

建霖家居 (603408)

证券研究报告

2024年01月29日

深耕厨卫净水产业，引领健康家居生态

深耕大健康产业，聚焦厨卫净水产业生态。公司深耕健康厨卫净水产业30余年，始终秉承技术驱动发展的经营战略，围绕智能厨卫系统、健康净水系统、健康呼吸系统、个人护理与适老康养，多元化布局大健康产业生态。

经营稳健，盈利具韧性，2023年以来需求边际改善。2016-2021年公司营收从26.51亿元增至47.12亿元(CAGR为12.19%)，归母净利润从2.67亿元增至3.76亿元(CAGR为8.94%)，公司深耕北美，稳步拓展亚洲、欧洲等地，提升头部客户份额，经营保持稳健。2022年全球地缘冲突拖累海外需求，公司营收同减11.2%至41.86亿元，得益于内部降本增效推进及汇兑收益贡献，归母净利润同增21.7%至4.58亿元，盈利能力彰显韧性。23Q1-3公司收入同减7.5%至30.90亿元，归母净利润同减18.8%至2.90亿元，伴随海外市场去库推进、核心客户下单节奏恢复，23Q2起收入降幅环比收窄。

厨卫净水行业：健康升级，规模稳增。据美国的Valuates Reports发布的报告显示，预计23-29年全球卫浴市场规模CAGR为3.1%，伴随城市化加速，消费者对于产品美观性、功能性的需求日益多元，全球厨卫行业维系稳健增长。**美国：**更新需求旺盛，24年降息预期或将带动房屋销售回暖及厨卫需求提升；**中国：**我国装修市场新建住房需求仍有增长空间，有望带动厨卫需求，我们预计需求升级获奖带来存量房翻新周期缩短，此外政策驱动家居适老化改造，功能性厨卫净水潜在市场空间较大。

研发制造能力夯实，服务高效，深度绑定客户资源。**研发：**公司完善的研发设计体系、专业研发团队可快速提升研发效率、缩短开发周期，及时响应客户需求。**生产：**公司国内布局厦门、漳州、宁波、台湾等生产基地，此外顺应全球化趋势布局泰国工厂，进一步满足海外市场需求；自动化、信息化、智能化赋能，生产效率稳步提升。**服务：**公司客户资源优质(包括科勒、马斯科、摩恩、洁碧、3M等国际知名企业)、粘性较高且单一客户依赖度较低，大客户专属的一对一精英服务团队及美国子公司有望夯实海外本土化服务能力；此外拓展卖场零售+跨境电商有望贡献增量。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司23-25年收入分别为42.49/50.08/58.78亿元，归母净利润分别为3.77/4.51/5.85亿元，EPS为0.84/1.00/1.30元/股，对应的23-25年PE为15/13/10x。我们采用相对估值法，参考可比公司估值，我们认为公司在健康厨卫净水行业深耕多年，研发及制造实力具备优势、服务团队高效保障客户资源深耕，具备全球市场拓展潜力，给予公司24年合理17倍PE，目标市值77亿元，目标价17.0元。

风险提示：全球政治、经济不确定性的风险；汇率波动风险；原材料价格波动的风险；海外投资不确定性风险；测算具有主观性风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,712.12	4,186.25	4,248.91	5,007.88	5,878.17
增长率(%)	22.87	(11.16)	1.50	17.86	17.38
EBITDA(百万元)	839.31	660.76	478.40	566.23	711.49
归属母公司净利润(百万元)	376.33	458.06	377.22	451.07	584.62
增长率(%)	3.11	21.72	(17.65)	19.58	29.61
EPS(元/股)	0.84	1.02	0.84	1.00	1.30
市盈率(P/E)	15.23	12.51	15.19	12.70	9.80
市净率(P/B)	2.20	1.99	1.84	1.74	1.59
市销率(P/S)	1.22	1.37	1.35	1.14	0.97
EV/EBITDA	6.71	6.26	9.52	8.76	6.61

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	12.76元
目标价格	17.00元

基本数据

A股总股本(百万股)	449.06
流通A股股本(百万股)	116.91
A股总市值(百万元)	5,730.00
流通A股市值(百万元)	1,491.79
每股净资产(元)	6.57
资产负债率(%)	38.46
一年内最高/最低(元)	13.80/9.90

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 深耕大健康产业，聚焦厨卫净水产业生态	4
1.1. 秉持技术驱动发展战略，成就老牌健康厨卫净水龙头	4
1.2. 经营表现稳健，品类多元化拓展	7
2. 厨卫净水行业：健康升级，规模稳增	8
2.1. 需求升级、政策驱动，健康厨卫市场有望稳健增长	9
2.2. 国际品牌主导，我国厂商生产力领先、品牌力逐渐提升	12
3. 研发制造能力夯实，服务高效，深度绑定客户资源	13
3.1. 研发体系高效，产品需求快速响应，技术产业持续升级	13
3.2. 生产基地布局完善，制造能力领先，有效保证品质及交期	16
3.3. 服务专业化、本土化，深度绑定核心客户资源	17
3.4. 国内市场：渠道+品牌建设提速，适老+康养积极布局	18
4. 盈利预测和估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：截止 2023 年 8 月 1 日公司股权架构	5
图 3：2016-2023Q1-3 公司营业收入（亿元）、yoy	7
图 4：2016-2023Q1-3 公司归母净利（亿元）、yoy	7
图 5：2017-2022 年分地区收入（亿元）	7
图 6：2017-2019 年境外分地区收入（亿元）	7
图 7：2017-2022 年公司分产品收入（亿元）	8
图 8：2017-2022 年公司分产品毛利率（%）	8
图 9：2016-2023Q1-3 公司综合毛利率、归母净利率	8
图 10：2016-2023Q1-3 公司销售、管理、研发、财务费率	8
图 11：厨卫和净水行业产业链	9
图 12：全球卫浴产品市场规模（亿美元）	9
图 13：2021 年全球整体卫浴行业市场份额情况（%）	9
图 14：2021 年美国消费者卫浴设备更换比例	10
图 15：美国地产销售与贷款利率呈现显著负相关	10
图 16：美国成屋销售与家具用品线下零售额走势拟合	10
图 17：2018-2022 年我国卫浴产品市场规模（亿元）、yoy（%）	11
图 18：全球商用净水器市场规模（百万美元）及 yoy（%）	11
图 19：2021 年我国卫浴行业主要企业市占率	12
图 20：我国五金塑料卫浴产品出口额（万美元）及增速	12
图 21：2017-2023Q1-3 公司研发投入（亿元）及占营收比重（%）	14
图 22：健康厨卫核心技术	15

图 23: 健康净水核心技术	15
图 24: 康养产品系列: 口腔护理、老人照护	15
图 25: 智能化工厂	16
图 26: 2020-2022 年公司前五大客户销售额 (亿元) 及占营收比重 (%)	17
图 27: 主要科勒集团、洁碧集团产品示例	18
图 28: 逐步形成多品类产品的科技家居品牌矩阵	19
表 1: 公司主要产品	4
表 2: 公司董事及高级管理人员概况	6
表 3: 行业主要法律法规及政策	11
表 4: 厨卫行业代表性企业及主要特点	12
表 5: 全球主要卫浴企业排名	13
表 6: 公司获得奖项荣誉	14
表 7: 以 1 个研究院+7 个研究所为核心研发系统	14
表 8: 公司分产品收入拆分	19
表 9: 可比公司估值	20

1. 深耕大健康产业，聚焦厨卫净水产业生态

1.1. 秉持技术驱动发展战略，成就老牌健康厨卫净水龙头

30 余年深耕，成就老牌健康厨卫净水龙头。公司成立于 1990 年，深耕健康厨卫净水产业 30 余年，始终秉承技术驱动发展的经营战略，围绕智能厨卫系统、健康净水系统、健康呼吸系统、个人护理与适老康养，多元化布局大健康产业生态。目前公司主要客户包括科勒、马斯科、摩恩、洁碧、3M、康丽根、骊住集团、麦格纳、弗格森、海尔智家、美的等国际知名企业，并凭借优异综合实力与核心客户建立起长期、稳定合作关系。

表 1：公司主要产品

产品分类	产品系列	产品说明	产品图例
厨卫产品	淋浴系列	包括花洒、莲蓬头、淋浴配件、淋浴套装等	
	龙头系列	包括厨房龙头、浴室龙头、龙头零配件等	
	进排水系列	包括排水管、进水管、马桶配件和其他进排水配件等	
	厨卫附属配件	包括给皂器、挂钩、淋浴房配件、检修口等	
净水产品	净水器	包括反渗透过滤器、微滤过滤器、超滤过滤器等	
	净水配件	包括滤芯组、折纸滤芯、绕线滤芯、复合滤芯等	
其他家居产品	空气处理产品	包括风口、新风机、空气净化器等	
	护理产品	包括洁牙器、洗眼器、老人椅等	
	家电配件	包括微波炉配件、热水器安全阀、烤炉配件等	
	管道安装等产品	包括管夹、锁具配件、刮刀等	
非家居产品	汽车配件等产品	包括汽车配件、装饰件、模具等	

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

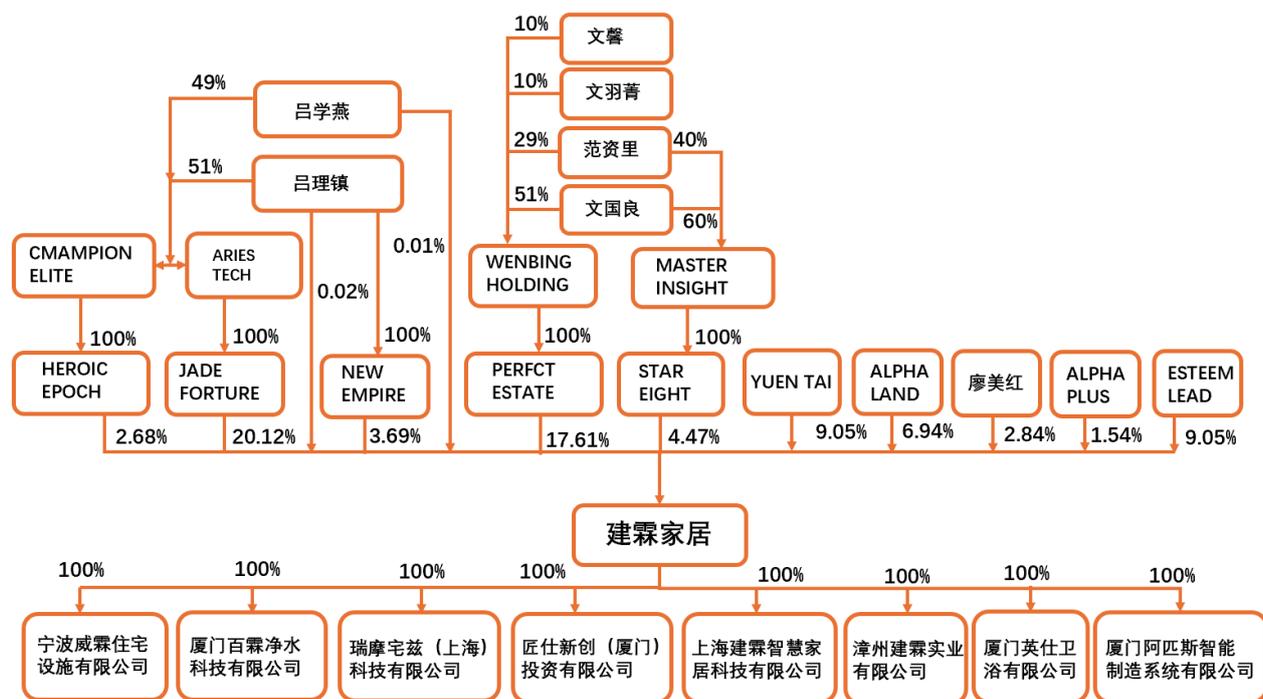
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

实际控制人持股 48.6%，高管团队经验丰富。当前公司实际控制人为吕理镇、文国良两个家族，共 6 人合计持股比例为 48.6%。公司前任董事长吕理镇为首批到达大陆投资的台商，1989 年台湾仕霖集团在厦门成立建霖卫浴公司，凭借丰富的卫浴行业经验及高效管理体系促进企业的本土化发展。公司职业经理人体系制度健全，现任董事长陈岱桦自 2000 年以来历任公司执行副总、董事、总经理，目前公司品管、生产、销售等核心高管均在公司任职超过 20 年，深度参与公司成长、相关经验丰富。

图 2：截止 2023 年 8 月 1 日公司股权架构



资料来源：公司公告，东方财富 choice，天风证券研究所

表 2：公司董事及高级管理人员概况

高管人员	高管职位	概况
陈岱桦	董事, 总裁, 董事长	中国台湾籍, 1971 年 10 月出生, 毕业于台湾中原大学, 研究生学历. 1992 年 8 月至 1994 年 7 月任台湾明志工业专科学校组员, 1994 年 9 月至 1996 年 9 月就读台湾中原大学本科, 1996 年 10 月至 1997 年 7 月任台湾飞利浦电子工业股份有限公司竹北厂工程师, 1996 年 9 月至 1998 年 7 月就读台湾中原大学研究生, 1998 年 8 月至 1999 年 6 月任上海灿坤实业有限公司事业部经理, 1999 年 7 月至 2000 年 10 月任科建管理顾问股份有限公司协理, 2000 年 11 月至今历任厦门建霖健康家居股份有限公司执行副总, 董事, 总经理, 集团总裁。自 2023 年 9 月起任职公司董事长。
涂序斌	董事, 执行总裁, 副董事长	中国国籍, 无境外永久居留权, 1967 年 12 月出生, 毕业于南京航空航天大学, 本科学历. 1989 年 7 月至 1991 年 5 月任厦门佳讯设备有限公司技术员, 1991 年 6 月至今历任厦门建霖健康家居股份有限公司品管经理, 厂长, 副总经理, 董事, 集团副总裁, 同时兼任宁波威霖董事, 总经理。
文国良	董事	中国台湾籍, 1953 年 7 月出生, 毕业于台湾明志工业专科学校(现明志科技大学), 大专学历. 1975 年 9 月至 1978 年 10 月任新滨制造加工股份有限公司业务员, 1979 年 2 月至 2015 年 7 月历任台湾仕霖经理, 总经理, 董事长, 1990 年 7 月至今历任厦门建霖健康家居股份有限公司总经理, 副董事长
张益升	副总裁, 董事	中国国籍, 无境外永久居留权, 1974 年 8 月出生, 安徽工学院(现合肥工业大学)毕业, 本科学历. 1995 年 9 月至 1998 年 6 月任开封高压阀门厂助理工程师, 1998 年 6 月至 1998 年 9 月任欧普康光电(厦门)有限公司工程师, 1998 年 9 月至 1999 年 5 月任厦门宏辉护栏销售有限公司工程师, 1999 年 5 月至 2000 年 5 月任厦门金盈电子有限公司工程师, 2000 年 5 月至今历任厦门建霖健康家居股份有限公司设计工程师, 销售员, 业务部总经理, 副总经理。
李相如	董事	中国台湾籍, 1960 年 1 月出生, 毕业于台湾青传商业职业学校, 中专学历. 1975 年 9 月至 1978 年 7 月任新滨制造加工股份有限公司作业员, 1979 年 2 月至 2015 年 10 月历任台湾仕霖职员, 经理, 总经理, 2009 年 4 月至 2016 年 10 月任 EASO Co., Ltd. 董事, 2015 年 10 月至今任欣仕霖总经理, 董事长, 2016 年 11 月至今任厦门建霖健康家居股份有限公司董事。
吕理镇	董事	中国台湾籍, 1951 年 9 月出生, 毕业于台湾明志工业专科学校(现明志科技大学), 大专学历. 1974 年 7 月至 1975 年 10 月任奇仕企业股份有限公司业务员, 1975 年 10 月至 1978 年 8 月任新滨制造加工股份有限公司业务部经理, 1979 年 2 月至 1990 年 6 月任台湾仕霖董事长, 1990 年 6 月至 2023 年 9 月任厦门建霖健康家居股份有限公司董事长, 现为公司董事。
许士伟	董事会秘书	中国台湾籍, 1980 年 9 月出生, 毕业于台湾政治大学, 研究生学历. 2005 年 7 月至 2006 年 8 月任中租迪和股份有限公司专员, 2006 年 9 月至 2011 年 10 月任群益证券股份有限公司承销部经理, 2011 年 11 月至今历任厦门建霖健康家居股份有限公司资金管理部经理, 董事会秘书
徐俊斌	副总裁	中国国籍, 无境外永久居留权, 1975 年 12 月出生, 毕业于西北轻工业学院(现陕西科技大学), 本科学历. 1999 年 8 月至 2000 年 6 月任南靖维峰机械工业有限公司职员, 2000 年 7 月至 2002 年 7 月任厦门尚贾家饰工业有限公司课长, 2002 年 8 月加入建霖, 历任课长, 经理, 协理, 厦门英仕副总经理, 公司监事

资料来源: Wind, 天风证券研究所

人才激励充分, 绑定核心团队成员。公司高度重视人才队伍建设及人才激励, 共享发展成果。2021 年公司发布股票期权与限制性股票激励计划, 截至 22 年末累计向公司董事、高级管理人员、核心及骨干人员 69 人共授予股票期权 250 万份及限制性股票 250 万份, 进一步绑定核心团队成员。

1.2. 经营表现稳健, 品类多元化拓展

经营稳健, 盈利具韧性, 2023 年以来需求边际改善。2016-2021 年公司营收从 26.51 亿元增至 47.12 亿元(CAGR 为 12.19%), 归母净利润从 2.67 亿元增至 3.76 亿元(CAGR 为 8.94%), 公司深耕北美市场, 稳步拓展亚洲、欧洲等地区, 积极把握海外家居市场更新需求, 提升头部客户份额, 经营保持稳健。2022 年全球地缘冲突拖累海外需求, 公司营收同减 11.2% 至 41.86 亿元, 得益于内部降本增效推进及汇兑收益贡献, 归母净利润同增 21.7% 至 4.58 亿元, 盈利能力彰显韧性。23Q1-3 公司收入同减 7.5% 至 30.90 亿元, 归母净利润同减 18.8% 至 2.90 亿元, 伴随海外市场去库推进、核心客户下单节奏恢复, 23Q2 起公司收入降幅环比收窄。

图 3: 2016-2023Q1-3 公司营业收入 (亿元)、yoy



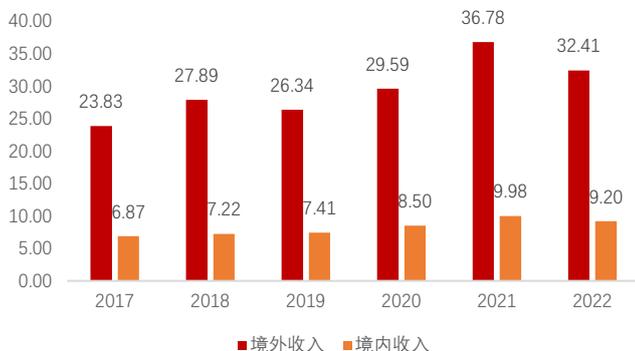
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 2016-2023Q1-3 公司归母净利润 (亿元)、yoy



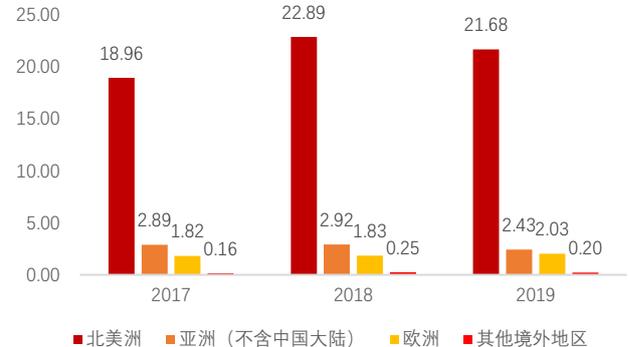
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 2017-2022 年分地区收入 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 2017-2019 年境外分地区收入 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 天风证券研究所

厨卫产品为核心, 品类多元拓展。

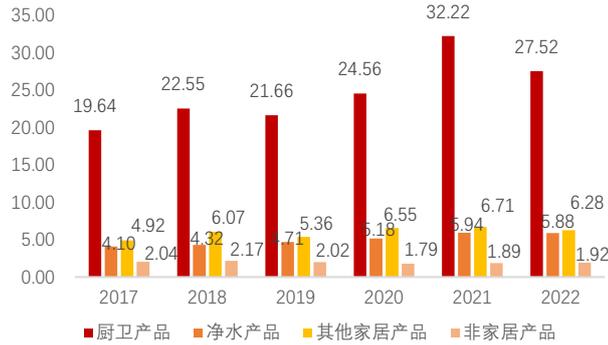
1) 厨卫产品: 主要包括淋浴系列、龙头系列、进排水系列和厨卫附属配, 2017-2022 年收入规模从 19.64 亿元提升至 27.52 亿元(CAGR 为 6.98%), 收入占比维持在 65%左右, 贡献核心收入来源; 2017-2021 年毛利率水平在 24%-29%左右。

2) **净水产品**: 主要包括净水器和净水配件, 2017-2022 年收入规模从 4.10 亿元提升至 5.88 亿元 (CAGR 为 7.51%), 收入占比约为 12-14%, 毛利率略低于厨卫产品。

3) **其他家居用品**: 主要包括空气处理产品、护理产品、家电配件和管道安装等, 2017-2022 年收入规模从 4.92 亿元提升至 6.28 亿元 (CAGR 为 4.98%), 收入占比约为 15%-18%, 毛利率约为 23%-25%。

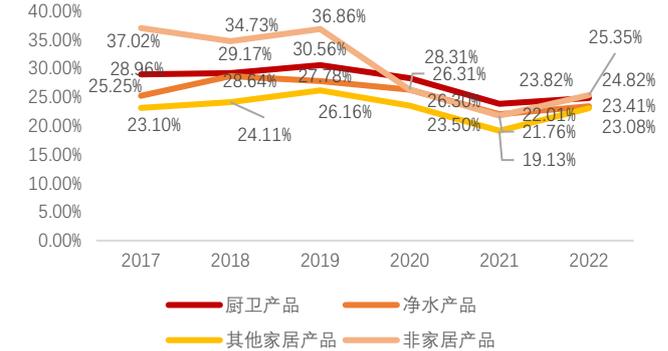
4) **非家居用品**: 主要包括汽车配件等, 2017-2022 年收入规模从 2.04 亿元减少至 1.92 亿元, 收入占比为约 4%-7%。

图 7: 2017-2022 年公司分产品收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 2017-2022 年公司分产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

盈利能力保持稳定, 规模效应有望显现。2016 年以来公司毛利率区间为 25%-30%, 净利率区间为 8-11%, 23Q1-3 毛利率/净利率分别为 25.3%/9.4%, 盈利能力基本保持稳定。公司主要原材料包括塑胶原料、金属材料和滤材并采购及外协部分零配件, 并依据制造成本、运费、汇率变化进行产品定价, 毛利率随原材料价格呈现小幅度波动, 有望伴随生产规模效应显现而小幅提升。

费率优化, 研发投入持续增加。公司费用管控精细, 总费率从 2016 年的 16.73% 优化至 2023Q1-3 年的 14.12%。其中, 研发费率从 2016 年的 5.34% 提升到 2023Q1-3 年的 5.53%, 主要系公司近年来研发投入增加; 销售费率从 2016 年的 4.85% 下降至 2023Q1-3 的 3.42%, 管理费用从 2016 年的 7.35% 减少至 2023Q1-3 的 5.99%。

图 9: 2016-2023Q1-3 公司综合毛利率、归母净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 2016-2023Q1-3 公司销售、管理、研发、财务费率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 厨卫净水行业: 健康升级, 规模稳增

厨卫及净水产品产业链主要包括原材料供应商 (塑胶原料、金属材料和滤材等)、产品研

发设计和制造商、终端品牌商（海尔智家、美的集团、格力电器、TCL）等，最终消费市场则主要为住宅、商业楼宇等房屋建筑物装修配套市场，公司处于产业链中游，主要承接产品研发设计及生产制造环节。

图 11：厨卫和净水行业产业链

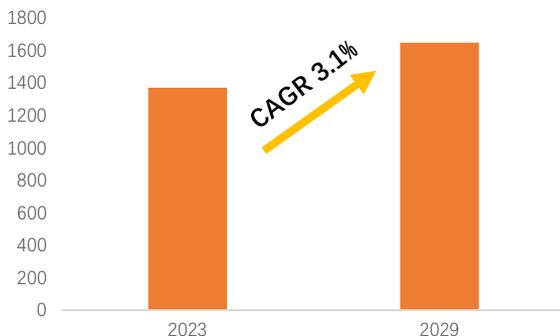


资料来源：公司招股书，天风证券研究所

2.1. 需求升级、政策驱动，健康厨卫市场有望稳健增长

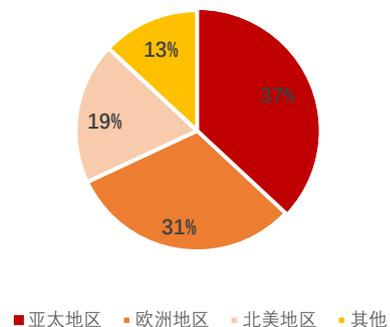
全球厨卫市场规模稳健增长，预计 CAGR 为 3.1%。据美国的 Valuates Reports 发布的报告显示，全球卫浴产品市场预计将从 2023 年的 1371.4 亿美元增长到 2029 年的 1647.1 亿美元，预测期内 CAGR 为 3.1%，我们预计伴随城市化进程加速，且消费者对于产品美观性、功能性的需求日益多元，全球厨卫行业维系稳健增长趋势。根据 Statista，全球卫浴市场需求主要来自亚太地区（37%）、欧洲地区（31%）及北美地区（19%），此外美国为最大的卫生洁具进口国（2022 年进口占比 23.6%），或将带动我国相关卫浴五金产品及配件出口规模。

图 12：全球卫浴产品市场规模（亿美元）



资料来源：中部卫浴公众号，天风证券研究所

图 13：2021 年全球整体卫浴行业市场份额情况（%）



资料来源：前瞻产业研究院，西储物流公众号，天风证券研究所

美国厨卫更新需求旺盛，功能要求持续提升。全球公共卫生事件使得海外消费者更注重居家环境及厨卫系统升级，根据 HOUZZ 发布的 2021 年美国浴室趋势报告，在卫生间设备翻新中，智能马桶/功能水龙头的更换比例达到 36%/37%。

图 14：2021 年美国消费者卫浴设备更换比例

In Toilets		In Faucets	
36%		37%	
High-Tech Features		High-Tech Features	
Seat with bidet	20%	Water-efficient	28%
Self-cleaning	15%	No fingerprints	14%
Seat with heating	13%	Touch/touch-free activation	4%
Overflow protection	10%		
Built-in night light	10%		
Motion-activated seat	9%		
Self-deodorizer	8%		

资料来源：厨卫头条公众号，美国家居服务网站 HOUZZ，天风证券研究所

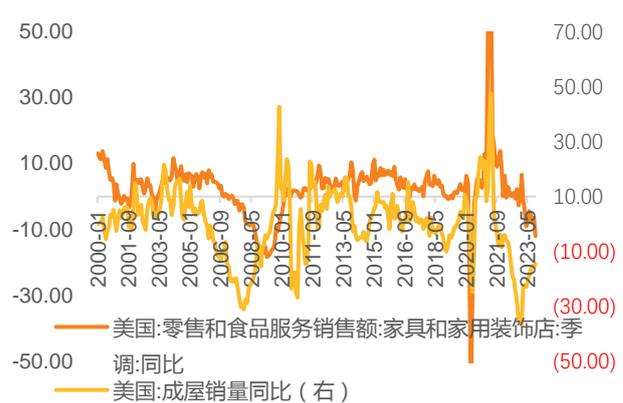
24 年美国地产销售有望复苏，或将带动厨卫需求回暖。美国房屋销售与利率负相关，2022 年 3 月以来的高利率环境持续拖累购房需求；当前通胀回落叠加美联储态度转鸽，美联储降息预期持续升温，且美国 30 年期抵押贷款利率已现回落。我们预计 24 年美国房屋销售有望筑底回暖，且部分住房需求有望延后释放，或将带动厨卫产品需求。

图 15：美国地产销售与贷款利率呈现显著负相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：美国成屋销售与家具用品线下零售额走势拟合



资料来源：Wind，天风证券研究所

我国装修市场：新建住房需求仍有增长空间，有望带动厨卫需求，功能产品渗透率低，需求升级及政策落地有望驱动行业转型。据中国建筑卫生陶瓷协会（或观研报告）数据，2016-2022 年我国卫浴市场规模由 1420 亿元增长至 1937 亿元，CAGR 为 5.31%，主要伴随新房竣工而实现平稳增长。根据 Global info research，2022 年全球商用净水器市场规模达到了 7823.87 百万美元，预计 2029 年市场规模将达到 22952 百万美元，2023-2029 年复合增长率（CAGR）为 16.28%。我们预计后续伴随需求升级有望带来存量房翻新周期缩短，政策驱动家居适老化改造升级，此外国产品牌崛起或将拉动智能产品价格带下移，预计后续厨卫净水潜在市场空间较大。

图 17：2018-2022 年我国卫浴产品市场规模（亿元）、yoy（%）



资料来源：观研天下公众号，天风证券研究所

图 18：全球商用净水器市场规模（百万美元）及 yoy（%）



资料来源：Global Info Research 公众号，天风证券研究所

表 3：行业主要法律法规及政策

法规名称	实施日期	主要相关内容
《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	2021 年 2 月	加强绿色产品和服务认证管理，完善认证机构信用监管机制。推广绿色电力证书交易，引领全社会提升绿色电力消费。严厉打击虚标绿色产品行为，有关行政处罚等信息纳入国家企业信用信息公示系统。
《“中国家电工业”十四五”发展指导意见》	2021 年 6 月	“十四五”中国家电工业的总体发展目标是，持续提升行业的全球竞争力、创新力和影响力，到 2025 年，成为全球家电科技创新的引领者。
《促进绿色消费实施方案》	2022 年 1 月	鼓励引导消费者更换或新购绿色节能家电环保家具等家居产品。大力推广智能家电，通过优化开关时间、错峰启停，减少非必要耗能、参与电网调峰。励有条件的地区开展节能家电。
《关于做好近期促进消费工作的通知》	2022 年 1 月	支持家电、家具等企业开展“以旧换新”、“以换代弃”活动，加强家电安全使用年限标准等宣传解读，鼓励家电合理更新。
《关于加快废旧物资循环利用体系建设的指导意见》	2022 年 1 月	推动废旧物资回收专业化，鼓励钢铁、有色金属、造纸、纺织、玻璃、家电等生产企业发展回收、加工、利用一体化模式。丰富二手商品交易渠道鼓励有条件的地区可建设集中规范的车辆、家电手机、家具、服装等二手商品交易市场和交易专区。
《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	2022 年 4 月	大力发展绿色家装，鼓励消费者更换绿色节能家电、环保家具等家居产品。加快构建废旧物资循环利用体系，推动汽车、家电、家具、电池、电子产品等回收利用，适当放宽废旧物资回收车辆进城，进小区限制
《关于做好 2022 年家电生产企业回收目标责任制行动有关工作的通知》	2022 年 5 月	确定 6 家(海尔、格力、TCL、四川长虹、美的集团、海信)开展 2022 年回收目标责任制行动的企业，回收家电目标合计 1696 万台。督促企业按照既定目标任务扎实有效推进，归纳提炼工作过程中的好做法好举措、新模式新路径等，形成可复制可推广的典型经验。
国务院常务会议	2024 年 1 月	发展银发经济是积极应对人口老龄化、推动高质量发展的重要举措，既利当前又惠长远。要切实履行政府保基本、兜底线职责，加强老年人基本民生保障，增加基本公共服务供给。要运用好市场机制，充分发挥各类经营主体和社会组织作用，更好满足老年人多层次多样化需求，共同促进银发经济发展壮大。要持续完善相关政策措施，重点解决好老年人居家养老、就医用药、康养照护等急难愁盼问题，让老年人安享幸福晚年。

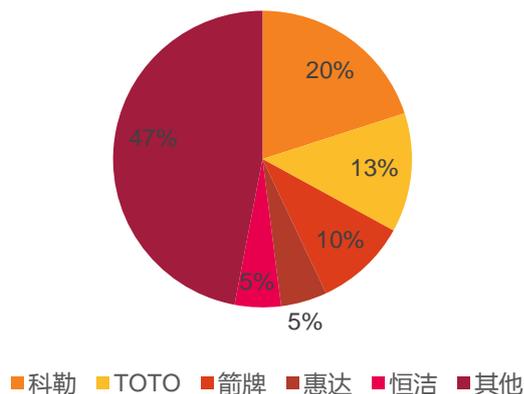
资料来源：各部门机构，智研咨询，华迈净水器公众号，中国政府网等，天风证券研究所

2.2. 国际品牌主导，我国厂商生产力领先、品牌力逐渐提升

国际品牌占据高端市场份额，引领行业发展。欧美日本等发达地区及国家厨卫净水市场起步较早，Roca（乐家）、Kohler（科勒）、Moen（摩恩）、TOTO（东陶）等国际知名品牌商凭借其产品质量、价格、销售渠道及品牌影响力，在高端卫浴市场占据较高市场份额；而卫浴及净水配件产品的产业制造基地逐渐转移至发展中国家。根据华经产业研究院，2021年我国卫浴市场 TOP2 均为外资品牌，科勒、TOTO 市占率分别为 20%、13%；净水市场方面，A.O.史密斯（A.O. Smith）、3M、通用电气（GE）等在我国拥有一定的市场份额和品牌影响力。

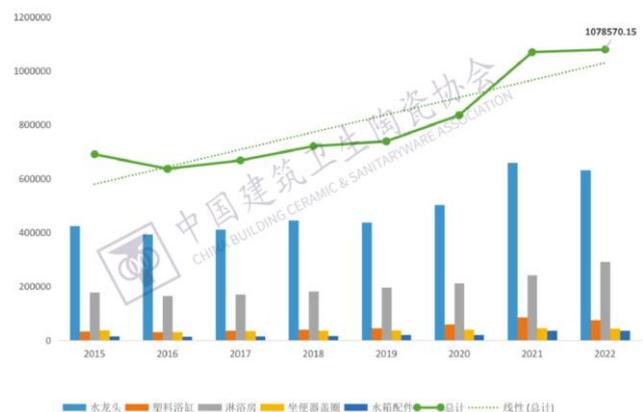
我国代工起步、出口稳健增长，自主品牌角逐中高端市场。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，我国五金塑料卫浴产品出口稳定增长，2022 年出口总额为 107.86 亿美元，其中美国为主要出口地区。过去我国为厨卫生产制造大国，主要承接国际品牌代工需求，且伴随国际知名企业在我国投资建厂，头部厂商相继引入先进的研发、设计、生产技术和经营理念，推动我国厨卫市场发展。近年来供给侧改革加速我国卫浴行业洗牌，品牌逐渐集中，箭牌、九牧、恒洁、瑞尔特等国产品牌凭借优异生产、技术持续丰富产品矩阵、借助新兴渠道弯道超车，逐渐抢占外资品牌中高端品牌市场份额。我们预计未来伴随环保标准趋严、消费者品质升级，行业集中度有望进一步提升。

图 19：2021 年我国卫浴行业主要企业市占率



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

图 20：我国五金塑料卫浴产品出口额（万美元）及增速



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会公众号，天风证券研究所

表 4：厨卫行业代表性企业及主要特点

类别	代表性企业	主要特点
国际知名厨卫企业	马斯科集团、科勒集团、摩恩集团、骊住集团、东陶集团、乐家集团等	具有全面的竞争优势，品牌知名度高，全球市场份额尤其是中高端产品市场份额较大，通过与国内大型厨卫企业进行合作，保证产品品质
国内规模较大的厨卫企业	建霖家居、惠达卫浴、海鸥住工、瑞尔特、松霖科技、帝欧家居、九牧厨卫、乐华洁具、路达工业等	具有较强的研发和生产能力，通过与国际知名厨卫企业合作共同发展
国内厨卫中小企业	/	数量众多，研发和生产能力较弱，以国内区域性市场为主

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

表 5：全球主要卫浴企业排名

企业集团	地区	2022 年产能 (百万件)	2022 年产量 (百万件)	2022 年集团营收(百 万欧元)	工厂分布	旗下品牌/公司
乐家集团	西班牙		28	2092 (卫生陶瓷和其 他)	总计 76 家, 西班牙 9 家, 其余分布欧洲、美洲、南非、 亚洲	Roca, Laufen; Celite; Incepa; Parryware; Jika; Ying
科勒集团	美国	25.0	19.0		美国、墨西哥、巴西、摩洛 哥、泰国、印度、中国、印 度尼西亚 15 家	Kohler; Jacob Delafon; Sterling; Ann Sacks
吉博力集团	瑞士	14.5	11.5	3463.9; 卫 浴 占 比 1054.9	芬兰、瑞典、波兰、德国、 瑞士、法国、葡萄牙、意大 利、乌克兰的卫生陶瓷工厂	Geberit
TOTO Ltd	日本		11.6	5547.1(卫浴瓷砖; 其 他)	日本 4 家+中国、中国台湾、 印度尼西亚、印度、越南、 泰国、美国、墨西哥 12 家	TOTO
Corona	哥 伦 比 亚	13.5	10.6	779.1 (卫 生 陶 瓷 303.1; 瓷 砖 161.6; 其 他 314.5)	哥伦比亚 2 家、墨西哥 3 家、 危地马拉 1 家、尼加拉瓜 1 家、美国 1 家	Corona; Mansfield; American Standard; Vortens; Ambiance
骊住	日本	10-12	9.0	10372 (卫生陶瓷; 其 他)	日本、中国、越南、印度尼 西亚、泰国各十家	American Standard; Lixil; Inax; Grohe; Jaxson
惠达卫浴	中国	10.0	7.0	458.9	中国 2 家	惠达, 杜菲尼
Cersanit	波兰	7.5		432.7 (卫生陶瓷; 其 他)	波兰 1 家, 乌克兰 1 家	Cersanit; Mito
Ideal Standard	比利时	7.0	6.5	737	捷克共和国 1 家, 保加利亚 1 家, 英国 1 家, 埃及 1 家	Ideal Standard; Porcher
箭牌家居	中国	8.7	6.5	1003.8	中国 10 家 (在建 1 家)	Arrow; Faenza; Annwa

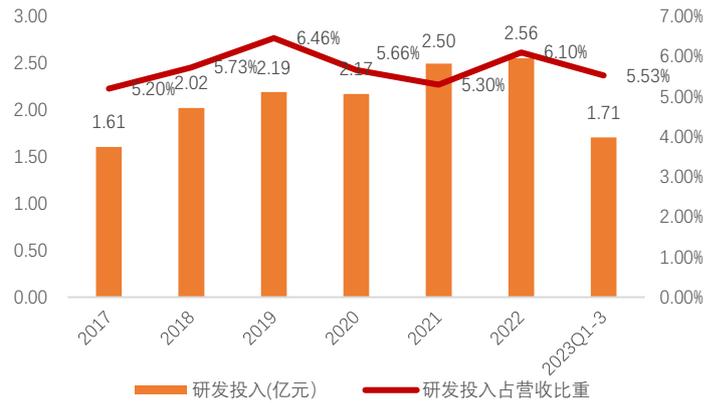
资料来源：家具产业公众号，天风证券研究所

3. 研发制造能力夯实，服务高效，深度绑定客户资源

3.1. 研发体系高效，产品需求快速响应，技术产业持续升级

公司研发能力领先，快速响应客户对产品健康、美观、智能化的需求。厨卫和净水产品目前的技术和工艺相对已经比较成熟，快速顺应消费者需求对产品进行健康、美观、智能化升级为持续增长动力。公司持续加大研发投入力度，2017-2022 年研发投入规模从 1.6 亿提升至 2.6 亿元，占收入比重维持在 5-6%，截至 23H1 合计拥有国内外有效授权专利 2150 项，其中发明专利 267 项，实用新型专利 1657 项，此外多款产品获国际奖项。**公司完善的研发设计体系、专业研发团队可快速提升研发效率、缩短设计开发周期，及时响应客户需求。**

图 21：2017-2023Q1-3 公司研发投入（亿元）及占营收比重（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：公司获得奖项荣誉

获奖时间	获得奖项
2016 年 12 月	获“福建省智能制造试点示范企业”荣誉
2017 年 6 月	通过“两化融合管理体系”评定
2017 年 11 月	通过“国家级工业设计中心”认定
2017 年 12 月	通过“国家高新技术企业”重新认定
2018 年 8 月	通过“国家知识产权优势企业”复审
2018 年 9 月	获“福建省工业和信息化省级龙头企业”荣誉
2018 年 12 月	获“厦门市智能制造样板工厂（车间）”荣誉
2019 年 1 月	通过“国家企业技术中心”认定
2020 年 6 月	入选“2020 年福建省工业和信息化省级龙头企业”
2020 年 11 月	入选“2020 福建制造业企业 100 强”
2021 年-2022 年	多款产品获得德国“红点奖”、德国“iF 设计奖”、美国“IDEA 金奖”、日本“G-Mark 奖”和中国“红星奖”等在内的多项工业设计奖项。

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

- ① **研发系统完善：**公司建立起完善的研发设计体系，在提案评估和规划、产品设计和验证、技术开发和验证以及产品试产和工程变更等方面均已形成完善的流程。目前公司以“1 个研究院+7 个研究所”为核心研发系统，辅以产官学界研究单位合作，进行共同开发，核心技术能力持续提升。

表 7：以 1 个研究院+7 个研究所为核心研发系统

研究院	研究所
企业研究院	健康厨卫研究所
	水净化科学研究所
	宜居空气研究所
	绿色表面工程研究所
	智造工程研究所
	绿膜工程研究所
	材料工程研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

- ② **研发团队专业：**公司通过内部培养和外部引进等方式建立了由工业设计、结构设计、

平面设计、模具设计开发、材料工程和表面工程等专业人员组成的强大研发设计团队，为公司产品研发设计提供人才支撑。

- ③ **研发技术升级：**过去公司已积累起多项健康厨卫、健康净水核心技术，此外积极布局对未来的基础研究和科技研发，加快智能电控技术、智能装备技术、材料表面技术、成型技术等成果转化落地；并持续通过技术降本、材料替代、产品模组化、通用化设计等提升研究开发效率、构建行业技术储备，构建中长期核心竞争力。

图 22：健康厨卫核心技术



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 23：健康净水核心技术



资料来源：公司官网，天风证券研究所

高效研发支持产业延展，加速智能家居、大健康领域布局。公司积极推进技术与产业结合，目前已形成智能电子事业部和智能电子研究所，进一步推动家居产品智能化及健康家居发展。1) 针对老年群体，公司研发居家康养产品系列，如安全扶手、马桶扶手、升降电动扶手、多功能淋浴椅、隐藏式地漏等，为家庭和社区适老化改造等提供解决方案和服务；2) 针对年轻群体，公司聚焦生活品质提升、价值提升、长生命周期的产品战略，推动洁牙器、电动牙刷、洁面仪、黑头仪、美容仪、小型按摩器、智能马桶等品类发展。

图 24：康养产品系列：口腔护理、老人照护

手持便携洁牙系列

小巧便捷，高压脉冲水流，一冲即净，适时呵护口腔健康



台上式家用洁牙系列

高压脉冲水流，无极压力调节，按摩冲洗一键切换，呵护您的口腔健康



安全扶手

外表防滑处理，手感舒适；不锈钢材质，坚实牢固。提供更多安全保障。



座式淋浴椅

坐享舒适淋浴，对残障者与老年人更多保护，安享生活。



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 生产基地布局完善，制造能力领先，有效保证品质及交期

国内生产基地协同，聚焦效益提升、成本改善。目前公司国内生产基地分布在厦门、漳州、宁波、台湾地区，各工厂以品类、产品线为划分基础，各司其职、高效协同。其中厨卫产品线在厦门集美工厂、净饮水产品线在厦门同安工厂、五金产品线在漳州工厂、宜居空气产品线在宁波工厂。此外，公司计划于 2024 年在厦门集美区投建大健康产业园，主要用于集中开发和生产净水、康养个护、智能马桶等健康家居产品，进一步拓宽品类空间。

泰国工厂建设稳步推进，积极顺应产业链全球化转移。公司于 2019 年 4 月在泰国成立全资子公司，加快产业链全球布局。目前泰国建霖一期工厂（产值 4.5 亿元）已建设完成，主要面向美国市场订单，主要用于厨卫及空气产品的生产，未来计划将部分净水产品以及新增的业务需求进一步投放。目前公司正在筹备泰国工厂二期建设（产值 5.5 亿元），预计 2024 年逐步实现量产，进一步满足海外市场需求。此外，公司积极筹划部分北美城市产能建设，有利于减少贸易摩擦、加速国际化发展。

自动化、信息化赋能，生产效率持续提升。公司已有效整合供应商资源，建立了高效的原材料供应体系，同时不断改善和提高自身工艺和生产制程，在模具设计和制造、工装夹具设计与制造、复合材料研发、产品智能成型、智能绿色表面处理和产品智能组装等方面形成了一贯化和柔性化的生产模式，可充分满足公司各项产品、各种批量和批次的生产要求。此外，公司通过数据采集与分析系统对生产进度、生产工艺、质量、检验、设备状态等数据自动采集分析，实现了设备状态、工艺、良品率等信息的可视化管理。高效生产有效承接设计需求、夯实制造能力，获国内外多重生产认证。

从精益生产到智能运营，定位智能制造整体解决方案供应商。在智能制造环境下，公司持续开展数字工厂（车间）、智能工厂的建设以及新技术场景化应用，目前智能工厂的智能控制系统、生产制造管理系统逐渐搭建，可根据行业特性和客户需求提供“从原材料到产品交付，从单机设备到工业园区”的智能制造整体解决方案。

图 25：智能化工厂



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 服务专业化、本土化，深度绑定核心客户资源

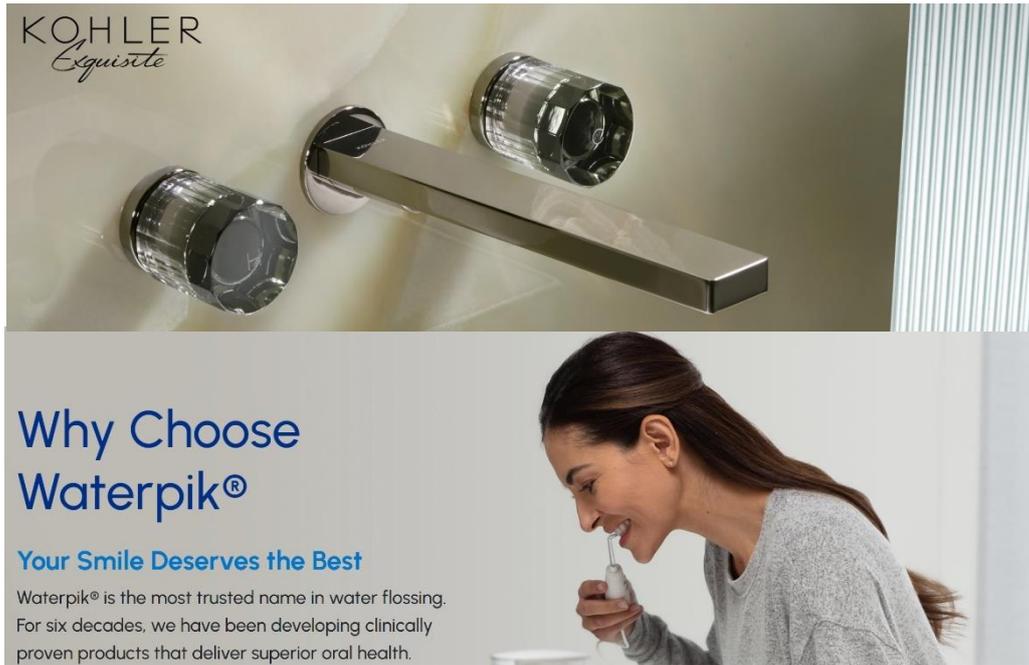
客户资源优质，头部客户销售占比稳定。公司凭借扎实的技术底蕴和严格的研发制造标准持续深耕客户资源，目前主要客户包括科勒、马斯科、摩恩、洁碧、3M、康丽根、骊住集团、麦格纳、弗格森、海尔智家、美的等国际知名企业。为保证终端用户的产品体验、维护品牌形象，国际知名客户对供应商产品的质量、可靠性和稳定性提出严格的要求，且合作关系不会轻易变更。2017-2022 年公司前五大客户销售额为从 14.33 亿元提升至 16.72 亿元，占总营收比重约 40%-50%，客户粘性较高且单一客户依赖度较低，避免客户结构过于集中的风险。

图 26：2020-2022 年公司前五大客户销售额（亿元）及占营收比重（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：主要科勒集团、洁碧集团产品示例



资料来源：科勒官网，洁碧官网，天风证券研究所

客户服务能力专业，本土化服务效率提升。公司专业系统化的服务能力为链接大客户资源的重要保障，团队方面，公司建立起大客户专属的一对一精英服务团队，建立海外客户服务网点，满足不同客户差异化需求；供应链方面，公司严选供应商+仓储系统完善+信息流与物流高效协同，一体化供应链服务可实现产品弹性交付，提升用户体验；组织架构方面，2023年初公司在美国设立全资子公司，进一步加强海外市场本土化服务能力，持续充分发挥集团多元化平台整合优势和国际化产品力与服务力，增加客户服务覆盖的广度和深度。

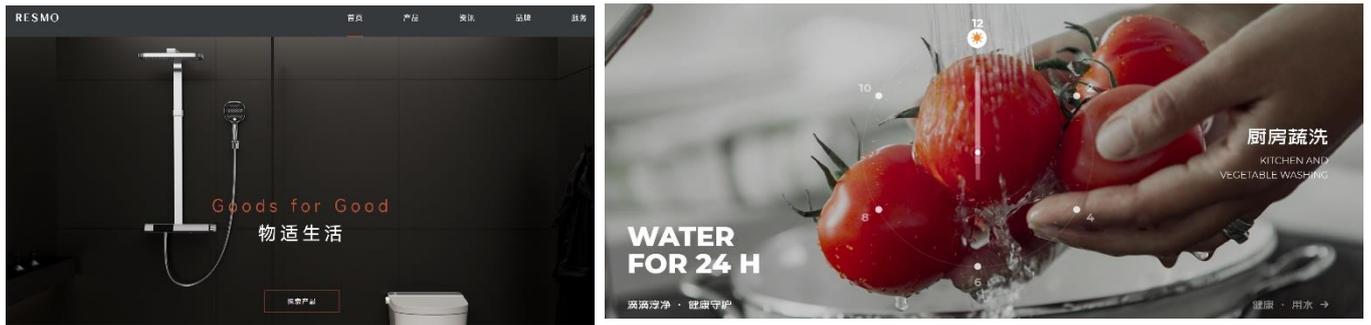
渠道拓展多元，零售+跨境电商发力。2022年以来通货膨胀和成本上涨压力下欧美卖场追求极致性价比，加速去中间化和自有品牌化，且消费降级驱动下海外电商发展提速。公司基于国际化产品与服务力，把握行业变革机遇，一方面深入海外批发零售布局，逐步与Lowe's、家得宝、德国 Hornbach 等卖场在部分品类建立合作，海外线下占有率有望进一步提升；另一方面积极孵化跨境电商事业部，为消费者提供性价比的产品和服务，部分 SKU 销量在平台已取得优异成绩。

3.4. 国内市场：渠道+品牌建设提速，适老+康养积极布局

渠道端：立足零售，拓展工程。公司在上海成立全资子公司“上海智家”及“上海瑞摩”，分别致力于工程渠道和零售市场的业务发展。其中公司加速工程渠道的布局拓展，把握地产精装赛道发展机遇，依托健康饮水、健康呼吸、健康厨卫等丰富的完整产品解决方案及品质和性价比优势，推出定制化、一站式的销售和服务模式，目前已与金地、碧桂园、景瑞、康桥等地产企业签署战略合作协议，有望持续受益于装配式建筑产业政策及智能家居产业政策。

品牌端：组织优化、营销赋能，打造健康产品生态。公司通过“上海瑞摩”进行业务组织整合、市场布局、产品规划、渠道优化等，持续扩大品牌影响力，目前已逐步形成“瑞摩”、“水美乐”、“埃瑞德”多品类产品的科技家居品牌矩阵及完整的产品生态链体系。营销方面，公司聚焦主流新媒体渠道，加大内容、社交电商拓展力度，打造品效合一的营销推广，为品牌在家用和商用场景打开更大的发展空间，不断提升品牌价值。此外，公司前瞻性布局适老、康养业务，23年参股厦门慵享空间设计有限公司，致力于打造快速交付的适老化空间解决方案，品牌力持续提升。

图 28：逐步形成多品类产品的科技家居品牌矩阵



资料来源：瑞摩宅兹官网，水美乐官网，天风证券研究所

4. 盈利预测和估值

收入端：预期 23-25 年厨卫产品、净水产品仍为公司核心品类。凭借突出的研发设计和先进制造优势，公司获得了主要国际知名厨卫和净水产品企业的认可，加入了其国际化经营链条，并成为其长期合作伙伴。经过多年的发展，公司已积累了大量的国内外优质客户资源，在研发设计和先进制造等方面处于行业领先地位。

公司研发+制造+服务驱动，在北美、泰国建厂，目前泰国建霖一期工厂（产值 4.5 亿元）已建设完成，主要面向美国市场订单，主要用于厨卫及空气产品的生产，未来计划将部分净水产品以及新增的业务需求进一步投放。泰国基地一期已正常生产运营出货，目前公司正在筹备泰国工厂二期建设（产值 5.5 亿元），二期工程预期在中国农历年完工，预计 2024 年逐步实现量产，进一步满足海外市场需求。产能有望逐步释放。23Q1-3 公司收入减少主要受到海外大客户补库影响，从 Q3 开始营收恢复正常，（23Q3 相较 22Q3 同增 22.11%），预计公司 Q4 营收逐渐恢复正常。

23-25 年，我们预计厨卫产品收入增速分别为 1.25%/21.57%/20.02%；净水产品收入增速分别为 1.75%/14.97%/15.94%；预计其他家居产品收入 23-25 年增速分别为 1.75%/14.97%/15.94%；其他家居产品逐步提升，收入增速 2.47%/8.32%/9.73%；非家居用品收入增速 1.02%/5.79%/5.85%；其他产品收入增速为 6.23%/9.12%/8.57%。

利润端：公司强化管理创新和提效降本，抓住数字化机遇实现效率增长。公司加快产业升级发展，在智能制造等重点领域布局，创造新的竞争优势。公司着力提升高端化、智能化、绿色化的先进制造水平，覆盖设备数字化设计、智能化生产、智慧化管理、协同制造、绿色和安全制造，通过数字化赋能产品全生命周期管理。从硬件设施、网络、生产控制系统等方面加快建设，实现信息技术与生产、供应链、业务等有效配套，打通企业各个环节，有效提高资源配置利用率，实现互联互通。在智能制造环境下，公司持续开展数字工厂（车间）、智能工厂的建设以及新技术场景化应用，为集团未来发展打基础、蓄动能。预计公司厨卫/净水产品毛利率同比增加。23-25 年，厨卫产品毛利率预测分别为 25.52%/25.73%/25.84%；净水产品毛利率预测分别为 25.48%/26.11%/27.34%；其他家居产品毛利率预测分别为 24.18%/24.40%/25.60%；非家居产品毛利率预测分别为 25.38%/27.95%/28.05%。

我们预计公司 23-25 年收入分别为 42.49/50.08/58.78 亿元，归母净利润分别为 3.77/4.51/5.85 亿元，EPS 为 0.84/1.00/1.30 元/股，对应的 23-25 年 PE 为 15/13/10x。

表 8：公司分产品收入拆分

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	38.35	47.12	41.86	42.49	50.08	58.78
yoy	13.03%	22.87%	-11.16%	1.50%	17.86%	17.38%
毛利率	26.93%	22.76%	24.28%	25.20%	25.61%	26.02%

主营业务收入分产品

厨卫产品						
收入	24.56	32.22	27.52	27.85	33.88	40.66
yoy		31.20%	-14.59%	1.21%	21.62%	20.02%
毛利率	28.31%	23.82%	24.82%	25.49%	25.73%	25.84%
净水产品						
收入	5.18	5.94	5.88	5.99	6.88	7.98
Yoy		14.73%	-1.00%	1.75%	14.97%	15.94%
毛利率	26.31%	22.01%	23.41%	25.48%	26.11%	27.34%
其他家居产品						
收入	6.55	6.71	6.28	6.43	6.96	7.64
yoy		2.46%	-6.52%	2.47%	8.30%	9.73%
毛利率	23.50%	19.13%	23.08%	24.18%	24.39%	25.58%
非家居产品						
收入	1.79	1.89	1.92	1.94	2.06	2.18
yoy		5.08%	2.01%	1.02%	5.79%	5.85%
毛利率	26.30%	21.76%	25.35%	25.38%	27.95%	28.05%
其他						
收入	0.27	0.36	0.26	0.27	0.30	0.32
yoy		35.04%	35.04%	6.23%	9.12%	8.57%
毛利率	0.35%	13.31%	8.34%	12.09%	12.72%	13.42%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

首次覆盖, 给予“买入”评级。我们采用相对估值法, 选取瑞尔特、松霖科技、德尔玛作为可比公司。**瑞尔特:** 致力于节约全球水资源的卫浴产品的研发、生产和销售的高新技术企业。公司主要生产的卫浴产品, 包括节水型冲水组件、静音缓降盖板、隐藏式水箱、挂式水箱、感应产品、智能盖板等, 产品主要应用在家庭住宅、宾馆酒店、商场、写字楼等房屋建筑中卫生间设施。**松霖科技:** 主营业务为花洒、淋浴系统、龙头、软管、升降杆及零配件等卫浴配件产品的研发、生产和销售。**德尔玛:** 主要产品类型包括家居环境类, 水健康类, 个护健康类以及生活卫浴类。可比公司与建霖家居在产品品类上具有相似性, 参考可比公司估值, 我们认为公司在健康厨卫净水行业深耕多年, 研发及制造实力具备优势、服务团队高效保障客户资源深耕, 具备全球市场拓展潜力, 给予公司 24 年合理 17 倍 PE, 目标市值 77 亿元, 目标价 17.0 元。

表 9: 可比公司估值

公司代码	公司名称	PE (2023E)	PE (2024E)	PE (2025E)
002790.SZ	瑞尔特	17.89	14.88	12.51
603992.SH	松霖科技	20.41	16.52	13.50
301332.SZ	德尔玛	24.22	19.61	15.77
平均			17.00	

资料来源: wind, 天风证券研究所; 截至 2024 年 1 月 26 日收盘, 注: PE 选取 wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) 全球政治、经济不确定性的风险:** 公司业务遍及全球, 或将面临未来政治、经济不确定性风险, 公司一方面紧跟以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局, 布局全球业务, 分散单一市场波动对公司的影响; 另一方面, 公司将在现有业务板块深耕的同时, 进一步拓宽公司健康产业领域, 积极寻求面向未来的发展机遇。

- 2) **汇率波动风险：**公司外销业务规模较大，且主要结算货币为美元。近年来，人民币对美元汇率波动较大，汇率的波动在一定程度上影响公司出口产品的盈利能力，并进而影响公司经营业绩。公司采取及时锁定出口价格、加强与客户沟通互动、持续推进新产品开发、持续进行远期锁汇业务等多项措施，尽可能减少汇率波动对公司出口业务、经营业绩的不利影响。
- 3) **原材料价格波动的风险：**公司采购的主要原材料包括塑胶原料、金属材料和滤材，此外还采购相关零配件、委托加工、包材、外购产品、模具零件和辅材等。由于市场影响，公司的主要原材料的价格一方面会受市场供需状况因素影响，另一方面会受到价格波动影响，进而造成公司采购成本的变化。如果公司主要原材料价格出现大幅波动，将使公司的生产成本控制具有不确定性，从而影响公司经营业绩。公司通过采取提前订货、锁定采购价的方式控制主要原材料采购成本上升，并将不断寻求不同措施应对原材料价格波动风险。
- 4) **海外投资不确定性风险：**公司在泰国、北美投资建厂为海外投资，海外法律体系、政策体系、商业环境等与中国存在较大差异，项目能否顺利设立及设立后是否能顺利推进各方面工作、实现预期发展目标，尚存在一定不确定性。
- 5) **测算具有主观性风险：**本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	852.57	612.48	1,046.03	705.98	957.27	营业收入	4,712.12	4,186.25	4,248.91	5,007.88	5,878.17
应收票据及应收账款	995.78	677.06	848.10	1,126.28	1,151.68	营业成本	3,639.71	3,169.80	3,178.13	3,725.32	4,348.54
预付账款	22.61	19.71	13.56	30.54	21.15	营业税金及附加	21.25	23.66	25.32	29.05	29.39
存货	721.97	594.30	408.23	906.19	648.46	销售费用	114.72	130.44	144.46	197.81	196.92
其他	282.27	838.64	504.35	676.63	657.40	管理费用	269.54	233.35	246.44	287.95	336.82
流动资产合计	2,875.20	2,742.19	2,820.27	3,445.62	3,435.96	研发费用	249.68	255.55	246.44	297.97	337.99
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	34.90	(89.46)	(1.75)	(2.14)	(0.45)
固定资产	905.80	1,229.50	1,194.37	1,159.23	1,124.10	资产/信用减值损失	(19.98)	(1.04)	(7.59)	(11.75)	(10.91)
在建工程	165.85	77.65	181.65	306.65	524.65	公允价值变动收益	(5.27)	18.64	(22.00)	(0.74)	(2.34)
无形资产	95.24	144.25	137.37	130.49	123.62	投资净收益	36.93	(35.69)	44.14	45.05	32.02
其他	183.91	119.66	138.99	149.15	138.33	其他	(57.60)	(5.15)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,350.80	1,571.07	1,652.38	1,745.52	1,910.69	营业利润	428.23	486.14	424.42	504.47	647.72
资产总计	4,311.68	4,400.04	4,472.65	5,191.14	5,346.65	营业外收入	0.15	5.21	3.12	3.14	3.82
短期借款	270.76	207.79	228.17	250.30	280.40	营业外支出	3.25	2.66	4.08	3.33	3.36
应付票据及应付账款	914.22	677.82	721.44	1,098.03	989.94	利润总额	425.14	488.70	423.45	504.28	648.18
其他	297.72	457.22	326.70	456.17	393.53	所得税	48.82	30.64	46.24	53.21	63.56
流动负债合计	1,482.70	1,342.84	1,276.31	1,804.50	1,663.87	净利润	376.33	458.06	377.22	451.07	584.62
长期借款	68.40	37.75	7.30	8.00	9.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	376.33	458.06	377.22	451.07	584.62
其他	94.93	88.58	66.58	83.36	79.51	每股收益(元)	0.84	1.02	0.84	1.00	1.30
非流动负债合计	163.33	126.33	73.88	91.36	88.51						
负债合计	1,712.46	1,527.30	1,350.18	1,895.86	1,752.37	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	448.91	449.18	449.06	449.06	449.06	营业收入	22.87%	-11.16%	1.50%	17.86%	17.38%
资本公积	1,056.11	1,069.08	1,072.17	1,072.17	1,072.17	营业利润	0.15%	13.52%	-12.70%	18.86%	28.40%
留存收益	1,141.36	1,422.65	1,627.64	1,821.28	2,120.32	归属于母公司净利润	3.11%	21.72%	-17.65%	19.58%	29.61%
其他	(47.14)	(68.16)	(26.40)	(47.23)	(47.27)	获利能力					
股东权益合计	2,599.23	2,872.74	3,122.47	3,295.28	3,594.28	毛利率	22.76%	24.28%	25.20%	25.61%	26.02%
负债和股东权益总计	4,311.68	4,400.04	4,472.65	5,191.14	5,346.65	净利率	7.99%	10.94%	8.88%	9.01%	9.95%
						ROE	14.48%	15.95%	12.08%	13.69%	16.27%
						ROIC	31.44%	20.01%	17.66%	23.07%	23.10%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	39.72%	34.71%	30.19%	36.52%	32.78%
净利润	376.33	458.06	377.22	451.07	584.62	净负债率	-18.76%	-11.43%	-24.93%	-12.51%	-17.64%
折旧摊销	132.81	34.96	42.01	42.01	42.01	流动比率	1.91	2.02	2.21	1.91	2.07
财务费用	12.76	35.69	(1.75)	(2.14)	(0.45)	速动比率	1.45	1.60	1.89	1.41	1.68
投资损失	(36.93)	6.52	(44.14)	(45.05)	(32.02)	营运能力					
营运资金变动	(332.75)	(11.09)	226.89	(506.54)	144.31	应收账款周转率	5.03	5.00	5.57	5.07	5.16
其它	218.89	292.07	(22.00)	(0.74)	(2.34)	存货周转率	7.47	6.36	8.48	7.62	7.56
经营活动现金流	371.12	816.20	578.23	(61.38)	736.13	总资产周转率	1.17	0.96	0.96	1.04	1.12
资本支出	327.34	327.08	126.01	108.21	221.85	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.84	1.02	0.84	1.00	1.30
其他	(540.49)	(1,089.53)	(128.57)	(136.75)	(451.04)	每股经营现金流	0.83	1.82	1.29	-0.14	1.64
投资活动现金流	(213.15)	(762.45)	(2.56)	(28.53)	(229.18)	每股净资产	5.79	6.40	6.95	7.34	8.00
债权融资	112.42	8.45	(14.62)	28.12	29.97	估值比率					
股权融资	(159.06)	(217.11)	(127.49)	(278.26)	(285.62)	市盈率	15.23	12.51	15.19	12.70	9.80
其他	(41.33)	(120.47)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.20	1.99	1.84	1.74	1.59
筹资活动现金流	(87.97)	(329.13)	(142.11)	(250.14)	(255.65)	EV/EBITDA	6.71	6.26	9.52	8.76	6.61
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.92	6.62	10.44	9.47	7.03
现金净增加额	69.99	(275.38)	433.55	(340.06)	251.30						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com