品牌家居的白银时代系列报告（四）

行业蓝海空间广阔，整体卫浴方兴未艾

推荐（维持）

- **品牌家居的白银时代系列报告之四，行业蓝海空间广阔，整体卫浴方兴未艾：**2019 年年初以来华创轻工推出“品牌家居的白银时代”系列报告，坚定看好中国的家居消费品牌化过程以及优秀的品牌家居企业的发展。详见《品牌家居的白银时代系列报告（一）：以往鉴来，观 90 年代日本展望中国品牌家居白银时代》20190317，《家具品牌家居的白银时代系列报告（二）：千亿橱柜市场能否诞生千亿市值公司？》20190324，《品牌家居的白银时代系列报告（三）：家居卖场龙头对比：红星美凯龙 vs 居然之家》20190331。本篇对中国整体卫浴行业发展环境和特点进行梳理，我们认为中国整体卫浴行业蓝海空间广阔，竞争格局分散，具有先发优势的卫浴龙头有望在行业爆发期占据优势地位。
- **整体卫浴源于美国，兴于日本。**整体卫浴的雏形于 1938 年诞生在美国，之后由日本人改进，大量应用到 1964 年东京奥运会的建筑中，在日本得到了长足的发展，目前有超过 80%日本家庭使用整体浴室。相比于传统卫浴复杂的选购过程与施工过程，整体卫浴具有传统卫浴所不具备的易清洁、保温性好、施工过程简便、绿色环保等优点，在欧美及东南亚发达国家快速发展。
- **我国整体卫浴市场处于起步期，政策与产业导向助力行业快速发展。**我国整体卫浴市场大体可划分为公装和家装两个方面。公装方面，长租公寓、保障房、快捷酒店的发展带动了整体卫浴的需求，主要合作对象是开发商和装修商，包括汉庭、锦江之星等酒店，万科、绿地、万达等房地产公司以及齐家网、土巴兔等家装公司。家装方面的需求量依赖以装配式建筑为代表的住宅产业化推进，在一系列的政策导向与标准规范下，我国装配式建筑高速发展，市场规模由 2011 年的 43.2 亿，快速增长至 2017 年的 4623 亿，年均复合增速高达 117.9%，有效带动整体卫浴的发展。
- **空间测算：家装市场整体卫浴需求有望超公装。**经测算，公装领域 2025 年我国经济快捷酒店和中端酒店整体卫浴市场规模分别约为 33.31 亿和 21.67 亿，合计将有 54.98 亿市场规模；家装领域，经测算，到 2025 年，整体卫浴在家装领域将有 647 亿的市场规模。随着住宅产业化推进，家装市场的未来市场空间大，有望成为整体卫浴主要的需求来源。
- **行业竞争格局分散，整体卫浴公司整装待发。**目前我国整体卫浴行业格局分散，其中公寓、酒店、地产等项目中主要竞争品牌有禧屋、海鸥有巢氏、远铃、科逸、鸿力、一天、海尔等；保障房、回迁房项目中主要品牌有和能人居、科逸等。上市公司方面，新三板的科逸股份已于 2017 年退市，A 股海鸥住工 2016 年起陆续收购苏州有巢氏股权，至 2018 年 1 月，完成 100%控股；惠达卫浴于 2018 年成立惠达住工，切入整体浴室领域，一期产线于 2019 年投产。
- **蓝海空间开启，研发生产领先企业具备先发优势。**整体来看，我国整体卫浴行业处于起步期，尤其是家装领域蓝海空间刚刚开启，我们认为具有传统卫浴生产制造优势的卫浴企业基于研发、生产优势，有望快速突击，抢夺市场份额。
- **风险提示：**住宅产业化推进不及预期，技术革新不及预期，原材料价格大幅波动风险。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙
电话：010-63214658
邮箱：guoqinglong@hcyjs.com
执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦
电话：010-66500831
邮箱：chenmeng1@hcyjs.com
执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣
电话：010-63215669
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	68	1.88
总市值(亿元)	4,016.94	0.69
流通市值(亿元)	2,500.09	0.59

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-7.02	8.65	-27.67
相对表现	0.16	-5.83	-23.99

未经许可，禁止转载

目 录

一、整体卫浴：卫浴市场发展新趋势 4
（一）源于美国，兴于日本，整装卫浴快速发展 4
（二）整体浴室较传统浴室具有多方面优势 4
1、材料绿色环保，安全性高 4
2、安装工程简化，效率提升 5
3、受工厂化生产限制，对空间结构有标准化要求 6
二、受益住宅产业化推进，我国整体卫浴市场空间广阔 6
（一）装配式建筑快速兴起，整体卫浴行业直接受益 6
1、全球装配式建筑行业快速发展 6
2、政策导向，中国装配式建筑高速发展 7
（二）酒店业与长租公寓持续产生整体卫浴需求 8
1、大众旅游时代，酒店行业扩张 8
2、人口加速流动，长租公寓兴起 9
（三）百亿市场空间，家装市场有望成为整体卫浴重要需求来源 10
三、行业竞争格局分散，整体卫浴公司整装待发 11
（一）苏州科逸：我国整体卫浴领先企业之一 11
（二）海鸥住工：布局完整，高起点入驻整体卫浴 12
（三）惠达卫浴：厚积薄发，向整体卫浴正式进军 13
四、风险提示 14

图表目录

图表 1: 整体卫浴装配示意图 4
图表 2: 整体卫浴成品示意图 4
图表 3: 整体卫浴相关材料 4
图表 4: SMC 材料的技术参数 5
图表 5: 传统卫浴与整体卫浴装修对比 5
图表 6: 整体卫浴生产流程 6
图表 7: 全球装配式建筑市场规模及增速 7
图表 8: 装配式建筑施工现场示例 7
图表 9: 有关发展装配式建筑的国家政策 7
图表 10: 中国装配式建筑市场规模及增速 8
图表 11: 中国装配式建筑行业需求结构占比 8
图表 12: 住房城乡建设部发布的装配式建筑及整体卫浴相关技术标准 8
图表 13: 2013-2018 中端连锁酒店规模增长 9
图表 14: 2013-2018 经济型快捷酒店规模增长 9
图表 15: 租赁人口占比与租赁房屋套数占比国际比较 9
图表 16: B2C 房源市场占比的国际比较 9
图表 17: 整体卫浴公装市场（经济快捷酒店与中端酒店）空间测算 10
图表 18: 整体卫浴家装市场空间测算 11
图表 19: 科逸股份整体卫浴收入规模（亿元） 11
图表 20: 科逸股份整体卫浴毛利率水平 11
图表 21: 苏州科逸产业布局 12
图表 22: 有巢氏整体卫浴产品示例 12
图表 23: 海鸥住工整体卫浴相关项目进展 13
图表 24: 上市公司、实际控制人、高管及苏州科逸前高管共同出资成立惠达住工 13
图表 25: 惠达卫浴整体卫浴产品示例 14

一、整体卫浴：卫浴市场发展新趋势

（一）源于美国，兴于日本，整装卫浴快速发展

国际上，装配式卫生间一般被称为 Unit Bathroom 或 System Bathroom，国内被称为整体卫浴、整装卫浴、整体卫生间、系统卫浴等，是 “由一件或一件以上的卫生洁具、构件和配件经工厂组装或现场组装而成的具有卫浴功能的整体空间”(整体卫浴国家标准《住宅整体卫浴》JGT183—2011)。它采用一体化防水底盘（或与浴缸组合）、壁板、顶板构成整体框架，配上各种功能洁具，施工时进行现场拼装。整体卫浴的雏形于 1938 年诞生在美国，之后由日本人改进，大量应用到 1964 年东京奥运会的建筑中去，在日本得到了长足的发展，目前有超过 80%日本家庭使用整体浴室。相比于传统卫浴复杂的选购过程与施工过程，整体卫浴相当于直接把样板间搬回家。

图表 1：整体卫浴装配示意图

资料来源：鸿力卫浴官网

图表 2：整体卫浴成品示意图

资料来源：九正建材网

（二）整体浴室较传统浴室具有多方面优势

1、材料绿色环保，安全性高

主体材料绿色环保。整体浴室由主体、洁具、新风、照明、人工智能等模块一体化集成。其中整体卫浴的主体材料以 SMC（sheet molding compound 片状模塑料）为主。它是一种模压成型的高强度复合材料，在大型压机施加高温高压的环境下制成，应用于整体卫浴的墙面和地面。SMC 具有结构紧密、保温、耐腐蚀、抗菌、不吸污、使用寿命长、无甲醛等优异性能，广泛应用于电子电力、航天航空、运动器材、建筑补强等领域。

图表 3：整体卫浴相关材料

名称	燃烧性能等级	重量	优点
SMC 材料	B1（难燃）	最轻，有空鼓感	热稳、保温、抗老化、防滑
VCM 彩钢板	A（不燃）	较轻，有空鼓感	色彩稳定、抗菌防霉、易清洁
蜂窝复合材料	A	较重，几无空鼓感	表面可复合多种饰面材料，灵活性高
GRC 材料	A	最重，无空鼓感	灵活性高、寿命长

资料来源：甘吴厅《整体卫浴在装配式保障性住房中的应用研究》，华创证券

性质优良，能够安全使用近 30 年。传统卫浴的一些部件使用年限不超过 20 年，远低于普通建筑和构筑物使用年限。在使用中，传统卫浴产品部件不可避免有新陈代谢的问题，如地砖老化、褪色，卫浴洁具故障，管线老化等问题，设备维修更换时要破坏建筑结构主体，产生较多建筑垃圾。整体卫浴绿色环保，SMC 材料具有高防水、高绝缘、抗腐蚀、抗老化的性能，使用寿命近 30 年。

图表 4：SMC 材料的技术参数

指标名称		单位	SMC-1	SMC-2	SMC-3
密度		g/cm^3	1.75-1.95	1.75-1.95	1.75-1.95
吸水性		mg	≤20	≤20	—
模塑收缩率		%	≤0.15	≤0.15	≤0.30
热变形温度（A 法）		℃	≥240	≥240	≥220
冲击强度（简支梁、无缺口）		kJ/m^2	≥90	≥60	≥45
弯曲强度		MPa	≥170	≥150	≥135
绝缘电阻	常态	Ω	$\geq 1.0\times10^{13}$	$\geq 1.0\times10^{13}$	$\geq 1.0\times10^{12}$
	浸水 24h 后		$\geq 1.0\times10^{12}$	$\geq 1.0\times10^{12}$	—
电气强度（90℃变压器油中）		MV/m	≥12.0	≥12.0	≥10.0
介质损耗因数（1MHz）		—	≤0.015	≤0.015	—
相对介电常数（1MHz）		—	≤4.5	≤4.5	—
耐电弧		S	≥180	≥180	≥150
耐漏电起痕指数（PTI）		V	≥600	≥600	≥600
燃烧性		级	FVO	FVO	—
长期耐热性温度指数		—	155	155	130

资料来源：《中华人民共和国机械行业标准 JB T 7770-1995》，华创证券

2、安装工程简化，效率提升

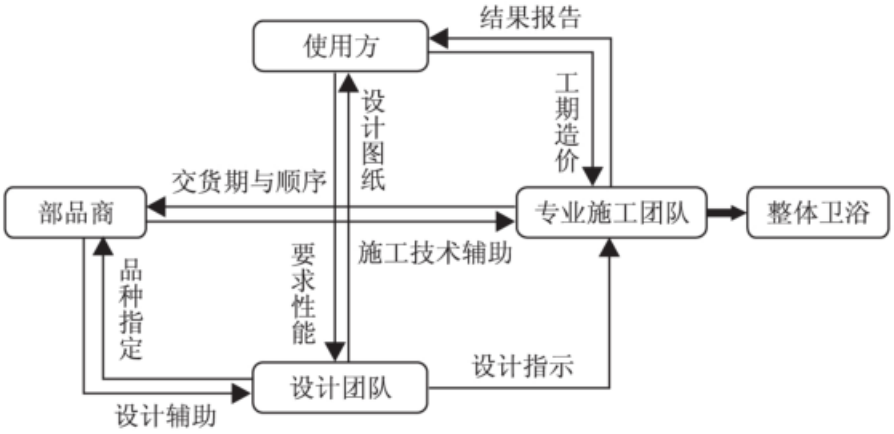
传统卫浴装修是一般家庭装修的重头戏，一般包括水电改造、防水处理、贴墙铺地砖、吊顶、洁具安装等工序，施工天数超过一周，工期长，噪音大，考验业主耐性，影响邻里关系。卫浴涉及水电安排，对精细度要求高，而工种繁多，工序复杂，协调困难，一旦出现质量问题，各方常常互相推诿。整体卫浴产品生产工厂化，厂家负责产品质量，能够把现场人为因素对施工质量的影响降到最低。整体卫浴许多工序已在工厂中完成其对应功能，现场施工得到简化，不用贴瓷砖，不用做防水，不用埋管线，两个工人最短四个小时就能安装完成一套，大大节约人工成本。

图表 5：传统卫浴与整体卫浴装修对比

	传统卫浴	整体卫浴
工期	8-9 天	1 天
工数	6	2
工种	水工、电工、木工、瓦匠、安装工人	安装工人
施工方式	湿法施工	干法施工

资料来源：甘昊厅《整体卫浴在装配式保障性住房中的应用研究》，华创证券

图表 6：整体卫浴生产流程



资料来源：苏州科逸，刘霜雁等《住宅产业化背景下整体卫浴发展现状及存在问题》，华创证券

3、受工厂化生产限制，对空间结构有标准化要求

整体卫浴原则上适用于所有需要卫浴空间的场所，住宅、酒店、学校、医院、飞机、船舶，都能够安装整体卫浴产品，实现场所的卫浴功能需求。但是，由于其工厂化生产的特征，整体卫浴对应用场所也有一定要求，需要有标准化的空间结构。在我国，整体卫浴最初在快捷酒店行业使用，之后广泛配置在高铁、飞机等特殊场所，星级酒店、商品房等也有部分应用，目前在精装地产、长租公寓等领域应用也在逐步加强。

二、受益住宅产业化推进，我国整体卫浴市场空间广阔

我国整体卫浴市场大体可划分为公装和家装两个方面。公装方面，长租公寓、保障房、快捷酒店的发展带动了整体卫浴的需求，主要合作对象是开发商和装修商，包括汉庭、锦江之星等酒店，万科、绿地、万达等房地产公司以及齐家网、土巴兔等家装公司。家装方面的需求量依赖住宅产业化的推进，另外随着卫浴行业互联网化改造的深化，客户个性化需求的释放，整体卫浴产品在个性化设计、快速施工、售后保障等方面的优势有望不断提升产品竞争力，加快在家装市场的普及。

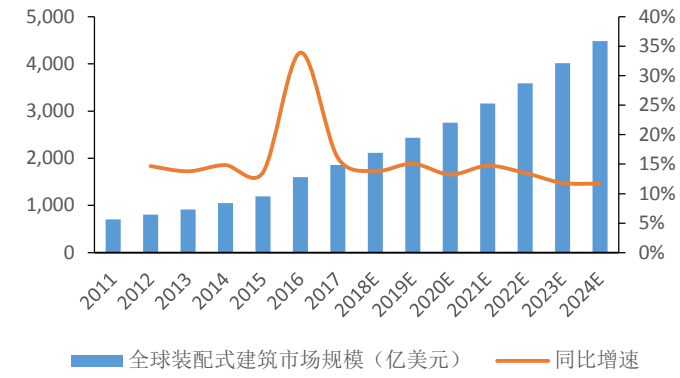
（一）装配式建筑快速兴起，整体卫浴行业直接受益

随着住宅产业化的推进和消费者认识不断深入，整体卫浴市场空间迅速扩大。《中国整体卫浴行业分析报告》显示，2016 年，中国整体卫浴渗透率为 0.15%。整体卫浴在中国公装市场已初具规模，而家装市场尚未普及。这种情况一方面是因为中国住宅千户千面，卫浴规格千差万别，整体卫浴的生产要求规格标准，厂家难以进行投资。另一方面，整体卫浴对于一般家庭来说仍然是新鲜事物，消费者对整体卫浴还没有认识，大规模需求也未形成。整体卫浴市场的扩大依仗住宅产业化，随着各地装配式建筑的兴建，整体卫浴的产品特性必然赋予其很高的渗透率。

1、全球装配式建筑行业快速发展

现有工艺条件下，整体卫浴应用依赖住宅产业化程度，而住宅产业化的典型为装配式建筑。装配式建筑是由预制部品部件在工地装配而成的建筑。装配式建筑的应用为现代工业技术的发展提供了安全、高效、定制化的建筑体系，受到各国的青睐。据前瞻产业研究院分析数据，全球装配式建筑规模快速增长，由 2011 年的 702 亿美元增长至 2017 年的 1857 亿美元，年均复合增速 17.6%。装配式建筑在标准化方面为整体浴室行业发展奠定基础。

图表 7：全球装配式建筑市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院《中国装配式建筑行业市场前瞻与投资规划深度分析报告》，华创证券

图表 8：装配式建筑施工现场示例

资料来源：中国水泥网

2、政策导向，中国装配式建筑高速发展

政府不断出台政策，大力支持装配式建筑发展。目前由于装配式建筑要求的产业链条和市场规模在我国尚未成熟，我国装配式建筑占比较低。近年来，住宅产业化和装配式建筑得到了各级政府的高度重视，不断出台相关政策，完善相关标准，推进我国建筑业向现代工业化建造方式的转型。2016 年，国务院办公厅出台的《关于大力发展装配式建筑的指导意见》中提出：以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。2017 年，住房城乡建设部在《“十三五”装配式建筑行动方案》确定目标：到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上。各地也发布政策鼓励装配式建筑的发展，比如财政奖励、税收优惠等。

图表 9：有关发展装配式建筑的国家政策

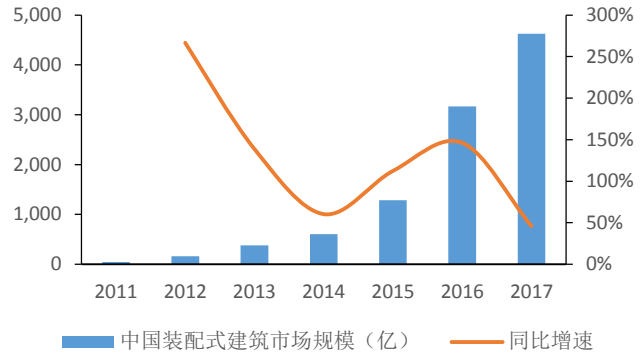
时间	政策及主要内容
2014 年 5 月	国务院印发《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》明确提出“以住宅为重点、以建筑工业化为核心推进建筑产业现代化。”
2014 年 7 月	住房和城乡建设部出台《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》，明确提出“转变建筑业发展方式，推动建筑产业现代化”的发展目标。
2016 年 2 月	发改委和住建部联合颁发《城市适应气候变化行动方案》，要求加快装配式建筑产业化。推广钢结构、预制装配式混凝土结构及混合结构。
2016 年 9 月	国务院办公厅印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，划定重点推进地区，力争用十年的时间让装配式建筑面积达到新建筑 30%。
2017 年 3 月	住房和城乡建设部印发《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》，《建筑业发展“十三五”规划》等相关政策，其中《行动方案》明确提出：到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上。

资料来源：华创证券整理

与此同时，住建部等相关部门也在不断完善行业标准，规范行业健康有序发展。在一系列的政策导向与标准规范下，我国装配式建筑高速发展。市场规模由 2011 年的 43.2 亿，快速增长至 2017 年的 4623 亿，年均复合增速高达 117.9%。

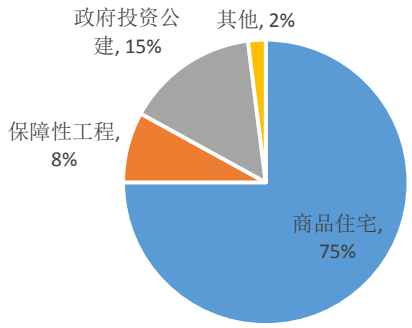
从需求结构上看，目前我国装配式建筑行业需求主要来自商品住宅，占比约为 75%。

图表 10：中国装配式建筑市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院《中国装配式建筑行业市场前瞻与投资规划深度分析报告》，华创证券

图表 11：中国装配式建筑行业需求结构占比



资料来源：前瞻产业研究院《中国装配式建筑行业市场前瞻与投资规划深度分析报告》，华创证券

图表 12：住房城乡建设部发布的装配式建筑及整体卫浴相关技术标准

实施时间	标准名称
2017 年 6 月 1 日	《装配式混凝土建筑技术标准》
2017 年 6 月 1 日	《装配式钢结构建筑技术标准》
2017 年 6 月 1 日	《装配式木结构建筑技术标准》
2017 年 10 月 1 日	《装配式劲性柱混合梁框架结构技术规程》
2018 年 2 月 1 日	《装配式建筑评价标准》
2018 年 11 月 1 日	《厨卫装配式墙板技术要求》
2019 年 5 月 1 日	《装配式整体卫生间应用技术标准》

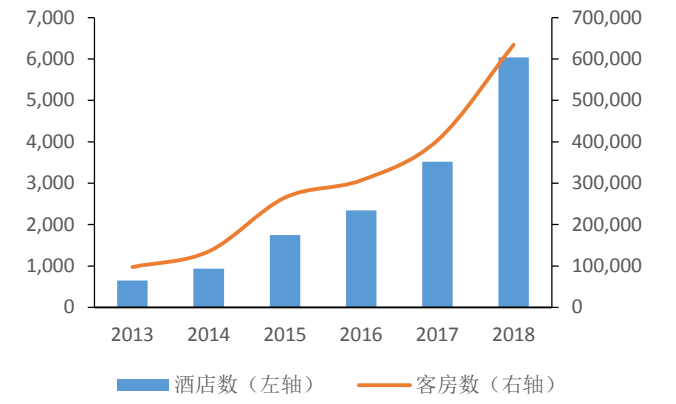
资料来源：苏州科逸官网，华创证券

（二）酒店业与长租公寓持续产生整体卫浴需求

1、大众旅游时代，酒店行业扩张

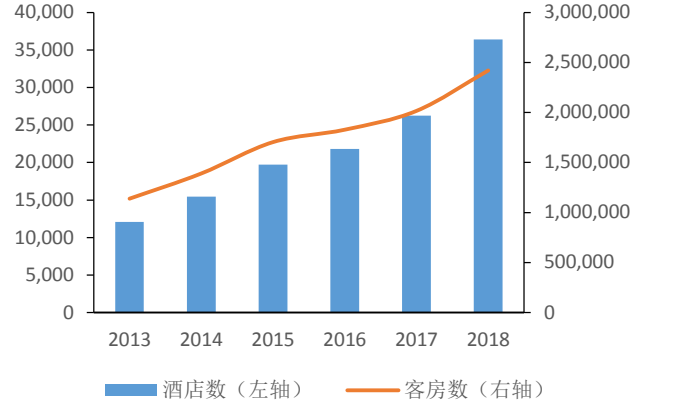
我国酒店行业尤其是中端及经济型连锁酒店是整体卫浴的主要应用场所之一。酒店客房房型标准化程度较高，注重空间集约，与整体卫浴的生产模式、产品特征相适应。文化和旅游部发布数据显示，2018 年全年，国内旅游人数 55.39 亿人次，入出境旅游总人数 2.91 亿人次，全年实现旅游总收入 5.97 万亿元。伴随着市场整体消费升级，中国迈入大众旅游时代，为酒店行业发展提供了充足的客源。中国饭店协会与盈蝶咨询发布的《2019 中国酒店连锁发展与投资报告》数据显示，截止 2019 年 1 月 1 日，我国中端酒店营业数 6036 家，客房数 63.42 万间，客房数同比增长 57.24%；经济型酒店营业数达到 36383 家，客房数 242 万间，客房数同比增长 20.04%。经济型酒店在一二线城市市场接近饱和，在广大的三四线城市竞争格局才刚刚展开，预期仍有较大成长空间。我们认为，中端及经济型酒店的发展将带来可观规模的整体浴室需求。

图表 13：2013-2018 中端连锁酒店规模增长



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会《2019 中国酒店连锁发展与投资报告》，华创证券

图表 14：2013-2018 经济型快捷酒店规模增长



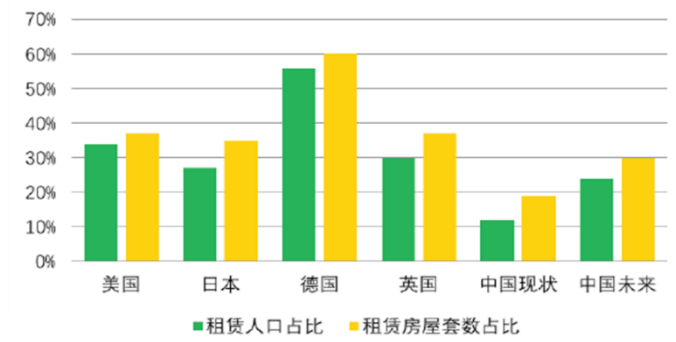
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会《2019 中国酒店连锁发展与投资报告》，华创证券

2、人口加速流动，长租公寓兴起

近年兴起的长租公寓为整体卫浴市场提供新的需求空间。长租公寓是带有品牌管理的租赁型公寓，新兴于近年房地产市场。一般由资本方租下物业，装修配备之后以公寓品牌对外出租。按照房屋分布可划分为“集中式”和“分布式”两类，前者是资本方拿下整栋楼进行统一装修配备和服务的模式，后者需要分散拿下个人房东的房源，对房间进行装修配备后，以公寓品牌对外出租。从开发商角度看，对大量房屋进行统一装修需要严格把控施工质量和工作效率；租房者角度在选择房屋时，对设备实用性和耐用性的考虑也是排在靠前位置的。整体卫浴施工与使用两方面的特征恰好契合开发商和租房者的考量，是长租公寓卫浴装修的首要选择。

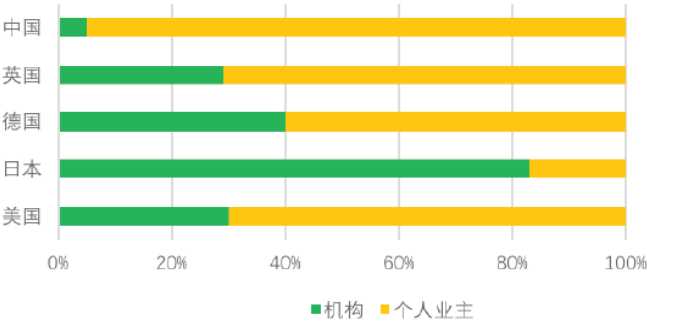
链家研究院数据显示，我国拥有 13.7 亿人口，其中租赁人口约为 1.68 亿，2016 年我国租金总成交额约为 1.2 万亿。经链家研究院测算，2020 年和 2025 年，我国房产租赁市场规模将分别达到 1.6 万亿元和 2.9 万亿元，2030 年预计会超过 4 万亿元。从国际经验看，发达国家的租赁人口占比在 30% 左右，而目前我国租赁人口占比仅为 12%，在未来，我国租赁人口的增长有较大空间。从租赁房屋套数占比数据看，美国、日本、德国等发达国家的占比均超 35%，我国目前仅为 19%，租赁房屋套数的增长会是未来趋势之一。此外，国际 B2C 房源市场占有率平均在 30%以上，日本高达 83%，而我国目前不到 5%，机构化运营发展空间巨大，我国长租公寓发展前景广阔。

图表 15：租赁人口占比与租赁房屋套数占比国际比较



资料来源：链家研究院《2017-2018 集中式长租公寓白皮书》，华创证券

图表 16：B2C 房源市场占比的国际比较



资料来源：链家研究院《2017-2018 集中式长租公寓白皮书》，华创证券

（三）百亿市场空间，家装市场有望成为整体卫浴重要需求来源

我们根据公装市场和家装市场分别测算整体卫浴的未来市场空间。公装领域我们主要考虑经济快捷酒店和中端酒店行业对整体卫浴的需求，我们以中国饭店协会与盈蝶咨询发布的《2019 中国酒店连锁发展与投资报告》数据为基础进行测算。

假设：

（1） 经济型快捷酒店：2019-2021 年经济快捷酒店客房增速 15%，2022-2025 年增速 10%，假定新增客房整体卫浴渗透率以 50%为起点逐年增长 5%，价格为 8000 元/套。

（2） 中端酒店：2019-2021 年中端酒店客房增速 30%，2022-2025 年增速 20%，假定新增客房整体卫浴渗透率以 10%起逐年增长 5%，价格为 10000 元/套。

经测算， 2025 年我国经济快捷酒店和中端酒店整体卫浴市场规模分别约为 33.31 亿和 21.67 亿，合计将有 54.98 亿市场规模。

图表 17：整体卫浴公装市场（经济快捷酒店与中端酒店）空间测算

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
经济快捷酒店客房间数	2,419,997	2,782,997	3,200,446	3,680,513	4,048,564	4,453,421	4,898,763	5,388,639
经济快捷酒店客房增速		15%	15%	15%	10%	10%	10%	10%
新增经济快捷酒店客房间数	404,056	363,000	417,449	480,067	368,051	404,856	445,342	489,876
整体卫浴渗透率 1	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%	85%
整体卫浴单价 1（元）	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
市场规模 — 快捷酒店（亿元）	16.16	15.97	20.04	24.96	20.61	24.29	28.50	33.31
中端酒店客房间数	634,189	824,446	1,071,779	1,393,313	1,671,976	2,006,371	2,407,645	2,889,174
中端酒店客房增速		30%	30%	30%	20%	20%	20%	20%
新增中端酒店客房间数	230,852	190,257	247,334	321,534	278,663	334,395	401,274	481,529
整体卫浴渗透率 2	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
整体卫浴单价 2（元）	10000	10000	10000	10000	10000	10000	10000	10000
市场规模 — 中端酒店（亿元）	2.31	2.85	4.95	8.04	8.36	11.70	16.05	21.67
整体卫浴市场规模（亿元）	18.47	18.83	24.98	33.00	28.97	36.00	44.55	54.98

资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，华创证券

家装领域我们主要测算装配式住宅所带来的整体卫浴需求市场规模。2016 年装配式建筑面积占新开工建筑比例为 4.9%，假定至 2025 年匀速增加到 30%，住宅新开工面积以每年 5%的增速增长，住宅面积为 100 平方米/套。另假定整体卫浴在装配式建筑中的渗透率以 5%的速率增加，至 2025 年增加到 100%，价格为 10000 元/套。经测算，到 2025 年，整体卫浴在家装领域将有 647 亿的市场规模。随着住宅产业化推进，家装市场的未来市场空间大，将有望成为整体卫浴主要的需求来源。

图表 18：整体卫浴家装市场空间测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
住宅新开工面积（亿平方米）	15.34	16.10	16.91	17.75	18.64	19.57	20.55	21.58
住宅新开工面积增速		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
平均每套住宅面积（平方米）	100	100	100	100	100	100	100	100
新开工房屋套数(亿套)	0.15	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20	0.21	0.22
装配式建筑比例	4.90%	8.50%	12.10%	15.70%	19.30%	22.90%	26.50%	30%
整体卫浴/装配式建筑	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%
整体卫浴单价（元）	10000	10000	10000	10000	10000	10000	10000	10000
整体卫浴市场规模（亿元）	48.84	95.81	153.43	222.97	305.79	403.38	517.37	647.35

资料来源：国家统计局，华创证券

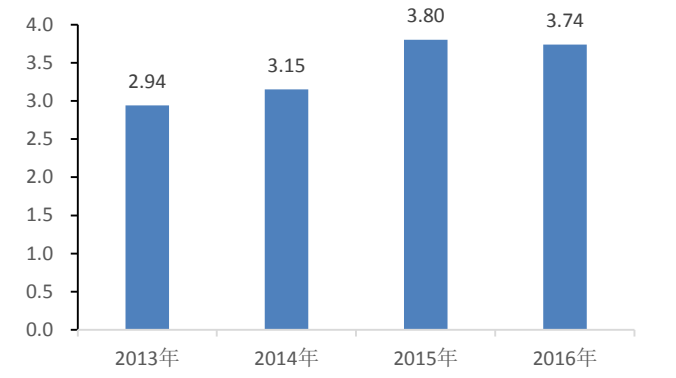
三、行业竞争格局分散，整体卫浴公司整装待发

目前我国整体卫浴行业格局分散，其中公寓、酒店、地产等项目中主要竞争品牌有禧屋、海鸥有巢氏、远铃、科逸、鸿力、一天、海尔等；保障房、回迁房项目中主要品牌有和能人居、科逸等。上市公司方面，新三板的科逸股份已于 2017 年退市，A 股海鸥住工 2016 年起陆续收购苏州有巢氏股权，至 2018 年 1 月，完成 100%控股；惠达卫浴于 2018 年成立惠达住工，切入整体浴室领域，一期产线于 2019 年投产。

（一）苏州科逸：我国整体卫浴领先企业之一

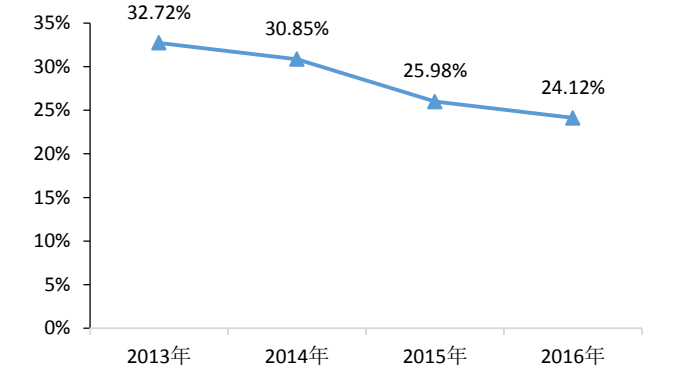
苏州科逸是整装卫浴行业的领军企业，公司自 2006 年成立以来，一直致力于推动中国住宅产业现代化的发展，并在 2012 年成为住建部“国家住宅产业化基地”。科逸以整体浴室、整体厨房为起点，研发和生产优质的住宅内装部品，向用户提供住宅工业化内装整体解决方案。公司于 2015 年登陆新三板，后因经营和发展战略调整需要 2017 年退市。

图表 19：科逸股份整体卫浴收入规模（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 20：科逸股份整体卫浴毛利率水平



资料来源：Wind，华创证券

图表 21：苏州科逸产业布局

产业园	投产时间	职能
苏州园区产业基地	2008 年 6 月	工厂面积 100 亩，拥有旅逸款整体浴室生产线，年产可达 10 万套。
苏州相城生产基地	2012 年 5 月	该厂专为日本五大整体浴室生产商之一的 HOUSETEC 加工制造整体浴室。
芜湖生产基地	2012 年底	总规划面积 960 亩，年设计整体浴室产能 30 万套。
广水产业园	预计 2019 年中	将投入 630τ-2000τ全系压机，智能智造 SMC 整体浴室，并设有独立物流装卸运输平台以及其他生产、加工配套设备。
河北产业园	预计 2019 年中	拥有先进的 SMC 模压机生产线、智能制造生产线，年生产能力装配式整体卫浴 15 万套、装配式整体厨房 5 万套、其它装配式内装部品 5 万套。
龙川产业园	2018 年	集“装修设计”、“工法研究”、“技术创新”、“工程施工”于一体，提供内装整体解决方案，研发生产内装部品。
重庆产业园	2018 年	以整体浴室、集成厨房、全屋定制为核心生产力与完善的装配式建筑内装部品生产链，完全建成后产能达 10 万套。

资料来源：苏州科逸官网，华创证券

（二）海鸥住工：布局完整，高起点入驻整体卫浴

公司主要从事高档水龙头零组件、排水器、温控阀、地暖系统、浴缸、淋浴房、陶瓷洁具等定制整装卫浴空间内的部品部件的研发、生产。公司在第一主业“卫浴”领域，大力提升自主设计、配套服务、整体卫浴等高增值的全面制造服务能力，提高全面竞争优势；在第二主业“节能”领域，分别进入智能家居和工业节能领域。

图表 22：有巢氏整体卫浴产品示例

资料来源：有巢氏官网，华创证券

资金充足，布局广泛。公司于 2018 年完成收购苏州有巢氏股权的布局。公司定制整装卫浴拥有苏州和青岛两大生产制造基地，主要为高端 SMC、彩钢板整体卫浴和瓷砖复合整体卫浴产品的研发、制造，整体卫浴间产品年设计产能超过 20 万套，并已在北京、上海、济南、郑州、杭州、合肥、西安、大连、广州、重庆、武汉、长春、太原等重点城市区域建立了营销中心，在住宅、公寓、连锁酒店、医疗等行业得到广泛应用。公司 2018 年报首次披露整体卫浴营业收入 6779 万，占全部营业收入 3.05%，营业成本 5254 万，占全部营业成本 2.94%，毛利率为 22.50%，高于公司整体毛利率水平。

技术成熟，品类齐全。苏州有巢氏设计研发制造基地引进日本长府浴槽电铸型成型机、日本 MOTOMAN 喷涂/打印机器人、大型 SMC 模压成型机等先进生产设备，引进和积累了大量的先进技术及工艺。依托专业设计团队创新研发整合海鸥卫浴、贝朗卫浴两大部品供应资源，专业生产定制化整体装配式卫浴。拥有先进、全面的实验室，每一个产品都经过反复测试，质量优异。内部配件使用贝朗卫浴产品，各种档次皆有，满足多样化的需求。

图表 23：海鸥住工整体卫浴相关项目进展

承诺投资项目和超募资金投向	投资总额（万元）	截至 2018 期末进度	项目达到预定可使用状态日期
收购苏州有巢氏 90%股权	5,400	100.00%	2018 年 02 月 07 日
苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目	14,835	39.57%	2020 年 12 月 31 日
浙江年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	16,709.9	7.09%	2020 年 07 月 31 日
收购整体卫浴生产设备项目	1,500	100.00%	2018 年 09 月 03 日

资料来源：海鸥住工年报，华创证券

（三）惠达卫浴：厚积薄发，向整体卫浴正式进军

公司是一家以满足消费者对高品质卫浴家居产品的需求为目标，通过产品的设计、研发、生产和销售，为消费者提供一站式卫浴产品综合解决方案的企业。公司目前拥有“惠达”、“杜菲尼”两大自有核心品牌。公司通过强大的设计研发、丰富的产品组合、敏捷的供应链管理、全面的营销网络布局以及精准的品牌定位等，在国内外卫浴行业中树立了良好的品牌形象。

2017 年 11 月 14 日，国家住建部发布《住房城乡建设部办公厅关于认定第一批装配式建筑示范城市和产业基地的函》，认定惠达卫浴为第一批装配式建筑产业基地的企业之一，住建部对于公司的建筑信息模型（BIM）应用能力、自主研发能力、程建设能力和规范管理能力等给予认可。多年来惠达针对装配式卫浴行业技术积累深厚，通过整合各方资源，形成统一的利益主体和技术的集成，以整体卫浴促进预制装配式建筑产业的发展。

2018 年 5 月 25 日，公司公告对外投资暨关联交易的公告，惠达卫浴、上市公司实际控制人、高管以及整体卫浴行业内专家共同出资 4000 万元成立惠达住宅工业设备（唐山）有限公司。此次成立合资公司，公司高管集体参与，惠达卫浴发力整装卫浴行业并寄予厚望，绑定公司全体高管利益。同时，合资公司中有两名原苏州科逸的高管，公司引进专业人才积极开拓整装卫浴市场前景逐渐清晰。

图表 24：上市公司、实际控制人、高管及苏州科逸前高管共同出资成立惠达住工

惠达住工股东		惠达住工股东身份	股权比例
上市公司及实际控制人	惠达卫浴	上市公司	41%
	王惠文	惠达卫浴实际控制人之一	10%
	王彦庆	惠达卫浴实际控制人之一	11%
	王彦伟	惠达卫浴实际控制人之一	6.5%
	董化忠	惠达卫浴实际控制人之一	2.75%
上市公司高管	殷慷	惠达卫浴主管营销副总经理	3.5%
	杨春	惠达卫浴副总经理，唐山艾尔斯经理	2%
	张春玉	惠达卫浴董事会秘书	1.5%
	王佳	惠达卫浴财务总监	1%
	杜国锋	惠达卫浴副总经理	1%
	张剑文	惠达卫浴副总经理	1%
	薛勇	惠达卫浴副总经理	1%
	宋子春	惠达卫浴副总经理	1%

	吴萍萍	惠达卫浴副总经理	1%
	邢锦荣	惠达卫浴副总经理	1%
整体卫浴行业专家	黄旭升	原苏州科逸副总经理	3%
	黄克敏	原苏州科逸技术骨干，原来泰州科逸总经理	3%
	其他非关联方		8.75%

资料来源：惠达卫浴公告，惠达卫浴年报，苏州科逸公告，华创证券

惠达住工的主营业务包括整体卫浴设备在内的住宅工业化产品的研发、设计、生产、销售及安装服务，初期主要产品计划为整体卫浴产品，整体卫浴产品的推广具有良好的市场前景和社会效益。惠达住工的整体卫浴产品，则采用工业化的生产方式，在现场去除了湿作业转而直接组装部件最快 4 个小时即可完工，相对于传统施工 14-16 天左右的工期明显缩短，产品甲醛排放量低，整体节能减排达到 60%左右，即符合社会需求与国家倡导的环保理念，又具有良好的市场前景。公司计划分期投资 10 亿元，完成年产 50 万套整体卫浴产品的产能建设，其中首期唐山基地计划投资 3 亿元，建成后将形成年产 15 万套整体卫浴产品的产能，一期产线已于 2019 年 5 月投产。

图表 25：惠达卫浴整体卫浴产品示例

资料来源：惠达卫浴年报，华创证券

四、风险提示

住宅产业化推进不及预期，技术革新不及预期，原材料价格大幅波动风险。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 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	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@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：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500