

海鸥住工 (002084) 2019 年报点评

整装卫浴驱动业绩持续走高，盈利能力大幅提升

强推 (维持)

目标价: 6 元

当前价: 5.38 元

事项:

- ❖ 公司发布 2019 年度报告。2019 年公司实现营业收入 25.69 亿元，同比增长 15.50%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 211.90%。实现扣非后归母净利润 1.11 亿元，同比增长 111.22%。2019Q4 实现营业收入 7.36 亿元，同比增长 13.45%；实现归母净利润 0.22 亿元，同比增长 212.03%。公司预计 2020 年一季度归属于上市公司股东的净利润金额变动空间在-3000 万元至-1000 万元。

评论:

- ❖ **整装卫浴强力拉动营收增长，并表雅科波罗，战略布局初见成效。**并表雅科波罗的定制橱柜贡献 1.37 亿元营收，占比 5.33%。剔除雅科波罗后 2019 年营收录得 24.29 亿元，归母净利润 1.30 亿元，同比增加 9.18% 和 208.5%。整装卫浴收入 1.83 亿元，占比 7.13%，同比增长 170.22%，公司现已拥有苏州、青岛、珠海、嘉兴、佛山五大整装卫浴制造基地。积极开拓国内内装工业化部品部件及服务市场，大力发展定制整装卫浴、橱柜、智能家居等自有品牌的内销业务。报告期内公司完成收购并直接持有雅科波罗 67.27% 股权，借助其在定制家居尤其是定制橱柜方面一站式服务平台，将卫浴的部品部件延伸至厨房空间；拟收购冠军建材子公司 60% 股权，通过产业链整合，拓展至瓷砖的生产经营；2020 年 1 月公告，拟收购科筑集成 100% 股权，加快进入住宅整装卫浴领域。
- ❖ **毛利率净利率同比大幅提升，期间费用随业务扩张有所增加。**2019 年毛利率水平 24.34%，同比+4.64pct，主要因浴缸陶瓷类产品毛利率由 2018 年 0.47% 提升至 2019 年 11.71% 以及整装卫浴业务由 22.50% 提升至 35.00%，及新收购的定制橱柜业务毛利率较高所致。2019 年公司销售费用率 5.69%，同比+2.41pct，主要系苏州海鸥有巢氏业绩增长、收购雅科波罗引起的销售费用增加；管理费用率 10.83%，同比-1.21pct。2019 年净利率水平 5.25%，同比+3.37pct。
- ❖ **整装卫浴工程渠道高速发展，零售渠道开店计渐次展开。**工程端：2019 年工程渠道整装卫浴业务快速发展，孙公司海鸥福润达中标万科、龙湖地产整装卫浴集采资格并完成批量出货，苏州海鸥有巢氏参与雅世合金公寓、泽信公馆、利锦府百年宅项目后，完成鲁能集团领秀城 P2 公园世家项目的交付；零售端：公司目前在苏州有巢氏位于吴中区展厅的基础上，发展成工厂店面对 C 端客户；在苏州城区，建立 2B 和 2C 的定制整装卫浴店面，未来苏州海鸥有巢氏计划建设 38 家直营店，发展 200 家经销商代理经营；四维卫浴品牌已覆盖全国约 27 个省市，终端门店大约 320 家。
- ❖ **发掘国内整装蓝海，升级拓宽产品服务，维持“强推”评级。**公司在产品与服务升级上，收购多个国内品牌，扩品类发力橱柜、智能家居等业务，建新厂、扩产能，扩大内销占比。我们调整公司盈利预测 2020-2021 年归母净利润 1.31、1.69 亿元至 2020-2022 年 1.58、1.99、2.42 亿元，对应当前市值 PE 分别为 18、14、12 倍，考虑到公司整装卫浴业务快速发展，维持 6 元/股目标价（20 年 21 倍 PE）及“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**新业务开拓不及预期，汇率波动，重大客户依赖风险。

主要财务指标

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万) | 2,569 | 2,831 | 3,297 | 3,922 |
| 同比增速(%) | 15.5% | 10.2% | 16.5% | 19.0% |
| 归母净利润(百万) | 131 | 158 | 199 | 242 |
| 同比增速(%) | 212.0% | 20.2% | 26.2% | 22.1% |
| 每股盈利(元) | 0.26 | 0.31 | 0.39 | 0.48 |
| 市盈率(倍) | 20 | 18 | 14 | 12 |
| 市净率(倍) | 2 | 2 | 1 | 1 |

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

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

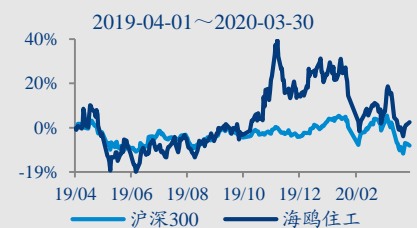
电话: 010-63215669

邮箱: gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本(万股) | 50,639 |
| 已上市流通股(万股) | 49,061 |
| 总市值(亿元) | 27.24 |
| 流通市值(亿元) | 26.39 |
| 资产负债率(%) | 43.2 |
| 每股净资产(元) | 3.2 |
| 12 个月内最高/最低价 | 7.47/4.12 |

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《海鸥住工 (002084) 深度研究报告: 立足卫浴全产业链, 放眼整装卫浴新蓝海》

2019-06-22

附录：财务预测表
资产负债表

| 单位：百万元 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 565 | 1,045 | 1,597 | 2,093 |
| 应收票据 | 115 | 11 | 13 | 15 |
| 应收账款 | 592 | 657 | 765 | 910 |
| 预付账款 | 39 | 25 | 28 | 33 |
| 存货 | 585 | 475 | 546 | 645 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 100 | 131 | 154 | 184 |
| 流动资产合计 | 1,996 | 2,344 | 3,103 | 3,880 |
| 其他长期投资 | 0 | 59 | 59 | 59 |
| 长期股权投资 | 78 | 96 | 96 | 96 |
| 固定资产 | 566 | 598 | 625 | 629 |
| 在建工程 | 76 | 86 | 96 | 126 |
| 无形资产 | 146 | 131 | 118 | 106 |
| 其他非流动资产 | 160 | 108 | 98 | 90 |
| 非流动资产合计 | 1,026 | 1,078 | 1,092 | 1,106 |
| 资产合计 | 3,022 | 3,422 | 4,195 | 4,986 |
| 短期借款 | 355 | 606 | 1,016 | 1,376 |
| 应付票据 | 15 | 33 | 38 | 45 |
| 应付账款 | 457 | 318 | 366 | 432 |
| 预收款项 | 18 | 10 | 12 | 14 |
| 合同负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应付款 | 72 | 49 | 49 | 49 |
| 一年内到期的非流动负债 | 29 | 130 | 130 | 130 |
| 其他流动负债 | 49 | 66 | 173 | 286 |
| 流动负债合计 | 995 | 1,212 | 1,784 | 2,332 |
| 长期借款 | 280 | 282 | 284 | 286 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 31 | 28 | 28 | 28 |
| 非流动负债合计 | 311 | 310 | 312 | 314 |
| 负债合计 | 1,306 | 1,522 | 2,096 | 2,646 |
| 归属母公司所有者权益 | 1,609 | 1,794 | 1,993 | 2,235 |
| 少数股东权益 | 107 | 106 | 106 | 105 |
| 所有者权益合计 | 1,716 | 1,900 | 2,099 | 2,340 |
| 负债和股东权益 | 3,022 | 3,422 | 4,195 | 4,986 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 124 | 289 | 179 | 186 |
| 现金收益 | 267 | 287 | 339 | 398 |
| 存货影响 | -194 | 110 | -71 | -99 |
| 经营性应收影响 | -188 | 68 | -98 | -137 |
| 经营性应付影响 | 215 | -151 | 55 | 75 |
| 其他影响 | 24 | -26 | -44 | -52 |
| 投资活动现金流 | 25 | -158 | -110 | -110 |
| 资本支出 | -161 | -123 | -120 | -118 |
| 股权投资 | 18 | -18 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 168 | -17 | 10 | 8 |
| 融资活动现金流 | -325 | 349 | 483 | 420 |
| 借款增加 | -118 | 354 | 412 | 362 |
| 股利及利息支付 | -30 | -38 | -49 | -65 |
| 股东融资 | 35 | 21 | 21 | 21 |
| 其他影响 | -212 | 12 | 99 | 102 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

| 单位：百万元 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2,569 | 2,831 | 3,297 | 3,922 |
| 营业成本 | 1,944 | 2,173 | 2,500 | 2,953 |
| 税金及附加 | 22 | 24 | 28 | 33 |
| 销售费用 | 146 | 85 | 106 | 126 |
| 管理费用 | 176 | 226 | 264 | 318 |
| 研发费用 | 102 | 119 | 138 | 165 |
| 财务费用 | 37 | 35 | 45 | 61 |
| 信用减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -5 | -15 | -15 | -15 |
| 公允价值变动收益 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 投资收益 | 3 | 6 | 6 | 6 |
| 其他收益 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 营业利润 | 153 | 174 | 221 | 272 |
| 营业外收入 | 5 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 7 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 151 | 182 | 229 | 280 |
| 所得税 | 16 | 25 | 31 | 39 |
| 净利润 | 135 | 157 | 198 | 241 |
| 少数股东损益 | 4 | -1 | -1 | -1 |
| 归属母公司净利润 | 131 | 158 | 199 | 242 |
| NOPLAT | 168 | 187 | 237 | 294 |
| EPS(摊薄)(元) | 0.26 | 0.31 | 0.39 | 0.48 |

主要财务比率

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 15.5% | 10.2% | 16.5% | 19.0% |
| EBIT 增长率 | 139.6% | 14.9% | 26.9% | 24.4% |
| 归母净利润增长率 | 212.0% | 20.2% | 26.2% | 22.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 24.3% | 23.2% | 24.2% | 24.7% |
| 净利率 | 5.2% | 5.5% | 6.0% | 6.2% |
| ROE | 7.6% | 8.3% | 9.5% | 10.4% |
| ROIC | 8.1% | 7.3% | 7.5% | 7.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 43.2% | 44.5% | 50.0% | 53.1% |
| 债务权益比 | 40.5% | 55.0% | 69.5% | 77.8% |
| 流动比率 | 200.6% | 193.4% | 173.9% | 166.4% |
| 速动比率 | 141.8% | 154.2% | 143.3% | 138.7% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转天数 | 78 | 79 | 78 | 77 |
| 应付账款周转天数 | 67 | 64 | 49 | 49 |
| 存货周转天数 | 90 | 88 | 73 | 73 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.26 | 0.31 | 0.39 | 0.48 |
| 每股经营现金流 | 0.24 | 0.57 | 0.35 | 0.37 |
| 每股净资产 | 3.18 | 3.54 | 3.94 | 4.41 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 20 | 18 | 14 | 12 |
| P/B | 2 | 2 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | 15 | 13 | 11 | 10 |

轻工纺服组团队介绍

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。

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 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@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 |
| | 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 | 高级销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenyin@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售经理 | 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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500 |