦化利润波动较大	11
三 技术、人才、销售三驾马车铸就竞争优势.....	12
3.1 长期研发投入奠定生产技术优势	12
3.2 积极引进人才，实施营销扩张和精益化管理.....	14
3.3 绑定全球优质采购商，切入大型零售企业供应链	14
3.3.1 北美市场依赖美商富凯，切入美国最优质家居卖场供应链.....	15
3.3.2 绑定当地龙头分销商，扩展韩国和巴基斯坦市场	16
3.4 一级经销商利益绑定充分，渠道下沉助力门店扩张.....	16
3.5 解决网销安装痛点，电商渠道快速放量	18
四 管理精益推动持续增长，首次覆盖给予强烈推荐评级.....	20

图表目录

图 1: 人均 GDP 不断提升	5
图 2: 住宅用房销售面积及同比.....	5
图 3: 商业用房销售面积及同比.....	5
图 4: 办公用房销售面积及同比.....	5

图 5: 全国卫生陶瓷产量稳定低速增长.....	6
图 6: 卫生陶瓷出口量占比较高且维持逐年增长	6
图 7: 全国陶瓷砖产量及同比	7
图 8: 卫生陶瓷出口量占比较高且逐年增长	7
图 9: 惠达卫浴卫生陶瓷系列——面盆.....	8
图 10: 惠达卫浴卫生陶瓷系列——坐便器	8
图 11: 惠达卫浴浴缸浴房系列——浴缸	8
图 12: 惠达卫浴浴室柜系列——浴室柜.....	8
图 13: 惠达卫浴营业收入及同比.....	9
图 14: 惠达卫浴净利润及同比	9
图 15: 惠达卫浴除去投资损益净利润及同比	9
图 16: 惠达卫浴各产品品类收入占比	9
图 17: 惠达卫浴近三年主营业务渠道收入占比.....	10
图 18: 惠达卫浴 2016 年各原材料采购金额占比	10
图 19: 惠达卫浴历年毛利率	10
图 20: 惠达卫浴历年期间费用率.....	11
图 21: 焦炭期货结算价（元/吨）	11
图 22: 达丰焦化对于惠达卫浴投资收益的影响（万元）	11
图 23: 惠达卫浴历年研发投入及占营业收入的比例	13
图 24: 公司取得了境内外多项认证证书.....	13
图 25: 惠达卫浴历年境外收入及同比	15
图 26: 惠达卫浴 2016 年海外国家收入占比	15
图 27: 美商富凯销售惠达卫浴产品的途径	15
图 28: 美商富凯历年采购额（万元）	15
图 29: 韩国 ROYAL 历年采购额（万元）	16
图 30: 巴基斯坦 WAHEED SONS 历年采购额（万元）	16

图 31: 惠达卫浴线上销售收入及同比	18
图 32: 惠达卫浴双十一爆款 HDC3001G 智能马桶.....	18
图 33: 九牧卫浴与惠达卫浴天猫平台销售额对比（亿元）	18
图 34: 九牧卫浴线上线下模式的融合实现“E 包到底”	19
图 35: 蚁安居服务范围广便利了惠达电商营销.....	19
图 36: 蚁安居官网	19
表 1: 卫生陶瓷国内外主要品牌汇总	6
表 2: 陶瓷砖主要品牌汇总	7
表 3: 惠达卫浴各渠道毛利率	10
表 4: 卫生陶瓷生产流程关键环节上惠达卫浴与行业普遍的技术差异	12
表 5: 近年来惠达卫浴引进高管.....	14
表 6: 惠达卫浴通过美商富凯切入优质零售商.....	16
表 7: 惠达卫浴重要境内经销大客户简介	17
表 8: 惠达卫浴平均门店提货额计算	17
表 9: 惠达卫浴营销网络扩建计划.....	17
表 10: 行业可比公司平均估值在 2017 年 31X.....	20

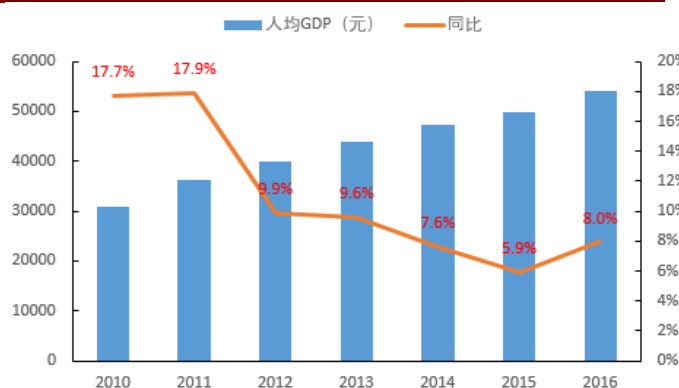
一 城镇化驱动卫浴行业增长，行业集中度极低

城镇化进程带来住宅用房、商业营业用房和办公用房需求的快速增长，由此衍生出对卫浴产品消费量的稳定增长。目前我国卫生陶瓷和瓷砖行业龙头品牌企业市场占有率仍较低，行业处于较为分散的状态。随着消费升级，人们对于卫浴产品等可选消费品的消费档次逐渐提高，生产工艺先进、具备品牌优势的龙头企业在行业中占比将上升。

1.1 城镇化进程驱动卫浴行业增长

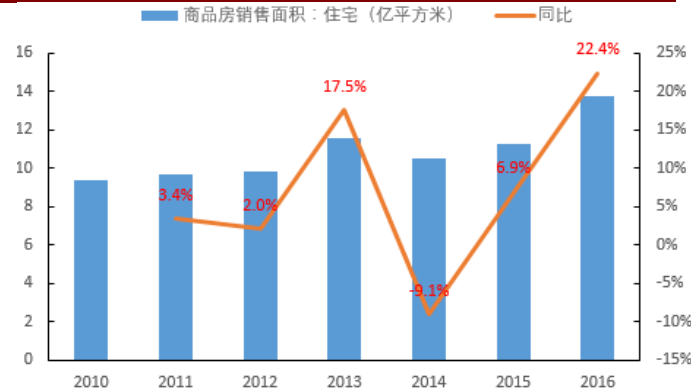
根据国家统计局统计，2010-2016 年，我国的住宅用房、商业营业用房和办公用房销售面积均保持了增长趋势，CAGR 分别为 6.7%、7.5%和 12.5%，2016 年三类用房销售面积分别达到 13.75 亿平方米、1.08 亿平方米和 0.38 亿平方米。各品类用房的装修需求驱动了对卫浴产品的需求，促进了我国卫浴行业的不断发展。

图 1：人均 GDP 不断提升



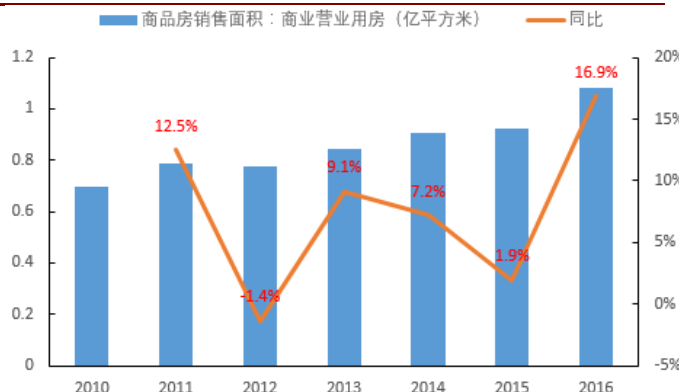
资料来源：国家统计局，招商证券

图 2：住宅用房销售面积及同比



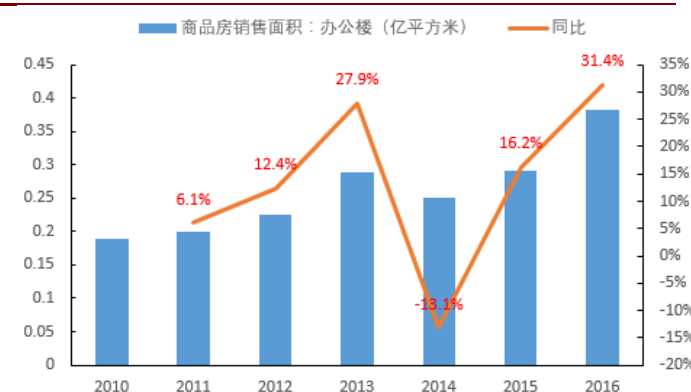
资料来源：国家统计局，招商证券

图 3：商业用房销售面积及同比



资料来源：国家统计局，招商证券

图 4：办公用房销售面积及同比



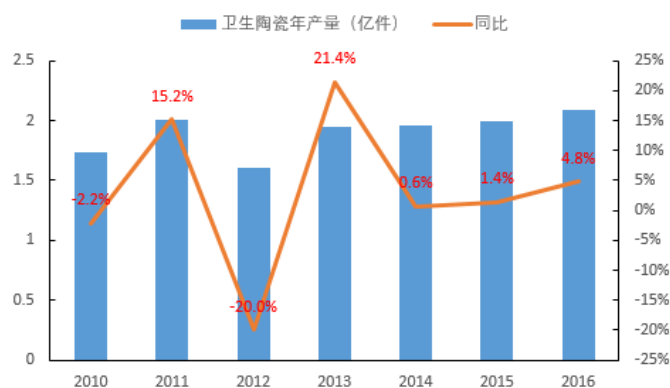
资料来源：国家统计局，招商证券

1.2 卫生陶瓷行业低速增长，市场集中度低

我国是世界上最大的卫生陶瓷生产国和消费国，2016 年我国卫生陶瓷总产量约为 2.08

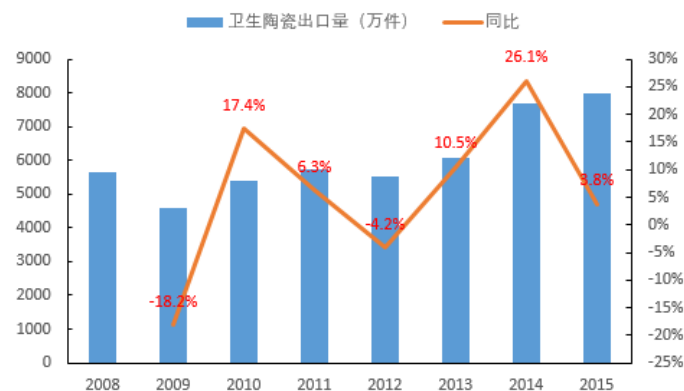
亿件，同比增长 4.8%；近三年卫生陶瓷生产量处于低速增长状态。根据《2015 年全国建筑卫生陶瓷发展综述》，2015 年我国共出口卫生陶瓷 7975 万件，出口量约占到 2015 年全国卫生陶瓷产量的 40%，近年来出口基本上保持了稳步增长的态势。

图 5：全国卫生陶瓷产量稳定低速增长



资料来源：国家统计局，招商证券

图 6：卫生陶瓷出口量占比较高且维持逐年增长



资料来源：《2015 年全国建筑卫生陶瓷发展综述》，招商证券

国际卫生陶瓷品牌商主要占据高端市场，以科勒和东陶为代表；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。目前我国的卫生洁具行业仍以中小企业为主，行业集中度较低，2016 年惠达卫浴的卫生陶瓷年产量为 743.77 万件，占比当年行业年产量的 3.57%。根据中国建筑卫生陶瓷协会的估计，行业前十厂商产量尚不足行业总产量的六分之一，品牌企业市场份额占比较低，行业仍处于分散状态。

表 1：卫生陶瓷国内外主要品牌汇总

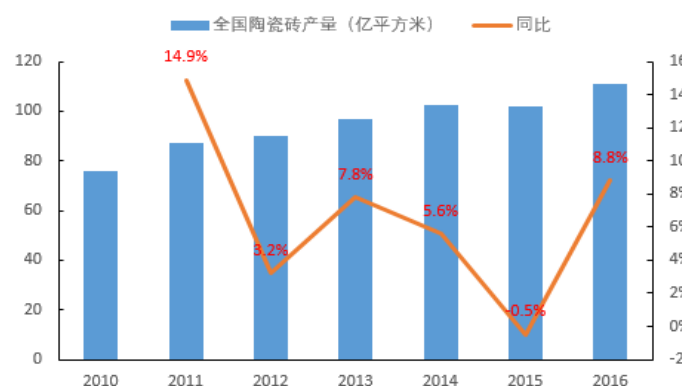
	东陶 TOTO	科勒 Kohler	惠达	箭牌	恒洁	九牧
国家	日本	美国	中国	中国	中国	中国
成立时间	1917 年	1873 年	1982 年	1994 年	1998 年	1990 年
品牌特点	节能、环保	休闲、利落	高性价比，综合性能好	质量品质优，实用耐用性高	节水智能、质量品质高	智能、创新、健康
销售情况	2016 财年全球销售额约合人民币 356 亿元	2015 年全年营收 60 亿美元	境内拥有 2000 多家经销商门店	近 3000 个销售网点	2000 多个销售网点	全球定制店超过 4000 家，五万个销售网点

资料来源：公司官网，招股说明书，公开信息，招商证券

1.3 陶瓷砖增速平稳，行业格局极为分散

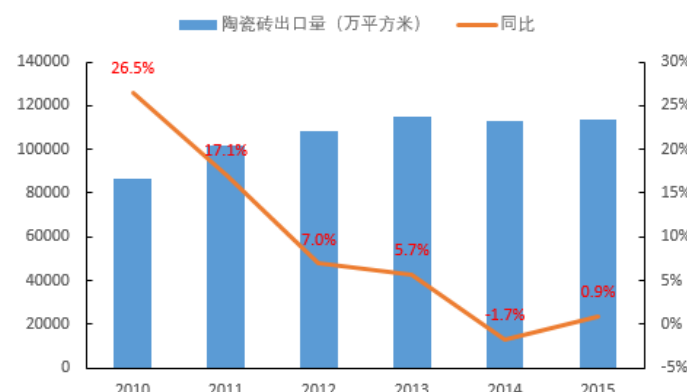
2010-2016 年期间，我国的陶瓷砖产量 CAGR 为 6.5%，其中 2016 年我国共生产陶瓷砖 110.76 亿平方米，同比增长 8.8%。2015 年我国出口陶瓷砖 11.39 亿平方米，出口量占产量比例的 11.2%，相较于卫生陶瓷行业而言对外出口依赖程度相对较弱。

图 7: 全国陶瓷砖产量及同比



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

图 8: 卫生陶瓷出口量占比较高且逐年增长



资料来源: 《2015 年全国建筑卫生陶瓷发展综述》, 招商证券

陶瓷砖领域的进入门槛相较于卫生陶瓷而言更低, 行业格局更为分散。目前行业品牌企业包括马可波罗瓷砖、蒙娜丽莎瓷砖、欧神诺瓷砖、诺贝尔瓷砖、东鹏瓷砖。以蒙娜丽莎瓷砖为例, 2016 年蒙娜丽莎瓷砖产量为 4970.09 万平方米, 占比行业总产量仅为 0.4%, 行业龙头的市场份额极低。

表 2: 陶瓷砖主要品牌汇总

	马可波罗瓷砖	东鹏瓷砖	诺贝尔瓷砖	蒙娜丽莎瓷砖	欧神诺瓷砖
公司名称	广东唯美陶瓷有限	广东东鹏控股股份	杭州诺贝尔集团有	蒙娜丽莎集团股份	佛山欧神诺陶瓷股
成立时间	1998 年	1972 年	1992 年	1998 年	2000 年
品牌特点	个性、品味、文化气息浓郁, 主打仿	低碳、环保、高科技、个性化、艺术	人性化、自然化、艺术化	创新、独特、艺术、个性	格调、时尚、生活
专卖店或门店数量统计	3000 余家专卖店	3271 家门店 (截止 2015 年年末)	1100 余家专卖店	3000 多家专卖店	NA
盈利情况	NA	2015 年销售收入 41.11 亿元, 净利润 6.18 亿元	NA	2016 年营收 23.19 亿元, 净利润 2.34 亿元	2016 年营收 18.15 亿元, 净利润 1.61 亿元

资料来源: 公司官网, 招股说明书, 公开资料, 招商证券

二 惠达品质，历史传承

惠达卫浴肇始于 1982 年，位于素有“北方瓷都”之称的河北唐山，公司主要产品为卫生洁具和陶瓷砖两大类，其中卫生洁具大类包含卫生陶瓷、五金洁具、浴缸浴房、浴室柜等子品类。公司产品品类丰富，涉足卫浴全品类，依靠众多国内外技术领先和具有知识产权的产品，长期以来积累了良好的产品口碑，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。

图 9：惠达卫浴卫生陶瓷系列——面盆



资料来源：公司官网，招商证券

图 10：惠达卫浴卫生陶瓷系列——坐便器



资料来源：公司官网，招商证券

图 11：惠达卫浴浴缸浴房系列——浴缸



资料来源：公司官网，招商证券

图 12：惠达卫浴浴室柜系列——浴室柜

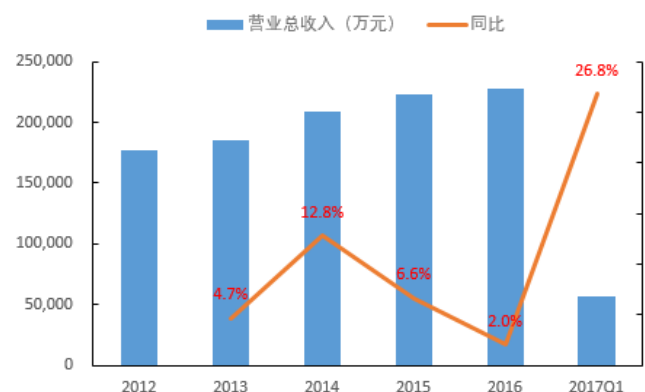


资料来源：公司官网，招商证券

2.1 产品谱系遍及卫浴全品类，营业收入维持稳定

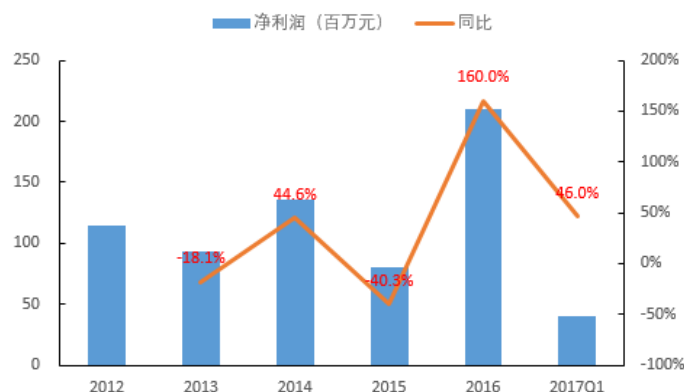
在 2012-2016 年期间，公司营业收入 CAGR 达 6.5%，2016 年营业收入达到 22.77 亿元，同比增长 2.0%。公司的净利润端口波动较大，一方面，受益于人民币贬值和上游原材料的价格下降、销量扩张，使得公司的毛利率提高，另一方面，公司持有达丰焦化 40%的股权，由于行业属性导致净利润波动较大，从而影响惠达卫浴的投资收益。2017 年一季度公司创营业收入约 5.73 亿元，同比增长 26.8%。公司的净利润为 0.40 亿元，同比增长 46.0%。

图 13: 惠达卫浴营业收入及同比



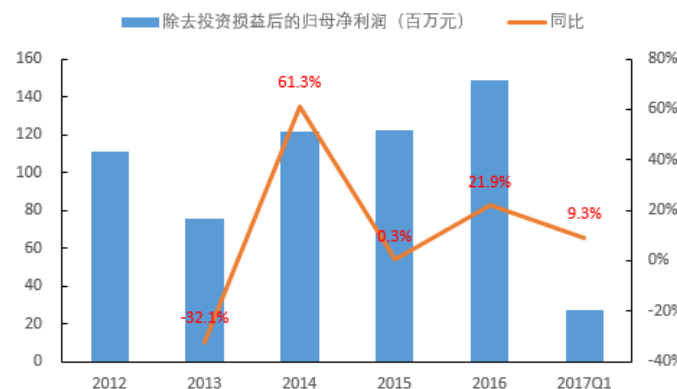
资料来源：招股说明书，招商证券

图 14: 惠达卫浴净利润及同比



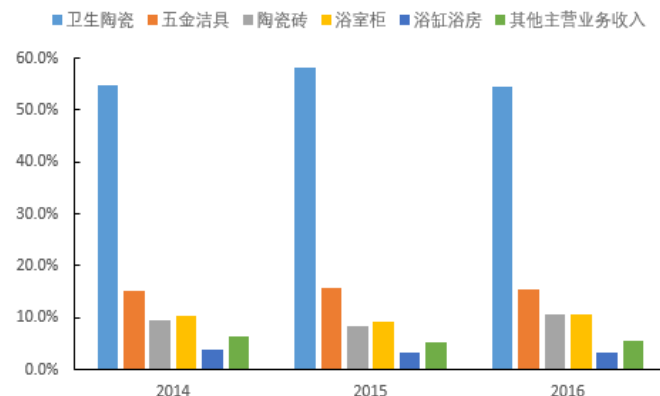
资料来源：招股说明书，招商证券

图 15: 惠达卫浴除去投资损益净利润及同比



资料来源：招股说明书，招商证券

图 16: 惠达卫浴各产品品类收入占比



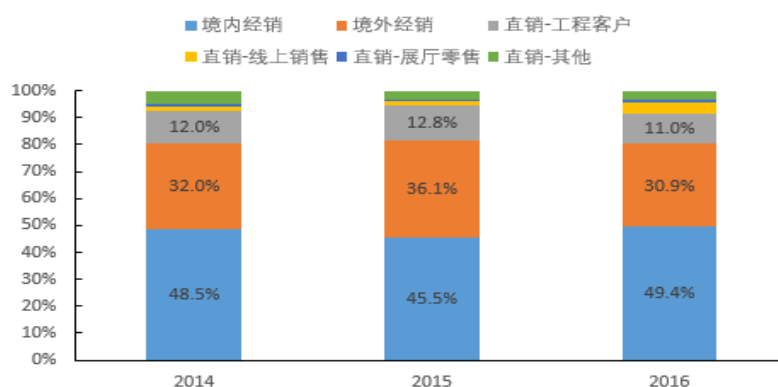
资料来源：招股说明书，招商证券

在产品品类上,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,近三年来占比分别达到 15%和 8%以上,浴室柜 2016 年占比 10.5%,浴缸浴房占比较小,近年来收入贡献不超过 4.1%。

2.2 国内外经销为主，电商销售快速增长

公司采用“经销+直销”的销售方式,以经销渠道为主。近三年经销渠道收入贡献保持在 80%-82%范围内,其中境内和境外经销收入贡献 2016 年分别占比 49.4%和 30.9%。公司的直销部分中工程客户是最主要的直销收入,近三年来收入贡献占比在 11%-13%的范围内。直销渠道中的网络销售是增长最快的渠道,占比从 2014 年 1.5%的增长到 2016 年 4.4%。

图 17: 惠达卫浴近三年主营业务渠道收入占比



资料来源：招股说明书，招商证券

在渠道毛利率对比上，境内经销和境外经销的毛利率接近，近三年维持在 24%左右的水平。直销渠道的毛利率水平均在 40%左右，2016 年，工程客户渠道拥有最高的毛利率水平，达到 43.7%，线上销售在 2016 年毛利率达到 38.7%。

表 3: 惠达卫浴各渠道毛利率

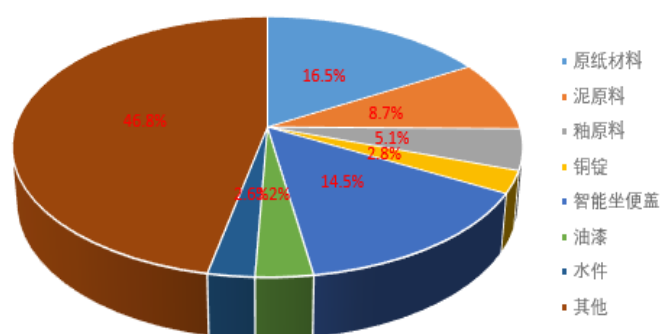
		2014	2015	2016
经销	境内经销	24.66%	24.23%	23.88%
	境外经销	24.55%	24.04%	26.47%
直销	直销-工程客户	39.71%	38.48%	43.73%
	直销-线上销售	44.61%	44.81%	38.67%
	直销-展厅零售	38.11%	41.25%	41.98%
	直销-其他	15.64%	12.02%	15.08%

资料来源：招股说明书，招商证券

2.3 毛利率稳步提升，费用率维持稳定

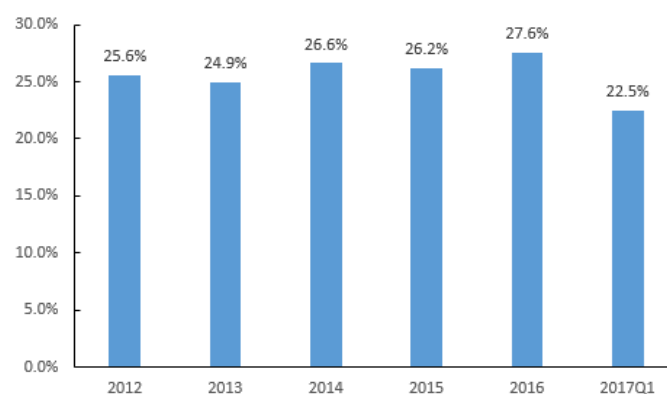
近年来惠达卫浴毛利率在 25%-27%之间窄幅波动，一方面受到原材料价格波动影响，原纸材料、智能坐便盖、泥原料、釉原料和铜铰等主要原材料占比均衡，不存在单一主料。另一方面销售渠道上，公司直销销售方式的流通环节少，毛利率较经销商渠道高。

图 18: 惠达卫浴 2016 年各原材料采购金额占比



资料来源：招股说明书，招商证券

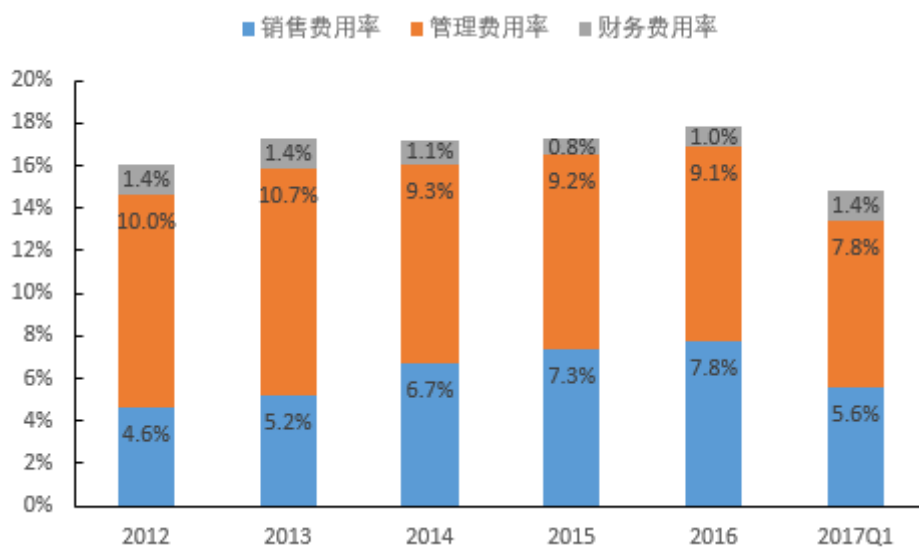
图 19: 惠达卫浴历年毛利率



资料来源：招股说明书，招商证券

惠达卫浴的管理费用率和财务费用率近五年来保持稳定，其中管理费用率在 9%-10% 的范围，财务费用率历年控制在 1.5% 以内。公司的销售费用率逐年上升，销售费用率的上涨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。

图 20：惠达卫浴历年期间费用率

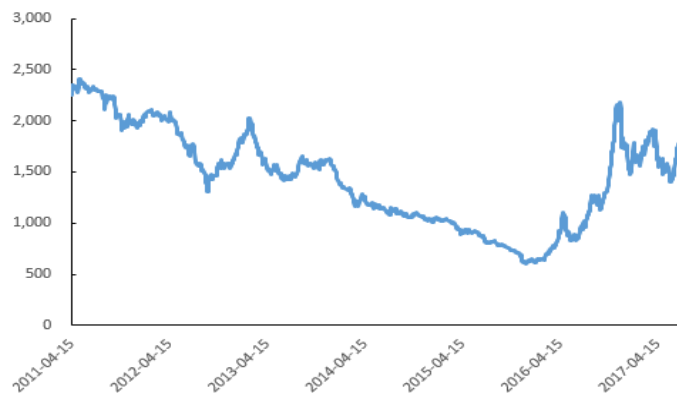


资料来源：招股说明书，招商证券

2.4 股权投资达丰焦化利润波动较大

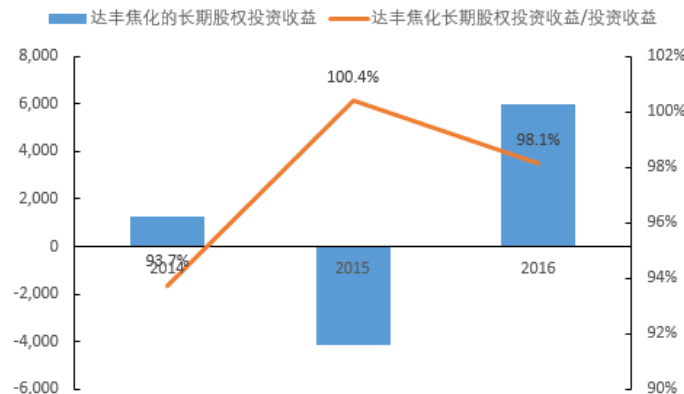
惠达卫浴通过对外投资方式持有达丰焦化 40% 的股权，焦化厂由于其行业属性利润波动较大，从而引起惠达利润波动。2015 年达丰焦化亏损给惠达卫浴造成了约 0.42 亿元的投资损失。2016 年受益于焦炭价格逐渐抬升，由此产生 0.60 亿元的投资收益。

图 21：焦炭期货结算价（元/吨）



资料来源：WIND，招商证券

图 22：达丰焦化对于惠达卫浴投资收益的影响（万元）



资料来源：招股说明书，招商证券

三 技术、人才、销售三驾马车铸就竞争优势

公司在卫浴行业深耕 35 年，近年来公司通过不断地技术研发创新、持续引进专业人才和构建全球化的营销网络铸就竞争优势和壁垒。首先、惠达生产技术领先行业，公司长期坚持将 3% 以上营收投入研发，目前拥有 18 项发明专利，在原料检测、注浆成型和施釉等环节在国内企业中处于领先地位。其次、公司近年来积极引进生产技术、综合管理、产品营销等各方面人才，着力发展公司营销网络以及内部的精益化管理。最后、公司依赖成熟的销售网络持续实现扩张销售：外销端，公司绑定大客户美商富凯、韩国 ROYAL、巴基斯坦 WAHEED SONS，依靠下游贸易商客户切入国外顶级零售商的供应链体系。内销端，公司实行两级经销商制度，公司较大一级经销商均为公司原直销处人员转制，与公司利益绑定深入。随着募投项目中营销扩张项目推进，公司渠道下沉有望推动内销增长。电商端，公司与蚁安居等第三方安装平台合作，解决了网销卫浴产品的核心痛点，同时以迎合线上消费习惯的爆款产品做网销突破口，实现电商销售持续增长。

3.1 长期研发投入奠定生产技术优势

作为行业龙头企业的惠达卫浴，与小企业在原料检测环节、注浆成型环节和施釉环节存在明显的技术差异，公司目前研发和引进了高压注浆、机械手施釉和纳米自洁釉等先进技术。例如公司自主研发的自洁釉技术，将纳米材料应用于釉面中，一方面提高了釉面的平滑度和美观度，另一方面减少了卫生陶瓷表面污物的堆积，易于清洁，抗菌能力强。

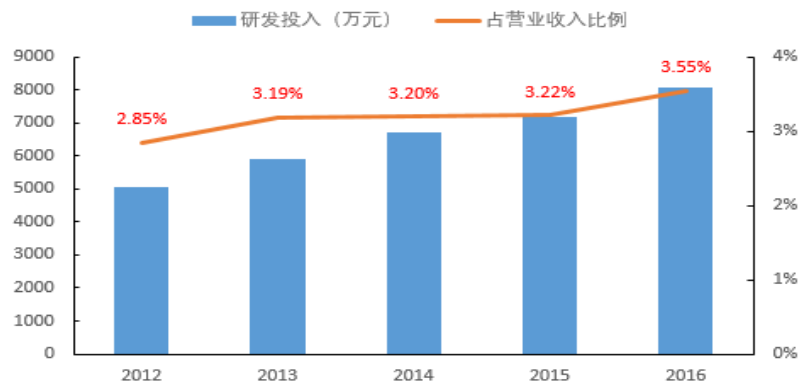
表 4：卫生陶瓷生产流程关键环节上惠达卫浴与行业普遍的技术差异

		技术或设备	特点
原料检测环节	惠达卫浴	等离子发射光谱仪	实现多项目、高频次检测，降低了原料属性波动对于成品影响
	行业主流	人工检测	检验种类少，检验频次低
陶瓷成型技术	惠达卫浴	高压注浆技术	采用树脂模型，增强了模具的耐用性和生产效率
	行业主流	低压成型技术	采用石膏模型，模型耐用性较差，残次品率较高
施釉技术	惠达卫浴	机械手施釉	釉层均匀，生产效率高
	行业主流	人工施釉	人为因素影响大，粉尘对员工身体危害

资料来源：公开资料，招商证券

公司现拥有研发人员 416 人，近年来研发投入占比营业收入在 3%-3.5% 的范围内，投入总量不断提高，2016 年研发投入增长到 0.81 亿元。

图 23: 惠达卫浴历年研发投入及占营业收入的比例



资料来源: 招股说明书, 招商证券

惠达卫浴的生产技术获得业界一致肯定, 多项专利获得奖项。截止到 2016 年末, 公司拥有专利 176 项, 其中发明专利 18 项, 均属于卫生陶瓷领域, 覆盖原料制备、注浆成型、施釉、烧制、修补等多个环节。公司拥有我国产品认证证书、出口免检证书、法国 ACS、美国 CUPC、韩国 KS 认证等多区域认证资质。

图 24: 公司取得了境内外多项认证证书



资料来源: 公司官网, 招商证券

3.2 积极引进人才，实施营销扩张和精益化管理

近年来公司积极引进生产技术、综合管理、产品营销等各方面人才，着力发展公司营销网络以及内部的精益化管理，公司逐步从传统卫生陶瓷生产企业发展成现代化全球卫生陶瓷生产商和销售商。2013 年末惠达卫浴引进具有丰富行业经验的杨春、杜国锋和王涛分别担任陶瓷砖事业部总经理、副总经理和市场总监。2016 年 7 月公司邀请殷慷加盟，殷慷 2007 年开始主管雷士照明的国内营销，有着丰富的国内渠道管理经验。在雷士照明任职期间，殷慷持续推行雷士照明原有的国内渠道铺设策略，鼓励经销商做大做强，在全国 35 个运营中心（省级专营经销商）的支持下，发展规模较小的经销商，加大对于专卖店网点的渗透，向三四线城市进军。2007-2012 年期间，雷士照明总营收从 1.32 亿美元增长到 6.04 亿美元，CAGR 高达 35.5%。

通过引进以殷慷为代表的一系列专业化人才，公司研发、生产和销售优势凸显，营销拓展和精益化管理渐次展开，有助于公司内销收入的拓展和供应链等管理上的精细化改造，企业的经营有望进入快速成长期。

表 5：近年来惠达卫浴引进高管

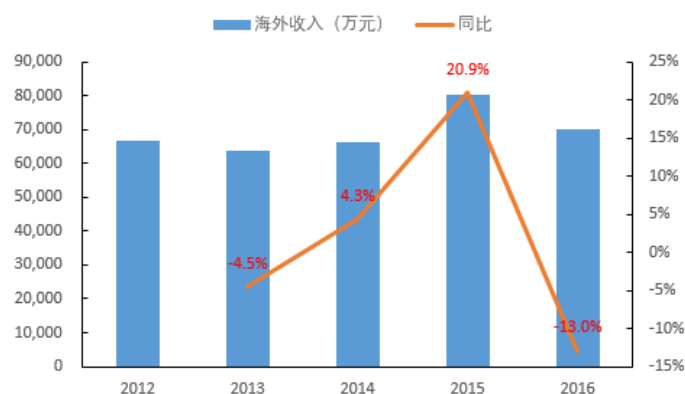
担任职务		
殷慷	副总经理、高级顾问	1995-2007 年任飞利浦照明销售总监，2007 年-2012 年任雷士照明常务副总裁，2012-2016 年任特优仕照明总经理
杨春	陶瓷砖事业部总经理	2010 年任唐山艾尔斯卫浴有限公司总经理，负责杜菲尼销售
杜国锋	董事、副总经理	2007 年 12 月至 2012 年 1 月任雷士照明控股有限公司媒体策划部部长、市场中心经理和市场中心总监
王涛	市场总监	NA

资料来源：招股说明书，公司公告，招商证券

3.3 绑定全球优质采购商，切入大型零售企业供应链

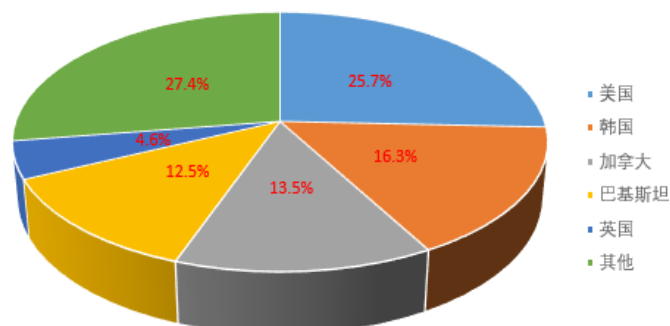
2016 年公司出口业务销售收入占比约为 30.9%，主要的海外市场分布在欧美地区、东亚和中亚地区，其中美国、韩国、加拿大和巴基斯坦分别是惠达卫浴的前四大境外市场，共占到境外销售收入 60%以上。公司在海外发达国家和地区采取 ODM 和 OEM 的方式，下游对接境外品牌卫浴商或零售商；在发展中国家，公司采取 OBM 的方式销售，直接以自有品牌导入可以形成品牌优势，塑造品牌形象。

图 25: 惠达卫浴历年境外收入及同比



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 26: 惠达卫浴 2016 年海外国家收入占比

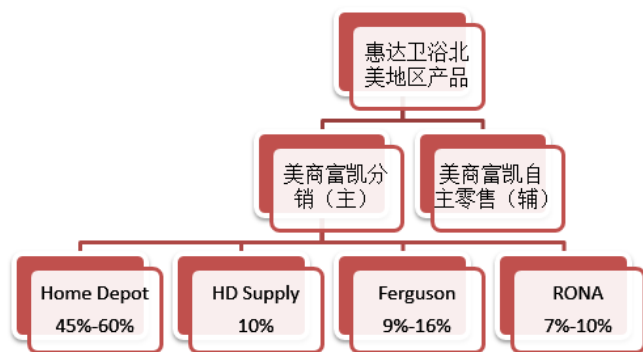


资料来源: 招股说明书, 招商证券

3.3.1 北美市场依赖美商富凯, 切入美国最优质家居卖场供应链

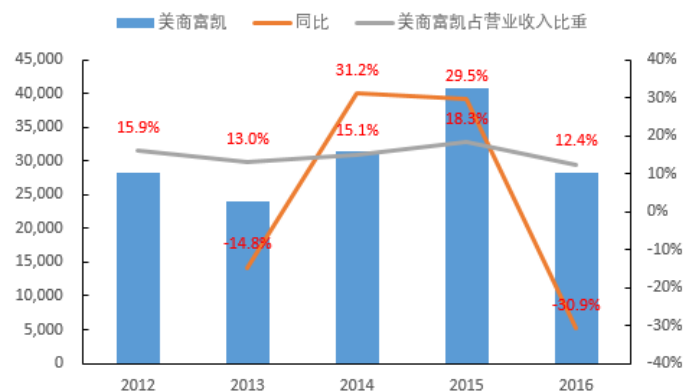
美商富凯在北美市场专门从事厨房、家具、卫浴产品的生产和贸易, 是沃尔玛、Home Depot、Target 等大型零售商的供应商。惠达卫浴 2000 年开始与美商富凯开展在北美地区的产品销售合作, 是其最早和最主要的卫浴产品供货商, 而美商富凯拥有惠达卫浴产品在美国和加拿大的独家经销权, 惠达卫浴通过与美商富凯的紧密合作进入了美国最优质的卫浴产品零售供应链中。

图 27: 美商富凯销售惠达卫浴产品的途径



资料来源: 招股说明书, 公开资料, 招商证券

图 28: 美商富凯历年采购额 (万元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

美商富凯从惠达采购的卫浴产品中 80%-85% 销售给四大主要零售商, Home Depot、HD Supply、Ferguson 和 RONA, 其中 Home Depot 是全球最大的家居建材零售商, 全美第二大零售商, 在美国拥有 1200 余家门店, 海外 133 家门店, 在美国建材市场上和另一大建材零售商 Lowe's 几乎处于垄断的地位。Home Depot 于 2014-2016 年间在厨卫领域营收 CAGR 达到 6.9%, 2016 年厨卫领域营收总量高达 141.69 亿美元, 同比增长 6.8%。

表 6: 惠达卫浴通过美商富凯切入优质零售商

	Home Depot	Ferguson	HD Supply	RONA
股票代码	HD	-	HDS	-
主要市场简介	美国、加拿大、墨西哥 全球最大的家居建材 零售商, 美国第二大零 售商	美国、墨西哥、加勒比 美国最大的商用和家 居排水系统零售商和 分销商	美国、加拿大 北美最大的建筑、工 业、维护用品零售商	加拿大 加拿大最大的五金器 具、家庭装修、园艺产 品零售商

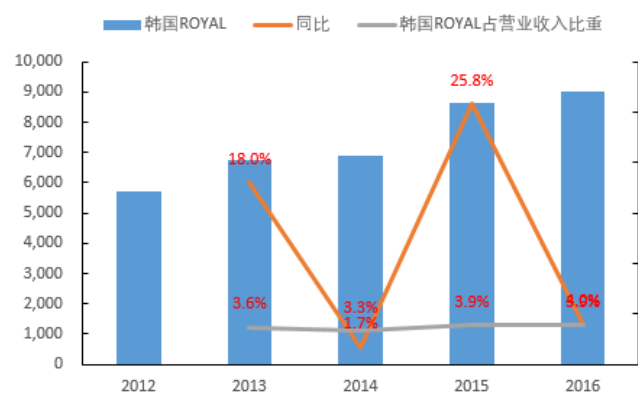
资料来源: 公司官网, 公司年报, 招商证券

3.3.2 绑定当地龙头分销商, 扩展韩国和巴基斯坦市场

公司韩国经销商 ROYAL, 全名乐雅株式会社, 1970 年成立, 以水龙头五金配件发家, 在韩国建材行业位列第五。该公司于 2005 年与惠达卫浴开展合作, 向惠达卫浴采购卫生陶瓷和浴室柜, 其中购买的卫生陶瓷用于与其生产的五金配件以联合品牌的方式组合出售。由于韩国 ROYAL 在工程订单客户方面资源多, 近年来工程订单不断增长, 对于惠达卫浴的采购也逐年递增, 2012-2016 年 CAGR 达 11.9%, 呈现稳步增长的状态。

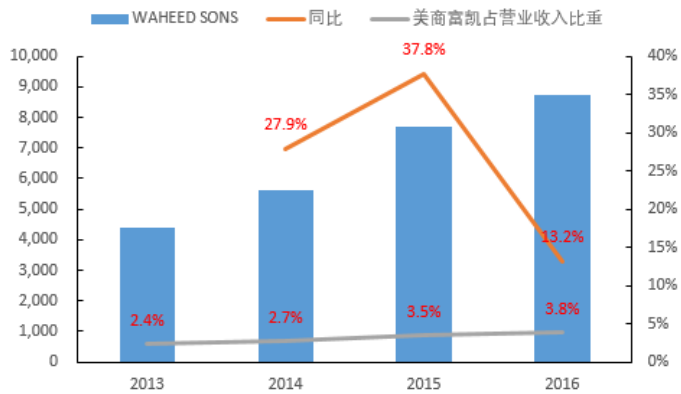
公司巴基斯坦经销商 WAHEED SONS 是巴基斯坦地区专业的卫浴产品进口商, 年进口量占到巴基斯坦全国卫浴进口量的一半。惠达卫浴与 WAHEED SONS 于 2000 年开始合作, 2013 年-2016 年从该公司处获得收入 CAGR 为 25.9%, 公司业务快速增长。

图 29: 韩国 ROYAL 历年采购额 (万元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 30: 巴基斯坦 WAHEED SONS 历年采购额 (万元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

3.4 一级经销商利益绑定充分, 渠道下沉助力门店扩张

公司内销经销商渠道实行两级经销商模式, 即由一级省级经销商将大部分产品分销给二级分销商进行销售, 并负责协调辖区内终端门店的开设。公司拥有一支营销经验丰富的一级经销商队伍, 现有大经销商均是由历史上惠达的直销处人员转变而来。2009 年, 考虑到原有直销体制已不再适应市场, 而原来的直销处业务人员对于公司的产品有更深入的了解、更专业化的培训和多年的产品销售经验, 惠达卫浴将原来拥有的直销点转为经销商门店, 并优先考虑将原直销处人员作为经销商。通过直销转经销, 激励了经销商的积极性, 同时原有公司人员作为一级经销商便于公司与大经销商核心利益的绑定。

表 7: 惠达卫浴重要境内经销大客户简介

姓名	任职惠达时间	原职位	现经销区域	前十大客户时间
高颖	2001 年	惠达卫浴济南地区直销处总代理	济南地区	2014-2016
李敬涛	1991 年	惠达卫浴西北地区区域经理	陕西地区	2014-2016
樊金永	1995 年	惠达卫浴天津销售处总经理	天津地区	2014-2016
韩宗涛	1999 年	惠达卫浴唐山销售处总经理	唐山地区	2014-2016
刘东友	2001 年	惠达卫浴哈尔滨办事处副总经理	哈尔滨地区	2016
唐素梅	2001 年	惠达卫浴成都营销中心总经理	成都地区	2015
王立广	1997 年	惠达卫浴上海销售处经理	徐州、泰州地区	2015

资料来源: 招股说明书, 招商证券

表 8: 惠达卫浴平均门店提货额计算

	2014	2015	2016
境内经销(万元)	100,651.52	101,075.82	111,867.90
门店数量	2789	2824	2904
——惠达卫浴	2103	2129	2055
——惠达陶瓷砖	265	259	394
——杜菲尼卫浴	421	436	455
平均门店提货额	36	36	39

资料来源: 招股说明书, 招商证券

截止到 2016 年末, 公司拥有一级经销商门店数 603 家, 其中经销商专卖店数 571 家; 二级分销商门店数 2301 家, 其中分销商专卖店数 1860 家。目前, 公司的门店已经覆盖了 88.2% 的省会城市、86.2% 的地级市和 70.5% 的县级市, 覆盖范围广。公司上市的募投项目之一——营销网络扩建项目涉及总投资 6049 万元, 用于通过补贴经销商的方式继续加大门店的铺设力度, 重在提高对于三四线城市的渗透, 争取在三年内新开门店 1059 家, 其中省会城市及直辖市专卖店 30 家、地级市专卖店 62 家、县镇级专卖店 967 家, 其中华北地区和西北地区计划开店数目最多, 分别为 228 家和 225 家。

表 9: 惠达卫浴营销网络扩建计划

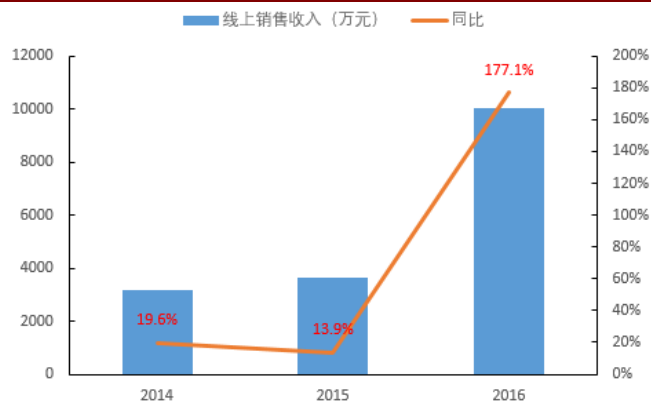
	计划开店	单店平均面积	作用
省会城市及直	30	500-2000 平方米	产品全品类展示、大客户服务、产品发布及推广、招商
地级市专卖店	62	120-500 平方米	服务零售客户和装饰公司, 电子商务线下配送服务网点
县镇级专卖店	967	30-100 平方米	服务城市社区、乡镇客户, 电子商务线下服务网点

资料来源: 招股说明书, 招商证券

3.5 解决网销安装痛点，电商渠道快速放量

近年来公司引进了管理团队负责国内销售，着重引进了专业化电商渠道的管理人才，电商渠道快速放量，2014-2016 年线上销售收入 CAGR 高达 77.6%，2016 年线上销售收入达到 1 亿元。在 2016 年“双十一”，惠达卫浴智能马桶 HDE3001G 销量超过一万台；单日成交金额达到 7336 万元，位居卫浴厂商第三。

图 31：惠达卫浴线上销售收入及同比



资料来源：招股说明书，招商证券

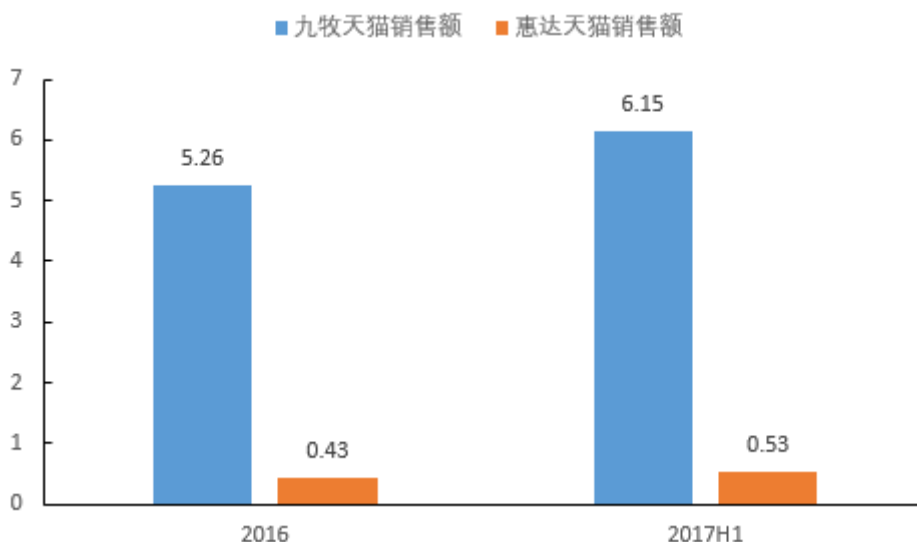
图 32：惠达卫浴双十一爆款 HDC3001G 智能马桶



资料来源：公开资料，招商证券

卫浴行业电商渠道排名首位的九牧卫浴 2016 年全年天猫平台销售额为 6.15 亿元，而惠达天猫销售额仅为 0.43 亿元；2017 年上半年九牧卫浴天猫销售额 5.26 亿元，而惠达为 0.53 亿元，惠达电商端销售增长空间很大。

图 33：九牧卫浴与惠达卫浴天猫平台销售额对比（亿元）

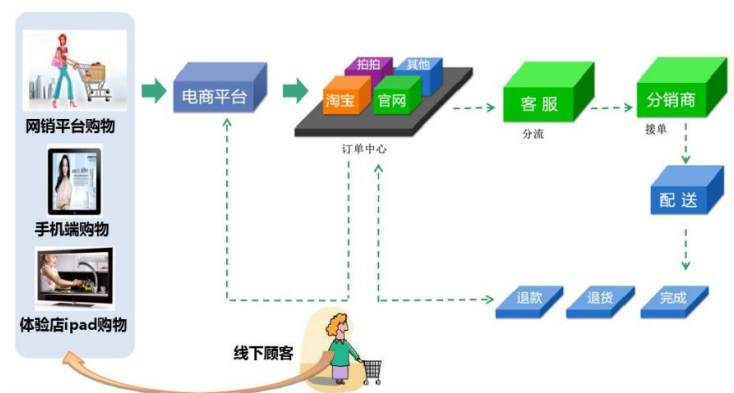


资料来源：数据雷达，招商证券

卫浴行业电商渠道建设领头羊九牧卫浴从 2010 年开始发力网销，为了解决物流配送和安装服务的核心痛点，九牧在 2012 年开始尝试 O2O 模式的运营，由线下经销商为电商渠道客户提供安装服务，促进线上和线下融合。2015 年，九牧又率先与天猫家装达

成战略合作，为客户提供线上购买，线下供货安装的“E包到底”服务。

图 34：九牧卫浴线上线下模式的融合实现“E包到底”

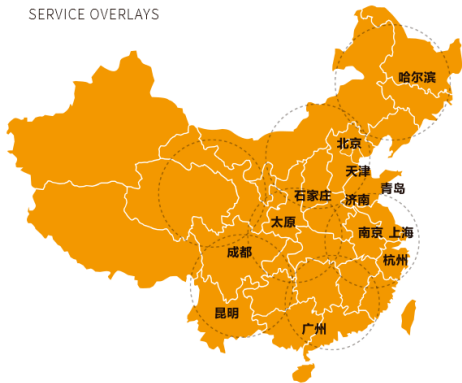


资料来源：公开资料，招商证券

惠达卫浴借鉴九牧的发展经验，2014 年正式开始电商发力：线上端，推出智能马桶等适合线上销售的爆款产品，在 2016 年双十一以高性价比为卖点的 HDC3001G 及时抓住了消费者的消费热情，加上 HDC6162 纳米马桶和 HDFL079A-10 浴室柜共三大爆款，促成了惠达卫浴在双十一的排名从 2015 年的 16 名上升到 2016 年的第 5 名。线下端，与第三方安装公司蚁安居等开展合作，惠达负责发货运输和售后服务，蚁安居等负责当地的顾客安装和维修服务。消费者线上采购卫浴产品的需求日益增长，蚁安居作为专业家具供应链服务商顺势崛起，目前覆盖全国 332 个地级市和 2000 个重点区县。

图 35：蚁安居服务范围广便利了惠达电商营销

SERVICE OVERLAYS



资料来源：公开资料，招商证券

图 36：蚁安居官网



资料来源：公开资料，招商证券

四 管理精益推动持续增长，首次覆盖给予强烈推荐评级

惠达卫浴深耕卫生陶瓷生产，关键环节与市场主流拉开差距，自动化程度和生产效率高，且研发力量雄厚，资质优良。近年来公司积极引进管理营销专业人才，从供应链的精细化和销售网络的拓展上都进入快车道。2016 年公司外销受到美商富凯销售下滑的影响较为乏力，未来随着美商富凯下游客户的回归以及公司海外新客户的拓展，外销渠道有望恢复增长。内销经销商渠道作为公司最主要的销售渠道，重点一级经销商皆是原直销人员转制，实力强且绑定充分，未来随着终端门店的扩张，全国营销网络将日趋完善，内销端有望顺应卫浴行业品牌化集中趋势实现持续增长。随着公司对于电商销售渠道的开拓和线下第三方服务质量的提升，电商渠道近两年增长迅速，未来有望进一步增长。

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，未来随着公司内销和外销共同发力，收入有望进入加速增长期；随着公司精益化管理的推进，公司经营效率有望持续提升！预计 17-19 年净利润分别为 2.8、3.5、4.0 亿元，同比增长 33%、25%、15%，对应当前股价 PE 分别为 24、19、16 倍，首次覆盖给予公司“强烈推荐-A”评级。

表 10：行业可比公司平均估值在 2017 年 31X

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	2017/07/26	15	16	17E	15	16	17E	(LF)	(%)
索菲亚	40.06	1.04	1.48	1.06	38.52	27.07	37.79	9.58	21.44
帝王洁具	41.55	0.82	0.65	1.27	50.67	63.92	32.63	6.39	10.40
好莱客	32.47	0.58	0.86	1.14	55.98	37.76	28.48	8.69	23.95
海鸥卫浴	8.25	0.11	0.19	0.26	74.86	44.31	31.71	3.26	7.39
宜华生活	9.66	0.42	0.48	0.74	23.00	20.13	13.05	1.92	9.96
曲美家居	15.15	0.26	0.38	0.53	58.27	39.87	28.58	5.35	14.21
欧派家居	104.72	1.31	2.54	3.03	79.94	41.23	34.56	8.79	39.45
尚品宅配	131.36	1.72	3.15	3.19	76.37	41.70	41.18	6.55	35.36
平均					57.20	39.50	31.00	6.32	20.27

资料来源：WIND，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1359	1558	1741	2161	2539
现金	235	315	217	267	365
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	60	26	33	41	47
应收款项	380	380	451	562	646
其它应收款	13	11	14	17	20
存货	626	658	817	1013	1162
其他	45	168	210	261	300
非流动资产	1753	1746	1901	1930	1844
长期股权投资	340	399	399	399	399
固定资产	1019	1072	1133	1277	1208
无形资产	190	198	179	161	145
其他	204	77	190	93	92
资产总计	3111	3304	3642	4091	4383
流动负债	923	1049	1108	1303	1316
短期借款	500	500	493	610	564
应付账款	172	226	284	353	405
预收账款	35	32	40	49	56
其他	216	291	291	291	291
长期负债	171	162	162	162	162
长期借款	0	0	0	0	0
其他	171	162	162	162	162
负债合计	1093	1211	1270	1465	1478
股本	213	213	284	284	284
资本公积金	243	243	243	243	243
留存收益	1413	1479	1652	1863	2092
少数股东权益	150	158	193	236	286
归属于母公司所有者权益	1869	1935	2179	2389	2619
负债及权益合计	3111	3304	3642	4091	4383

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	230	349	158	168	317
净利润	81	210	280	350	405
折旧摊销	103	103	114	117	128
财务费用	31	22	28	31	33
投资收益	41	(61)	(85)	(85)	(75)
营运资金变动	(48)	47	(220)	(300)	(228)
其它	22	28	41	54	55
投资活动现金流	(26)	(165)	(270)	(149)	(40)
资本支出	(50)	(58)	(270)	(149)	(40)
其他投资	23	(107)	0	0	0
筹资活动现金流	(293)	(110)	15	31	(179)
借款变动	(135)	(34)	(7)	117	(46)
普通股增加	0	0	71	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0	0
股利分配	(107)	(107)	(107)	(140)	(175)
其他	(52)	31	57	54	42
现金净增加额	(89)	74	(98)	50	98

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2232	2277	2844	3540	4072
营业成本	1646	1650	2071	2570	2947
营业税金及附加	23	37	46	58	66
营业费用	164	177	213	258	297
管理费用	204	208	247	287	305
财务费用	18	22	28	31	33
资产减值损失	15	11	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	(41)	61	85	85	75
营业利润	121	234	324	421	498
营业外收入	26	41	41	41	41
营业外支出	6	0	0	0	0
利润总额	140	275	366	462	540
所得税	37	39	51	69	85
净利润	103	236	314	393	455
少数股东损益	22	26	35	43	50
归属于母公司净利润	81	210	280	350	405
EPS (元)	0.38	0.99	0.98	1.23	1.42

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	7%	2%	25%	24%	15%
营业利润	-32%	94%	39%	30%	18%
净利润	-40%	160%	33%	25%	16%
获利能力					
毛利率	26.2%	27.6%	27.2%	27.4%	27.6%
净利率	3.6%	9.2%	9.8%	9.9%	9.9%
ROE	4.3%	10.9%	12.8%	14.7%	15.5%
ROIC	4.4%	8.1%	10.0%	11.4%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	36.7%	34.9%	35.8%	33.7%
净负债比率	16.1%	15.1%	13.5%	14.9%	12.9%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.6	2.6	2.8	2.8	2.7
应收帐款周转率	6.1	6.0	6.8	7.0	6.7
应付帐款周转率	10.3	8.3	8.1	8.1	7.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.38	0.99	0.98	1.23	1.42
每股经营现金	1.08	1.64	0.55	0.59	1.12
每股净资产	8.77	9.08	7.67	8.41	9.22
每股股利	0.50	0.50	0.49	0.62	0.71
估值比率					
PE	62.1	23.9	23.9	19.1	16.5
PB	2.7	2.6	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA					

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，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

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。