

惠达卫浴(603385.SH)

公司研究/深度报告

引入碧桂园战投，整装卫浴 B 端确定放量

深度研究报告/建筑材料行业

2020 年 07 月 08 日

报告摘要

● 本报告试图探究一个问题：从整装卫浴B端放量看惠达卫浴的成长性

我们认为：受益于政策推动、精装修渗透率提升和材料升级，整装卫浴渗透率有望快速提升；相比于惠达卫浴配套的传统卫浴产品，整装卫浴在单套房订单价值上有大幅的上升（从4200元提升至7000元左右）；我们假设2020年整装卫浴渗透率为2%，由此测算得到市场空间为18亿元，若对标日本90%的渗透率，国内市场未来空间可达833.2亿元。引入碧桂园战略投资后，惠达卫浴工程端整装卫浴放量有很高的确定性；2019年，碧桂园精装房套数国内占比最高，达11%；假设2020年碧桂园整装卫浴渗透率为2%，由此得到订单金额预计为1.8亿元，若渗透率达90%，则订单金额为94亿元。

● 公司概述：民族卫浴领军品牌，深耕卫浴行业超30年

民族卫浴领军品牌，深耕卫浴行业超30年。惠达卫浴成立于1982年，到目前为止已深耕卫浴行业超30年，是民族卫浴领军品牌；目前公司拥有“惠达”、“杜菲尼”两大自有核心品牌，门店总数超过2800家；公司主要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。

业绩情况：（1）公司营收稳定增长，归母净利波动较大。2019年，营业收入为32.1亿元，归母净利润3.3亿元；（2）卫生陶瓷为公司拳头产品，2019年营收占比达54.4%；（3）毛利率持续提升，期间费用率有待改善。公司整体毛利率稳步提升，从2016年的26.2%提升至2019年的33.0%，提升了6.8个百分点；2019年公司期间费用率为19.7%，同比2018年略有提升，有待改善。

公司股权稳定较为稳定，第一期员工持股计划有序进行。公司第一大股东为董事长王惠文（持股17.14%），其与王彦庆、王彦伟和董化忠三人为一致行动人，合计持股29.64%。公司第一期员工激励的股份已购买完毕，员工持股计划有序进行。

● 行业逻辑：整装卫浴渗透率提升+房企精装修渗透率提升+竣工回暖，工程渠道有望放量

受益于政策推动、精装修渗透率提升和材料升级，整装卫浴渗透率有望快速提升。受益于政策推动、精装修渗透率提升和材料升级，整装卫浴渗透率有望快速提升；相比于惠达卫浴配套的传统卫浴产品（4200元左右），整装卫浴在单套房订单价值（7000元左右）上有大幅的上升；我们测算得到2020年整装卫浴市场空间达18亿元，远期可达833亿元，市场空间广大。

地产精装修渗透率持续提升，利好下游龙头企业市占率提升。根据奥维云网数据，地产精装修渗透率已从2016年的12%提升至2019年的32%；但相比于欧美80%以上的渗透率，中国精装修渗透率仍有巨大提升空间。随着各地政策的推动，精装修房渗透率将持续渗透，有望在2029年将达到80%，对应精装房套数为800万套。由于房企对于下游供应商的品牌、产能和产品均有较高要求，随着精装房渗透率的提升，下游龙头企业有望提升市占率，改善竞争格局。

推荐

首次评级

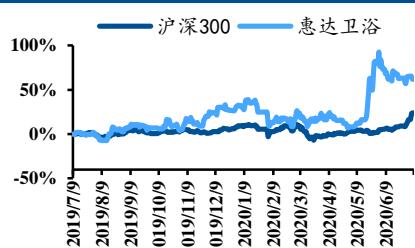
当前价格： 14.20

交易数据

2020-7-7

近 12 个月最高/最低	15.98/8.17
总股本（百万股）	369.40
流通股本（百万股）	369.40
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	52.45
流通市值（亿元）	52.45

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

竣工持续回暖。从累计增长率看，房地产销售与房屋竣工之间的传导时间为2-3年；由于上一次销售面积同比增速高点出现在2016年3月，根据历史传导时间推算，竣工面积累计同比高点有望在2020-2021年出现。从单月竣工数据来看，房屋竣工面积单月增速已于2020年5月转正，并有望持续上升。

● 公司逻辑：引进碧桂园战略投资，利好工程渠道放量

引进碧桂园战略投资，利好工程渠道放量。2020年5月，惠达卫浴宣布引入碧桂园战略投资；碧桂园为国内TOP5房企，2019年来自于三四线城市的收入占比达56%，且其精装房渗透率达59.55%，在精装房市场的市占率为11%，位居首位。惠达卫浴在品牌，产能和产品有一定优势，且其与碧桂园在区域定位和品牌定位上均十分契合。因此，惠达卫浴在引入碧桂园战略投资后，工程端有望确定放量。

碧桂园整装卫浴市场空间测算：我们假设2020年碧桂园整装卫浴渗透率为2%，住宅类整装卫浴单价为7000元，测算得到2020年碧桂园整装卫浴市场空间为1.8亿元；对标日本整装卫浴90%的渗透率，碧桂园整装卫浴市场可达94.2亿元。

● 投资建议

我们预计公司2020年至2022年实现营业收入35亿元、43亿元和54亿元，归属于母公司的净利润分别为3.9亿元、4.8亿元和6.0亿元，EPS分别为1.07元、1.30元、1.61元，对应的PE分别为13.32倍、10.89倍和8.80倍。我们选取海鸥助工、蒙娜丽莎、帝欧家居、伟星新材、三棵树和东方雨虹作为可比公司。以Wind一致预期的可比公司TTMPE均值31倍为参考，给予“推荐”评级。

● 风险提示

竣工数据回暖速度放缓，精装修渗透率提升放缓，整装卫浴渗透率提升放缓。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,210	3,473	4,332	5,379
增长率（%）	10.7%	8.2%	24.7%	24.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	329	394	482	596
增长率（%）	37.8%	19.7%	22.3%	23.8%
每股收益（元）	0.89	1.07	1.30	1.61
PE（现价）	16.0	13.32	10.89	8.80
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

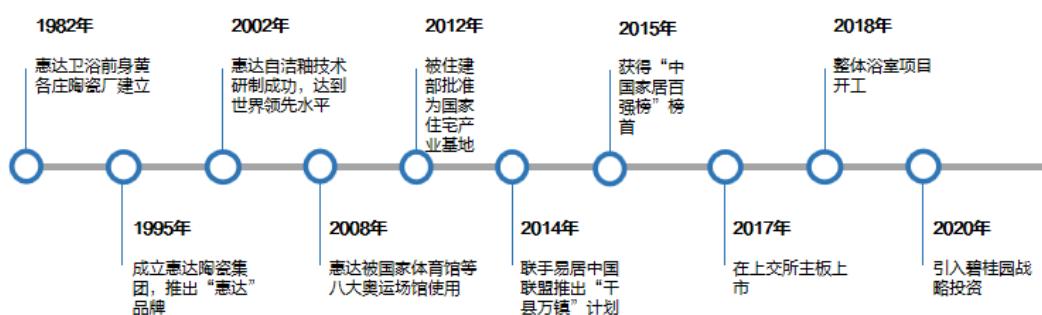
一、公司概述：民族卫浴领军品牌	4
(一) 惠达卫浴：民族卫浴领军品牌，深耕卫浴行业超 30 年.....	4
(二) 业绩稳步增长，毛利率持续提升	4
(三) 股权结构稳定	5
二、行业逻辑：整装卫浴渗透率提升+房企精装修渗透率提升+竣工回暖，工程渠道有望放量	7
(一) 受益于政策推动、精装修渗透率提升和材料升级，整装卫浴渗透率有望快速提升	7
(二) 地产精装修渗透率持续提升，利好下游龙头企业提升市占率	10
(三) 竣工持续回暖	17
三、公司逻辑：引进碧桂园战略投资，利好工程渠道放量	20
(一) 引进碧桂园战略投资，利好工程渠道放量	20
(二) 碧桂园整装卫浴空间测算	22
四、投资建议	24
(一) 盈利预测	24
(二) 投资建议	24
五、风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

一、公司概述：民族卫浴领军品牌

(一) 惠达卫浴：民族卫浴领军品牌，深耕卫浴行业超 30 年

民族卫浴领军品牌，深耕卫浴行业超 30 年。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，到目前为止已深耕卫浴行业超 30 年，是民族卫浴领军品牌。经过三十多年的积累与沉淀，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，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、浴室柜和瓷砖五大类上千个品种。2020 年 5 月，公司引入碧桂园战略投资，迎来“强强合作”。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

(二) 业绩稳步增长，毛利率持续提升

公司营收稳定增长，归母净利润波动较大。公司营业收入从 2012 年的 17.7 亿元上升至 2019 年的 32.1 亿元，年均复合增速达 +8.9%；归母净利润从 2012 年的 1.1 亿元上升至 2019 年的 3.3 亿元，年均复合增速达 +16.4%。2015 年，公司归母净利润均出现负增长主要系参股公司达丰焦化因所属行业不景气，经营业绩大幅下滑，导致公司投资收益减少超 0.5 亿元。2019 年，公司归母净利润增速达 37.7%，主要系卫生陶瓷业务毛利率提升。

图2：19 年公司营收达 32.1 亿元，同比+10.7%

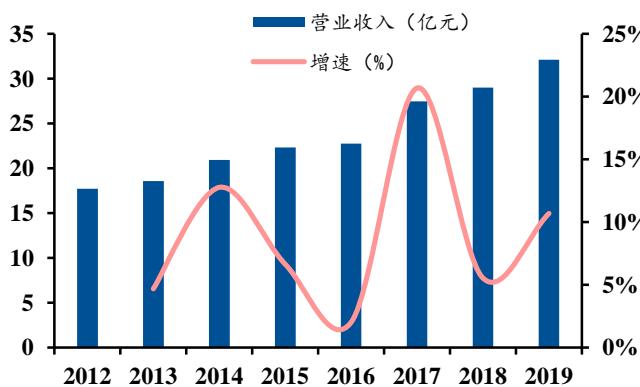
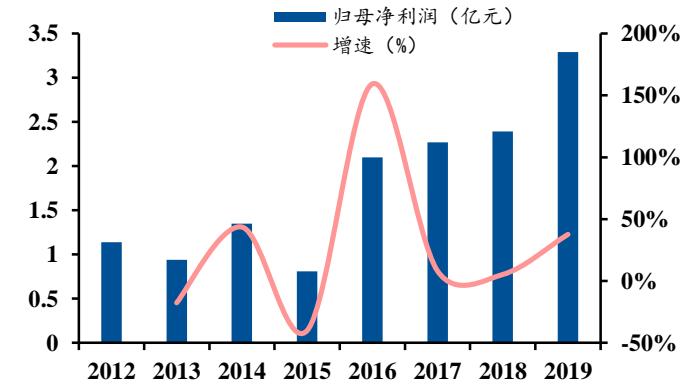


图3：19 年公司归母净利润达 3.3 亿元，同比+37.7%

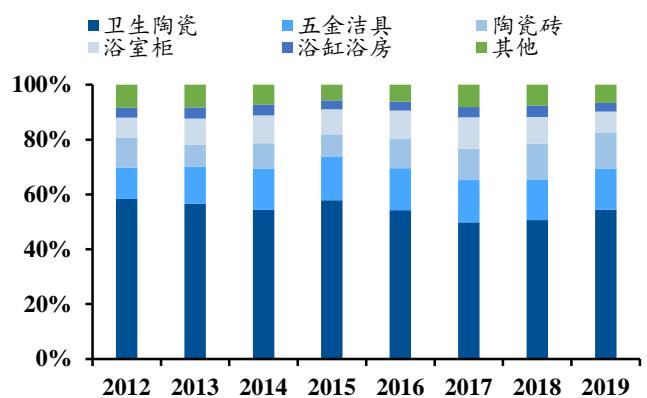


资料来源: Wind, 民生证券研究院

资料来源: Wind, 民生证券研究院

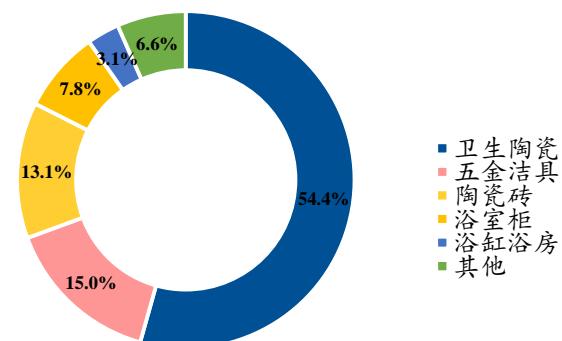
卫生陶瓷为公司拳头产品,2019年营收占比达54.4%。公司主要业务包括卫生陶瓷、五金洁具、陶瓷砖、浴室柜和浴缸浴房等;其中,卫生陶瓷为公司主要收入来源,2019年收入达17.5亿元,占总营收比例为54.4%。从各业务占比的变化情况来看,主要产品卫生陶瓷占比较为稳定,基本保持在50%以上;陶瓷砖业务占比从2016年的8.3%稳步提升至2019年的13.1%;其他业务近几年均保持稳定或略有下降。预计卫生陶瓷和陶瓷砖将是未来公司主要增长点。

图4: 卫生陶瓷为公司拳头产品 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

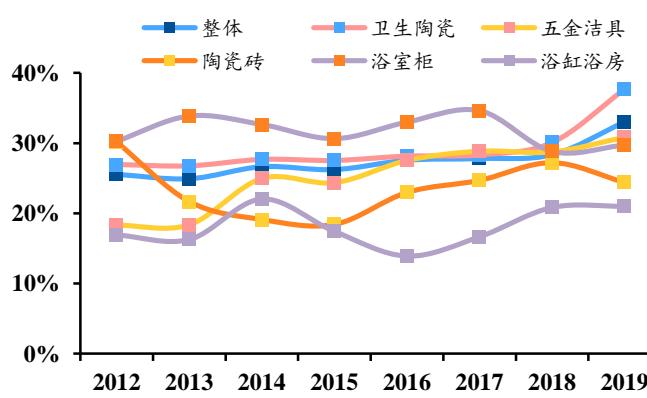
图5: 2019年卫生陶瓷业务营收占比达54.4%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

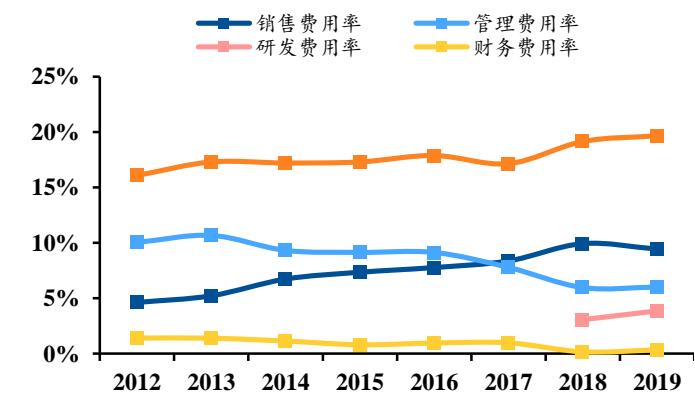
毛利率持续提升,期间费用率有待改善。公司整体毛利率从2016年的26.2%提升至2019年的33.0%,提升了6.8个百分点;其中,2019年卫生陶瓷毛利率提升了4.8个百分点至37.7%,主要系公司卫生陶瓷业务智能化产品占比提升带来的毛利率提升(2019年卫生陶瓷业务毛利率提升了7.6个百分点)。此外,2019年公司期间费用率为19.7%,同比2018年略有提升,主要系公司研发费用占总营收占比提升了0.8个百分点。公司期间费用率仍保持较高水平,有待改善。

图6: 2019年公司整体毛利率为33.0%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 2019年公司期间费用率为19.7%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 股权结构稳定

公司股权稳定较为稳定,第一期员工持股计划有序进行。公司第一大股东为董事长王惠文(持股17.14%),其与王彦庆、王彦伟和董化忠三人为一致行动人,合计持股

29.64%，其中王彦庆和王彦伟系王惠文之子。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%。截至2019年2月14日，公司第一期员工持股计划完成二级市场股票的购买，占公司总股本的比例约为2.01%。

图8：公司第一大股东为董事长王惠文



资料来源：Wind，民生证券研究院

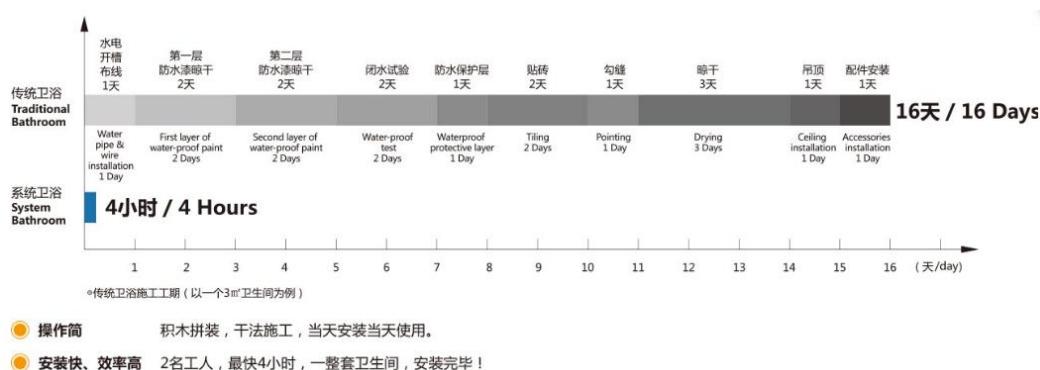
二、行业逻辑：整装卫浴渗透率提升+房企精装修渗透率提升+竣工回暖，工程渠道有望放量

(一) 受益于政策推动、精装修渗透率提升和材料升级，整装卫浴渗透率有望快速提升

相比于传统卫浴，整装卫浴具有四大优势。相比于传统的卫浴，整装卫浴具有施工期短、成本低、使用寿命长和环保四大优势，因此整装卫浴有望成为未来卫浴行业主要趋势。对标发达国家，日本整装卫浴应东京奥运会而生，至今已有 50 多年历史，已成日本和欧美等发达国家的主流；目前，日本超过 90%的家庭、酒店和医院使用整装卫浴。

- 施工期短：**传统卫浴装修需要经过开槽布线、防水涂漆、贴砖等多个过程，每个过程需要的时间均按天算，一般而言传统卫浴施工期为 16 天左右。相比于传统卫浴，整装卫浴采用现场模块化组装，其采用积木拼接、干法施工等方法，两名工人 4 小时即可装配完成一间整装卫浴，工期大幅缩短。整装卫浴通过全流程工业化生产，从根本上提升生产安装效率，成为内装工业化时代卫浴产品的完美解决方案。

图9：整装卫浴施工期远短于传统卫浴

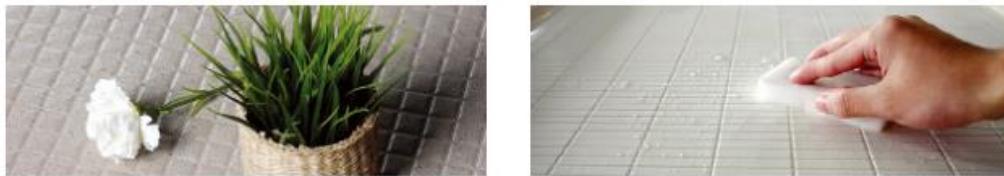


资料来源：禧屋官网，民生证券研究院

- 成本低：**传统卫浴装修具有装修空间小、耗时长的特点。在传统卫浴装修近 16 天的施工期中人力成本也显著提升，特别是随着中国人口红利的消失和人口老龄化问题的加剧，装修工人的服务单价不断提升。相比而言，整体卫浴的使用可以减少装修人员开支，优化整体预算。
- 品质稳定，使用寿命长：**由于整装卫浴采用工业化生产，其具有统一的生产标准和质量规范，这减少了由于工人施工或辅材质量不均造成的产品质量不稳定，使用寿命更长。一般而言，整装卫浴使用寿命可达 20 年，而传统卫浴使用寿命为 5-8 年。
- 环保安全：**目前，中国整装卫浴大部分的用材为 SMC 复合材料，其为不饱和聚酯玻璃纤维增强片状模塑料，经高温一次模压成型。SMC 复合材料具有(1)无有害气体，无放射性元素的污染，绿色低碳，即装即用；(2)产品耐污性测试，恢复率可达 90%；(3)分子结构紧密，表面没有微孔，不藏污垢，圆弧边角设计，便于清洁；(4)质感温润，不坚硬，防磕碰，不只防滑保温，兼具按摩双脚的作用等四个优点，环保性

和安全性兼具

图10：整装卫浴使用 SMC 复合材料，环保又安全



资料来源：科逸官网，民生证券研究院

表1：整装卫浴与传统卫浴对比

整装卫浴		传统卫浴
部件误差	标准化、误差小	质量和寿命不一
装配时间	最快 4 小时	16 天左右
人工成本	标准化和施工期短降低了人工成本	采购、施工人工成本高
能耗	180 千瓦时/吨	342 千瓦时/吨
总成本	低	高
环保性能	SMC 绿色材料	水泥、瓷砖等非绿色材料
使用性能	寿命 20 年以上	寿命 5-8 年
防漏性能	一体化设计防漏水	材料拼接有缝隙
保温性能	SMC 保温隔热性能好	热量容易丧失
安全特性	SMC 缓冲	水泥、瓷砖易碰伤

资料来源：前瞻研究院，民生证券研究院

整装卫浴驱动力之一：政策推动下装配式建筑的发展。 2016 年至 2017 年，国家通过颁布《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》，鼓励国内装配式建筑发展，并在《"十三五"装配式建筑行动方案》中明确装配式建筑阶段性工作目标：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。具体到整装卫浴行业，2017 年住建部在《建筑业发展“十三五”规划》中规定，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，其中卫浴装配率要超过 95%；2018 年，住建部在《装配式整体卫生间应用技术标准》中明确要求，整体卫生间占装配式建筑评分的 6%。政策推动下，装配式建筑将快速发展，而与之联系紧密的整装卫浴也将迎来发展新阶段。

表2：2016-2019 年中央层面装配式建筑政策汇总

日期	部门	文件名称	相关内容
2019 年 12 月	住建部	《装配式住宅建筑检测技术标准》	规范装配式建筑的检测方法，保证工程质量
2019 年 9 月	住建部	《关于完善质量保障体系提升建筑工程品质的指导意见》	鼓励企业建立装配式建筑部品部件生产和施工安装全过程质量控制体系，对装配式建筑部品部件实行驻厂监造制度
2018 年 12 月	住建部	《装配式整体卫生间应用技术标准》	规范整体卫生间的应用，并规定整体卫生间占装配式建筑评分的 6%
2017 年 12 月	住建部	《装配式建筑评价标准》	详细规定装配式建筑评分标准，主体结构评分

2017年5月	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》 《“十三五”装配式建筑行动方案》	不低于20, 围墙和内隔墙评分不低于10; 采用全装修; 装配率不低于50% 推广装配式建筑, 到2020年, 装配式建筑占新建建筑面积比例达到15%
2017年3月	住建部	《装配式建筑示范城市管理办法》 《装配式建筑产业基地管理办法》	明确工作目标、发展规划和重点任务
2017年2月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例, 力争用10年左右的时间, 使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。 确定八项重点任务: 以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区, 常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区, 其余城市为鼓励推进地区, 因地制宜发展装配式建筑。力争用10年左右的时间, 使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。
2016年9月	国务院	《关于大力发展战略性新兴产业的指导意见》	
2016年8月	住建部	《2016-2020建筑业信息化发展纲要》	加强信息化技术在装配式建筑中的应用
2016年2月	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	制定装配式建筑设计、施工和验收规范; 建设国家级装配式建筑生产基地; 加大政策支持力度, 力争用10年左右时间, 使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。

资料来源: 国务院官网, 住建部官网, 民生证券研究院

整装卫浴驱动力之二: 住宅中精装修渗透率提升。目前国内已有的整体卫浴主要应用于B端客户, 应用场景集中在经济型酒店、长租公寓、公租房和保障房等政策性保障房, 在现有应用场景中, 整体卫浴对于长租公寓和政策性保障房最为契合;而在住宅领域, 整装卫浴的渗透率极低。相比于传统的卫浴, 整装卫浴施工期短, 整套价格低(整装卫浴单套价格7000元左右, 传统卫浴装修完价格超1万元)的特点更契合房企需求, 因此, 住宅精装修渗透率的提升将促进住宅端对于整装卫浴的需求。

整装卫浴驱动力之三: 整装卫浴材料从SMC向彩钢和瓷砖发展。装卫浴结构主要包括一体化防水底盘、壁板、顶板以及内部配套洁具等构成。整装卫浴材料主要有SMC、彩钢和瓷砖, 其中, SMC材质技术最为成熟, 目前中国整装卫浴行业内企业的产能以大都以SMC为主, 其具备重量轻、强度大、耐用性强且性价比高的特征, 但由于塑料观感以及敲触空洞感不受中国消费者喜爱, 适用于偏低端的经济型酒店、长租公寓、政府保障房等; 彩钢板产品以镀锌钢板为基材, 外附VCM和PET膜, 使得产品外观可以模拟木纹、瓷砖、石材等花纹, 但触感仍与实际瓷砖相差较远, 其价格介于SMC和瓷砖之间; 瓷砖产品通过高密度发泡复合瓷砖和石材, 使得产品外观、质感与传统卫浴无异, 高度符合我国消费者喜好, 且瓷砖可个性化定制, 因此其更符合高端用户的需求。随着彩钢和瓷砖整装卫浴产品的发展, 住宅等需求有望得到激发。

表3: 整装卫浴不同材料对比

类型	SMC	彩钢	瓷砖
壁板材质	SMC航空材料, 是一种不饱和聚酯树脂, 表面覆膜	镀锌钢板外覆VCM膜	以镀锌钢板为基材, 高密度聚氨酯发泡材料为中间层, 表面覆盖瓷砖/石材
成型工艺	由上千吨大型压机将整块板材一次性模压成型	由压机在高温高压环境下将面板与镀锌底板压合	聚氨酯在高温高压环境下复合瓷砖、天然石材
质量	重量轻, 强度大, 不易开裂变形。抑霉抑菌, 耐用性强	硬度高, 耐酸碱, 易清洁, 保温隔音减震	耐用, 强度大, 面材可以自由选择实现了个性化定制
质感	外观有塑料感, 敲触有空洞感	彩钢板可以模拟瓷砖、木纹等花纹	瓷砖质感稳重, 光泽度好, 符合中国人消费偏好
价格	较高	较高	高

资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

整装卫浴单间价值量在 7000 元左右，高于传统卫浴企业单套房订单价值量。一般而言，随着精装修渗透率的提升，房企在采购卫浴产品时各个产品均会有不同供应商，甚至每个产品会有几个不同供应商；所以，卫浴企业给房企精装房配套卫浴产品时通常只配套单个产品，例如马桶、五金挂件等，单套房订单价值一般不超 1500 元（浴室柜单价为 1500 元，单价最高）。相比而言，整装卫浴单套房价值量在 7000 元左右，且只由单个供应商配套，因此给房企配套整装卫浴的卫浴企业单套房订单价值远高于传统卫浴产品的价值量。因此，随着整装卫浴渗透率的提升，拥有整装卫浴布局的龙头企业单套房订单价值增幅超 5000 元。

表4：传统卫浴产品价格

	单位	数量	单价	合计
马桶	元/个	1	900	900
花洒	元/套	1	500	500
五金挂件	元/套	1	400	400
浴室柜	元/套	1	1500	1500
陶瓷砖	元/平方米	25	35	875
合计	元			4175

资料来源：惠达卫浴京东官网，Wind，民生证券研究院

中国整装卫浴渗透率低，2020 年市场空间预计为 18 亿元，后续提升空间大。据《中国整装卫浴行业分析报告》，2018 年中国整装卫浴渗透率约 0.8%，相比于日本 95%左右的渗透率，中国整装卫浴渗透率尚有巨大提升空间。根据我们测算，假设 2020 年中国房地产竣工房屋中整装卫浴渗透率为 2%，单套整装卫浴价格为 7000 元，则 2020 年中国整装卫浴市场空间达 18 亿元；若中国整装卫浴渗透率达到与日本接近的 90%，则整装卫浴市场空间将达 833.21 亿元。

表5：中国整装卫浴市场空间测算

	2017	2018	2019	2020E	远期			
房屋竣工面积:住宅 (万平方米)	71815.1	66015.8	68011.1	68691.2	70756.8	70756.8	70756.8	70756.8
增速 (%)	-7.0%	-8.1%	3.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
单套住宅面积 (平方米)	106.1	106.8	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
住宅竣工套数 (万套)	677.1	618.2	635.6	642.0	661.3	661.3	661.3	661.3
每套住宅卫生间数 (间)	2	2	2	2	2	2	2	2
卫生间总数 (万间)	1354.1	1236.5	1271.2	1284.0	1322.6	1322.6	1322.6	1322.6
整装卫浴渗透率 (%)	0.2%	0.8%	2.0%	2.0%	20.0%	40.0%	60.0%	80.0%
整装卫浴套数 (万套)	2.1	9.9	25.4	25.7	264.5	529.0	793.5	1058.1
整装卫浴单价 (元)	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000
整装卫浴市场空间 (亿元)	1.4	6.9	17.8	18.0	185.2	370.3	555.5	740.6

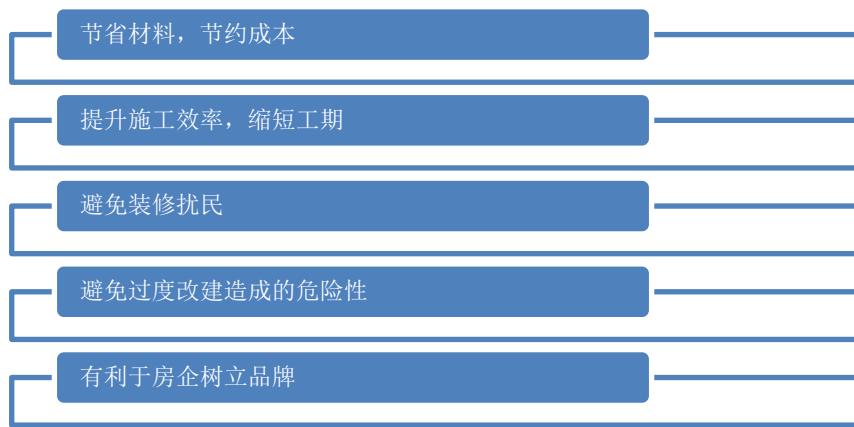
资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 地产精装修渗透率持续提升，利好下游龙头企业提升市占率

相比于毛坯房，精装修具有五大优势。根据建设部制定的《商品住宅装修一次到位实施导则》，精装修房指的是在交房屋钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的设备全部安装完成的住宅。相比于毛坯房，精装修房具有节约成本，缩短工期、避免扰民、避免过度改建造成的危险性和地产商树立品牌等五大优势，因此，精装修将是房地产主流趋势，确定性高。

- 节省材料，节约成本：**一方面，精装修可避免墙体重新拆建，减少墙体等材料的浪费；另一方面，对于房子来说，装饰行业成本主要由：材料成本、设计成本、人工成本、管理成本及合理利润所组成；其中，材料成本占 50%左右，占比最高，因此降低材料成本就能明显降低了总成本。对于房地产商而言，精装修工程材料的集中采购拥有 15%~20%的降低空间，相当于装修总价的 7.5%~10%；此外，对于精装修房可采用设计方案拷贝原则，这样又使得装修设计成本在原基价上降低大约 3 个百分点；还有，人工费可下降 3~5 个百分点，管理费可下降 3 个百分点。总之，对于房地产商而言，大批量的采购、设计和装修可发挥规模效应，降低成本。
- 提升施工效率，缩短工期：**因为设计方案、装修材料和施工方法较为一致，这使得精装修工程成为了工厂化工艺，因此精装修有效地降低了施工的难度。对于传统家庭毛坯房装修，个人雇佣的后期装修方有可能会与前期房企的房屋装修有所冲突，这将明显使得施工效率下降，同时增加了工作量。因此，精装修工程促使住宅装修生产从无序走向有序，推行住宅装修工业化生产。
- 避免装修扰民：**购房者在购入精装修房后不需要重新装修，这样完全避免了重新装修带来的扰民的问题。
- 避免过度改造成危险性：**就毛坯房而言，可能会由于前期施工方留下图纸不完整和后期装修方按业主意愿整改等原因，后期装修房在整改时破坏到房屋的重要结构，因而造成房屋危险；而精装修完全避免了这种过度改造成危险性。
- 有利于房企树立品牌：**毛坯房只是半成品，不完全具有商品的使用价值，而好的精装修住宅甚至可以“拎包入住”；因此，通过实施精装修住宅战略，房企可以提升自身品牌价值，树立良好的企业形象，增强企业竞争力。

图11：相比于毛坯房，精装修具有五大优势



资料来源：前瞻研究院，民生证券研究院

政策推动精装修渗透率提升。1999 年国务院提出推进住宅产业化，“精装修”概念开始进入大众视野；2017 年，《建筑业发展“十三五”规划》提出，到 2020 年，我国新开工精装修成品住宅面积要达到 30%，精装修住宅在总销售住宅中的占比将得到大幅提高。从 2016 年开始，精装修政策开始快速增加，其中 2019 年全国就颁布了精装修相关政策 21 次，其中市级政策 17 次，省级政策 3 次，国家级政策 1 次；不论是颁布频率还是涉及广度，精装修政策都持续提升。受益于国家和地方精装修政策的推动，精装修渗透

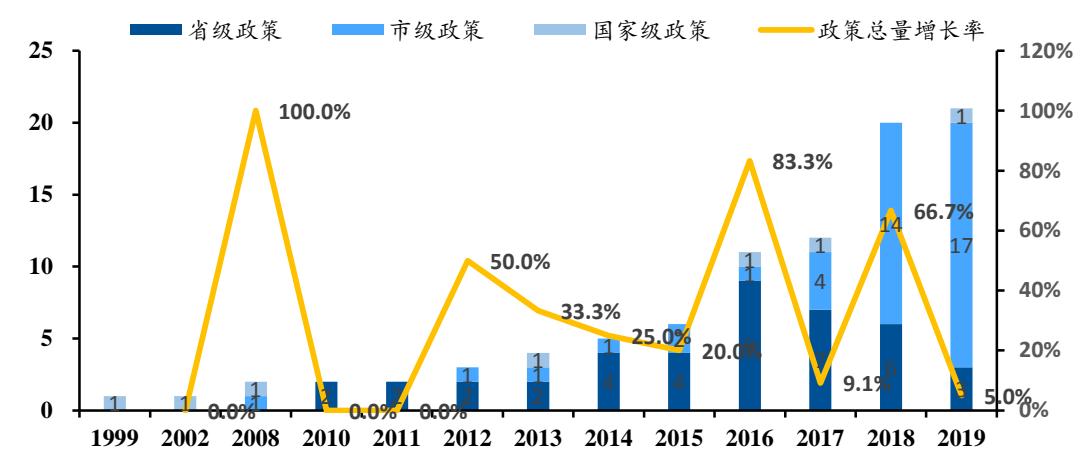
率呈显著提升趋势，政策推动是精装修渗透率提升的主要驱动力之一。

表6：精装修发展相关政策

发布时间	政策内容
1999年	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》
2002年	《商品住宅装修-次到位实施细则》，旨在通过规范住宅装修市场，推进住宅产业化发展，此后，各地方陆续出台相关政策，鼓励住宅全装修业务的推广
2008年	住房与城乡建设部发布《关于进一步加强住宅装饰管理的通知》，进一步完善扶持政策，推广全装修住宅，提出逐步取消毛坯房得到目标
2010年	《建筑业“十二五”规划》鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房
2013年	国务院办公厅转发了发展改革委和住房城乡建设部的《绿色建筑行动方案》，提出要推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅-次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一
2017年	《建筑业“十三五”规划》，明确指出到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%
2019年	《住宅项目规范（征求意见稿）》指出，明确城镇新建住宅建筑应全装修交付，对设施配置作出明确规定，明确要求卫生间防水耐用须达到20年。

资料来源：国务院官网，住建部官网，民生证券研究院

图12：中国精装修相关政策数量及变化



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

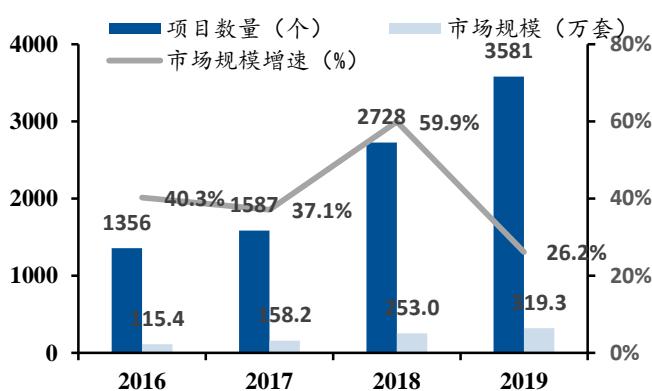
表7：2019年各省市出台的精装修相关政策

省市	政策
杭州余杭区	全装修 100%分户验收
上海崇明区	实施 100%全装修交付
南京、成都、杭州萧山区	加强全装修建设管理
住建部	城镇新建住宅建筑应全装修交付
恩施	提高预售门槛，限装修最高价不得超过 1500 元/平方
台州、宁波	加强样板房监管
绍兴越城区	鼓励全装修项目实行工程总承包，实现设计、采购和施工一体化
广西	实体样板制度保证质量标准一致
中山	发布装修标准等级，最低不应超过 1500 元/平方
湖南	长株潭地区装配式建筑采用全装修比例不低于 40%
长春	加快推进商品住宅全装修实施
广州	市住建局加强房产装修质量监管
沈阳	样板房正式反映户型、结构及尺寸，装修标准和施工质量
南通	新建成品住宅要和样板房一模一样
江苏	印发国内首个专门针对精装修的规范指导意见
常州	装修材料物品需“明码标价”

资料来源：奥维云网，民生证券研究院

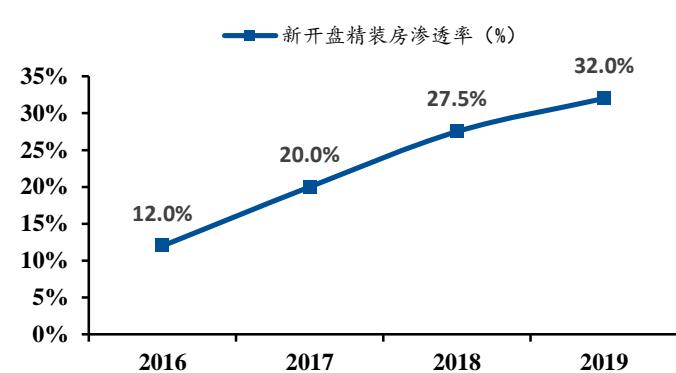
从总量来看，2019年我国精装修总规模达319万套，精装修渗透率达到32%。根据奥维云网数据，2019年我国精装修项目达3581个，合计市场规模达319.3万套，同比增速为+26.2%，相比于2017年、2018年的37.1%和59.9%，增速略有下降，但仍保持较高增速。此外，2019年我国精装房渗透率达32%，相比于2018年的27.5%，上升了4.5个百分点。根据奥维云网预测，2020年精装房套数为330-360万套，且到2029年全国新开盘精装房渗透率有望达80%，则对应的精装房套数在800万套左右。

图13：2019年精装房市场规模为319.3万套



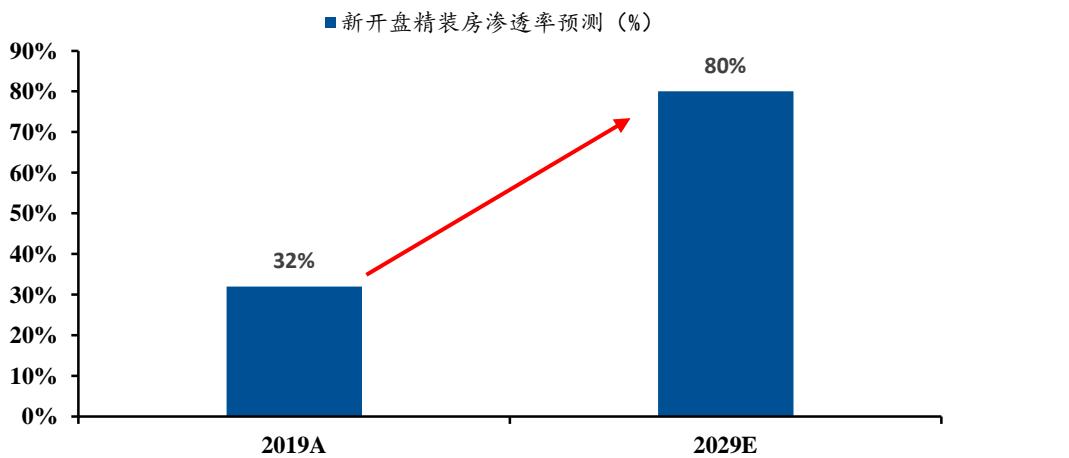
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图14：2019年新开盘楼房中精装房渗透率为32%



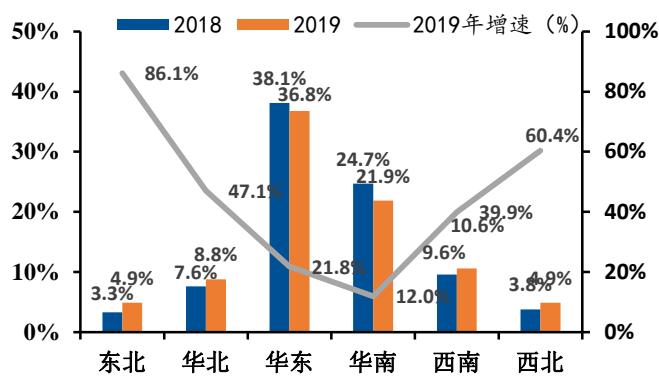
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图15：2029年新开盘楼房中精装房渗透率有望达到80%

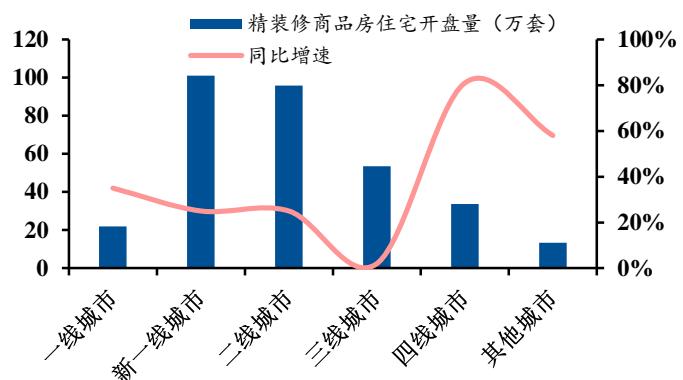


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

从区域来看，华东、华南地区精装修占比高，一二线城市仍然是精装修房主力。从区域看，2019年华东、华北两个发达地区精装房占比较高，分别为36.8%、21.9%，但占比均出现回落；从增速来看，2019年东北、华北和西南地区精装修市场规模同比增速较快，主要原因为2018年基数较低。从各级别城市来看，新一线城市和二线城市精装修房开盘量最高，分别达到101万套和95.8万套，一二线城市依然为精装修市场的主力；但四线城市增速较快，达到了81%，主要系北海、开封、菏泽和西宁等地高增长影响。

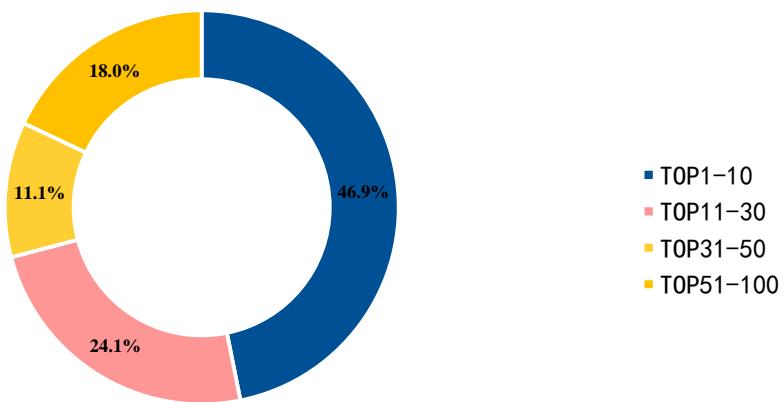
图16: 2019年精装房市场区域结构及同比


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图17: 2019年城市等级规模及同比


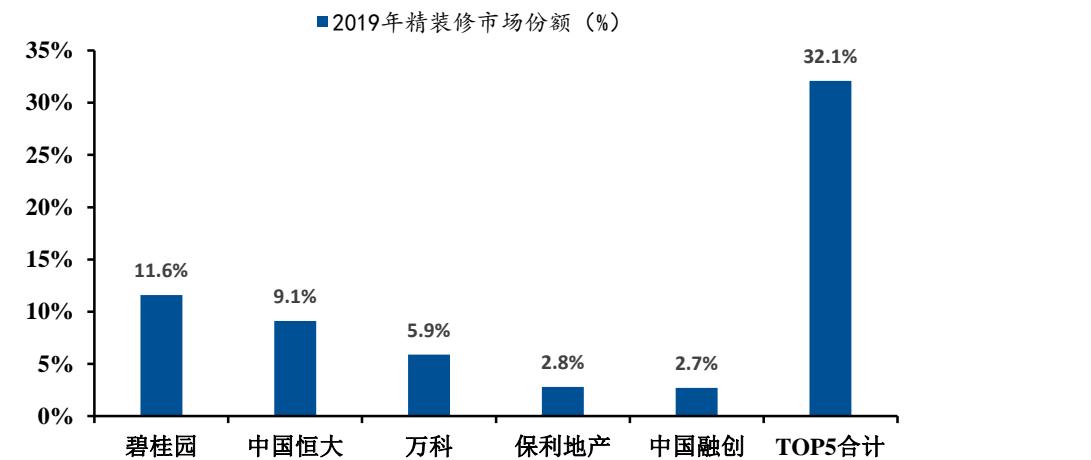
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

从房企来看，2019年百强房企中TOP10房企在精装修房市场的占比达46.85%，市占率较高。从全装修建面百强房企集中度来看，TOP1-10梯队房企全装修建面为22458.17万m²，占比46.85%；TOP11-30梯队房企全装修建面为11539.18万m²，占比24.07%；TOP31-100房企全装修建面为13940.17万m²，占比29.08%。整体来看，龙头房企依然在精装修市场中占据较大份额。

图18: 2019年全国重点70城百强房企全装修建面集中度 (%)


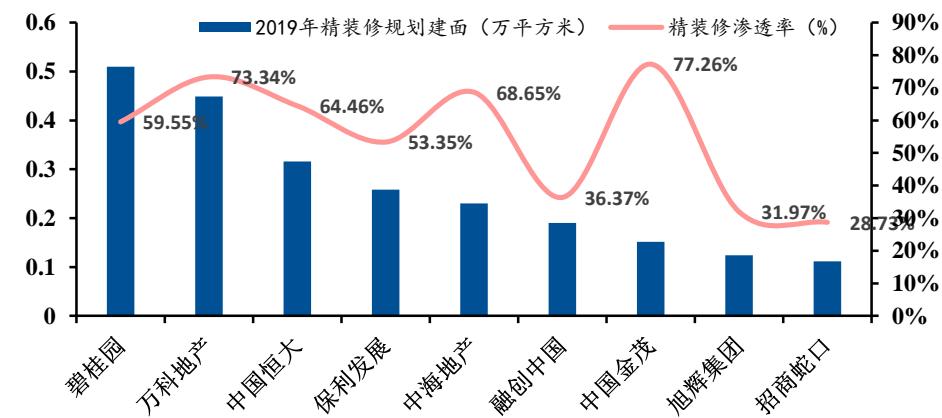
资料来源：优采大数据，民生证券研究院

2019年，TOP5房企在精装修市场上的市场份额为32.1%，其中，碧桂园精装房比例最高。根据奥维云网数据，2019年精装修市场份额排名前三的房企分别为碧桂园、恒大和万科；但是，2019年TOP5房企中有3家房企的精装房市占率均下降，碧桂园下降4.6个百分点至11.6%，中国恒大市占率上升0.4个百分点至9.1%。头部房企精装房市占率下降的另一面是中部房企在精装房市场的份额在提升。我们认为，随着2、3、4线城市新开发楼盘中精装房渗透率的提升，未来头部房企的精装房市占率将进一步下降。

图19： 2019年TOP5房企精装房市场份额为32.1%


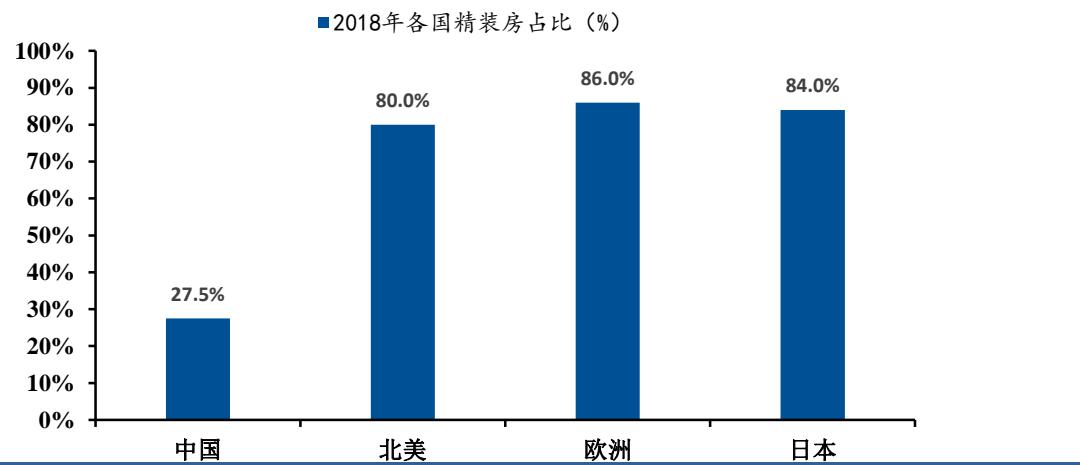
资料来源：优采大数据，民生证券研究院

TOP10房企精装房渗透率参差不齐，碧桂园精装房渗透率为59.55%。2019年，TOP10房企中，精装房渗透率最高的为中国金茂，渗透率为77.26%;精装房渗透率最低的为招商蛇口，渗透率为28.73%;另外，前三房企精装房渗透率普遍较高，均在60%左右，其中碧桂园精装房渗透率为59.55%。

图20： 2019年头部房企精装房规划建面及渗透率


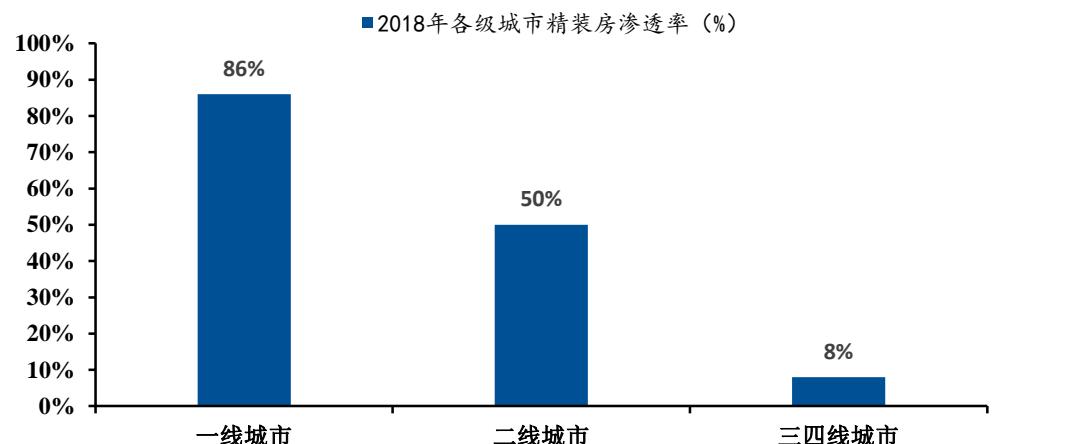
资料来源：优采大数据，民生证券研究院

对标海外，中国精装房渗透率远低于欧美，渗透率提升空间广大。从精装房渗透率来看，2018年，中国全国整体精装房渗透率仅为27.5%，相比于北美(80%)、欧洲(86%)、日本(84%)，仍有巨大的提升空间。我们认为，基于政策鼓励和精装房的优势，长期来看，中国全国精装房渗透率将持续提升。

图21： 2018年各国精装房占比 (%)


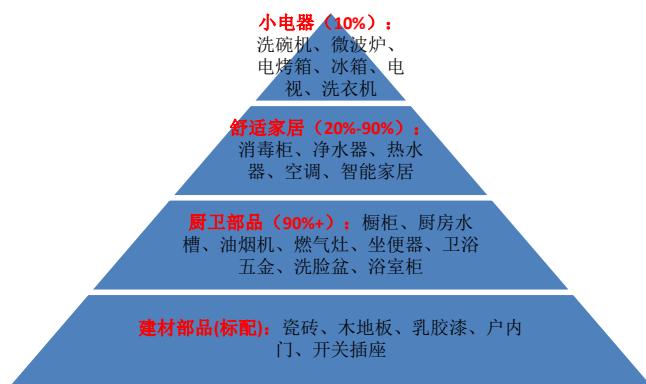
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

从各级城市对比来看，二、三、四线城市精装房渗透率提升空间大。从各级城市来看，2018年一线城市精装房渗透率已超85%，已达到发达国家精装房渗透率的水平，向上继续渗透的空间不大；二线城市精装房渗透率达50%左右，渗透率距离一线城市渗透率还有一定差距，三四线城市渗透率仅为8%，渗透率提升空间广大。我们认为，短期来看二线城市精装房渗透率有望快速提升，三、四线城市将是精装房的长期增长点。

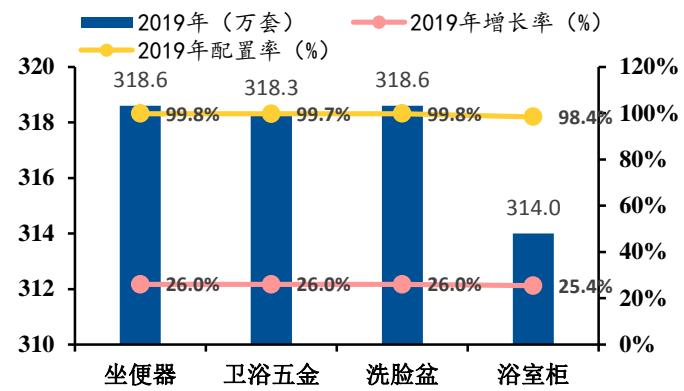
图22： 2018年各级城市精装房渗透率


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

精装修房中卫浴部品配置率高，并与精装修房的增长保持同步。对于精装修房而言，建筑部品（瓷砖、木地板等）为标配产品，配置率基本接近100%；厨卫产品跟建筑部品一样，基本都为标配产品，2019年卫浴产品（坐便器、卫浴五金、洗浴盆和浴室柜）配套数接近精装房套数，配置率均在98%以上；从增长率看，卫浴产品的数量增长率基本与精装修房的增长率一致，因精装房的变动而变动。

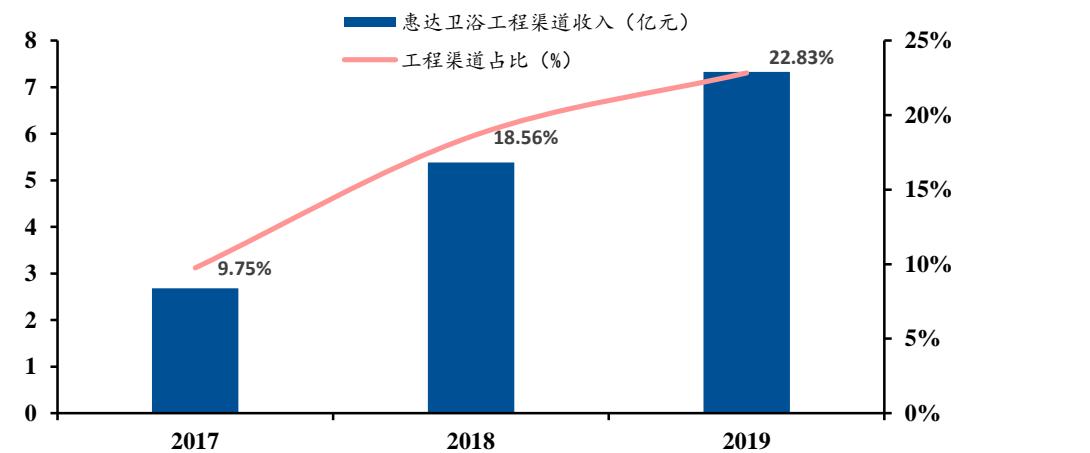
图23: 精装房卫浴产品配套率为 90%以上


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图24: 2019 年精装房卫浴产品配置率均接近 100%


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

精装房渗透率的提升将促进卫浴企业工程渠道的快速发展。卫浴产品为后周期产品，在精装房快速提升之前，卫浴企业经销零售渠道占据主要部分，而工程渠道收入则多来源于酒店、公寓和公众建筑工程项目。随着政策鼓励下精装房渗透率的持续提升，房企将逐步成为卫浴企业的主要工程渠道客户，卫浴企业工程渠道收入有望迎来高速增长阶段。

图25: 惠达卫浴工程渠道收入及占比持续提升


资料来源：Wind，民生证券研究院

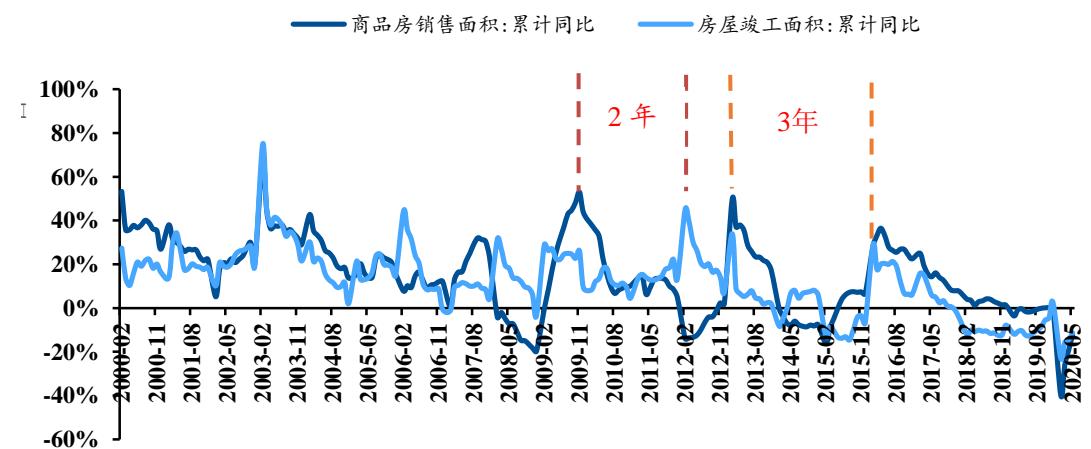
精装房渗透率提升驱动下，龙头卫浴公司有望扩大竞争优势。随着精装修房渗透率的提升，基于（1）房企为树立自身品牌，更偏向选择品牌和质量占优的卫浴龙头企业；（2）大中型房企业务覆盖地区广，要求卫浴供应商具备产能的全国布局和即时供应，龙头卫浴公司竞争优势明显；（3）房企更偏向具有短期资金承受能力强的卫浴企业等几点原因，龙头卫浴企业更符合房企对于供应商的要求，因此龙头卫浴企业的工程渠道收入有望迎来高速增长，进而扩大其竞争优势。

(三) 竣工持续回暖

房地产销售端到竣工端的传导时间在 2-3 年左右。从历史数据来看，房地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为 2-3 年左右；从前两轮传导周期来看，2009 年 10 月房屋销售面积累计同比达到顶点，而竣工面积累计同比在 2012 年 3 月达到顶点，传导

时间为 2 年 3 个月；2013 年 2 月房屋销售面积累计同比达到顶点，而竣工面积累计同比在 2016 年 2 月达到顶点，传导时间为 3 年。

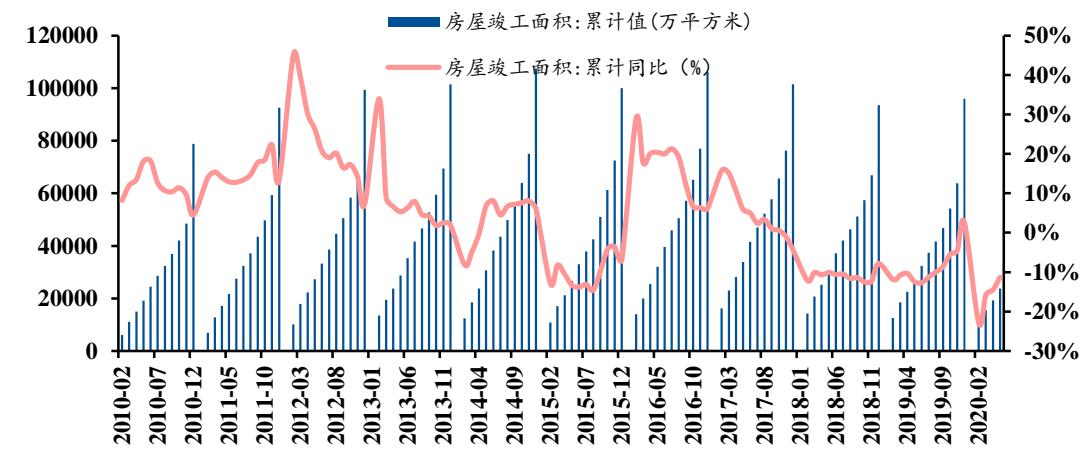
图26：地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为 2-3 年左右



资料来源：Wind，民生证券研究院

竣工面积单月同比转正，累计同比降幅持续收窄。根据统计局数据，2020 年 1-5 月房屋竣工面积 23687 万平方米，累计同比为-11.3%，较 1-4 月累计同比增速收窄 3.2 个百分点，5 月单月竣工面积 4401 万平方米，同比增速达+6.2%，较 4 月单月同比增速提升了 15.1 个百分点，为年内单月增速首次转正，且较上月增速提升幅度较大。若从 2019 年开始看，房屋竣工面积累计同比值降幅从 8 月份开始已呈现收窄趋势，并于 12 月由负转正。受疫情停工影响，2020 年 2 月累计同比降幅达到 22.9%，但是，随着疫情的缓解和复工复产节奏的加速，竣工面积累计同比降幅持续收窄。我们认为，随着疫情后复工复产的持续推进，房屋竣工面积单月同比有望保持持续正增长，进而带来房屋竣工面积累计同比降幅的收窄。

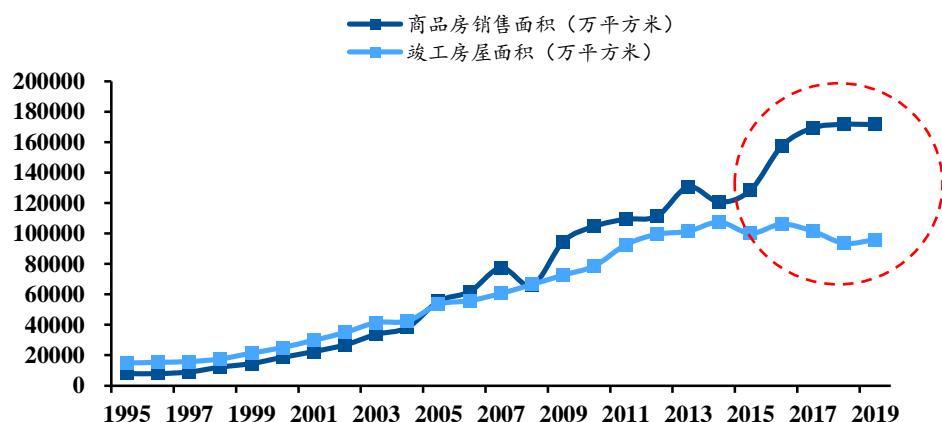
图27：房屋竣工面积累计值及累计同比



资料来源：Wind，民生证券研究院

商品房销售面积与竣工面积差值较大。从数据来看，从 2016 年开始，商品房销售面积出现较大幅度增长，竣工面积略有回落，以致于 2017 年-2019 年，商品房销售面积与竣工面积差值持续扩大，已达到历史最大值，后续预计将慢慢收窄。

图28: 商品房销售面积与竣工面积差值较大



资料来源: Wind, 民生证券研究院

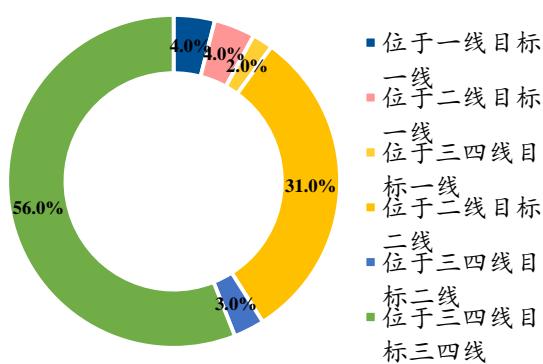
三、公司逻辑：引进碧桂园战略投资，利好工程渠道放量

(一) 引进碧桂园战略投资，利好工程渠道放量

绑定碧桂园，工程渠道有望放量。2020年5月，公司发布公告，拟以每股1元面值非公开发行不超过6097.6万股股份，其中深圳市碧桂园创新投资有限公司拟认购本次非公开发行的5061万股，占比83%，认购金额为4.15亿元，价格为8.2元/股，剩下的1036.6万股由公司实际控制人王惠文、王彦庆和王彦伟认购。发行完成后，碧桂园创投将持有公司5%以上股份，成为公司关联方，并将提名一名董事参与惠达卫浴的公司治理。公司引进碧桂园战略投资，绑定碧桂园，有望加深二者合作，利好惠达卫浴工程渠道端的放量。

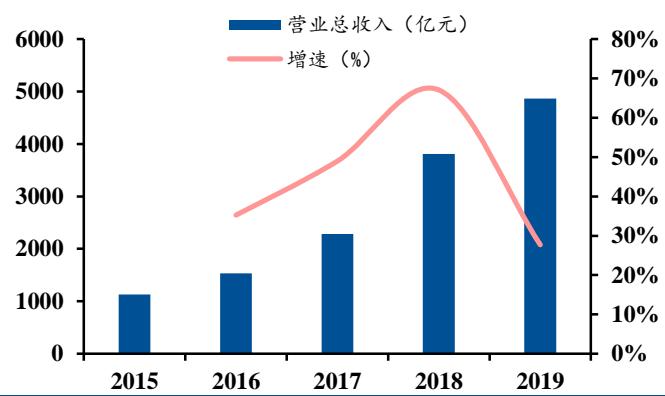
碧桂园三四线城市的收入占比最高。2019年，碧桂园主要营收地区位于三四线城市，其中，位于三四线目标三四线的营收占比为56%，超过一半；目标为一线和二线的营收占比分别为10%，34%，均远低于三四线城市收入占比。

图29：碧桂园业务区域主要在三四线城市



资料来源：Wind，民生证券研究院

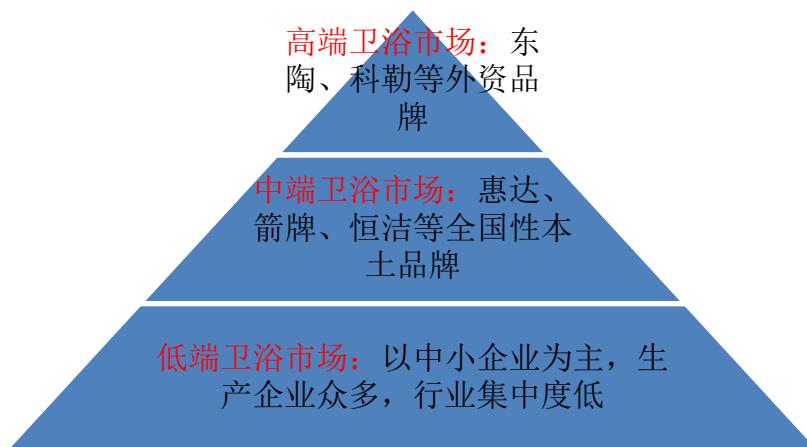
图30：碧桂园营业收入及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

惠达卫浴在品牌定位与区域定位上均与碧桂园契合。按照消费者的购买偏好，我国卫浴市场可分为高端市场、中端市场和低端市场。其中，高端市场被以东陶、科勒为代表的外资品牌依托自身的品牌和技术优势迅速占领；中端市场以惠达、箭牌为代表的全国性本土卫浴品牌为主，其在消化和吸收国外技术基础上，通过持续的自主创新、经营品牌，生产制造能力及品牌影响力日渐增强，在稳固原有大众消费市场的基础上，逐渐向外资品牌主导的高端领域扩展；低端市场以中小企业为主，生产企业众多，行业集中度低，产品同质化严重，以价格竞争为主要手段，逐渐占据三四线城市的部分市场。惠达卫浴品牌定位于中高端，定位仅次于外资品牌，这与碧桂园在二、三、四线城市的楼盘定位高度符合；此外，从区域定位看，惠达卫浴在一线城市市场被外资占据的情况下发展二、三、四线城市卫浴市场，区域市场定位与碧桂园营收主要来源高度契合。

图31：高、中、低端卫浴市场参与者

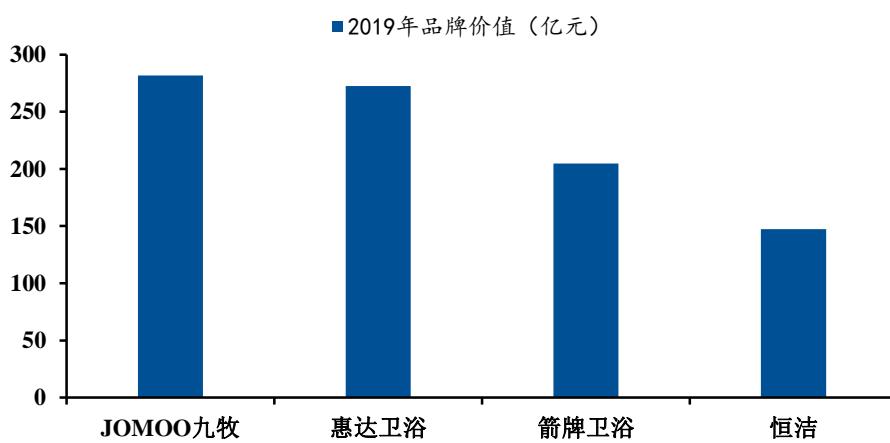


资料来源：公司公告，民生证券研究院

凭借品牌、渠道和产品优势，公司与碧桂园的合作有望持续深入。经过 30 多年的积累，惠达卫浴已在品牌、产能和产品具有很大的优势，并成为民族卫浴品牌的代表之一。依托三大优势，惠达卫浴有望持续提升其在碧桂园楼盘卫浴产品中的渗透率，工程渠道有望迎来高速发展阶段。

- **品牌优势：**经过 38 年的沉淀和发展，“惠达”品牌已成为民族卫浴领军品牌之一，是中国卫浴打造世界级品牌的推动者与实践者。惠达至今已经连续 16 年被世界品牌实验室评为“中国 500 最具价值品牌”，2019 年公司以品牌价值 272.56 亿居行业前列。2019 年“惠达”入选北京世园会独家供应商，并成为中国国家女子排球队官方赞助商。经过多年的积累，“惠达”品牌深入人心，形成公司核心的竞争力。

图32：惠达卫浴 2019 年品牌价值达 272.56 亿元



资料来源：世界品牌实验室，民生证券研究院

- **产能优势：**首先，惠达卫浴年产 280 万件卫生陶瓷二期项目已于 2019 年 1 月 21 日点火投产；此外，惠达住工于 2019 年 5 月 25 日开始试运行生产，目前已经开发出四个系列、30 余款产品，覆盖了市面上 70%-80% 的户型产品；再者，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正在按规划紧张建设中，预计 2020 年 9 月份投产，年产卫生陶瓷 80 万件，这将为公司覆盖西南乃至全国市场，提供强

有力的支撑。公司积极扩张的产能将有力支撑来自碧桂园的需求。

图33: 惠达卫浴各产品产能

	2019 年	2020 年	远期
卫生陶瓷 (万件)	950	1030	1400
五金洁具 (万件)	110	110	110
浴缸浴房 (万件)	10	10	10
浴室柜 (万件)	60	60	60
陶瓷砖 (万件)	250	250	250
整装卫浴 (万件)	5	10	15

资料来源: 公司招股说明书, 2019 年年报, Wind, 民生证券研究院

- 产品优势:** 品类方面, 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, 可满足碧桂园卫浴各个城市, 各个不同楼盘、房型的卫浴产品需求; 质量方面, 公司先后通过包括 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证, 同时还取得了美国、加拿大的 CUPC, 欧盟的 CE, 英国 WRAS, 法国 ACS, 荷兰 KIWA, 沙特 SASO, 韩国 KS, 马来西亚 CIDB、SIRIM, 澳大利亚 WATERMARK、WELS, 印尼 SNI 等认证, 质量足以媲美一线外资品牌。

图34: 惠达卫浴坐便器产品



资料来源: 惠达卫浴官网, 民生证券研究院

图35: 惠达卫浴陶瓷系列



资料来源: 惠达卫浴官网, 民生证券研究院

(二) 碧桂园整装卫浴空间测算

我们假设:

- 1) 碧桂园单套住宅平均面积为 107 平方米;
- 2) 碧桂园每套房屋配备 2 个卫生间;
- 3) 2020 年碧桂园销售的房屋中整装卫浴渗透率分别为 2%;
- 4) 整装卫浴单价价值为 7000 元。

基于上述假设, 我们测算得到 2020 年碧桂园整装卫浴市场空间为 1.8 亿元; 若碧桂园整装卫浴渗透率达到接近日本水平的 90%, 则其整装卫浴市场空间将达 94.21 亿元。

表8: 碧桂园整装卫浴市场空间测算

	2017	2018	2019	2020E	远期			
房屋竣工面积:住宅 (万平方米)	6066.0	5416.0	6237.0	6860.7	8000.0	8000.0	8000.0	8000.0
增速 (%)	61.9%	-10.7%	15.2%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

单套住宅面积 (平方米)	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
住宅竣工套数 (万套)	56.7	50.6	58.3	64.1	74.8	74.8	74.8	74.8	74.8
每套住宅卫生间数 (间)	2	2	2	2	2	2	2	2	2
卫生间总数 (万间)	113.4	101.2	116.6	128.2	149.5	149.5	149.5	149.5	149.5
整装卫浴渗透率 (%)	0.2%	0.8%	2.0%	2.0%	20.0%	40.0%	60.0%	80.0%	90.0%
整装卫浴套数 (万套)	0.2	0.8	2.3	2.6	29.9	59.8	89.7	119.6	134.6
整装卫浴单价 (元)	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000
整装卫浴市场空间 (亿元)	0.1	0.6	1.6	1.8	20.9	41.9	62.8	83.7	94.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院

四、投资建议

(一) 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

- 1) 公司依托优秀研发能力，智能产品占比持续提升，卫生陶瓷业务毛利率维持在2019年水平并保持稳定；并且公司新增的280万套卫生陶瓷产能已全部投产，将有力支撑公司卫生陶瓷放量。
- 2) 公司五金洁具、陶瓷砖、浴室柜和浴缸浴房业务保持维持过去三年的平均增长率增长，毛利率维持稳定。
- 3) 受益于精装修渗透率提升和政策推动，公司在引入碧桂园战略投资后整装卫浴业务有望迎来放量，并且公司整装卫浴产能将在2021年达到15万套。

表9: 公司收入及毛利率拆分 (单位: 百万元/%)

业务	汇总表	2019A	2020E	2021E	2022E
卫生陶瓷	收入	1745.1	1797.4	1905.3	2019.6
	增速		3.0%	6.0%	6.0%
	毛利率	37.7%	35.0%	35.0%	35.0%
五金洁具	收入	482.8	497.2	512.2	527.5
	增速	—	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
陶瓷砖	收入	419.5	432.1	445.0	458.4
	增速	—	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
浴室柜	收入	251.1	253.6	256.2	258.7
	增速	—	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
浴缸浴房	收入	100.2	101.2	102.2	103.2
	增速	—	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
整装卫浴	收入	—	180.0	900.0	1800.0
	增速	—	—	400.0%	100.0%
	毛利率	—	35.0%	35.0%	35.0%
其他	收入	211.6	211.6	211.6	211.6
	增速	—	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	3210.2	3473.2	4332.4	5379.1
	增速		8.2%	24.7%	24.2%
	毛利率	33.0%	31.9%	32.5%	32.9%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 投资建议

我们预计公司2020年至2022年实现营业收入35亿元、43亿元和54亿元，归属于母公司的净利润分别为3.9亿元、4.8亿元和6.0亿元，EPS分别为1.07元、1.30元、1.61元，对应的PE分别为13.32倍、10.89倍和8.80倍。我们选取海鸥助工、蒙娜丽莎、帝欧家居、伟星新材、三棵树和东方雨虹作为可比公司。以Wind一致预期的可比公

司TTMPE均值31倍为参考，给予“推荐”评级。

表10：惠达卫浴PE低于行业均值

代码	简称	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)
		TTM	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E		
	均值	1.18	1.34	1.72	31.49	28.09	21.80	6.45	3.57
	行业中值	1.26	1.58	1.97	31.30	24.92	19.99	4.82	3.84
603385	惠达卫浴	0.89	1.07	1.30	15.96	13.32	10.89	1.54	1.72
002084	海鸥住工	0.26	0.29	0.40	38.69	35.39	25.65	3.56	2.28
002918	蒙娜丽莎	1.08	1.36	1.75	30.80	24.45	19.06	4.52	3.67
002798	帝欧家居	1.49	1.82	2.28	23.95	19.62	15.64	3.75	2.61
002372	伟星新材	0.63	0.66	0.74	20.56	19.51	17.50	5.13	4.58
603737	三棵树	2.18	2.13	2.94	43.16	44.16	32.03	15.41	4.25
002271	东方雨虹	1.44	1.80	2.19	31.81	25.38	20.92	6.34	4.01

资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

竣工数据回暖速度放缓，精装修渗透率提升放缓，整装卫浴渗透率提升放缓。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,210	3,473	4,332	5,379
营业成本	2,150	2,364	2,925	3,608
营业税金及附加	50	54	68	84
销售费用	303	321	413	506
管理费用	193	209	261	324
研发费用	124	80	133	166
EBIT	390	444	532	692
财务费用	11	(32)	(64)	(75)
资产减值损失	(10)	0	0	0
投资收益	58	58	62	62
营业利润	420	549	676	845
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	419	563	688	852
所得税	73	141	172	213
净利润	346	422	516	639
归属于母公司净利润	329	394	482	596
EBITDA	519	572	672	845
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	153	437	66	253
应收账款及票据	1193	956	1350	1718
预付款项	16	69	74	74
存货	683	911	1052	1353
其他流动资产	28	28	28	28
流动资产合计	2840	2887	3382	3986
长期股权投资	9	67	129	191
固定资产	1317	1398	1527	1690
无形资产	221	222	228	232
非流动资产合计	1931	2024	2169	2299
资产合计	4771	4910	5551	6285
短期借款	70	0	0	0
应付账款及票据	551	493	665	832
其他流动负债	50	50	50	50
流动负债合计	1061	906	1189	1481
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	159	159	159	159
非流动负债合计	159	159	159	159
负债合计	1221	1065	1348	1641
股本	369	369	369	369
少数股东权益	165	193	227	270
股东权益合计	3550	3845	4202	4644
负债和股东权益合计	4771	4910	5551	6285

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	10.7%	8.2%	24.7%	24.2%
EBIT 增长率	73.6%	13.8%	19.8%	30.0%
净利润增长率	37.8%	19.7%	22.3%	23.8%
盈利能力				
毛利率	33.0%	31.9%	32.5%	32.9%
净利润率	10.2%	11.3%	11.1%	11.1%
总资产收益率 ROA	6.9%	8.0%	8.7%	9.5%
净资产收益率 ROE	9.7%	10.8%	12.1%	13.6%
偿债能力				
流动比率	2.7	3.2	2.8	2.7
速动比率	2.0	2.2	2.0	1.8
现金比率	0.7	1.1	0.5	0.6
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	68.5	60.8	63.8	64.4
存货周转天数	117.9	121.3	120.8	120.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	1.07	1.30	1.61
每股净资产	9.2	9.9	10.8	11.8
每股经营现金流	0.5	1.7	(0.0)	1.6
每股股利	0.2	0.4	0.4	0.5
估值分析				
PE	16.0	13.32	10.89	8.80
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.0	7.4	6.4	4.9
股息收益率	1.6%	2.5%	3.0%	3.8%
现金流量表 (百万元)				
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	346	422	516	639
折旧和摊销	139	128	140	154
营运资金变动	(242)	152	(583)	(125)
经营活动现金流	202	632	(1)	599
资本开支	302	146	210	216
投资	(124)	0	0	0
投资活动现金流	(12)	(146)	(210)	(216)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(120)	0	0	0
筹资活动现金流	(256)	(202)	(159)	(197)
现金净流量	(65)	285	(371)	186

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 19 年公司营收达 32.1 亿元, 同比+10.7%	4
图 3: 19 年公司归母净利润达 3.3 亿元, 同比+37.7%	4
图 4: 卫生陶瓷为公司拳头产品 (%)	5
图 5: 2019 年卫生陶瓷业务营收占比达 54.4%	5
图 6: 2019 年公司整体毛利率为 33.0%	5
图 7: 2019 年公司期间费用率为 19.7%	5
图 8: 公司第一大股东为董事长王惠文	6
图 9: 整装卫浴施工期远短于传统卫浴	7
图 10: 整装卫浴使用 SMC 复合材料, 环保又安全	8
图 11: 相比于毛坯房, 精装修具有五大优势	11
图 12: 中国精装修相关政策数量及变化	12
图 13: 2019 年精装房市场规模为 319.3 万套	13
图 14: 2019 年新开盘楼房中精装房渗透率为 32%	13
图 15: 2029 年新开盘楼房中精装房渗透率有望达到 80%	13
图 16: 2019 年精装房市场区域结构及同比	14
图 17: 2019 年城市等级规模及同比	14
图 18: 2019 年全国重点 70 城百强房企全装修建面集中度 (%)	14
图 19: 2019 年 TOP5 房企精装房市场份额为 32.1%	15
图 20: 2019 年头部房企精装修规划建面及渗透率	15
图 21: 2018 年各国精装房占比 (%)	16
图 22: 2018 年各级城市精装房渗透率	16
图 23: 精装房卫浴产品配套率为 90% 以上	17
图 24: 2019 年精装房卫浴产品配置率均接近 100%	17
图 25: 惠达卫浴工程渠道收入及占比持续提升	17
图 26: 地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为 2-3 年左右	18
图 27: 房屋竣工面积累计值及累计同比	18
图 28: 商品房销售面积与竣工面积差值较大	19
图 29: 碧桂园业务区域主要在三四线城市	20
图 30: 碧桂园营业收入及增速	20
图 31: 高、中、低端卫浴市场参与者	21
图 32: 惠达卫浴 2019 年品牌价值达 272.56 亿元	21
图 33: 惠达卫浴各产品产能	22
图 34: 惠达卫浴坐便器产品	22
图 35: 惠达卫浴陶瓷系列	22

表格目录

表 1: 整装卫浴与传统卫浴对比	8
表 2: 2016-2019 年中央层面装配式建筑政策汇总	8
表 3: 整装卫浴不同材料对比	9
表 4: 传统卫浴产品价格	10
表 5: 中国整装卫浴市场空间测算	10
表 6: 精装修发展相关政策	12
表 7: 2019 年各省市出台的精装修相关政策	12
表 8: 碧桂园整装卫浴市场空间测算	22
表 9: 公司收入及毛利率拆分 (单位: 百万元/%)	24
表 10: 惠达卫浴 PE 低于行业均值	25

分析师简介

杨 倪，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

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或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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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資目标、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。