

消费升级与娱乐研究中心

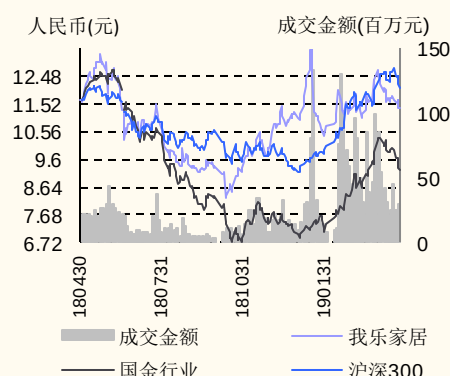
海鸥住工 (002084.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 4.93 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	490.61
总市值(百万元)	2,496.52
年内股价最高最低(元)	5.08/4.56
沪深 300 指数	3793.51
中小板综	8827.83



相关报告

1. 《海鸥住工深度报告-整装卫浴行业风口上的领跑者》，2019.6.9

袁艺博 分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

半年度毛利率提升、业绩反转，看好整装卫浴持续高增

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.18	0.08	0.24	0.29	0.35
每股净资产(元)	3.20	3.14	3.73	3.93	4.16
每股经营性现金流(元)	0.34	0.08	0.17	-0.04	-0.06
市盈率(倍)	36	47	21	17	14
净利润增长率(%)	8.22%	-54.38%	186.97%	22.81%	21.14%
净资产收益率(%)	5.67%	2.64%	6.37%	7.43%	8.49%
总股本(百万股)	506.39	506.39	506.39	506.39	506.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 今年上半年，公司分别实现营收/归母净利润 11.93 亿元/5,446.93 万元，同比分别增长 13.93%/35.39%，实现全面摊薄 EPS0.11 元，符合预期。

经营分析

- **Q2 毛利率大幅提升净利润翻倍增长。**上半年，受益锌合金类产品毛利率同比提升 6.63pct，公司综合毛利率达到 23.64%（同比+4.22pct）。其中，二季度毛利率改善明显，较去年同期提升了 6.58pct 达到 24.6%。在费用端，二季度管理费用率下降明显，同比降低 2.23pct，其他费用率同比提升并不明显。在二季度毛利率大幅改善，以及费用率相对稳定的情况下，公司净利润率同比提高 4.45pct 达到 7.88%。盈利能力显著提升，促使公司二季度净利润实现 172.24% 的增长。另一方面，公司预计今年前三季度归母净利润区间为 6,799.37 万元至 1.02 亿元，预计同比增长 95.6% 至 193.4%。
- **整装卫浴再拓新客户，半年度业务收入大增。**公司拥有“有巢氏”和“海鸥福润达”两大整装卫浴品牌，上半年配合重点城市营销中心，完成全国六大重点销售区域建设。海鸥福润达继成为龙湖、越秀、万科 SMC 和彩钢板两种材质整装卫浴集采供应商后，进一步扩大市场份额成为旭辉领寓、卓越集团集采供应商。上半年，公司整装卫浴收入 9,307.72 万元，同比增长 382.51%，在总收入占比为 7.8%（同比+5.96pct）。我们看好在国家加快全装修房屋和装配式建筑发展趋势之下，公司整装卫浴业务年内持续高增。
- **公司厨卫空间一体化产品输出能力正在提升。**上半年，公司完成对定制家居企业雅科波罗 42.98% 的股权收购，并在 7 月通过增资实现直接持股 67.27%。雅科波罗为恒大、碧桂园等大型地产商的战略合作伙伴。通过股权收购，公司一方面强化了下游客户资源，另一方面也使得产品输出不再仅限于浴室空间，现已经具备厨卫空间甚至全屋空间的定制能力。同时，公司也通过控股子公司珠海爱迪生完善智能家居布局，并积极开发安防智能化产品。上半年，该控股子公司实现 4,375.31 万元收入，同比增长 20.29%。

盈利预测与投资建议

- 整装卫浴行业即将迎来爆发，公司在技术、渠道和客户等方面拥有业内最完整布局。我们预测公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.24/0.29/0.35 元（三年 CAGR62.2%），对应 PE 分别为 21/17/14 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素

- 新政策实施效果不达预期风险，汇率波动风险，新业务拓展不达预期风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,787	2,071	2,225	2,669	3,148	3,683
增长率		15.9%	7.4%	20.0%	17.9%	17.0%
主营业务成本	-1,387	-1,629	-1,786	-2,125	-2,483	-2,888
%销售收入	77.6%	78.7%	80.3%	79.6%	78.9%	78.4%
毛利	400	442	438	544	665	795
%销售收入	22.4%	21.3%	19.7%	20.4%	21.1%	21.6%
营业税金及附加	-21	-20	-18	-23	-27	-31
%销售收入	1.2%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-58	-63	-73	-88	-105	-125
%销售收入	3.2%	3.1%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%
管理费用	-235	-235	-268	-340	-424	-491
%销售收入	13.2%	11.3%	12.0%	12.8%	13.5%	13.3%
息税前利润 (EBIT)	85	124	79	93	109	148
%销售收入	4.8%	6.0%	3.6%	3.5%	3.5%	4.0%
财务费用	19	-50	-30	-18	-11	-17
%销售收入	-1.1%	2.4%	1.4%	0.7%	0.3%	0.5%
资产减值损失	-24	9	-15	-6	-2	-2
公允价值变动收益	18	9	-13	0	0	0
投资收益	-12	18	19	70	75	80
%税前利润	n.a	16.5%	39.8%	47.1%	41.4%	36.7%
营业利润	86	110	41	139	172	208
营业利润率	4.8%	5.3%	1.8%	5.2%	5.5%	5.7%
营业外收支	6	0	8	9	9	9
税前利润	93	110	48	149	181	218
利润率	5.2%	5.3%	2.2%	5.6%	5.8%	5.9%
所得税	-6	-13	-7	-22	-27	-33
所得税率	6.2%	11.9%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	87	97	42	126	154	185
少数股东损益	2	5	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	85	92	42	120	148	179
净利率	4.8%	4.4%	1.9%	4.5%	4.7%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	87	97	42	126	154	185
少数股东损益	2	5	0	6	6	6
非现金支出	83	54	85	77	83	93
非经营收益	10	40	30	-48	-62	-61
营运资金变动	19	-18	-117	-70	-195	-246
经营活动现金净流	199	173	39	85	-19	-28
资本开支	-70	-108	-165	-98	-100	-106
投资	-91	-15	-121	0	0	0
其他	2	-44	-98	70	75	80
投资活动现金净流	-159	-167	-384	-28	-25	-26
股权募资	8	399	21	0	0	0
债权募资	-70	91	409	-355	82	106
其他	-29	-71	-69	149	-72	-88
筹资活动现金净流	-92	419	362	-206	11	18
现金净流量	-51	425	17	-149	-34	-36

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	261	697	748	599	565	529
应收账款	443	400	569	597	781	1,014
存货	318	416	390	477	558	649
其他流动资产	52	107	184	193	199	206
流动资产	1,074	1,620	1,890	1,866	2,103	2,398
%总资产	57.5%	66.3%	65.8%	64.7%	66.8%	69.1%
长期投资	118	159	155	155	155	155
固定资产	487	521	576	594	605	610
%总资产	26.1%	21.3%	20.0%	20.6%	19.2%	17.6%
无形资产	117	117	195	212	229	247
非流动资产	795	822	982	1,018	1,046	1,070
%总资产	42.5%	33.7%	34.2%	35.3%	33.2%	30.9%
资产总计	1,869	2,442	2,872	2,884	3,149	3,468
短期借款	209	240	650	298	380	484
应付款项	281	343	346	396	463	539
其他流动负债	57	48	53	60	70	82
流动负债	546	632	1,049	754	913	1,105
长期贷款	70	130	132	132	132	133
其他长期负债	3	3	28	28	28	29
负债	620	765	1,209	914	1,074	1,267
普通股股东权益	1,185	1,621	1,589	1,890	1,989	2,109
少数股东权益	64	56	74	80	86	92
负债股东权益合计	1,869	2,442	2,872	2,884	3,149	3,468

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.186	0.182	0.083	0.238	0.292	0.354
每股净资产	2.596	3.202	3.138	3.732	3.927	4.164
每股经营现金净流	0.437	0.342	0.077	0.169	-0.038	-0.056
每股股利	0.100	0.100	0.000	0.078	0.096	0.117
回报率						
净资产收益率	7.17%	5.67%	2.64%	6.37%	7.43%	8.49%
总资产收益率	4.55%	3.77%	1.46%	4.17%	4.70%	5.16%
投入资本收益率	5.23%	5.33%	2.80%	3.28%	3.59%	4.47%
增长率						
主营业务收入增长率	4.18%	15.90%	7.44%	19.97%	17.93%	17.02%
EBIT增长率	22.52%	45.16%	-35.85%	16.70%	17.76%	35.77%
净利润增长率	84.18%	8.22%	-54.38%	186.97%	22.81%	21.14%
总资产增长率	1.58%	30.69%	17.59%	0.41%	9.19%	10.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.0	71.4	74.2	76.0	85.0	95.0
存货周转天数	88.8	82.3	82.4	82.0	82.0	82.0
应付账款周转天数	50.0	49.0	53.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	95.8	85.6	88.2	75.4	64.5	55.1
偿债能力						
净负债/股东权益	1.41%	-20.03%	2.04%	-8.57%	-2.56%	4.01%
EBIT利息保障倍数	-4.4	2.5	2.6	5.2	10.2	8.5
资产负债率	33.17%	31.33%	42.09%	31.69%	34.10%	36.53%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	3	5
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	0.00	2.00	1.75	1.63

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-30	买入	8.75	N/A
2	2018-02-28	买入	6.26	N/A
3	2019-06-09	买入	4.22	5.94~5.94

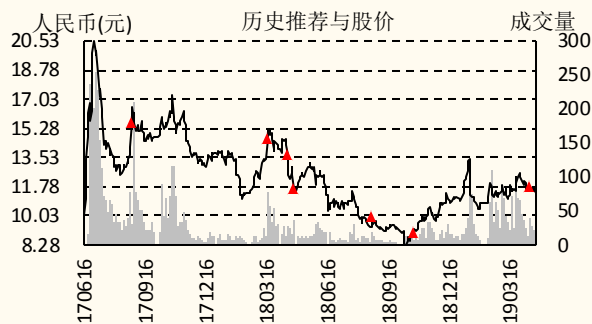
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH