



Research and  
Development Center

# 智创引领，成长可期

—建霖家居(603408)公司深度报告

2024年02月01日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

## 证券研究报告

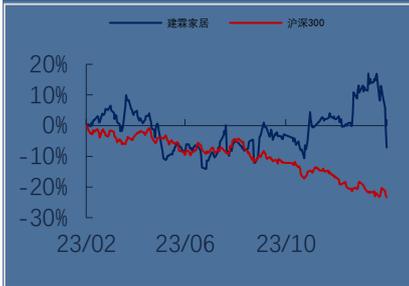
### 公司研究

### 公司深度报告

建霖家居 (603408)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价 (元)	10.76
52 周内股价波动区间 (元)	13.56-9.95
最近一月涨跌幅 (%)	-16.07
总股本 (亿股)	4.49
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	48.32

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

## 智创引领，成长可期

2024 年 02 月 01 日

### 报告内容摘要：

- ◆ **立足健康家居产业，厨卫配件出口经营改善在即。**建霖家居围绕健康、智能、家居三大核心发展要素，专注于厨卫、净水、空气净化等产品的研发、设计、生产和销售，多年服务于海外知名厨卫品牌。营收方面，2022 年-2023 年 Q1，受外需收缩、供给冲击、预期转弱等影响，公司经营有所承压；受益海外客户需求回暖，公司 23 年 Q3 实现营业收入 12.1 亿元，同比+22.1%。盈利方面，2022 年起随着原材料价格回落、人民币贬值，目前公司毛利率已修复至较好水平；2023 年前三季度实现归母净利润 2.9 亿元，同比-18.8%，单 Q3 归母净利润 1.31 亿元，同比+0.67%；2023 年上半年由于公司营收同比下滑较大，各项费用摊销比率提升，随着下半年公司营收恢复增长，盈利有望持续改善。
- ◆ **海外需求回暖&库存下降有望带动卫浴行业出口回暖。**从供给端看，经过 2022 年的欧美高库存消化，2023 年我国卫浴配件出口额增速逐月改善，全年塑料卫浴配件、钢铁卫生配件分别实现同比+6.07%、+0.44%。目前我国厨卫行业企业众多，多数企业内销、外销皆有布局，按 2022 年外销收入规模计，建霖家居出口额位于行业前列。从需求端看，卫浴配件用品的需求主要来自建筑物和相关基础设施的新建和翻新以及产品更新换代。①消费：从住宅相关需求来看，2023 年美国成屋销售降幅逐月收窄，我国卫浴配件产品出口月度数据与美国成屋销售增速存在一定相关性，目前成屋销售环比已有改善，如果未来美国逐步进入降息周期，有望带动卫浴配件需求持续回暖。②库存：2023 年美国家具类耐用品批发商、零售商库销比水平逐步下降，公司主要客户之一马斯科集团库销比变动情况与行业大致相似。我们认为，随着美国家具等耐用品库存水平逐步回归常态，我国相关出口企业订单亦有望恢复正常。
- ◆ **深耕国际厨卫客户，多品类布局，多渠道探索国内市场。**外销方面，公司业务以 ODM/OEM 为主，与国际厨卫企业保持长期稳定合作，当前公司外销占比接近 80%，主要为美国。2022 年公司前五大客户占比约 40%，目前公司年产 400 万套五金龙头项目已结项，有助于扩大该品类在客户采购份额提升；公司通过持续的技术、产品创新深耕现有大客户，扩大各类产品在客户内采购份额，亦不断拓展新客户。内销方面，公司国内业务除国际客户 ODM/OEM 之外，亦积极拓展工程、品牌零售、健康照护业务，自有品牌业务目前占比较小，具备较高发展潜力。
- ◆ **重研发强制造，智能工厂&海外产能布局有望助力中期发展。**公司重视产品研发设计，近年来研发费用率保持在 5-6% 左右，处于行业内较高水平。一方面，公司持续打磨夯实产品力，提升新品获利空间，重点在智能技术、表面材料等领域研发突破。另一方面，公司加快智能制造以及产能建设，2022 年“建霖家居厨卫智能工业园区”建成投产后，主要生产基地中国厦漳地区净利率持续提升。目前主要公司在建项目为国内大健康产业园、泰国二期工厂及研发楼：其中，大健康产业园主要产品为净水、康养个护、智能马桶等健康家居产品，项目的顺利实施有利于实现产业领域的延伸和拓展。海外产能方面，公司泰国一期产能 2022 年产值已达成约 6 亿元，泰国二期产能将于 24Q1 完工逐步投入生产，公司预计一期+二期产值约达 12 亿元，目前泰国制造的成本已趋于国内制造，扩产后效能释放可期。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司为国内厨卫产品生产制造领先企业，技术与高端制造优势突出，多年深耕国际知名厨卫客户，具备领先优势，智能制造与海外产能陆续落地有望深化综合竞争力。2024 年随着海外需求回暖及库存水平回归常态，公司业务有望迎来恢复性增长；未来随着多品类导入

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

以及持续开拓新客户，稳定发展趋势可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.16 亿元、4.95 亿元、5.76 亿元，分别同比增长-9.2%、19.1%、16.3%，目前股价对应 2024 年 PE 为 10x，低于行业平均，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险因素：**全球政治经济不确定风险、汇率波动风险、原材料价格波动的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,712	4,186	4,200	4,960	5,784
增长率 YoY %	22.9%	-11.2%	0.3%	18.1%	16.6%
归属母公司净利润 (百万元)	376	458	416	495	576
增长率 YoY%	3.1%	21.7%	-9.2%	19.1%	16.3%
毛利率%	22.8%	24.3%	25.4%	26.0%	25.9%
净资产收益率ROE%	14.5%	15.9%	13.5%	14.6%	15.4%
EPS(摊薄)(元)	0.84	1.02	0.93	1.10	1.28
市盈率 P/E(倍)	12.84	10.55	11.62	9.75	8.39
市净率 P/B(倍)	1.86	1.68	1.57	1.42	1.29

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 01 月 31 日收盘价

## 目录

投资聚焦 .....	6
一、立足健康家居产业，布局全球业务 .....	7
1.1 公司简介：厨卫、净水产品为主，深耕研发制造 .....	7
1.2 二家族持股，职业经理人体系 .....	9
二、客户品类共驱，产能建设支撑长期发展 .....	10
2.1 长期合作头部大客户，多品类布局发展 .....	10
2.2 智能工厂&海外产能爬坡，盈利有望逐步优化 .....	13
三、beta 改善，卫浴行业出口回暖可期 .....	17
3.1 供给端：我国为卫浴配件主要出口国，公司外销规模位居前列 .....	18
3.2 需求端：卫浴行业稳增，外需有望逐步改善 .....	19
四、盈利预测与估值 .....	22
4.1 盈利预测及假设 .....	22
4.2 估值与投资评级 .....	23
五、风险因素 .....	24

## 表目录

表 1：公司主要产能建设项目表 .....	17
表 2：我国卫浴行业公司主要业务概况 .....	19
表 3：公司收入预测简表 .....	22
表 4：公司盈利预测简表 .....	22
表 5：可比公司 24 年平均 PE 约 14X .....	23

## 图目录

图 1：公司发展历程 .....	7
图 2：公司主要产品 .....	8
图 3：截止 23 年三季报公司股权结构图 .....	9
图 4：2016-23 年 1-9 月营业收入与同比增速 .....	10
图 5：23Q2 起可比公司季度营收增速持续改善 .....	10
图 6：2016-2022 年公司主要产品结构 .....	11
图 7：2019 年公司厨卫板块细分产品结构 .....	11
图 8：2016-2022 年公司分地区收入结构 .....	11
图 9：2019 年公司主要销售区域为北美 .....	11
图 10：2019 年公司前五大客户营收占比 .....	12
图 11：2017-2022 年公司前五大客户营收占比 .....	12
图 12：公司工程业务拓展示意图 .....	12
图 13：公司自主品牌战略示意图 .....	12
图 14：预计 2022-2027 年我国养老产业规模 CAGR 为 15.4% .....	13
图 15：公司健康照护战略示意图 .....	13
图 16：2016-23 年 1-9 月公司归母净利润与同比增速 .....	13
图 17：2016-23 年 1-9 月公司期间费用率 .....	13
图 18：2016-23 年 1-9 月毛利率与内外销毛利率 .....	14
图 19：可比公司毛利率自 2022 年起逐步回升 .....	14
图 20：2016-2022 年公司成本结构以直接材料为主 .....	14
图 21：2019 年公司主要采购原材料为五金、塑胶 .....	14
图 22：塑胶原材料价格下降 .....	15
图 23：钢材原材料价格下降 .....	15
图 24：16-23 年 1-9 月可比公司公允价值变动损益+投资收益-财务费用/收入与美元汇率 .....	15
图 25：2016-23 年 1-9 月主要可比公司研发费用率 .....	15
图 26：2020-23 年上半年公司主要地区营收规模 .....	16
图 27：2020-23 年上半年公司主要地区净利率 .....	16
图 28：2016-23 年 1-9 月公司现金流情况 .....	17
图 29：2016-23 年 1-9 月主要可比公司资本开支/营业收入 .....	17
图 30：2022 年中国为全球浴缸/淋浴盘/洗涤槽/盥洗盆主要出口国 .....	18
图 31：2015-2023 中国塑料卫浴器件（3922）出口额与增速 .....	18
图 32：2022 年中国为全球钢铁卫浴器件主要出口国 .....	18
图 33：2015-2023 年中国钢铁卫浴器件（7324）出口额与增速 .....	18

图 34: 预计 2023-2028 年美国浴室硬件市场 CAGR 约 2.8% .....	19
图 35: 美国房屋改造行业主要厨卫类公司市占率 .....	19
图 36: 2023 年美国成屋销售同比增速改善 .....	20
图 37: 2023 年我国卫浴配件出口额同比增速逐月改善 .....	20
图 38: 2022 年美国浴室改造部件占比 .....	20
图 39: 2021/2022 年美国厨房改造部件占比 .....	20
图 40: 2023 年美国批发商、零售商家具库销比下降 .....	21
图 41: 2023 年公司主要客户马斯科库销比水平逐步下降 .....	21
图 42: 2013-2022 年中国卫浴行业市场规模 .....	21
图 43: 2021 年中国卫浴行业主要公司市占率 .....	21

## 投资聚焦

公司产品需求受海外需求、客户库存影响较大，近期相关因素均已改善，公司订单及营收有望持续改善。出口数据方面，我国塑料浴缸、淋浴盘、洗涤槽、盥洗盆、坐浴盆、便盆、马桶座圈及盖、抽水箱及类似卫生洁具(海关编码:3922)美元计出口额 11 月、12 月分别同比+14.7%、+30.3%，1-12 月累计同比+6.1%；我国钢铁制卫生器具及其零件（海关编码：7324）出口额 11 月、12 月分别同比+4.3%、+10.4%，1-12 月累计同比-1.1%，23 年下半年厨卫相关产品出口改善较为显著。

外需方面，厨卫配件用品等的需求主要来自建筑物和相关基础设施的新建和翻新以及产品更新换代，行业景气度同受居民收入水平、房地产市场发展状况等因素的影响。2022 年-2023 年由于美国利率上行，成屋销售持续走弱，2022 年、2023 年 1-11 月降幅分别约 17.1%、-20.3%。2023 年降息预期渐起，成屋销售降幅逐月收窄。如果未来美国逐步进入降息周期，地产链相关需求有望改善，带动卫浴配件出口逐步回暖。库存方面，2023 年美国家具类耐用品批发商、零售商库存水平逐步回落，公司的主要客户之一马斯科集团库存变动情况与行业大致相似。随着美国家具等耐用品库存水平逐步回归常态，我国相关出口企业订单亦有望随之回归常态增长。

公司业绩方面，公司 2023 年前三季度实现收入 30.9 亿元，同比-7.5%，单 Q3 实现营业收入 12.1 亿元，同比+22.1%，季度增速转正；2023 年前三季度实现归母净利润 2.9 亿元，同比-18.8%，单 Q3 归母净利润 1.31 亿元，同比+0.67%；2023 年上半年由于公司营收同比下滑较大，各项费用摊销比率提升，随着下半年公司营收恢复增长，盈利改善。

重研发强制造，国内外产能布局有望深化综合竞争优势。公司主要生产基地分布于中国厦漳地区、中国宁波地区、中国台湾地区及泰国地区，当前公司主要营收来自中国厦漳地区。2022 年，作为公司产业加速升级重要支撑的“建霖家居厨卫智能工业园区”建成投产，从分地区净利率情况看，受益于数字工厂、智能工厂赋能，生产持续提效，主要生产基地中国厦漳地区净利率自 2022 年的 11.7%提至 23 年上半年的 14.6%。海外产能方面，公司目前已在泰国布局一期，年产值约 6 亿元，随着泰国二期产能将于 24 年逐步开始投入生产，一期+二期总产值约达 12 亿元，规模扩大生产效率有望逐步释放，带动盈利能力改善。

## 一、立足健康家居产业，布局全球业务

建霖家居围绕健康、智能、家居三大核心发展要素，专注于厨卫产品、净水产品等的研发、设计、生产和销售。从收入端看，公司以花洒、龙头等厨卫产品的 ODM/OEM 海外销售为主，同时布局空气处理、净水产品等；公司与多家国际知名厨卫企业合作超 10 年，客户优势较强，受益海外客户需求回暖，公司 23 年 Q3 实现营业收入 12.1 亿元，同比+22.1%。

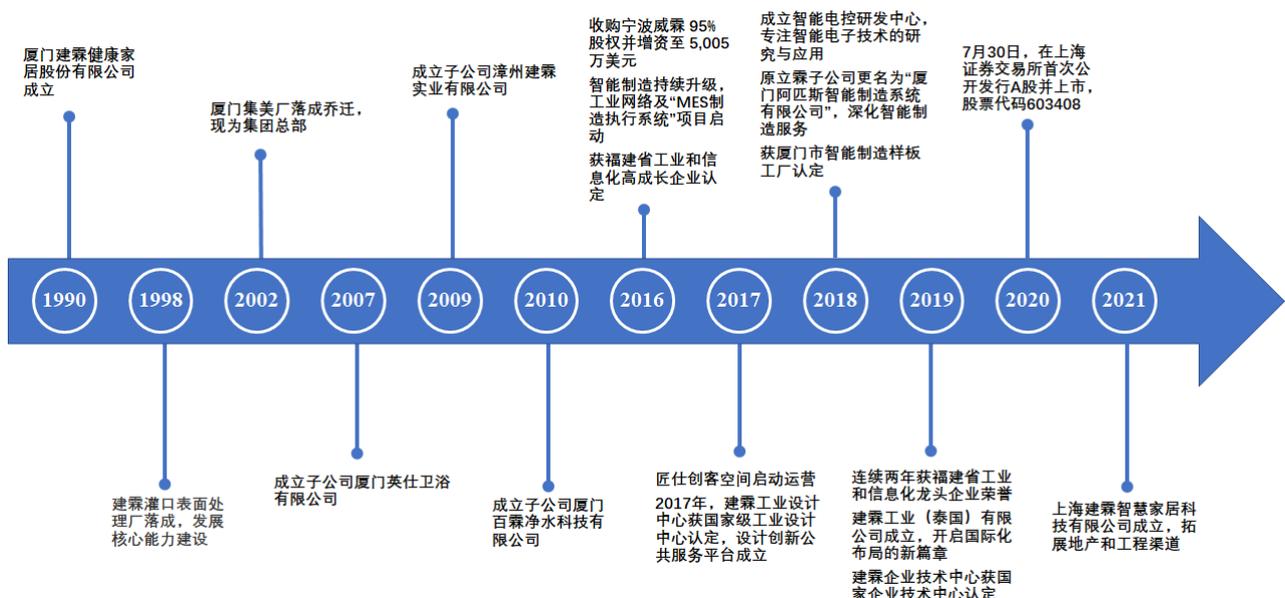
从盈利端看，2022 年起随着原材料价格回落、人民币贬值，公司毛利率已修复至较好水平。2022 年公司“建霖家居厨卫智能工业园区”建成投产，受益于数字工厂、智能工厂赋能，生产持续提效，主要生产基地中国厦漳地区净利率持续提升；同时，公司积极布局泰国二期工厂，随着泰国二期产能逐步落地，规模效应有望逐步释放。

### 1.1 公司简介：厨卫、净水产品为主，深耕研发制造

公司专注于研发、设计、生产和销售多种家居产品，业务范围广。公司前身仕霖企业于 1978 年在中国台湾起步，厦门建霖家居成立于 1990 年，三十余年来始终秉持技术驱动发展的经营战略，以“团队精实、稳健发展、顾客满意、永续经营”的核心价值观为指引。公司业务逐步拓展，如今已涵盖厨卫、净水、宜居空气、健康照护、综合等产业，形成厦门、宁波、漳州、中国台北等产业基地。近年来，公司依靠深耕家居行业多年的综合服务能力，业务逐渐覆盖至整装家居和智慧工厂规划领域，可为客户提供健康用水、健康饮水、健康呼吸等整体解决方案，以及智能制造整体解决方案。

持续深耕国内外市场，积极融入双循环。国内市场方面，公司多措并举积极响应中国市场消费需求，持续加大“地产精装、品牌升级、康养产业”等市场战略布局，依托自身产品拓展创新、产能投放及规模效应、渠道扩张等优势，努力提升市占率。海外市场方面，公司不断丰富海外产品结构，加强海外制造基地的布局及运营能力的提升，凭借扎实的技术底蕴和严格的研发制造标准收获了广泛认可与一批忠实的客户，海外业务稳健发展。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

公司主要从事厨卫产品、净水产品和其他产品的研发、设计、生产和销售。其中，厨卫产品包括淋浴系列、龙头系列、进排水系列和厨卫附属配件，净水产品包括净水器和净水配件，其他产品包括空气处理产品、护理产品、家电配件和管道安装等家居产品以及汽车配件等非家居产品。公司在多年研发实践过程中建立了完善的研发设计体系和强大的研发设计团队，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。公司系国家高新技术企业、国家知识产权优势企业、国家级工业设计中心和国家企业技术中心，多项技术获得科学技术部、中国表面工程协会、中国建筑卫生陶瓷协会和厦门市政府颁发的荣誉，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”等众多国际或国内工业设计奖项。

图 2：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	
	连排水系列	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	

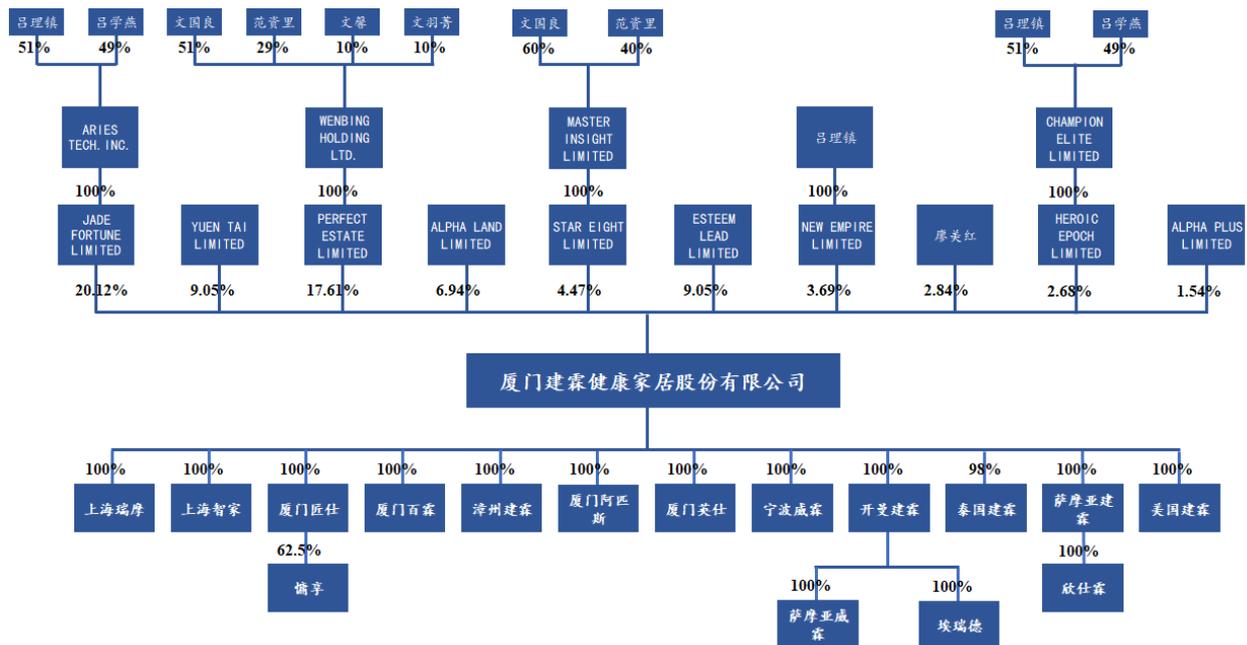
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

## 1.2 二家族持股，职业经理人体系

公司主要由二家族持股，共为公司实控人。截止公司 2023 年三季度，公司实际控制人为吕理镇、文国良家族，截止 2023 年三季度，两家族合计控制本公司 48.6% 的股份。主要股东为 JADE FORTUNE、PERFECT ESTATE、ESTEEM LEAD、YUEN TAI、ALPHA LAND、STAR EIGHT、NEW EMPIRE、廖美红、HEROIC EPOCH 和 ALPHA PLUS。公司最大控股股东为 JADE FORTUNE，持股比例约为 20.12%，由吕理镇和吕学燕通过 ARIES TECH 控制。

公司创始人、董事长为吕理镇，吕理镇、吕学燕系父子关系。文国良和范资里系夫妻关系，文羽菁和文馨系二人的子女。目前公司总经理为陈岱桦，为职业经理人。

图 3：截止 23 年三季度报公司股权结构图



## 二、客户品类共驱，产能建设支撑长期发展

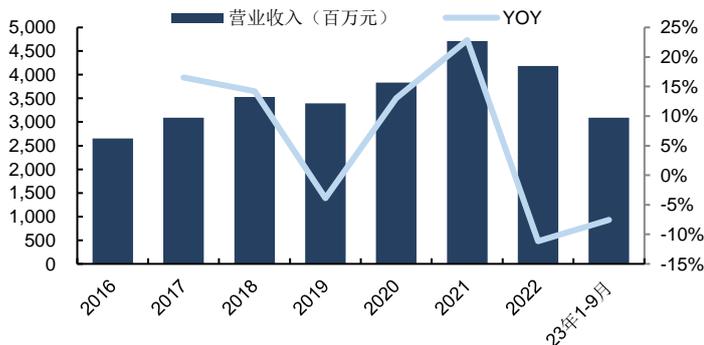
公司业务以 ODM/OEM 为主，与国际厨卫企业保持长期稳定合作，当前公司外销占比接近 80%，主要以美国为主。2022 年公司前五大客户占比约 40%，主要为马斯科集团、科勒集团、洁碧集团、摩恩母公司富俊集团、康丽根集团、骊住集团等国际知名企业，公司通过持续的技术、产品创新深耕现有大客户，扩大各类产品在客户内采购份额，亦不断拓展新客户。

目前公司在建产能包括国内大健康产业园及泰国二期工厂；其中，大健康产业园主要产品为净水、康养个护、智能马桶等健康家居产品，项目的顺利实施有利于实现产业领域的延伸和拓展；泰国二期落成在即，海外生产能力提升有助于公司强化全方面竞争力。

### 2.1 长期合作头部大客户，多品类布局发展

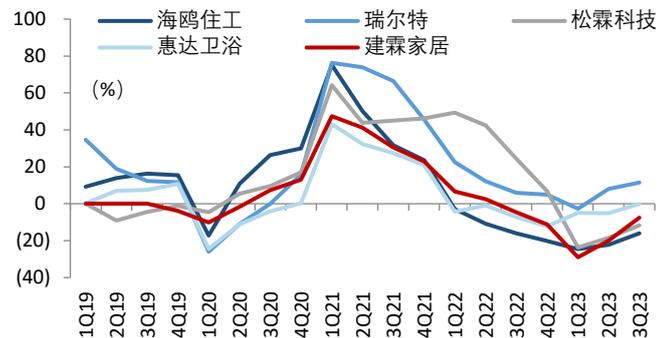
外销占比接近 80%，2023 年下半年营收增速持续改善。2016-2022 年，公司外销收入均占比近 80%，海外需求对营业收入影响较大。2022 年以来，由于全球地缘政治冲突加剧，世界经济面临巨大挑战，需求收缩、供给冲击、预期转弱等压力与日俱增，叠加人民币汇率波动较大影响经营业绩，公司营业收入不及预期。2022 年公司实现营业收入 41.86 亿元，同比减少 11.16%。2023 年前三季度实现营业收入 30.9 亿元，同比-7.5%，公司致力于降本增效，进一步深化技术驱动发展战略，努力扩大市场份额，受益于海外客户需求回暖，公司 23 年单三季度实现营业收入 12.1 亿元，同比+22.1%。从可比公司季度营收表现看，2023 年 Q1 营收同比增速见底，随后逐步回升。

图 4：2016-23 年 1-9 月营业收入与同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：23Q2 起可比公司季度营收增速持续改善

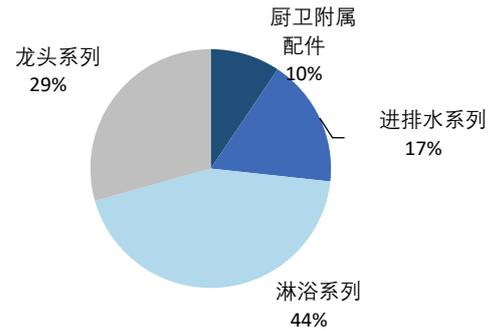


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2016-2022 年，公司产品结构以厨卫产品为主，四大系列协同并进。公司当前主要产品为厨卫产品、其他家居产品、净水产品和汽车配件等产品，2022 年分别约占主营业务 66%、15%、14%、5%。其中，厨卫产品包括淋浴系列、龙头系列、进排水系列和厨卫附属配件，分别约占厨卫产品营收的 44%、29%、17%、10%。近年来，公司在需求更替与技术迭代双重驱动下，向健康、智能、品质、绿色方向发展，持续优化产品结构，丰富产品种类，聚焦技术创新、产品创新、设计创新、用户创新等升级，加强技术驱动的体系构建，为公司多品类导入现有客户，保持可持续发展奠定基础。

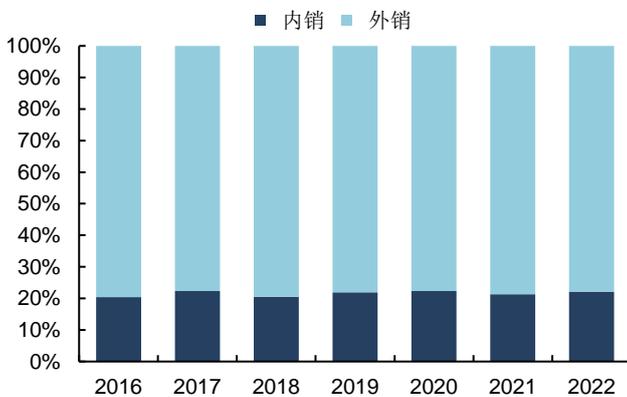
**图 6：2016-2022 年公司主要产品结构**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

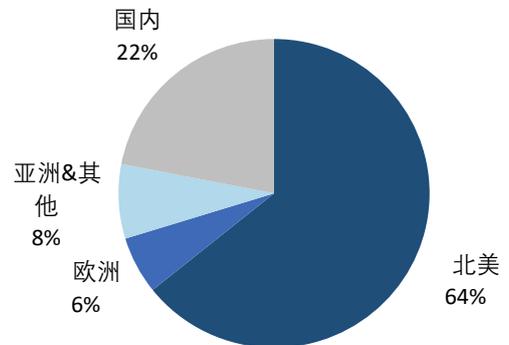
**图 7：2019 年公司厨卫板块细分产品结构**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

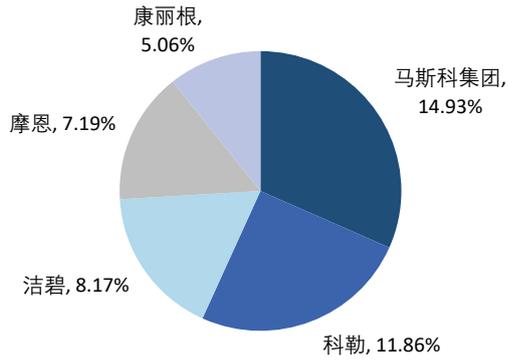
**海外业务：与主要外销客户的合作时间多数已超过 10 年，客户基础稳固。**受益于产品、技术、市场端的先发优势，经过多年海外市场深耕，公司海外业务已成为成长的重要驱动力。公司海外市场覆盖北美、泰国、欧洲等地区，其中对北美客户的销售占比较高。外销主要客户包括马斯科集团、科勒集团、洁碧集团、摩恩母公司富俊集团、康丽根集团、3M 集团、骊住集团、麦格纳集团和弗格森集团等国际知名企业，均为大型跨国企业，实力雄厚，信誉良好。为保证终端用户的产品体验，维护品牌形象，上述知名企业对供应商产品的质量、可靠性和稳定性提出了严格的要求。公司凭借优异的综合实力、快速响应能力成为其供应商，建立并保持了长久稳定的合作关系。未来来看，我们认为一方面随着公司多品类导入持续深耕现有客户，另一方面将不断开拓新客户，有望驱动营收稳定发展。

**图 8：2016-2022 年公司分地区收入结构**


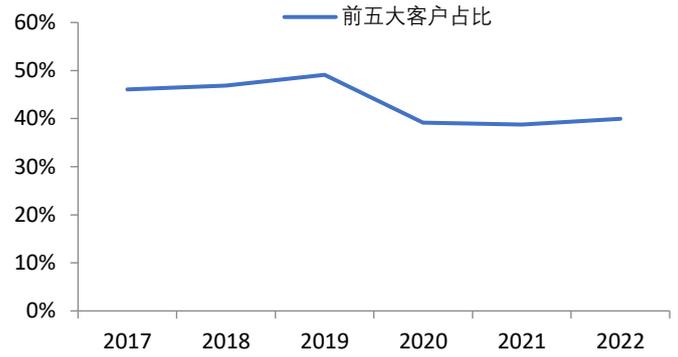
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 9：2019 年公司主要销售区域为北美**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**图 10：2019 年公司前五大客户营收占比**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**图 11：2017-2022 年公司前五大客户营收占比**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**国内业务：**公司国内板块除国际客户 ODM/OEM 之外，亦积极拓展工程、品牌零售业务、健康照护行业。渠道端，公司全资子公司“上海建霖智能家居科技有限公司”，重点布局地产精装赛道，目前与金地、碧桂园、景瑞、康桥等地产企业已签署战略合作协议，并依托健康饮水、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，持续助力地产企业精装项目迭代升级、降本增效。随着国内市场地产交付逐步回暖与智能家居产业政策利好，公司持续打造全过程服务能力和订单完美交付能力，工程渠道战采和定制家居项目有望加速落地与深耕。

品牌端，公司持续加强品牌投资力度，基于子公司“瑞摩宅兹（上海）科技有限公司”，进行业务组织整合、市场布局、产品规划、渠道优化等，扩大品牌影响力。公司逐步形成“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，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，持续推动“品牌驱动”战略。

**图 12：公司工程业务拓展示意图**


资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

**图 13：公司自主品牌战略示意图**

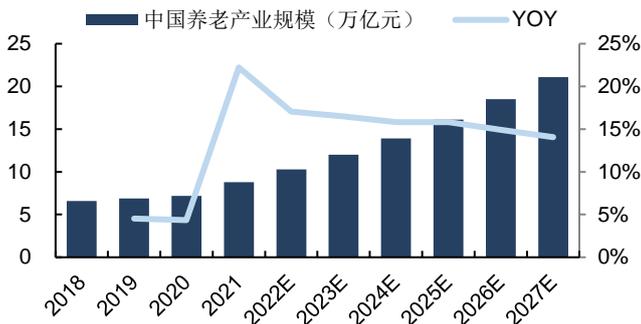

资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

健康照护，居民消费结构升级，追求高品质生活，对于健康需求逐渐增加，推动了个人护理产品和康养照护产品市场需求的增长。个人护理行业处于较快的发展阶段，在此趋势下，公司的健康照护品类产品发展前景广阔。据艾媒咨询，预计到 2027 年我国养老产业规模将达 21 万亿元，2022-2027 年复合增速约 15.4%。

公司以发展“智慧养老”、“健康养老”作为解决高质量养老的突破口，聚焦社区居家养老服务的需求和老年群体日常生活及活动等特点，进行居家康养产品系列研发，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。公司积极整合康养产业产学研资源，参与国家相关居家养老政策及适老产品行业标准制定的研讨与交流，与地方政府和社区机构积极合作，助力健康养老，促进地区发展。

公司2023年12月公告投建厦门大健康产业园，把握大健康产业发展机遇，推动公司在家居领域的延伸和拓展，项目引进国内外先进设备及系统，集中开发并生产净水、康养个护、智能马桶等健康家居产品。我们认为，项目的顺利实施有利于实现产业领域的延伸和拓展，促进公司现有大健康产品产业化，推动智能家居领域技术的迭代突破，提高整体盈利能力。

图 14：预计 2022-2027 年我国养老产业规模 CAGR 为 15.4%



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 15：公司健康照护战略示意图



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

## 2.2 智能工厂&海外产能爬坡，盈利有望逐步优化

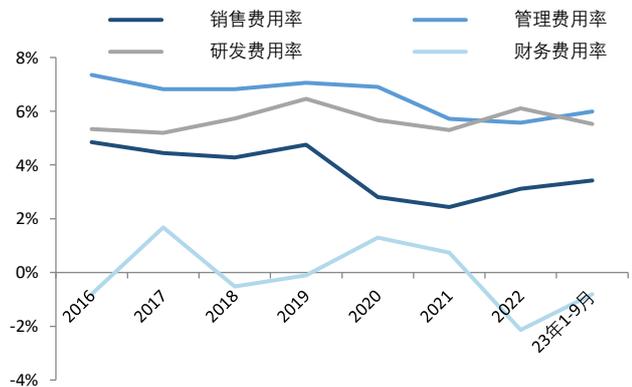
营收端增长恢复下，盈利端有望改善。2022年公司实现归母净利润4.58亿元，同比增长21.7%，主要为随着原材料成本、海运成本的逐步回落，人民币贬值增加出口企业汇兑收益，以及运营降本增效、技术与产品创新等因素综合影响，公司整体盈利能力凸显韧性。2023年前三季度实现归母净利润2.9亿元，同比-18.8%，单三季度实现归母净利润1.31亿元，同比+0.67%。2023年上半年由于公司营收同比下滑较大，各项费用摊销比率提升，导致盈利有所下降；随着下半年公司营收端恢复增长，盈利端有望持续改善。

图 16：2016-23 年 1-9 月公司归母净利润与同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 17：2016-23 年 1-9 月公司期间费用率

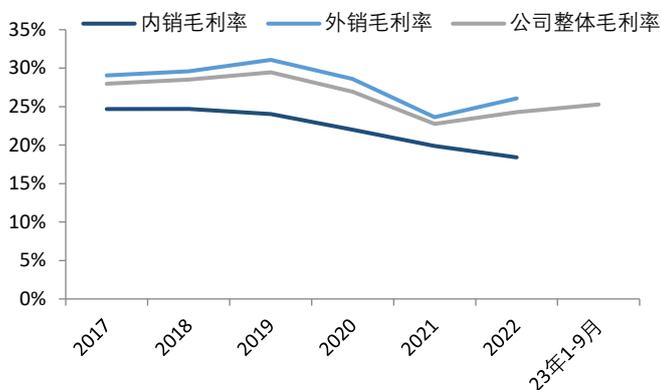


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**毛利端：原材料价格回落、人民币贬值，2022-2023 年公司毛利率水平持续修复。**公司 2022 年毛利率为 24.3%，同比+1.5pct，23 年前三季度毛利率为 25.3%，同比+1.26pct，我们认为主要为原材料价格回落及人民币汇率贬值带来的正面影响。公司成本结构中，直接材料占比约 60%，原材料主要包括铁件、塑料等，20Q3 以来原材料价格多轮大幅上涨，公司生产成本大幅提高，2021 年毛利率降低至 14.60%左右；2022 年以来部分原材料价格有所回落，人民币汇率贬值导致外销产品人民币折算金额波动及部分产品交易价格随汇率波动调整，公司毛利率逐季度改善。公司毛利率季度变化趋势与行业内主要公司相似。

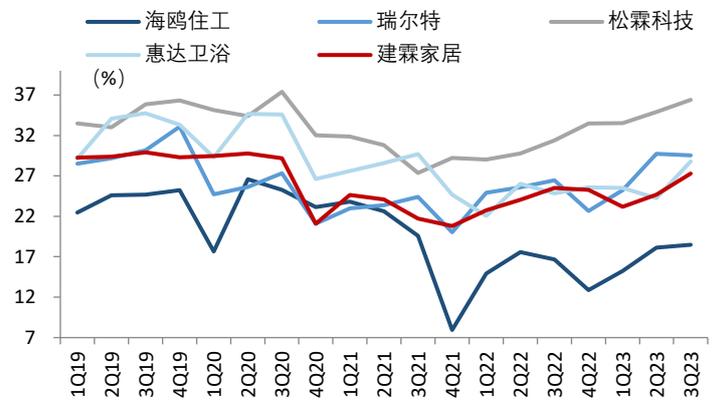
**分地区看，公司内销毛利率略低于外销毛利率。**主要是因为：① 国外客户品牌溢价能力强，商业模式较为成熟，市场占有率较高，市场获利空间较大，故能给予供应商较大的利润空间，同时公司与国外客户合作时间较长，整体产品口碑较好，议价空间较大。② 国内厨卫行业的价格竞争相对激烈，议价空间相对较小。③ 外销产品毛利率还会受汇率波动和出口退税政策的影响。

图 18：2016-23 年 1-9 月毛利率与内外销毛利率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 19：可比公司毛利率自 2022 年起逐步回升



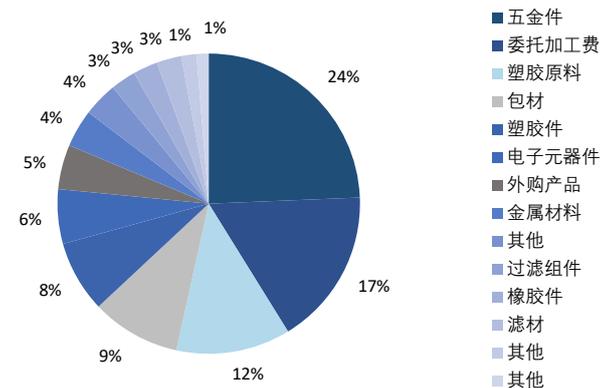
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 20：2016-2022 年公司成本结构以直接材料为主



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：2019 年公司主要采购原材料为五金、塑胶



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**图 22：塑胶原材料价格下降**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

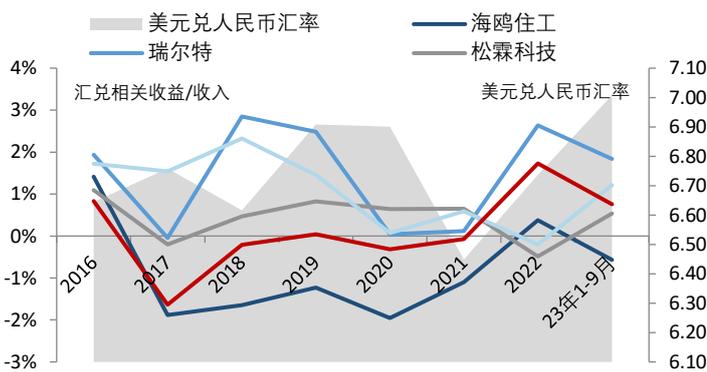
**图 23：钢材原材料价格下降**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

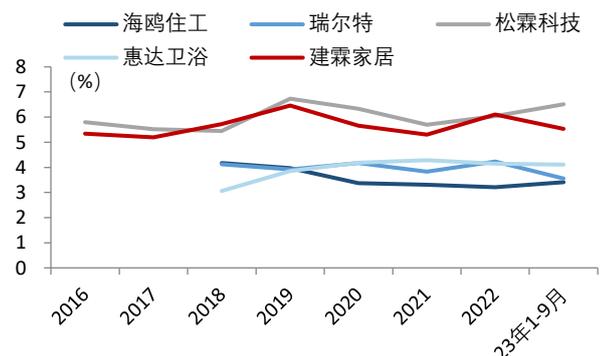
**费用端：财务费用率影响可控，重视研发投入。**财务费用方面，由于外汇资产及外汇套期保值相关损益主要包含在财务费用、公允价值损益及投资收益科目，我们采用公允价值变动损益+投资收益-财务费用/收入衡量汇率对费用端的影响。经测算 2023 年 1-9 月公司汇率相关收益/收入在 1% 以内，汇率对费用端影响相对可控。

研发费用方面，公司重视产品研发设计，近年来研发费用率保持在 5-6% 左右，处于行业内较高水平。一方面，公司持续打磨夯实产品力，快速响应市场需求，提升智能家居体验，构筑产品和解决方案的竞争力；通过创新性的产品迭代，打造产品极致性价比，家居板块产品进一步丰富，提升新品获利空间；依托于智能化、数字化、产品研发、供应链等系统能力的积累，实施全流程的质量管理，持续为客户创造价值。

另一方面，公司积极布局对未来的基础研究和科技研发，如智能电控技术、智能装备技术、材料表面技术、成型技术等，以基础技术的应用研究和技术开发为先导，构建技术储备和标准、专利、生态布局，建立起中长期核心竞争力，为持续领先的技术优势奠定稳固基础。

**图 24：16-23 年 1-9 月可比公司公允价值变动损益+投资收益-财务费用/收入与美元汇率**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 25：2016-23 年 1-9 月主要可比公司研发费用率**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**产能提效：智能工厂&海外产能爬坡，盈利有望逐步优化。**公司主要生产基地分布于中国厦漳地区、中国宁波地区、中国台湾地区及泰国地区，当前公司主要营收来自中国厦漳地区。

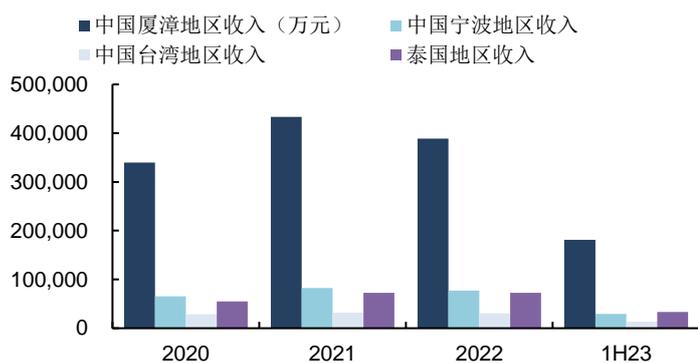
智能工厂方面，公司加快产业升级发展，在智能制造等重点领域布局，创造新的竞争优势。公司

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。2022年，作为公司产业加速升级重要支撑的“建霖家居厨卫智能工业园区”建成投产，从分地区净利率情况看，受益于数字工厂、智能工厂赋能，生产持续提效，主要生产基地中国厦漳地区净利率持续提升。

国内产能方面，2021年公司募投项目变更为“年产400万套五金龙头”，目前已结项，漳州建霖五金龙头扩产项目落成标志着建霖金属加工先进制造核心能力迈上了新的台阶，为公司增加年产400万套五金龙头的生产能力，为用户提供高品质的龙头产品。五金龙头产能扩大有助于公司持续增加相关产品在客户中的竞争力。

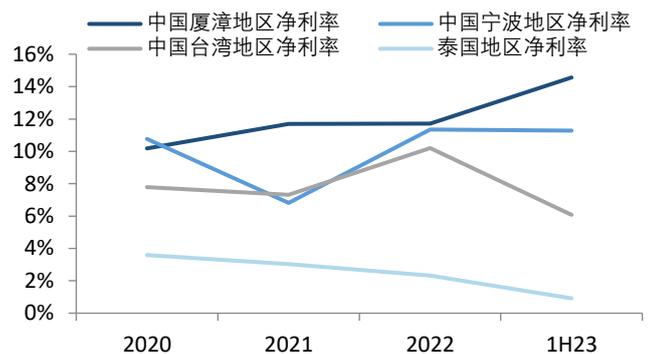
海外产能方面，2022年公司泰国制造基地一期工厂的产值已达约6亿元/年，为应对瞬息万变的国际贸易形势，目前公司正在筹备泰国基地二期工厂的建设，增加海外基地运营人才储备，扩大产能以满足海外市场的需求。目前泰国建霖的产能主要用于厨卫及空气产品的生产，未来计划将部分净水产品以及新增的业务需求也投入到泰国基地生产，泰国一期+二期总产值预计将到12亿元，新增产值约6亿元，随着泰国二期产能逐步落地，目前泰国制造的成本已趋近于国内制造，规模效应有望逐步释放。

图 26：2020-23 年上半年公司主要地区营收规模



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27：2020-23 年上半年公司主要地区净利率



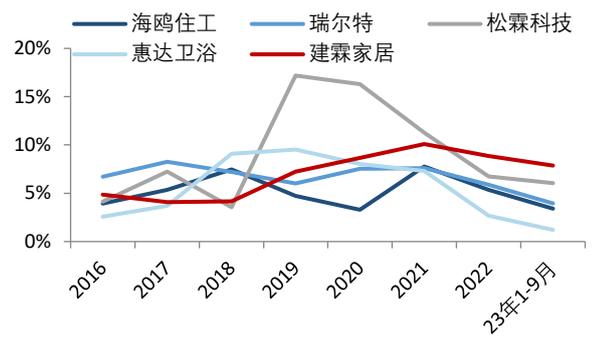
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

现金流情况良好，资本开支/营业收入相对较高，产能建设支撑持续发展。根据公司年报，现金流方面，2022年公司经营现金流大幅改善，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致；投资现金净流出有所扩大，主要为投资活动现金流入减少所致。从资本开支/营业收入看，公司资本开支处于同行业内较高水平。

目前公司主要在建项目为大健康产业园、泰国二期工程项目及办公楼，其中，大健康产业园主要产品为净水、康养个护、智能马桶等健康家居产品，项目的顺利实施有利于实现产业领域的延伸和拓展，促进公司现有大健康产品产业化，推动公司智能家居领域技术的迭代突破，提高公司的整体盈利能力，实现公司的可持续发展。

**图 28：2016-23 年 1-9 月公司现金流情况**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 29：2016-23 年 1-9 月主要可比公司资本开支/营业收入**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**表 1：公司主要产能建设项目表**

项目	投资额	产品	公告日	进度	资金来源
大健康产业园	不超过 5 亿元	净水、康养个护、智能马桶	2023 年 12 月	在建	自筹资金
新加坡建霖	不超过 4 亿元	贴近市场和客户、响应客户需求	2023 年 10 月	-	自筹资金
五金龙头扩产项目	1.6 亿元	年产 400 万套五金龙头	2021 年 11 月	已结项	IPO 募投变更、自筹资金
厨卫产品线扩产项目	5.4 亿元	厨卫产品，预计产值 14 亿元		已结项	IPO 募投
泰国一期工程	3.32 亿元	厨卫、净水、风口、个人护理等，产值已达 6 亿元	2019 年 4 月	已结项	自筹资金+借款
泰国二期工程	9000 万元	厨卫、净水、风口、个人护理等，预计一期+二期总产值将达 12 亿元		预计 2024 年 Q1 投产	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 三、beta 改善，卫浴行业出口回暖可期

从供给端看，经过 2022 年的欧美高库存消化，2023 年我国卫浴配件出口额增速逐月改善，全年塑料卫浴配件、钢铁卫生配件分别实现同比 6.07%、0.44% 同比增长。目前我国厨卫行业企业众多，多数企业内销、外销皆有布局，按 2022 年外销收入规模计，建霖家居出口额位于行业前列。

从需求端看，卫浴配件用品的需求主要来自建筑物和相关基础设施的新建和翻新以及产品更新换代。①消费：从住宅需求来看，2023 年美国成屋销售降幅逐月收窄，我国卫浴配件产品出口月度数据与美国成屋销售增速存在一定相关性，如果未来美国逐步进入降息周期，有望带动卫浴配件出口逐步回暖。②库存：2023 年美国家具类耐用消费品批发商、零售商库存水平逐步下降，公司主要客户之一马斯科集团库存变动情况与行业大致相似。我们认为，随着美国家具等耐用消费品库存水平逐步回归常态，我国相关出口企业订单亦有望随之回归常态增长。

### 3.1 供给端：我国为卫浴配件主要出口国，公司外销规模位居前列

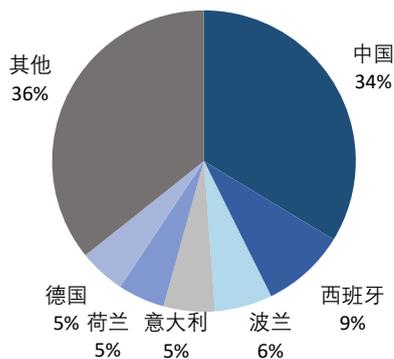
**供给端：**我国是全球卫浴用品配件主要出口国，2015-2022 年塑料、钢铁卫浴器件出口额 CAGR 分别约 8.7%、10.3%。卫浴配件用品的需求主要来自建筑物和相关基础设施的新建和翻新以及产品更新换代，行业景气度同受居民收入水平、房地产市场发展状况等因素的影响。

**出口份额方面：**据联合国商品贸易统计数据库，2022 年塑料浴缸、淋浴盘、洗涤槽及盥洗盆（海关编码：392210）的各个出口国中，中国出口金额占比为 34%；2022 年钢铁卫浴器件（海关编码：7324）的各个出口国中，中国出口金额占比为 60%，为全球最大出口国。

**出口金额方面：**1) 我国塑料浴缸、淋浴盘、洗涤槽、盥洗盆、坐浴盆、便盆、马桶座圈及盖、抽水箱及类似卫生洁具（海关编码：3922）出口额从 2015 年的 8.67 亿美元增长至 2022 年的 15.54 亿美元，2015-2022 年 CAGR 为 8.7%。2023 年产品出口金额为 16.5 亿美元，同比+6.07%。

2) 我国钢铁制卫生器具及其零件（海关编码：7324）出口额从 2015 年的 15.22 亿美元增长至 2022 年的 30.13 亿美元，2015-2022 年 CAGR 为 10.25%。2023 年产品出口金额为 29.8 亿美元，同比-1.12%。

图 30：2022 年中国为全球浴缸/淋浴盘/洗涤槽/盥洗盆主要出口国



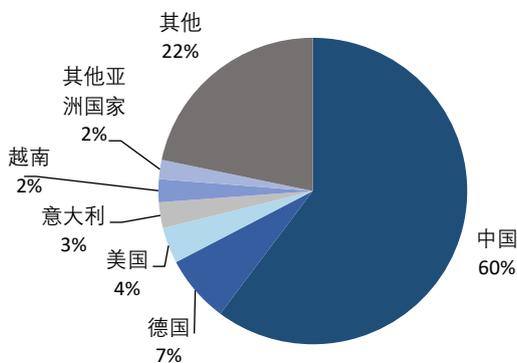
资料来源：UN Comtrade Database，信达证券研发中心

图 31：2015-2023 中国塑料卫浴器件（3922）出口额与增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 32：2022 年中国为全球钢铁卫浴器件主要出口国



资料来源：UN Comtrade Database，信达证券研发中心

图 33：2015-2023 年中国钢铁卫浴器件（7324）出口额与增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

目前我国厨卫行业企业众多，建霖家居出口额位居头部，各类企业在产品质量、品牌、价格和销售渠道等各方面进行充分竞争和合作。目前上市的厨卫类含出口业务的企业主要为建霖家居、松霖科技、瑞尔特、惠达卫浴、海鸥住工，按 2022 年外销收入规模计，建霖家居出口额位于行业前列。同时，厨卫出口企业均含有一定规模的国内业务，国内业务主要为 ODM/OEM 及自主品牌，其中 ODM/OEM 业务主要为马斯科、科勒、摩恩、骊住、TOTO 等国内外厨卫头部品牌的国内产品合作代工。

表 2：我国卫浴行业公司主要业务概况

公司	2022 年外销收入 (亿元)	2022 年国内代工收入 (亿元)	主要产品	代工业务主要特点
建霖家居	32.4	9.2 (含少量自主品牌)	花洒、龙头、管道、净水器	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。
松霖科技	21.6	10.2	花洒、龙头、管道、美容健康	
瑞尔特	5.5	14.1 (含自主品牌收入)	水件、水箱、智能马桶及配件	
惠达卫浴	9.0	主要为零售/工程自主品牌	马桶、浴缸浴房、瓷砖、五金洁具	
海鸥住工	19.6	主要为整装卫浴	龙头、浴缸陶瓷、瓷砖、卫浴整装	
国内厨卫中小型企业				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：iFind，相关公司公告，信达证券研发中心

### 3.2 需求端：卫浴行业稳增，外需有望逐步改善

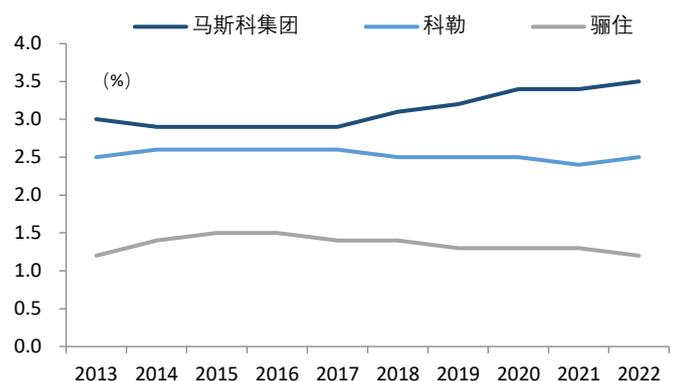
美国成屋销售逐步改善，带动地产链相关产品需求。行业规模，据 Statista，2022 年美国浴室硬件市场规模约 196 亿美元，预计 2023-2028 年行业规模 CAGR 约 2.8%。行业格局，卫浴配件主要应用场景为房屋改造，其中美国房屋改造行业主要公司中，厨卫产品相关的马斯科集团、科勒、骊住市占率分别约 3.5%、2.5%、1.2%，房屋改造行业格局相对分散，上述公司均为业内头部企业。

图 34：预计 2023-2028 年美国浴室硬件市场 CAGR 约 2.8%



资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 35：美国房屋改造行业主要厨卫类公司市占率

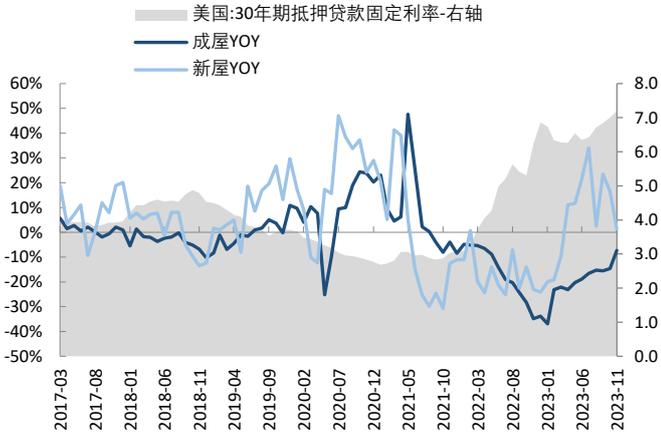


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

美国地产：在美国历年房屋市场的交易中，成屋交易在很早时期已占据主要地位，占到总交易量的 80% 以上。2007 年以来美国新房和成屋的销量相对稳定。美国成屋销量高增趋势延续至 2008 年金融危机爆发，成屋销量开始出现大幅下滑，而后成交量趋于稳定至今。2007-2022 年美国成屋成交量 CAGR 为 0.1%、新屋 CAGR 为 -1.3%，2022 年成屋销量占比达 89%。

2022年-2023年由于美国利率上行，成屋销售持续走弱，2022年、2023年1-11月降幅分别约17.1%、-20.3%。2023年降息预期渐起，成屋销售降幅逐月收窄。我国卫浴配件产品出口月度数据与美国成屋销售增速存在一定相关性，如果未来美国逐步进入降息周期，地产链相关需求有望改善，带动卫浴配件出口逐步回暖。

图 36: 2023 年美国成屋销售同比增速改善



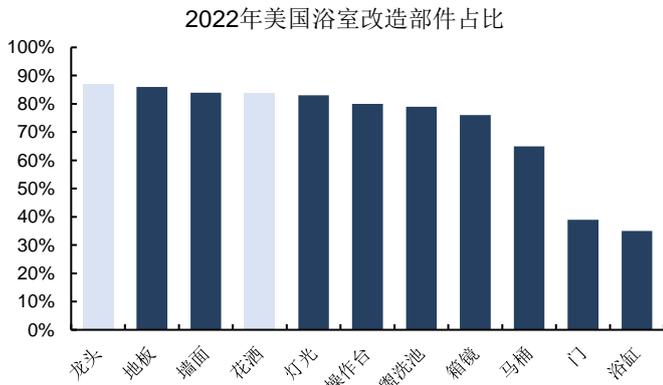
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 37: 2023 年我国卫浴配件出口额同比增速逐月改善



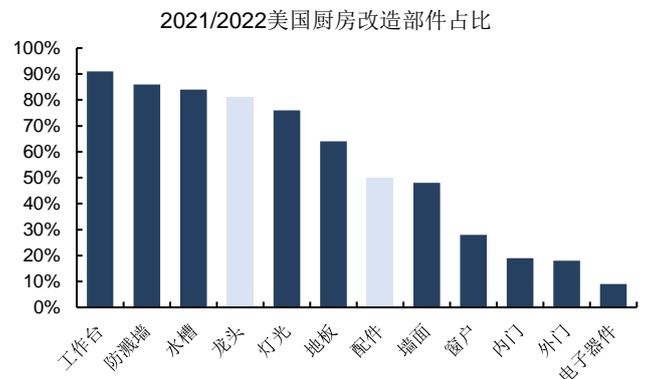
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 38: 2022 年美国浴室改造部件占比



资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 39: 2021/2022 美国厨房改造部件占比



资料来源: Statista, 信达证券研发中心

**美国库存:** 2021-2022 年, 由于美国消费需求旺盛, 叠加海运费上涨、海运拥堵, 家具等耐用品库销比提升至较高水平; 2023 年美国家具类耐用品批发商、零售商库销比水平逐步下降。马斯科集团 (NYSE: MAS) 是品牌家居和建筑产品设计、制造和销售的全球领先企业, 主要产品包括厨卫产品、建筑装饰产品和厨柜等, 是公司的主要客户之一; 马斯科集团库存变动情况与行业大致相似。随着美国家具等耐用品库存水平逐步回归常态, 我国相关出口企业订单亦有望随之回归常态增长。

**图 40：2023 年美国批发商、零售商家具库销比下降**

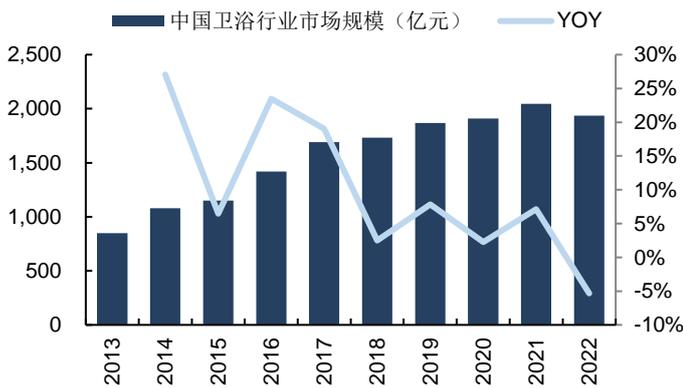

资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 41：2023 年公司主要客户马斯科库销比水平逐步下降**

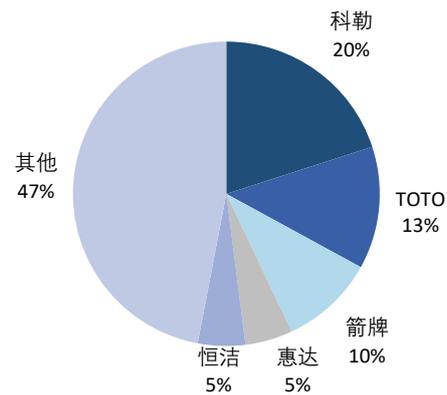

资料来源：彭博，信达证券研发中心

**我国卫浴行业稳步增长，当前科勒、TOTO 等国外品牌市场份额较高。行业规模，**我国已逐步进入存量房时代，旧房更新、二手房二次装修也已成为市场需求重要源泉，卫浴行业整体市场规模呈现稳中有增的趋势。据观研天下，2017-2022 年中国卫浴市场复合增长率为 2.3%，行业已进入稳定增长阶段；从细分市场来看，按品类划分，卫浴行业可分为水暖五金、卫生陶瓷、浴房浴柜、浴缸浴盆。其中水暖五金市场规模占比约为 45%，卫生陶瓷占比约为 26%，浴房浴柜占比约为 16%，浴缸浴盆占比约为 12%。

**竞争格局，**据华经情报网，2021 年我国卫浴行业中，美国品牌科勒、日本品牌 TOTO 市占率分别约 20%、13%，占据主要市场份额。另外，箭牌、惠达、恒洁等国内知名卫浴品牌近年来通过丰富产品线、稳步拓展产能，并加大研发投入力度推动产品技术迭代创新，在中高端卫浴市场与外资品牌展开追赶与竞争，2021 年箭牌、惠达和恒洁分别占比 10%、5%、5%。

**图 42：2013-2022 年中国卫浴行业市场规模**


资料来源：观研天下，信达证券研发中心

**图 43：2021 年中国卫浴行业主要公司市占率**


资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

## 四、盈利预测与估值

公司为国内厨卫产品生产制造领先企业，技术与高端制造优势突出，多年深耕国际知名厨卫客户，具备领先优势，智能制造与海外产能陆续落地有望深化公司综合竞争力。2024 年随着海外需求回暖及库存水平回归常态，公司业务有望迎来恢复性增长；未来随着多品类导入以及持续开拓新客户，稳定发展趋势可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.16 亿元、4.95 亿元、5.76 亿元，分别同比增长-9.2%、19.1%、16.3%。

### 4.1 盈利预测及假设

#### 收入预测核心假设：

1) 国内：目前公司国内业务以 ODM/OEM 为主，主要客户为国际厨卫企业；自主品牌体量较小，主要布局工程渠道和零售渠道，增长较快。我们预计随着公司产品矩阵不断丰富、自主品牌渠道持续开拓，公司国内业务 2024-2025 年实现 25-30% 左右增长。

2) 国外：目前公司国外业务以 ODM/OEM 为主，2024 年随着海外需求回暖及库存水平回归常态，公司客户订单预期回暖，公司业务有望迎来恢复性增长；未来随着多品类导入以及持续开拓新客户，稳定发展趋势可期。

综合以上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 42 亿元、49.6 亿元、57.8 亿元，分别同比增长 0.33%、+18.1%、+16.5%。

表 3：公司收入预测简表

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
内销	850	998	920	903	1,174	1,490
YOY	14.79%	17.45%	-7.88%	-1.82%	29.97%	27.6%
外销	2,959	3,678	3,241	3,297	3,787	4,280
YOY	12.32%	24.32%	-11.89%	1.74%	14.85%	13.1%
营业收入	3,835	4,712	4,186	4,200	4,960	5,770
YOY	13.03%	22.87%	-11.16%	0.33%	18.10%	16.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**盈利预测核心假设：**1) 毛利率：公司主要原材料价格自 22 年下半年起逐步回落，美元升值对毛利率亦有正面影响，公司毛利率逐季度改善，2023 年 Q3 单季毛利率恢复至 27%，我们预计 2024-2025 年公司毛利率约为 26%。2) 期间费用率：我们预计随着公司泰国基地逐步投产爬坡，公司费用率受此影响短期略有提升；2024 年-2025 年暂不考虑汇率变动对财务费用、投资收益及公允价值变动影响。

综合以上，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.16 亿元、4.95 亿元、5.76 亿元，分别同比增长-9.2%、19.1%、16.3%，2024-2025 年净利率约在 10% 左右。

表 4：公司盈利预测简表

百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,835	4,712	4,186	4,200	4,960	5,770
%增长率	13.0%	22.9%	-11.2%	0.3%	18.1%	16.6%
毛利	1,033	1,072	1,016	1,067	1,291	1,510
%毛利率	26.9%	22.8%	24.3%	25.4%	26.0%	26.2%
销售费用	108	115	130	139	164	180

%销售收入	2.8%	2.4%	3.1%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	265	270	233	244	293	300
%销售收入	6.9%	5.7%	5.6%	5.8%	5.9%	5.9%
研发费用	217	250	256	235	278	285
%销售收入	5.7%	5.3%	6.1%	5.6%	5.6%	5.6%
财务费用	50	35	-89	-26	-2	0
%销售收入	1.3%	0.7%	-2.1%	-0.6%	0.0%	0.0%
营业利润	428	428	486	451	543	543
%增长率	11.9%	0.2%	13.5%	-7.2%	20.5%	16.3%
所得税	57	49	31	36	49	49
所得税率	13.5%	11.5%	6.3%	8.0%	9.0%	9.0%
归属于母公司股东的净利润	365	376	458	416	495	495
%增长率	9.3%	3.1%	21.7%	-9.2%	19.1%	16.3%
%净利率	9.5%	8.0%	10.9%	9.9%	10.0%	10.0%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

## 4.2 估值与投资评级

公司为国内厨卫产品生产制造领先企业, 技术与高端制造优势突出, 多年深耕国际知名厨卫客户, 具备领先优势, 智能制造与海外产能陆续落地有望深化公司综合竞争力。2024 年随着海外需求回暖及库存水平回归常态, 公司业务有望迎来恢复性增长; 未来随着多品类导入以及持续开拓新客户, 稳定发展趋势可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.16 亿元、4.95 亿元、5.76 亿元, 分别同比增长-9.2%、19.1%、16.3%, 目前股价对应 2024 年 PE 为 10x, 低于行业平均, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 5: 可比公司 24 年平均 PE 约 13X

公司	股价	市值 (亿元)	-- 归母净利 (亿元) --			--- PE ---		PB (MRQ)
	2024/1/31		2023E	2024E	2025E	2024E	2025E	
瑞尔特	9.5	39.6	2.5	3.0	3.6	13.0	10.9	1.9
松霖科技	16.1	65.7	3.8	4.7	5.5	14.1	12.0	2.8
惠达卫浴	6.6	25.3	0.2	2.4	2.9	10.6	8.7	0.7
<b>平均</b>						<b>12.5</b>	<b>10.5</b>	<b>1.8</b>
<b>建霖家居</b>	<b>10.8</b>	<b>48.3</b>	<b>4.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.8</b>	<b>9.8</b>	<b>8.4</b>	<b>1.6</b>

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (注: 建霖家居为信达证券研发中心预测, 其他为 iFind 一致预期)

## 五、风险因素

- 1、全球政治、经济不确定性的风险：公司业务遍及全球，面对未来政治、经济的不确定性。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。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	2,961	2,829	2,842	3,246	3,741	
货币资金	853	612	383	481	636	
应收票据	64	60	58	69	80	
应收账款	932	618	865	1,013	1,175	
预付账款	23	20	22	26	30	
存货	722	594	570	657	758	
其他	368	925	943	1,000	1,061	
<b>非流动资产</b>	1,351	1,571	1,685	1,776	1,852	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	906	1,230	1,275	1,331	1,386	
无形资产	95	144	144	144	144	
其他	350	197	265	301	322	
<b>资产总计</b>	4,312	4,400	4,527	5,021	5,593	
<b>流动负债</b>	1,549	1,401	1,357	1,545	1,760	
短期借款	271	208	228	228	228	
应付票据	258	211	209	245	286	
应付账款	656	467	566	662	774	
其他	364	515	355	410	472	
<b>非流动负债</b>	163	126	84	84	84	
长期借款	68	38	7	7	7	
其他	95	89	76	76	76	
<b>负债合计</b>	1,712	1,527	1,441	1,629	1,843	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,599	2,873	3,086	3,393	3,750	
<b>负债和股东权益</b>	4,312	4,400	4,527	5,021	5,593	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,712	4,186	4,200	4,960	5,784	
同比 (%)	22.9%	-11.2%	0.3%	18.1%	16.6%	
归属母公司净利润	376	458	416	495	576	
同比 (%)	3.1%	21.7%	-9.2%	19.1%	16.3%	
毛利率 (%)	22.8%	24.3%	25.4%	26.0%	25.9%	
ROE%	14.5%	15.9%	13.5%	14.6%	15.4%	
EPS (摊薄)(元)	0.84	1.02	0.93	1.10	1.28	
P/E	12.84	10.55	11.62	9.75	8.39	
P/B	1.86	1.68	1.57	1.42	1.29	
EV/EBITDA	12.70	9.89	8.30	6.61	5.54	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	4,712	4,186	4,200	4,960	5,784	
营业成本	3,640	3,170	3,133	3,669	4,284	
营业税金及附加	21	24	23	27	32	
销售费用	115	130	139	164	191	
管理费用	270	233	244	293	341	
研发费用	250	256	235	278	318	
财务费用	35	-89	-26	-2	3	
减值损失合计	-13	-13	-13	-13	-13	
投资净收益	37	-36	-8	0	0	
其他	22	72	19	25	30	
<b>营业利润</b>	428	486	451	543	632	
营业外收支	-3	3	1	1	1	
<b>利润总额</b>	425	489	452	544	633	
所得税	49	31	36	49	57	
<b>净利润</b>	376	458	416	495	576	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	376	458	416	495	576	
EBITDA	469	465	571	702	809	
EPS (当年)(元)	0.84	1.03	0.93	1.10	1.28	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	371	816	498	543	631	
净利润	376	458	416	495	576	
折旧摊销	37	53	145	159	173	
财务费用	-37	36	9	8	8	
投资损失	-4	7	8	0	0	
营运资金变动	-143	134	-94	-141	-149	
其它	142	129	13	22	22	
<b>投资活动现金流</b>	-213	-762	-480	-249	-249	
资本支出	-476	-370	-249	-249	-249	
长期投资	0	0	-221	0	0	
其他	262	-393	-10	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-88	-329	-256	-196	-227	
吸收投资	0	0	3	0	0	
借款	408	330	-10	0	0	
支付利息或股息	-182	-189	-218	-196	-227	
<b>现金流净增加额</b>	64	-231	-229	98	155	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。