

惠达卫浴 (603385)

公司研究/点评报告

竣工持续回暖，卫浴有望持续受益

—惠达卫浴 2020 年报点评

点评报告/建材行业

2021 年 3 月 12 日

一、事件概述

2021 年 3 月 11 日，公司发布 2020 年年报，营收 32 亿元，同比增长 0.24%，归母净利润 3 亿元，同比下滑 7%。

二、分析与判断

➤ 全面加强渠道建设，营收同比增长 0.24%

据公司公告，公司国内零售渠道营收 16 亿，同比增长 0.27%，工程渠道营收 8 亿，同比增长 12%。报告期内公司全面加强渠道建设：1) 升级、新开门店拓展零售渠道。新开 6.0 版本门店 329 家，空白市场新开门店 197 家，截止报告期末公司“惠达”品牌拥有境内门店总数为 2243 家，总面积 42.71 万平方米；2) 聚焦工程，全面布局大客户战略。公司与富力地产、保利发展控股、康桥地产、奥园集团、万达集团、远洋控股、首创置业、中昂地产等知名地产达成了战略合作；3) 重组家装，引进人才打造精英团队，加强管理，补齐短板，把渠道做宽，把市场做活，使之成为新的赢利支撑点。展望 2021 年，我们判断随着疫情缓解以及地产竣工数据的回暖，公司渠道布局有望全面发力支撑未来业绩快速增长。

➤ 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。

➤ 竣工持续回暖，卫浴等地产后周期产品有望持续受益

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。

三、投资建议

预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.04 元、1.21 元、1.38 元，对应 PE 分别为 11.9 倍、10.3 倍、9.0 倍。当前建材行业可比公司平均估值为 15 倍，维持“推荐”评级。

四、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。

推荐 维持评级

当前价格： 12.42

交易数据 2021-3-11

| | |
|-----------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 19.38/9.21 |
| 总股本(百万股) | 379.76 |
| 流通股本(百万股) | 369.40 |
| 流通股比例(%) | 97% |
| 总市值(亿元) | 47.17 |
| 流通市值(亿元) | 45.88 |

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

1, 《引入碧桂园战投，整装卫浴 B 端确定放量》20200708

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3,218 | 4,267 | 4,842 | 5,456 |
| 增长率 (%) | 0.2% | 32.6% | 13.5% | 12.7% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 307 | 396 | 458 | 524 |
| 增长率 (%) | -6.6% | 28.9% | 15.7% | 14.4% |
| 每股收益 (元) | 0.83 | 1.04 | 1.21 | 1.38 |
| PE (现价) | 15.0 | 11.9 | 10.3 | 9.0 |
| PB | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 3,218 | 4,267 | 4,842 | 5,456 |
| 营业成本 | 2,210 | 2,939 | 3,330 | 3,747 |
| 营业税金及附加 | 47 | 63 | 71 | 80 |
| 销售费用 | 265 | 351 | 399 | 449 |
| 管理费用 | 219 | 290 | 329 | 371 |
| 研发费用 | 135 | 179 | 203 | 228 |
| EBIT | 343 | 446 | 511 | 581 |
| 财务费用 | 33 | (8) | (17) | (27) |
| 资产减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 营业利润 | 369 | 477 | 551 | 631 |
| 营业外收支 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 368 | 477 | 551 | 631 |
| 所得税 | 51 | 66 | 76 | 87 |
| 净利润 | 317 | 411 | 475 | 544 |
| 归属于母公司净利润 | 307 | 396 | 458 | 524 |
| EBITDA | 486 | 598 | 681 | 768 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 650 | 268 | 888 | 909 |
| 应收账款及票据 | 1188 | 1576 | 1788 | 2015 |
| 预付款项 | 34 | 45 | 51 | 57 |
| 存货 | 747 | 1155 | 999 | 1425 |
| 其他流动资产 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 流动资产合计 | 3609 | 4116 | 4756 | 5521 |
| 长期股权投资 | 6 | 28 | 51 | 73 |
| 固定资产 | 1537 | 1712 | 1938 | 2145 |
| 无形资产 | 222 | 226 | 226 | 224 |
| 非流动资产合计 | 2041 | 2118 | 2179 | 2198 |
| 资产合计 | 5650 | 6234 | 6935 | 7719 |
| 短期借款 | 250 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 980 | 1304 | 1477 | 1662 |
| 其他流动负债 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 流动负债合计 | 1635 | 1805 | 2030 | 2270 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 169 | 169 | 169 | 169 |
| 非流动负债合计 | 169 | 169 | 169 | 169 |
| 负债合计 | 1804 | 1974 | 2199 | 2440 |
| 股本 | 380 | 380 | 380 | 380 |
| 少数股东权益 | 156 | 171 | 188 | 207 |
| 股东权益合计 | 3846 | 4260 | 4736 | 5280 |
| 负债和股东权益合计 | 5650 | 6234 | 6935 | 7719 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 0.2% | 32.6% | 13.5% | 12.7% |
| EBIT 增长率 | -12.2% | 30.0% | 14.7% | 13.6% |
| 净利润增长率 | -6.6% | 28.9% | 15.7% | 14.4% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 31.3% | 31.1% | 31.2% | 31.3% |
| 净利润率 | 9.6% | 9.3% | 9.5% | 9.6% |
| 总资产收益率 ROA | 5.4% | 6.4% | 6.6% | 6.8% |
| 净资产收益率 ROE | 8.3% | 9.7% | 10.1% | 10.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 |
| 速动比率 | 1.8 | 1.6 | 1.9 | 1.8 |
| 现金比率 | 0.9 | 0.6 | 0.9 | 0.8 |
| 资产负债率 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 73.9 | 73.9 | 73.9 | 73.9 |
| 存货周转天数 | 116.4 | 116.4 | 116.4 | 116.4 |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |
| 每股净资产 | 9.7 | 10.8 | 12.0 | 13.4 |
| 每股经营现金流 | 2.0 | 0.2 | 2.2 | 0.5 |
| 每股股利 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 15.0 | 11.9 | 10.3 | 9.0 |
| PB | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 7.0 | 5.7 | 4.3 | 3.8 |
| 股息收益率 | 2.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 317 | 411 | 475 | 544 |
| 折旧和摊销 | 134 | 152 | 170 | 186 |
| 营运资金变动 | 264 | (469) | 205 | (503) |
| 经营活动现金流 | 744 | 78 | 828 | 204 |
| 资本开支 | 254 | 203 | 208 | 183 |
| 投资 | (246) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (374) | (203) | (208) | (183) |
| 股权募资 | 82 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 180 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 148 | (256) | 0 | 0 |
| 现金净流量 | 518 | (381) | 619 | 21 |

分析师简介

杨 侃：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，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发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 | | |
| 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资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。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。