



整装卫浴：行业春风已至，传统卫浴企业后来居上

2020年07月24日

看好/首次

轻工制造 行业报告

分析师	张凯琳 电话: 010-66554087 邮箱: zhangkl@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480518070001
分析师	王长龙 电话: 010-66554045 邮箱: wangcl@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480520050001
研究助理	常子杰 电话: 010-66554040 邮箱: changzj@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480119070055

投资摘要：

整装卫浴解决传统卫浴装修诸多痛点。整装卫浴是由一体式防水底盘、壁板和顶板构成的卫浴单元，其中配置有整套的卫浴配件。与传统装修方式不同，整装卫浴的底盘、壁板和顶板在工厂预制而成，并直接组装在未装修的卫生间内，形成独立、完整的卫浴空间。整装卫浴安装简单、防水性能强、寿命长，同时还具有保温、易清洁等诸多优点。

日本 TOTO 整装卫浴发展经验：乘政策之风，以产品创新为矛。整装卫浴由日本著名卫浴企业 TOTO 于 1963 年发明，并在随后几十年里基本成为日本住宅标配。整装卫浴发明初期主要用于高级酒店等定制项目，模具费用拖累盈利能力。日本住宅产业政策推出后，整装卫浴开始广泛应用于集合住宅，迅速实现了推广。此后，TOTO 通过推出更具个性化的产品，令整装卫浴在独立住宅中的渗透率也快速提升。准确把握消费者需求，及时推动产品创新，配合自身卫浴配件强大的产品力，使得 TOTO 稳居日本整装卫浴龙头地位。

行业发展不利因素逐渐消除，整装卫浴迎来春天。长期以来，我国整装卫浴渗透率很低，主要由于：(1) B 端精装修市场出现较晚，C 端市场建设难；(2) 性价比问题：住宅标准化程度低不利于规模效应，产品价格偏高；劳动力红利导致费用节省不明显；(3) 认可度问题：SMC 材质视觉效果不符合住宅装修审美。

随着行业环境边际改善，整装卫浴将率先于 B 端兴起：(1) 政策刺激：精装房、装配式建筑政策有利于整装卫浴应用；防水性能、环保特点符合政策取向；(2) 户型趋向标准化，有利于规模效应释放；人力成本上升，整装卫浴性价比逐渐显现；(3) 彩钢板、瓷砖复合板产品出现，产品美观度大幅提升。我们预计 2020-2025 年整装卫浴主要应用市场规模将从 20 亿元扩张至 165 亿元，年均增速达到 42%。

竞争格局：地产商注重工程业务能力，传统卫浴龙头有望领先。整装卫浴行业竞争者包括整装卫浴企业，传统卫浴企业和地产系企业。竞争格局上，酒店、公寓等项目注重成本控制，企业之间竞争较为激烈；住宅类项目方面，地产商更注重产品品质、供货和响应能力、服务能力等，传统卫浴企业更具优势：(1) 供应链更完整，有利于控制成本、提升供货能力；(2) 洁具五金产品实力比较受认可；(3) 资金实力相对更强。

规模效应提振整装卫浴 ROIC，建议关注相关传统卫浴企业。受行业环境压制，整装卫浴企业 ROIC 一度处于较低水平；随着需求端放量，规模效应带来产能利用率提升和模具的精简，有望提振整装卫浴业务 ROIC 水平。卫浴企业传统业务与整装卫浴业务形成协同，可取得更高的 ROIC。随着整装卫浴市场不断发展，更多竞争对手可能进入市场；传统卫浴企业在布局整装卫浴方面具备一定优势，长期可能保持相对较好的盈利能力。

投资策略：我们看好整装卫浴市场规模快速扩张，传统卫浴企业在竞争格局中占优，建议关注相关传统卫浴企业。

风险提示：房地产行业景气度下滑；装配式建筑与精装房渗透率提升不及预期；整装卫浴应用效果不及预期。

目 录

1. 整装卫浴：解决传统卫浴装修的诸多痛点	4
2. TOTO 整装卫浴发展经验：乘政策之风，以产品创新为矛	5
2.1 日本整装卫浴渗透率高，市场份额集中	5
2.2 TOTO 整装卫浴发展启示：住宅产业政策提供机遇，把握消费者需求强化竞争力	5
3. 行业环境边际改善，国内整装卫浴行业崛起在即	8
3.1 性价比和认可度压制国内整装卫浴普及	8
3.2 行业环境边际改善，整装卫浴率先于 B 端兴起	10
3.3 市场规模测算：整装卫浴市场有望迎来快速扩容	12
4. 竞争格局：地产商注重工程业务能力，传统卫浴龙头有望领先	13
4.1 多方布局整装卫浴，先行者有望持续领跑	14
4.2 顺应地产商需求，传统卫浴龙头长期更具竞争优势	14
5. 规模效应提振整装卫浴 ROIC，建议关注相关传统卫浴企业	16
6. 风险提示	18
相关报告汇总	19

插图目录

图 1： 整装卫浴示意图	4
图 2： 整装卫浴和传统卫浴装修的工作人数和工期对比	5
图 3： 日本整体卫浴渗透率超过 90%	5
图 4： 日本整装卫浴市场集中度情况	5
图 5： 早期日本的部分住宅产业政策	6
图 6： TOTO 独立住宅整装卫浴系列演变	7
图 7： TOTO “魔法瓶”保温浴缸	7
图 8： TOTO 气泡吐水花洒	7
图 9： TOTO 整装卫浴产品发展历程	8
图 10： 我国整装卫浴市场规模及渗透率	8
图 11： 折旧摊销占科逸股份营业成本的情况	9
图 12： 科逸股份生产设备原值的构成	9
图 13： 规模以上单位建筑业从业人员平均工资	11
图 14： 住宅建安工程造价情况	11
图 15： 海鸥有巢氏的部分战略合作伙伴	12
图 16： 房企对供应商各方面特质的关注程度	15
图 17： 卫浴配件占科逸股份采购额的比重（2014 年）	15
图 18： 传统卫浴企业产品矩阵	15
图 19： 海鸥、惠达与科逸的速动比率对比	16
图 20： 海鸥、惠达与科逸的经营活动净现金流对比	16
图 21： 科逸股份销量提升不同比例时 ROIC 与传统卫浴企业的对比	17

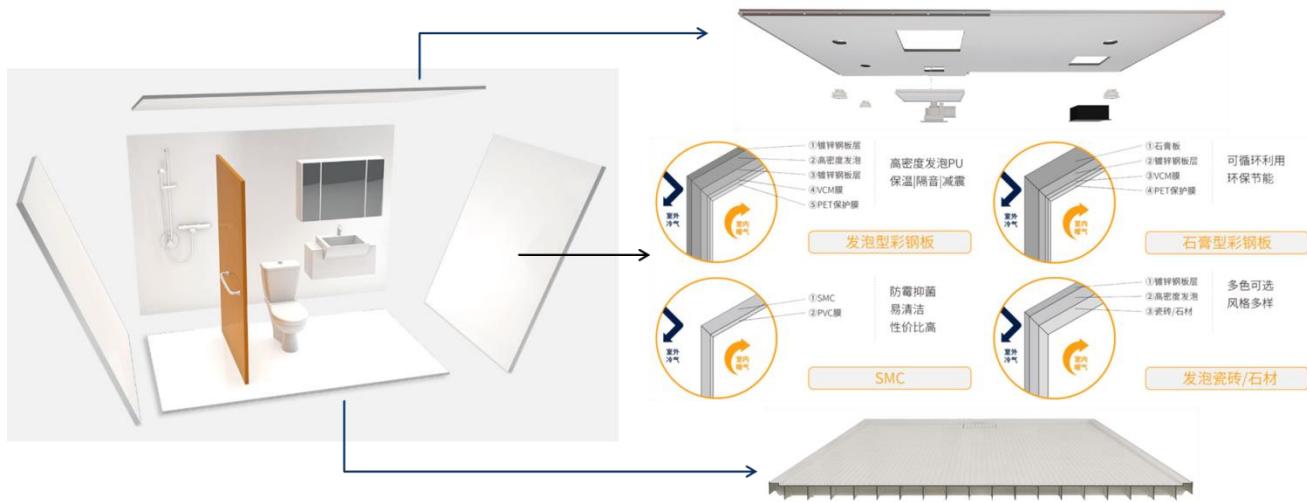
表格目录

表 1: 整装卫浴与传统卫浴装修的对比	4
表 2: TOTO 的全部整装卫浴规格一览	6
表 3: 早期整装卫浴价格和视觉效果图	9
表 4: 利好整装卫浴行业发展的部分政策	10
表 5: 不同壁板材质的整装卫浴示意图	11
表 6: 整装卫浴不同材质对比	11
表 7: 整装卫浴市场规模测算	13
表 8: 部分企业布局整装卫浴领域情况	14
表 9: 销量提升的情境下科逸股份 ROIC 变化	16
表 10: 模具精简的情境下科逸股份 ROIC 变化	17

1. 整装卫浴：解决传统卫浴装修的诸多痛点

整装卫浴是由一体式防水底盘、壁板和顶板构成的卫浴单元，其中配置有整套的卫浴配件。与传统装修方式不同，整装卫浴的底盘、壁板和顶板在工厂预制而成，并直接组装在未装修的卫生间内，形成独立、完整的卫浴空间。

图1：整装卫浴示意图



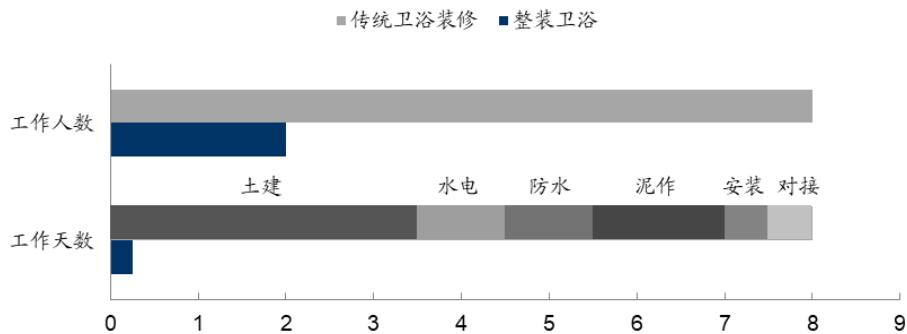
资料来源：有巢氏官网，东兴证券研究所

整装卫浴具有安装简单、防水性能强、寿命长等优点。传统的卫浴装修流程较为复杂，而且地面难免开裂、老化；一旦发生渗漏，将对住户造成较大困扰。整装卫浴的安装仅需要2名工人和最短4个小时左右的时间，一体化底盘可以有效防止渗漏问题，使用寿命长达20年。除此之外，整装卫浴还具有保温、易清洁等诸多优点。

表1：整装卫浴与传统卫浴装修的对比

项目	传统卫浴	整装卫浴
装修质量	现场手工作业，质量可控性差，施工质量不统一	工业化生产，质量统一，所见即所得
装修效率	至少2周工期，需要繁复工序	预制件直接组装，最短4个小时完成，即装即用
人工费用	施工程序多，人工费用较高	预制件仅需2人组装，大大降低人工成本
装修污染	施工和改造前拆除阶段会产生大量建筑垃圾	组装过程无建筑垃圾产生，减少水泥等建材的使用
使用寿命	瓷砖容易开裂、脱落、空鼓，使用年限5年-8年	结构化组装，坚固耐用，使用寿命可长达20年
防渗漏性	地面墙体裂缝、防水层老化、施工质量把控不严，均可能导致渗漏	底盘、壁板整体成型，杜绝渗漏
清洁防污	地面接缝容易积累污垢，长期容易滋生霉斑	一体式底盘，边角圆弧形设计，避免积累脏污
保温性能	瓷砖石材易导热，直接接触楼板墙体，热量易流失	材质导热系数较低，顶板/壁板与楼板之间的隔层起到隔热效果，保温效果好

资料来源：有巢氏官网，东兴证券研究所

图2：整装卫浴和传统卫浴装修的工作人数和工期对比


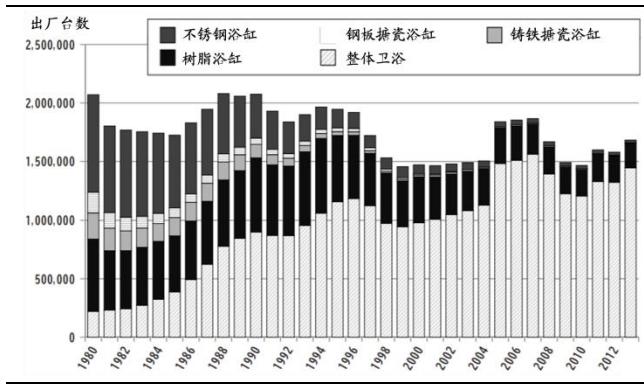
资料来源：科途股份，东兴证券研究所

2. TOTO 整装卫浴发展经验：乘政策之风，以产品创新为矛

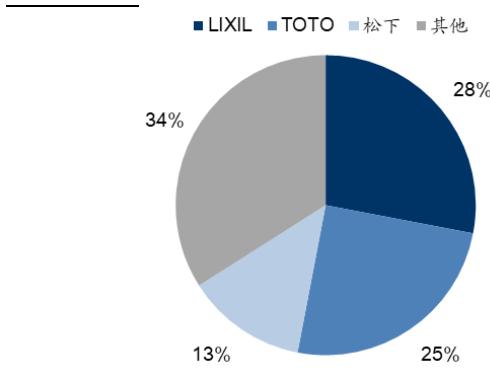
整装卫浴诞生于日本，由日本著名卫浴企业 TOTO 于 1963 年在新大谷酒店项目中发明。TOTO 在随后几十年里推动整装卫浴基本成为日本住宅“标配”，在行业竞争中始终占据领先地位。剖析 TOTO 整装卫浴业务的发展历程，上世纪 60-70 年代的日本住宅产业政策是其产品迅速推广的主要助力；而准确把握消费者需求，及时推动产品创新，配合自身卫浴配件强大的产品力，是 TOTO 成为整装卫浴龙头的关键。

2.1 日本整装卫浴渗透率高，市场份额集中

经过 50 余年的发展，整装卫浴在日本的渗透率已经超过 90%，每年出厂量约 160 万台。日本整装卫浴竞争格局相对集中，CR3 达到 66%，LIXIL（2011 年由 INAX 和 TOSTEM 等合并而成）、TOTO 和松下分别占有 28%、25% 和 13% 的市场份额。

图3：日本整体卫浴渗透率超过 90%


资料来源：ALIA，东兴证券研究所

图4：日本整装卫浴市场集中度情况


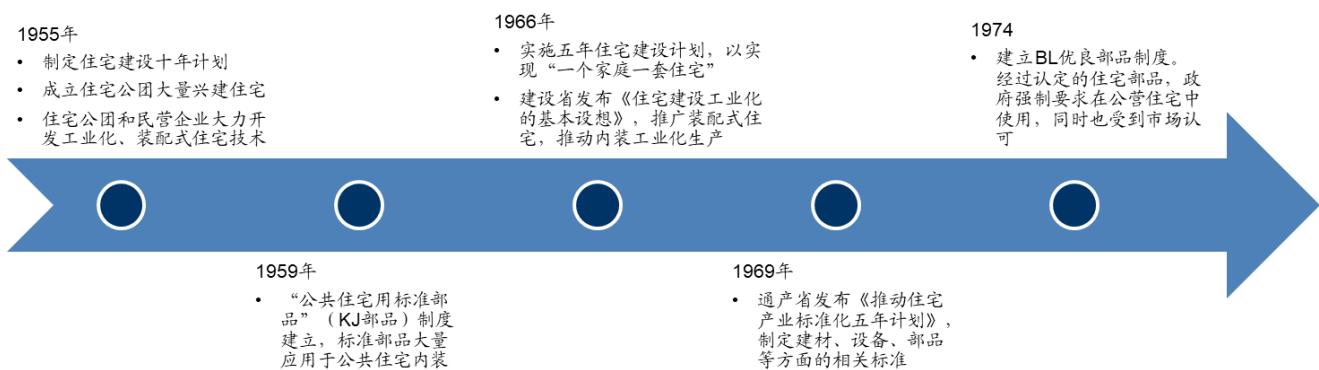
资料来源：リフォーム産業新聞，东兴证券研究所

2.2 TOTO 整装卫浴发展启示：住宅产业政策提供机遇，把握消费者需求强化竞争力

TOTO 发明整装卫浴，源于新大谷酒店项目在东京奥运会前竣工的赶工需求。整装卫浴在新大谷酒店取得成功后，陆续又在一些高级酒店和高级公寓项目中得到应用。但这一时期的整装卫浴仍然是一个个项目定制化地制造，模具费用高昂，只有在浴室超过 500 间的大型项目中才能盈利。

日本住宅工业化大潮为整装卫浴发展提供了机遇。随着战后日本经济腾飞，人口快速增长和城市化率提升导致城市住宅需求急剧膨胀，而同期建筑业工人相对不足，住宅建设成本高企。日本政府由此制定一系列住宅产业政策，推动住宅建造和内装的工业化，以降低建设成本。

图5：早期日本的部分住宅产业政策



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

TOTO 研发了面向公寓等集合住宅的标准化整装卫浴“UB S-1”，在 1966 年推向市场后渗透率不断提升。除了产品自身优势外，住宅工业化带来的规模化生产便利，为整装卫浴普及奠定了基础。时至今天，日本的整装卫浴产品也仅有有限的数个规格。

表2：TOTO 的全部整装卫浴规格一览

独立住宅浴室大小	规格号	内部尺寸	公寓浴室大小	规格号	内部尺寸
1.50 坪	1624	1.6m × 2.4m	1.25 坪	1620J	1.6m × 2.0m
1.25 坪	1620	1.6m × 2.0m	1.00 坪	1616J	1.6m × 1.6m
4 平方米	1818	1.8m × 1.8m		1418J	1.4m × 1.8m
	1618	1.6m × 1.8m		1416J	1.4m × 1.6m
1.00 坪	1717	1.7m × 1.7m	0.75 坪	1318J	1.3m × 1.8m
	1616	1.6m × 1.6m		1317J	1.3m × 1.7m
	1220	1.2m × 2.0m		1218J	1.2m × 1.8m
0.75 坪	1317	1.3m × 1.7m		1216J	1.2m × 1.6m
	1216	1.2m × 1.6m		1117J	1.1m × 1.7m
	1116	1.1m × 1.6m		1116J	1.1m × 1.6m
				1115	1.1m × 1.5m
				1014	1.0m × 1.4m

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

注：1 坪≈3.33 平方米

产品个性化推动整装卫浴渗透率提升。1980 年代后期，整装卫浴在日本集合住宅中的渗透率已经超过 60%，但在独立住宅中却由于设计变化不足，渗透率停滞在 25% 左右。TOTO 于是在 1988 年针对性地推出了整装

卫浴新系列“Europia”，在地面、墙壁、浴缸等的样式方面提供更加多样化的选择。至 1992 年，整装卫浴在独立住宅中的渗透率已成功升至 40%。

图6：TOTO 独立住宅整装卫浴系列演变

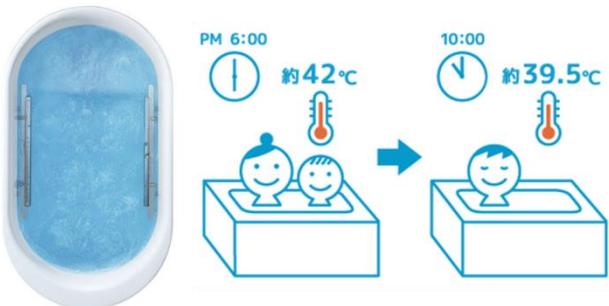


资料来源：东兴证券研究所

持续升级革新，不断满足消费者新的需求。1990 年代以来，TOTO 不断升级和革新整装卫浴产品。在性能方面，TOTO 通过改进排水系统，逐渐消除整装卫浴地面偏高的缺陷；通过研发快干地板，解决地面潮湿不易干的问题。在细分需求方面，TOTO 推出了便于旧宅装修的产品，残障及老人专用产品，以及取消四面壁板以便个性化装修的“半整装卫浴”等。对消费者需求的把握和跟踪使得 TOTO 始终占据发展先机，不断推动市场份额提升。

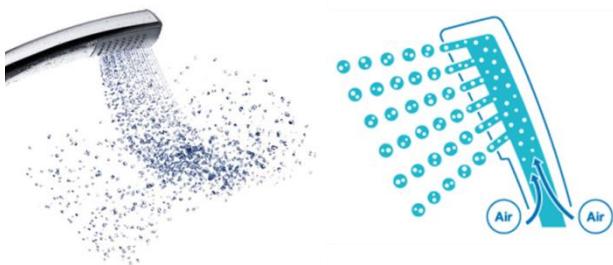
凭借自有卫浴配件产品力，提升整装卫浴竞争力。TOTO 作为卫浴龙头，在洁具五金配件方面一向具备强大的产品力，为整装卫浴提供了强大支撑。例如 Synla 系列就搭载了保温能力强大的“魔法瓶浴缸”，以及同时具备节水性和舒适性的气泡吐水花洒等。优秀的卫浴配件大大提升了整装卫浴的附加值，构成了 TOTO 的护城河。

图7：TOTO “魔法瓶” 保温浴缸



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图8：TOTO 气泡吐水花洒



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图9：TOTO整装卫浴产品发展历程

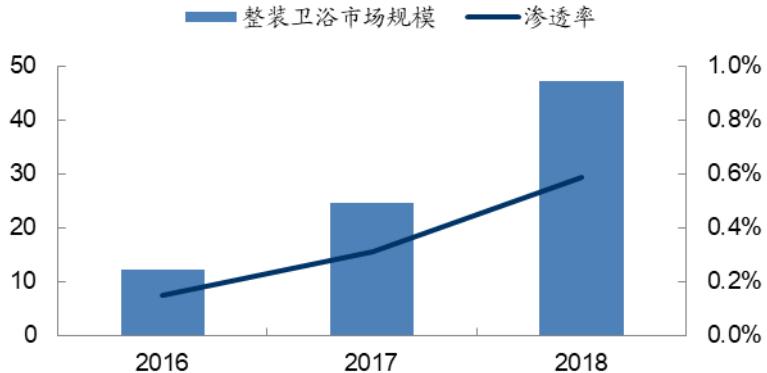


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3. 行业环境边际改善，国内整装卫浴行业崛起在即

整装卫浴最早于 1997 年进入我国。然而与日本的发展情况截然不同，整装卫浴在我国的渗透率却长期处于极低的水平。根据前瞻产业研究院数据，截至 2018 年，我国整装卫浴市场规模仅为 47.23 亿元，我们估计渗透率不足 0.6%。

图10：我国整装卫浴市场规模及渗透率



资料来源：前瞻产业研究院，中洁网，WIND，东兴证券研究所

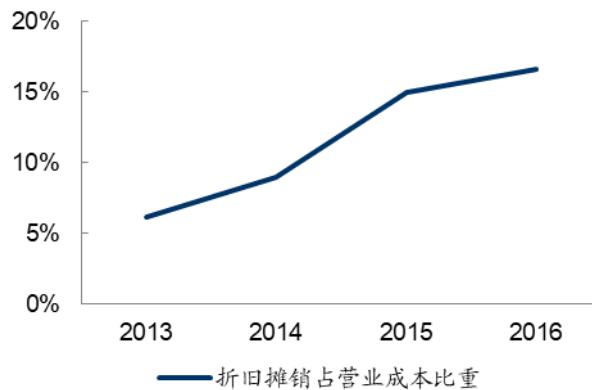
注：以卫生陶瓷产量增速代表卫浴装修市场增速，估算渗透率

对比整装卫浴在日本的发展，我国整装卫浴普及率偏低主要是因为：(1) 装配式建筑和精装修发展较晚，产品性价比不强，B 端市场需求不足；(2) C 端市场拓展较难，产品美观度有差距，价格偏贵，未能获得消费者青睐。但随着行业环境出现边际变化，整装卫浴有望率先打开 B 端市场，实现行业快速扩容。长期来看，在整装卫浴美观度改善的基础上，如果柔性生产得以实现，整装卫浴还有望向 C 端市场渗透。

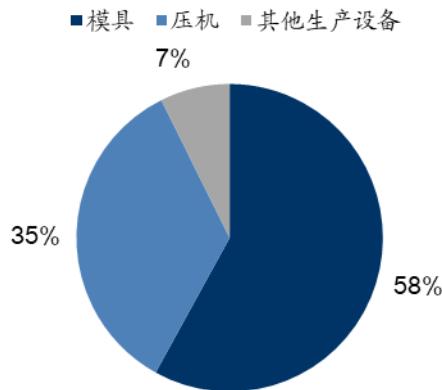
3.1 性价比和认可度压制国内整装卫浴普及

B 端市场发展较慢，C 端市场建设难度大。长期以来，我国住宅销售以毛坯房为主，整装卫浴无法通过工程业务实现快速普及。C 端市场方面，整装卫浴企业需要培育消费者、建设渠道和营销推广，难度相对更大。

住宅标准化程度低，整装卫浴难以形成规模效应。我国建筑户型一向复杂多变，且施工标准化仍有待提高，从而给整装卫浴厂商造成两方面难题：(1) 不同规格的浴室需要不同的模具，而模具成本较高，约为 30 万-50 万元/平方米；大量模具可以占到生产设备价值的一半以上，然而每套模具只能用于少数生产，企业的投资效率较差；(2) 同一模具对应的订单规模较小，企业能够满足的订单数量有限，导致产能利用率低，拖累企业盈利能力。

图11：折旧摊销占科逸股份营业成本的情况


资料来源：科逸股份公开转让说明书，公司公告，东兴证券研究所

图12：科逸股份生产设备原值的构成


资料来源：科逸股份公开转让说明书，东兴证券研究所

产品价格居高不下，市场竞争力低。除了下游市场开拓受限不利于摊销模具成本，许多企业亦缺乏较完整的洁具五金生产体系，依赖于外部采购，但采购规模较小导致议价能力较差。这些因素导致整装卫浴价格较为昂贵，消费者难以接受。

劳动力红利尚在，费用节省的效果不明显。1997 年整装卫浴首次进入中国后的很长一段时间内，我国劳动力成本仍处于较低水平，整装卫浴节省装修人工费用的优势对消费者吸引力较低。

视觉效果相比传统卫浴存在差距，住户认可度低。受限于生产技术，我国整装卫浴产品长期以 SMC 材料为主，不易制作饰面，且触感具有空鼓感，常给人以“塑料盒子”的印象，不符合 C 端消费者和高端 B 端项目的装修审美。

表3：早期整装卫浴价格和视觉效果图

产品效果图			
时间	2010 年	2010 年	2010 年
品牌	远铃	远铃	远铃
规格号	1620	1616	1316
每套价格	13600	12800	9850
面积 (m ²)	3.20	2.56	2.08

资料来源：九正建材网，东兴证券研究所

3.2 行业环境边际改善，整装卫浴率先于 B 端兴起

近几年来，整装卫浴行业出现了一系列边际变化，压制整装卫浴普及的因素得到改善，B 端需求率先放量。

政策刺激下游需求。(1) **应用推广方面：**住建部《建筑业发展“十三五”规划》推动全装修渗透率提升，拓展了整装卫浴的 B 端市场；住建部《“十三五”装配式建筑行动方案》推动装配式建筑普及，部分省市也对装配式长租公寓比例提出了要求，而整装卫浴是其中的重要组成部分；根据《装配式建筑评价标准》，整装卫浴在其百分制评分中可占 6 分。(2) **产品性能方面：**住建部《住宅项目规范（征求意见稿）》要求卫生间防水设计年限不低于 15 年，整装卫浴防水优点凸显；《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》要求 2025 年底新建建筑施工现场建筑垃圾排放不高于 300 吨/万平方米，装配式建筑不高于 200 吨/万平方米。

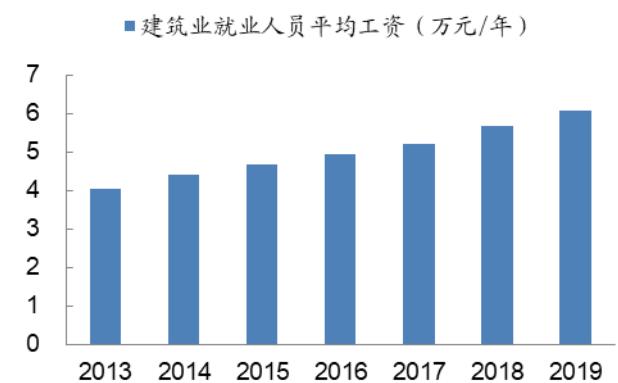
表4：利好整装卫浴行业发展的部分政策

时间	文件名	发文部门	相关内容
2017.3	《“十三五”装配式建筑行动方案》	住建部	①到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑比例达到 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。②推行装配式建筑全装修成品交房。加快推进装配化装修，提倡干法施工，减少现场湿作业。
2017.4	《建筑业发展“十三五”规划》	住建部	①制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。②推广装配式建筑，到 2020 年，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%
2018.2	《装配式建筑评价标准》	住建部	装配式建筑应采用全装修，装配率不低于 50%，A/AA/AAA 级装配式建筑的装配率不低于 60%/76%/91%；评分表中，洁具设备应安装到位，集成卫生间墙/顶/地面干式工法占比在 70%-90% 的，赋分 3-6 分
2019.9	《住宅项目规范（征求意见稿）》	住建部	卫生间防水设计工作年限不低于 15 年；城镇新建住宅全装修交付
2020.5	《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	住建部	2025 年底，新建建筑施工现场建筑垃圾排放量不高于 300 吨/万平方米，装配式建筑施工现场建筑垃圾排放量不高于 200 吨/万平方米

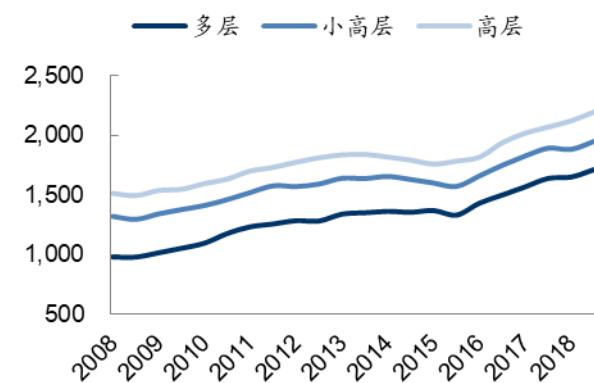
资料来源：住建部，东兴证券研究所

户型趋向标准化。近几年来，地产企业为了加快周转效率、节约研发成本、发挥集采优势、降低开发风险，纷纷推动标准化产品的连锁、复制型开发。户型标准化作为其中一环，使得整装卫浴企业可以针对 B 端客户开发模具，与客户达成长期合作，为规模化生产、降低产品价格提供了便利。以惠达卫浴为例，其整装卫浴产品适用于 70% 以上的主流户型。

人力成本上升。传统装修需要较多工人配合进行，而整装卫浴的安装更加简单、标准，一般仅需 2 名经过培训的工人。随着我国人力成本不断上升，整装卫浴的性价比优势逐渐显现。

图13：规模以上单位建筑业从业人员平均工资


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图14：住宅建安工程造价情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

材质升级提升美观度。传统的整装卫浴主要采用 SMC 材质，色彩单一，廉价感较强。此后虽然出现了 SMC 覆膜技术，但仍有光泽度较低、质感较差的问题。近年来随着生产技术的提高，国内厂商又推出了彩钢板、瓷砖复合板产品，为整装卫浴进入住宅项目打下了基础。彩钢板色彩丰富、光泽度高，廉价感明显降低；瓷砖复合板则是在壁板上直接铺贴瓷砖（或石材），外观与传统卫浴装修最为接近，符合大众对精装修住宅的审美需要。

表5：不同壁板材质的整装卫浴示意图


资料来源：睿住优卡官网，东兴证券研究所

表6：整装卫浴不同材质对比

材料类型	生产与施工	重量	饰面	触感	平面灵活性	燃烧性能等级
传统装修（贴瓷砖）	分散生产，现场湿作业施工	最重	可做各类材质（瓷砖或石材）	无空鼓感	灵活	A
SMC 复合板	工业高温压模机械化生产，产业化安装	最轻	质感较差；模压过程中饰面覆膜受高温易变色	有空鼓感	不灵活	B1
彩钢复合板	工厂机械化生产，产业化安装	较轻	光泽度较高；表面抗菌、防霉，不变色	有空鼓感	不灵活	A
铝蜂窝瓷砖	工厂手工生产，产业化	较重	可做各类材质（瓷砖或石材）	几乎无感	较灵活	A

材料类型	生产与施工	重量	饰面	触感	平面灵活性	燃烧性能等级
复合板	安装			空鼓感		

资料来源：《福建省整体装配式卫浴间标准设计图集》，东兴证券研究所

B 端客户积极试水整装卫浴。随着相对于传统装修的性价比显现，经济性酒店首先开始采用整装卫浴产品。以万科为代表的地产商也逐渐认识到其优点，积极尝试在项目中使用整装卫浴。

- **长租公寓：**由于公寓出租前需要统一装修，采用整装卫浴有利于缩短工期，从而提高开发商的周转速度，减少出租前单方面支付房源租金的损失（对租入开发模式而言）。此外，许多长租公寓由旧建筑改造而来，原先没有足够的卫生间，采用整装卫浴可以大大减小改造的难度。
- **精装房：**在精装房模式下，洁具五金主要由地产商集中采购。同规格、规模化的采购下整装卫浴相对传统装修具备了性价比，其防水性能优势则保障了卫浴装修质量，更加符合国家对卫生间防水性能的政策规范。

随着地产商积极推进装配式住宅开发，整装卫浴逐渐成为不二之选。例如在碧桂园的SSGF工业化建造体系中，整装卫浴就是标配之一。

图15：海鸥有巢氏的部分战略合作伙伴



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.3 市场规模测算：整装卫浴市场有望迎来快速扩容

考虑到装配式建筑推广和整装卫浴渗透率的提升，我们预计 2010-2025 年整装卫浴主要应用市场（酒店/公寓/住宅）规模将从 20 亿元扩张至 165 亿元，年均增速达到 42%。我们进行测算的主要假设包括：

- 整装卫浴未来主要用于经济性酒店（新建/翻修），长租公寓和精装修住宅（装配式/非装配式）；
- 2020 年装配式住宅占竣工住宅的 15%，且采取全装修交房；
- 当前整装卫浴渗透率方面，公寓类项目 > 酒店类项目 > 精装修住宅类项目；
- 公寓类项目渗透率较高，主要由于长租公寓市场集中度较高，且头部开发商积极采用整装卫浴；
- 整装卫浴应用于酒店类项目的时间较早，因此渗透率也相对较高；
- 由于彩钢板、瓷砖贴面产品兴起时间较短，整装卫浴在精装修住宅的渗透率较低，主要应用于装配式建筑；

- 每间客房/公寓配套 1 间卫浴，每套住宅平均配套 1.5 套卫浴；
- 酒店类、公寓类项目均价 5000 元/套，住宅类项目均价 8000 元/套。

表7：整装卫浴主要应用市场规模测算

		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
整装卫浴市场规模	亿元	16	20	23	40	62	90	124	165
YOY	%		23%	18%	71%	55%	45%	38%	33%
酒店类项目									
经济型酒店客房数	万间	1039	1120	1154	1189	1224	1261	1299	1338
YOY	%		8%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
新增客房数	万间	124	81	34	35	36	37	38	39
整装卫浴渗透率	%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
翻修客房数	万间	46	52	56	58	59	61	63	65
翻修率	%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
整装卫浴渗透率	%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
酒店配套整装卫浴	万套	25	27	22	28	33	39	45	52
单套整装卫浴价格	元/套	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000
整装卫浴市场规模	亿元	13	13	11	14	17	20	23	26
YOY	%		4.74%	-15.98%	23.60%	20.17%	17.71%	15.87%	14.44%
长租公寓									
公寓新增开业	万间	28	33	35	38	42	46	51	56
YOY	%		20%	5%	10%	10%	10%	10%	10%
公寓配套整装卫浴	万套	7	10	12	15	19	23	28	33
整装卫浴渗透率	%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
单套整装卫浴价格	元/套	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000
整装卫浴市场规模	亿元	3	5	6	8	9	12	14	17
YOY	%		44.00%	22.50%	25.71%	23.75%	22.22%	21.00%	20.00%
住宅类项目									
住宅竣工面积	万平方米	66016	68011	71412	73554	75761	78033	80374	82786
YOY	%		3%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
住宅竣工套数	万套	618	637	669	689	710	731	753	775
全装修住宅	万套	170	204	247	289	333	380	429	481
全装修渗透率	%	28%	32%	37%	42%	47%	52%	57%	62%
装配式住宅（全装修）	万套	31	64	100	138	177	219	263	310
装配式施工渗透率	%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
整装卫浴渗透率	%	0%	2%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
非装配式全装修住宅	万套	139	140	147	152	156	161	166	171
整装卫浴渗透率	%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
住宅配套整装卫浴	万套	0	2	8	23	45	73	109	152
综合渗透率	%	0%	1%	2%	5%	9%	13%	17%	21%
每套住宅卫浴数量	套	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
单套整装卫浴价格	元/套	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
整装卫浴市场规模	亿元	0	2	6	18	36	58	87	122
YOY	%			293.75%	204.88%	94.40%	63.72%	48.93%	40.11%

资料来源：WIND，盈蝶咨询，克而瑞，东兴证券研究所

注：浅蓝色底色单元格内的数字为估计值

4. 竞争格局：地产商注重工程业务能力，传统卫浴龙头有望领先

4.1 多方布局整装卫浴，先行者有望持续领跑

整装卫浴行业由于长期处于探索期，因此企业规模偏小。以科逸为代表，部分专注于整装卫浴的企业经过10年左右的成长初具规模。随着整装卫浴市场逐渐打开，以海鸥、惠达、东鹏为代表的传统卫浴企业也纷纷布局整装卫浴；此外还有部分地产商（如美的置业）参股设立自己的整装卫浴企业。

表8：部分企业布局整装卫浴领域情况

公司名称	类型	简介
科逸股份	整装卫浴企业	公司是整体卫浴行业龙头，自2006年成立以来专注于整装卫浴领域。在酒店客户方面，公司是汉庭、锦江之星、易佰等连锁宾馆的指定供应商，并与驿家365、如家、7天等品牌有长期合作关系。在地产客户方面，公司与万科、万达、绿地等一线地产商有长期合作
海鸥住工	传统卫浴企业	有巢氏系统卫浴成立于2005年，福润达卫浴成立于2011年，二者均在整装卫浴领域有多年的经验。海鸥住工于2018年1月收购苏州有巢氏，同年4月收购福润达，布局整装卫浴产业链；2020年1月有巢氏收购万科旗下科筑集成，加快进入住宅整装卫浴领域
海鸥有巢氏		
海鸥福润达		
惠达卫浴	传统卫浴企业	公司于2018年6月公司投资设立惠达住工，布局整装卫浴领域。2020年5月碧桂园战略入股公司并委派董事参与治理，双方利益实现绑定；同时公司与保利、万科、龙湖等地产商签署了战略合作协议。未来公司有望向战略合作客户供应整装卫浴产品
东鹏整装卫浴	传统卫浴企业	公司于2018年7月实施品牌战略升级，更名“东鹏整装卫浴”，并投资建设整装卫浴工厂；2019年12月，公司与整装卫浴企业广州鸿力合资设立鹏美绿家
睿住优卡	地产系企业	公司由美的置业和英皇卫浴合作设立，其中美的置业持股40%

资料来源：公司公告，公司官网，东兴证券研究所

酒店、公寓等项目预计竞争较为激烈。由于对外观要求较低，这些项目主要使用SMC材质产品，对洁具五金配件的要求也不高。因此进入这一类细分市场的技术和供应链壁垒较低，产能相对充足，价格竞争将是一段时间内主要趋势。

率先与地产商合作的企业有望持续领跑。地产商客户为保障项目效率和质量，通常倾向于和熟悉的供应商合作。企业开拓B端客户需要时间，例如万科的供应商名录每年才会发布一次。当前已经布局整装卫浴、产能快速扩张跑马圈地的企业，相较于行业后来者将具备一定先发优势。

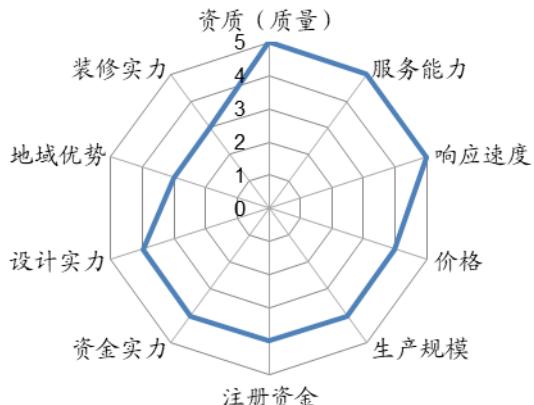
4.2 顺应地产商需求，传统卫浴龙头长期更具竞争优势

长期来看，传统卫浴龙头有望在住宅类项目中取得较大市场份额。从地产商的需求来看，对供应商的要求主要包括产品品质、供货和响应能力、服务能力、价格控制、资金实力等方面。

- **产品品质：**虽然目前SMC材质仍是市场主流，但随着整装卫浴向住宅项目渗透，为迎合住户对美观和品质的要求，客户会更多采用彩钢板或瓷砖贴面材质的产品，对卫浴配件品牌的要求也会更高。
- **服务能力：**整装卫浴供应商需要及时、有效地提供各类服务，例如卫浴空间设计、产品方案制定、安装服务、售后维护等。
- **供货和响应能力：**地产商通常是多地多个项目同时施工，为保证项目正常进行，客户要求整装卫浴供应商具备及时响应、保质保量、按时运抵的供应能力。
- **价格控制：**住宅项目虽然对整装卫浴材质和配件有较高要求，但产品价格+安装费用也必须优于采用传统卫浴装修的支出。

➤ **资金实力：**考虑到自身资金周转，地产商会利用强势地位要求一定的账期，因此供应商需要具备充足的营运资金；同时，强大的资金实力也是行业发生风险时，供应商维持经营能力的有效保障。

图16：房企对供应商各方面特质的关注程度



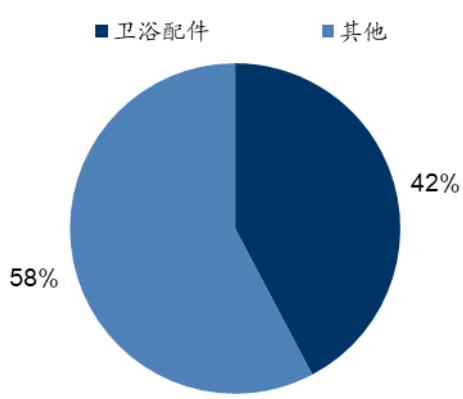
资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

传统卫浴企业供应链更完整，有利于控制成本、提升供货能力。从科逸的情况来看，卫浴配件外部采购占采购总额的比例达到 30%-40%；而上市卫浴企业对外销售的毛利率大约为 20%-35%（国际品牌可能更高），因此卫浴配件对整装卫浴成本影响不容小觑。

传统卫浴企业可以配套自产洁具五金（或合作厂商的产品），在成本控制上更优，并有能力制定更具竞争力的销售价格。同时，相比于依赖外部供应商，传统卫浴企业在应对客户大规模采购时生产、发货效率更高，响应能力更强。

传统卫浴企业在洁具五金配件方面比较受地产商认可。在进入整装卫浴市场之前，传统卫浴企业在 B 端市场与地产商已经有过合作，为精装修项目供应卫浴产品；在 C 端市场也已发展多年，建立了一定的品牌认知度。

图17：卫浴配件占科逸股份采购额的比重（2014 年）



资料来源：科逸股份公开转让说明书，东兴证券研究所

注：卫浴配件包括陶瓷件、水嘴、五金件等。

图18：传统卫浴企业产品矩阵

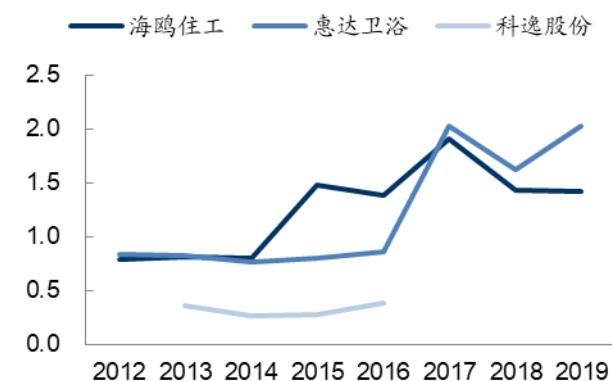


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

注：德国贝朗卫浴为海鸥住工的战略合作伙伴

传统卫浴企业资金实力相对更强。从科逸股份的经营情况来看，其短期偿债能力较弱，对客户回款依赖较深；相比之下，惠达卫浴、海鸥住工等上市公司资金实力更为雄厚，更能适应行业的快速扩张。

图19：海鸥、惠达与科逸的速动比率对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图20：海鸥、惠达与科逸的经营活动净现金流对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

5. 规模效应提振整装卫浴 ROIC，建议关注相关传统卫浴企业

整装卫浴企业 ROIC 一度处于较低水平。科逸股份以整装卫浴的生产销售为主营业务，2014 年-2016 年的 ROIC 分别为 4.84%/6.80%/4.96%，除 2015 年均落后于传统卫浴企业。

规模效应有望提振整装卫浴业务 ROIC 水平。(1) 产能利用率提升。2016 年科逸股份产能约 15 万套，但订单量仅 8 万套，反映出行业产能利用率明显偏低。如果需求端放量，将摊薄产品的单位固定成本，发挥已有产能的盈利能力。(2) 模具的精简。地产项目户型更加标准，单个项目订单量更大。因此在产能一定的情况下，制造商的模具规模有望得到精简，并减少折旧成本。

我们以科逸股份为例，分别测算了销量提升 10%/20%/30%/40% 和模具规模精简 20%/40%/60%/80% 的情况下，ROIC 的变化情况。可以看到，在产能利用率的提升作用下，整装卫浴企业的 ROIC 将受到明显的提振刺激。模具的精简有类似的效果，但提振幅度较小。

表9：销量提升的情境下科逸股份 ROIC 变化

	2013	2014	2015	2016
IC	4.14	4.38	4.20	4.19
NOPLAT	0.25	0.21	0.29	0.21
其中：营业收入	2.99	3.23	3.95	3.88
营业成本	2.01	2.23	2.89	2.99
资产折旧与摊销	0.19	0.26	0.33	0.33
EBIT	0.30	0.25	0.35	0.29
有效税率	17.70%	15.76%	16.19%	28.02%
ROIC		4.84%	6.80%	4.96%

	2013	2014	2015	2016
假设销量提升 x%，ROIC 可提升至				
x=10%		7.32%	9.51%	7.07%
x=20%		9.79%	12.23%	9.18%
x=30%		12.27%	14.95%	11.29%
x=40%		14.74%	17.67%	13.39%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表10：模具精简的情境下科逸股份 ROIC 变化

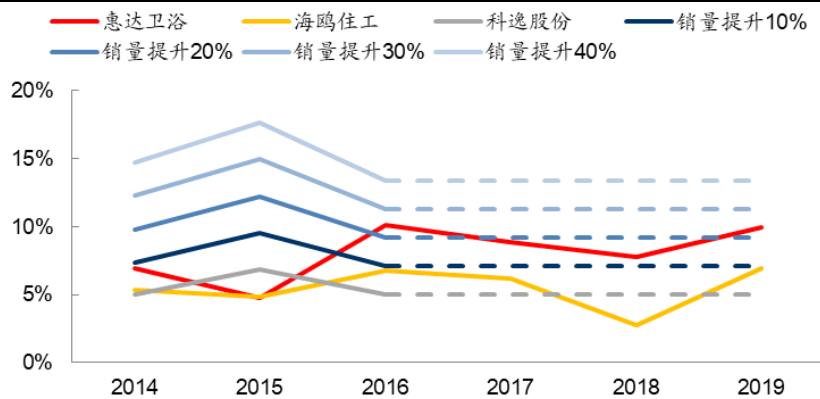
	2013	2014	2015	2016
IC	4.14	4.38	4.20	4.19
其中：生产设备净值	0.84	1.02	1.10	0.85
NOPLAT	0.25	0.21	0.29	0.21
其中：生产设备折旧		0.19	0.20	0.25
EBIT	0.30	0.25	0.35	0.29
有效税率	17.70%	15.76%	16.19%	28.02%
ROIC		4.84%	6.80%	4.96%
假设模具精简 x%，ROIC 可提升至				
x=20%		5.34%	7.38%	5.51%
x=40%		5.87%	7.99%	6.10%
x=60%		6.41%	8.63%	6.71%
x=80%		6.98%	9.30%	7.35%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

卫浴企业传统业务和整装卫浴业务形成协同。我们认为传统卫浴企业布局整装卫浴，有望与其传统业务形成协同，从而有利于整装卫浴业务提升 ROIC：(1) 通过配套自有的（或合作厂商的）中高端洁具五金，整装卫浴产品更容易切入住宅类项目，提升盈利能力；(2) 两项业务之间通过协作，可以降低营销、运输等费用，并提升生产效率。

传统卫浴企业在整装卫浴竞争格局中占优，有望在未来保持较好的 ROIC。随着整装卫浴市场不断发展，更多竞争对手的进入可能会影响企业盈利；我们认为传统卫浴企业在布局整装卫浴方面具备一定优势，长期可能保持相对较好的盈利能力。

图21：科逸股份销量提升不同比例时 ROIC 与传统卫浴企业的对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6. 风险提示

房地产行业景气度下滑，装配式建筑与精装房渗透率提升不及预期，整装卫浴应用效果不及预期

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	美国床垫行业启示：渠道助力企业抢占市场份额，产品研发为核竟争力——床垫行业深度报告	2020-01-10
行业深度报告	家装家居行业报告：从内部整合到产业升级，产品量变与服务质变重塑竞争力	2019-10-09
公司深度报告	梦百合（603313）深度报告：反倾销落地海外格局重塑，OBM转型百合以梦为马	2020-03-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

王长龙

美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

研究助理简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好数：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526