

海鸥住工(002084)/家用轻工

内装工业化第一股

评级: 买入(首次)

市场价格: 7.44

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理: 郭美鑫

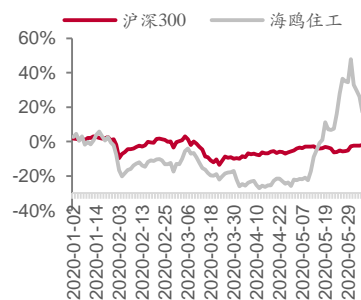
Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理: 徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	555
流通股本(百万股)	538
市价(元)	7.44
市值(百万元)	4187
流通市值(百万元)	4061

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2224.70	2569.42	3385.37	4238.76	5063.34
增长率 yoy%	7.44%	15.50%	31.76%	25.21%	19.45%
净利润	41.95	130.89	159.13	222.33	282.71
增长率 yoy%	-54.38%	212.03%	21.57%	39.72%	27.16%
每股收益(元)	0.08	0.24	0.29	0.40	0.51
每股现金流量	0.12	0.22	0.62	0.55	0.66
净资产收益率	2.64%	7.86%	8.54%	10.96%	12.70%
P/E	47	32	26	19	15
PEG	-0.86	0.2	1.2	0.5	0.6
P/B	1.24	2.44	2.20	2.02	1.84

备注: 股价取自 2020 年 06 月 08 日收盘价

投资要点

- 战略聚焦内装工业化, 业绩快速放量。**公司是装配式卫浴第一股, 目前已完成从卫浴代工的 OEM/ODM 服务到整装品牌商的转型。公司收购四维卫浴、有巢式、大同奈等多家企业, 快速具备全品类营销能力, 当前正处于从外销到内销的转型期。从业绩端来看, 2019 年收入边际提速, 收入业绩稳步提升, 盈利能力明显增强。公司 2019 年实现营业收入 25.7 亿元(+15.5%), 归母净利润 1.3 亿(+212%), 毛利率 24.34%(+4.64pct), 净利率为 5.25%(+3.37pct)。从产品结构角度来看, 传统业务营收中最多, 整体卫浴、瓷砖领域和定制橱柜放量明显。公司股权稳定, 已实施股权激励计划, 有利于公司稳定运营。
- 我们认为整体卫浴的渗透率未来会大幅提升, 其核心原因在于: 1) 政策助力渗透率低位提升。**自 2016 年起, 中央重点关注装配式建筑发展, 要求 2020 年装配式建筑在新建建筑中占比达 15%, 卫生间防水设计须达到 20 年。当前地方稳健落实, 出台 120 余项政策支持, 政策东风助力装配式建筑集中放量。在 2017 年的《装配式建筑评价标准》中, 整体卫浴在评分中占 3-6 分, 整体卫浴首次纳入装配式建筑打分体系。**2) 产品升级+成本下移, 打开住宅&C 端市场。**从整体卫浴特点来看, 其优点众多, 包括: 一体化程度更高, 整体效能高、成本相对更少、产品更加美观等。且整体卫浴已经克服非标技术难题, 逐渐从公寓市场走向住宅市场, 并依靠住宅市场带动整体发展。预计 2023 年整体卫浴将突破百亿市场规模, 达到 123 亿元。
- 装配式赛道高成长带来的行业红利: 从代工到品牌的增长。**1) 研发能力领先, 技术沉淀铸就先发优势。海鸥住工以 TMS 模式的代工业务起家, 在传统卫浴、五金件全产业链布局, 2015 年开始进军整装卫浴业务, 重视研发投入, 研发费用率维持 4%, 技术人员占比 20%左右。通过持续研发创新, 公司在定制化 HUB 产品生产、SMC 表面贴装等技术上构成竞争壁垒, 实现了领先行业的产品线升级; 2) 从公寓切入住宅, 蓝海市场扩容。受益于技术支撑的产品创新和渠道开拓, 海鸥整装卫浴业务逐步从公寓市场切入住宅市场, 产品终端市场规模快速扩容, 2020Q1, 住宅项目订单占比约 70%。3) 业务平稳清晰, 多产业布局推进内装工业化。公司于 2016 年收购四维卫浴, 初步构建起国内 C 端营销网络。2018 年起, 公司先后收购雅科波罗、海鸥冠军、科筑集成, 围绕整装卫浴延伸产品线, 导入瓷砖产业链, 积累 B 端客户渠道资源。住宅市场产品和渠道资源已成型, 步入放

量期。

- **投资建议：**预估公司 2020-2022 年实现营业收入 33.9 亿元、42.4 亿元、50.6 亿元，同比增长 31.8%/25.2%/19.5%，实现归属于母公司净利润 1.59 亿元、2.22 亿元、2.83 亿元，同比增长 21.6%/39.7%/27.2%，对应 EPS 为 0.29、0.4、0.51 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**地产景气程度下滑风险、整装卫浴需求不及预期风险、市场空间不及预期的风险

内容目录

战略聚焦内装工业化，业绩快速放量	- 5 -
从卫浴代工到装配式整装品牌商	- 5 -
为什么我们认为整装卫浴的渗透率能够提升？	- 7 -
原因一：政策助力行业渗透率低位提升	- 8 -
原因二：产品升级+成本下移，打开住宅&c 端市场	- 10 -
市场规模：预计 2023 年将突破百亿	- 14 -
市场格局：龙头集中，两级分化	- 15 -
装配式赛道高成长带来的行业红利：从代工到品牌的增长	- 17 -
研发能力领先，技术沉淀铸就先发优势	- 17 -
从公寓切入住宅，蓝海市场扩容	- 20 -
业务平稳清晰，多产业布局推进内装工业化	- 20 -
盈利预测、估值分析和投资建议	- 22 -
盈利预测与估值分析	- 22 -
投资建议：给予“买入”评级	- 23 -
风险提示	- 24 -
地产景气度下滑风险	- 24 -
整装卫浴需求不及预期风险	- 25 -
市场空间不及预期风险	- 25 -

图表目录

图表 1：公司发展历程	- 5 -
图表 2：公司 2010-2019 年收入变化（亿元）	- 5 -
图表 3：公司 2010-2019 年归母净利润变化（亿元）	- 5 -
图表 4：分产品营收拆分（亿元）	- 6 -
图表 5：公司毛利率	- 6 -
图表 6：海鸥住工股权结构	- 7 -
图表 7：我国新建装配式建筑情况（万平方米）	- 8 -
图表 8：部分国家装配式建筑渗透率对比	- 8 -
图表 9：装配式建筑政评价标准	- 8 -
图表 10：中央及地方装配式建筑政策文件梳理	- 9 -
图表 11：装配式建筑项目分布	- 10 -
图表 12：2020 年新建建筑中装配式建筑占比的要求	- 10 -
图表 13：整装卫浴空间实景图	- 10 -
图表 14：整装卫浴空间结构图	- 10 -
图表 15：传统卫浴与整装卫浴优缺点对比	- 10 -

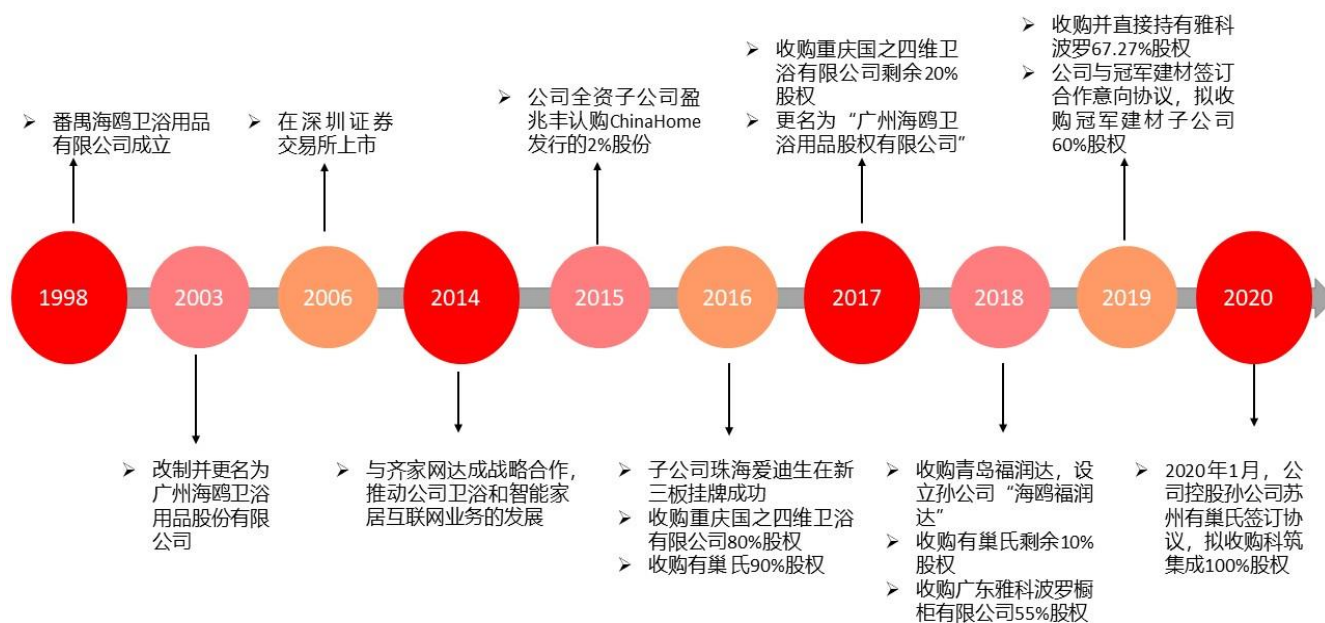
图表 16: 传统卫浴与整装卫浴施工时间对比.....	- 11 -
图表 17: SMC 表面贴装技术效果图.....	- 12 -
图表 18: 我国整装卫浴材料对比.....	- 12 -
图表 19: 2019 年 TOP20 房企长租公寓规模.....	- 13 -
图表 20: 长租公寓对比住宅市场容量有限.....	- 14 -
图表 21: 长租公寓渗透率对比	- 14 -
图表 22: 整装卫浴新房住宅+公寓市场规模测算.....	- 15 -
图表 23: 我国整装卫浴市场公司分类及技术对比图.....	- 16 -
图表 24: 2018 年整装卫浴行业产能格局	- 17 -
图表 25: 整装卫浴业务开始放量.....	- 18 -
图表 26: 2017 年非公开发行股票募投项目一览	- 18 -
图表 27: 海鸥住工研发人员占比约 20%.....	- 19 -
图表 28: 海鸥住工专利数量	- 19 -
图表 29: 彩钢墙板全自动化生产线.....	- 19 -
图表 30: 海鸥住工专利数量	- 19 -
图表 31: SMC 表面贴装技术实现整装卫浴外观材质多样化.....	- 19 -
图表 32: 海鸥住工整装业务订单住房结构	- 20 -
图表 33: 四维卫浴业绩稳健成长.....	- 21 -
图表 34: 国内市场收入占比逐年提升.....	- 21 -
图表 35: 冠军瓷砖业绩表现	- 21 -
图表 36: 冠军瓷砖毛利率和净利率	- 21 -
图表 37: 海鸥住工核心业务拆分预测表.....	- 22 -
图表 38: 可比公司估值表 (截止 2020 年 6 月 8 日)	- 23 -
图表 39: 海鸥住工三大财务报表.....	- 23 -

战略聚焦内装工业化，业绩快速放量

从卫浴代工到装配式整装品牌商

- 公司前身为 1998 年成立的番禺海鸥卫浴用品有限公司，于 2006 年在深交所上市，2018 年更名为海鸥住工（原“海鸥卫浴”）。公司传统业务为向全球优质卫浴客户提供 OEM/ODM 服务，主要客户包括全球前十大卫浴品牌（摩恩、科勒、汉斯格雅、高仪等）。基于原本的生产代工制造能力，公司通过收购四维卫浴、有巢氏等企业培育装配式品牌，切入国内的内装工业化市场，同时公司也通过收购雅科波罗、冠军瓷砖等，进入国内精装房市场，未来有望实现品类协同。

图表 1：公司发展历程

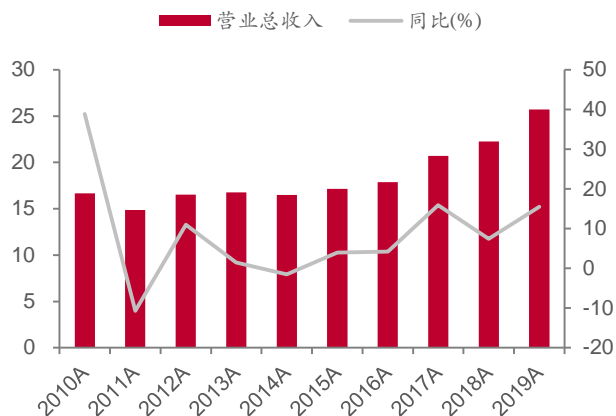


来源：公司公告、中泰证券研究所

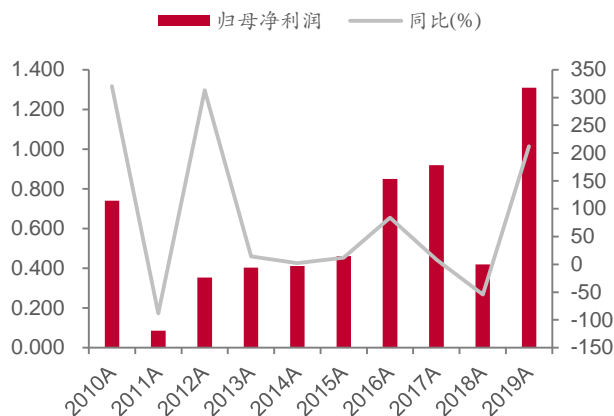
- 收入业绩稳步提升，2019 年收入边际提速。公司 2019 年实现营业收入 25.7 亿元(+15.5%)，2010-2019 年 CAGR 为 5%；公司 2019 年实现归母净利润 1.3 亿(+212%)，2010-2019 年 CAGR 为 7%。

图表 2：公司 2010-2019 年收入变化（亿元）

图表 3：公司 2010-2019 年归母净利润变化（亿元）



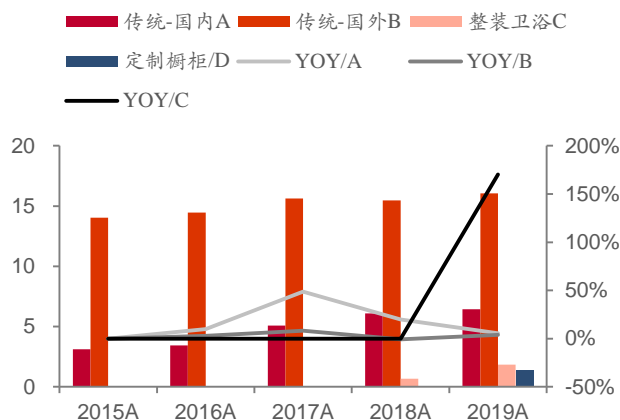
来源：公司公告、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

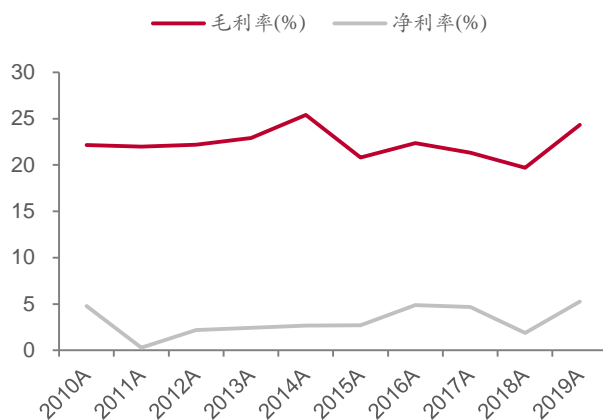
- **2019 年盈利大幅提升。**2019 年，公司毛利率 24.34%，同比提升 4.64pct；2019 年净利率为 5.25%，同比提升 3.37pct；2019 年公司三费率合计 17.97%，同比提升 1.3pct；销售费用率为 5.69%，同比提升 2.41 个百分点；管理费用率为 10.83%，同比下降 1.2 个百分点；财务费用率为 1.45%，同比提升 0.1 个百分点。

图表 4：分产品营收拆分（亿元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 5：公司毛利率



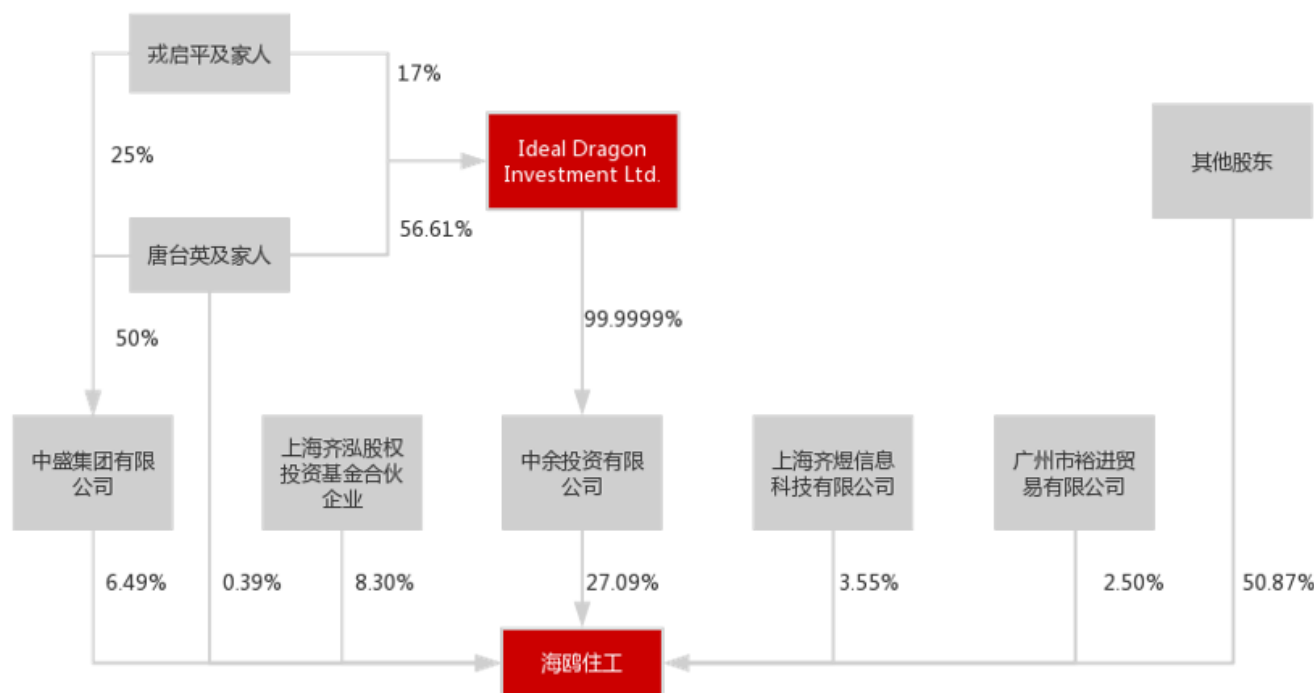
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **产品结构拆分：**1) 整装卫浴：公司 2018 和 2019 年整装卫浴分别实现营业收入 0.68 亿/1.83 亿元，2019 年同比增长 170%，同期毛利率从 23% 提升至 35%；2) 定制橱柜：公司通过 2019 年收购雅科波罗 67.27% 股份，2019 年实现定制橱柜收入 1.37 亿元，毛利率为 37%；3) 传统业务：2019 年公司传统代工业务实现营业收入 22.5 元，其中国内 6.4 亿元（+6%），国外 16.1 亿元（4%），传统业务毛利率约为 23%；
- **进军瓷砖领域，品类整合可期。**1) 2020 月 5 月 6 日，海鸥的全资孙公司 Sun Talent 将直接加间接持有大同奈公司 51.45% 股权。大同奈公司主营业务为生产与销售瓷砖包括地砖、壁砖、石英石砖、抛光石英石砖和各种瓷器产品，成立于 1994 年，是越南胡志明市老牌上市公司，在胡志明市、芹苴、河内、海防、芽庄、岘港、同奈（巴地头顿）有 7 个

营销分公司，2019 年销售收入 3.29 亿元，净利润 214.8 万元，高端瓷砖年生产能力 1700 万平方米。

- 2) 2020 年 4 月 13 日，海鸥收购海鸥冠军瓷砖 56.54% 股份，海鸥冠军原母公司为冠军建材，其在中国大陆境内昆山、蓬莱、宿州分别设有瓷砖生产基地。收购完成后，海鸥可凭借其丰富的瓷砖生产经营经验，通过产业链整合，进一步提升瓷砖业务生产能力，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。
- **股权结构稳定。**公司实际控制人为唐台英、戎启平，通过持有中余公司以及中盛集团而间接持股上市公司股份 33.58%；公司于 2014 年引入齐泓基金，占公司股份比例为 11.84%。
- **实施股权激励计划，彰显长远发展信心。**公司于 2019 年实施回购股份方案（用于股权激励及可转换债券），于 2019 年 12 月 10 日已经完成回购金额 1.18 亿，回购均价为 6.06 元/股。同时，公司于 2019 年 3 月 19 日公告：1) 激励对象：公司任职的董事、高级管理人员、公司中层管理人员及核心业务（技术）人员，共计 106 人；2) 授予价和数量：股票期权 5.12 元/股，总量 759.5 万份；限制性股票 2.56 元/股，总量 759.5 万股，占目前公司总股本 1.5%；3) 解锁条件：2019-2021 年归母净利润分别不低于 1.1/1.265/1.455 亿元，对应增速分别 162%/15%/15%。

图表 6：海鸥住工股权结构



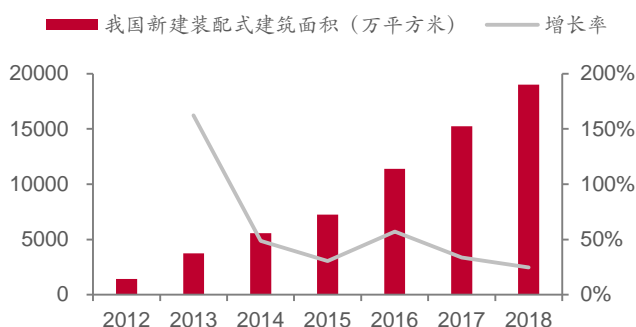
来源：公司公告、中泰证券研究所

为什么我们认为整装卫浴的渗透率能够提升？

原因一：政策助力行业渗透率低位提升

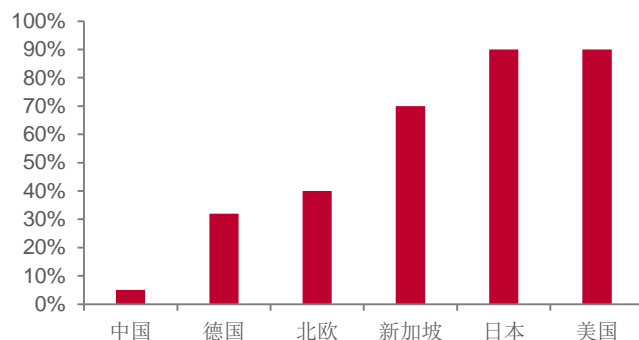
- **中央限产节能地方稳健落实，装配式建筑与国策同行。**2016 年起，中央持续关注装配式建筑的发展，推行装配式建筑可有效落实“三去一降一补”的政策。在补短板方面，装配式建筑建筑垃圾少，能极大降低污染和资源浪费，补上绿色制造与节能环保方向的短板。在去库存方面，装配式建筑可解决建材等行业库存大的难题，协助其去库存。当前各地方落实情况良好，全国各地出台 120 余项政策推动政策落实，包括税费优惠、用地支持、专项资金等。

图表 7：我国新建装配式建筑情况（万平方米）



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

图表 8：部分国家装配式建筑渗透率对比



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

- **多年蓄势迎来爆发，时间线邻近放量明显。**国家《“十三五”装配式建筑行动方案》要求 2020 年装配式建筑在新建建筑中的占比达 15%，新建城镇住宅必须全装修交付，卫生间防水设计需达 20 年。由于整装卫浴工作年限可达 20-30 年，而传统卫浴工作年限只有 5-6 年，因此整装卫浴是装配式建筑中卫浴构建的较好选择，行业发展前景向好。2019 年 5 月 1 日起，《装配式整体卫生间应用技术标准》正式开始实施，海鸥住工作为此次标准参编单位，其产能已达到 19 万套/年，可以快速响应标准，推动渠道订单落实。
- **装配式建筑指标明确，整体卫浴纳入评分体系。**2017 年 2 月，住建部发布《装配式建筑评价标准》，其中主体结构在评分占比 50%、围护墙和内隔墙占比 20%、装修和设备管线占比 30%，同时集成卫生间的评价分值在 3-6 分，此次是整装卫浴首次进入评分体系，有利于地产商以更开放的心态推进整装卫浴，加速行业发展。在 2019 年 12 月，住建部发表《装配式住宅建筑检测技术标准》，要求从 2020 年 6 月起开始严格落实装配式技术标准。

图表 9：装配式建筑评价标准

评价项	评价要求	评价分值	最低分值
主体结构 (50 分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件	35%≤比例≤80%	20-30
	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	比例≥80%	5
	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	比例≥50%	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
	干式工法楼面、地面	比例≥70%	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

来源：住建部、国务院、中泰证券研究所

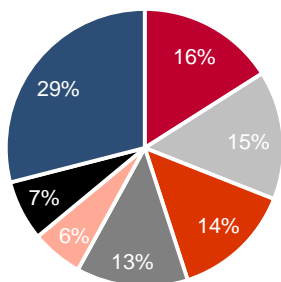
图表 10：中央及地方装配式建筑政策文件梳理

日期	部门	成果	相关内容
2018 年 12 月	住建部	《装配式整体卫生间应用技术标准》	对整体卫生间设计选型、生产运输、施工安装、质量验收及维护制定了详细标准
2017 年 12 月	住建部	《装配式建筑评价标准》	装配率应不低于 50%。整体卫浴评分在装配式建筑中占 3-6 分
2017 年 6 月	北京市政府办	《北京市发展装配式建筑 2017 年工作计划》等	装配式建筑装配率不低于 50%；高度在 60 米(含)以下的单体建筑预制率应不低于 40%；建筑高度在 60 米以上时，单体建筑预制率应不低于 20%
2017 年 6 月	湖南省政府办	《关于加快推进装配式建筑发展的实施意见》	截止 2020 年，全省市州中心城市装配式建筑占新建建筑比例达到 30% 以上，其中：长沙市、株洲市、湘潭市三市中心城区达到 50% 以上
2017 年 5 月	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到 2020 年，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%
2016 年 10 月	国务院	《建材工业发展规划（2016-2020 年）》	大力推进绿色建材，要求其主营业务收入在建筑业同产品中占比由 2015 年的 10% 提升至 2020 年的 30%
2016 年 8 月	住建部	《2016-2020 建筑业信息化发展纲要》	大力推进信息化技术在装配式建筑中的应用
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》	10 年左右装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。

来源：住建部、国务院、中泰证券研究所

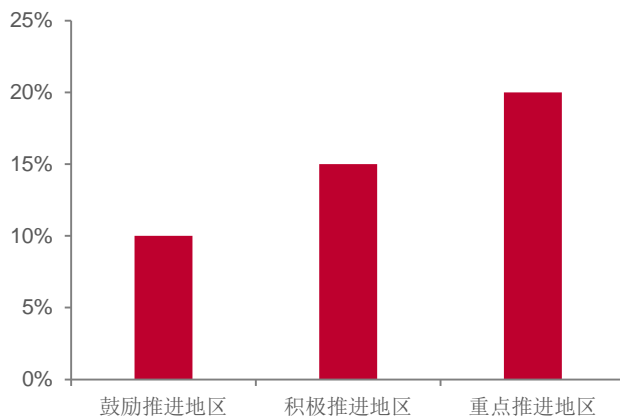
图表 11: 装配式建筑项目分布

■ 北京 ■ 山东 ■ 上海 ■ 江苏 ■ 浙江 ■ 湖北 ■ 其他



来源: 住建部, 中泰证券研究所

图表 12: 2020 年新建建筑中装配式建筑占比的要求



来源: 住建部, 中泰证券研究所

原因二: 产品升级+成本下移, 打开住宅&c 端市场

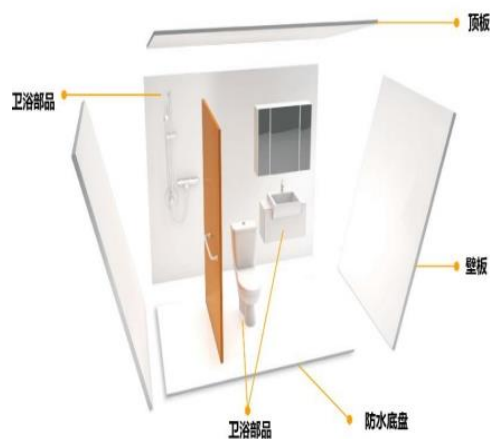
- 1) 一体化程度更高, 整体效能高。整装卫浴是一种独立卫生间单元, 其一体化防水盘与顶板、壁板共同构成整体空间, 并且涵盖多种功能结构。具有防水防渗、安装便捷、使用寿命长等特点。此外, 整装卫浴通常统一采购、生产、安装, 相对传统卫浴的分散采购、独立安装, 整装卫浴验收标准更加严格, 工业化与标准化程度更高。

图表 13: 整装卫浴空间实景图



来源: 菲力整装卫浴官网, 中泰证券研究所

图表 14: 整装卫浴空间结构图



来源: wind, 中泰证券研究所

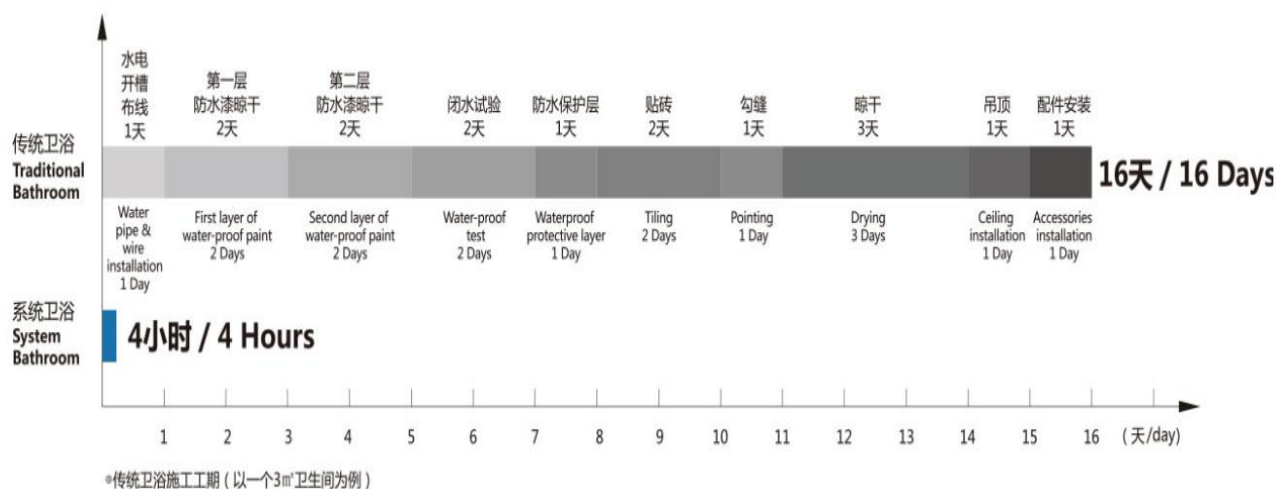
图表 15: 传统卫浴与整装卫浴优缺点对比

	传统卫浴	整装卫浴
建筑材料	材料坚硬, 以水泥、瓷砖等为主进行施工。瓷砖易脱落, 质量较难保证	材料多以 SMC 为主, 较有弹性, 不需担心滑倒受伤。可有效保证热量不散失

建造施工	需采用湿法施工，工期较长约 16 天；分散采购配件无法保证质量	采用干法施工，最快只需 2 人 4 小时即可完成，削减时间成本和人力成本
防漏功能	防漏性能较差，水泥和瓷砖均容易产生缝隙	防水底板和一些防漏设计（流水坡度设计）使其耐用性增强
耐用程度	使用寿命通常小于 10 年	使用寿命超过 20 年，有效避免洁具变黄、开裂等问题
环保性能	产生建筑垃圾多，不环保、难处理	采用环保新型建材，低能耗，建筑垃圾少
清洁功能	角落缝隙不易清洗，容易霉变等	其弧形设计便于清洁，不易霉变

来源：中泰证券研究所整理

- **2) 施工时间短。**从施工时间角度来看，当前整装卫浴施工最快仅需 2 人 4 小时即可完成，而传统卫浴所需十余个工种，要装修至少十六天，其时间成本优势明显。整装卫浴多采用拼接方式，装修技能易学简单，人工费用所需较少。

图表 16：传统卫浴与整装卫浴施工时间对比


来源：禧屋官网、中泰证券研究所

- **3) 成本下移带来性价比提升。**从成本端角度来看，公寓采用 SMC 材料，其成本显著小于传统卫浴。住宅整装卫浴装修大概 1.8-2 万元左右，其成本与传统卫浴接近。但对于一些全品类的公司，其采用自有品牌的洁具后成本可减少 10%-20%，随着规模优势的凸显，未来整装卫浴住的成本还有较大下降空间，成本的减少将成为整装卫浴公司提高渗透率最重要的着力点。
- **4) 产品升级。**当前 SMC 用料最为广泛，SMC 材料具有硬度强、抗老年限长的特点，可保证使用寿命超过 20 年；其优良的防滑性能可较好适用于浴室条件。此技术最早起源于日本，后来被引进中国。因 SMC 成本较低，国内整装卫浴厂商采用较多。尽管 SMC 材料具有绿色环保、

质量好、成本低的特点，但是 SMC 材料有着明显的塑料质感，不适合 to C 以及住宅市场的推广。

图表 17：SMC 表面贴装技术效果图



来源：海鸥福润达官网，中泰证券研究所

- **新材料创新加强，克服非标技术问题。**日本整体卫浴渗透率提升较快的根本原因在于，日本住户户型小，结构单一，类型趋同，方便整体卫浴厂商标准化生产。根据科逸官方公众号发布：科逸为克服现有 SMC 传统技术模具只能单一生产一种产品的缺陷，2019 开发了高精密组合化万能模具，使得投资成本下降 20%以上，生产效率提升 30%，发货周期缩短 20%。此外，鸿力和海鸥住工率先采用 VCM 材料，品质较为高端。2019 年海鸥住工逐渐布局新型 HUB 材料，克服非标问题。随着技术逐步完善和被解决，已具备住宅和 C 端市场被打开的初步条件。

图表 18：我国整装卫浴材料对比

	FRP 材料	SMC 复合材料	铝蜂窝复合瓷砖	VCM 材料	GRC 材料
材质与成型工艺	主要由胶衣、木板、玻璃纤维布等构成。一般由自然干燥脱模成型而得	整体由不饱和聚酯玻璃纤维增强模塑料构成，被高温高压一次性热压固化成型	为一种高强度新型环保建筑复合材料，由蜂窝复合材料、天然石等构成，一般采用高温高压成型	俗称彩钢板，为一种带有机涂层的覆膜板。由多种材料叠合而成。	玻璃纤维增强水泥

产品质量与特点	有轻质、高强、刚度高等特点。但从应用角度讲，质量较不稳定	硬度强、柔性好、可塑性和耐污性强，不易老化，较为环保，无毒无味	强度好、质感稳重、刚性高、较平整	色彩稳定、强度高、硬度高，有一定防腐能力	使用期限长，材质较灵活，无毒无味，较为环保
---------	------------------------------	---------------------------------	------------------	----------------------	-----------------------

来源：中泰证券研究所整理

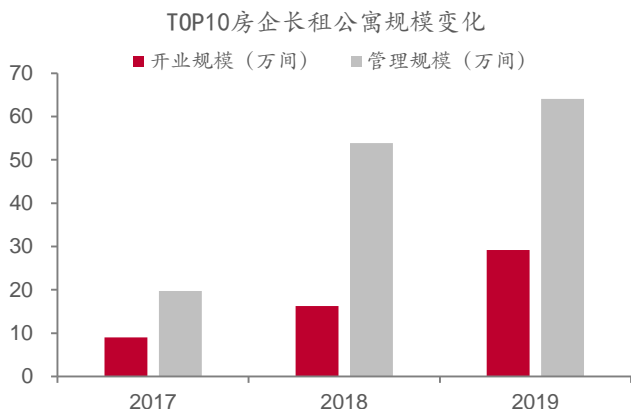
- 从公寓到住宅，市场快速扩容，成长空间打开。酒店、公寓市场是传统SMC整装卫浴的主要市场，从终端市场规模看，目前国内长租公寓市场容量有限。仲量联行数据显示，截止 2018H1，北京、上海、广州、深圳、杭州、成都 6 城市已开业长租公寓总数约为 13.5 万套，存量有限，其中 90% 户型为单间，面积在 25 m²-40 m²之间。对比住宅市场看，2018 年 6 城（北上广深+杭州成都）商品住宅成交套数 49.7 万套，在核心城市，长租公寓市场容量约为住宅市场的 27%。整装卫浴从长租公寓市场迈入住宅市场，意味着产品终端市场规模将快速扩容。

图表 19：2019 年 TOP20 房企长租公寓规模

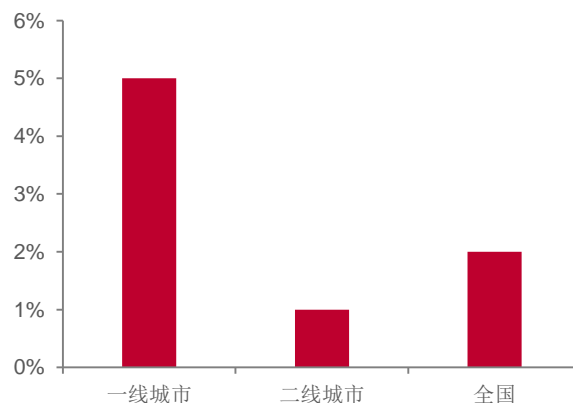
排名	品牌	开业规模 (间)	排名	品牌	管理规模 (间)
1	万科泊寓	100000+	1	万科泊寓	230000
2	龙湖冠寓	80000	2	龙湖冠寓	110000
3	旭辉领寓	26500	3	旭辉领寓	68367
4	朗诗寓	18385	4	碧桂园碧家国际社区	60000
5	招商公寓	16701	5	朗诗寓	45000
6	碧桂园碧家国际社区	15815	6	华润有巢	42500
7	上海地产城方城寓	14206	7	上海地产城方城寓	25799
8	金地商置草莓社区	8436	8	招商公寓	24670
9	华润有巢	6053	9	中骏方隅	19897
10	合景泰富（听舍/陆舍/誉舍）	6008	10	保利公寓	15000
11	保利公寓	6000	11	金地商置草莓社区	10774

12	佳兆业佳寓	5600	12	佳兆业佳寓	10000
13	德信随寓	5313	13	中海（友里/海堂）	7472
14	远洋邦舍	3809	14	合景泰富（昕舍/陆舍/誉舍）	6714
15	中骏方隅	2543	15	绿地（铂瑞/铂骊/铂派）	6401
16	协信家	2018	16	德信随寓	6032
17	石榴集团（熊猫公寓/河马公寓）	1800	17	仁恒租赁社区	4090
18	宝地（友间公寓/朴乐里）	1724	18	远洋邦舍	3809
19	景瑞悦樾	1461	19	宝地（友间公寓/朴乐里）	3608
20	上坤上寓	1460	20	协信家	2908
	合计	323832		合计	703041

来源：克尔瑞、中泰证券研究所

图表 20：长租公寓对比住宅市场容量有限


来源：克尔瑞、中泰证券研究所

图表 21：长租公寓渗透率对比


来源：奥维云网（AVC）、中泰证券研究所

市场规模：预计 2023 年将突破百亿

- 2020 年我国新房预计约 1012 万套，其中公寓渗透率约占 3%，共 30 万套，按当前海鸥住工统计的整装卫浴在公寓市场渗透率 51% 估算，在未来形势政策没有较大变动情况下，20 年预估整装卫浴 15 万套。因公寓市场整装卫浴大多使用 SMC 材质，单值 4000 元左右，其市场规模约

6.2 亿，未来整装卫浴在公寓市场的渗透率提升空间有限。而在住宅市场，整装卫浴渗透率较低，当前在 1%左右。随着非标定制技术的成熟，住宅市场将被打开，我们预计渗透率在 2024 年预计达到 15%。按住宅市场单值 7500 元计算，2020 年整体卫浴住宅市场规模将达到 11 亿元，首度超过公寓市场。若不考虑酒店和养老等市场，整个整体卫浴市场规模预计在 2023 年达 123 亿，突破百亿市场规模。

- 据装配式建筑网统计，2019 年末，我国房建市场规模位居世界首位，约 15.1 万亿元，但装配式建筑目前渗透率不足 5%，与发达国家相比有较大的差距；德国装配式建筑渗透率目前达到 32%，北欧达到 40%以上，新加坡达到 70%以上。2020 年我国装配式建筑渗透率有望达到政策规定的 15%，装配式建筑市场扩容趋势确立，其需求也将带动整装卫浴市场规模的扩大。

图表 22：整装卫浴新房住宅+公寓市场规模测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
竣工面积/100（万套）	955	1012	1053	1074	1052	1052
增速（%）	3%	6%	4%	2%	-2%	0%
公寓（万套）	19	30	37	43	47	47
公寓渗透率	2%	3%	4%	4%	5%	5%
公寓整体卫生间渗透率	50%	51%	52%	53%	53%	55%
公寓整体卫浴套数（万套）	10	15	19	23	25	26
公寓单值（元）	4000	4000	4000	4000	4000	4000
公寓市场规模（亿元）	3.8	6.2	7.7	9.1	10.0	10.4
住宅（万套）	936	982	1016	1031	1005	1005
住宅单值（元）	7500	7500	7500	7500	7500	7500
住宅整体卫生间渗透率	0%	1%	3%	6%	10%	15%
住宅整体卫浴套数（万套）	0	14	53	93	151	226
住宅市场规模（亿元）	0	11	39	70	113	170
整体卫浴市场规模（亿元）	4	17	47	79	123	180

来源：wind、中泰证券研究所

市场格局：龙头集中，两级分化

- 多公司开始布局，两极分化较为明显。从公司类别来看，当前布局整体卫浴公司有四大类：1）专注整装卫浴的公司，以科逸为代表。此类公司因无传统卫浴业务，整体体量较小，采购上游产品时议价权较弱，不利于毛利率的提升；2）以海鸥住工、惠达卫浴为代表的传统卫浴龙头，其

下游渠道客户明显，可整合传统卫浴与整装卫浴技术，有较强定价能力和盈利能力；3)以碧桂园为代表的房地产厂商布局整装卫浴市场，其资金雄厚但是起步较晚，目前还未形成产能；4)以骊住为代表的国外整装卫浴品牌，其在中国市占率较低，还未完全打开市场，对中国企业竞争较小。

- 从收入规模来看，2019年海鸥住工整装卫浴业务营收1.83亿元，同比增长173%。由于传统整装卫浴国内市场运用场景受限，国内整装卫浴行业前四大企业营收均为亿元级别，其他品牌营收规模较小，均亿元级别以下，当前科逸和海鸥住工领先优势明显。

图表 23：我国整装卫浴市场公司分类及技术对比图

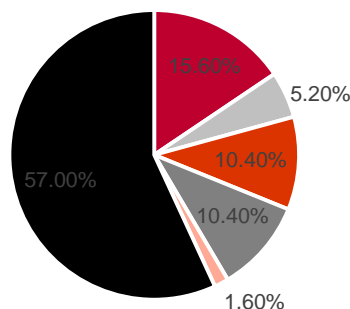
类别	整体卫浴+传统卫浴	整装卫浴	房地产厂商	外国厂商
公司	海鸥住工、惠达卫浴	科逸、禧屋、鑫铃、鸿力	美的置业、碧桂园	骊住、Housetec
技术	SMC 为主。海鸥住工新增定制 HUB、彩钢板、复合瓷砖	SMC 为主，鸿力新增复合瓷砖	SMC	SMC
定制	海鸥住工可定制	科逸可定制	不可以	不可以

来源：中泰证券研究所整理

- 海鸥住工和鸿力率先开展复合瓷砖布局，目前已经形成产能，瓷砖的触感和效果更容易被中国消费者接受，有利于开拓 C 端市场，但鸿力无法进行个性化模具定制。
- 海鸥住工联合松下等国际品牌，发挥研发优势，发展出 SMC 表面装贴技术，可在整装卫浴墙板和底盘粘贴各种样式材料，达成高端、多样的效果。海鸥住工目前已经布局 HUB 定制业务，针对 C 端市场可实行模具定制，并制造高端的整装卫浴，既解决材质上的高端性问题，又解决定制模具成本过高问题。其定制技术行业领先，壁垒很高，为整体卫浴进入精装房 C 端市场做好充足准备。
- **龙头加速建厂，抢占高端市场份额。**各公司官网显示，科逸股份目前年产能 30 万套左右，以 SMC 材料为主，对高端住宅市场竞争不大；海鸥住工目前八条生产线，产能 19 万套，其中彩钢板产能约 10 万套，瓷砖产能约 6 万套，还有 13 万套产能在建，彩钢和瓷砖整装卫浴主要面向高端住宅市场，优势明显；惠达卫浴预计未来 SMC 材质 5 万套产能，瓷砖和彩钢的产能 5 万套，今年以 SMC 材质为主。鑫铃住房预计产能（SMC）在 5 万套左右，难以切入高端住宅市场。

图表 24：2018 年整装卫浴行业产能格局

■ 科逸 ■ 鸿力 ■ 禧屋 ■ 鑫铃 ■ 有巢式 ■ 其他

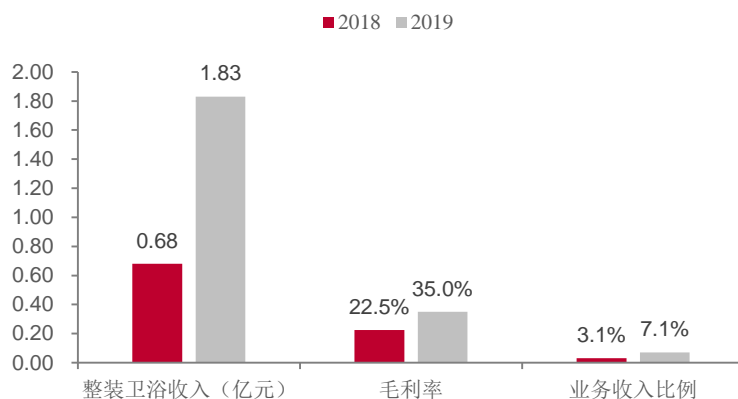


来源：奥维云网、中泰证券研究所

装配式赛道高成长带来的行业红利：从代工到品牌的增长

研发能力领先，技术沉淀铸就先发优势

- **代工起家，全产业链布局，具备先发优势。**海鸥住工以为摩恩、科勒等卫浴巨头代工五金卫浴起家，业务以 TMS 模式为主，深入产品设计研发、生产运输全流程，全产业链布局，在产能端具备五金、陶瓷件规模化制造和供应能力。2015 年公司开始谋划进军整装卫浴领域，2017 年公司突破关键技术瓶颈，自主研发柔性模具，为卫浴空间定制化提供技术支持；产能端则布局苏州年产 6.5 万套、浙江年产 13 万套定制整装卫浴项目。2018 年 1 月公司完成收购苏州有巢氏，在技术和产能支撑下，整装卫浴业务开始放量。截止 2019 年末，公司定制整装卫浴拥有苏州、青岛、珠海三大生产制造基地，主要生产高端 SMC、彩钢板和瓷砖复合整体卫浴产品，整体卫浴间产品年产能合计 19 万标套。

图表 25: 整装卫浴业务开始放量


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 26: 2017 年非公开发行股票募投项目一览

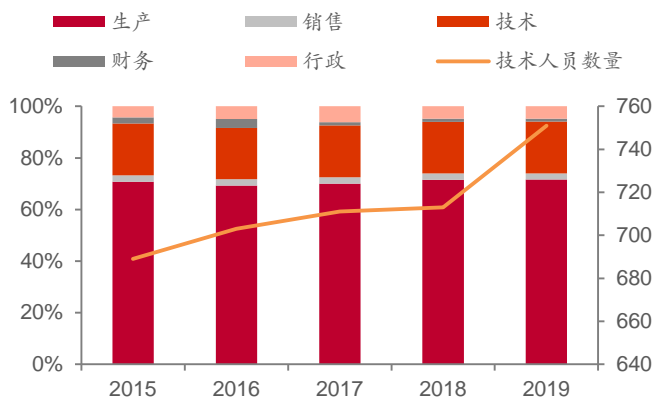
承诺投资项目	投资总额 (万)	投资进度	预计完成日期
收购苏州有巢氏 90%股权	5,400	100.00%	2018 年 2 月 7 日
苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目	14,995.36	50.61%	2020 年 12 月 31 日
浙江年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	16,878.99	22.49%	2020 年 7 月 31 日
收购整体卫浴生产设备项目	1,500	100.00%	2018 年 9 月 3 日
定制整装卫浴、浴缸、淋浴房智能制造生产线	1,517.82	12.68%	2020 年 12 月 31 日
互联网营销 OTO 推广平台项目	373.27	24.51%	2020 年 12 月 31 日
承诺投资项目小计	40,665.44		

来源: wind、中泰证券研究所

- 重视研发投入，构筑技术壁垒。**整装卫浴是将卫生间整体工业化生产，配套整合，并在施工现场实现快速安装的商品，采用一体化防水盘或防水盘组合。传统整装卫浴以 SMC 材质为主，触感较好且强度高，使用年限可达 20 年，在日本市场被广泛使用。从国内市场看，SMC 材质因其外观塑料感重，在市场推广中难以切入住宅市场，此外，国内户型多样化，空间尺寸多变也对产品规模化生产构成挑战。基于产品外观材质改良及柔性化生产，公司持续进行研发投入，历史研发费用占营收比重维持在 4% 左右，2019 年公司研发支出达 1.02 亿元；员工构成上，技术人员数量占比稳定在 20% 左右。通过持续研发创新，公司目前在定制化 HUB 产品生产、SMC 表面贴装等技术上领先行业，构成竞争壁垒。

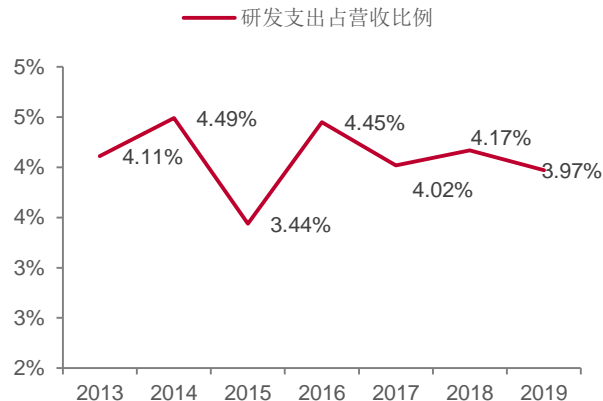
截止 2019 年末，公司共获得专利授权 403 项，其中发明创造 65 项，在申请的专利共 52 项，其中发明创造 33 项。

图表 27：海鸥住工研发人员占比约 20%



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 28：海鸥住工专利数量



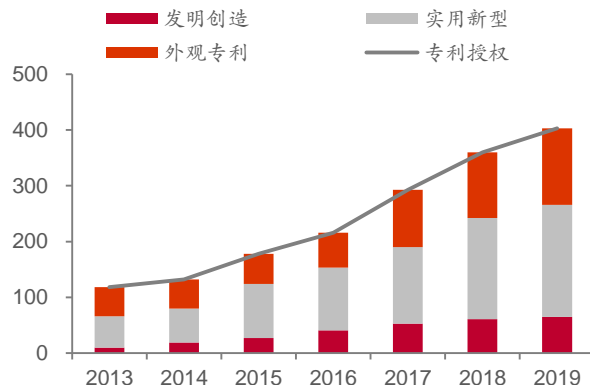
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 29：彩钢墙板全自动化生产线



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 30：海鸥住工专利数量



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **表面贴装技术实现产品线升级，助力公司打开中高端市场。**公司拥有的 SMC 表面贴装技术，使得整装卫浴墙板和底盘可贴装彩钢板和瓷砖，在保有整装卫浴本身功能性的同时满足了国内市场消费审美需求。目前公司整装卫浴产品线分为传统 SMC 材质、SMC+彩钢板、SMC+瓷砖三大类，传统 SMC 整装卫浴以中低端公寓、酒店市场为主，后两类产品应用场景则可延伸至住宅和中高端公寓市场。我们认为，海鸥通过持续研发投入构筑的 SMC 贴装技术壁垒，实现了领先行业的产品线升级，有助力公司打开高附加值市场，把握住宅全装修趋势。

图表 31：SMC 表面贴装技术实现整装卫浴外观材质多样化

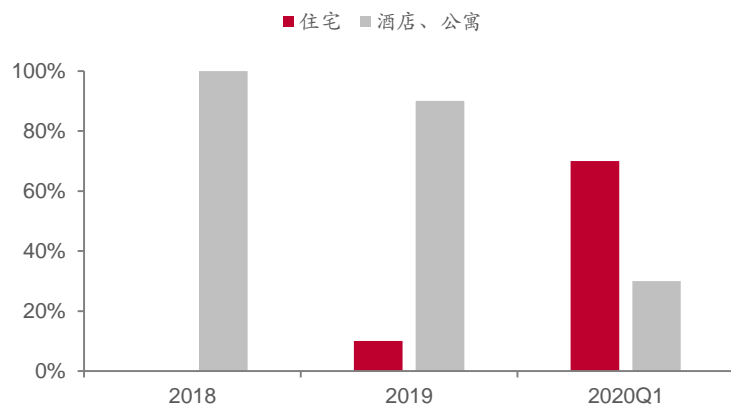


来源：有巢氏官网、中泰证券研究所

从公寓切入住宅，蓝海市场扩容

- 受益于技术支持的产品创新，海鸥整装卫浴业务从公寓市场切入住宅市场。有巢氏和福润达为公司定制整装卫浴两大品牌，其中有巢氏产品以瓷砖、彩钢板整装卫浴为主，目标市场为精装修住宅等中高端市场。福润达以高性价比的 SMC、彩钢板整装卫浴为主，主打酒店公寓市场。凭借材料产品创新及良好的产品品质，公司产品实现了从酒店公寓到住宅市场的扩容。目前公司已覆盖成为万科地产、龙湖地产、越秀地产、旭辉领寓、卓越集团、上坤、华润、绿地香港的战略集采供应商。从在手订单看，2019 年海鸥住工整装卫浴业务住宅项目订单占比约 10%，2020Q1，住宅项目订单占比约 70%。

图表 32：海鸥住工整装业务订单住房结构

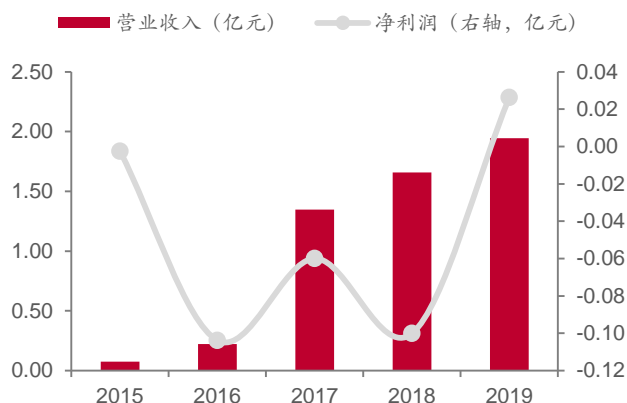


来源：公司公告、中泰证券研究所

业务平稳清晰，多产业布局推进内装工业化

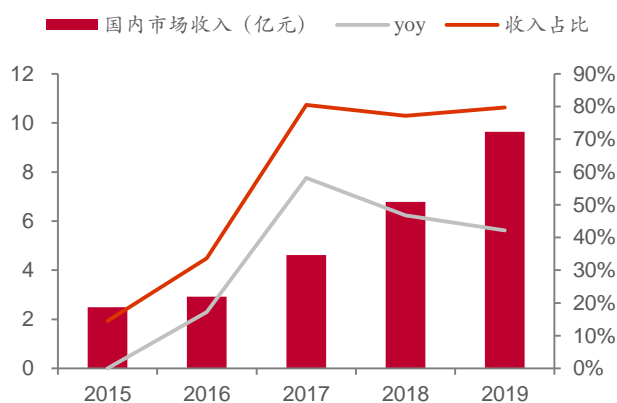
- **收购四维卫浴，构建 C 端营销网络。**海鸥住工 2016 年收购四维卫浴，后者为卫生洁具浴室柜和五金龙头生产销售品牌商。目前四维卫浴在 C 端渠道拥有约 320 家经销商，在工程渠道成为金科战略合作商。对四维卫浴的收购使得海鸥住工初步构建起 C 端销售网络。同年，公司与齐家网达成合作协议，共享线上和线下推广资源。

图表 33：四维卫浴业绩稳健成长



来源：wind、中泰证券研究所

图表 34：国内市场收入占比逐年提升

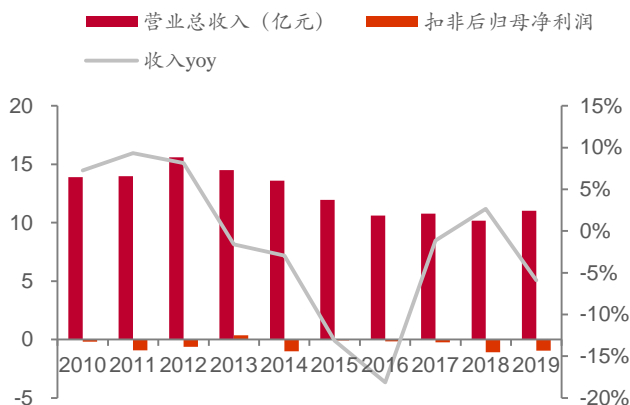


来源：wind、中泰证券研究所

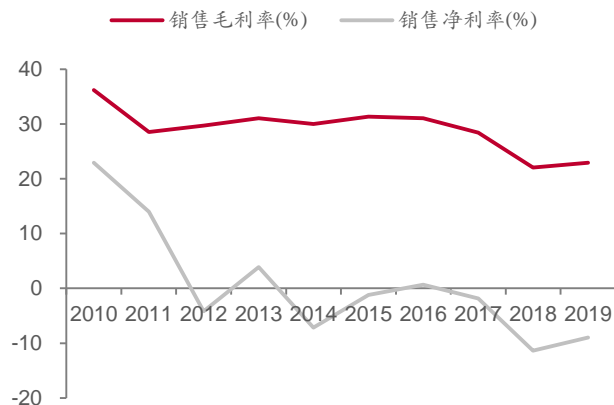
- **围绕整装卫浴延伸产品线，积累 B 端客户资源。**在定制整装卫浴战略布局下，公司 2019 年收购雅科波罗 67.27% 股权，后者为定制橱柜生产销售服务商，主要核心客户为恒大等地产开发商，2019 年营业收入 1.4 亿元，利润 213 万元。借助雅科波罗的定制橱柜产能和客户资源，海鸥产品线从卫浴部品部件延伸至厨房空间，助力公司内装工业化战略推进。目前，雅科波罗已成为恒大、碧桂园、越秀、保利、富力、新世界、龙湖地产、广电、新光地产、中山实地、龙光、新明珠、融创等全国知名房地产集团公司精装房橱柜、衣柜、浴柜工程配套的战略合作伙伴。
- **导入瓷砖产业链，促进高端瓷砖整装卫浴发展。**2019 年公司与冠军建材签订合作意向协议，收购冠军建材子公司海鸥冠军 56.54% 股权，2020 年 4 月完成股权交割。公司公告显示，冠军建材在昆山、蓬莱、宿州分别设有瓷砖生产基地，整体产值在 15 亿元以上，2019 年中国大陆业务有所亏损。通过产业链整合，海鸥瓷砖业务生产能力得以提升，海鸥冠军大陆业务也逐步扭亏，有利于公司高端瓷砖整装卫浴业务发展，进一步完善公司在装配式装修住宅市场的布局。

图表 35：冠军瓷砖业绩表现

图表 36：冠军瓷砖毛利率和净利率



来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

- **收购科筑集成，加速抢占住宅市场。**2020 年 1 月，公司控股孙公司苏州有巢氏签订协议，收购科筑集成 100% 股权。科筑集成是装配式住宅整装卫浴核心解决方案提供商，是深度切入万科采购链的配套品供应商。本次收购有利于公司整合住宅渠道资源，加快进入住宅整装卫浴领域，扩大整装卫浴市场份额，增强公司在整装卫浴板块的核心竞争力。
- **住宅市场产品和渠道资源已成型，期待渠道、品类放量。**我们认为，在海鸥住工自身产品和技术优势背景下，上述系列收购帮助公司拓展橱柜和瓷砖业务线，同时打开了万科、恒大等客户渠道资源。公司对住宅市场的规划初步成型，期待未来在现有客户基础上，中高端整装卫浴和配套品类订单逐步释放。

盈利预测、估值分析和投资建议

盈利预测与估值分析

- **核心假设：**1) 传统卫浴五金业务保持稳健；2) 瓷砖业务：外延并表致收入较高增长，品类整合后盈利能力提升；3) 整装卫浴业务：依靠产品优势，受益于装配式建筑趋势的同时打开 B 端住宅整装卫浴市场，下游需求快速扩容，公司订单高增长。
- **我们预估公司 2020-2022 年实现营业收入 33.9 亿元、42.4 亿元、50.6 亿元，同比增长 31.8%/25.2%/19.5%，实现归属于母公司净利润 1.59 亿元、2.22 亿元、2.83 亿元，同比增长 21.6%/39.7%/27.2%，对应 EPS 为 0.29、0.4、0.51 元。**

图表 37：海鸥住工核心业务拆分预测表

按业务拆分 (亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
整装卫浴						
收入	-	0.7	1.8	4.0	8.1	11.9
YOY			170%	120%	100%	48%
定制橱柜						
收入	-	-	1.4	2.9	4.3	5.7
YOY				110%	50%	33%

传统业务						
收入	20.7	21.6	22.5	22.0	23.1	24.3
YOY	15.9%	4.2%	4.3%	-2.4%	5.3%	5.3%
瓷砖业务						
收入	-	-	-	5.0	6.9	8.6
YOY	-	-	-	-	38%	25%
总计						
收入	20.7	22.2	25.7	33.9	42.4	50.6
YOY	15.9%	7.4%	15.5%	31.8%	25.2%	19.5%

来源：中泰证券研究所

投资建议：给予“买入”评级

- 依靠技术、产品和多品类优势，公司有望从公寓切入住宅整装卫浴市场，同时受益于装配式建筑趋势，C端、B端业务均待放量，中长期看有望实现稳健增长。参照可比公司估值，海鸥住工竞争优势突出，具备先发优势，盈利能力有望持续提升，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 38：可比公司估值表（截止 2020 年 6 月 8 日）

证券简称	股价	EPS				PE				PEG	评级
	(元)	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E		
江山欧派	101.8	1.89	3.23	3.72	4.8	53.9	31.5	27.4	21.2	1.8	买入
惠达卫浴	14.74	0.65	0.89	1.01	1.2	22.7	16.6	14.6	12.3	1.1	未评级
海鸥住工	7.55	0.08	0.24	0.29	0.4	94.4	31.5	26.0	18.9	1.2	买入

来源：wind、中泰证券研究所

备注：惠达卫浴盈利预测数据采用万得一致预期。

图表 39：海鸥住工三大财务报表

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2569.42	3385.37	4238.76	5063.34	净利润	134.79	162.65	226.85	289.07
营业成本	1943.94	2560.69	3197.29	3807.12	折旧与摊销	94.97	81.09	87.98	92.98
营业税金及附加	21.69	28.25	35.51	42.36	财务费用	37.22	44.79	45.60	47.12
销售费用	146.20	213.62	259.84	305.32	资产减值损失	-4.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	176.21	359.53	445.92	534.18	经营营运资本变动	-66.87	47.78	-52.21	-65.79
财务费用	37.22	44.79	45.60	47.12	其他	-71.11	8.20	-3.02	-0.06
资产减值损失	-4.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	124.15	344.51	305.19	363.33
投资收益	2.58	0.00	0.00	0.00	资本支出	-138.06	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	2.99	4.41	1.04	-1.05	其他	163.39	4.41	1.04	-1.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	25.33	-95.59	-98.96	-101.05
营业利润	152.66	182.91	255.65	326.18	短期借款	-164.92	-254.59	50.00	50.00
其他非经营损益	-1.65	1.78	1.66	1.15	长期借款	148.38	125.00	0.00	0.00
利润总额	151.01	184.69	257.30	327.32	股权融资	-3.12	48.21	0.00	0.00
所得税	16.22	22.04	30.45	38.25	支付股利	0.00	-49.17	-62.31	-82.48
净利润	134.79	162.65	226.85	289.07	其他	-305.62	-45.47	-45.60	-47.12
少数股东损益	3.90	3.53	4.52	6.36	筹资活动现金流净额	-325.28	-176.02	-57.90	-79.60
归属母公司股东净利润	130.89	159.13	222.33	282.71	现金流量净额	-177.22	72.90	148.33	182.67
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	565.16	638.06	786.38	969.06	成长能力				
应收和预付款项	759.77	835.06	974.74	1070.26	销售收入增长率	15.50%	31.76%	25.21%	19.45%
存货	584.55	653.17	756.72	866.12	营业利润增长率	276.26%	19.81%	39.77%	27.59%
其他流动资产	86.98	105.31	149.99	206.24	净利润增长率	222.43%	20.67%	39.47%	27.43%
长期股权投资	77.52	77.52	77.52	77.52	EBITDA 增长率	73.72%	8.40%	26.05%	19.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	642.13	674.10	699.19	719.27	毛利率	24.34%	24.36%	24.57%	24.81%
无形资产和开发支出	151.51	145.04	138.57	132.10	三费率	14.00%	18.25%	17.73%	17.51%
其他非流动资产	154.75	148.15	141.55	134.96	净利率	5.25%	4.80%	5.35%	5.71%
资产总计	3022.36	3276.41	3724.67	4175.52	ROE	7.86%	8.54%	10.96%	12.70%
短期借款	354.59	100.00	150.00	200.00	ROA	4.46%	4.96%	6.09%	6.92%
应付和预收款项	539.44	731.52	945.97	1124.29	ROIC	10.05%	11.27%	14.43%	16.83%
长期借款	280.38	405.38	405.38	405.38	EBITDA/销售收入	11.09%	9.12%	9.18%	9.21%
其他负债	132.21	133.96	153.24	169.18	营运能力				
负债合计	1306.62	1370.86	1654.58	1898.84	总资产周转率	0.87	1.07	1.21	1.28
股本	506.39	554.60	554.60	554.60	固定资产周转率	4.65	5.46	6.17	7.14
资本公积	606.67	606.67	606.67	606.67	应收账款周转率	4.61	5.34	5.89	6.44
留存收益	627.68	737.64	897.66	1097.89	存货周转率	3.89	4.10	4.46	4.63
归属母公司股东权益	1608.77	1795.04	1955.07	2155.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.51%	—	—	—
少数股东权益	106.97	110.50	115.02	121.38	资本结构				
股东权益合计	1715.74	1905.55	2070.09	2276.68	资产负债率	43.23%	41.84%	44.42%	45.48%
负债和股东权益合计	3022.36	3276.41	3724.67	4175.52	带息债务/总负债	48.60%	36.87%	33.57%	31.88%
					流动比率	2.01	2.39	2.19	2.13
					速动比率	1.42	1.69	1.57	1.54
					股利支付率	0.00%	30.90%	28.02%	29.17%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	284.85	308.78	389.22	466.28	每股收益	0.24	0.29	0.40	0.51
PE	31.99	26.31	18.83	14.81	每股净资产	3.09	3.44	3.73	4.11
PB	2.44	2.20	2.02	1.84	每股经营现金	0.22	0.62	0.55	0.66
PS	1.63	1.24	0.99	0.83	每股股利	0.00	0.09	0.11	0.15
EV/EBITDA	13.46	12.84	9.94	8.01					
股息率	0.00%	1.17%	1.49%	1.97%					

来源：中泰证券研究所

风险提示

地产景气度下滑风险

- 家居行业位处房地产行业下游，具有后周期性，房地产行业景气程度影响到家居市场整体需求。地产市场景气程度下滑将抑制家居市场整体需求，从而对家居产品终端销售带来不利影响。

整装卫浴需求不及预期风险

- 整装业务是公司核心业绩增长点之一，若下游住宅市场运用及装配式建筑渗透率提升不及预期，将导致公司整装业务需求不及预期，进而影响公司收入和盈利能力。

市场空间不及预期风险

- 整装卫浴市场空间测算基于一定的假设条件、存在不及预期的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。