

整装卫浴风口正起，行业领跑者蓄势待发

政策风口：10年内装配式建筑比例目标达到30%

整装卫浴以一体化的防水底盘和墙体为整体框架，搭配各种洁具在有限空间内可实现多种功能。产品较传统装修有多种优势，采用工业化生产替代防水贴砖，可将两周施工周期缩短为一天，大大提升安装效率并降低制造成本，因此整装卫浴为内装工业化的重要部分。2016年以来国家密集出台政策推进装配式建筑的发展，并提出在10年内使装配式建筑占新建建筑面积比例达到30%。

需求风口：“公寓+精装房”陆续上量，整装卫浴渗透率逐渐提升

行业需求短期看公寓，长期看精装房。2016年以来国家多次强化鼓励住房租赁市场发展基调，“租售并举”时代到来。品牌地产商积极加入到公寓市场，如万科、龙湖、旭辉、碧桂园等均建立自有公寓品牌，并确立百万间的发展目标。而相比于日本90%的整装卫浴普及率，我国精装房市场还存在较大空间。精装房比例及下游地产商集中度的上升，更有利于提高整装卫浴在精装房市场的渗透率。在公寓及精装房需求的带动下，我们预计未来十年整装卫浴市场规模将有300亿增量。

行业处于早期阶段，参与企业跑马圈地扩产能：尽管整装卫浴产品引入中国二十余年，但行业目前仍处于发展早期阶段，竞争格局较为分散，参与企业数量较少。行业内规模较大企业，包括苏州科逸、海鸥住工、昆山禧屋、湖南鑫铃、惠达卫浴等公司。规模以上企业均积极规划中长期产能，如未来5年全部达产，则行业总产能将近165万套。同时行业不断出现新进入者，如东鹏洁具更名东鹏整装卫浴、日本艾博科拟和中国联塑集团共同推广整装卫浴产品。

重点关注上市公司：海鸥住工和惠达卫浴

海鸥住工：国内最大的高档卫浴五金产品制造商之一，2018年公司完成收购苏州有巢氏股权和设立海鸥福润达，快速布局整装卫浴业务。公司2017年完成非公开发行募集资金4.04亿元，用于苏州及浙江基地建设。目前产能5万套/年，今年底将达到10万套/年，2020年底预计实现翻倍到20万套/年。

惠达卫浴：国内陶卫行业领先企业，2017年上市后加快扩张步伐，积极拓展智能家居及整装卫浴业务。2018年公司出资设立惠达住工，计划分期投资10亿元，在2025年底实现年产能50万套整装卫浴产品。

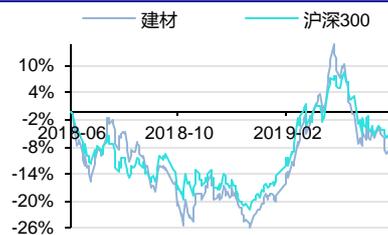
风险提示：长租公寓推进不达预期，精装房交付不达预期

投资评级 **领先大市-A**

调高评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.85	-4.54	-7.37
绝对收益	-1.24	-5.43	-9.93

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

杨光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517080001
yangguang1@essence.com.cn
010-83321033

相关报告

水泥景气企稳回升，玻璃短期受供给冲击 2019-03-25

水泥仍待需求启动稳价，玻璃基本面维持疲软 2019-03-12

水泥企业停磨控制库存，玻璃成本压力缓解 2019-03-06

水泥多地库位同比转增，玻璃价挺库高 2019-02-28

水泥延续淡季价跌库增，玻璃不改弱势震荡 2019-01-23

内容目录

1. 整装卫浴风口正起，“政策+需求”共同推进	4
1.1. 整装卫浴是内装工业化的重要组成部分.....	4
1.2. 装配式建筑利好政策不断，各省市全力配套发展.....	5
1.3. 行业短期逻辑：“需求+政策”共筑长租公寓风口.....	7
1.4. 行业长期逻辑：装配式内装普及率提高，品牌地产商集中度上升.....	8
1.5. 市场空间测算：整装卫浴行业十年百亿，短期看公寓长期看精装房.....	9
2. 行业早期发展阶段，市场竞争格局分散	11
2.1. 苏州科逸：行业龙头企业，产能规划最多.....	11
2.2. 昆山禧屋：三大生产基地，获得多家地产商集采资格.....	12
2.3. 湖南鑫铃：产品类型丰富，可应用多类场景.....	13
2.4. 多家企业规划进入整装卫浴行业.....	14
3. 重点关注两家上市公司：海鸥住工和惠达卫浴	15
3.1. 海鸥住工 (002084.SZ)：收购苏州有巢氏，产能今年快速扩充.....	15
3.1.1. 卫浴五金产品制造企业，齐家网为第二大股东.....	15
3.1.2. 收购苏州有巢氏，新建海鸥福润达.....	16
3.1.3. 产能 20 年底预计实现 24 万套，推陈出新深度绑定品牌地产商.....	17
3.1.4. 延伸智能家居及陶卫业务，收购橱柜企业布局整体厨房.....	19
3.1.5. 回购股份对冲减持计划，股权激励有利于员工积极性.....	20
3.2. 惠达卫浴 (603385.SH)：成立惠达住工，布局整装卫浴新业务.....	21
3.2.1. 国内卫浴行业领先企业，上市后积极拓展新业务.....	21
3.2.2. 陶瓷卫浴种类完善，上市助力产能扩张.....	22
3.2.3. 战略布局整体卫浴，五年规划 50 万套产能.....	23
4. 风险提示	24

图表目录

图 1：整装卫浴和住宅产业化的关系.....	4
图 2：传统卫浴空间装修湿法作业.....	5
图 3：整装卫浴干法施工.....	5
图 4：防水底盘一次模压成型.....	5
图 5：整体浴室节能环保、与墙体间存在保温层.....	5
图 6：2017 年中国公寓市场分类占比.....	7
图 7：集中式长租公寓分布 TOP10 省份.....	7
图 8：2016 年 11 月-2018 年 12 月各城市租赁相关用地成交情况.....	8
图 9：万科泊寓-深圳代表房源.....	8
图 10：2018 年我国房地产精装修房数量及增速.....	9
图 11：2018 年精装修市场分城市级别开发商类型份额.....	9
图 12：科逸股份营业收入及增速.....	11
图 13：科逸股份净利润及增速.....	11
图 14：科逸-湖北广水基地.....	12
图 15：科逸-河北衡水基地.....	12
图 16：科逸-广东龙川基地.....	12
图 17：科逸-重庆荣盛基地.....	12
图 18：禧屋 SMC 系列.....	13

图 19: 禧屋 VCM 系列.....	13
图 20: 鑫铃经济款整体浴室-16 系列.....	14
图 21: 鑫铃常用款整体浴室-18 系列.....	14
图 22: 鑫铃玻璃款整体浴室.....	14
图 23: 鑫铃豪华款整体浴室.....	14
图 24: 公司股权结构 (截止 2019 年 Q1)	15
图 25: 公司出口产品代表.....	15
图 26: 2009-2018 年公司外贸业务收入及占比.....	15
图 27: 2009-2018 年公司营收及增速.....	16
图 28: 2009-2018 年公司归母净利润及增速.....	16
图 29: 有巢氏整装卫浴产品 (1)	17
图 30: 有巢氏整装卫浴产品 (2)	17
图 31: 整装卫浴彩钢板新品.....	19
图 32: 整装卫浴瓷砖新品.....	19
图 33: 雅科波罗合作地产商.....	20
图 34: 惠达卫浴发展历程.....	21
图 35: 惠达卫浴 2012-2018 年营收及增速.....	22
图 36: 惠达卫浴 2012-2018 年归母净利润及增速.....	22
图 37: 惠达住工整装卫浴种类.....	24
图 38: 公司拥有丰富的产品品类.....	24
图 39: 公司整装卫浴的样板间.....	24
表 1: 装配式建筑和传统建筑建造方式的比较.....	4
表 2: 装配式建筑相关政策.....	5
表 3: 截止 2025 年我国各省市装配式建筑的发展目标.....	6
表 4: 地产商公寓品牌.....	7
表 5: 部分地产商新房精装修比例.....	9
表 6: 我国公寓数量预测.....	10
表 7: 整装卫浴市场规模测算.....	10
表 8: 整装卫浴主要参与企业产能规划情况.....	11
表 9: 禧屋现有产能布局.....	12
表 10: 鑫铃产品应用机构.....	13
表 11: 2017 年公司非公开发行股份募投项目	17
表 12: 截止 2018 年 12 月 31 日, 公司募投资金使用情况.....	18
表 13: 海鸥住工整装卫浴产能规划.....	18
表 14: 上海齐泓股权投资基金合伙企业股东列表.....	20
表 15: 2019-2022 年公司股权激励摊销费用	21
表 16: 公司主要参控股公司.....	21
表 17: 截止 2018 年惠达零售渠道.....	22
表 18: 公司核心技术代表.....	23
表 19: 惠达卫浴产能规划.....	23

1. 整装卫浴风口正起，“政策+需求”共同推进

1.1. 整装卫浴是内装工业化的重要组成部分

住宅产业化从 1930 年起步于美国，在 20 世纪 60 年代遍及欧洲，目前在发达国家的发展已相对成熟，而在我国才刚刚起步。相比于传统的建筑施工方式，住宅产业化能够实现建筑的工业化和标准化，缩短建筑周期节约人力成本，并大幅减少施工现场噪声及施工垃圾。我国建筑业每年消耗能源占全社会能源消耗的 28-30%，超过 95% 的既有建筑属于较为落后的高耗能建筑，住宅产业化则是实现绿色建筑的有效途径。内装工业化是住宅产业化的一部分，是将住宅建筑中的卫生间、浴室、厨房、内墙、收纳等内装部品或空间，从传统现场施工的模式，升级为在工厂智能化、系统化生产，再将成品运送至施工现场。

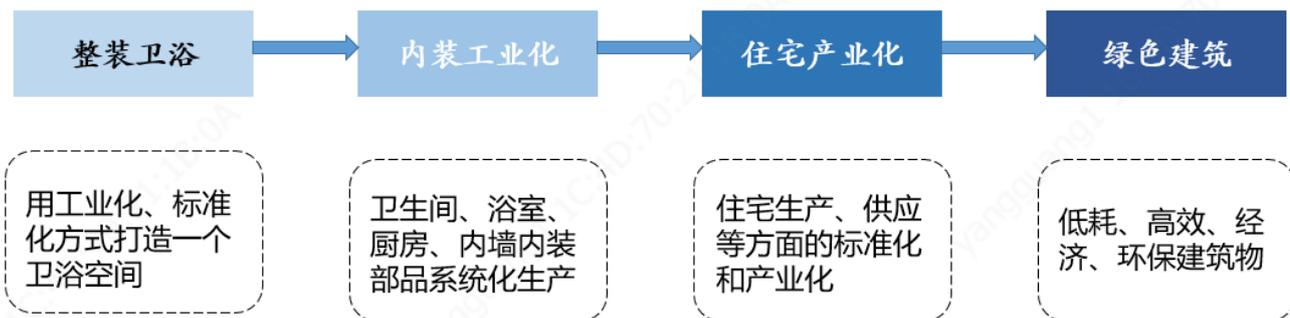
表 1：装配式建筑和传统建筑建造方式的比较

	住宅传统建造方式	住宅产业化建造方式
产业化程度	建筑施工方法不一致，管理可控性差，产业化程度低	建筑施工方法统一，管理可控性强，产业化程度高
环保程度	耗费资源，容易产生建筑垃圾	减少湿作业和建筑垃圾，节水、节能及环保
施工方式	现场施工，周期长，易产生噪音	工厂化生产和现场装配安装，施工周期大幅缩短，并节约 80% 劳动力
建造质量	易受到施工技术、人为因素和天气影响	内装工业化集成手段，能够从开发端提高住宅质量

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

整装卫浴是内装工业化的关键部分，较传统卫浴具有较大优势。整装卫浴（又名整体卫浴、整体浴室）是一体化的防水底盘或浴缸和防水底盘组合、地面、墙板等整体框架，搭配各类洁具呈现出整体效果，在有限空间内实现洗漱、沐浴、如厕等多种功能，具备安装便捷、防水抗渗、整体风格统一等特点。整装卫浴施工过程环保安全，可防止有害气体挥发，减少建筑垃圾和装修刺耳噪声；还可省去内墙及地面的空间损耗，提升空间使用率。

图 1：整装卫浴和住宅产业化的关系



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

整装卫浴采用工业化生产替代防水贴砖，可显著提升安装效率。传统卫浴空间是由施工方将地砖、墙砖、天花板、浴室板、花洒、龙头、坐便器等部件分散式采购，再从对墙地面防水作业工序开始，在现场采用砂浆水泥等辅料湿法作业。传统卫浴施工周期长达两周，水电工、瓦工等多工种联合施工，需要按照工序逐一推进各道程序施工，存在着标准化作业程度低、质量不稳定、施工周期长等问题。而整装卫浴产品由品牌商在工厂内进行标准化加工，整体浴室墙体、底盘及顶盖间采用连接件加固，壁板和底盘采取密闭锁水设计，免去传统施工的贴瓷砖和做防水环节。同时给水、排水及电路系统均为一体化集成，无需单独施工，后期维

护较为方便。在施工现场，2名成熟工人最快4小时即可完成整套产品的安装工作，大大提高安装效率并降低建造成本。

图 2：传统卫浴空间装修湿法作业



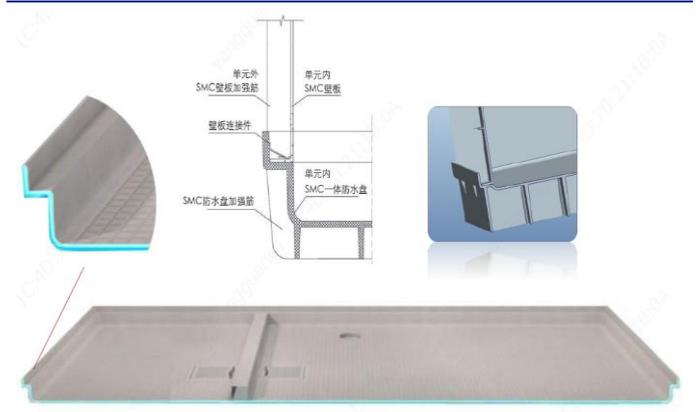
资料来源：中国建筑装饰网，安信证券研究中心

图 3：整装卫浴干法施工



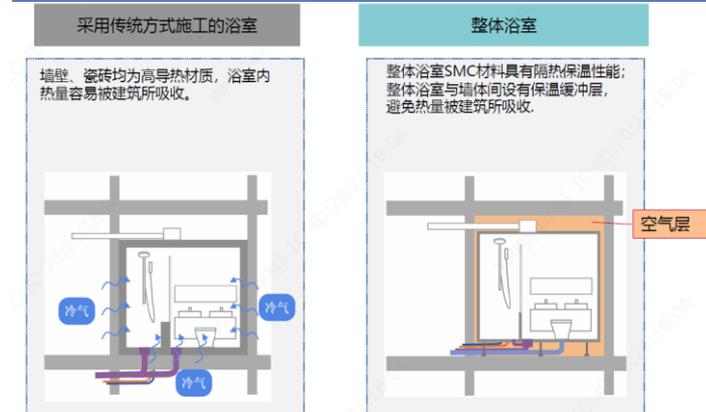
资料来源：中华卫浴网，安信证券研究中心

图 4：防水底盘一次模压成型



资料来源：惠达住工宣传资料，安信证券研究中心

图 5：整体浴室节能环保、与墙体间存在保温层



资料来源：惠达住工宣传资料，安信证券研究中心

1.2. 装配式建筑利好政策不断，各省市全力配套发展

2016 年以来，政府密集出台一系列政策大力推进装配式建筑的发展。2016 年 7 月，住建部发布《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》，指出到 2020 年城镇新建建筑中绿色建筑推广比例超过 50%，新建建筑执行标准能效要求比“十二五”期末提高 20%，装配式建筑面积占城镇新建建筑面积的比例达到 15%以上；2016 年 9 月，国务院办公厅印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，指出“力争用 10 年时间使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%，推广标准化、集成化、模块化的装修模式，促进整体厨卫、轻质隔墙等材料等技术的应用”；2017 年 3 月，住建部出台《“十三五”装配式建筑行动方案》；2018 年 2 月，住建部出台《装配式建筑评价标准》，规范判断建筑是否是装配式的最低装配率为 50%，整装卫浴和整装厨房的最高占比可达 12%。

表 2：装配式建筑相关政策

日期	部门	政策	相关内容
2016 年 2 月	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	建设国家级装配式建筑生产基地。力争用 10 年时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。
2016 年 8 月	住建部	《2016-2020 年建筑业信息化发展纲要》	加强信息化技术在装配式建筑中的应用。

2016年9月	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角城市群为重点推进区,常住人口超300万的其他城市为积极推进区,其余城市为鼓励推进区,发展装配式建筑。力争10年左右使装配式建筑在新建建筑面积中占比达30%。推广绿色建材并提高其在装配式建筑中的应用比例,强制淘汰不符合节能环保要求、质量性能差的建材。
2016年10月	工信部	《建材工业发展规划(2016-2020年)》	绿色建材主营业务收入在建筑业用产品中占比由2015年10%提升至2020年的30%。
2017年2月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	力争用10年左右的时间,使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。
2017年3月	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》《“十三五”装配式建筑示范城市管理办法》《装配式建筑产业基地管理办法》	进一步明确阶段性工作目标,落实重点任务,强化保障措施。
2017年5月	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年,城镇绿色建筑面积占新建建筑比重达到50%,新开工全装修成品住宅面积达到30%,绿色建材应用比例达到40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%。
2018年2月	住建部	《装配式建筑评价标准》	采用装配率评价建筑的装配化程度,规范评价民用建筑的装配化程度,促进装配式建筑发展
2018年11月	住建部	《关于开展第一批装配式建筑示范城市和产业基地实施情况评估的通知》	省级住房城乡建设主管部门组织,对本行政区内的装配式建筑示范城市和产业基地工作自评材料和实际工作开展情况进行检查,注重考察示范城市和产业基地是否形成可复制、可推广的经验模式,充分发挥示范带动作用,推动装配式建筑规模化发展。
2018年11月	国务院	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	2018年底前,各地建立施工工地管理清单。因地制宜稳步发展装配式建筑。

资料来源:新浪网,搜狐网,安信证券研究中心

同时,各省市也在积极跟进国家政策步伐,陆续出台相关文件对装配式建筑给予支持。目前全国31个省市均出台了相关指导意见和配套措施,并对2020年及2025年装配式建筑在新建建筑面积中的占比提出明确目标。如广东省提出珠三角城市群中,到2020年装配式建筑占新建建筑面积比例应达到15%以上,其中政府投资工程装配式建筑面积占比达到50%以上;到2025年该比例达到35%以上,其中政府投资占比达到70%以上。

表3:截止2025年我国各省市装配式建筑的发展目标

省市	占新建建筑面积比例 (%)		省市	占新建建筑面积比例 (%)	
	2020年	2025年		2020年	2025年
全国	15	30	安徽	15	30
北京	30	/	浙江	30	/
天津	30	/	江西	30	50
上海	/	/	福建	20	35
重庆	15	30	广东	15	30
黑龙江	10	30	广西	20	30
吉林	10	30	海南	50	/
辽宁	20	35	陕西	20	30
河北	20	30	甘肃	/	30
山西	15	30	宁夏	10	25
内蒙古	10	30	青海	10	/
河南	20	40	新疆	10	30
湖北	15	30	四川	30	40
湖南	30	/	贵州	10	30
山东	15	40	云南	/	30
江苏	30	50	西藏	30	/

资料来源:前瞻产业研究院,安信证券研究中心

1.3. 行业短期逻辑：“需求+政策”共筑长租公寓风口

租售并举政策推进长租公寓市场提速发展。从 2015 年开始，国家出台多项鼓励租赁业务发展的政策；2018 年国家多次强调“租售并举”政策，强化鼓励住房租赁市场的发展基调。2016 年 6 月，国务院印发《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，指出实行租赁并举，对培育和发展住房租赁市场给予大力支持。2017 年 7 月，住建部联合发改委出台《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，选取广州、深圳、南京等 12 大城市作为首批住房租赁试点，加快发展住房租赁实仓。2017 年 10 月，十九大再次强调“租购并举”，由重购轻租向租购并举转变。

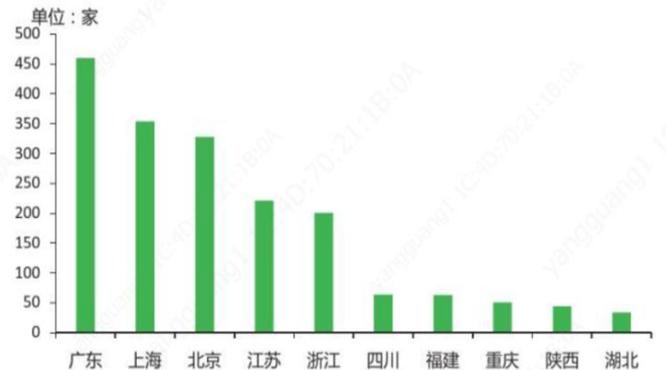
长租公寓按照房源及经营方式不同，分为集中式公寓和分散式公寓。集中式公寓在物业获取上较分散式门槛更高，但更易打造品牌知名度及影响力。根据迈点研究院的数据统计，2017 年国内公寓市场中分散式占比 74.56%，集中式公寓占比 17.17%。而从地域分布来看，截止 2017 年底广东和上海的集中式长租公寓数量最多，分别有 460 家和 354 家，其次是北京和江苏有 328 家和 221 家。

图 6：2017 年中国公寓市场分类占比



资料来源：迈点研究院，安信证券研究中心

图 7：集中式长租公寓分布 TOP10 省份



资料来源：迈点研究院，安信证券研究中心

品牌地产商布局集中式长租公寓，行业增速加快。知名公寓品牌在一二线城市有坚实的市场需求，长租客户多为初入职场者、都市白领等，而随着房价越来越高，年轻人倾向于选择压力更小的租房生活方式。面对长短租公寓市场的大规模需求，品牌房企也积极加入到公寓项目领域，比如万科、龙湖、招商蛇口、保利、金地、旭辉等，均建立了自己的公寓品牌。而整装卫浴快速施工、售后方便等产品优势，与地产商想要快速布局公寓项目的诉求完美匹配。

表 4：地产商公寓品牌

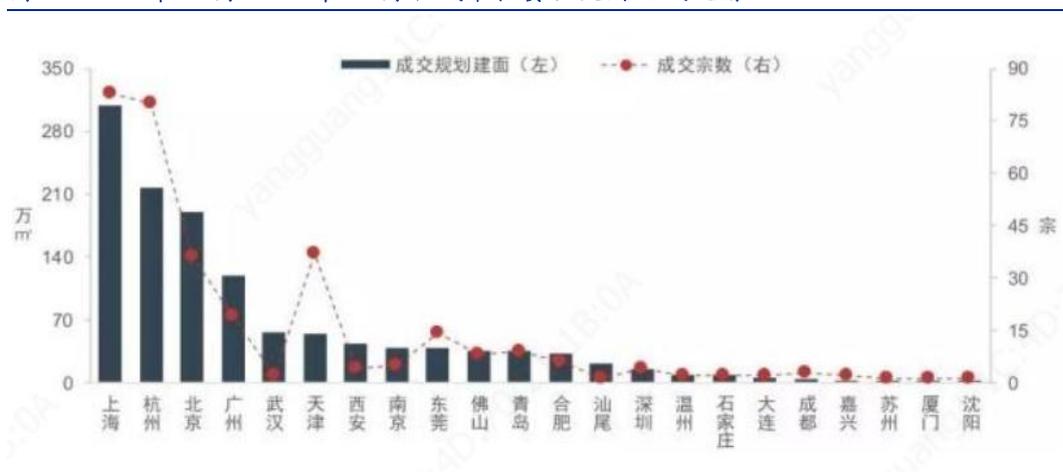
地产商旗下公寓品牌	成立时间	发展现状	发展目标
万科泊寓	2016 年 6 月	2018 年底房源 25 万间	远期规划 100 万间
龙湖冠寓	2017 年	2018 年底开业 5.3 万间	2020 年营收 20 亿元，行业前三
旭辉领寓	2016 年 7 月	2018 年 6 月管理超过 3.5 万间	2021 年 20 万间，运营 1000 个项目
金地 8760	2018 年 10 月	提供精细化服务，单个项目 114 间房	-
碧桂园碧家公寓	2017 年 12 月	2018 年进驻广州、深圳、东莞、上海等城市	2020 年 100 万间

资料来源：新浪家居，搜狐网，安信证券研究中心

地产商获取房源主要为轻资产和重资产两种模式。轻资产模式为集中式租赁，地产商从政府、集体等业务手中，获取破旧旧厂房或住宅楼进行改造，租约一般为 10-15 年。重资产模式为地产商获取自持住宅用地，建设长租公寓。比如 2016 年万科拍得两块北京市海淀永丰地块，建设长租公寓“翡翠书院”，预计 2020 年底将交付第一批租赁房源。租赁住房正逐渐成为住房供应体系的重要一部分，2016 年 11 月-2018 年 12 月，共有 22 个城市成交了租赁相关用

地，共计成交 322 宗，可提供租赁住房面积约 1237 万平方米，其中上海、杭州、北京成交规模领先。尤其是 2018 年，租赁相关用地的供应量明显提速。

图 8：2016 年 11 月-2018 年 12 月各城市租赁相关用地成交情况



资料来源：中国指数研究院，安信证券研究中心

万科泊寓全国已布局 35 个城市，远期拓展目标为 100 万间。万科从 2008 年的廉租房广州万汇楼开始，经过多年时间探索，于 2016 年推出长租公寓品牌“泊寓”。2015 年万科公寓有 1000 间，2017 年累计房源超过 10 万间，2018 年房源数量增长至 25 万间，远期规划为 100 万间，实现收入 155 亿元。目前万科泊寓已经覆盖全国 35 个一二线城市，客户主要面向 18-40 岁的城市青年。从 2017 年底，万科开始实施“万村计划”，采用“综合整治+内容运营”的思路，将租赁运营管理与城中村综合治理相结合。根据 2017 年底市规委数据统计，深圳现存城中村居住超过 1000 万人口，占全市居住人口的 60% 以上。万科未来有望通过长租公寓业务获得稳定的租金现金流、自持地产增值以及租金资产证券化。

图 9：万科泊寓-深圳代表房源



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.4. 行业长期逻辑：装配式内装普及率提高，品牌地产商集中度上升

整装卫浴在日本成熟使用 50 年，我国精装修市场存在较大空间。1964 年 9 月，TOTO 推出日本首个整装卫浴产品，最初整装卫浴只在酒店、体育场等公共场所使用，后来逐渐普及到公寓和居民住宅。据日本政府相关部门数据，截止 2016 年日本整装卫浴普及率已超 90%。其他发达国家如澳大利亚、美国、韩国、新加坡等国的家庭住宅，也较多使用整装卫浴产品。而我国整装卫浴普及率极低，中国家庭中整体卫浴占比还不足 5%。

国家多项政策支持精装修发展,品牌地产商精装修比例提升。我国精装修房渗透率仅为 20%,较欧美及日本等发达国家仍处于初步阶段。近年来国家及各地陆续出台关于精装修房的扶持政策,以达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标。2017 年住建部发布《建筑业发展十三五规划》,明确提出 2020 年全装修占比达到 30%目标。山东省、天津市要求 2018 年全装修比例达到 100%,长沙市要求核心区全装修比例不低于 70%,内蒙古要求全装修比例达到 80%以上。在此背景下,各大品牌地产商的新房精装修比例普遍超过 50%。

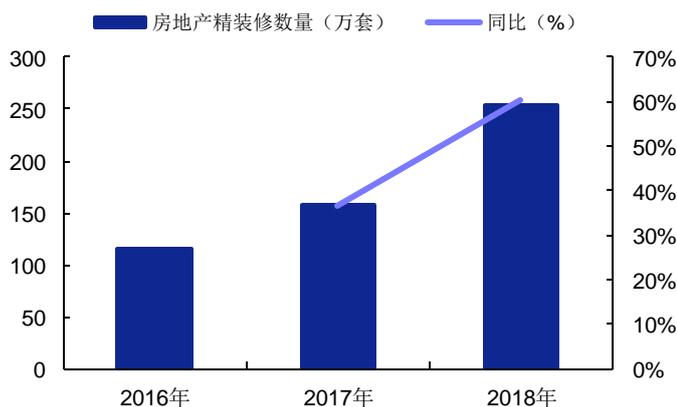
表 5: 部分地产商新房精装修比例

品牌地产商	新房精装修比例
恒大	接近 100%
万科	100%
碧桂园	接近 100%
金地	51%
旭辉	60%
绿城	50%
富力	80%
华润	60%
中国中铁	50%
中海地产	57%

资料来源: 惠达住工宣传资料, 安信证券研究中心

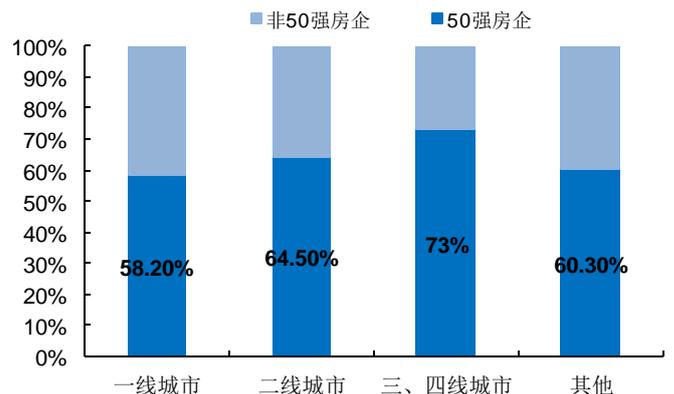
品牌商在精装房市场的集中度提升,有利于整装卫浴的快速普及。从精装修房各城市级别的开发商分布可以看到,前 50 强房企在二线及三四线城市的占比逐渐提升。品牌地产商更容易接受在精装房和家装项目中应用整装卫浴,如万科在 2007 年在全国推广装配式建筑、碧桂园在 2017 年年报中披露 111 个项目在推广包括整装卫浴在内的 SSGF 建造工法、绿地在 新里波洛克公馆项目应用整装卫浴系统。随着品牌地产商越来越多使用装配式内装方法,且行业在精装修房市场集中度较高,整装卫浴将迎来长期的市场需求规模。

图 10: 2018 年我国房地产精装修房数量及增速



资料来源: 奥维云网, 安信证券研究中心

图 11: 2018 年精装修市场分城市级别开发商类型份额



资料来源: 奥维云网, 安信证券研究中心

1.5. 市场空间测算: 预计行业十年百亿, 短期看公寓长期看精装房

长短租公寓未来 1000 万间市场容量。根据迈点研究院统计,2018 年全国分散式长租公寓品牌体量最大,房源数量达到 113 万间,其次为短租品牌公寓体量达到 15.85 万间,而对物业要求较高的集中式长租公寓和服务长租公寓体量仍不大。其中北京市长短租公寓的体量最大,达到 52.3 万间,其次是上海、杭州市。按照分散式公寓占比公寓市场 8 成计算,全国长短租公寓供应量预计为 200 万间,我们预计未来五年长租公寓将有 1000 万间的存量市场。

表 6：我国公寓数量预测

	2018 年	2019E	2020E	2025E
公寓数量 (万间)	200	400	600	1000
其中-集中式公寓 (万间)	40	90	150	250
占比 (%)	20%	23%	25%	25%

资料来源：安信证券研究中心测算

精装修房占比逐年提升，每年新增 600-700 万间。根据奥维云网数据统计，2018 年全国精装修房规模达到 253 万间，同比增长 59.9%，其中前 50 强房地产企业占比达到 55.5%。从新增城市来看，2018 年全国 213 个城市开盘精装修或全装修项目，其中 51 个城市为三年内首次有装修住宅项目销售；从城市来看，全国 TOP10 省份合计供应 182 万套，同比增长 64%，市占率近 72%。奥维云网预计 2019 年全年精装修房规模将达到 336 万间，同比增长 32.7%。相比于日本、美国、法国等发达国家 80% 的精装修比例，我国精装修市场将保持增长态势。

为了解整装卫浴潜在的市场规模，我们进行相关测算。假设：

- 1) 目前整装卫浴应用于公寓价格普遍在 5000-7000 元/套，应用于精装房价格在 10000 元/套以上。我们将按照公寓产品均价 6000 元/套、精装修房 10000 元/套计算，并且行业发展一定阶段后因行业竞争加剧预计会出现降价。
- 2) 预计我国公寓存量到 2025 年共计 1000 万间，到 2030 年共计 1300 万间。
- 3) 2021-2025 年，预计我国精装修房每年平均新增 600 万间；2025-2030 年，预计我国精装修房每年平均新增 700 万间。

表 7：整装卫浴市场规模测算

	2018	2019E	2020E	2021-2025E	2025-2030E
公寓新增数量 (万间)	100	150	150	500	300
整装卫浴渗透率 (%)	18%	19%	22%	40%	45%
整装卫浴使用数量 (万套)	18	28.5	33	200	135
整装卫浴价格 (元/套)	6000	6000	6000	5500	5500
整装卫浴-公寓市场规模 (亿元)	10.8	17.1	19.8	110.0	74.3
精装房新增数量 (万间)	253	336	420	3000	3500
整装卫浴渗透率 (%)	0.4%	0.5%	0.6%	1.5%	2.5%
整装卫浴使用数量 (万套)	1	2	3	45	88
整装卫浴价格 (元/套)	10000	10000	10000	10000	9000
整装卫浴-精装房规模 (亿元)	1.0	1.7	2.5	45.0	78.8
市场规模共计 (亿元)	11.8	18.8	22.3	155.0	153.0

资料来源：安信证券研究中心测算

预计行业未来十年 300 亿元市场空间，短期看公寓、长期看精装房。经过测算，到 2020 年行业规模预计达到 22.3 亿元，近两年复合增速近 40%。预计未来十年我国整装卫浴市场规模共计 300 亿元，对应行业 10% 的净利率水平，或将释放 30 亿元利润。

2. 行业早期发展阶段，市场竞争格局分散

行业处于早期发展阶段，参与企业积极扩产，跑马圈地争取订单。我国住宅工业化虽成为发展趋势，但目前整装卫浴行业处于发展的初级阶段，行业竞争格局较为分散，参与企业不多。目前行业内规模比较大的企业，除下文介绍的海鸥住工和惠达卫浴以外，还有科逸、禧屋、鑫铃、海尔等公司，此外还有十几家小厂。按照目前各公司的规划产能，如果未来5年全部达产，则行业总产能将近165万套整装卫浴。

表 8：整装卫浴主要参与企业产能规划情况

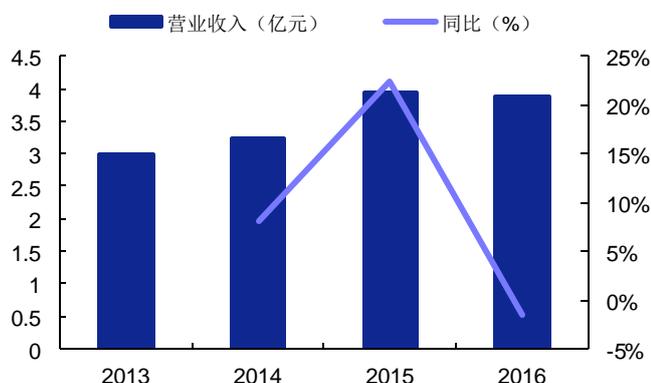
公司	地点	已规划产能
苏州科逸	河北、重庆、龙川、广水	建设中，年产装配式内装部品40万套
	苏州产业园	年产6万套整装卫浴
	芜湖产业园	年产20万套整装卫浴
惠达卫浴	唐山、重庆	年产50万套整装卫浴（2025年）
海鸥住工	苏州、珠海、青岛	年产23万套整装卫浴
禧屋	常熟、郑州、江阴	年产20万套SMC、彩钢和瓷砖整装卫浴
鑫铃	湖南	年产5万套整装卫浴

资料来源：惠达住工宣传资料，科逸公众号，安信证券研究中心

2.1. 苏州科逸：行业龙头企业，产能规划最多

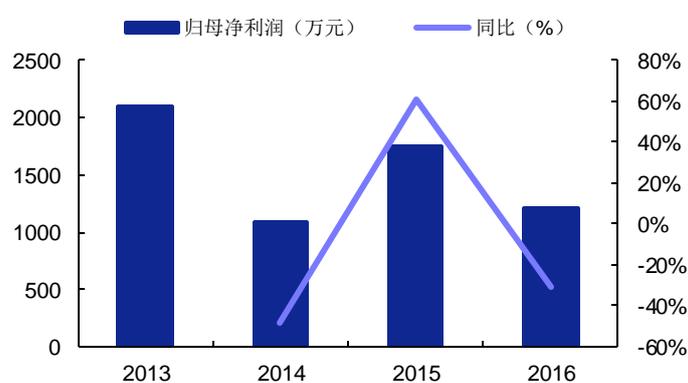
科逸股份目前是国内领先的整装卫浴生产商，产品已在20多个国家和国内150多个城市得到应用，中国市场占有率达到50%以上。公司曾于2015年12月在新三板市场挂牌，后于2017年9月终止挂牌。公司在2016年实现营收3.88亿元，归母净利润1208.46万元，销售毛利率为23.02%，销售净利率为3.11%。

图 12：科逸股份营业收入及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：科逸股份净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

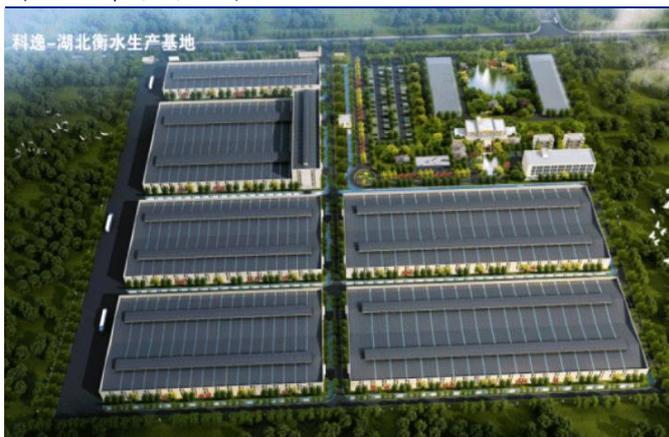
科逸全国布局四大新厂，努力实现“500公里一工厂，2小时配送服务”战略规划。科逸在苏州工业园区、苏州相城区、温州、泰州建成投产四个工厂，年生产整体浴室能力十余万套。根据公司官网披露，科逸新建四大生产基地，包括湖北广水基地、河北衡水基地、广东龙川基地、重庆荣盛基地，四大基地计划于2019年下半年竣工，并进入试生产阶段。全部建成后公司整装卫浴年产能将达到50万套，将成为世界上最大的整装卫浴生产企业之一。

图 14: 科逸-湖北广水基地



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 15: 科逸-河北衡水基地



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 16: 科逸-广东龙川基地



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 17: 科逸-重庆荣盛基地



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

根据公司公开信息披露, 湖北广水科逸产业园占地 340 亩, 一期用地 225 亩, 以生产整体浴室、集成厨房为核心, 完全建成后装配式建筑内装部品年产能达到 10 万套。目前一期项目基础工作已经基本完成, 项目进入快速施工阶段。工厂一期绿化工作完成 90%, 车间、展馆、办公楼等施工进度完成 70% 以上, 整体卫浴、整体厨房的样板房已完成装配, 争取在今年 7 月竣工并实现试生产。重庆荣盛基地于今年 3 月开工建设, 产业园占地 200 亩, 完全建成产能装配式内装部品可达 10 万套, 为西南地区提供装配式内装一体化解决方案。广东龙川于今年 1 月开工建设, 达产后产能达 10 万套, 重点辐射广东、广西、福建、江西、海南等省份。

2.2. 昆山禧屋: 三大生产基地, 获得多家地产商集采资格

禧屋成立于 2014 年, 目前有常熟、江阴两大生产基地。禧屋拥有 SMC、彩钢、瓷砖三个系列的生产线, 主要为碧桂园、万科、龙湖、旭辉、中南等地产商提供产品。2019 年, 公司和江苏海陆科技共同投资的江阴禧屋正式投产, 江阴生产基地占地近 200 亩, 总投资 5 亿, 拥有钢板覆膜、彩涂生产线、数控纵剪机等各类生产设备 300 多台, 年产能 10 万套双面彩钢整体卫浴。

表 9: 禧屋现有产能布局

两大生产基地	产能 (套/年)	主要产品
常熟	5 万	SMC 体系整体卫浴
江阴	10 万	彩钢体系整体卫浴

资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 18: 禧屋 SMC 系列



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 19: 禧屋 VCM 系列



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

近年来公司获得多家品牌地产商集采资格。根据公司官网信息披露, 2017 年公司为广州万科 C3、C5 两栋楼提供共计 3500 套整体卫浴, 在 4 个多月内即完成生产和施工; 2017 年底, 公司中标成为旭辉领寓集采供应商, 期限为两年, 截止 2018 年 4 月公司已为领寓项目提供近 2000 套整体卫浴; 2018 年底, 公司成功中标碧桂园整体卫浴集团采购, 中标产品为 SMC 体系产品和双面彩钢产品; 2019 年初, 公司独家中标招商蛇口整体卫浴战略集采, 为其在今后两年 SMC 整体卫浴的唯一集采供应商; 2019 年 3 月, 公司成为龙湖集团 SMC 整体卫浴集采供应商之一。

郑州基地预计明年投产, 总产能将达到 20 万套/年。根据公司官网披露, 公司今年 4 月与郑州一建集团强强合作, 成立郑州禧屋一建家居科技有限公司, 计划在郑州新郑市建设全新的整体卫浴工厂。新工厂一期投入超过 1 亿元, 将于上半年正式动工, 预计明年 6 月建成投产, 届时禧屋三个工厂的整体卫浴年产能将达到 20 万套以上。

2.3. 湖南鑫铃: 产品类型丰富, 可应用多类场景

公司总部在湖南长沙, 2015 年湖南澧县经济开发区投资两亿人民币, 建设占地百余亩的年产 20 万套整体浴室工业化制造基地。公司客户包括酒店、医院、学校、地产等, 其中地产类产品主要适用于精装修小户型、精装修公寓、全装修商品房等。

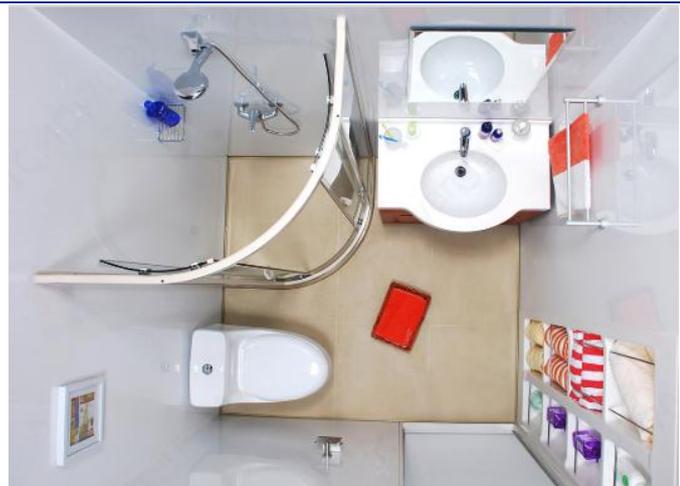
表 10: 鑫铃产品应用机构

应用场景	代表项目
酒店类	河南漯河世纪风大酒店、南昌新建迎宾馆、橘子酒店
房地产类	恒大集团-重庆石环项目、万科地产-Loft 公寓、奥林匹克花园-北京公馆
学校机关	赣州市委党校、南昌 28 中学、湖南农业大学
医院	南昌三三四医院、郑州中医药大学附属医院、赤壁爱尔眼科医院
船用卫生间	重庆中江船业、浙江华杰船业、重庆三峡游轮
集装箱木屋	河南焦作木屋旅游项目

资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

公司产品根据内部装置及产品配置级别不同, 主要分为四大系列, 包括经济款整体浴室、常用款整体浴室、玻璃款整体浴室、定制豪华款整体浴室。经济款、常用款及豪华款均分为多个系列, 可根据不同应用场景选择适用的产品。

图 20: 鑫铃经济款整体浴室-16 系列



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 21: 鑫铃常用款整体浴室-18 系列



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 22: 鑫铃玻璃款整体浴室



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 23: 鑫铃豪华款整体浴室



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

2.4. 多家企业规划进入整装卫浴行业

联塑艾博科: 2018 年, 艾博科 CEO 岩崎辰曾在博客表示, 将携手中国联塑集团, 向中国房地产开发商推广整装卫浴产品。岩崎辰认为中国的工业化住宅刚开始普及, 尤其是公寓项目利润幅度较低, 开发商需要采用能够降低成本及缩短工期的方法, 会开始推进像日本类似的整装卫浴产品。艾博科与联塑早在 2011 年 8 月成立合资公司, 但合资公司主要业务以联塑的管道产品为主。随着双方推进整装卫浴的制造计划, 合资公司或将转变业务方向。

东鹏整装卫浴: 2018 年 7 月, 东鹏洁具对外发布全新品牌战略, 品牌将升级为“东鹏整装卫浴”。东鹏将以柔性制造、整装制造作为依托, 打造以定制为核心、利用新型施工方式实现快速安装的卫浴空间系统解决方案。东鹏将在佛山、江西、鹤山、永川拥有四大智能生产基地, 其中永川基地将投入 25 亿元, 打造成为集瓷砖、洁具、橱柜、浴室柜、五金件的生产与物流于一体的综合智能家居产业基地。

美的置业: 根据 2018 年年报披露, 公司将整装卫浴定为 2019 年重要策略。此前公司已引进日本整装卫浴技术, 并与业内知名企业设立合资公司, 未来计划在五大区域开设装配式工厂。目前美的置业控股成员联城住工, 其徐州绿建科技产业园在今年 2 月开工, 这是美的置业首家装配式建筑工厂。

3. 重点关注两家上市公司：海鸥住工和惠达卫浴

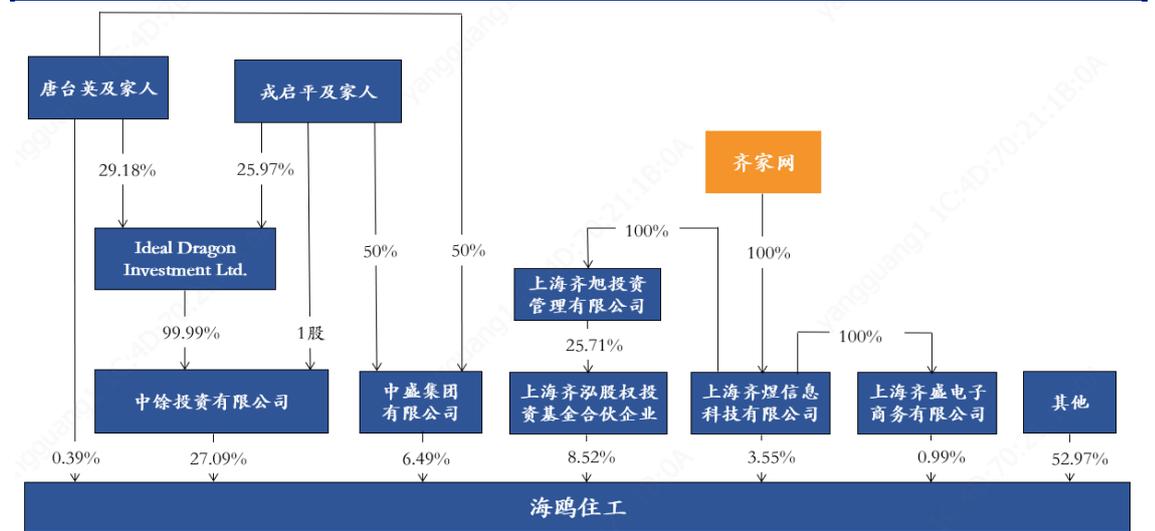
3.1. 海鸥住工 (002084.SZ)：收购苏州有巢氏，产能今年快速扩充

3.1.1. 卫浴五金产品制造企业，齐家网为第二大股东

公司前身为“海鸥卫浴”，是国内最大的高档水龙头等卫浴五金产品的制造服务供应商之一，客户主要为美国 Moen、Delta、Kohler、西班牙 Roca、德国 Hansgrohe 等世界卫浴行业知名品牌商。2018 年公司加速深化转型升级战略，完成收购苏州有巢氏股权和设立海鸥福润达的布局，公司名称由“广州海鸥卫浴用品股份有限公司”更名为“广州海鸥住宅工业股份有限公司”，证券简称变更为“海鸥住工”。

齐家网间接控股多家子公司，成为公司第二大股东。在前十大股东中，中余投资和中盛集团为公司主要发起人，公司实控人为唐台英先生和戎启平先生。唐台英先生为公司现任董事长，兼任子公司承鸥、铂鸥、北鸥、珠海班尼戈、四维卫浴、苏州海鸥有巢氏、珠海海鸥、齐海电商、浙江海鸥有巢氏、吉门第、史丹利东铁、上海东铁五金董事长；戎启平先生为公司监事会主席。公司在 2014 年引入齐家网作为战略合作伙伴，目前齐泓基金、齐煜信息、齐盛电子为一致行动人，共持有公司股权 13.06%。

图 24：公司股权结构（截止 2019 年 Q1）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

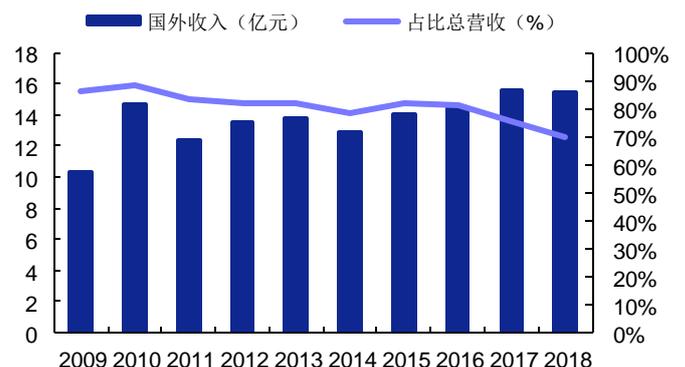
出口业务仍为公司最大营收贡献点，占比呈现逐年下降趋势。目前公司主要产品为各种高档水龙头零组件、排水器、温控阀等卫浴五金产品，绝大部分用于出口。2018 年公司实现国外收入 15.47 亿元，占总营收比例为 69.54%，占比较 2009 年下降 18.57 个百分点。

图 25：公司出口产品代表



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

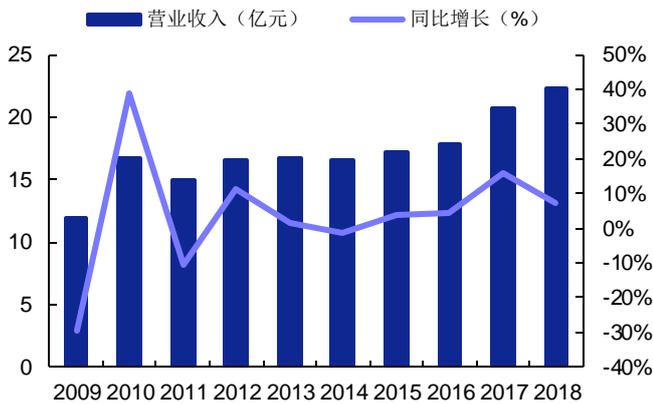
图 26：2009-2018 年公司外贸业务收入及占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

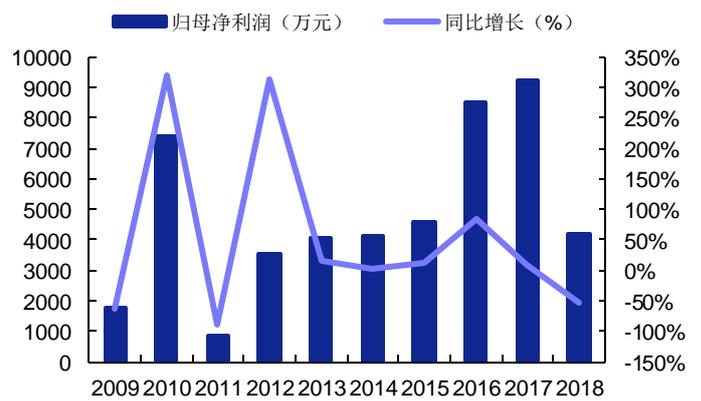
公司过去十年保持稳定增长态势，2018 年实现营收 22.25 亿元，同比增长 7.44%，归母净利润实现 4194.84 万元，同比下降 54.38%。整装卫浴在 2018 年实现营收端的突破性增长，共计收入 6779.35 万元，占总营收的 3.05%。2019 年 Q1，公司实现营收 5.48 亿元，同比增长 9.24%，归母净利润实现 467.95 万元，同比下降 78.67%，主要原因为销售费用及财务费用的同比大幅增长；一季度销售费用由于销售增加，同比增长 124.59%，财务费用由于汇率变动产生汇兑损失，同比增长 188.52%。

图 27：2009-2018 年公司营收及增速



资料来源：安信证券研究中心

图 28：2009-2018 年公司归母净利润及增速



资料来源：安信证券研究中心

3.1.2. 收购苏州有巢氏，新建海鸥福润达

海鸥住工在 2016 年利用非公开发行股份募集资金 5400 万元，收购苏州有巢氏 90% 股权；2018 年 1 月，又以自有资金 600 万元收购汇威持有的剩余苏州有巢氏 10% 股权，目前有巢氏已成为公司全资子公司。苏州有巢氏成立于 2005 年 10 月，注册资本为 1140 万美元，截止 2012 年注册资本由汇威公司增资至 2200 万美元。2005 年，苏州有巢氏被中国住交会评为“中国建筑部品科技创新奖”；2007 年，有巢氏系统卫浴被建设部住宅产业化促进中心、中国房地产业协会、中国建设文化中心联合评定为重点推广技术，列为国家康居示范工程选用部品与产品；2009 年，有巢氏参编国家标准卫浴《住宅卫生间功能及尺寸系列》；2011 年，有巢氏出品的“有巢氏 UC-1617 系统卫浴”被中国科学技术部评为“第八届精瑞科技技术将-绿色低碳技术产品优秀奖”。

苏州有巢氏具备整装卫浴的基本产能和核心技术，可快速缩短海鸥布局装配式建筑周期。有巢氏的系统卫浴防水盘采用 SMC 材料，具备独特的沟槽设计，可破除水滴的表面张力作用，使得地板上的水滴化为水流沿沟槽排出，保证地面的干燥舒适。壁板采用双层镀锌钢板，中间填充高密度发泡保证良好的隔音效果，壁板表面采用 VCM 覆膜技术实现防霉抗菌。有巢氏拥有成熟的生产技术，浴缸成型机为日本进口，防水盘采用 2500 吨液压机一次成型，壁板生产线采用全自动数控折弯机和冲床，从而保证生产标准统一及产品精度。

图 29: 有巢氏整装卫浴产品 (1)



资料来源: 公司现场调研, 安信证券研究中心

图 30: 有巢氏整装卫浴产品 (2)



资料来源: 公司现场调研, 安信证券研究中心

2018 年 4 月, 子公司苏州有巢氏投资设立全资子公司青岛福润达。公司及海鸥福润达与青岛福润达家居集成公司、德州北辰福润达卫浴公司及其关联方签订协议, 海鸥福润达以不超过 6000 万元价格收购协议内的有形资产和全部业务 (无形资产、团队及客户资源), 开展整体卫浴的研发制造活动。福润达与有巢氏产品为差异化竞争策略, 福润达主要以生产公寓使用的经济型产品, 而有巢氏着重于研发生产可应用于精装房的高端产品。

3.1.3. 产能 20 年底预计实现 24 万套, 推陈出新深度绑定品牌地产商

非公开发行募集 4 亿元, 助力整装卫浴产能的快速布局。2017 年 10 月, 公司完成非公开发行股份共计募集资金 4.04 亿元, 共发行 5007.64 万股, 发行价格为 8.07 元/股, 扣除发行费用实际募集资金 3.97 亿元。苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目是在苏州有巢氏原有产能基础上, 新增 3.5 万套产能, 扩产至 6.5 万套产能。

表 11: 2017 年公司非公开发行股份募投项目

序号	项目名称	总投资额 (万元)	募集资金使用金额 (万元)	实施主体	实施方式	实施主体与公司关系
1	收购苏州有巢氏 90% 股权	5400	5400	海鸥卫浴	收购股权	-
2	苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目	18169	14610	苏州有巢氏	增资	收购苏州有巢氏 90% 的股权是本次募投项目之一。收购完成后, 苏州有巢氏将成为海鸥卫浴的控股子公司, 汇威公司仍持有 10% 的股权
3	珠海年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	42339	34703	承鸥卫浴	增资	公司持有承鸥卫浴 75% 股权, 公司全资子公司盈兆丰持有承鸥卫浴 25% 股权
4	互联网营销 OTO 推广平台项目	10846	371	承鸥卫浴	增资	公司持有承鸥卫浴 75% 股权, 公司全资子公司盈兆丰持有承鸥卫浴 25% 股权
总计		76754	39694			

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

变更募投资金使用项目, 新增浙江基地年产 13 万套产能规划。2017 年 9 月, 公司拟以 2 亿元在浙江百步经济开发区投资设立浙江海鸥有巢氏, 加速公司转型升级步伐, 进一步推进整装卫浴业务发展。2018 年 10 月, 公司利用募集资金 1.10 亿元对子公司浙江海鸥有巢氏增资, 用于实施浙江年产 13 万套定制整装卫浴空间项目。而苏州年产 6.5 万套项目, 从 2018 年 4 月完成收购有巢氏后正式进入建设阶段, 截止 2018 年底实现投资进度 40.18%, 预计将于 2019 年底提前完成建设。2019 年 3 月, 募投项目互联网营销 OTO 推广平台建设完成期限延长至 2020 年, 主要原因为公司将优先通过向房地产开发商销售产品的方式间接推广整装卫浴品牌, 降低 OTO 推广平台项目的成本。

截止 2018 年底，公司已投入募投项目募资资金为 1.40 亿元，尚未投入项目资金为 2.63 亿元；截止 2019 年一季度，公司账上货币资金为 6.81 亿元，现金流较为充裕，能够为公司后续产能建设提供资金基础。

表 12：截止 2018 年 12 月 31 日，公司募投资金使用情况

序号	承诺投资项目	投资总额 (万元)	累计投入金额 (万元)	投资进度	投产日期
1	收购苏州有巢氏 90% 股权	5400.00	5400.00	100.00%	——
2	苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目	14610.00	5870.95	40.18%	2020 年 12 月 31 日
3	浙江年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	16313.89	1185.40	7.27%	
4	收购整体卫浴生产设备项目	1500.00	1500.00	100.00%	——
5	定制整装卫浴浴缸淋浴房智能制造生产线项目	1500.00	0.06	0.00%	2020 年 12 月 31 日
6	互联网营销 OTO 推广平台项目	371	91.4	24.64%	2020 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：2019 年 3 月，公司公告将苏州、定制整装卫浴、互联网营销三个募投项目完成时间由 2019 年延期至 2020 年 12 月

海鸥整装卫浴产能 19-20 年有望实现连续翻倍。公司目前已设立四大整装卫浴生产基地，分别位于浙江、珠海、苏州、珠海。其中浙江及苏州基地主要依靠募投资金进行建设，青岛及珠海基地大部分采用公司自有资金进行建设。公司目前产能为 4500 套/月，待苏州、青岛及珠海基地扩产后，19 年底产能将翻倍到 11000 套/月，20 年底产能增长到 20000 套/月。

表 13：海鸥住工整装卫浴产能规划

产能 (套/月)	目前	截止 2019 年底	截止 2020 年底
浙江海鸥	待建设	-	9000
苏州有巢氏	2000	5000	5000
青岛福润达	2500	4000	4000
珠海承鸥	少量	2000	2000
共计	4500	11000	20000

资料来源：公司调研信息，安信证券研究中心

丰富的整装卫浴产品种类，成为进驻万科和龙湖的核心竞争优势。公司整装卫浴主要客户为万科和龙湖地产，60%供给万科、20%供给龙湖、20%供给我国地产前 50 强企业。旭辉和越秀为公司 19 年新获得集采资格的地产商，今年目标为和前 50 强地产企业均建立战略合作关系。公司在 2018 年进入万科的供应链体系，当时只有 SMC 产品，而今年彩钢板产品开始供货。根据公司调研情况，目前海鸥住工和万科主要在人才公寓方面合作，比如深圳地区就有 8 个公寓项目正在施工。

图 31：整装卫浴彩钢板新品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 32：整装卫浴瓷砖新品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.1.4. 延伸智能家居及陶卫业务，收购橱柜企业布局整体厨房

设立珠海爱迪生子公司，拓展智能家居业务。子公司珠海爱迪生致力于暖通智能控制、空调智能控制等产品的研发和生产，持续开发建筑智能系统及集中供暖计量等设备。公司以智能化控制为方向，逐步开拓智能家居市场领域。珠海爱迪生自主研发的智能安全保护装置温度压力释放阀，通过自动排热水泄压，起到对锅炉和热水器的保护作用，目前已通过国内多家白色家电检测机构的鉴定。2016 年 8 月，子公司珠海爱迪生正式在新三板市场挂牌，证券简称为“爱迪生”。截止 2018 年底，海鸥住工持股爱迪生 60.52%，上海齐煜信息持股比例为 4.99%。

设立吉门第和云变科技，加快在智能门锁和智能产品的步伐。2018 年 5 月，子公司珠海爱迪生与史丹利东铁、天钺电子、广州爱虎共同投资设立珠海吉门第科技有限公司，开展智能门锁及安防产品等产品的生产与销售。珠海吉门第注册资本 5000 万元，其中珠海爱迪生出资 2000 万元，占比 40%。本次投资为公司开展智能家居及物联网业务的延伸，丰富智能产品种类。为加快在智能产品的开发及发展，2018 年 9 月公司与谷变贸易、GMT、云丁贸易、陈静芝投资设立云变科技，其中公司出资 765 万元占比 25.5%。云变科技主要从事智能化科技、信息科技、新能源科技等技术的开发及生产。

收购重庆四维卫浴，扩充卫浴产品产能。2016 年 8 月，公司完成对四维卫浴 80% 股权的受让，并于之后转让给八德投资 20% 股权，2017 年公司再度受让 15% 股权，目前持股 75%。本次收购为公司布局整装卫浴领域，加大卫生瓷产品产能，并利用四维卫浴的现有营销渠道，布局有巢氏整装卫浴市场。

收购广东雅科波罗，为整体厨房业务做准备。2018 年 8 月，公司公告拟以自有资金收购广东雅科波罗橱柜 55% 股权；2019 年 4 月，公司拟受让广州市马可波罗持有的雅科波罗橱柜 42.98% 股权，并同时向标的公司进行增资，增资完成后公司将持有标的公司 67.27% 股权。根据公司官网披露，雅科波罗已成为全国多家知名房地产精装房工程配套的合作伙伴，为恒大、越秀、保利、富力等地产商的精装户型提供橱柜、衣柜。公司将卫浴部品部件业务延伸至厨房空间，借助标的公司在定制橱柜的设计生产销售平台，为未来开展整体厨房业务打下坚实基础，是公司大力发展内装工业化的重要措施。

图 33: 雅科波罗合作地产商



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

3.1.5. 回购股份对冲减持计划, 股权激励有利于员工积极性

今年 4 月 12 日, 公司股东齐泓基金发布减持计划, 拟在 6 个月内以集中竞价、大宗交易、协议转让等方式减持公司股份不超过 4313.02 万股, 占公司总股本 8.52%。从出资人列表可以看到, 齐旭投资管理公司持股比例仅为 25.71%, 其他投资者包括机构及个人。我们认为齐泓基金出资人构成相对复杂, 本次减持计划主要因为部分出资人的短期资金需求, 而齐家网作为公司战略合作伙伴仍看好公司长期发展。截止最新交易日, 齐泓尚未实施减持计划。

表 14: 上海齐泓股权投资基金合伙企业股东列表

序号	股东	持股比例 (%)	认缴出资日期
1	上海齐旭投资管理有限公司	25.71%	2014.12.1
2	广发信德投资管理有限公司	17.74%	2014.12.1
3	湖北福诚澜海资产管理有限公司	15.42%	2014.12.1
4	卜广齐	12.85%	2014.12.1
5	广东东鹏陶瓷股份有限公司	12.85%	2015.10.20
6	韩国光	10.28%	2014.12.1
7	广发信德智胜投资管理有限公司	5.14%	2015.10.20

资料来源: 企查查, 安信证券研究中心

同时, 公司去年底发布回购股份计划, 将一定程度上对冲掉齐泓基金减持计划对二级市场的影响。2018 年 12 月 18 日, 公司公告拟在 6 个月内回购公司股份, 回购数量将不低于公司已发行股份的 5%、不超过 10%。截止 2019 年 5 月 9 日, 公司通过集中竞价交易方式累计回购公司股份 2033.11 万股, 占公司总股本 4.01%, 支付总金额 9349.53 万元。

股权激励授予完成, 解锁条件净利润年复合增长率 15%。2019 年股票期权与限制性股票激励计划的授予条件达成, 公司于 4 月 26 日授予 102 名激励对象 751.20 万份股票期权与 751.20 万股限制性股票, 股票期权行权价格为 5.12 元/股, 限制性股票授予价格为 2.56 元/股, 限制性股票解锁及股票期权行权条件为 2019-2021 年净利润分别不低于 1.10 亿、1.265 亿、1.455 亿元, 相当于净利润年复合增长率目标为 15%。本次股权激励计划将产生 3231.04 万元摊销费用, 对应 2019-2022 年分别为 1315.77 万、1241.59 万、546.40 万、127.28 万元。本次股权激励主要针对于公司中层管理人员和核心技术骨干, 将提升公司管理团队的凝聚力, 增强公司核心骨干的工作积极性。

表 15: 2019-2022 年公司股权激励摊销费用

2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	总计
1315.77 万	1241.59 万	546.40 万	127.28 万	3231.04 万

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.2. 惠达卫浴 (603385.SH): 成立惠达住工, 布局整装卫浴新业务

3.2.1. 国内卫浴行业领先企业, 上市后积极拓展新业务

惠达卫浴始创于 1982 年, 从 2011 年筹备上市, 在此期间采取稳健的发展战略。之后于 2017 年成功上市, 随着资金的充裕和人才队伍的充实, 惠达开始积极拓展新业务。2017 年 9 月, 公司于深圳麦格米特合资成立唐山惠米科技公司, 首期将建设年产 50 万套智能产品的合资工厂; 2017 年 12 月, 公司与重庆市荣昌区政府签订项目投资意向书, 拟投资 15 亿元建设惠达智能家居产业园; 2018 年, 公司与装配式建筑行业的核心人才共同投资成立惠达住工, 成功进入整体卫浴行业。

图 34: 惠达卫浴发展历程



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

以卫生陶瓷产品为基础, 拓展智能家居及整体卫浴业务。截止 2018 年底, 公司参控股公司共 13 家, 各子公司专注于某一项产品的生产销售工作, 如惠达时尚家具公司从事于木制家具生产、惠达洁具公司从事于五金卫浴配件的生产。唐山达丰焦化由中国国丰集团和惠达卫浴分别出资 60%、40% 设立, 主要从事焦炭生产和销售, 目前为惠达提供生产所需的焦炉煤气。

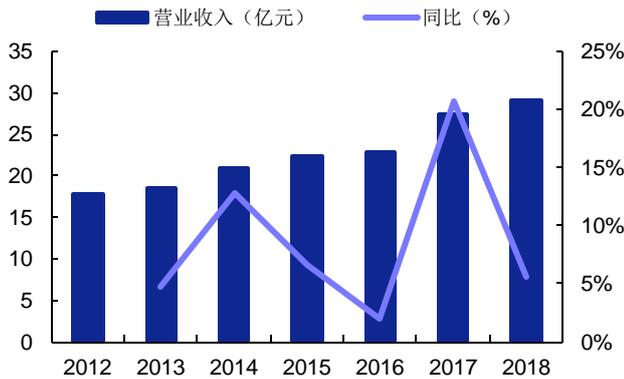
表 16: 公司主要参控股公司

参控股公司	直接持股比例 (%)	主营业务	营收 (万元)	净利润 (万元)
唐山艾尔斯卫浴	100%	卫生陶瓷生产销售	15090.3	268.12
唐山惠达陶瓷集团时尚家具有限公司	60%	木制家具的生产销售	21856.65	2550.36
唐山达丰焦化有限公司	40%	焦炭及化工产品的生产销售	377498.73	14223.65
唐山惠达 (集团) 洁具有限公司	60%	五金洁具的生产销售	37366.56	2689.82
唐山惠米智能家居	60%	智能家居的生产销售	2505.95	13.28
惠达智能家居 (重庆)	100%	卫生陶瓷生产销售	0	97.43
惠达住宅工业设备公司	41%	装配式内装部品的生产销售	0	0

资料来源: 公司 2018 年年报, 安信证券研究中心

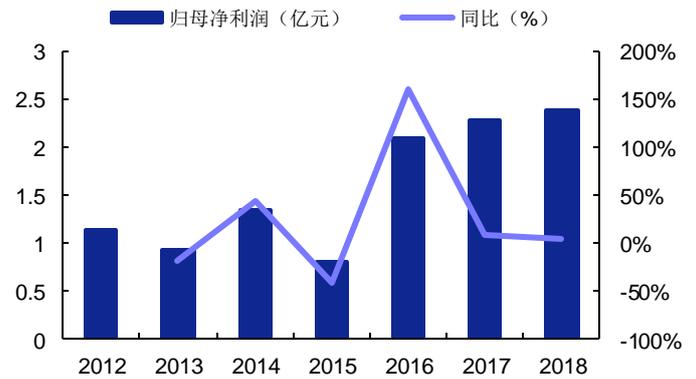
2018年，公司实现营收29亿元，同比增长5.52%，实现归母净利润2.39亿元，同比增长5.38%。公司产品分类主要为卫生陶瓷、五金洁具、陶瓷砖、浴室柜、浴缸浴房等，营收占比分别为50.69%、29.25%、13.03%、9.72%、4.07%。2019年Q1，公司实现营收6.56亿元，同比增长0.24%，归母净利润实现5299.99万元，同比增长18.66%。一季度公司销售费用同比增长38.31%，主要因为运输费同期增加；财政费用同比下降34.87%，主要因为汇兑损失减少所致。

图 35：惠达卫浴 2012-2018 年营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 36：惠达卫浴 2012-2018 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.2.2. 陶瓷卫浴种类完善，上市助力产能扩张

公司产品主要包括卫生洁具、陶瓷砖和整体卫浴，其中卫生洁具包括卫生陶瓷、五金洁具、浴缸、淋浴房和浴室柜，陶瓷砖包括内墙砖和地砖等，共超过 2000 余种。公司拥有“惠达”“杜菲尼”两大自有核心品牌，自主品牌产品出口至全球 70 多个国家和地区。“惠达”定位中高端卫浴品牌，“杜菲尼”定位中端。

陶瓷产品产能加快扩张，重庆成为第二产业基地。随着行业加速整合的趋势，以及环保社保等要求提升的情况下，陶卫行业中的小企业加速淘汰。公司加大产能投入力度，目前募投项目中“年产 290 万件卫生陶瓷”的二期项目已经在今年 1 月投产，可生产连体坐便器、智能坐便器 65 万件；重庆作为辐射中南地区的重要基地也在发力，年产 80 万件智能卫浴产品的卫生陶瓷产线开始施工，预计 2020 年 5 月投产。

持续建设零售及工程渠道，保持市场份额优势。公司销售渠道较为全面，涵盖标准专卖店、KA 卖场、橱柜专营店、电商渠道、工程渠道等。截止 2018 年底，公司在国内拥有门店 2867 家，居然之家开店 191 家，红星美凯龙开店 170 家。2019 年公司将注重渠道下沉，在拓展高端市场的同时，增加县镇市场及社区店面数量。惠达近年来积极开拓 B 端工程业务，并取得较快增长。公司产品曾应用于 2008 年北京奥运会、2011 年深圳大运会、2010 年上海世博会等国家重点工程项目，目前在精装修房的卫浴市场也有较大突破，与碧桂园、保利地产、龙湖地产、万科、远洋地产等保持战略合作关系。

表 17：截止 2018 年惠达零售渠道

品牌	分类	总门店数	门店数量同比 (%)	总面积 (万平方米)	面积同比 (%)
惠达	卫浴产品	2005	1.67%	36.51	10.04%
	陶瓷产品	389	46.79%	9.07	49.83%
杜菲尼	杜菲尼产品	473	17.96%	6.68	24.94%
合计		2867	8.68%	52.26	17.23%

资料来源：公司 2018 年年报，安信证券研究中心

公司自创立以来坚持自主研发，建有行业首个博士后工作站。截止 2018 年底，公司拥有有效专利 258 项，其中发明专利 27 项，实用新型专利 57 项，外观设计专利 174 项。产品曾获得多项国家科技进步奖、德国红点大奖、意大利 A' Design 设计奖、中国红星奖、红棉等国内外权威设计奖项。

表 18：公司核心技术代表

核心技术代表	技术说明	实现效果
高硬度纳米自洁釉卫生洁具制造技术	通过控制合理的粒度分布和优化配方，降低底釉粗糙度，使底釉获得高平滑度；采用透明熔块釉配方体系和控制石英颗粒粒径分布，降低表面粗糙度，使面釉获得超平滑表面；使用纳米 Ag/Zn 复合型抗菌剂，实现高效抗菌效果	可实现卫生陶瓷产品表面长期稳定的易清洁、抗菌保健的功能作用，提高清洁效率
精陶质卫生陶瓷制造技术	完全应用国产原料，核心技术获国家发明专利，具有完全自主知识产权	-
利用热风炉替代燃煤低效锅炉技术	利用燃气热风炉设备和主换热器对空气进行加热，通过热风管路把空气送至生产车间，对车间的环境温度直接进行升温	该技术无燃煤和水的消耗，燃料费用可降低 70% 以上

资料来源：公司 2018 年年报，安信证券研究中心

3.2.3. 战略布局整体卫浴，五年规划 50 万套产能

惠达卫浴正从综合卫浴企业向整体卫浴解决方案服务商全面转型。公司在 2011 年开始就探索整体卫浴的解决方案，并发起成立宜居中国联盟，打造房地产和家居建材企业在内的合作平台，积极推动住宅产业化和装配式建筑理念的普及。2012 年，公司被批准成为行业内首个国家住宅产业化基地，以及住建部首批的装配式建筑产业基地。

2018 年 5 月，惠达卫浴及关联方共同出资 4000 万元设立“惠达住工”。惠达住工占地 200 亩，引进现代化生产设备和生产线。惠达卫浴在 2018 年整体浴室项目启动仪式上表示，将对惠达住工分期投资 10 亿元，完成年产 50 万套整装卫浴的产能建设，其中首期唐山基地计划投资 3 亿元。按照此前建设计划，惠达住工于今年 5 月末正式批量投产，建成后将形成年产 15 万套整装卫浴产能。

表 19：惠达卫浴产能规划

	2018 年	2019E	2020E	2021E	2025E
项目进展	成立惠达住工，15 万套规模唐山工厂建成	PET 质感彩钢线试生产，SMC 材料生产线达到国际一流水平，启动第二个生产基地	惠达住工产业园投入使用	第二个产业基地投产	唐山及重庆基地完成二期建设
年产能	-	5 万套	15 万套	30 万套	50 万套
年交货量	-	开拓国际市场	超 5 万套，国际市场交货 1000 万美金	行业领军企业，市占率第一	-

资料来源：惠达住工宣传资料，安信证券研究中心

公司整装卫浴产品由主体、洁具、新风、照明等模块一体化集成，浴室主体板材主要是 SMC、彩钢板、磁砖和石材等。产品采用一体化的防水底盘浴缸和防水底盘组合，壁板和顶板搭建整体框架，并可搭配多种功能性的卫浴空间。

图 37：惠达住工整装卫浴种类



资料来源：惠达住工宣传资料，安信证券研究中心

完善的卫浴产品体系，保障产品优秀品质，降低采购成本。公司积累三十余年的产品研发制造经验，拥有坐便器系列、浴室柜系列、淋浴房系列、龙头系列、五金系列、花洒系列等多品类产品，便于在整装空间内搭配出合理而美观的全套产品。同时公司全系产品为自主生产，可大量减少中间采购环节，成本端优势更加突出。

图 38：公司拥有丰富的产品品类



资料来源：惠达整体卫浴展厅，安信证券研究中心

图 39：公司整装卫浴的样板间



资料来源：惠达整体卫浴展厅，安信证券研究中心

4. 风险提示

长租公寓推进不达预期：公寓项目推进主要受到政策和资金面影响，如果地产商面临资金紧缺的情况，将会暂缓长租公寓项目的建设速度。此外，“租售并举”政策若没有进一步落地措施，也将影响长租公寓的增速。

精装房交付不达预期：目前地产商具备较大意愿提升精装房的交付比例，且地产行业本身集中度逐渐上升，但由于资金层面的趋紧以及楼市政策的调整，或影响到地产商交付新房的意愿性和进度，从而影响精装房的交付不达预期。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳、杨光声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034