

# 海鸥住工 (002084.SZ)

## 整装卫浴龙头领航，产业链整合显效果在即

### 核心观点：

- **B端需求不断增长，2020年整装卫浴行业市场规模有望破百亿。**中国的整装卫浴从长租公寓、保障性住房、酒店起步，后续逐渐拓展至住宅项目。伴随消费者对整装卫浴接受程度的不断提升、国家装配式建筑政策推动与精装修渗透率提升，未来我国整装卫浴市场规模将持续攀升，据前瞻产业研究院，2020年我国整装卫浴市场规模将达到126亿元。
- **海鸥住工通过收购切入整装卫浴行业，市场集中度亟待提升。**海鸥住工通过收购迅速切入行业，2019年整装卫浴实现1.83亿元收入。当前国内整装卫浴行业渗透率较低，仍处于B端市场放量阶段，未来B端市场可能会经历蓝海、红海阶段，最终发展成为寡头竞争格局；而伴随着消费者教育的不断推进，C端市场未来有望成为新蓝海。
- **客户资源、产能布局、全产业链生产能力是公司成为行业龙头的核心竞争力。**(1) 客户资源：公司积累丰富客户资源，是龙湖地产、越秀地产、万科地产等头部房企的战略集采供应商。(2) 产能布局：公司定制整装卫浴拥有苏州、青岛、浙江（在建）三大生产制造基地，主要用于生产高端SMC、彩钢板整体卫浴和瓷砖复合整体卫浴产品，公司整体卫浴间产品年设计产能超过20万套（浙江13万套与扩建江苏6.5万套产能将于2020年达产）。(3) 产业链生产能力：近年来海鸥住工持续投入资源布局新业务，公司全链条生产能力不断增强。
- **盈利预测与估值。**预计公司2020-2022年归母净利润1.69、2.30、3.01亿元，同比增长28.9%、36.2%、30.8%，对应当前PE分别为26X、19X、14X。整装卫浴行业放量，公司成长性高，参考可比公司估值和公司业绩增速预期（预计未来3年CAGR=31.9%），给予公司2020年30倍PE合理估值，对应合理价值9.00元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**中美贸易战持续；房地产市场波动；全球疫情对产销影响。

### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,225	2,569	3,099	3,761	4,550
增长率(%)	7.4	15.5	20.6	21.3	21.0
EBITDA(百万元)	173	274	330	424	528
归母净利润(百万元)	42	131	169	230	301
增长率(%)	-54.4	212.0	28.9	36.2	30.8
EPS（元/股）	0.08	0.26	0.30	0.41	0.54
市盈率（P/E）	46.96	25.11	25.71	18.87	14.43
市净率（P/B）	1.24	2.04	2.34	2.08	1.82
EV/EBITDA	11.62	12.34	13.53	10.91	8.58

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

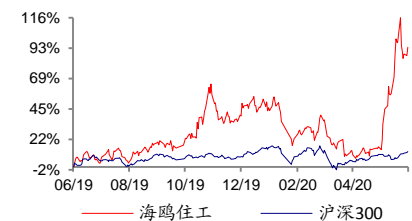
买入

当前价格	7.82 元
合理价值	9.00 元
前次评级	买入
报告日期	2020-06-10

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	554.60/540.62
总市值/流通市值（百万元）	4337.0/4227.6
一年内最高/最低（元）	9.59/4.43
30日日均成交量/成交额（百万）	23.3/180.5
近3个月/6个月涨跌幅（%）	41.50/38.53

### 相对市场表现



### 分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

### 相关研究：

海鸥住工 (002084.SZ)：整装卫浴快速放量，战略转型逐渐兑现 2020-03-31

海鸥住工 (002084.SZ)：前期耕耘如今收获，整装卫浴领跑 2019-10-24

联系人：

张兆函

zhangzhaohan@gf.com.cn

联系人：

刘奕斐

liuyifei@gf.com.cn

## 目录索引

一、投资逻辑 .....	4
二、整装卫浴优势明显，目前行业处于快速发展阶段 .....	5
（一）提供整体解决方案，整装卫浴相较传统卫浴优势突出 .....	5
（二）他山之石：装配式建筑与国家政策推动日本整装卫浴发展成熟 .....	5
（三）从日本整装卫浴发展史看国内整装卫浴的成长路径 .....	6
三、整装卫浴百亿市场，海鸥布局整装卫浴快速放量 .....	8
（一）2020 年整装卫浴行业超百亿市场，海鸥扩建产能逐步释放 .....	8
（二）客户资源、产能布局、全产业链生产能力是公司成为整装卫浴龙头的核心竞争力 .....	10
四、转型内销，多产业布局完善内装工业化 .....	13
（一）外销代工起家，通过收购快速完成内销转型 .....	13
（二）多产业布局完善品类矩阵，致力于提供整体住宅解决方案 .....	13
五、盈利预测与估值 .....	14
六、风险提示 .....	18

## 图表索引

图 1: 整装卫浴的优势 .....	5
图 2: 产业发展方向 .....	6
图 3: 精装修渗透率（新开工口径）变化情况 .....	7
图 4: 2016-2021 年中国整体卫浴市场规模统计情况及预测（单位：亿元） .....	8
图 5: 海鸥住工整装卫浴发展进程 .....	9
图 6: 海鸥住工业务布局情况 .....	10
图 7: 海鸥住工核心优势梳理 .....	11
图 8: 海鸥长期供货企业 .....	11
图 9: 苏州有巢氏部分客户 .....	11
图 10: 海鸥住工整装卫浴产能分布 .....	12
图 11: 海鸥住工内销比例逐年提高 .....	13
图 12: 2019 年国内全装修市场中坐便器市场格局 .....	16
图 13: 2019 年国内全装修市场中五金卫浴市场格局 .....	16
表 1: 日本主要整装卫浴品牌 .....	6
表 2: 国内重点公司产能情况 .....	9
表 3: 外销收入预测 .....	14
表 4: 整装卫浴收入预测 .....	15
表 5: 整装卫浴产能推进情况 .....	15
表 6: 定制橱柜收入预测 .....	16
表 7: 内销其他业务收入预测 .....	16
表 8: 整体收入预测 .....	17
表 9: 可比公司估值表 .....	18

## 一、投资逻辑

**中国整装卫浴渗透率尚处于较低水平，未来成长空间广阔。**据《中国整装卫浴行业分析报告》，2018年我国整装卫浴渗透率约0.8%；而据日本之窗，日本整装卫浴渗透率高达95%。与日本相比，我国整装卫浴渗透率水平尚有广阔的提升空间。中国的整装卫浴从长租公寓、保障性住房、酒店起步，后续逐渐拓展至住宅项目。伴随消费者对整装卫浴接受程度的不断提升、国家装配式建筑政策推动与精装修渗透率提升，未来我国整装卫浴市场规模将持续攀升。据前瞻产业研究院，2020年我国整装卫浴行业市场规模将达到126亿元，2021年将达到173亿元（其中住宅市场规模将达164亿元）。

**海鸥住工转型内销，不断完善品类布局。**公司着力布局整装卫浴业务，2018年公司整装卫浴业务实现营收0.68亿元，2019年公司整装卫浴业务实现营收1.83亿元，同比增长170.22%。随着整装卫浴应用于住宅项目中的比例提升，采购产品也由单价较低的SMC产品拓展至单价更高、更有质感的彩钢板型和瓷砖型产品，实现量价齐升。公司通过雅科波罗、冠军建材，以及珠海爱迪生，分别切入定制橱柜、瓷砖、智能家居业务，不断完善品类布局，打磨提供整装住宅解决方案的能力。

**客户资源、产能布局、全产业链生产能力是公司成为行业龙头的核心竞争力。**客户资源方面：公司丰富积累头部客户，是龙湖地产、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。产能布局方面：公司当前已拥有苏州、青岛和浙江（在建）三大生产基地，主要生产高端SMC、彩钢板整装卫浴和瓷砖复合整装卫浴产品，公司整装卫浴的年设计产能约23.5万套（不包括广东科筑）。产业链生产能力方面：近年来海鸥住工持续投入资源布局智能家居等新业务，公司全链条生产能力不断增强。

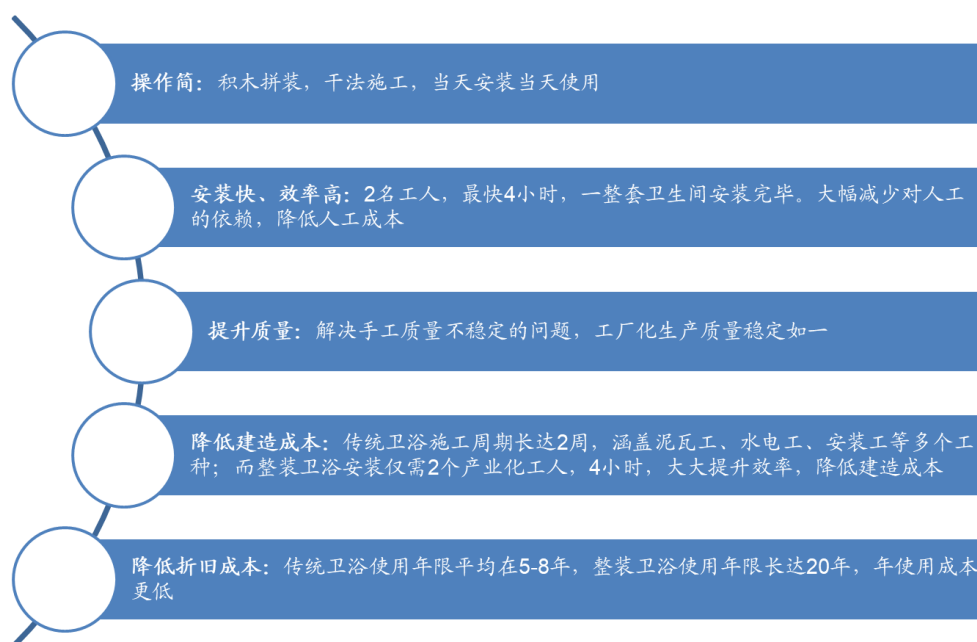
预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.69、2.30、3.01 亿元，同比增长 28.9%、36.2%、30.8%，对应当前 PE 分别为 26X、19X、14X。整装卫浴蓝海市场，受国家装配式建筑政策要求+精装修渗透率提升+整装卫浴产品技术改进消费者接受程度提升三重因素推进，整装卫浴市场开始逐步实现放量。海鸥住工产能布局完善，公司业绩成长性高（预计 2020 年~2022 年 CAGR=31.9%）；坚朗五金预计 2020 年~2022 年 CAGR=34.8%（Wind 一致预期）；帝欧家居预计 2020 年~2022 年 CAGR=21.9%；惠达卫浴预计 2020 年~2022 年 CAGR=16.5%（Wind 一致预期）。参考可比公司估值和公司业绩增速预期，我们认为应整装卫浴属于成长性行业，因此给予公司 2020 年 30X PE 合理估值，对应合理价值 9.00 元/股，维持“买入”评级。

## 二、整装卫浴优势明显，目前行业处于快速发展阶段

### （一）提供整体解决方案，整装卫浴相较传统卫浴优势突出

据公司2019年报，整装卫浴是采用一体化防水盘与壁板、顶板构成整体空间，配套各种功能结构形成的独立卫生单元，在有限空间内实现洗漱、淋浴、梳妆、如厕等多种功能，具有质量可靠、防水防渗、安装便捷、使用寿命长等特点。相较于传统卫浴施工周期较长、排水管道突出导致美观性差的缺点，整装卫浴优势明显。

图 1：整装卫浴的优势



数据来源：禧屋官网、广发证券发展研究中心

### （二）他山之石：装配式建筑与国家政策推动日本整装卫浴发展成熟

基于地缘特点和质量效率优势，日本政府大力推行整装卫浴发展。在1964年，由于东京奥运会对缩短住宅设施施工周期的需求，东洋陶器株式会社(后更名为TOTO)首次将整装卫浴用于日本东京奥运会的公寓建设项目中。随着住宅产业化的推进，整装卫浴凭借安装工期较短、标准化程度较高的优点在日本社会的普及度逐步提升。除此以外，国家政策在推动日本整装卫浴的发展历程中也起到了重要作用：日本政府会定期颁布住宅建设五年计划，以此来保障装配式住宅和整装卫浴的推行力度。

日本整装卫浴行业集中度较高。日本卫浴品牌除了TOTO、骊住外，还有松下、takara-standard、toclas、cleanup、housetec等。日本住宅工业化的发展推动整装



卫浴渗透率快速上升，整装卫浴行业的市场规模不断扩大。据e-works，日本整装卫浴行业龙头企业TOTO在2018年营收为5923亿日元，并在日本国内市场取得60%的市场占有率，整装卫浴行业集中度较高。

表 1：日本主要整装卫浴品牌

品牌	简介
TOTO	创立于 1917 年，是全球最大卫浴洁具品牌商之一，同时也是日本整装卫浴行业的龙头之一。1964 年为东京奥运会提供预制式浴室服务。1995 年 TOTO（中国）有限公司成立，中国已成为 TOTO 在全球最重要的生产基地和重点市场。
骊住	骊住集团创立于 1993 年，骊住旗下的卫浴品牌包括伊奈、美标和高仪三个品牌。

数据来源：TOTO官网、骊住官网、广发证券发展研究中心

### （三）从日本整装卫浴发展史看国内整装卫浴的成长路径

**绿色建筑是产业演化的最终方向，第一步是发展整装卫浴。**建筑产业的演化阶段主要包括内装工业化、住宅产业化、以及最终实现绿色建筑三个阶段。内装工业化是指将制造业的工业化生产引入建筑装修业，对性能要求较高的部品在工厂进行标准化加工，再运输到现场完成基础组装。要实现内装工业化、住宅产业化与绿色建筑，整装卫浴是产业发展的第一步。

图 2：产业发展方向



数据来源：《海鸥卫浴公告：非公开发行股票募集资金运用可行性研究报告》、广发证券发展研究中心

**我国整装卫浴发展未来会沿着日本路径。**据日本之窗，日本整装卫浴渗透率高达95%，研究其发展历程我们发现了推动日本整装卫浴行业扩张的三大因素：1. 1964年东京奥运会带来了大量整装卫浴的需求，是整装卫浴行业发展的放量契机；2.日本住宅标准化程度高，因此可实现同一规格整装卫浴产品的规模化生产，具有生产效率；3.日本属于老龄化社会，人力成本较高，使用整装卫浴可减少工人使用数量。从日本的历史经验来看，**整装卫浴首先在B端市场放量，在实现用户培育后，C端市场再开始放量。**因B端业务对公司资金、交付能力等方面的综合实力要求较高，B端市场率先放量也拔高了入行门槛，帮助提升行业集中度。

我国当前整装卫浴市场正处于蓝海阶段，预计行业发展路径会经历蓝海、红海以及寡头竞争三个发展阶段：

**1. 蓝海竞争阶段：受装配式建筑政策+精装修渗透率提升推动，B端市场放量在即（未来2-3年）**

因国家颁布了多项政策持续推进装配式建筑发展，且国内精装修渗透率快速提升，所以整装卫浴B端市场持续扩容，渗透率也会持续提升。

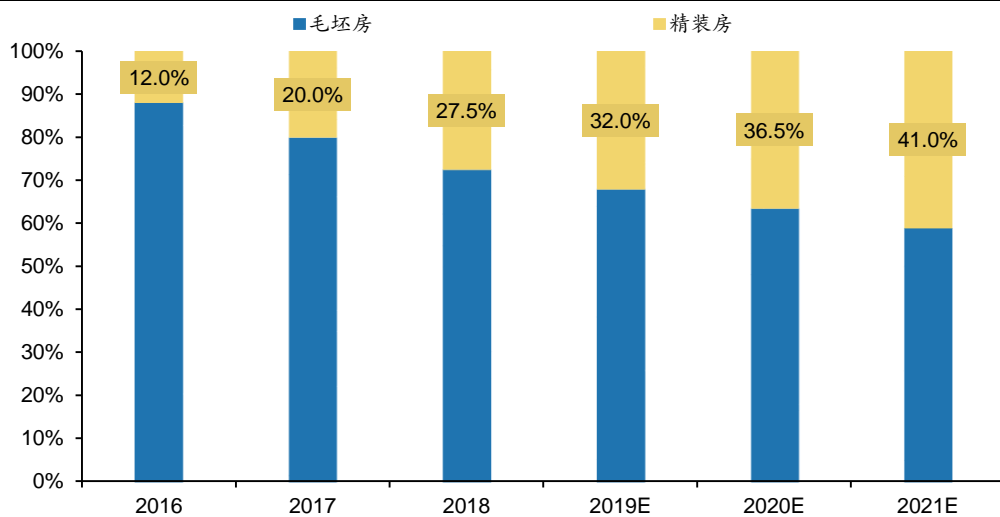
## 2. 红海竞争阶段：整装卫浴市场快速放量，竞争对手增多（未来3-5年）

在市场快速扩容后，进入整装卫浴行业的竞争者数量增加，竞争格局恶化，行业增速开始放缓，此时仍以B端市场为主。

## 3. 寡头竞争：龙头构建规模、服务多重优势，竞争格局优化（5年之后）

经红海市场淘洗后的龙头企业建立良性竞争新秩序。龙头企业在客户资源、交付与售后服务、现金流、工艺技术等多个层面建立竞争优势，行业竞争格局逐步优化，B端市场的集中度在快速提升过后趋于稳定。此外在寡头竞争阶段，整装卫浴的产品技术将发展得更为成熟，C端消费者的用户教育逐步培养完成，整装卫浴龙头可开拓C端市场新蓝海。

图 3：精装修渗透率（新开工口径）变化情况



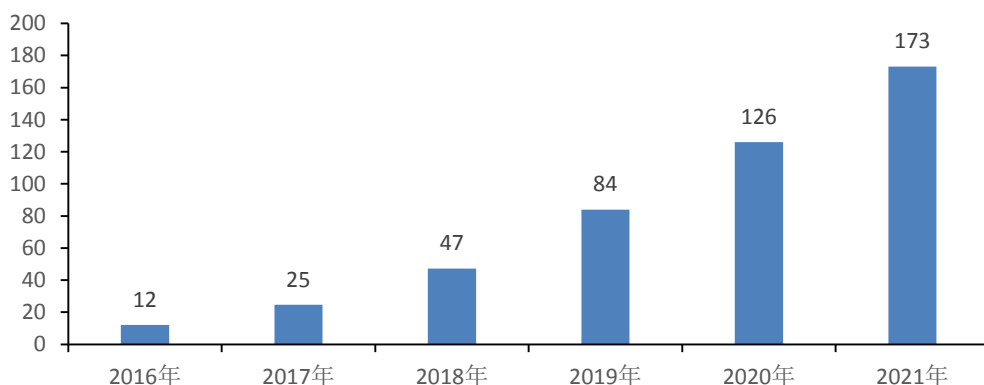
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

### 三、整装卫浴百亿市场，海鸥布局整装卫浴快速放量

#### （一）2020 年整装卫浴行业超百亿市场，海鸥扩建产能逐步释放

从公寓、酒店市场起步，后续住宅市场加快普及，2020年整装卫浴行业市场规模有望破百亿。根据前瞻产业研究院的预测，2020年我国整装卫浴行业市场将达到126亿，2021年中国整装卫浴行业市场规模将达173亿元，其中住宅市场规模将达164亿元，虽然最初整体卫浴的需求是由长租公寓、保障房、快捷酒店的扩张拉动，后续住宅市场的需求也会逐步加快放量。住宅市场放量的主要驱动因素有以下三点：（1）随着整装卫浴产品技术日益成熟，彩钢板、瓷砖型产品逐步迭代SMC系列，新一代产品式样更加丰富、用户体验优化，终端消费者对于整装卫浴的接受度逐渐提升，住宅市场加快普及。（2）此外，精装修渗透率不断提升拉动整装卫浴市场扩容，2019年新开工口径的精装修渗透率已超过30%。（3）再者，整装卫浴满足装配式建筑考核要求，在政策强制推进装配式建筑的情况下，整装卫浴能够获得地产商青睐。根据住建部印发的《“十三五”装配式建筑行动方案》，国家明确要求全国装配式建筑占新建建筑的比例到2020年要达到15%以上，其中重点推进地区达到20%以上；而在装配式建筑的验收考核中，将整体卫浴即集成式卫生间作为评价项目可计6分，为满足装配式建筑政策要求，并有机会获得相关政策优惠(如增值税即征即退、财政奖励、容积率奖励等)，地产开发商近年来着力推进整装卫浴。对海鸥住工来说，收购科筑是公司切入住宅市场的催化剂，海鸥因此进入了万科住宅整装卫浴项目的集采名单。

图 4：2016-2021年中国整体卫浴市场规模统计情况及预测（单位：亿元）



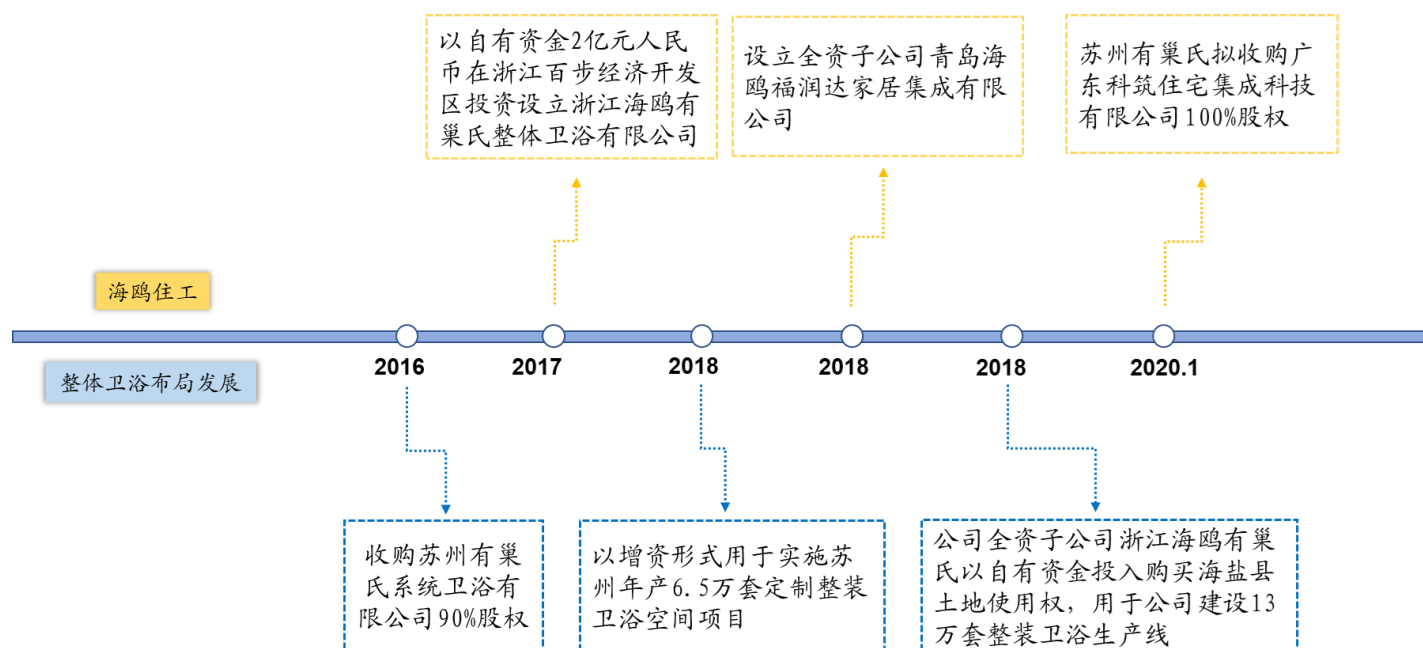
数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

市场正处于放量期，竞争格局分散；产能逐渐释放，公司布局完善。科逸、禧屋、鸿力、惠达等企业均在不断扩充产能，公司在苏州、青岛、浙江（在建）有产能部署，设计产能超20万套（不包括广东科筑）。据2018年报，公司已在北京、上海、



济南、郑州、杭州、合肥、西安、大连、广州等重点城市区域建立了营销中心，具有较为完善的销售布局。目前整装卫浴行业的主要参与者有科逸、海鸥住工、鸿力、禧屋、鑫铃、惠达卫浴等，按照目前收入规模划分，科逸处于第一梯队，海鸥住工、禧屋、鸿力处于第二梯队。海鸥住工凭借丰富的客户资源、完善的布局和持续的技术研发，未来有望切入第一梯队。

图 5：海鸥住工整装卫浴发展进程



数据来源：《广州海鸥卫浴用品股份有限公司关于完成收购苏州有巢氏系统卫浴有限公司 100% 股权并完成工商变更登记取得营业执照的公告》、《海鸥卫浴公告:关于全资子公司完成工商设立并取得营业执照的公告》、《海鸥住工公告:关于使用募集资金增资全资子公司实施募投项目的公告》、《海鸥住工公告:关于拟投资设立控股孙公司的公告》、《海鸥住工:关于全资子公司竞拍获得土地使用权的公告》、《关于控股孙公司拟收购广东科筑住宅集成科技有限公司 100% 股权的公告》、广发证券发展研究中心

表 2：国内重点公司产能情况

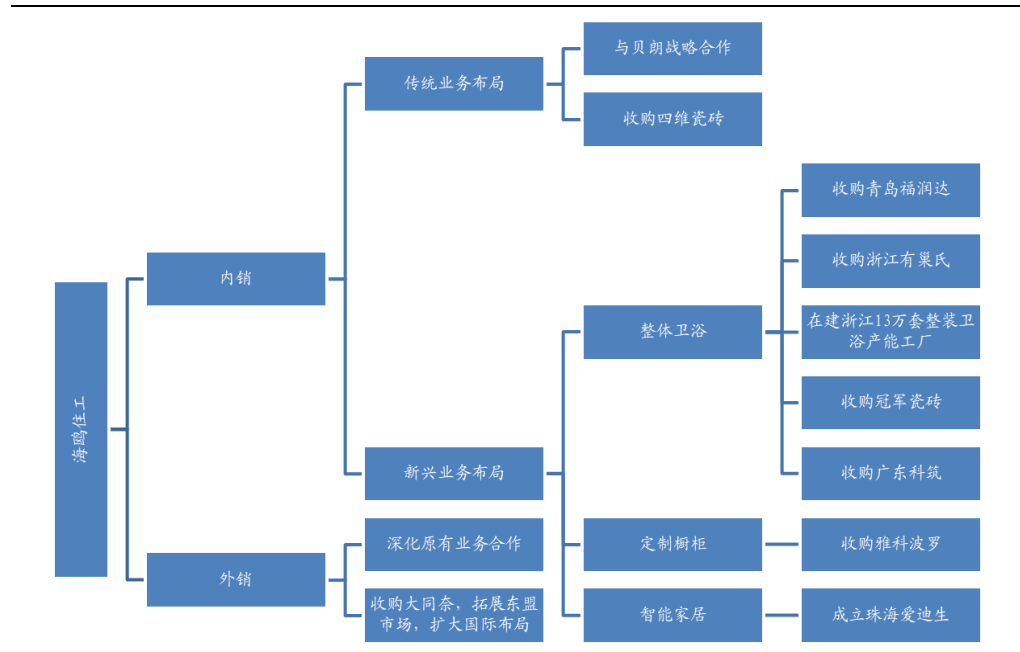
公司	产业基地	计划产能
苏州科逸	衡水、重庆、龙川、广水、苏州、芜湖	苏州园区年产 10 万套整装卫浴、龙川年产 10 万套整装卫浴、衡水年产 15 万套整装卫浴、广水年产 10 万套整装卫浴
鑫铃	湖南	年产 20 万套整装卫浴
海鸥住工	苏州、浙江、青岛	苏州有巢氏年产 6.5 万套（在建）整装卫浴、浙江设计年产 13 万套（在建）整装卫浴、青岛年产 4 万套整装卫浴
惠达卫浴	唐山、重庆	年产 50 万套整装卫浴

数据来源：科逸官网、鑫铃官网、《海鸥住工公告：关于使用募集资金增资全资子公司实施募投项目的公告》、《惠达卫浴公告：关于对外投资暨关联交易的公告》、广发证券发展研究中心

## （二）客户资源、产能布局、全产业链生产能力是公司成为整装卫浴龙头的核心竞争力

近年来，公司主要通过收购的方式拓展整装卫浴、瓷砖、橱柜、智能家居等品类，布局内装工业化，总体布局兼具深度和广度。根据万科2018年度和2019年度合格供应商名录，2019年万科的供应商评级中海鸥由合格供应商升级为B级供应商，而科逸、鸿力由2018年的B级供应商降级为合格供应商。此外公司持续拓展头部地产客户，承接项目也由公寓类为主转向住宅类项目占比提升，因此公司的竞争优势已逐渐体现出来。海鸥住工拥有的丰富客户资源、完善产能布局、以及全产业链生产能力是助其成为行业龙头的关键。

图 6：海鸥住工业务布局情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 7：海鸥住工核心优势梳理



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

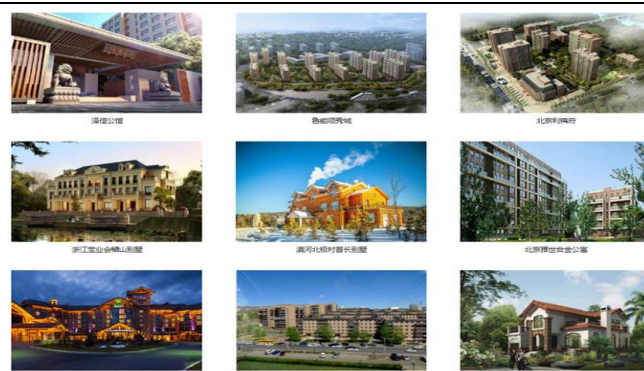
**（1）头部客户资源丰富，龙头对应优势明显。**据2019年报，公司凭借过硬的产品品质及良好的品牌形象，已覆盖成为龙湖地产、越秀地产、万科地产、旭辉领寓、卓越集团、上坤、华润、绿地香港的战略集采供应商。在2018年报告期内，苏州海鸥有巢氏继参与雅世合金公寓、泽信公馆、利锦府百年宅项目后，完成鲁能集团领秀城P2公园世家项目的交付。据2019年报，雅科波罗已成为恒大、碧桂园、越秀、保利、富力、新世界、龙湖地产、广电、新光地产、新明珠、融创等全国知名房地产集团公司精装房橱柜、衣柜、浴柜工程配套的战略合作伙伴，因此公司收购雅科波罗后有望发挥协同作用，实现进一步切入恒大、碧桂园等房企的整装卫浴市场。

图 8：海鸥长期供货企业



数据来源：海鸥住工公司官网、广发证券发展研究中心

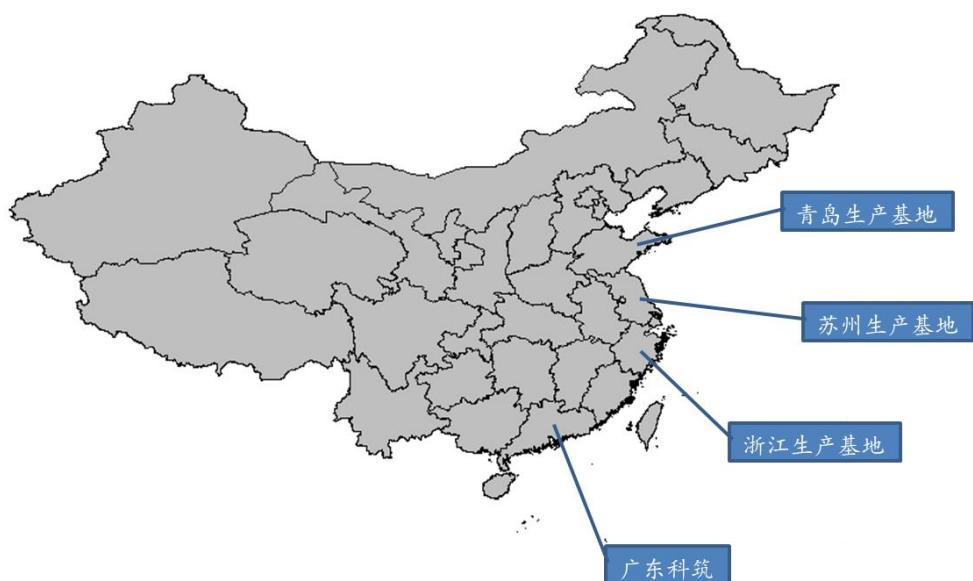
图 9：苏州有巢氏部分客户



数据来源：苏州有巢氏公司官网、广发证券发展研究中心

**（2）产能布局趋于完善，供应链效率不断提升。**整装卫浴目前在B端市场放量，公司在苏州、青岛、浙江均布局有产能基地，其中浙江13万套产能的生产基地正在建设中，预计2020年达产。公司产能待三大生产基地全部投产完毕后可达23.5万套（不包括广东科筑），范围覆盖全国，可缩短产品运输距离，提高运输效率。

图 10：海鸥住工整装卫浴产能分布



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

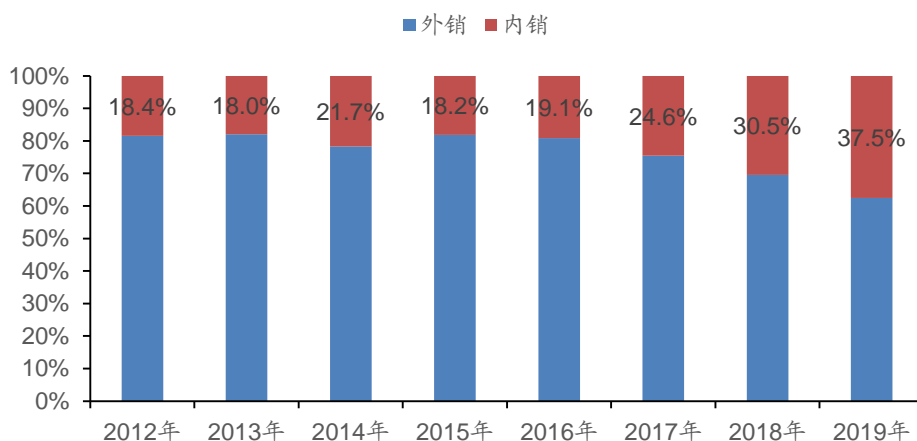
**(3) 加大新业务投入力度，增强全链条生产能力。**近年来海鸥住工持续投入资源布局新业务，公司全链条生产能力不断增强。通过控股子公司珠海爱迪生，公司开始拓展智能家居系统品类；通过收购雅科波罗，公司可借助其在定制家居尤其是定制橱柜方面集设计、生产、销售、安装和售后服务一站式服务平台，将卫浴的部品部件延伸至厨房空间，不断打磨自身内装工业化的服务能力；通过并购冠军瓷砖，公司可开发质感更佳的瓷砖产品线，利于开发整装卫浴C端客户。

## 四、转型内销，多产业布局完善内装工业化

### （一）外销代工起家，通过收购快速完成内销转型

**外销代工起家，近年逐步转型内销。**在发展之初公司主要为海外卫浴龙头从事代工服务，据海鸥住工官网，公司生产高档水龙头零组件、排水器、温控阀及地暖系统等物件，销售遍布欧洲、美洲和亚洲市场，主要客户包含全球前十大卫浴品牌。公司于2006年在深交所上市，据其招股意向书，公司积累了包括摩恩、科勒、汉斯格雅、高仪等全球优质客户。近年来，公司开始实施“出口转内销”的发展策略，通过收购将重心移步到国内市场，国内销售占比从2012年16.3%上升至2019年的37.5%。

图11：海鸥住工内销比例逐年提高



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### （二）多产业布局完善品类矩阵，致力于提供整体住宅解决方案

公司致力于为消费者提供整体住宅解决方案，近年来投资四维卫浴、苏州有巢式、青岛福润达、珠海爱迪生、雅科波罗、冠军建材等多家企业。

（1）贝朗深耕国内市场多年，海鸥与贝朗建立深度合作关系可协助公司开拓B端市场（2）据2019年报，四维卫浴有约320家经销商，公司可通过四维遍布全国的经销网络来拓展与C端消费者的接触渠道，并填补自身在打造自有品牌方面的缺失；（3）雅科波罗在定制橱柜方面具有集设计、生产、销售、安装和售后服务的一站式能力，通过收购雅科波罗，公司可拓展业务至厨房空间，为未来发展整体住宅解决方案打下基础。（4）公司收购冠军建材子公司，来帮助自身开发瓷砖型整装卫浴产品，此外通过产业链整合，公司也可拓展生产经营业务至瓷砖领域。



## 五、盈利预测与估值

### 短期催化逻辑：

**整装卫浴继续放量。**2019全年公司整装卫浴业务实现营收1.83亿元，同比增长170.22%，据2019年报，公司已成为龙湖地产、越秀地产、万科地产、卓越集团、上坤、华润、绿地香港等地产公司的战略集采供应商，未来住宅类订单放量将会推动营收快速增长。

### 长期发展逻辑：

**B端市场持续放量。**公司持续投入研发，在产品技术方面保持领先，此外公司在服务、现金流、规模等多个维度构建优势，实现B端客户持续拓展，推动公司整装卫浴业务继续高速增长。

**C端市场逐渐培育。**公司持续加强技术革新，在SMC整装卫浴产品之外还开发出质感更好、档次更高的彩钢板型和瓷砖型整装卫浴产品，以及定制整装卫浴HUB产品。消费者对整装卫浴的接受程度会随产品工艺的改善而提升，未来C端市场有望成为公司的另一收入增长来源。

### (一) 收入端

公司收入可拆分为外销和内销，其中内销包含传统主业、整装卫浴、橱柜，各项业务具体情况如下：

**(1) 外销：**根据公司的招股意向书，公司为全球前十大卫浴品牌做代工，主要客户包括科勒、摩恩、汉斯格雅、德国高仪等，过去海鸥的外销收入都保持较为稳定的低单位数增长。一季度受疫情影响，公司整体收入同比减少17.16%，但后续随着海外疫情好转，积累订单逐步释放，全年来看外销受疫情影响有限。

表 3：外销收入预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	1403.59	1444.63	1562.01	1547.15	1605.87	1646.02	1695.40	1746.26
YOY	8.70%	2.90%	8.10%	-1.00%	3.80%	2.5%	3.0%	3.0%
毛利率(%)	18.60%	20.80%	19.20%	20.40%	22.00%	21.00%	21.00%	21.00%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### (2) 内销

**整装卫浴：**在销量方面，据2019年报，公司凭借良好的品牌形象及过硬的产品品质，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，订单来源丰富，预计销量将会保持较高速增长；在单价上面，此前公司整装卫浴产品主要应用于长租公寓和酒店，且基本都为单价较低的SMC产品，预计公司突破住宅市场后彩钢板和瓷砖型整体卫浴产品上量，未来会推高整装卫浴产品的平均单价；在产能方面，公司设计产能23.5万套（不包括广东科筑），预计2020年浙江13万套及扩建苏州6.5万套产能将会达产。在毛利率方面，随着规模效应凸显，以及产品技术发展成熟良品率提升，预计未来整装卫浴毛利率将会逐步改善。一季度受疫情影响，公司整体收入同比减少17.16%，但国内疫情缓解后整装卫浴订单大量释放，预计全年来看疫情对整装卫浴业务收入影响有限。整装卫浴产品量价齐升，预计2020年公司在整装卫浴业务方面的收入将维持高速增长。

表 4：整装卫浴收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	67.79	183.19	471.71	971.73	1601.41
YOY		170.23%	157.5%	106.0%	64.8%
测算单价（元/套）	6000.00	6000.00	6180.00	6365.40	6556.36
单价 YoY			3.00%	3.00%	3.00%
测算销量(万套)	1.13	3.05	7.63	15.27	24.43
销量 YoY		170.2%	150.0%	100.0%	60.0%
毛利率	22.50%	35.00%	35.00%	35.50%	36.00%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：整装卫浴单价参考淘宝网 SMC 整体卫浴零售价格，2020 年售价为 6790 元/套

表 5：整装卫浴产能推进情况

产能信息	预计达产时间
扩建苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目	2020 年 12 月 31 日
浙江年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	2020 年 7 月 31 日
2018 年收购青岛福润达，福润达年产 4 万套	-
2020 年收购科筑	-

数据来源：《广州海鸥住宅工业股份有限公司关于变更部分募集资金投资项目的公告》、《广州海鸥住宅工业股份有限公司关于使用募集资金增资全资子公司实施募投项目的公告》、《广州海鸥住宅工业股份有限公司关于控股孙公司收购广东科筑住宅集成科技有限公司 100%股权完成工商变更登记取得营业执照的公告》、《广州海鸥住宅工业股份有限公司关于控股孙公司完成工商变更并取得营业执照的公告》、广发证券发展研究中心

**定制橱柜：**据家居邦，雅科波罗年现有产能可达10万+套，其智能化生产基地占地接近30万平方米，预计年产能可达60万套。一季度受疫情影响，公司整体收入同比减少17.16%，但据公司2019年报，雅科波罗切入多家头部地产公司供应链，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，订单来源充沛，因此全年来看预计公司受疫情影响有限。2019年下半年雅科波罗并表，受并表因素影响，预计2020年定制橱柜业务收入将翻倍，2021年~2022年定制橱柜业务将保持平稳增长。

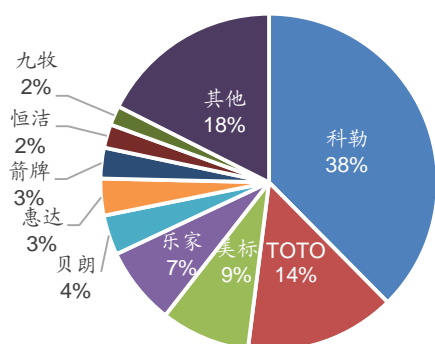
表 6: 定制橱柜收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	136.83	273.65	314.70	346.17
YOY		100.0%	15.0%	10.0%
毛利率	36.73%	35.00%	35.00%	35.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

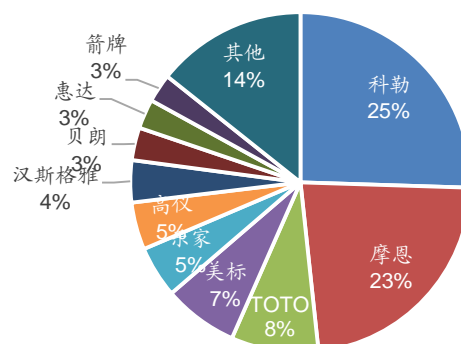
**其他业务:** 其他业务收入主要包含四维卫浴、珠海爱迪生及国内代工收入。据《广州海鸥卫浴用品股份有限公司关于非公开发行股票摊薄即期回报及填补回报措施的公告》，公司为贝朗代工。据奥维云网，2019年贝朗在国内全装修坐便器市场上以4%的市占率排名第5；在国内全装修五金卫浴市场上以3%的市占率排名第8。一季度受疫情影响，公司整体收入同比减少17.16%，但国内疫情好转较早，全年来看疫情影响有限，在精装修渗透率提升+贝朗市占率提升+四维卫浴及珠海爱迪生稳步发展的背景下，预计公司在其他业务方面将保持平稳增长。

图 12: 2019年国内全装修市场中坐便器市场格局



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

图 13: 2019年国内全装修市场中五金卫浴市场格局



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

表 7: 内销其他业务收入预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	311.32	341.93	508.64	609.76	643.53	707.89	778.68	856.54
YOY	-13.17%	9.83%	48.75%	19.88%	5.54%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	30.61%	28.86%	27.98%	17.66%	24.53%	24.00%	24.00%	24.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 内销其他业务收入=国内收入-整装卫浴收入-定制橱柜收入

表 8：整体收入预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	1714.91	1786.56	2070.65	2224.70	2569.42	3,099.27	3,760.50	4,550.39
YOY	3.94%	4.18%	15.90%	7.44%	15.50%	20.6%	21.3%	21.0%
毛利率	20.81%	22.37%	21.33%	19.70%	24.34%	25.05%	26.54%	27.91%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## （二）利润端

据公司 2019 年报，在 2019 年，从购买日至报告期末被购买方（雅科波罗）的收入为 139.69 百万元，净利润为 2.13 百万元，对应雅科波罗净利率 1.5%；从 2019 年雅科波罗 1.5%净利率、2017 年外销+内销其他业务的 4.68%综合净利率（2019 年该部分业务的净利率按 4.9%测算），可推算得到 2019 年整装卫浴业务的净利率约为 10.1%。

**整装卫浴业务为公司带来的净利润增量：**虽然受疫情影响，一季度公司归母净利润为-0.21 亿元，但疫情缓解后订单大量释放，全年来看疫情影响有限。预计 2020 年整装卫浴有约 2.89 亿元的营收增量（2019A：1.83 亿元；2020E：4.72 亿元），按照 10%的净利率则对应归母净利润增量约 2890 万元；预计 2021 年整装卫浴有 5.00 亿元营收增量（2020E：4.72 亿元；2021E：9.72 亿元），按照 10.5%的净利率则对应归母净利润增量约 5250 万元。

**定制橱柜为公司带来的净利润增量：**2019 年下半年雅科波罗并表，受并表因素影响，预计 2020 年公司定制橱柜收入会翻倍。随着定制橱柜业务的盈利修复，预计 2020~2022 年该业务净利润率会有所提升。参考皮阿诺的净利润率情况（2019 年皮阿诺定制橱柜业务营收占比 70.81%，净利润率 11.74%），2020 年公司定制橱柜业务的净利润率按照 2.5%进行测算，则 2020 年定制橱柜业务 1.37 亿元的营收增量（2019A：1.37 亿元；2020E：2.74 亿元）对应约 340 万元归母净利润增量；2021 年公司定制橱柜业务的净利润率按照 10%进行测算，则 2021 年定制橱柜业务约 4100 万元的营收增量（2020E：2.74 亿元；2021E：3.15 亿元）对应约 410 万元归母净利润增量。

**外销及内销其他业务为公司带来的净利润增量：**预计外销和内销其他业务收入保持平稳增长，2020 年公司外销及内销其他业务的净利润率按照 5%进行测算，则 2020 年外销及内销其他业务 1.05 亿元的营收增量（2019A：16.05+6.44=22.49 亿元；2020E：16.46+7.08=23.54 亿元）对应约 525 万元归母净利润增量；2021 年公司外销及内销其他业务的净利润率按照 5.1%进行测算，则 2021 年外销及内销其他业务约 1.20 亿元的营收增量（2020E：16.46+7.08=23.54 亿元；2021E：16.95+7.79=24.74 亿元）对应约 610 万元归母净利润增量。

## （三）估值

预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.69、2.30、3.01 亿元，同比增长 28.9%、36.2%、30.8%，对应当前 PE 分别为 26X、19X、14X。整装卫浴蓝海市场，受国家装配式建筑政策要求+精装修渗透率提升+整装卫浴产品技术改进消费者接受程度提升三重因素推进，整装卫浴市场开始逐步实现放量。海鸥住工产能布局完善，公

司业绩成长性高（预计 2020 年~2022 年 CAGR=31.9%）；坚朗五金预计 2020 年~2022 年 CAGR=34.8%（Wind 一致预期）；帝欧家居预计 2020 年~2022 年 CAGR=21.9%；惠达卫浴预计 2020 年~2022 年 CAGR=16.5%（Wind 一致预期）。参考可比公司估值和公司业绩增速预期，我们认为应整装卫浴属于成长性行业，因此给予公司 2020 年 30X PE 合理估值，对应合理价值 9.00 元/股，维持“买入”评级。

表 9：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS（元/股）		PE	
		2020/06/09	2020E	2021E	2020E	2021E
002791.SZ	坚朗五金	83.46	1.85	2.51	45.13	33.29
603208.SZ	帝欧家居	35.28	1.83	2.22	19.28	15.89
603385.SH	惠达卫浴	14.90	1.01	1.20	14.73	12.43

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：坚朗五金、惠达卫浴数据来自 Wind 一致预期

## 六、风险提示

**原材料价格上涨风险**，如果SMC原料、铜、锌等原材料价格上涨，则会对公司利润产生不利影响。

**中美贸易战加剧风险**，公司2019年外销占比达到62%，如果中美贸易战，则会对公司出口造成不利影响。

**汇率波动风险**，公司2019年外销占比达到62%，因此汇率波动会对公司利润产生影响。

**房地产行业波动**，整装卫浴销售与房地产息息相关，若房地产景气度下滑，则会对整装卫浴业务收入产生不利影响。

**全球疫情对产销影响**，内销方面，若国内疫情恶化，则会影响公司的生产活动，此外整装卫浴的安装交付也会有所推迟；外销方面，若海外疫情持续发酵，则会对海外需求造成负面影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,890	1,996	1,689	1,884	2,292	经营活动现金流	63	124	436	127	282
货币资金	748	565	500	300	400	净利润	42	135	173	234	308
应收及预付	552	745	602	834	1,017	折旧摊销	93	95	107	120	126
存货	390	585	468	624	741	营运资金变动	-117	-149	131	-251	-168
其他流动资产	200	102	119	126	134	其它	45	44	25	24	16
非流动资产	982	1,026	1,437	1,572	1,619	投资活动现金流	-384	25	-518	-253	-163
长期股权投资	96	78	78	78	78	资本支出	-165	-121	-520	-256	-167
固定资产	538	566	930	1,024	1,014	投资变动	-121	58	0	0	0
在建工程	38	76	101	123	151	其他	-98	88	2	3	4
无形资产	146	146	168	187	216	筹资活动现金流	351	-325	17	-74	-19
其他长期资产	165	161	161	161	161	银行借款	409	-211	-32	-48	6
资产总计	2,872	3,022	3,126	3,456	3,911	股权融资	21	35	48	0	0
流动负债	1,049	995	850	946	1,093	其他	-79	-149	0	-26	-25
短期借款	520	355	323	275	281	现金净增加额	30	-176	-65	-200	100
应付及预收	297	489	347	473	576	期初现金余额	691	732	565	500	300
其他流动负债	232	151	180	199	237	期末现金余额	732	554	500	300	400
非流动负债	160	311	311	311	311						
长期借款	132	280	280	280	280						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	28	31	31	31	31						
负债合计	1,209	1,307	1,161	1,257	1,405						
股本	506	506	555	555	555						
资本公积	610	607	607	607	607						
留存收益	497	628	796	1,026	1,327						
归属母公司股东权益	1,589	1,609	1,854	2,084	2,384						
少数股东权益	74	107	111	115	123						
负债和股东权益	2,872	3,022	3,126	3,456	3,911						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,225	2,569	3,099	3,761	4,550	成长能力					
营业成本	1,786	1,944	2,323	2,762	3,280	营业收入增长	7.4%	15.5%	20.6%	21.3%	21.0%
营业税金及附加	18	22	26	32	40	营业利润增长	-63.1%	276.3%	31.4%	29.9%	33.6%
销售费用	73	146	186	233	291	归母净利润增长	-54.4%	212.0%	28.9%	36.2%	30.8%
管理费用	175	176	217	271	337	获利能力					
研发费用	93	102	124	158	200	毛利率	19.7%	24.3%	25.1%	26.5%	27.9%
财务费用	30	37	40	59	70	净利率	1.9%	5.2%	5.6%	6.2%	6.8%
资产减值损失	15	5	-2	0	0	ROE	2.6%	8.1%	9.1%	11.0%	12.6%
公允价值变动收益	-13	3	0	0	0	ROIC	4.2%	8.8%	9.3%	11.0%	13.0%
投资净收益	6	3	2	3	4	偿债能力					
营业利润	41	153	201	260	348	资产负债率	42.1%	43.2%	37.1%	36.4%	35.9%
营业外收支	8	-2	-2	-1	6	净负债比率	27.3%	22.0%	20.2%	16.9%	15.1%
利润总额	48	151	199	260	354	流动比率	1.80	2.01	1.99	1.99	2.10
所得税	7	16	26	26	46	速动比率	1.41	1.38	1.39	1.28	1.36
净利润	42	135	173	234	308	营运能力					
少数股东损益	0	4	4	4	7	总资产周转率	0.84	0.87	1.01	1.14	1.24
归属母公司净利润	42	131	169	230	301	应收账款周转率	4.82	4.15	5.53	4.77	4.75
EBITDA	173	274	330	424	528	存货周转率	4.43	3.99	4.96	4.43	4.42
EPS (元)	0.08	0.26	0.30	0.41	0.54	每股指标 (元)					
						每股收益	0.08	0.26	0.30	0.41	0.54
						每股经营现金流	0.12	0.25	0.79	0.23	0.51
						每股净资产	3.14	3.18	3.34	3.76	4.30
						估值比率					
						P/E	46.96	25.11	25.71	18.87	14.43
						P/B	1.24	2.04	2.34	2.08	1.82
						EV/EBITDA	11.62	12.34	13.53	10.91	8.58



## 广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名，IIChina最佳分析师第1名，水晶球最佳分析师第3名。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

张兆函：高级研究员，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

刘奕斐：分析师，香港科技大学金融数学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。



研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去12个月内与天风证券(601162)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。