

惠达卫浴（603385）2022年中报点评

## Q2 经营边际改善，聚焦主业稳步发展

### 事项:

- ❖ 公司发布 2022 年中报。2022H1 实现营业收入 17.26 亿元，YoY-1.01%；归母净利润 0.68 亿元，YoY-39.21%；扣非后归母净利润 0.50 亿元，YoY-44.78%。基本每股收益 0.18 元。

### 评论:

- ❖ **Q2 经营改善，营收同增利润扭正。**公司单 Q2 营收 10.46 亿，YoY+1.18%，QoQ+53.97%；归母净利润 0.69 亿，YoY-3.11%，与 Q1 相比转负为正。上半年度受国际环境和疫情反复影响销量下降，营收和归母净利下滑，Q2 较 Q1 业绩有所回暖。2022H1 公司国内/国外分别实现销售收入 12.23/4.77 亿，占比 71.93%/28.07%，YoY-7.49%/+17.35%。其中，国内零售渠道收入 7.83 亿元，YoY-13.07%，工程渠道收入 4.40 亿元，YoY+4.38%；国外销售抗压前行，浴缸、五金、浴室柜等品类出口销售实现同比大幅增长。
- ❖ **产量下降、成本上升影响毛利，期间费用率略降。**公司 2022H1 毛利率 24.45%（YoY-3.74pct），净利率 3.66%（YoY-3.38pct），毛利率下降主要系本期开工不足影响产量下降、燃动费价格上涨使成本上升。2022H1 费用率方面，广告费减少致公司销售费用率同比降 0.09pct 至 8.21%；咨询费减少致管理费用率同比减 0.17pct 至 7.23%，汇兑损失减少致财务费用率同比降 0.70pct 至-0.45%；研发项目变动致研发费用率同比减 0.30pct 至 4.15%。
- ❖ **工程渠道占比进一步提升，产能建设有序进行。**（1）渠道端，公司在境内已构筑起线下经销为主，工程渠道、电子商务、整体家装及互联网家装等渠道为辅的营销网络体系，在境内择优开店，推进线上管控与线下门店帮扶相结合，不断完善市场布局，提升品牌形象。截至 2022 年 6 月 30 日，公司共拥有境内门店 2056 家（较 2021 年末净减少 21 家）。工程渠道方面，公司积极拓展新客户，上半年工程渠道占总收入比重已经由 2021 年的 22.58%提升至 25.87%。公司不断开拓国际市场，报告期内公司国外收入 4.77 亿元，YoY+17.35%。（2）产能端，年产 80 万件智能卫浴生产线项目在建、新高盛瓷砖生产线建设投入增加，未来随公司整体卫浴产能释放，公司整体卫浴收入有望实现快速增长。
- ❖ **考虑成本压力及行业竞争加剧的可能，调整盈利预期。**22H1 宏观环境压力突出，公司业绩出现下滑，考虑后续成本及行业竞争的不确定性，我们调整公司盈利预期，预期公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.96、2.37、3.00 亿元（前值 3.95、5.00、6.61 亿元），对应当前市值 PE 分别为 15、12、10 倍。基于 DCF 模型，给予公司目标价 10.0 元/股，对应 2022 年 20 倍 PE、23 年 16 倍 PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**房地产市场不及预期，疫情反复、汇率波动导致利润大幅波动。

### 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	3,893	4,238	4,793	5,426
同比增速(%)	21.0%	8.9%	13.1%	13.2%
归母净利润(百万)	236	196	237	300
同比增速(%)	-23.4%	-16.6%	20.7%	26.7%
每股盈利(元)	0.61	0.51	0.62	0.78
市盈率(倍)	13	15	12	10
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

## 强推（维持）

目标价：10.0 元

当前价：7.68 元

### 华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

### 公司基本数据

总股本(万股)	38,380.93
已上市流通股(万股)	37,122.84
总市值(亿元)	29.48
流通市值(亿元)	28.51
资产负债率(%)	35.11
每股净资产(元)	10.03
12 个月内最高/最低价	11.16/6.88

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《惠达卫浴（603385）2021 年报点评：短期盈利承压，渠道拓展助力长期业绩改善》

2022-04-17

《惠达卫浴（603385）2020 年报与 2021 年一季报点评：渠道优化与产能拓展并举，业绩改善可期》

2021-04-22

《惠达卫浴（603385）2020 年三季报点评：Q3 收入业绩基本符合预期，产能&渠道发力未来可期》

2020-11-01

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	434	544	780	968
应收票据	477	569	703	758
应收账款	961	912	1,046	1,213
预付账款	40	59	49	61
存货	1,110	1,090	1,215	1,391
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	466	643	569	582
流动资产合计	3,488	3,817	4,362	4,973
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	1,780	1,676	1,629	1,587
在建工程	90	90	90	90
无形资产	266	239	215	194
其他非流动资产	698	689	682	677
非流动资产合计	2,842	2,702	2,624	2,556
<b>资产合计</b>	<b>6,330</b>	<b>6,519</b>	<b>6,986</b>	<b>7,529</b>
短期借款	279	329	379	429
应付票据	415	274	378	525
应付账款	541	705	796	869
预收款项	0	0	0	0
合同负债	59	64	72	82
其他应付款	188	188	188	188
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10
其他流动负债	263	280	318	364
流动负债合计	1,755	1,850	2,141	2,467
长期借款	300	300	300	300
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	224	224	224	224
非流动负债合计	524	524	524	524
<b>负债合计</b>	<b>2,279</b>	<b>2,374</b>	<b>2,665</b>	<b>2,991</b>
归属母公司所有者权益	3,852	3,944	4,118	4,332
少数股东权益	199	201	203	206
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,051</b>	<b>4,145</b>	<b>4,321</b>	<b>4,538</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,330</b>	<b>6,519</b>	<b>6,986</b>	<b>7,529</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-214</b>	<b>205</b>	<b>318</b>	<b>287</b>
现金收益	432	408	434	492
存货影响	-363	20	-125	-176
经营性应收影响	-249	-62	-258	-233
经营性应付影响	36	23	196	220
其他影响	-69	-183	71	-15
<b>投资活动现金流</b>	<b>-182</b>	<b>-50</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
资本支出	-410	-59	-106	-106
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	230	9	6	6
<b>融资活动现金流</b>	<b>111</b>	<b>-45</b>	<b>18</b>	<b>1</b>
借款增加	340	50	50	50
股利及利息支付	-123	-80	-101	-119
股东融资	29	0	0	0
其他影响	-135	-15	69	70

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,893</b>	<b>4,238</b>	<b>4,793</b>	<b>5,426</b>
营业成本	2,816	3,116	3,473	3,887
税金及附加	50	63	70	77
销售费用	323	351	397	450
管理费用	287	313	354	401
研发费用	167	182	205	233
财务费用	20	19	17	20
信用减值损失	-10	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-11	0	0	0
投资收益	54	30	30	30
其他收益	30	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>357</b>	<b>254</b>	<b>307</b>	<b>389</b>
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	54	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>304</b>	<b>254</b>	<b>307</b>	<b>389</b>
所得税	66	56	68	86
<b>净利润</b>	<b>238</b>	<b>198</b>	<b>239</b>	<b>303</b>
少数股东损益	2	2	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>236</b>	<b>196</b>	<b>237</b>	<b>300</b>
NOPLAT	253	213	253	319
EPS(摊薄) (元)	0.61	0.51	0.62	0.78

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	21.0%	8.9%	13.1%	13.2%
EBIT 增长率	-19.1%	-15.7%	18.7%	26.1%
归母净利润增长率	-23.4%	-16.6%	20.7%	26.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.7%	26.5%	27.6%	28.4%
净利率	6.1%	4.7%	5.0%	5.6%
ROE	5.8%	4.7%	5.5%	6.6%
ROIC	8.9%	6.2%	7.0%	8.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.0%	36.4%	38.2%	39.7%
债务权益比	20.1%	20.8%	21.1%	21.2%
流动比率	2.0	2.1	2.0	2.0
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	76	80	74	75
应付账款周转天数	69	72	78	77
存货周转天数	119	127	119	121
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.61	0.51	0.62	0.78
每股经营现金流	-0.56	0.53	0.83	0.75
每股净资产	10.04	10.28	10.73	11.29
<b>估值比率</b>				
P/E	13	15	12	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	9	10	9	8

## 轻工纺服组团队介绍

### 组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	包青青	高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	周玮	销售助理		zhouwei@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522