

卫浴+橱柜+瓷砖， 扩品类与提品牌并驱新成长

1、卫浴龙头战略转型效果初显，整装卫浴快速放量，内销收入占比持续提升

海鸥住工成立于 1998 年，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、木作、智能家居等定制整装卫浴空间内的部品部件的研发、生产。公司于 2006 年在深交所上市，2018 年更名为“海鸥住工”。在国家装配式建筑产业政策下，公司致力于内装工业化定制整装卫浴全产业链的布局，2016 年之后陆续投资四维卫浴、苏州有巢氏、青岛福润达、爱迪生智能家居、雅科波罗、冠军瓷砖等多家企业，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。

公司实控人持股集中稳定。公司实际控制人为董事长唐台英以及戎启平，两人通过中余投资、中盛集团直接、间接持有公司 33.97% 的股权。公司两位实控人具有较强综合实力，专注于公司经营管理，自公司上市以来均未进行过股权质押等。齐家网于 2014 年参股海鸥住工，目前与齐泓基金合计持股 11.84%，为公司第二大股东。

公司内销业务业绩高增，整装卫浴快速放量，2019 年盈利能力大幅改善。2019 年公司持续深化转型升级战略，积极开拓国内内装工业化部品部件及服务市场，前期战略布局的定制整装卫浴、橱柜、智能家居等业务成效凸显。2015-2019 年公司收入保持稳健增长，年复合增速为 10.64%；受地产下行、新业务投入加大、汇率波动、原材料价格波动等影响，2018 年公司归母净利润同比下滑 54.38%，伴随浴缸陶瓷类产品毛利率回升以及新业务逐步放量，2019 年归母净利润同比上升 212.03%，2015-2019 年公司归母净利润年复合增速 29.78%。2015-2019 年公司综合毛利率分别为 20.81%、22.37%、21.33%、19.70%、24.34%，销售净利率分别为 2.72%、4.87%、4.68%、1.88%、5.25%，经历 2018 年波动后盈利能力在 2019 年大幅改善。

分业务看，2019 年公司仍以铜合金类产品、锌合金产品、浴缸陶瓷类产品为主，三者收入分别为 14.18、4.18、2.39 亿元，同比分别增长 2.82%、3.97%、11.34%，收入占比分别为 55.18%、16.27%、9.31%。此外，公司整装卫浴强力拉动营收增长，2019 年整装卫浴实现收入 1.83 亿元，同比增长 170.22%，占比 7.13%；2019 年并表雅科波罗的定制橱柜实现收入 1.37 亿元，占比 5.33%。

海鸥住工 (002084)

调高

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港证监会牌照中央编号：BJU617

罗乾生

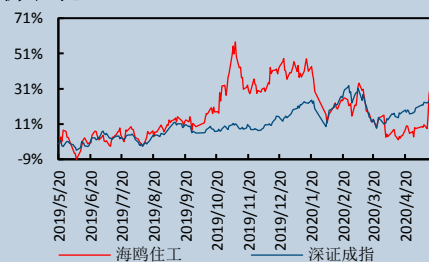
luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

执业证书编号：S1440519060003

发布日期：2020 年 05 月 21 日

股价表现



相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 20.05.12 | 海鸥住工(002084):20Q1 暂时影响, Q2 环比改善, 整装卫浴瓷砖多品类并进 |
| 19.12.30 | 海鸥住工(002084):拟收购冠军建材子公司, 整装卫浴发展可期 |

分区域看，公司从外销代工逐步发展内销业务，内销收入占比持续提升。2015-2019 年公司内销收入从 2.49 亿元增长至 9.64 亿元，占比从 14.51% 增长至 37.50%，年复合增速 40.28%；外销收入从 14.04 亿元增长至 16.06%，占比从 81.85% 下降至 62.50%，年复合增速为 3.42%。

2、持续开展定制整装卫浴产业链整合，内装工业化布局成效显著

公司自 2015 年转型战略升级进军定制整装卫浴事业，在深耕整装卫浴部品部件的制造服务能力的同时，不断拓展整装卫浴产业链范围，完善内装工业化布局。

定制整装卫浴方面，公司拥有有巢氏和福润达两大品牌，其中 2018 年 1 月公司完成有巢氏 100% 股权的收购；2018 年 4 月公司设立孙公司青岛福润达。公司于 2017 年募资 4 亿元用于扩充整装卫浴产能和产线，整装卫浴产能达到 20 万套/年，预计浙江 13 万套和苏州 6.5 万套年产能将在 2020 年底投产。同时，作为整装卫浴行业技术领先的内装整体方案提供商之一，公司积极参与相关行业标准制定，参与制定的标准主要包括《百年住宅建筑设计与评价标准》、《装配式内装修技术标准》、《住宅室内装配式装修工程技术标准》、《装配式部品部件认证规范》、《装配式整体卫生间应用技术标准》、《装配式适老化卫生间》、《装配式适老化卫生间应用技术规程》。2019 年公司凭借良好的品牌形象及过硬的产品品质，已覆盖成为龙湖地产、越秀地产、万科地产、旭辉领寓、卓越集团、上坤、华润、绿地香港的战略集采供应商。2020 年 2 月，公司控股孙公司苏州有巢氏收购科筑集成 100% 股权，加快进入住宅整装卫浴领域。

为丰富整装卫浴部品部件种类，公司通过收购雅科波罗、海鸥冠军，将卫浴的部品部件延伸至厨房空间，同时将业务拓展至瓷砖的生产经营，促进公司整装卫浴新业务更快发展。

雅科波罗是集设计、生产、销售、安装和售后服务于一体的橱柜、衣柜等全屋定制家居企业，2019 年 4 月海鸥住工完成收购并直接持有雅科波罗 67.27% 股权。收购后，公司利用雅科波罗在定制家居尤其是定制橱柜方面集设计、生产、销售、安装和售后服务一站式服务平台，将卫浴的部品部件延伸至厨房空间，为公司未来拓展定制整体厨房业务打下基础；目前雅科波罗已成为恒大、碧桂园、越秀、保利、富力、新世界、龙湖地产、广电、新光地产、中山实地、龙光、新明珠、融创等全国知名房地产集团公司精装房橱柜、衣柜、浴柜工程配套的战略合作伙伴。

2020 年 4 月，公司完成对冠军建材子公司海鸥冠军 56.54% 股权的收购。此次合作的老牌瓷砖企业冠军建材，创立于 1972 年 11 月，已于 1992 年在中国台湾上市，并在大陆以江苏昆山为全国营销中心，在山东蓬莱、安徽宿州两地建立专业化绿色瓷砖生产基地。“冠军”品牌为冠军建材自创，凭借良好的信誉及过硬的品质获得市场高度认可，2018 年至今连续两年荣获家居“十大瓷砖品牌”，连续 11 年入选世界实验室“中国 500 最具价值品牌”排行榜。同时冠军建材是众多明星工程的大客户的重要合作伙伴，如：北京奥运鸟巢、水立方、上海浦东国际机场等，已成为万科、绿地、保利、万达等知名地产、酒店、豪宅等高档装修优选品牌。此外，2020 年 5 月公司通过全资孙公司 Sun Talent 收购越南大同奈公司 51.45% 股权。通过产业链整合，公司将拓展瓷砖生产经营业务，促进公司高端瓷砖整装卫浴业务的发展，扩充品类，完善整装服务能力。

2020 年 5 月 18 日，海鸥住工与鸿海旗下工业富联签署战略合作框架协议，双方共同打造 5G+ 工业互联网平台，切入住宅工业领域。通过此次与工业富联签署战略合作框架协议，公司意在透过搭建 5G 为基础的住宅工业协同设计制造工业互联网平台，整合先进管理、工序与信息技术、智能装备等，拓展双方在工业互联网、智能制造领域的产品价值和平台价值，建立全面的长期战略合作关系。

3、政策、市场共同驱动快速发展，整装卫浴行业空间广阔

整装卫浴 UNIT BATHROOM(简称 UB)是指采用一体化防水盘或防水盘组合，与壁板、顶板构成整体空间，

配套各种功能洁具形成的独立卫生单元，在有限空间内实现洗漱、沐浴、梳妆、如厕等多种功能，具有质量可靠，防水抗渗、安装便捷、风格多变等特点。与传统零散安装的卫浴相比，整装卫浴根据用户需求，结合建筑现场或建筑设计方案的要求，进行定制化设计，在工厂进行集中采购、工业化生产，最后运至施工现场进行快速标准化安装即可交付，真正实现卫浴空间安装生产的工业化与标准化。

装配式建筑政策持续推出，精装房大势所趋，利好整装卫浴发展。其中 2017 年 3 月住建部发布的《建筑业发展“十三五”规划》，明确要求到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，其中装配式建筑占比达到 15% 以上、卫浴装配率超过 95%。2017 年 12 月，住建部发布的《装配式建筑评价标准》明确集成卫生间在装配式建筑的评分占比为 6%。2019 年 2 月，住建部公布《住宅项目规范（征求意见稿）》，要求城镇新建住宅建筑应全装修交付，并明确要求卫生间防水耐用 20 年。根据奥维云网数据，2019 年我国精装房渗透率已达到 32%，但与日本、美国、德国等主要发达国家 80% 以上的全装修比例相比，我国精装房仍处于初级发展阶段、未来具有较大发展空间。从精装房开盘规模看，2014-2019 年我国精装房开盘套数从 82 万套增长至 322.8 万套，年均复合增速超过 31.53%，预计 2020 年我国精装房开盘数量将达 360-400 万套、增速为 20%-33%，精装房市场将保持持续增长。

目前我国整体卫浴市场规模仍小，处于高速增长阶段。根据的《中国整体卫浴行业市场前瞻与投资规划分析报告》统计数据，2016 年中国整体卫浴市场规模仅仅 12.15 亿元，2018 年中国整体卫浴市场规模已增长至 47.23 亿元，其中中国整体卫浴住宅市场规模达到 44.65 亿元，预计 2021 年中国整体卫浴市场规模将达 173 亿元，其中住宅市场规模将达 164 亿元。从产量看，2010-2017 年整装卫浴的产量呈现显著的上升趋势，年复合增速超过 25%；2017 年我国整装卫浴产量达到 192.8 万套，同比增长 15%。

海鸥整体装配式卫浴特点鲜明，优势凸显，发展可期。海鸥有巢氏整体装配式卫浴具有封闭排水、防水底盘、干式勾缝、墙板保温等四大特点，具有省钱、省力、省时三大主要优势，一方面专业一站式采购，全程跟踪服务管理，减少维修、维护、折旧三大费用，另一方面施工时间只需 1 天（4 至 8 小时），相对传统施工方法 15 至 20 天明显胜出。

投资建议：

我们预计海鸥住工 2020-2021 年营业收入为 30.11、37.24 亿元，同比增长 17.23%、23.67%；归母净利润为 1.57、2.06 亿元，同比增 20.05%、31.24%，对应最新 PE 分别为 22.8x、17.4x，上调为“买入”评级。

风险提示：

疫情影响超出预期；地产销售持续下行；整装卫浴发展不及预期等。

图表 1：海鸥住工分季度财务数据（亿元）

单季	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业总收入	5.02	5.45	5.29	6.49	5.48	6.45	6.41	7.36	4.54
同比	8.29%	6.42%	-1.80%	16.62%	9.24%	18.24%	21.09%	13.45%	-17.16%
归母净利润	0.22	0.18	-0.05	0.07	0.05	0.50	0.54	0.22	-0.21
同比	33.25%	-21.25%	-122.07%	-73.85%	-78.67%	172.24%	1086.09%	212.71%	-548.28%
扣非归母净利润	0.00	0.15	0.10	0.26	0.00	0.46	0.52	0.13	-0.16
同比	-96.55%	-24.23%	-59.01%	154.65%	-82.59%	202.31%	401.97%	-51.57%	-21320.09%

累计	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1	19H2	19Q1-3	19A	20Q1
营业总收入	5.02	10.47	15.76	22.25	5.48	11.93	18.33	25.69	4.54
同比	8.29%	7.31%	4.07%	7.44%	9.24%	13.93%	16.34%	15.50%	-17.16%
归母净利润	0.22	0.40	0.35	0.42	0.05	0.54	1.08	1.31	-0.21
同比	33.25%	1.36%	-46.09%	-54.38%	-78.67%	35.59%	211.89%	212.03%	-548.28%
扣非归母净利润	0.00	0.16	0.26	0.52	0.00	0.46	0.98	1.11	-0.16
同比	-96.55%	-51.54%	-54.81%	-22.74%	-82.59%	194.66%	277.04%	111.22%	-21320.09%

资料来源: Wind 中信建投

图表 2: 海鸥住工分产品业绩拆分

	2016	2017	2018	2019
铜合金类产品 (亿元)	11.75	13.18	13.79	14.18
同比 (%)	0.59	12.16	4.63	2.83
占比 (%)	65.77	63.65	61.98	55.18
毛利率 (%)	23.13	22.06	20.33	22.74
锌合金产品 (亿元)	3.82	4.03	4.02	4.18
同比 (%)	15.00	5.59	-0.20	3.97
占比 (%)	21.36	19.46	18.07	16.27
毛利率 (%)	22.90	21.40	25.46	26.81
浴缸、陶瓷类 (亿元)	0.71	1.92	2.15	2.39
同比 (%)	98.23	171.48	11.90	11.34
占比 (%)	3.96	9.27	9.66	9.31
毛利率 (%)		10.87	0.47	11.71
整装卫浴 (亿元)			0.68	1.83
同比 (%)				170.22
占比 (%)			3.05	7.13
毛利率 (%)			22.50	35.00
阀门 (亿元)	0.77	0.86	0.78	1.11
同比 (%)	6.71	11.19	-8.41	41.70
占比 (%)	4.31	4.14	3.53	4.33
毛利率 (%)	34.85	33.18	30.64	23.25
增压宝 (亿元)	0.23	0.11	0.06	0.03
同比 (%)	-15.44	-53.34	-39.45	-58.82
占比 (%)	1.26	0.51	0.29	0.10
毛利率 (%)	23.23	18.64		27.38
其他主营业务 (亿元)	0.10	0.15	0.76	0.60
同比 (%)	9.77	56.52	398.74	-20.65
占比 (%)	0.55	0.74	3.43	2.35
毛利率 (%)	19.11	10.99	20.42	36.37

资料来源: Wind 中信建投

图表 3：海鸥住工内外销业绩拆分

	2015	2016	2017	2018	2019
国外	14.04	14.45	15.62	15.47	16.06
同比 (%)	8.68	2.92	8.13	-0.95	3.80
占比 (%)	81.85	80.86	75.44	69.54	62.50
毛利率 (%)	18.64	20.83	19.16	20.38	22.00
中国大陆	2.49	2.92	4.62	6.78	9.64
同比 (%)	-19.85	17.48	58.13	46.57	42.21
占比 (%)	14.51	16.36	22.32	30.46	37.50
毛利率 (%)	29.64	30.73	28.23	18.14	28.25

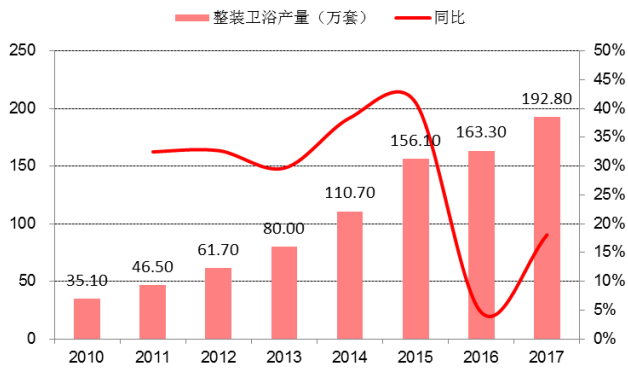
资料来源: Wind 中信建投

图表 4：我国装配式建筑政策梳理

时间	部门	政策名称	相关内容
2016 年 2 月	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	大力推广装配式建筑，减少建筑垃圾和扬尘污染，缩短建造工期，提升工程质量。制定装配式建筑设计、施工和验收规范。完善部品部件标准，实现建筑部品部件工厂化生产。鼓励建筑企业装配式施工，现场装配。建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%
2016 年 9 月	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	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 2 月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	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 3 月	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》	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。
2017 年 12 月	住建部	《装配式建筑评价标准》	主体结构部分评分不低于 20，围护墙和内隔墙部分评分不低于 10；采用全装修；装配率不低于 50%
2018 年 12 月	住建部	《装配式整体卫生间应用技术标准》	评分在装配式建筑中直接占比 6%

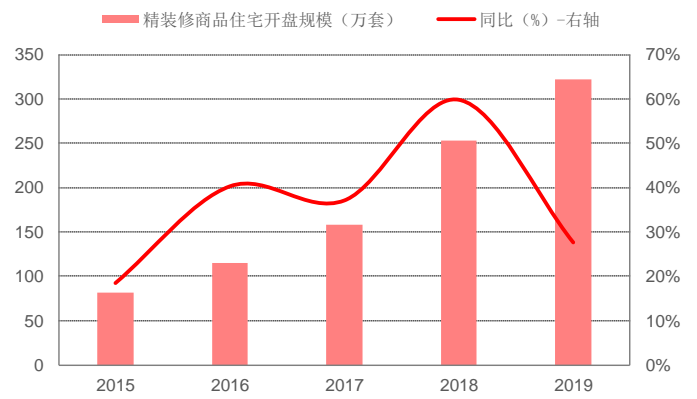
资料来源: Wind 中信建投

图表 5：2016-2021 年我国精装房渗透率情况



资料来源：奥维云网 中信建投

图表 6：2015-2019 年精装房开盘数量及同比增长



资料来源：奥维云网 中信建投

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长，轻工&家电首席，执行总经理，统计学硕士。2015 年，获新财富轻工消费最佳分析师第 5 名；2016 年，获新财富第 4 名，水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年，获新财富第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年，获新财富第 3 名，获水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名；2019 年，获《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，新财富入围。

罗乾生：轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投。2018《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

报告贡献人

翟延杰 010-86451610 zhaiyanjie@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李星星
邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk