

21H1 营收高增业绩承压，看好零售展店重启与整装渠道拓展

核心观点：

- **事件：**8 月 19 日，公司发布 2021 年半年度报告。报告期内，公司实现总营业收入 17.43 亿元，同比增长 32.38%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比减少 12.94%；基本每股收益 0.29 元。
- **2021H1 公司营收规模高增，内销零售展店重启与家装渠道破局双轮驱动。**内外销方面，截止 21H1 公司分别实现 13.22/4.06 亿元，分别较去年同期变动 41.09%/10.55%，分别占公司主营业务收入的 76.48%/23.52%，可见内销市场复苏为公司 21H1 营收规模增长核心驱动力。进一步拆解内销渠道，截止 21H1 公司零售/工程渠道分别实现 9.01/4.21 亿元，分别较去年同期变动 51.14%/23.52%，分别占内销市场主营业务收入营收的 68.13%/31.87%，可见内销市场增长动力主要源自零售渠道。零售渠道方面，截止 21H1 “惠达”品牌境内共开设门店 2323 家，较去年同期净增加 128 家，其中卫浴品牌门店 1900 家，较去年同期净增加 101 家，瓷砖门店 423 家，净增加 27 家，预示着公司对零售渠道的发展重心已切换回网点拓展。工程渠道方面，公司继续以“1+5”工程基地为依托深耕与碧桂园、融创、保利等知名地产开发商之间的战略合作。家装渠道方面，报告期内，公司已与“名匠整装”、“业之峰装饰”等头部装企签订战略合作，销售增长率显著提高，看好公司下半年加快对头部装企拓展，抢占流量前端入口。
- **21H1 全品类恢复性高增长，智能卫浴与整体卫浴增速表现亮眼。**2021H1，公司卫生陶瓷/瓷砖/浴缸浴房/浴室柜/五金洁具/其他产品分别实现营收 8.96/2.37/0.62/1.31/2.91/1.12 亿元，分别实现同比增长 23.72%/54.97%/57.48%/48.86%/39.73%/21.28%，其中卫生陶瓷中的智能卫浴/整体卫浴分别实现 1.89/0.55 亿元，实现同比增长 102.24%/370.95%，可见卫浴产品智能化与装配式家装理念已逐步被消费者所认可，而公司在技术研发方面的经验积累与持续投入将确保产品紧跟市场潮流。报告期内，公司共计完成新产品设计 165 款，并获得德国红点、IF 等多个奖项，足见公司雄厚的设计研发实力。
- **毛利率由于不再享受社保减免优惠下滑明显，费用率基本稳定致净利率降低。**截止 21H1，公司综合毛利率 28.19%，较去年同期下降 4.45 个百分点，主要由于公司不再享受去年同期社保减免政策优惠所致。**费用率方面**，21H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.29%/7.40%/4.45%/0.24%，分别较去年同期变动-1.46 /0.80 /0.40 /0.34 个百分点，综合费用率与去年持平。**净利率方面**，21H1 公司销售净利率为 7.04%，同比下降 2.84 个百分点，其中 21Q2 销售净利率为 7.75%，同比下降 4.83 个百分点，环比 21Q1 提高 1.75 个百分点，主要得益 21Q2 毛利率环比提升 1.01 个百分点。
- **投资建议：**公司现已初步完成零售渠道优化并已开始加码整装渠道，看好公司未来凭借多渠道拓展与全品类布局持续提升品牌价值，预计公司 21/22/23 年能够实现基本每股收益 0.85/1.13/1.29 元，对应 PE 为 11X、8X、7X，首次覆盖，予以“推荐”评级。

惠达卫浴 (603385.SH)

推荐 首次覆盖

分析师

陈柏儒

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

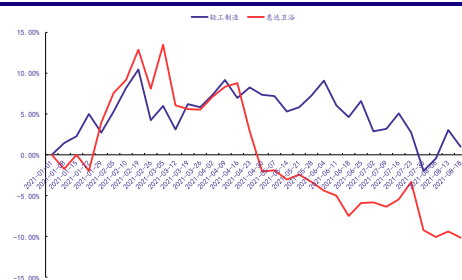
章鹏

✉: zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521050001

公司数据时间

2021.08.19



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

● **盈利预测**

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
总营业收入	3217.81	3679.41	4140.19	4623.78
同比增速 (%)	0.24	14.35	12.52	11.68
归母净利润	307.38	328.38	434.84	496.03
同比增速 (%)	-6.58	6.83	32.42	14.07
EPS (元/股)	0.83	0.85	1.13	1.29
PE	13.5	11.2	8.5	7.4

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2021 年 8 月 19 日收盘价)

- **风险提示:** 原材料价格大幅抬升的风险; 行业竞争加剧的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3217.81	3679.41	4140.19	4623.78	流动资产	3609.02	4155.63	4427.74	4894.69
营业成本	2209.56	2612.15	2850.50	3174.19	现金	649.83	874.66	908.74	1078.71
营业税金及附加	47.21	55.19	62.10	69.36	应收账款	689.33	816.45	896.10	988.10
营业费用	264.88	294.35	329.14	367.59	其它应收款	10.92	10.08	11.34	12.67
管理费用	218.50	217.09	242.20	270.49	预付账款	33.89	39.18	42.76	47.61
财务费用	32.96	11.47	12.53	7.36	存货	746.73	861.79	937.15	1043.57
资产减值损失	2.70	3.00	0.00	0.00	其他	1478.33	1553.48	1631.65	1724.03
公允价值变动收益	12.68	2.00	2.00	2.00	非流动资产	2041.00	2077.41	2076.87	2045.70
投资净收益	22.51	23.00	23.00	23.00	长期投资	5.91	5.91	5.91	5.91
营业利润	368.65	396.98	522.17	594.16	固定资产	1537.49	1588.59	1603.05	1586.88
营业外收入	1.41	0.08	0.00	0.00	无形资产	221.92	214.92	207.92	200.92
营业外支出	2.25	0.14	0.00	0.00	其他	275.67	267.98	259.98	251.98
利润总额	367.81	396.92	522.17	594.16	资产总计	5650.01	6233.05	6504.61	6940.39
所得税	50.62	59.54	78.32	89.12	流动负债	1634.96	1987.59	1940.43	2014.41
净利润	317.19	337.38	443.84	505.03	短期借款	250.28	526.60	350.28	250.28
少数股东损益	9.81	9.00	9.00	9.00	应付账款	545.44	644.09	702.86	782.68
归属母公司净利润	307.38	328.38	434.84	496.03	其他	839.24	816.90	887.29	981.46
EBITDA	527.75	545.29	678.24	750.69	非流动负债	169.35	169.35	169.35	169.35
EPS（元）	0.83	0.85	1.13	1.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	其他	169.35	169.35	169.35	169.35
经营活动现金流	758.90	219.44	480.86	528.72	负债合计	1804.31	2156.94	2109.78	2183.76
净利润	317.19	337.38	443.84	505.03	少数股东权益	156.19	165.19	174.19	183.19
折旧摊销	143.08	145.89	152.54	158.17	归属母公司股东权益	3689.51	3910.92	4220.64	4573.44
财务费用	36.16	13.60	15.35	10.51	负债和股东权益	5650.01	6233.05	6504.61	6940.39
投资损失	-22.51	-23.00	-23.00	-23.00	主要财务比率（%）	2020A	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	265.54	-240.49	-106.86	-121.00	营业收入	0.24%	14.35%	12.52%	11.68%
其它	19.44	-13.94	-1.00	-1.00	营业利润	-12.19%	7.69%	31.53%	13.79%
投资活动现金流	-374.24	-150.36	-130.00	-105.00	归属母公司净利润	-6.58%	6.83%	32.42%	14.07%
资本支出	-253.98	-181.06	-151.00	-126.00	毛利率	31.33%	29.01%	31.15%	31.35%
长期投资	-246.06	8.01	-2.00	-2.00	净利率	9.55%	8.92%	10.50%	10.73%
其他	125.80	22.69	23.00	23.00	ROE	8.33%	8.40%	10.30%	10.85%
筹资活动现金流	147.85	155.75	-316.78	-253.74	ROIC	8.10%	7.38%	9.42%	10.06%
短期借款	180.28	276.32	-176.32	-100.00	P/E	13.12	11.20	8.46	7.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.13	0.94	0.87	0.80
其他	-32.43	-120.57	-140.46	-153.74	EV/EBITDA	7.08	6.11	4.60	3.79
现金净增加额	504.99	224.83	34.08	169.97	PS	1.13	1.00	0.89	0.80

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理及预测

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12 年行业分析师经验、8 年轻工制造行业分析师经验。

章鹏，轻工行业研究员，美国哥伦比亚大学硕士，2 年从业经验。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn