

多品类稳健成长，全渠道布局未来可期

惠达卫浴 (603385.SH)

推荐 维持评级

核心观点：

- **事件：**公司发布 2021 年年度报告。报告期内，公司实现营收 38.93 亿元，同比增长 20.98%；实现归母净利润 2.35 亿元，同比降低 23.44%；基本每股收益 0.62 元/股。其中，公司第 4 季度单季实现营收 10.54 亿元，同比增长 6.71%；实现归母净利润 0.09 亿元，同比下降 88.63%。
- **能源和原材料成本上升，公司毛利率承压。**报告期内，公司综合毛利率为 27.66%，同比下降 3.67%，其中，2021 年第 4 季度单季毛利率为 24.69%，同比下降 1.91%，环比下降 4.99%。公司毛利率有所下滑，主要是因为：2021 年，公司燃料动力成本、制造费用和原材料成本上升幅度较大，分别同比上升 39.12%、36.07%和 28.19%。
- **费用率微增，净利率同比大幅降低。**公司期间费用率为 20.48%，同比增加 0.25%。其中，销售费用率为 8.29%，同比增加 0.06%；管理费用率为 7.38%，同比增加 0.59%；财务费用率为 0.52%，同比下降 0.51%；研发费用率为 4.29%，同比增加 0.1%。净利率方面，报告期内公司净利率为 6.11%，同比下降 3.75%，其中，21Q4 单季公司净利率为 0.04%，同比下降 8.42%，环比下降 10.42%。
- **多品类稳健成长，内外销协同发展。**报告期内，公司卫生陶瓷/五金洁具/墙地砖/浴室柜/浴缸淋浴房/其他业务，分别实现营收 19.35 / 6.56 / 5.95 / 2.76 / 1.42 / 2.34 亿元，分别同比增长 15.57% / 22.05% / 40.5% / 23.04% / 36.67% / 5.69%。其中，内销实现营收 28.68 亿元，同比增长 18.93%，占比 74.73%；外销执行聚焦战略，逆势而上，截至 2021 年末，公司获得美国、加拿大及欧洲等 17 个国家和地区产品认证，5 个工厂认证，实现营收 9.7 亿元，同比增长 25.43%，占比 25.27%。
- **零售、整装渠道双轮驱动，多渠道赋能国内销售。**零售渠道方面，公司通过加快专卖店建设和优化经销商体系，整合线上线下营销，提高市占率，实现营业收入 20.02 亿元，同比增长 25.77%，占比 52.14%。2021 年，公司新开专卖店 350 家，升级改造 240 家，共拥有 2,077 家境内专卖店，总面积 39.98 万平方米，其中卫浴门店 1,779 家，瓷砖门店 298 家；整装渠道方面，2021 年，公司与点石家装、名匠整装、金煌装饰、业之峰装饰、方林装饰、今朝装饰等头部装企达成合作，未来有望持续成长。
- **投资建议：**公司研发实力优异，实现高产品力，并持续拓展渠道布局，优化零售渠道，加码整装渠道，具备较强核心竞争力，预计公司 2022/23/24 年能够实现 EPS 1.05 / 1.26 / 1.48 元/股，对应 PE 为 9X / 7X / 6X，维持“推荐”评级。

分析师

陈柏儒

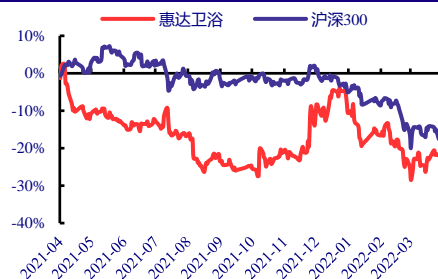
☎：010-80926000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

市场表现

2022.04.14



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

● **盈利预测**

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	3892.95	4817.92	5730.91	6744.14
同比增速 (%)	20.98	23.76	18.95	17.68
归母净利润	235.33	402.29	483.83	568.06
同比增速 (%)	-23.44	70.95	20.27	17.41
EPS(元/股)	0.62	1.05	1.26	1.48
PE	17.90	8.53	7.09	6.04

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2022/4/14收盘价）

- **风险提示：**经济增长不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3892.95	4817.92	5730.91	6744.14	流动资产	3488.23	4278.38	5174.55	6170.74
营业成本	2816.13	3445.29	4087.86	4752.59	现金	433.68	570.10	1024.83	1536.15
营业税金及附加	50.15	57.81	68.77	78.23	应收账款	960.73	1214.38	1381.70	1570.55
营业费用	322.80	380.62	458.47	553.02	其它应收款	35.21	51.48	61.23	72.06
管理费用	287.49	346.89	412.63	505.81	预付账款	40.20	48.23	57.23	66.54
财务费用	20.18	9.99	9.99	9.99	存货	1109.83	1397.00	1567.95	1757.81
资产减值损失	-6.18	0.00	0.00	0.00	其他	908.57	997.20	1081.61	1167.63
公允价值变动收益	-10.68	0.00	0.00	0.00	非流动资产	2841.31	2703.56	2565.51	2427.89
投资净收益	53.74	67.45	80.23	94.42	长期投资	7.65	7.65	7.65	7.65
营业利润	357.07	490.59	590.04	692.75	固定资产	1780.20	1640.45	1500.70	1360.95
营业外收入	0.85	0.00	0.00	0.00	无形资产	265.74	265.74	265.74	265.74
营业外支出	53.89	0.00	0.00	0.00	其他	787.72	789.72	791.42	793.55
利润总额	304.04	490.59	590.04	692.75	资产总计	6329.54	6981.95	7740.06	8598.63
所得税	66.32	88.31	106.21	124.70	流动负债	1754.77	2004.88	2279.16	2569.68
净利润	237.72	402.29	483.83	568.06	短期借款	279.40	279.40	279.40	279.40
少数股东损益	2.39	0.00	0.00	0.00	应付账款	540.78	660.74	761.57	872.39
归属母公司净利润	235.33	402.29	483.83	568.06	其他	934.59	1064.74	1238.19	1417.89
EBITDA	177.31	640.33	739.78	842.49	非流动负债	523.92	523.92	523.92	523.92
EPS (元)	0.62	1.05	1.26	1.48	长期借款	300.26	300.26	300.26	300.26
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	其他	223.66	223.66	223.66	223.66
经营活动现金流	-214.04	80.96	386.19	429.02	负债合计	2278.69	2528.80	2803.09	3093.60
净利润	237.72	402.29	483.83	568.06	少数股东权益	199.03	199.03	199.03	199.03
折旧摊销	177.31	139.75	139.75	139.75	归属母公司股东权益	3851.83	4254.11	4737.95	5306.00
财务费用	30.95	9.99	9.99	9.99	负债和股东权益	6329.54	6981.95	7740.06	8598.63
投资损失	-53.74	-67.45	-80.23	-94.42	主要财务比率 (%)	2021A	2022E	2023E	2024E
营运资金变动	-574.30	-403.62	-167.15	-194.35	营业收入	20.98%	23.76%	18.95%	17.68%
其它	-31.97	0.00	0.00	0.00	营业利润	-3.14%	37.39%	20.27%	17.41%
投资活动现金流	-181.59	65.45	78.53	92.29	归属母公司净利润	-23.44%	70.95%	20.27%	17.41%
资本支出	-208.15	0.00	0.00	0.00	毛利率	27.66%	28.49%	28.67%	29.53%
长期投资	-24.69	-2.00	-1.70	-2.13	净利率	6.05%	8.35%	8.44%	8.42%
其他	51.24	67.45	80.23	94.42	ROE	6.11%	9.46%	10.21%	10.71%
筹资活动现金流	111.29	-9.99	-9.99	-9.99	ROIC	0.00%	8.13%	8.89%	9.44%
短期借款	29.12	0.00	0.00	0.00	P/E	17.90	8.53	7.09	6.04
长期借款	300.26	0.00	0.00	0.00	P/B	1.11	0.81	0.72	0.65
其他	-218.09	-9.99	-9.99	-9.99	EV/EBITDA	25.00	5.40	4.06	2.96
现金净增加额	-292.63	136.42	454.73	511.32	PS	0.88	0.71	0.60	0.51

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。

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）向其客户提供。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。

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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

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

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn