

轻工/家用轻工

海鸥住工 (002084.SZ)

维持评级

报告原因：公告点评

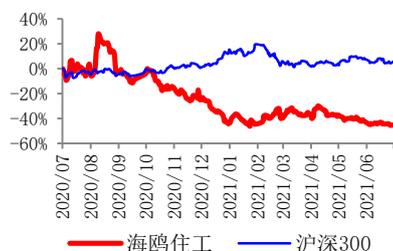
内外销营收快速增长，2021Q2 单季收入创历史新高

买入

2021年8月24日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月24日

收盘价(元):	5.82
年内最高/最低(元):	7.06/5.04
流通 A 股/总股本(亿):	6.02/6.08
流通 A 股市值(亿):	35
总市值(亿):	35

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益	0.14
摊薄每股收益:	0.14
每股净资产(元):	3.02
净资产收益率:	4.58%

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): 21Q1 净利润同比 19Q1 增长 415%，盈利能力大幅改善》2021-04-30

事件描述

➢ 公司发布 2021 年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入 19.83 亿元，同比增长 50.17%；归属于母公司所有者的净利润 8242.56 万元，同比增长 100.44%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6554.13 万元，同比增长 63.65%。业绩表现符合预期。

事件点评

➢ 内外销收入高增长，2021Q2 单季收入创历史新高，同比增长 41% 达到 11.88 亿元，大幅超越疫情前表现。2021 上半年，公司产能较为充足，且欧美国家在疫情期间，家居类产品消费情况较好，公司外销订单持续饱满，内销多品类发展，实现内外销营业收入分别为 7.69、12.14 亿元，同比分别增长 39.99%、57.43%。2021Q2，公司实现营业收入 11.88 亿元，同比增长 37.11%，相对 2019Q2 增长 84.19%；归母净利润 0.58 亿元，同比下滑 6.09%；扣非后归母净利润 0.40 亿元，同比下滑 27.23%。

➢ 瓷砖毛利率下滑拖累整体毛利率，期间费用率显著下降，带动净利率实现小幅提升。报告期内，公司毛利率为 23.10% (-0.41pct)，净利率为 4.19% (+0.70pct)。分品类来看，五金龙头类产品毛利率 21.11%，同比增长 1.72pct；瓷砖毛利率下滑 9.8pct 至 32.28%，拉低整体毛利率。费用端看，公司期间费用率同比下降 1.87pct 至 16.72%，其中，销售费用率 7.65% (+1.19pct)，主要系报告期内子公司的销售费用同比增加所致；管理费用率 8.64% (-1.47pct)；财务费用率 0.43% (-1.60pct)，主要系报告期内汇率变动，汇兑损失同比减少所致。

➢ 分板块来看，公司一方面有效提升研发设计能力，助力主业稳增长，另一方面延长大家居产业链，瓷砖等新业务营收增长亮眼。报告期内，公司五金龙头类产品产能较为充足，且欧美国家在疫情期间，家居类产品的消费情况较好，公司外销订单持续饱满。报告期内，公司五金龙头类产品实现营业收入 12.24 亿元，同比增长 43.70%；瓷砖业务实现营业收入 3.73 亿元，同比增长 177.95%，其中冠军磁砖实现营业收入 2.38 亿元，同比增长 117.28%；定制整体橱柜业务实现营业收入 1.31 亿元，同比增长 34.57%；浴缸陶瓷类产品实现营业收入 1.05 亿元，同比增长 51.53%；智能家居业务实现营业收入 8,213.72 万元，同比增长 69.37%。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

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

➤ **整装卫浴 B 端+C 端双渠道布局，整合产业链内优质资源，夯实装配式整装生产服务能力，持续发展装配式整装。**报告期内，公司装配式整装业务已拥有有巢氏和福润达两大品牌，青岛、苏州、珠海、嘉兴四大智造基地，在北京、上海、广州、深圳、苏州、青岛等重点城市区域建立了营销中心，产品类型覆盖 SMC、彩钢板、瓷砖型等类型。报告期内，装配式整装业务实现营业收入 2,603.44 万元，未来装配式整装业务将拓展至住宅、To C、EPC、商办等各赛道业务。

➤ **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，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 2021-2023 年实现归母公司净利润为 2.32、3.00、3.64 亿元，同比增长 52.15%、29.67%、21.18%，对应 EPS 为 0.38、0.49、0.60 元，PE 为 15.28、11.78、9.72 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,569.42	3,340.05	4,565.85	5,410.53	6,113.90
同比增长	15.50%	29.99%	36.70%	18.50%	13.00%
归母净利润（百万元）	130.89	152.20	231.57	300.29	363.89
同比增长	212.03%	16.28%	52.15%	29.67%	21.18%
每股收益（元）	0.26	0.27	0.38	0.49	0.60
PE	22.52	21.21	15.28	11.78	9.72
PB	1.83	1.82	1.61	1.42	1.26

数据来源：wind、山西证券研究所



利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,569.4	3,340.1	4,565.8	5,410.5	6,113.9	成长性					
减:营业成本	1,943.9	2,541.4	3,504.3	4,133.6	4,661.8	营业收入增长率	15.5%	30.0%	36.7%	18.5%	13.0%
营业税费	21.7	23.1	32.0	38.4	42.8	营业利润增长率	276.3%	25.5%	36.7%	28.8%	21.4%
销售费用	146.2	198.6	317.8	378.7	431.0	净利润增长率	67.3%	30.1%	-13.8%	18.1%	51.5%
管理费用	176.2	203.0	374.4	442.0	498.3	EBITDA增长率	94.2%	35.8%	-15.4%	22.3%	17.5%
财务费用	37.2	76.9	73.0	72.3	71.6	EBIT增长率	178.0%	41.1%	24.8%	22.3%	17.5%
资产减值损失	-4.8	-10.6	5.0	9.0	-0.4	NOPLAT增长率	212.0%	16.3%	52.2%	29.7%	21.2%
加:公允价值变动收益	3.0	9.6	0.6	-1.0	-1.0	投资资本增长率	8.3%	26.3%	-3.2%	36.4%	13.3%
投资和汇兑收益	2.6	2.0	2.0	2.0	2.0	净资产增长率	3.2%	19.2%	21.0%	12.1%	11.4%
营业利润	152.7	191.7	262.0	337.4	409.7	利润率					
加:营业外净收支	-1.7	1.6	-2.0	-0.2	-1.1	毛利率	24.3%	23.9%	23.3%	23.6%	23.8%
利润总额	151.0	193.3	260.0	337.2	408.6	营业利润率	5.9%	5.7%	5.7%	6.2%	6.7%
减:所得税	16.2	21.1	28.4	36.9	44.7	净利润率	5.1%	4.6%	5.1%	5.6%	6.0%
净利润	130.9	152.2	231.6	300.3	363.9	EBITDA/营业收入	14.3%	14.3%	9.0%	9.0%	12.1%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	11.4%	11.9%	7.3%	7.6%	7.9%
货币资金	565.2	560.1	728.7	314.6	256.7	投资回报率					
交易性金融资产	-	9.4	10.0	9.0	8.0	ROE	8.1%	8.6%	10.5%	12.0%	12.9%
应收帐款	606.4	940.1	1,093.5	1,295.9	1,464.3	ROA	4.5%	4.3%	5.7%	6.8%	7.5%
应收票据	114.6	275.6	-	-	-	ROIC	11.1%	14.4%	14.2%	18.0%	15.5%
预付帐款	38.7	64.5	68.6	80.9	91.3	费用率					
存货	584.6	930.9	480.0	566.3	638.6	销售费用率	5.7%	5.9%	7.0%	7.0%	7.1%
其他流动资产	87.0	58.8	60.6	62.4	64.3	管理费用率	6.9%	6.1%	8.2%	8.2%	8.2%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	1.4%	2.3%	1.6%	1.3%	1.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.0%	14.3%	16.8%	16.5%	16.4%
长期股权投资	77.5	94.6	94.6	94.6	94.6	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	77	65	67	84	95
固定资产	566.4	642.4	1,053.1	1,476.0	1,748.0	流动资产周转天数	272	261	208	159	143
在建工程	75.7	91.4	162.7	272.0	253.2	应收帐款周转天数	82	83	53	53	63
无形资产	145.7	143.3	134.5	125.7	117.0	存货周转天数	90	107	72	46	75
其他非流动资产	88.8	109.0	112.3	115.6	119.1	总资产周转天数	413	379	318	283	274
资产总额	3,022.4	4,001.0	4,053.4	4,441.3	4,867.6	偿债能力					
短期借款	354.6	465.6	446.6	446.6	428.3	资产负债率	43.2%	48.9%	39.0%	37.5%	36.5%
应付票据	14.6	34.0	46.5	55.1	62.3	负债权益比	76.2%	95.7%	63.8%	60.1%	57.5%
应付账款	456.8	643.2	694.2	818.9	923.6	流动比率	2.01	1.69	1.58	1.43	1.45
其他流动负债	30.9	32.8	34.4	36.1	37.9	速动比率	1.42	1.14	1.27	1.08	1.08
长期借款	280.4	247.2	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	30.9	32.8	34.4	36.1	37.9	业绩和估值指标					
负债总额	1,306.6	1,956.2	1,578.9	1,666.5	1,776.8	EPS(元)	0.26	0.27	0.38	0.49	0.60
股本	506.4	554.6	607.8	607.8	607.8	BVPS(元)	3.18	3.19	3.62	4.11	4.63
资本公积与留存收益	627.7	779.9	1,011.5	1,311.7	1,639.2	PE(X)	22.5	21.2	15.3	11.8	9.7
少数股东权益	107.0	275.7	275.7	275.7	275.7	PB(X)	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3
股东权益	1,715.7	2,044.8	2,474.6	2,774.8	3,090.7	P/FCF	-25.9	-21.6	-67.5	-8.1	-153.3
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/S	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
净利润	134.8	172.2	231.6	300.3	363.9	EV/EBITDA	9.1	8.9	8.2	7.8	5.2
加:折旧和摊销	4.8	10.6	-	-	-	CAGR(%)	30.6%	28.3%	76.9%	30.6%	28.3%
资产减值准备	95.0	107.6	76.8	76.8	255.8	PEG	73.6%	74.8%	19.9%	38.5%	34.3%
公允价值变动损失	-3.0	-9.6	0.6	-1.0	-1.0						
财务费用	38.3	42.7	73.0	72.3	71.6						
投资收益	-2.6	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0						
少数股东损益	3.9	20.0	-	-	-						
营运资金的变动	-102.7	-59.9	564.5	-191.7	-112.3						
经营活动产生现金流量	124.1	92.8	944.6	254.7	575.9						
投资活动产生现金流量	25.3	-200.4	-549.8	-596.5	-496.0						
融资活动产生现金流量	-325.3	108.2	-207.2	-72.3	-119.6						

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、地位或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 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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》规定特此告知公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

