

# 惠达卫浴 (603385.SH)

## 业绩符合预期，经营性现金流大幅改善

**事件：公司发布 2020 年报。** 实现营收 32.18 亿元，同比+0.24%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比-6.58%；实现扣非后归母净利润 2.53 亿元，同比-7.27%。

**大客户战略持续推进，工渠持续增长，零售基本持平。** 分区域看，内销复苏增长，外销短期承压。国内业务营收同比增长 3.93%，海外业务由于 3 月中旬开始国外疫情爆发影响时间较长，收入同比下滑 10%。分渠道看，工程/零售渠道分别实现营业收入 8.20/15.91 亿元，同比增长 11.87%/0.27%。公司新拓展富力、保利、康桥、奥园、万达、远洋、首创、中昂等地产大客户，同时公司启动惠达卫浴·新基建产业联盟，目前参与机构超过 600 家，为公司销售工程提供保障。零售端由于上半年疫情冲击较大，恢复相对工程端较缓，报告期内公司升级门店、开拓新店，不断提升品牌形象和区域地位。

**收入准则调整致毛利率有所下滑，管理、研发及财务费用率提升。** 期内公司毛利率较上年同期下降 1.7 个百分点，主要原因是由于新收入准则的执行，销售费用中的运杂费重分类至营业成本，运杂费调整对毛利率影响 2.58 个百分点。期间费用率方面，销售费用率 8.23%，同比-1.2pct；管理费用率 6.79%，同比+0.77pct，主要由于公司行政人员数量增加较多导致职工薪酬增加，职工薪酬本期发生额 11.35 亿元，同比+13.84%；财务费用率从 1.02%，同比+0.69pct，主要由于人民币升值致公司汇兑损益增加。

**经营性现金流大幅改善，收现比提升，对上游票据支付增加致付现比下降。** 期内公司经营性现金流净额为 7.59 亿元，较上年同期大幅改善，主要原因是公司销售收现增加及采用票据支付使采购付现减少所致。期内公司收现比为 84%，较上年同期提升 9.2pct；同时公司付现比较上年同期下降明显。公司期末应付账款和票据总额 11.88 亿元，与上年同期基本持平；应付方面，公司应付票据 4.35 亿元，上年同期仅 900 万元。期末公司资产负债率 32%，较上年同期有所提升，货币资金+交易性金融资产余额 14.95 亿元，在手资金充裕，为公司发展提供保障。

**投资建议：** 公司深耕卫浴超过 30 多年，“惠达”品牌已具备较高的市场知名度。上市后加快全渠道营销布局和产能建设，经销端门店升级同时积极渠道下沉覆盖空白区域，工程端重点开拓地产大客户效果显著，产能积极投放保障规模扩张，同时在手资金和经营杠杆空间相对充足。智能和整装卫浴开拓新市场空间，助力长远发展。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.70、4.28、4.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.97、1.13、1.27 元，对应 PE 分别为 12、10、9 倍；维持“买入”评级。

**风险提示：** 房地产行业波动的风险、市场竞争风险、汇率风险、反倾销风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,210	3,218	3,705	4,179	4,627
增长率 yoy (%)	10.7	0.2	15.1	12.8	10.7
归母净利润(百万元)	329	307	370	428	484
增长率 yoy (%)	37.8	-6.6	20.3	15.6	13.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.87	0.81	0.97	1.13	1.27
净资产收益率 (%)	9.8	8.2	9.5	10.1	10.3
P/E (倍)	13.3	14.2	11.8	10.2	9.0
P/B (倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

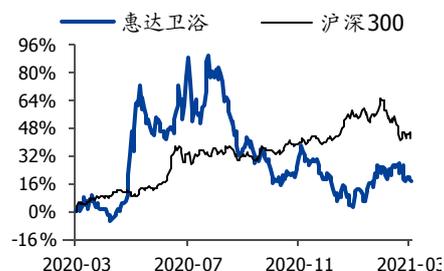
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	家用轻工
前次评级	买入
最新收盘价	11.50
总市值(百万元)	4,367.27
总股本(百万股)	379.76
其中自由流通股(%)	97.27
30 日日均成交量(百万股)	3.31

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

##### 分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

##### 研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

#### 相关研究

1、《惠达卫浴 (603385.SH)：收入稳健增长，盈利改善明显》2020-03-22



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2840	3609	3980	4430	5098
现金	153	650	1036	1302	1803
应收票据及应收账款	1193	1188	1127	1261	1310
其他应收款	116	11	124	15	127
预付账款	16	34	59	40	63
存货	683	747	784	897	913
其他流动资产	679	979	850	915	882
<b>非流动资产</b>	1931	2041	2178	2280	2367
长期投资	9	6	4	2	0
固定资产	1317	1537	1697	1803	1893
无形资产	221	222	223	226	228
其他非流动资产	384	276	254	249	246
<b>资产总计</b>	4771	5650	6158	6710	7466
<b>流动负债</b>	1061	1635	1842	2031	2367
短期借款	70	250	80	80	80
应付票据及应付账款	551	980	1125	1361	1519
其他流动负债	440	405	637	590	769
<b>非流动负债</b>	159	169	169	169	169
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	159	169	169	169	169
<b>负债合计</b>	1221	1804	2012	2201	2537
少数股东权益	165	156	180	207	233
股本	369	380	380	380	380
资本公积	912	984	984	984	984
留存收益	2093	2316	2582	2896	3254
归属母公司股东权益	3385	3690	3967	4302	4696
<b>负债和股东权益</b>	4771	5650	6158	6710	7466

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	227	759	771	630	761
净利润	346	317	393	455	509
折旧摊销	129	143	141	147	166
财务费用	11	33	3	-9	-19
投资损失	-58	-23	-23	-23	-23
营运资金变动	-254	264	264	70	137
其他经营现金流	53	24	-8	-10	-10
<b>投资活动现金流</b>	-12	-374	-119	-281	-188
资本支出	306	259	139	104	90
长期投资	-124	-246	2	2	2
其他投资现金流	170	-361	23	-175	-97
<b>筹资活动现金流</b>	-256	148	-266	-83	-71
短期借款	-120	180	-170	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	10	0	0	0
资本公积增加	-7	71	0	0	0
其他筹资现金流	-129	-114	-96	-83	-71
<b>现金净增加额</b>	-39	505	387	266	501

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3210	3218	3705	4179	4627
营业成本	2150	2210	2526	2859	3168
营业税金及附加	50	47	57	63	69
营业费用	303	265	308	345	379
管理费用	193	219	245	274	301
研发费用	124	135	156	176	194
财务费用	11	33	3	-9	-19
资产减值损失	-10	3	4	4	5
其他收益	18	39	20	25	30
公允价值变动收益	0	13	8	10	10
投资净收益	58	23	23	23	23
资产处置收益	0	-12	0	0	0
<b>营业利润</b>	420	369	465	535	602
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	419	368	466	535	602
所得税	73	51	72	80	93
<b>净利润</b>	346	317	393	455	509
少数股东损益	17	10	24	27	26
<b>归属母公司净利润</b>	329	307	370	428	484
EBITDA	548	507	592	653	727
EPS (元)	0.87	0.81	0.97	1.13	1.27

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.7	0.2	15.1	12.8	10.7
营业利润(%)	43.8	-12.2	26.2	15.0	12.5
归属于母公司净利润(%)	37.8	-6.6	20.3	15.6	13.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.0	31.3	31.8	31.6	31.5
净利率(%)	10.2	9.6	10.0	10.2	10.5
ROE(%)	9.8	8.2	9.5	10.1	10.3
ROIC(%)	9.6	7.7	9.1	9.5	9.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.6	31.9	32.7	32.8	34.0
净负债比率(%)	1.6	-6.9	-19.8	-24.1	-32.2
流动比率	2.7	2.2	2.2	2.2	2.2
速动比率	1.9	1.6	1.6	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.2	2.7	3.2	3.5	3.6
应付账款周转率	4.3	2.9	2.4	2.3	2.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.81	0.97	1.13	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	2.00	2.03	1.66	2.00
每股净资产(最新摊薄)	8.91	9.72	10.45	11.33	12.37
<b>估值比率</b>					
P/E	13.3	14.2	11.8	10.2	9.0
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.3	6.7	5.1	4.1	3.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com