

## 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

## 强推 (首次)

目标价: 6元

当前价: 4.66元

- ❖ **卫浴五金制造龙头再出发:** 海鸥成立于1998年, 凭借为世界卫浴品牌龙头提供高端水龙头产品为主的 ODM 制造服务起家; 经过 20 年发展积淀, 已是目前国内行业中少数涵盖“五金陶瓷洁具等产品自主设计生产→卫浴产品品牌→整装卫浴制造→酒店、住宅等终端客户”完整产业链路的卫浴企业, 正逐步升级成为全能型卫浴空间“一站式”方案解决服务商。18 年公司进军整装卫浴领域, 借助多年深耕行业优势, 焕发新的成长活力。
- ❖ **整装卫浴迎来精装地产东风, 百亿行业玩家以产能定胜。** 整装卫浴目前国内市场规模约 200 万套, 年复合增速达 25%。(1) 精解构: 整装卫浴上游跨越陶瓷、板材、金属等多类行业, 要求企业从设计、制造、安装、售后环节需要有较高的资源整合力, 进入壁垒天然较高; (2) 析格局: 我国整装卫浴行业供给端处在“以量取胜”的蓝海初级阶段, 具备超过 10 万套生产规模的企业甚少, 当下卫浴龙头加速整装卫浴产能建设, 抢先占据市场份额; (3) 谈动力: 当下整装卫浴迎来东风主要系 i) 住宅产业化、内装工业化大幅改善整装卫浴输出环境; ii) B 端精装房需求先行, 预计 2021 年行业规模接近 400 万套。
- ❖ **生产优势+客户深绑, 两翼一体铸就卫浴行业龙头供应商。** 海鸥住工的核心优势在于 (1) 生产端: 通过产业链纵深实现 TMS 制造模式, 以高效的产品开发能力、快速量产和交货能力、精确加工和柔性制造能力、和客户共同搭建设计研发平台构建生产优势; (2) 渠道端: 传统卫浴主业作为全球排名前列卫浴巨头亚洲区产品的策略供应商, 是欧美品牌商首选的前三大供应商之一, 公司与核心客户合作年限在 15~20 年, 上下游利益深绑; 此外海鸥积极开拓内销渠道, 整装卫浴打开 B2C 销售新模式。
- ❖ **18 年多重利空释放致低点, 19 年业绩拐点可期。** 2018 年公司 (1) 因贸易战在原材价格上涨背景下与客户提价谈判推迟, 计提资产减值增加; (2) 浴缸陶瓷业务产成品良品率不及预期, 拖累营收及利润, 未来伴随生产工艺的改进、价格谈判调整落实、整装卫浴放量增长, 19 年公司有望迎来业绩拐点, 长期发展趋势不减。
- ❖ **盈利能力回升明显, 整装卫浴蓄势待发, 首次覆盖给予“强推”评级:** 公司与全球顶级卫浴品牌深度绑定保障传统业务稳定发展, 随着整装卫浴新业务的高速增长, 我们预计 2019-2021 年, 海鸥住工营业收入分别为 25.18/28.72/33.58 亿元, 同比增速达 13.2%/14.1%/16.9%; 归母净利润分别为 1.06/1.31/1.69 亿元, 同比增速为 153.2%/24.0%/28.0%。当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 23.1/18.7/14.6 倍, 考虑到公司整装卫浴业务快速发展, 首次覆盖给予 19 年 28.5 倍 PE, 即 6 元/股目标价及“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 中美贸易战加剧, 新业务开拓不及预期, 汇率波动, 原材料价格上涨, 重大客户依赖风险。

## 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	2,225	2,518	2,872	3,358
同比增速(%)	7.4%	13.2%	14.1%	16.9%
归母净利润(百万)	42	106	131	169
同比增速(%)	-54.4%	153.2%	24.0%	28.0%
每股盈利(元)	0.08	0.21	0.26	0.33
市盈率(倍)	58.5	23.1	18.7	14.6
市净率(倍)	1.5	1.5	1.5	1.5

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 6 月 21 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)	23.6
流通市值(亿元)	22.86
资产负债率(%)	40.4
每股净资产(元)	3.0
12 个月内最高/最低价	6.0/3.3

## 市场表现对比图(近 12 个月)



# 目录

一、海鸥住工，全能型的卫浴空间打造者.....	5
（一）读过去：寡品输出+出口拉动+制造商→多品发力+内销增长+品牌商.....	5
（二）看未来：全产业链布局延伸，整装卫浴扬帆起航.....	6
二、整装卫浴空间广阔，精装修房地产需求将成催化.....	8
（一）咫尺空间，五脏俱全，全品供应力+空间闭环构筑护城河.....	8
（二）行业格局方心未艾，百亿行业尚处“产能为王”朝阳阶段.....	10
（三）住宅工业化提振需求，预计未来三年行业规模接近 400 万套.....	12
三、生产优势+渠道深耕→两翼一体铸就卫浴行业龙头供应商.....	15
（一）生产端：研发制造一体化塑壁垒，加码整装卫浴产能领先行业.....	15
（二）渠道端：传统业务 B 端客户策略供应关系深绑，整装卫浴带动 B2C 新模式起步.....	16
四、盈利能力回升明显，整装卫浴蓄势待发，首次覆盖给予“强推”评级.....	17
（一）毛利率主受铜/锌价格波动影响，战略供应商+议价机制转移成本压力.....	17
（二）期间费用率整体稳中有降，研发持续高投入.....	18
（三）周转效率驱动 ROE，净利率触底有望修复.....	20
（四）现金流回款良好，较同行表现优秀.....	20
（五）盈利预测与投资建议.....	21
五、风险提示.....	21

# 图表目录

图表 1: 海鸥住工历史发展一览、各分项业务收入及增速 (单位: 亿元, %)	5
图表 2: 海鸥住工营业收入及 YOY (单位: 亿元, %)	6
图表 3: 海鸥住工归母净利润及 YOY (单位: 亿元, %)	6
图表 4: 内外销收入占比及增速 (%)	6
图表 5: 海鸥住工毛利率及净利率 (%)	6
图表 6: 公司期间费用率 (%)	6
图表 7: 公司人均产出 (单位: 万元, %)	6
图表 8: 卫浴五金行业全球价值链	7
图表 9: 中国卫浴五金市场金字塔	7
图表 10: 一图看懂整装卫浴产业链	8
图表 11: 整装卫浴装修相较传统位于装修时间大幅缩短	9
图表 12: 传统卫浴和整装卫浴报价对比 (单位: 元)	9
图表 13: 传统卫浴和整装卫浴对比	9
图表 14: 整装卫浴高中低端产品定位及选材	10
图表 15: 整装卫浴安装流程与部品安装	10
图表 16: 整装卫浴行业总产量及 YOY (万套, %)	11
图表 17: 中国市场整装卫浴领域主要企业	11
图表 18: 中国整装卫浴行业主要企业产能统计	11
图表 19: 整装卫浴行业 CR5 约占产能 43%	12
图表 20: 装配式建筑评价标准中集成卫浴权重占 6%	12
图表 21: 2018 年中国新建装配式建筑面积及增长 (单位: 万平方米, %)	13
图表 22: 中国精装房加速渗透 18 年同比增加 7.5pct	13
图表 23: 18 年精装修卫浴市场 Top5 开发商市场结构	14
图表 24: 18 年精装修位于市场分城市级别开发商份额	14
图表 25: 整装卫浴精装房市场规模预测	14
图表 26: 国际卫浴巨头品类丰富	15
图表 27: 海鸥 2016-2018 年分地区收入占比 (%)	16
图表 28: 海鸥 2016-2018 年分地区收入增速 (%)	16
图表 29: 海鸥住工整装卫浴产品、渠道、客户	17
图表 30: 海鸥渠道收入 (内外销+下游客户) 拆分	17
图表 31: 海鸥住工综合毛利率变化 (%)	18
图表 32: 海鸥住工成本构成 (%)	18

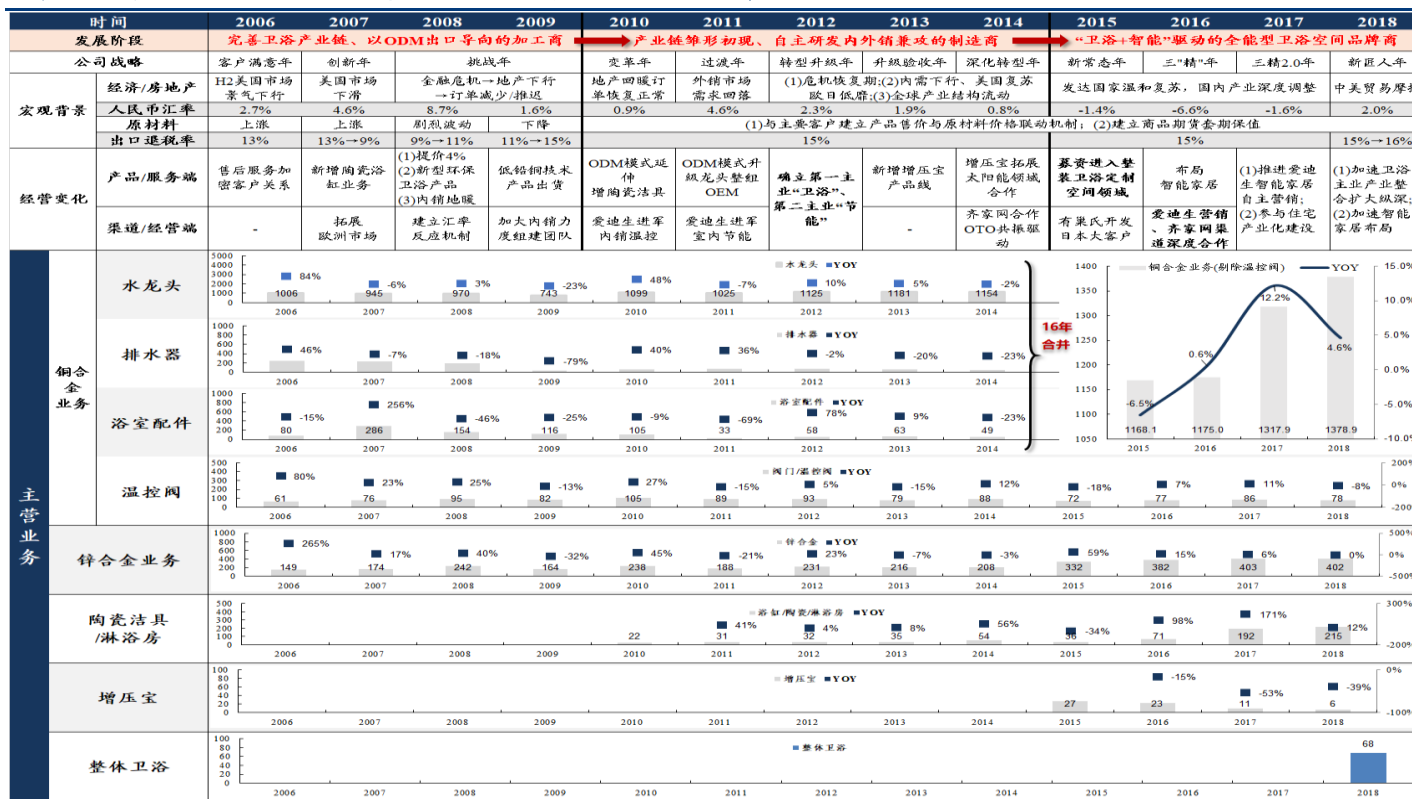
图表 33: 国际/国内电解铜、锌原料市场年度均价（单位：元/吨，美元/吨，%） .....	18
图表 34: 海鸥住工三费率（%） .....	19
图表 35: 公司财务费用率与汇兑损益 .....	19
图表 36: 美元兑人民币走势 .....	19
图表 37: 海鸥住工管理费用细拆（单位：百万元） .....	19
图表 38: 18 年主要卫浴行业上市公司利润拆分 .....	20
图表 39: 海鸥住工经营性现金流情况（单位：百万元） .....	20
图表 40: 可比公司经营性现金流对比（单位：百万元） .....	21

## 一、海鸥住工，全能型的卫浴空间打造者

### (一) 读过去：寡品输出+出口拉动+制造商→多品发力+内销增长+品牌商

海鸥住工成立于1998年，成立以来一直聚焦卫浴主业，品牌经过二十年发展：（1）2009年以前主要为世界前十大卫浴品牌提供以高档水龙头产品为主的ODM制造服务，外销（占85%）受美国房地产景气度影响明显；（2）2010-2014年致力于自主研发设计升级转型，并试水陶瓷卫浴洁具、增压宝、热泵、照明等新业务，借助有巢氏、爱迪生打开内销渠道、加强产业链纵深；（3）2015-2019年，公司明确以**第一主业“卫浴”**提升国内市场定制整装卫浴配套服务力，**第二主业“节能”**依靠子公司爱迪生持续推进智能家居——由传统卫浴制造商逐步升级延伸至包含卫浴、淋浴房、木作、智能家居、定制整装卫浴领域的全能型卫浴空间“一站式”方案解决服务商，品牌雏形已现。

图表 1：海鸥住工历史发展一览、各分项业务收入及增速（单位：亿元，%）

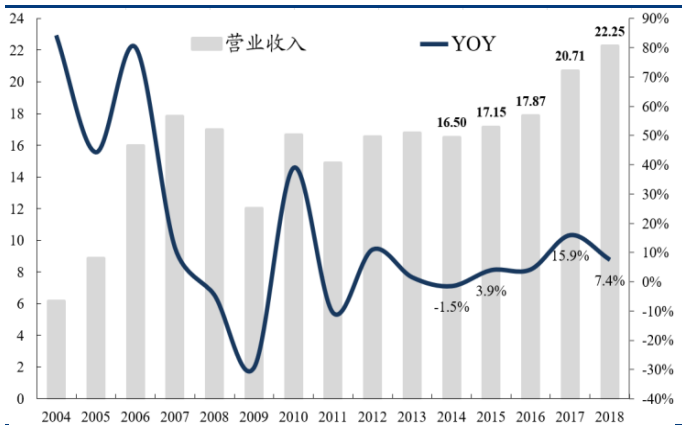


资料来源：公司公告，Wind，华创证券（注：汇率变动正值表示RMB升值，负值表示RMB贬值，涨跌幅采用年度人民币中间汇率均值计算。）

2015-2017年，公司营收复合增速达10.0%，内外销比例由2:8扩大至3:7，综合毛利率达21.3%，累计提升0.5pct；归母净利润复合增速达41.2%，经营效率持续优化，净利率累计提升2.0pct，受18年中美贸易摩擦加剧影响，公司收入成本端略有承压。



图表 2: 海鸥住工营业收入及 YOY (单位: 亿元, %)



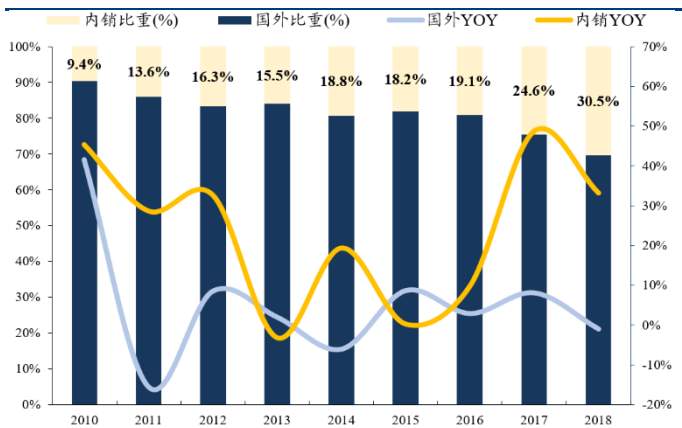
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3: 海鸥住工归母净利润及 YOY (单位: 亿元, %)



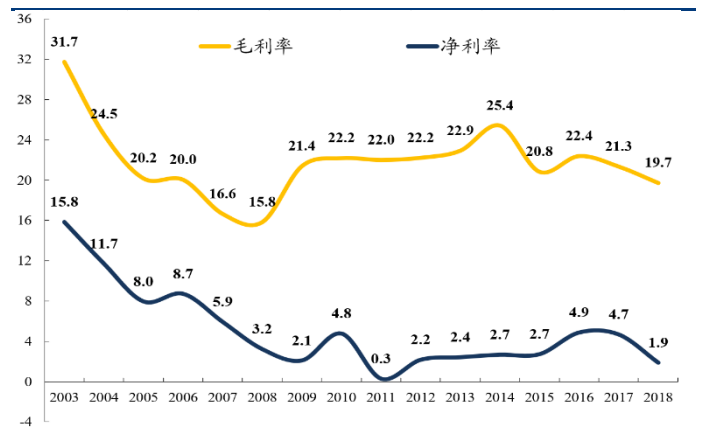
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4: 内外销收入占比及增速 (%)



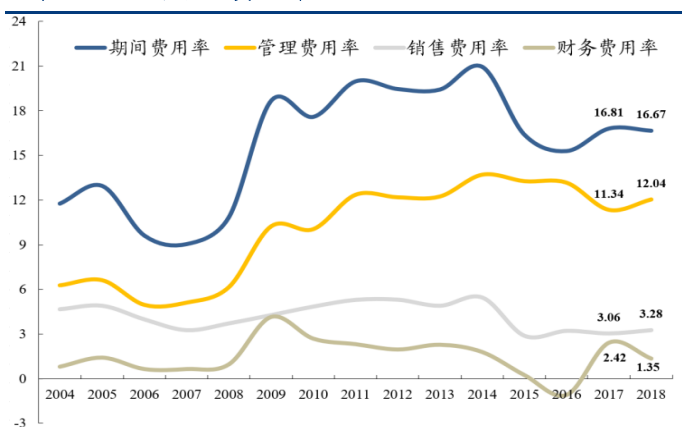
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5: 海鸥住工毛利率及净利率 (%)



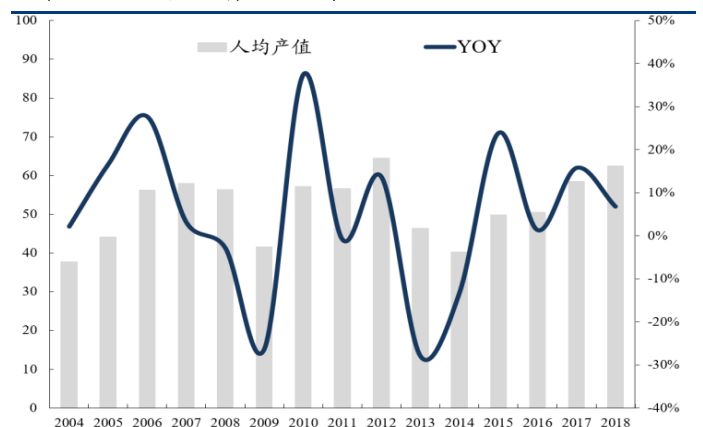
资料来源: Wind, 华创证券

图表 6: 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7: 公司人均产出 (单位: 万元, %)



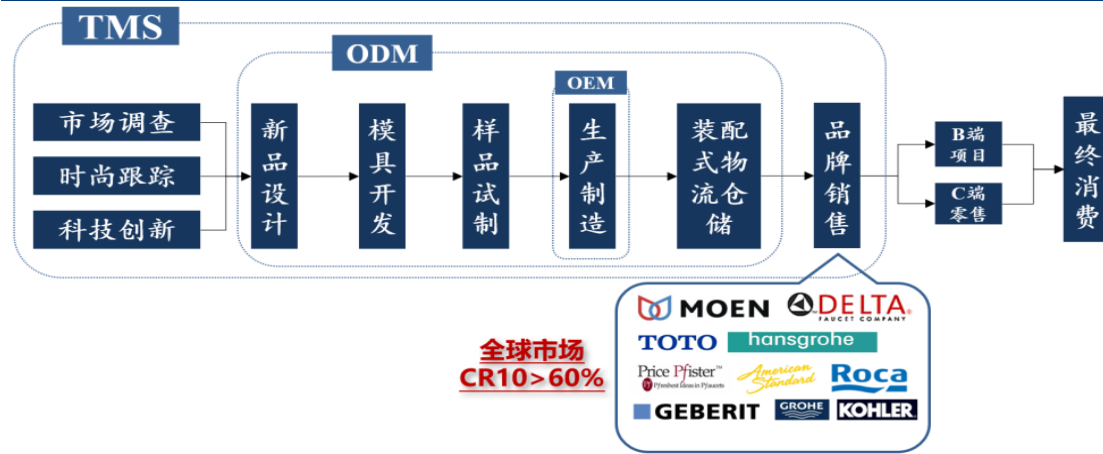
资料来源: Wind, 华创证券

(二) 看未来: 全产业链布局延伸, 整装卫浴扬帆起航

我国卫浴五金行业以代工生产为主, 国外品牌占领高端市场。卫浴五金行业的全球分工较为确立, 由具备“先发优

势”的跨国企业全球化体系下推动价值链的分工（1）欧美国家：受劳动力成本昂贵、产业政策等因素制约，品牌商进行全球化的市场营销、品牌管理；制造服务商提供产品研发、生产制造和装配物流，前十大欧美卫浴品牌占全球市场份额60%以上；（2）发展中国家：主要从事ODM、OEM零件制造、整件拼装，其中中国卫生洁具的产销量约占全世界总量的30%，卫浴五金配件占35%。海鸥住工以TMS模式强化产链纵深，在OEM/ODM业务模式基础上为客户提供研发、设计、装配、物流和售后服务等增值服务构筑自身竞争优势，同时获取产业链上更多的利润。

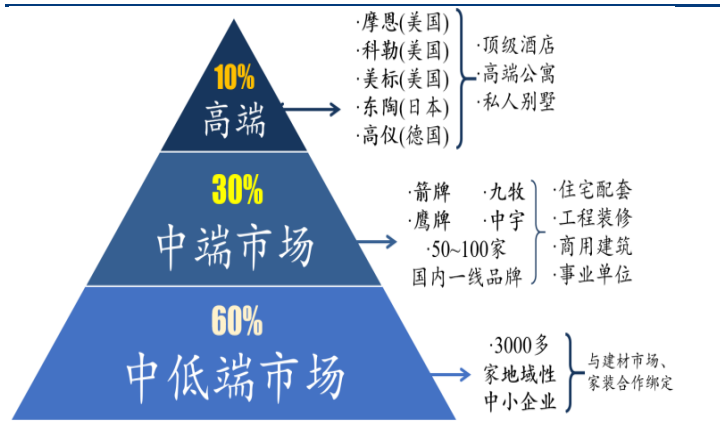
图表 8：卫浴五金行业全球价值链



资料来源：海鸥卫浴招股说明书，华创证券

卫浴五金主业深度绑定核心客户，国内市场利好品牌商扩大业务。海鸥前五大核心客户为世界各主要卫浴五金品牌商，享有国内高端市场主要份额，公司近三年Top5客户销售额约占公司总收入的55%，下游客户销售情况直接决定公司营收水平。随着外资品牌“守高看中”持续渗透，利好海鸥卫浴五金主业营收稳中向上。

图表 9：中国卫浴五金市场金字塔



资料来源：公司公告，华创证券

卫浴产品线日臻完善，整装卫浴长足发展可期。海鸥在10-14年时期，不断丰富卫浴领域的产品，在传统的水龙头零组件、温控阀基础上，扩充卫生洁具、陶瓷浴缸、淋浴房、花洒增压器、热泵、照明等多项业务，实现了卫浴空间全领域的探索，为成为“一站式”整装定制卫浴解决方案提供商奠定了经验。18年公司浴缸/陶瓷/淋浴房收入达2.2亿元，三年复合增速达81.9%。此外，公司通过收购苏州有巢氏、设立孙公司青岛福润达，新增江苏苏州、浙江嘉兴、山东青岛三处产能建设，定制整装卫浴合计年产能超过20万套，充分体现公司技术成熟后向价值链高点扩张的决心，18年首次披露业务收入达0.68亿元，毛利率达22.5%。我们认为定制整装卫浴前景广阔，公司依赖于自身长期为国际顶级卫浴品牌的设计生产的技术优势和行业“全链条”经验，料将支撑整装卫浴业务获得长足的发展。

## 二、整装卫浴空间广阔，精装修房地产需求将成催化

### （一）咫尺空间，五脏俱全，全品供应力+空间闭环构筑护城河

内装环节中一种高技术含量的空间艺术：整装卫浴借由 1964 年东京奥运会契机，为保证高品质、快速完成大量运动员公寓建造发明，1996 年首次引入国内，率先应用于国内酒店、医院、船舶等领域。科宝博洛尼将整装卫浴定义为：洁具、浴室家具、浴缸、龙头、瓷砖配件等任何一个单项产品的设计都融入一个风格统一的整体环境中，包括顶、地、墙及所有卫浴设施的整体设计与施工，共同组成的整装卫浴解决方案。从实操层面来看，整装卫浴由顶盖、壁板、一体化防水底盘、卫浴配套设施四大部分组成，上游跨越陶瓷、板材、有色金属、玻璃、机械设备等多类行业，企业需要有较高的资源整合能力，不能有明显短板。此外，整装卫浴除满足卫浴基本功能外，同时强调设计匹配室内装修风格的整体。

图表 10：一图看懂整装卫浴产业链



资料来源：海鸥招商手册，华创证券

整体浴室相较于传统浴室的核心优势在于高质中价、节时、可放量。目前我国整装卫浴尚处新兴室内装修风口，主要下游客户集中于酒店、公寓、精装地产等 B 端工程项目，客户对于卫浴空间的建设关注点集中于（1）价格优惠；（2）产品标准化、质量优、施工效率高；根据科逸官网，整装卫浴安装过程仅需 2 个工人、4~7 小时施工时间即可完成一套装配工程，相较于传统卫浴多轮次、多人工的反复程序效率更高；同时，根据齐家网和电商数据显示，一套适配于普通户型的中高端传统卫浴价格合计约 15367 元，而中高端整装卫浴单套价格在 5000-8000 元，价格优势明显；由于整装卫浴采用一体化施工，防水底盘模压成型无渗漏耐用超过 20 年，SMC 等新型复合材料隔热保温，省去了浴霸、灯暖的购置，在保证品质的同时节省成本效果显著。



图表 11: 整装卫浴装修相较传统位于装修时间大幅缩短

项目	工种	所需工作天数								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
传统卫浴 装修	土建工程	[Progress bar]			3.5天					
	水电工程	[Progress bar]	1天							
	防水工程	[Progress bar]	1天							
	泥做工程	[Progress bar]		1.5天						
	安装工程	[Progress bar]	0.5天							
	对接工程	[Progress bar]	0.5天							
	人工工种	6类工种、8人次								
	合计	[Progress bar]								8天
整体卫浴	一个工种、2个工人, 4~7小时完成一套安装									

资料来源: 科逸官网, 华创证券

图表 12: 传统卫浴和整装卫浴报价对比 (单位: 元)

类别	序号	项目名称	传统卫浴				备注	整体卫浴			
			单位	工程量	单价(元)	合计(元)		品牌	型号	价格	
土建费用	1	墙体粉刷	m <sup>2</sup>	25	11.75	293.8	采用 中高 档配 置	新尚卫浴	宾馆整体卫浴间	4000	
	2	地面防水	m <sup>2</sup>	5	40	200		海逸卫浴	宾馆整体卫浴间	4499	
装饰费用	3	墙面面砖	m <sup>2</sup>	19.5	200	3900			BU1620	7777	
	4	地面面砖	m <sup>2</sup>	4.3	80	346.4		皇庭豪氏	BU1521	6666	
用工费用	5	天棚吊顶	m <sup>2</sup>	4.3	80	346.4			锦江系列	5888	
	6	人工薪酬	天	7	280	1960		高丽今生	韩式整体卫浴	8000	
装修合计			7046.6						蓝梦卫浴	移动式整体卫浴	13600
浴室配件 购置费用	7	陶瓷面台/盆	个	1	800	800			低端		2000-4000元
	8	马桶	个	1	1500	1500			中端		5000-8000元
	9	水龙头	套	2	400	800			高端		10000+元
	10	大理石台面	套	1	360	360					
	11	化妆镜	块	1	350	350					
	12	防潮门/门锁	套	1	760	760					
	13	防潮灯具	盏	2	100	200					
	14	给排水管材	套	1	150	150					
	15	换气扇	只	1	250	250					
其他	16	电器配件	批	1	150	150					
卫浴设施合计			8320								
传统位于合计			15367								



资料来源: 齐家网, 装修别墅, 各品牌淘宝网旗舰店, 华创证券

图表 13: 传统卫浴和整装卫浴对比

对比项目	整装卫浴	传统卫浴
误差	标准化误差小	质量和寿命不一
装配时间	最快4小时	15天左右
人工成本	标准化生产降低人工成本	采购、装配人工成本高
所需能耗	低	高
环保性能	绿色材料	水泥、瓷砖等高污染材料

对比项目	整装卫浴	传统卫浴
使用性能	寿命 20 年以上	寿命 5-8 年
防漏性能	一体化设计防漏水	材料拼接有缝隙
保温性能	保温隔热性能好	热量容易丧失
安全特性	SMC 缓冲撞击	水泥、瓷砖碰撞易受伤

资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

**壁板+底盘材质决定档次，整装卫浴的普适性覆盖高中低全客层。**根据《装配式建筑中的整装卫浴间在我国应用前景探析》，我国整装卫浴主流材质以 SMC（干法制造不饱和聚酯玻璃钢的膜塑料，即片状塑料）为主，但是由于（1）SMC 裸装具有明显的塑料感；（2）结构降板导致托盘底面到完成面存在 25mm 高度，踩踏地面会有明显的空鼓感；（3）传统中国消费者更愿意接受瓷砖铺面的卫浴环境——故目前尚处在培育阶段；厂商通过 SMC 与瓷砖、石材、彩钢板、覆膜板的组合、叠加，营造出不同风格档次的卫浴空间环境，满足了住户对于卫浴基本功能及生活品质的追求，大大拓宽了整装卫浴在各个档次类型住宅中投入使用的普适性。

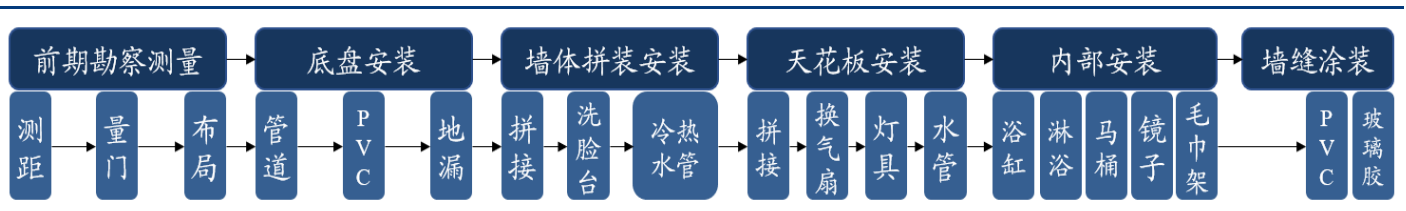
图表 14：整装卫浴高中低端产品定位及选材

	高端线			中低端线		
底盘类型	SMC+瓷砖	SMC+石材	SMC+瓷砖	SMC 彩色覆膜	SMC 彩色覆膜	SMC 单色
壁板类型	瓷砖	石材	PET 彩钢板	PET 彩钢板	SMC 彩色覆膜	SMC 彩色覆膜
产品定位	超高级住宅和高级别墅		高级住宅和独栋住宅		宾馆、保障房、刚需商品住宅	
图例						

资料来源：《天津建设科技》2018 年 02 期：《装配式建筑中的整装卫浴间在我国应用前景探析》，华创证券

**空间闭环减少竞争压力，组合带货提升效率。**从整装卫浴的安装流程来看，相较于定制卫浴品类的叠加，空间由外至内均由同一厂家决定部品提供，降低了品类竞争的分流；对于企业自身，整装卫浴的丰富“带货性”提供了对于产品组合、库存管理、柔性生产、弹性定价的可能性，提高综合运营效率。

图表 15：整装卫浴安装流程与部品安装



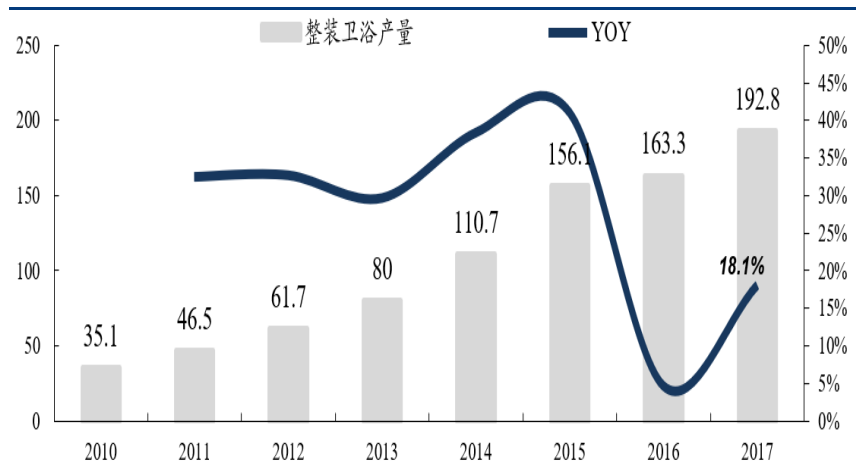
数据来源：远大住工整装卫浴宣传片，华创证券

## （二）行业格局方心未艾，百亿行业尚处“产能为王”朝阳阶段

**整装卫浴百亿市场初长成，年复合增速达 25+%。**中国已有接近 20 年的整装卫浴生产经验，行业内的主要企业可分为三大类（1）专业整装卫浴：例如科逸、禧屋、鸿力、海尔、有巢氏、鑫铃等；（2）开拓新业务：惠达、东鹏等；（3）日系企业：例如骊住、Housetec 等。2010-2017 年，整装卫浴的产量呈现显著的上升趋势，2017 年行业整装卫

浴总产量达 192.8 万套，同比增长 15%，按整装卫浴单套均价 1 万元测算，行业规模接近 200 亿元，5 年复合增速达 25.6%，行业处于高速增长阶段。

图表 16: 整装卫浴行业总产量及 YOY (万套, %)



资料来源: 前瞻产业研究院, 华创证券

图表 17: 中国市场整装卫浴领域主要企业

国家	品牌	成立时间	产品	客户	是否上市
中国	科逸	2006	整装卫浴、整体厨房、内装	精装地产/精品酒店/长租公寓/医疗/集成房屋	新三板挂牌
	有巢氏	2005	整装卫浴、住宅系统集成产品	精装地产/公寓/高级别墅/酒店	并入海鸥
	禧屋	2014	整装卫浴	精装住宅/公寓/酒店/医院/学校	否
	海尔	1997	整装卫浴、智能卫浴设备	公寓/酒店/医院	海尔集团孙公司
	鑫铃	2005	整装卫浴	精装地产/酒店/医院/学校机关/集装箱/船舶	否
	鸿力	2011	整装卫浴、整体厨房、隔音隔热功能墙板、移动房屋	精装住宅/酒店/医院/学校/保障房/集装箱	否
	惠达	1982	陶瓷、五金、淋浴房、浴室柜、整装卫浴(2018)	精装住宅/酒店/医院/学校/车站机场/保障房/集装箱房	A 股
日本	骊住	1949	预制浴室、卫生洁具、浴缸、内置厨房和洗衣盆	独立住宅/公寓酒店	东京证券交易所
	Housetec	1963	整装卫浴、整体厨房、浴缸、热水器、净化槽等	精装住宅/白领公寓/高档民宅	否

资料来源: 各公司官网, 华创证券

卫浴龙头加速整装卫浴产能建设, 抢先占据市场份额。我国整装卫浴行业供给端处在初级阶段, 具备超过 10 万套生产规模的企业甚少。科逸作为行业龙头预计 2019 年新投放 35 万套整体浴室产能; 禧屋预计 2019 年整装卫浴产能将达到 20 万套以上; 海鸥子公司有巢氏年 18 年新增 15.5 万套整装卫浴产能扩建计划; 惠达卫浴 2018 年 6 月宣布成立惠达住工进军整装卫浴, 计划投入 10 亿元建设整体浴室科技创新基地, 建成后将达到年产能 50 万套——在一定程度上说明了企业在手订单已将现有产能充分消化, 且预期下游需求将在未来 2-3 年内持续爆发。

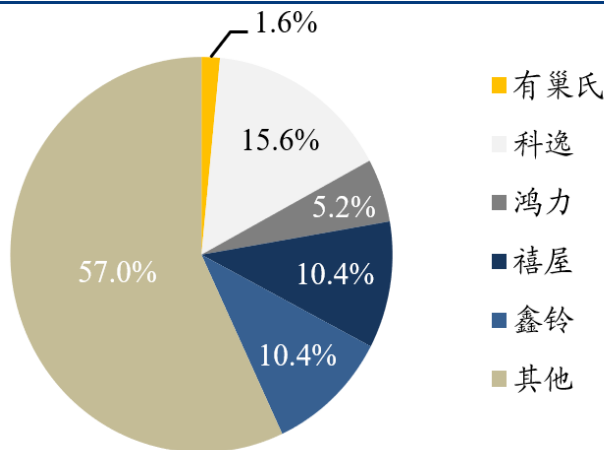
图表 18: 中国整装卫浴行业主要企业产能统计

企业	产能
科逸股份	共计产能 65 万套: 其中已投产 30 万套, 剩余 35 万套将于 2019 年中之后投产

企业	产能
海鸥住工	计划产能 24 万套：其中已投产 12 万套，2020 年投产 12 万套
惠达卫浴	计划产能 50 万套：18 年年末未完成产线初期建设，预计 2019/2020/2021 年各投产 5 万套
鑫铃住房	共计产能 20 万套：实际产量较小
禧屋家居	共计产能 20 万套：其中在常熟、江阴、郑州三地均设有分布，实际产能 5 万套以下
鸿力卫浴	瓷砖外立面整装卫浴共计产能 6-7 万套

资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

图表 19：整装卫浴行业 CR5 约占产能 43%



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

### （三）住宅工业化提振需求，预计未来三年行业规模接近 400 万套

卫浴空间复杂多变仍是制约行业发展主要痛点。（1）由于国内建筑户型欠标准化，在未考虑整装卫浴应用前提下，受设计者影响，相同的卫生间被设计成不同的布局，对应的给水排水通风电气线路就会出现差异，增加了整装卫浴和外环境的耦合难度；（2）用户对于卫生间内家电等设备的选择偏好（例如安置两台洗衣机、不同类型的电热水器等）将会出现不同的管路系统和配件要求，相较目前标准化的整装卫浴产品而言仍然是较大的挑战。综上所述，整装卫浴尚未在我国大范围铺开——根据《中国整体卫浴行业分析报告》数据显示，2016 年我国整装卫浴渗透率为 0.15%，预计到 2018 年，整装卫浴渗透率升至 0.8%。我们认为整装卫浴当下迎来东风主要系（1）住宅产业化、内装工业化大幅改善整装卫浴的输出环境；（2）B 端工装需求先行，拉动行业增长。

**政策利好整装卫浴发展：2020 年国家要求新开工成品住宅全装修比例达 30%，整装卫浴备受关注。**2017 年，《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%，其中卫浴装配率超过 95%。关于对住宅全装修的评判，政策出台后多个城市对建筑装配率、预制率或装配预制率提出 15%~60% 的强制要求；且 2016 年我国实施标准《工业化建筑评价标准》，就将整装卫浴作为集成式卫生间评价项目参与评分，2018 年初国家住建部发布《装配式建筑评价标准》规定，判断建筑是否是装配式建筑的最低装配率是 50%，其中装配式整体卫生间占比最高权重可达 6%，可见整装卫浴在装配式建筑中的地位之重。

图表 20：装配式建筑评价标准中集成卫浴权重占 6%

评价项	评价要求	评分值	最低分值	
主体结构 (50 分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖立构件	35% ≤ 比例 ≤ 80%	20~30	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	70% ≤ 比例 ≤ 80%	10~20	

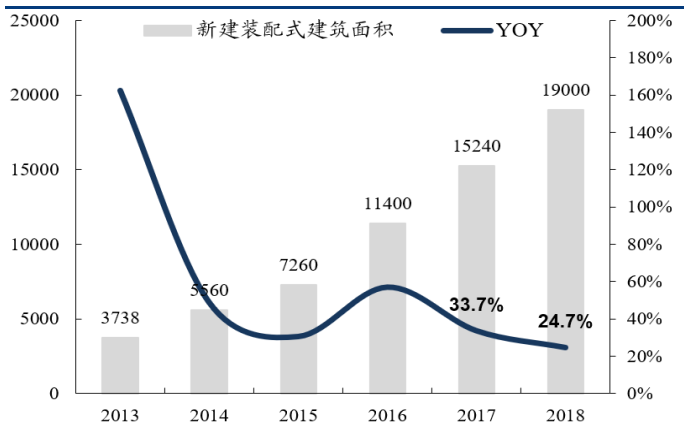


围护墙和内隔墙 (20分)	非承重围护墙非砌筑	80% ≤ 比例	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2~5	
	内隔墙非砌筑	50% ≤ 比例	5	
	内隔墙与管线、装修一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2~5	
装修和设备管线 (30分)	全装修	-	6	24
	干式工法楼面、地面	70% ≤ 比例	6	
	集成厨房	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3~6	
	集成卫生间	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3~6	
	管线分离	50% ≤ 比例 ≤ 70%	4~6	

资料来源:《装配式建筑评价标准》, 华创证券

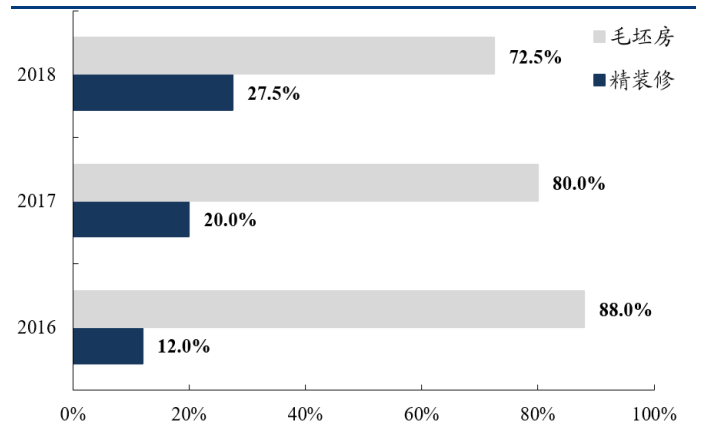
**装配式建筑新开工量持续走高, 精装房比率同比加速提升。**2018年在房地产受政策严控背景下, 房地产住宅投资/房地产土地购置面积/新开工面积保持平稳增长, 同比增速分别达13.4%/14.2%/19.7%, 其中(1)新建装配式住宅总规模达253万套, 同比增加60%; (2)精装总面积达1.9亿平方米, 同比增加24.7%; (3)全装修渗透率达27.5%, 同比增加7.5pct, 呈现出加速态势, 按该增速预计2019年我国将提前达成2020年30%的渗透率目标, 根据奥维云网预测的数据, 届时精装房比率将达到32%, 中国的精装房市场已从政策释放培育稳趋成长阶段。

图表 21: 2018年中国新建装配式建筑面积及增长(单位: 万平方米, %)



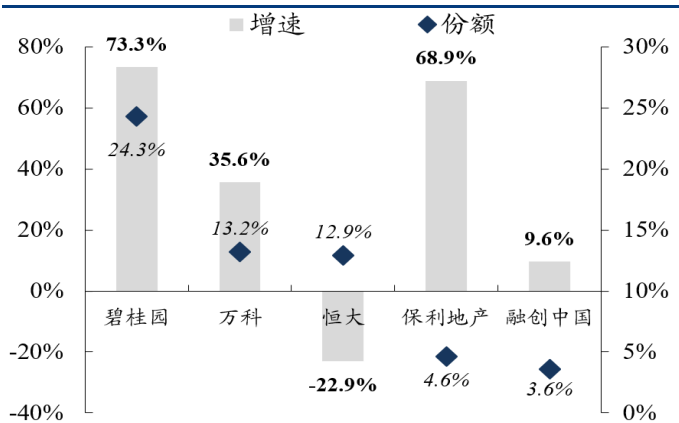
数据来源: 住建部, 华创证券

图表 22: 中国精装房加速渗透 18年同比增加7.5pct

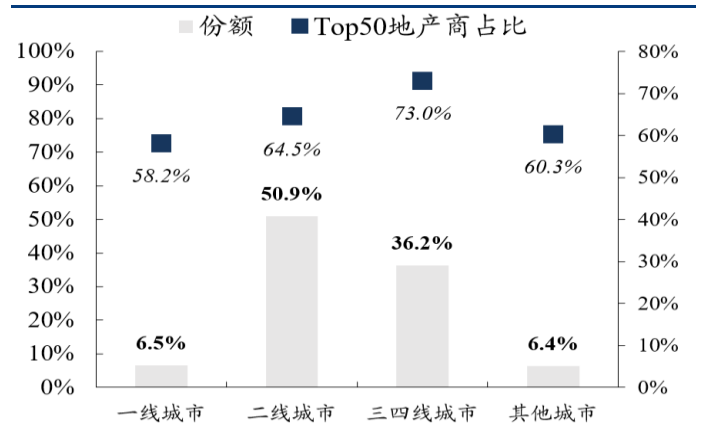


数据来源: AVC, 华创证券

**紧握具有高二线城市开发项目的地产商工程渠道, 方能打开卫浴品类增长放量的上升通道。**分开发商来看, 18年精装修卫浴市场前50强开发商占有67%的市场份额, 开发商龙头碧桂园、万科等Top5占比达58.6%, 并在各线城市中享有份额遥遥领先; 分城市来看, 18年精装房装修的主要驱动来自二、三线城市, 一/二/三四线城市精装修卫浴规模分占6.5%/50.9%/36.2%, 预示着精装修市场正向低线城市下沉, 发展空间广阔。受益于精装地产整体60%的同比增长, 以及99.9%的卫浴品类高配置率, 18年我国精装修卫浴市场需求旺盛, 卫浴配套项目总规模达252.6万套, 同比增加+59.8%。

**图表 23: 18 年精装修卫浴市场 Top5 开发商市场结构**


资料来源: AVC, 华创证券

**图表 24: 18 年精装修位于市场分城市级别开发商份额**


资料来源: AVC, 华创证券

**预计 2021 年整装卫浴精装房市场容量将达到 360 万套, 三年复合增速接近 80%。**根据 2016-2018 年住建部统计的数据, 我国装配式建筑新建面积增速在 25% 左右, 结合每年精装房新增数量可以得出单套精装房面积逐年减小的趋势, 因此我们基于假设 (1) 2019-2021 年新建精装房总面积同比增速达 25.0%/20.0%/15.0%; (2) 精装房平均面积同比减少 15.0%/10.0%/5.0%; (3) 小户型住宅为整装卫浴主战场, 大户型存在多套定制卫浴需求, 故渗透率稳步提升, 未来三年整装卫浴在精装市场渗透率达 40%/55%/60%——得到精装房新建数量分别为 372/496/601 万套, 伴随龙头地产商和卫浴公司的深度运营, 精装房整装卫浴比率持续提升, 对应整装卫浴未来三年需求分别为 149、273、360 万套, 年均复合增速达 80%, 市场潜力巨大, 产能亟待跟进。

**图表 25: 整装卫浴精装房市场规模预测**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
新建装配式建筑面积(万平方米)	11400	15240	19000	23750	28500	32775
YOY	57.0%	33.7%	24.7%	25.0%	20.0%	15.0%
精装房新建数量(万套)	115.4	158.2	253	372	496	601
YOY	-	37.1%	59.9%	47.1%	33.3%	21.1%
精装房平均面积(平方米)	98.8	96.3	75.1	63.8	57.5	54.6
YOY	-	-2.48%	-22.04%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
精装房比率(%)	12.0%	20.0%	27.5%	32%	40%	50%
整装卫浴渗透率(%)	15.0%	20.0%	25.0%	40.0%	55.0%	60.0%
整装卫浴需求(万套)	17	32	63	149	273	360
整装卫浴平均单价(元/套)	10000	10000	10000	10000	10000	10000
整装卫浴精装房市场规模(亿元)	17.31	31.64	63.25	149	273	360

资料来源: AVC 《2018 年中国住宅地产精装修市场卫浴产品总结》, 华创证券

### 三、生产优势+渠道深耕→两翼一体铸就卫浴行业龙头供应商

#### (一) 生产端：研发制造一体化塑壁垒，加码整装卫浴产能领先行业

**卫浴五金领域：品牌商以产品为载体的定制服务取胜，制造商以供应能力定输赢。**海鸥是目前国内大的高档水龙头等 TMS 模式卫浴五金制造服务企业，由于下游品牌商产品线 SKU 丰富、更新周期快、存在定制化需求、议价能力强，顶级品牌商在质量认证、规模化生产、模具制造、柔性化生产能力、及时供应等方面对供应商有极严格的要求，只有少数企业能成为其稳定的供应商，公司凭借“高效的产品开发能力、快速量产和交货能力、精确加工和柔性制造能力、严格的品质保证体系”，成为全球排名前列的美国 Moen、Delta 公司和德国 Grohe 公司、Hansgrohe 公司亚洲重要的策略供应商，多年的生产技术积累已形成竞争优势。

图表 26：国际卫浴巨头品类丰富

品牌	SKU
科勒	台盆龙头(226)、浴缸龙头(136)、净身盆龙头、挂墙式花洒龙头(151)、龙头配件(56)
摩恩	定制化：(单孔、尺寸等 29 类)*(把手 27 类)*(金属材质及颜色*29 类)*流量尺寸*特殊工艺
汉斯雅格	卫浴龙头(170)、花洒(145)、温控器(25)、组装产品(353)

资料来源：科勒官网、摩恩官网、汉斯雅格官网，华创证券

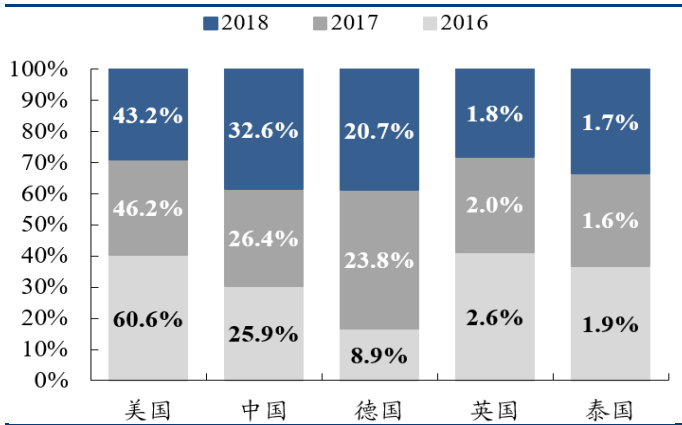
**加速整装卫浴产能建设，蓝海市场跑马圈地。**从公司经营角度看，除传统业务（五金龙头、陶瓷洁具、卫浴配件），公司 16 年非公开发行股票募集资金 5.5 亿元，用于新建合计约 16.5 万套整装卫浴空间项目，18 年公司整装卫浴业

务实现销售收入达 0.68 亿元，占营收比重约 3%，预计至 2020 年定制卫浴产能将达 24 万套，成为新的营收增长点；从行业角度看，整装卫浴尚处启动阶段，具备 10 万套以上产能的企业较少，目前海鸥住工布局领先同行，鉴于公司具备较强的卫浴符合生产服务能力，传统业务和新业务具备协同性，我们看好公司发力整装卫浴蓝海市场，驱动营收加速成长。

**(二) 渠道端：传统业务 B 端客户策略供应关系深绑，整装卫浴带动 B2C 新模式起步**

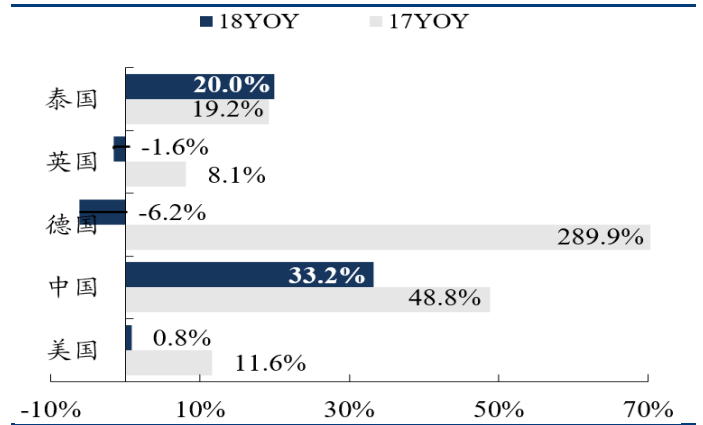
**ToB 端销售是核心渠道，出口转内销降低外销波动。**卫浴产品的最终消费群体为一般居民消费者 (ToC)，但海鸥生产的产品主要是卫浴五金零组件，客户为世界各主要卫浴五金品牌商 (ToB)，公司产品主要销往美国、德国、英国、泰国等地区——2016-2018 年海鸥对北美市场的销售额约占公司销售总额的 60.6%/46.2%/43.2%。在经历 2008 年金融危机公司营收负增长、10-14 年美国房地产市场缓慢复苏后，公司致力于“出口转内销”转型，通过多元主业育熟的客户群体、新业务开拓市场的契机，摆脱对 B 端出口渠道的依赖、平滑外销波动以达到稳定公司经营的效果，17-18 年公司内销收入同比增长 48.8%/32.2%，收入占比达 26.4%/32.6%，渠道转型效果明显。

**图表 27：海鸥 2016-2018 年分地区收入占比 (%)**



资料来源：公司公告，华创证券

**图表 28：海鸥 2016-2018 年分地区收入增速 (%)**



资料来源：公司公告，华创证券

**传统业务聚焦卫浴龙头客户，战略集采+共同研发促上下利益绑定。**海鸥与客户每年持续投入大量资源进行研发和设计平台的共建与共同开发，新产品及模具的开发由公司经项目评审后提出报价与客户协商确定价格后再开发和生产，使得公司具有了为核心客户提供难以替代的多品类、多工艺、多材料、多产品颜色处理的能力和高品质、准时的服务，是上述客户的战略合作供应商，16-18 年公司对前 5 名客户的销售额占公司销售总额的比例分别为 58.12%、53.42%、53.72%，受内销渠道不断开拓，占比持续降低。

**整装卫浴开启渠道销售新模式。**公司通过陆续收购四维卫浴、苏州有巢氏，积极进入国内内装工业化部品部件及服务市场，配合国家整体建筑业升级发展定制整装卫浴、橱柜、智能家居的自有品牌内销业务。海鸥整装卫浴的渠道主要分为 B2B 与 B2C 两种模式 (1) B2B 渠道：主要包括汉庭、锦江之星、易佰等有限服务酒店，万科、绿地、万达、招商蛇口等房地产公司以及齐家网、土巴兔、悦装、星艺、靓家居、轻舟装饰等家装公司；(2) B2C 渠道：主要包括毛坯商品房及既有住宅换装需求。其中，B2C 客户的定制化难度高于 B2B 客户，普及率目前相对更低。

**整装卫浴工程渠道高速发展，零售渠道开店计渐次展开。**(1) 工程端渠道：2019 年海鸥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，苏州海鸥有巢氏继参与雅世合金公寓、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；(2) 零售端渠道：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；同时在苏州的城区，建立 2B 和 2C 的有巢氏定制整装卫浴的店面，未来苏州海鸥有巢氏计划建设 38 家直营店 (8 家旗舰店、30 家标准店)，发展 200 家经销商代理经营，以增强公司对销售市场的覆盖能力和品牌影响力——整装卫浴业务有望成为公司未来打造品牌形象的切入口，同时成为除传统五金业务外驱动营收的“第二大引擎”。

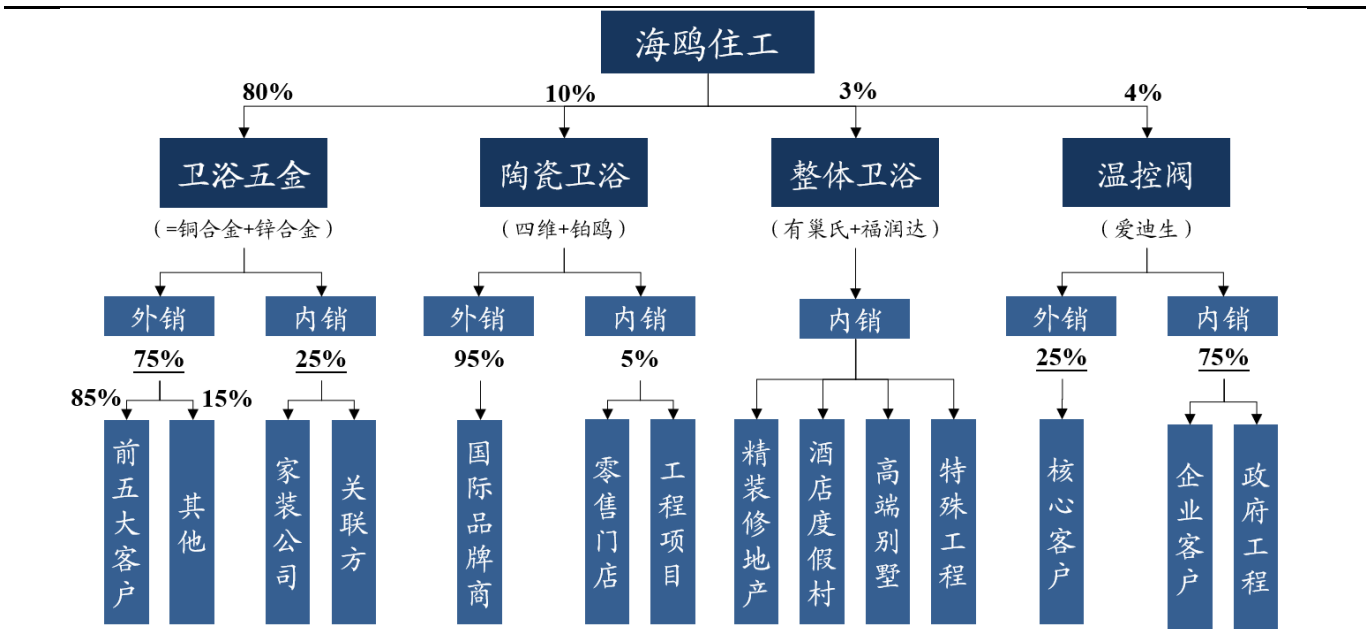


图表 29：海鸥住工整装卫浴产品、渠道、客户



资料来源：公司官网，华创证券

图表 30：海鸥渠道收入（内外销+下游客户）拆分

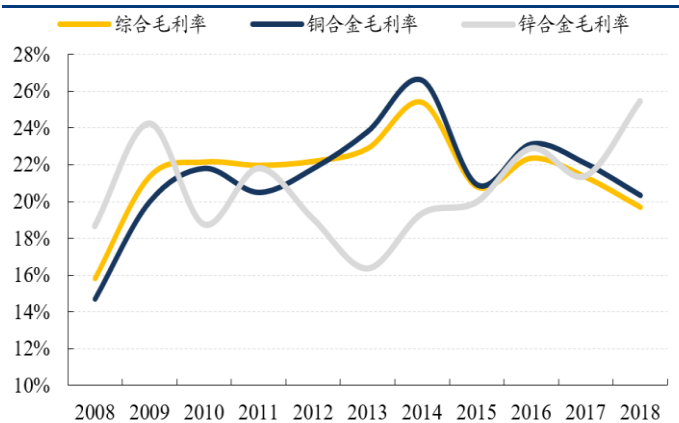


数据来源：海鸥公告，爱迪生公司公告，有巢氏官网，四维官网，华创证券（下标横线的数据根据公司披露测算得到）

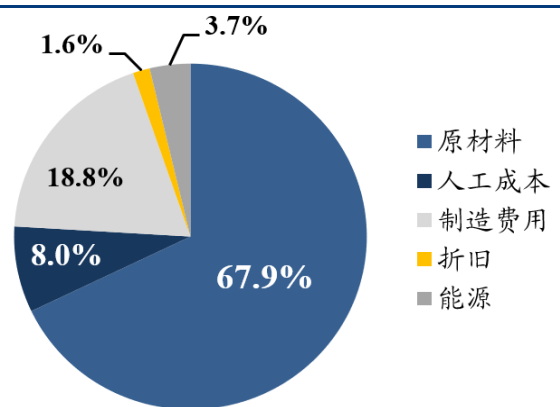
#### 四、盈利能力回升明显，整装卫浴蓄势待发，首次覆盖给予“强推”评级

##### （一）毛利率主受铜/锌价格波动影响，战略供应商+议价机制转移成本压力

**主营业务毛利率与铜锌市场价负相关显著：**海鸥住工成本构成中原材料约占 68%、制造费用约占 19%、人工成本约占 8%，折旧及能源合计约占 5%；原材料中以铜锌合金及零配件为主耗材（1）铜合金中通常含铜量 60%、含锌量 40%；（2）锌合金一般含锌量约 96%；零配件还含有一定的加工费用，因此原材料价格会受金属铜、锌市场价格和加工费用共同影响，进而在原材价格波动时影响公司毛利水平。

**图表 31: 海鸥住工综合毛利率变化 (%)**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 32: 海鸥住工成本构成 (%)**


资料来源: 公司公告, 华创证券

**对上下游的议价能力较强:** (1) 采购端: 占采购总额 50% 左右的外购铜材零配件的价格不完全随铜材价格上涨而上涨, 主要系公司通过建立“战略供应商制度”, 使得原材价格上涨时部分由供应商予以消化; (2) 销售端: 公司与客户依据 LME 电解铜交易价格涨幅对产品进行产品调价, 减少价格上涨因素对公司的影响。19 年 1-5 月电解铜市场均价 48614 元/吨, 同比下降 6.3%; 锌锭市场均价 21918 元/吨, 同比下降 13.0%, 海鸥 19Q1 综合毛利率达 22.47%, 同比增加 1.57pct, 成本下降对于毛利贡献明显。

**图表 33: 国际/国内电解铜、锌原料市场年度均价 (单位: 元/吨, 美元/吨, %)**

		2014	2015	2016	2017	2018	2019M1-5
国内价	电解铜市场均价	49187	40886	38072	49204	50628	48614
	YOY	-	-16.9%	-6.9%	29.2%	2.9%	-6.3%
	锌锭市场均价	15926	15239	16661	23987	23474	21918
	YOY	-	-4.3%	9.3%	44.0%	-2.1%	-13.0%
	铜合金测算均价	35882	30627	29508	39117	39766	37936
	YOY	-	-14.6%	-3.7%	32.6%	1.7%	-8.0%
国际价	LME 电解铜结算价	6862	5494	4863	6166	6523	6222
	YOY	-6.3%	-19.9%	-11.5%	26.8%	5.8%	-10.0%
	LME 锌现货结算价	2165	1928	2095	2896	2922	2757
	YOY	13.4%	-10.9%	8.6%	38.2%	0.9%	-16.5%
	LME 铜合金测算均价	4983	4068	3755	4858	5083	4836
	YOY	-3.4%	-18.4%	-7.7%	29.4%	4.6%	-11.5%

资料来源: Wind, 华创证券

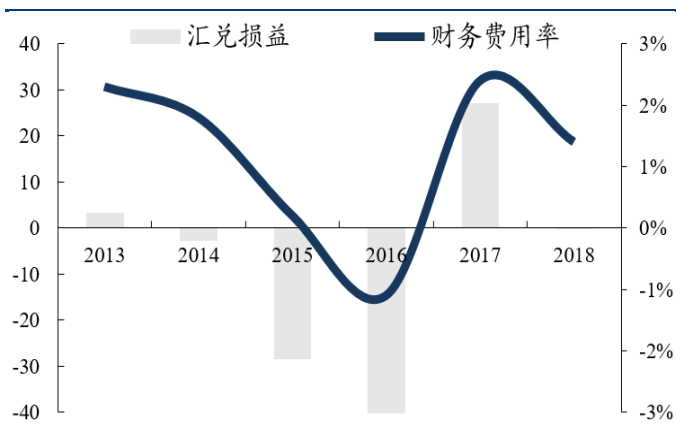
## (二) 期间费用率整体稳中有降, 研发持续高投入

公司 18 年期间费用率达 16.7%, 较同期持平。从历年来看 (1) 销费率 (3%): 由于公司销售主要采用 B2B 模式, 下游直接对接开发商、装修公司, 销售费用比例远低于涵盖 C 端业务的同行; (2) 管费率 (11~13%): 研发费用、职工薪酬分列前二合计约 7~8%。公司每年研发设计大量的新产品 (新品占营收>15%) 顺应五金产品的市场需求变化, 研发费用每年稳定占总营收 4~4.5%; (3) 财费率 (-1~2%): 随汇兑损益波动。公司贷款主要以美元结算、账面挂有大额美元应收账款 (约占总应收 70%), 2016 年美元兑人民币汇率大幅升值, 年涨幅达 6.6%, 汇兑损益扩大导致财务费用率同比增加 3.5pct。整体来看, 受益于公司规模经济持续凸显, 期间费用率稳中有降。

**图表 34: 海鸥住工三费率 (%)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售费用	5.3%	5.3%	4.9%	5.5%	2.9%	3.2%	3.1%	3.3%
管理费用	12.4%	12.2%	12.2%	13.7%	13.3%	13.2%	11.3%	12.0%
财务费用	2.3%	2.0%	2.3%	1.8%	0.2%	-1.1%	2.4%	1.4%
期间费用率	20.0%	19.5%	19.4%	21.0%	16.4%	15.3%	16.8%	16.7%

资料来源: Wind, 华创证券

**图表 35: 公司财务费用率与汇兑损益**


资料来源: 公司公告, 华创证券

**图表 36: 美元兑人民币走势**


资料来源: Wind 资讯, 华创证券

**图表 37: 海鸥住工管理费用细拆 (单位: 百万元)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
(a)	管理费用	183.8	201.2	205.0	226.0	227.4	235.0	234.8	267.8
	YOY		9.8%	9.5%	1.9%	10.2%	0.6%	3.4%	-0.1%
(b)	营业收入	1488	1651	1676	1650	1715	1787	2071	2225
	YOY		-10.7%	11.0%	1.5%	-1.5%	3.9%	4.2%	15.9%
(a/b)	管理费用率	12.4%	12.2%	12.2%	13.7%	13.3%	13.2%	11.3%	12.0%
(c)	研发费用	64.4	74.8	68.9	74.0	59.0	79.5	83.3	92.8
	YOY		-2.4%	16.0%	-7.9%	7.5%	-20.3%	34.7%	4.7%
	c/a	4.3%	4.5%	4.1%	4.5%	3.4%	4.5%	4.0%	4.2%
(d)	职工薪酬	47.5	48.9	58.5	75.3	76.1	58.2	61.3	68.5
	YOY		13.1%	2.9%	19.6%	28.7%	1.1%	-23.5%	5.3%
	d/a	3.2%	3.0%	3.5%	4.6%	4.4%	3.3%	3.0%	3.1%
(e)	社会保险及福利	19.0	17.7	20.8	25.8	30.6	27.2	18.3	22.5
	YOY		51.7%	-7.3%	17.8%	24.1%	18.7%	-11.2%	-32.8%
	e/a	1.3%	1.1%	1.2%	1.6%	1.8%	1.5%	0.9%	1.0%
(f)	折旧及摊销	17.3	14.7	9.0	9.5	18.2	13.7	12.4	32.9
	YOY		18.8%	-15.3%	-38.8%	5.6%	92.0%	-24.7%	-10.0%

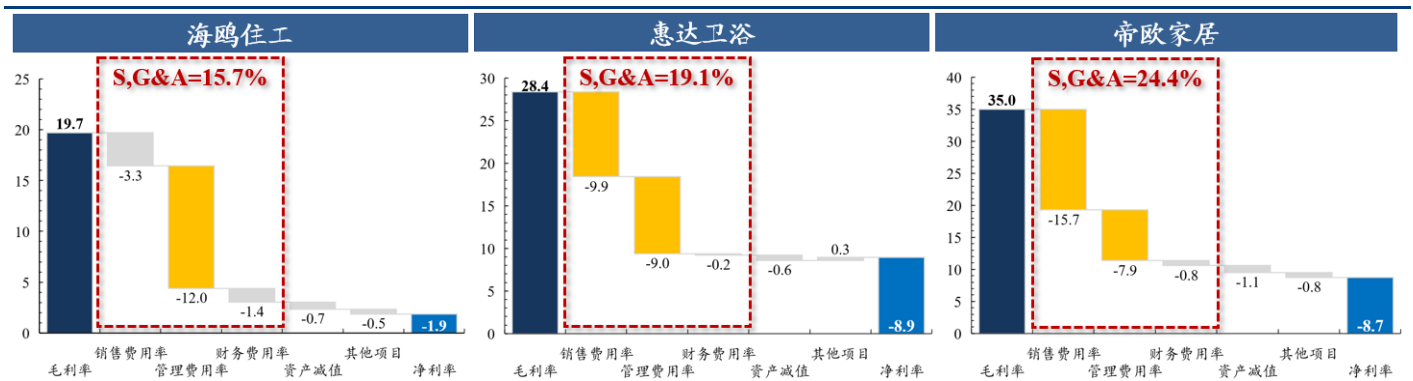
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	f/a	1.2%	0.9%	0.5%	0.6%	1.1%	0.8%	0.6%	1.5%
(g)	物料消耗	4.8	8.4	11.1	4.8	5.9	5.3	9.3	7.6
	YOY	-17.1%	74.0%	31.8%	-56.9%	22.3%	-9.6%	75.5%	-18.2%
	g/a	0.3%	0.5%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
(k)	其他	10.1	25.2	23.2	22.7	20.5	33.9	39.9	18.2
	YOY	-7.3%	149.8%	-8.0%	-2.1%	-9.5%	65.2%	17.6%	-54.4%
	k/a	0.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.2%	1.9%	1.9%	0.8%

资料来源：公司公告，华创证券

### (三) 周转效率驱动 ROE，净利率触底有望修复

近三年海鸥 ROE 分别为 7.39%/6.55%/2.61%，主要系净利率水平较低所致，由于公司主要从事为国际卫浴龙头提供五金部件设计、制造服务，利润率、费率水平显著低于具备零售品牌业务的惠达和帝欧，16-18 年资产周转率分别为 0.96/0.96/0.84 高于同行，周转率成为 ROE 驱动力。18 年铜锌原料价格攀升，同期中美贸易摩擦加剧，导致原主业与下游客户谈判调价进程因故滞后，毛利率同比下降 1.63pct，拖累净利率下行 2.55pct，我们预计公司 19 年产品结构持续优化，净利率将有所回升，提振 ROE 水平。

图表 38：18 年主要卫浴行业上市公司利润拆分



资料来源：Wind，华创证券

### (四) 现金流回款良好，较同行表现优秀

扩张节奏合理，现金流回款良好。公司销售商品收到的现金逐年增加，经营性现金流净额总体呈上升趋势。2018 年公司销售商品收到的现金占含税营业收入达 94.0%，经营活动产生的现金流量净额与净利润比值达 151.0%，以现金形式的销售回款情况良好。

图表 39：海鸥住工经营性现金流情况（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
货币资金	175.5	118.2	192.8	319.1	260.9	696.5	747.6
归母净利润	35.4	40.4	41.1	46.1	85.0	92.0	41.9
销售商品、提供劳务收到的现金(a)	1571.8	1635.6	1733.2	1738.7	1897.8	2135.3	2090.5
含税营业收入(b)	1651.4	1675.7	1650.0	1714.9	1786.6	2070.6	2224.7



	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a/b	95.2%	97.6%	105.0%	101.4%	106.2%	103.1%	94.0%
经营活动现金流量净额(c)	77.9	109.9	154.1	184.1	206.8	182.4	63.1
净利润(d)	35.8	40.5	44.1	46.7	87.0	96.8	41.8
c/d	217.2%	271.0%	349.6%	394.5%	237.6%	188.3%	151.0%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 40: 可比公司经营现金流对比 (单位: 百万元)

	2016			2017			2018		
	流入 净额	净利润	净额 /净利润	流入 净额	净利润	净额 /净利润	流入 净额	净利润	净额 /净利润
海鸥住工	206.8	87.0	238%	182.4	96.8	188%	63.1	41.8	151%
惠达卫浴	349.1	236.1	148%	263.5	254.2	104%	-58.2	259.2	-22%
帝欧家居	31.3	50.6	62%	100.7	54.53	185%	60.66	375.7	16%

资料来源: Wind, 华创证券

#### (五) 盈利能力回升明显, 整装卫浴蓄势待发, 首次覆盖给予“强推”评级

公司与全球顶级卫浴品牌深度绑定保障传统业务稳定发展, 随着整装卫浴新业务的高速增长, 我们预计 2019-2021 年, 海鸥住工营业收入分别为 25.18/28.72/33.58 亿元, 同比增速达 13.2%/14.1%/16.9%; 归母净利润分别为 1.06/1.31/1.69 亿元, 同比增速为 153.2%/24.0%/28.0%。当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 23.1/18.7/14.6 倍, 考虑到公司整装卫浴业务快速发展, 首次覆盖给予 19 年 28.5 倍 PE, 即 6 元/股目标价及“强推”评级。

## 五、风险提示

**中美贸易战加剧出口风险。** 母公司产品全部出口, 2016-2018 年公司对北美市场的销售额约占公司销售总额的 60.6%/46.2%/43.2%; 对德、英等欧洲国家的销售额约占销售总额的 11.6%/25.8%/22.5%。如果主要出口国家政治环境、经济景气度及购买力水平、对华贸易政策、关税及非关税壁垒以及行业标准等因素发生变化, 将对本公司的产品出口带来风险。

**新业务开拓不及预期。** 公司新增整装卫浴业务, 主要通过子公司江苏有巢氏进行, 由于整装卫浴在我国发展时间尚短, 消费者认知和接受度仍需教育, C 端销售的开拓假以时日成熟, B 端公装受宏观经济、地产周期波动影响, 公司存在新业务开拓不达预期的风险。

**汇率波动风险。** 公司产品主要出口, 出口部分主要以美元结算, 辅以少量欧元。2005 年 7 月 21 日国家实施汇率改革, 人民币汇率实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制, 不再盯住单一美元, 近几年人民币兑美元汇率波动频繁, 伴随中美贸易战的进程持续加深, 公司存在人民币汇率变动的风险。

**原材料价格上涨风险。** 公司生产产品所需的主要原材料为铜合金和外购零配件等, 是影响成本和利润的重要因素。当国内、国际金属铜、锌等原料价格大幅上涨时, 公司材料采购成本相应提高, 对公司的收益水平造成影响; 公司存在原材料价格波动对公司收益水平造成影响的风险。

**重大客户依赖风险。** 公司所处行业的国际市场格局、TMS 业务模式以及产品策略使公司的客户集中度较高。2016-2018 年公司对前 5 名客户的销售额占公司销售总额的比例分别为 58.12%、53.42%、53.72%, 公司与核心客户长期稳定的合作关系使公司的销售具有稳定性, 但同时也面临着单一客户集中度过高的风险。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	748	783	718	780
应收票据	9	10	11	13
应收账款	523	585	667	780
预付账款	20	23	25	29
存货	390	435	489	564
其他流动资产	200	117	135	158
流动资产合计	1,890	1,953	2,045	2,324
其他长期投资	59	59	59	59
长期股权投资	96	96	96	96
固定资产	538	731	911	1,079
在建工程	38	88	138	188
无形资产	146	131	118	106
其他非流动资产	105	95	87	81
非流动资产合计	982	1,200	1,409	1,609
<b>资产合计</b>	<b>2,872</b>	<b>3,153</b>	<b>3,454</b>	<b>3,933</b>
短期借款	520	760	1,011	1,421
应付票据	27	30	34	40
应付账款	262	291	328	378
预收款项	8	9	10	12
其他应付款	49	49	49	49
一年内到期的非流动负债	130	130	130	130
其他流动负债	53	59	66	75
流动负债合计	1,049	1,328	1,628	2,105
长期借款	132.00	134.00	136.00	138.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	28	28	28	28
非流动负债合计	160	162	164	166
<b>负债合计</b>	<b>1,209</b>	<b>1,490</b>	<b>1,792</b>	<b>2,271</b>
归属母公司所有者权益	1,589	1,589	1,589	1,589
少数股东权益	74	74	73	73
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,663</b>	<b>1,663</b>	<b>1,662</b>	<b>1,662</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,872</b>	<b>3,153</b>	<b>3,454</b>	<b>3,933</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>84</b>	<b>234</b>	<b>155</b>	<b>179</b>
现金收益	165	220	275	341
存货影响	26	-44	-55	-75
经营性应收影响	-141	-80	-102	-134
经营性应付影响	3	34	42	58
其他影响	31	105	-5	-10
<b>投资活动现金流</b>	<b>-384</b>	<b>-310</b>	<b>-320</b>	<b>-330</b>
资本支出	-205	-318	-326	-335
股权投资	6	0	0	0
其他长期资产变化	-185	8	6	5
<b>融资活动现金流</b>	<b>351</b>	<b>111</b>	<b>100</b>	<b>213</b>
借款增加	412	242	253	412
股利及利息支付	-78	-29	0	0
股东融资	21	21	21	21
其他影响	-4	-123	-174	-220

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

**利润表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,225</b>	<b>2,518</b>	<b>2,872</b>	<b>3,358</b>
营业成本	1,786	1,989	2,239	2,585
税金及附加	18	21	23	27
销售费用	73	70	86	107
管理费用	175	198	230	272
财务费用	30	25	35	45
资产减值损失	15	15	15	15
公允价值变动收益	-13	1	1	1
投资收益	6	6	6	6
其他收益	13	13	13	13
<b>营业利润</b>	<b>41</b>	<b>115</b>	<b>144</b>	<b>187</b>
营业外收入	9	10	10	10
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>48</b>	<b>123</b>	<b>152</b>	<b>195</b>
所得税	6	17	21	27
<b>净利润</b>	<b>42</b>	<b>106</b>	<b>131</b>	<b>168</b>
少数股东损益	0	0	0	-1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>42</b>	<b>106</b>	<b>131</b>	<b>169</b>
NOPLAT	68	127	161	207
EPS(摊薄) (元)	0.08	0.21	0.26	0.33

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	7.4%	13.2%	14.1%	16.9%
EBIT 增长率	-50.9%	88.0%	26.4%	28.4%
归母净利润增长率	-54.4%	153.2%	24.0%	28.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.7%	21.0%	22.0%	23.0%
净利率	1.9%	4.2%	4.6%	5.0%
ROE	2.5%	6.4%	7.9%	10.1%
ROIC	3.0%	5.4%	6.3%	7.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.1%	47.3%	51.9%	57.7%
债务权益比	48.7%	63.2%	78.5%	103.3%
流动比率	180.2%	147.1%	125.6%	110.4%
速动比率	143.0%	114.3%	95.6%	83.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收帐款周转天数	73	79	78	78
应付帐款周转天数	52	50	50	49
存货周转天数	81	75	74	73
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.08	0.21	0.26	0.33
每股经营现金流	0.17	0.46	0.31	0.35
每股净资产	3.14	3.14	3.14	3.14
<b>估值比率</b>				
P/E	58.5	23.1	18.7	14.6
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	11.5	8.3	6.7	5.4

## 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	shenyin@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 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