

信义山证汇通天下

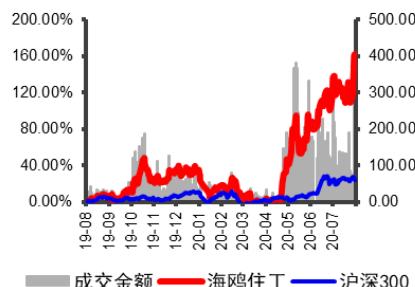
证券研究报告

轻工/家用轻工

报告原因：公告点评

2020年10月29日

公司近一年市场表现



市场数据：2020年10月29日

收盘价(元):	9.41
年内最高/最低(元):	14.22/4.20
流通A股/总股本(亿):	5.40/5.55
流通A股市值(亿):	51
总市值(亿):	52

基础数据：2020年9月30日

基本每股收益	0.17
摊薄每股收益:	0.17
每股净资产(元):	3.09
净资产收益率:	5.83%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

【山证轻工】海鸥住工（002084.SZ）：与浙建集团达成战略合作，注入国企平台优势和整装卫浴新动能》2020-05-25

【山证轻工】海鸥住工（002084.SZ）一季报点评：Q1 在手订单充足，整装卫浴

海鸥住工（002084.SZ）

维持评级

Q3再创单季营收历史新高，内销收入同比增长87%

买入

公司研究/点评报告

事件描述

➤ 公司发布2020年第三季度报告：报告期内，公司实现营业收入23.18亿元，同比增长26.43%；归属于母公司所有者的净利润9695.89万元，同比减少10.57%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润8202.40万元，同比下降16.32%。业绩基本符合预期。

事件点评

➤ 2020Q3营收增速环比Q2大幅提升，其中内销收入增长87%，由于受到销售费用和财务费用的拖累，公司净利润显著下滑，但在预期范围内。随着房地产企业全面恢复施工、家居消费环境回暖，前期由于疫情积压的订单下半年开始加快落地转化为收入。2020Q3，公司实现营业收入9.97亿元，同比增长55.68%；归母净利润0.56亿元，同比增长3.50%；扣非后归母净利润0.42亿元，同比下滑19.06%。2020Q2，公司营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为8.67亿元(+34.40%)、0.62亿元(+24.72%)、0.56亿元(+20.63%)，Q2各项增速环比Q1分别变化21.28%、-21.22%、-39.69个百分点。

➤ 毛利率小幅回升，期间费用率显著增加，导致净利率显著下降。2020前三季度，公司毛利率同比提升0.27pct至24.26%，净利率同比下滑1.27pct至4.74%，期间费用率同比增加2.06pct至18.71%，销售费用率为6.91%(+1.62pct)，主要系报告期内新增子公司的销售费用增加所致；管理费用率为9.47%(-0.89pct)，其中研发费用0.79亿元，同比增长15.24%；财务费用率为2.33%(+1.33pct)，财务费用同比增加3552.11万元，主要系报告期内汇率变动，汇兑收益同比减少所致。

➤ 整装卫浴B端+C端双渠道布局，收购科筑集成进入精装房住宅项目，2020上半年接单量迎来爆发式增长。公司拥有“有巢氏”和“海鸥福润达”两大定制整装卫浴品牌，高、中、低产品线覆盖差异化定位市场，拥有柔性定制化整装卫浴生产线和完备的部品部件，目前B端已拓展8家战略集采供应商，C端借助四维卫浴、冠军瓷砖等品牌渠道资源打开市场。报告期内，公司突破瓷砖整装卫浴技术，收购科筑集成100%股权，成功进入万科等精装房住宅项目。公司现有整装卫浴产能超过20万套/年，浙江13万套和苏州6.5万套产能预计2020年底投产。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



业务有望加速释放》2020-04-30

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

➤ 内装工业化全产业链布局进一步完善，全屋空间+全品类部品部件版图初步形成。公司通过陆续收购四维卫浴、苏州有巢氏、青岛海鸥福润达、雅科波罗、科筑集成、海鸥冠军、大同奈，积极进入国内内装工业化部品部件及服务的市场，配合国家整体建筑业升级，大力发展定制整装卫浴、橱柜、智能家居的自有品牌内销业务；同时公司加快转型升级步伐及配合国家战略，继续拓展内销市场及一带一路市场，深化智能制造、机器换人、大数据信息化等措施努力降低经营成本，并积极布局在越南等东南亚国家海外设厂。

投资建议

➤ 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 1.26、1.77、2.38 亿元，同比增长-3.50%、40.40%、34.35%，对应 EPS 为 0.23/0.32/0.43 元，PE 为 41.6、29.6、22.1 倍，维持“买入”评级。

存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装卫浴业务发展不及预期等。

	会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）		2,224.70	2,569.42	3,198.93	3,870.71	4,567.44
	同比增长	7.44%	15.50%	24.50%	21.00%	18.00%
归母净利润（百万元）		41.95	130.89	126.31	177.35	238.26
	同比增长	-54.38%	212.03%	-3.50%	40.40%	34.35%
每股收益（元）		0.08	0.26	0.23	0.32	0.43
PE		113.60	36.41	41.60	29.63	22.05
PB		3.00	2.96	2.72	2.49	2.27

数据来源：wind、山西证券研究所



表 1：海鸥住工单季度财务摘要

	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
报告类型	第二季度	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	6.45	6.41	7.36	4.54	8.67	9.97
同比(%)	18.24	21.09	13.45	-17.16	34.40	55.68
营业总成本	5.91	5.84	7.13	4.75	7.90	9.40
营业利润	0.54	0.64	0.25	-0.22	0.75	0.72
同比(%)	310.61	1,572.30	783.93	-338.33	37.04	13.33
利润总额	0.55	0.61	0.26	-0.23	0.75	0.72
净利润	0.51	0.55	0.25	-0.23	0.69	0.64
同比(%)	171.72	1,020.18	288.13	-609.10	36.37	16.75
归属母公司股东的净利润	0.50	0.54	0.22	-0.21	0.62	0.56
同比(%)	172.24	1,086.09	212.71	-548.28	24.72	3.50
扣非后归属母公司股东的净利润	0.46	0.52	0.13	-0.16	0.56	0.42
同比(%)	202.31	401.97	-51.57	-21,320.09	20.63	-19.06
EPS	0.10	0.11	0.04	-0.04	0.11	0.10
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	5.36	6.25	6.78	5.58	6.43	8.77
经营活动现金净流量	0.03	0.15	0.31	0.47	0.11	0.63
购建固定资产无形长期资产支付的现金	0.24	0.29	0.38	0.15	0.23	0.23
投资支付的现金		0.06	-0.05	0.37		
投资活动现金净流量	-0.08	-0.33	0.67	-1.11	-0.41	-0.27
吸收投资收到的现金	0.24	0.02	0.00		0.14	0.00
取得借款收到的现金	2.14	2.57	0.85	0.70	3.36	3.42
筹资活动现金净流量	-1.44	-0.34	-0.04	0.45	0.34	0.58
现金流量净额	-1.47	-0.50	0.91	-0.14	0.03	0.85
关键比率						
ROE(%)	3.25	3.48	1.41	-1.31	3.81	3.30
扣非后 ROE(%)	3.01	3.35	0.81	-0.97	3.41	2.48
ROA(%)	1.89	1.92	0.81	-0.77	2.11	1.75
销售毛利率(%)	24.60	24.69	25.21	17.63	26.58	25.26
销售净利率(%)	7.88	8.54	3.35	-5.13	8.00	6.40

资料来源：山西证券研究所、wind



利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,224.7	2,569.4	3,198.9	3,870.7	4,567.4	成长性					
减:营业成本	1,786.4	1,943.9	2,428.0	2,949.5	3,478.1	营业收入增长率	7.4%	15.5%	24.5%	21.0%	18.0%
营业税费	18.1	21.7	28.8	34.0	39.2	营业利润增长率	-63.1%	276.3%	-5.5%	38.8%	33.4%
销售费用	73.0	146.2	223.9	269.0	313.8	净利润增长率	6.3%	67.3%	-20.4%	10.1%	76.2%
管理费用	174.9	176.2	307.1	369.7	422.5	EBITDA增长率	4.6%	94.2%	-25.1%	13.5%	26.7%
财务费用	30.1	37.2	74.4	47.9	47.4	EBIT增长率	-56.8%	178.0%	14.8%	12.4%	27.7%
资产减值损失	15.4	-4.8	-3.0	-3.9	0.9	NOPLAT增长率	-54.4%	212.0%	-3.5%	40.4%	34.3%
加:公允价值变动收益	-12.7	3.0	9.9	-5.6	0.4	投资资本增长率	27.7%	8.3%	18.2%	35.2%	14.8%
投资和汇兑收益	6.1	2.6	-5.4	1.3	1.1	净资产增长率	-0.8%	3.2%	18.8%	8.7%	9.2%
营业利润	40.6	152.7	144.2	200.2	267.1	利润率					
加:营业外净收支	7.9	-1.7	-2.3	1.0	1.2	毛利率	19.7%	24.3%	24.1%	23.8%	23.9%
利润总额	48.5	151.0	141.9	201.1	268.3	营业利润率	1.8%	5.9%	4.5%	5.2%	5.8%
减:所得税	6.7	16.2	15.6	23.8	30.0	净利润率	1.9%	5.1%	3.9%	4.6%	5.2%
净利润	41.9	130.9	126.3	177.3	238.3	EBITDA/营业收入	9.9%	14.3%	9.1%	8.3%	12.4%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	6.8%	11.4%	6.8%	6.4%	6.9%
货币资金	747.6	565.2	280.6	-205.9	-334.5	投资回报率					
交易性金融资产	-	-	9.0	3.0	4.0	ROE	2.6%	8.1%	6.5%	8.4%	10.3%
应收帐款	560.2	606.4	738.0	892.9	1,053.7	ROA	1.5%	4.5%	4.2%	5.5%	6.7%
应收票据	8.8	114.6	-	-	-	ROIC	5.1%	11.1%	11.7%	11.2%	10.5%
预付帐款	20.2	38.7	47.8	58.0	68.4	费用率					
存货	390.2	584.6	332.6	404.0	476.5	销售费用率	3.3%	5.7%	7.0%	7.0%	6.9%
其他流动资产	163.3	87.0	89.6	92.3	95.0	管理费用率	7.9%	6.9%	9.6%	9.6%	9.3%
可供出售金融资产	59.4	-	-	-	-	财务费用率	1.4%	1.4%	2.3%	1.2%	1.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.5%	14.0%	18.9%	17.7%	17.2%
长期股权投资	95.5	77.5	77.5	77.5	77.5	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	83	77	87	111	121
固定资产	537.8	566.4	977.8	1,400.4	1,671.6	流动资产周转天数	284	272	197	128	103
在建工程	37.8	75.7	149.4	262.0	247.2	应收帐款周转天数	77	82	53	53	62
无形资产	146.0	145.7	136.9	128.2	119.5	存货周转天数	81	90	68	45	68
其他非流动资产	56.0	88.8	91.4	94.2	97.0	总资产周转天数	430	413	338	289	269
资产总额	2,871.9	3,022.4	2,980.5	3,234.5	3,582.2	偿债能力					
短期借款	519.5	354.6	348.0	348.0	392.5	资产负债率	42.1%	43.2%	31.6%	31.5%	32.5%
应付票据	27.4	14.6	18.2	22.0	26.0	负债权益比	72.7%	76.2%	46.3%	46.0%	48.2%
应付账款	261.6	456.8	406.1	493.3	581.7	流动比率	1.80	2.01	1.64	1.26	1.21
其他流动负债	27.9	30.9	32.4	34.0	35.7	速动比率	1.43	1.42	1.28	0.85	0.79
长期借款	132.0	280.4	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	27.9	30.9	32.4	34.0	35.7	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
负债总额	1,208.8	1,306.6	942.8	1,019.5	1,164.4	资产负债率	42.1%	43.2%	31.6%	31.5%	32.5%
股本	506.4	506.4	558.4	558.4	558.4	负债权益比	72.7%	76.2%	46.3%	46.0%	48.2%
资本公积与留存收益	496.8	627.7	754.0	931.3	1,145.8	流动比率	1.80	2.01	1.64	1.26	1.21
少数股东权益	74.2	107.0	107.0	107.0	107.0	速动比率	1.43	1.42	1.28	0.85	0.79
股东权益	1,663.1	1,715.7	2,037.6	2,215.0	2,417.8	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.08	0.26	0.23	0.32	0.43
净利润	41.8	134.8	126.3	177.3	238.3	BVPS(元)	3.14	3.18	3.46	3.78	4.14
加:折旧和摊销	15.4	4.8	-	-	-	PE(X)	113.6	36.4	41.6	29.6	22.1
资产减值准备	93.3	95.0	73.7	73.7	252.6	PB(X)	3.0	3.0	2.7	2.5	2.3
公允价值变动损失	12.7	-3.0	9.9	-5.6	0.4	P/FCF	39.4	-41.8	-10.7	-10.3	-47.5
财务费用	26.3	38.3	74.4	47.9	47.4	P/S	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
投资收益	-6.1	-2.6	5.4	-1.3	-1.1	EV/EBITDA	8.7	9.1	18.1	18.0	10.6
少数股东损益	-0.1	3.9	-	-	-	CAGR(%)	61.9%	20.9%	9.3%	61.9%	20.9%
营运资金的变动	-224.1	-102.7	194.1	-143.4	-127.0	PEG	183.6%	174.1%	449.1%	47.9%	105.5%
经营活动产生现金流量	63.1	124.1	483.8	148.7	410.6						
投资活动产生现金流量	-384.1	25.3	-573.9	-587.2	-500.9						
融资活动产生现金流量	351.2	-325.3	-188.0	-47.9	-82.8						

数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层

电话：010-83496336

