

轻工制造

2024年09月26日

建霖家居 (603408)

——深耕厨卫拓展大健康产业, 外销内销齐发力驱动增长

报告原因: 首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据: 2024年09月25日

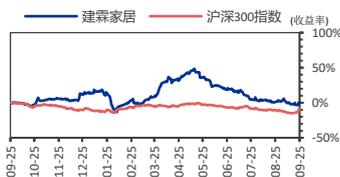
收盘价(元)	10.89
一年内最高/最低(元)	17.75/9.10
市净率	1.6
息率(分红/股价)	4.04
流通A股市值(百万)	4,874
上证指数/深证成指	2,896.31/8,537.73

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2024年06月30日

每股净资产(元)	6.99
资产负债率%	32.44
总股本/流通A股(百万)	448/448
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
庞盈盈 A0230522060003
pangyy@swsresearch.com

联系人

庞盈盈
(8621)23297818x
pangyy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **建霖家居: 聚焦大健康产业, 智慧引领再攀高峰。**公司成立于1990年, 搭建职业经理人体系, 高管团队运营稳定, 2018年后坚持“技术驱动、健康驱动、品牌驱动”三轮驱动为发展战略再攀高峰。公司以代工模式为主, 业务涵盖厨卫产品(淋浴、龙头、进排水等)、净水产品(净水器、净水配件)、其他家居产品(空气处理产品、护理产品、家电配件等)、非家居产品(汽车配件等), 2023年四类产品收入占比分别为66.2%、14.4%、14.0%、4.8%。公司持续深化国际化布局, 同时加强国内市场开拓, 2023年外销、内销收入占比分别为77%、23%, 2024年公司外销业务有望修复, 内销市场逐步发力; 看好公司业绩增长修复。
- **行业: 补库及降息催化下, 厨卫等出口有望修复。**从美国批发商及零售加总家具库存看, 2022年6月库存见顶, 2022、2023年海外高通胀压力下消费承压, 以消化高库存为主, 2023年12月库存较2022年6月峰值下降16%。2024年7月合计库存较2023年12月增长3%, 补库行情演绎。同时美国成屋销售降幅收窄, 降息等催化下家具消费有望回暖, 厨卫等出口有望持续修复。
- **公司: 研发智造构筑产品优势, 渠道开拓提供增长动能。**1) **产品: 深耕厨卫市场, 新品迭代+品类拓展有望贡献增量。**公司深耕厨卫市场, 厨卫产品以花洒、龙头为主, 新品迭代+大客户渗透率提升+新客户开拓, 核心主业增长有望修复; 净水产品, 内销优势延续, 伴随泰国基地产能扩充, 有望加强开拓外销市场; 公司产品品类持续扩充, 有望逐步贡献增量。2) **客户: 挖潜存量开拓增量, 本地化运营加强粘性。**公司海外业务以北美市场为主, 近年来逐步拓展欧带市场; 凭借多品类运营、全球化布局优势, 积极开拓厨卫品牌、零售卖场、建材批发等客户, 2023年前五大客户收入占比为40.2%; 依托美国子公司加强本地化运营, 外销竞争优势持续巩固; 同时发挥家居供应链优势, 布局跨境电商业务。3) **制造: 深化全球产能布局, 数智转型提升运营效率。**除国内工厂外, 公司扩充泰国基地产能、筹建墨西哥基地, 布局全球, 伴随产能爬坡泰国基地盈利有望提升; 坚持数智转型, 2023年人均创收较2019年提升28.2%; 4) **国内: 代工主业稳步增长, 工程渠道+自主品牌有望放量。**ODM业务延续增长, 同时公司发力住宅、租赁、康养等工程渠道, 强化“瑞摩、埃瑞德、水美乐”等自主品牌建设, 未来有望贡献业绩增量。
- **盈利预测与估值。**我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为5.13、6.00、7.00亿元, 同比增速分别为20.7%、16.9%、16.8%, 对应PE分别为10、8、7倍。可比公司估值法下, 给予建霖家居2024年14倍PE, 对应市值72亿, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**海外需求修复不及预期, 客户拓展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,334	2,442	5,103	5,913	6,758
同比增长率(%)	3.5	29.8	17.8	15.9	14.3
归母净利润(百万元)	425	259	513	600	700
同比增长率(%)	-7.3	62.8	20.7	16.9	16.8
每股收益(元/股)	0.96	0.58	1.15	1.34	1.56
毛利率(%)	26.0	26.4	26.3	26.6	27.0
ROE(%)	13.7	8.3	14.6	14.9	15.1
市盈率	11		10	8	7

注:“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

建霖家居成立于 1990 年，搭建职业经理人体系，高管团队运营稳定，以代工模式为主，业务涵盖厨卫产品、净水产品、其他家居产品及非家居产品；深化国际化布局，同时加强国内市场开拓，2023 年外销、内销收入占比分别为 77%、23%。建霖家居深耕厨卫市场，补库及降息催化下，2024 年厨卫主业增长有望回暖；新品类新产品有望贡献新增量；客户方面，通过美国子公司加强本地化运营，巩固客户粘性；制造方面，公司扩充泰国基地产能、筹建墨西哥基地，强化全球化布局，同时推进数智转型，人效显著提升；国内市场，代工主业稳步增长，同时公司发力住宅、租赁、康养等工程渠道，加强“瑞摩、埃瑞德、水美乐”等自主品牌建设。

公司立足于厨卫主业，聚焦大健康产业进行品类拓展，外销业务迎来修复，内销市场逐步发力。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.13、6.00、7.00 亿元，同比增速分别为 20.7%、16.9%、16.8%，对应 PE 分别为 10、8、7 倍。可比公司估值法下，给予建霖家居 2024 年 14 倍 PE，对应市值 72 亿，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1) 厨卫产品：考虑公司持续进行产品迭代升级、挖潜存量客户、开拓新客户等，预计 2024-2026 年公司厨卫产品收入分别为 33.82、39.18、44.57 亿元，分别同比增长 17.8%、15.8%、13.7%。**2) 净水产品：**内销公司持续巩固 DOM 客户优势，发力工程渠道，“水美乐”自主品牌逐步放量；外销方面，泰国基地产能扩充助力海外市场开拓。预计 2024-2026 年公司净水产品收入分别为 7.48、8.82、10.32 亿元，分别同比增长 20.0%、18.0%、17.0%。**3) 其他家居产品：**公司其他家居产品以空气处理产品、护理产品、家电配件等为主，考虑公司持续进行品类拓展，同时公司发力零售卖场等大客户。预计 2024-2026 年公司其他家居产品收入分别为 7.05、8.11、9.33 亿元，分别同比增长 16.0%、15.0%、15.0%。**4) 非家居产品：**考虑公司持续扩充产品品类，提升大客户渗透率，泰国基地产能扩充强化供应链优势。我们预计 2024-2026 年公司非家居产品收入分别为 2.38、2.71、3.07 亿元，分别同比增长 15.0%、14.0%、13.0%。

有别于大众的认识

市场对公司业务竞争优势未给予充分认识。公司深耕厨卫市场、聚焦大健康产业，业务扎实稳健，在新品开发、客户资源、制造优势、产能全球化布局等方面建立稳固优势。产品方面，公司当前四大业务板块协同发力，同时积极进行产品迭代，推动盈利改善。客户方面，公司积极开拓厨卫品牌、零售卖场、建材批发等客户，依托美国子公司加强本地化运营，多品类供应链，外销竞争优势持续巩固。制造方面，除国内工厂外，公司扩充泰国基地产能、筹建墨西哥基地，布局全球；坚持数智转型，2023 年人均创收较 2019 年提升 28.2%。公司在产品、客户、制造等方面建立深厚的竞争优势，看好业务持续稳健运行。

股价表现的催化剂

厨卫等出口表现超预期；国内自主品牌建设超预期。

核心假设风险

海外需求修复不及预期，客户拓展不及预期。

目录

1. 建霖家居：聚焦大健康产业，智慧引领再攀高峰	6
1.1 厨卫主业优势显著，国内外渠道多元布局	6
1.2 搭建职业经理人体系，高管团队运营稳定	7
1.3 积极布局多品类业务，2024 年增长迎来修复	8
2. 行业：补库及降息催化下，厨卫等出口有望回暖	10
3. 公司：研发智造构筑产品优势，渠道开拓提供增长动能	12
3.1 产品：深耕厨卫市场，新品迭代+品类拓展有望贡献增量	12
3.2 客户：挖潜存量开拓增量，本地化运营加强粘性	14
3.3 制造：深化全球产能布局，数智转型提升运营效率	16
3.4 国内：代工主业稳步增长，工程渠道+自主品牌有望放量	18
4. 盈利预测与估值分析	20
4.1 盈利预测	20
4.2 估值	21
5. 风险提示	22
附表	23

图表目录

图 1: 建霖家居发展历程.....	6
图 2: 建霖家居股权结构.....	7
图 3: 2024H1 公司收入同比增长 29.8%.....	8
图 4: 2024H1 公司归母净利润同比增长 62.8%	8
图 5: 2024H1 公司盈利能力同比修复	8
图 6: 2022-2024H1 汇兑收益致财务费用率为负	8
图 7: 塑料行业指数走势.....	9
图 8: 钢材综合价格指数走势.....	9
图 9: 美元兑人民币汇率走势.....	9
图 10: 2023 年公司核心业务收入占比.....	9
图 11: 2023 年公司外销、内销收入占比 77%、23%	9
图 12: 2023 年美国高库存逐步消化, 2024 年补库行情演绎	10
图 13: 海运费价格走势	10
图 14: 2024 年美国成屋销售降幅收窄.....	11
图 15: 美国家具销售额月度同比增速	11
图 16: 2023 年塑料卫生洁具出口额同比+6.1%	11
图 17: 2023 年底以来塑料洁具出口额同比有所修复	11
图 18: 2023 年龙头等出口额同比-8.8%.....	11
图 19: 2023 年底以来龙头等出口额同比有所修复	11
图 20: 公司分产品收入情况	12
图 21: 公司分产品收入占比	12
图 22: 2023 年公司厨卫产品收入同比+4.3%.....	13
图 23: 2019 年公司厨卫业务细分产品收入占比.....	13
图 24: 2023 年公司净水产品收入同比+5.9%.....	13
图 25: 2023 年公司其他家居产品收入同比-3.1%.....	14
图 26: 2023 年公司非家居产品收入同比+7.4%	14
图 27: 2023 年公司外销、内销收入分别同比+2.1%、+8.6%.....	15
图 28: 公司海外市场推行多元化渠道布局	15
图: 年公司前五大客户收入占比为 .%	

图 30：公司推进生产基地全球化布局	17
图 31：建霖及可比公司研发费用率	17
图 32：2023 年公司人均创收较 19 年提升 28.2%	18
图 33：公司智慧工厂为客户提供智能制造整体解决方案	18
图 34：2023 年公司内销收入同比增长 8.6%	19
图 35：公司国内市场主要业务布局	19
图 36：上海建霖智家子公司主要产品类型	19
图 37：公司布局瑞摩、埃瑞德、水美乐多个自主品牌	20
表 1：公司业务涵盖厨卫产品、净水产品、其他家居产品、非家居产品四大类	6
表 2：公司主要董事及管理层介绍	7
表 3：2019 年公司前五大客户情况	16
表 4：公司主要客户情况介绍	16
表 5：建霖家居收入拆分及预测	21
表 6：建霖家居及可比公司估值对比	21
表 7：利润表	23
表 8：资产负债表	24
表 9：现金流量表	25

1. 建霖家居：聚焦大健康产业，智慧引领再攀高峰

1.1 厨卫主业优势显著，国内外渠道多元布局

创新引领、变革赋能，深耕大健康产业，国内外多元布局。公司于1990年成立，先后经历初创期（1990年-2000年）、发展期（2000年-2010年）、创新期（2010年-2018年）、再攀高峰（2018年—）四个发展阶段，在新一轮发展中，坚持“技术驱动、健康驱动、品牌驱动”三轮驱动为发展战略再攀高峰。发展至今，公司业务涵盖厨卫产品（淋浴、龙头、进排水等）、净水产品（净水器、净水配件）、其他家居产品（空气处理产品、护理产品、家电配件等）、非家居产品（汽车配件等）四大类。市场开拓方面，公司深化国际化布局，助力海外市场深耕和新业务开拓，同时加速渠道拓展和品牌建设，扩大国内市场影响力。公司聚焦并深耕大健康产业，构建“健康家·生活”、“商用·工程”、“智造·定制”等多元化发展格局。

图 1：建霖家居发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

表 1：公司业务涵盖厨卫产品、净水产品、其他家居产品、非家居产品四大类

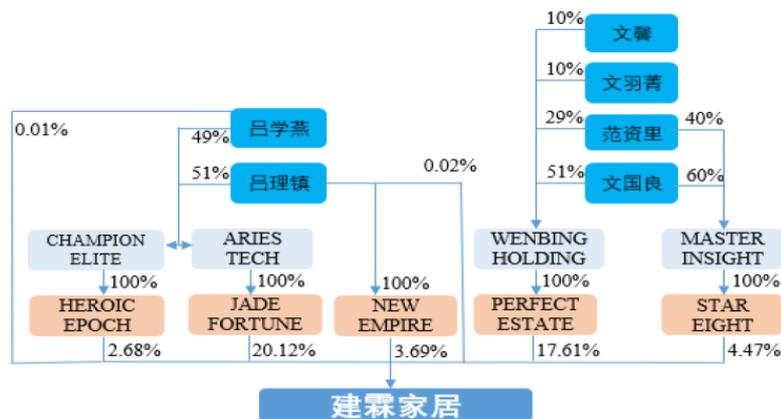
产品分类	产品系列	产品说明	产品图例	产品分类	产品系列	产品说明	产品图例
厨卫产品	淋浴系列	花洒、莲蓬头、淋浴配件、淋浴套装等		其他家居产品	空气处理产品	风口、新风机、空气净化器等	
	龙头系列	厨房龙头、浴室龙头、龙头零配件等			护理产品	洁牙器、洗眼器、老人椅等	
	进排水系列	排水管、进水管、马桶配件和其他进排水配件等			家电配件	微波炉配件、热水器安全阀、烤炉配件等	
	厨卫配件	给皂器、挂钩、淋浴房配件、检修口等			管道安装等产品	管夹、锁具配件、刮刀等	
净水产品	净水器	反渗透过滤器、微滤过滤器、超滤过滤器等		非家居产品	汽车配件等产品	汽车配件、装饰件、模具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

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

1.2 搭建职业经理人体系，高管团队运营稳定

实控人两大家族合计控股 48.6%，搭建职业经理人体系稳定运营。公司实际控制人为吕理镇、文国良两大家族，吕理镇家族二人通过 JADE FORTUNE、NEW EMPIRE 和 HEROIC EPOCH 及直接控股合计控制公司 26.5% 的股份，文国良家族四人通过 PERFECT ESTATE 和 STAR EIGHT 合计控制公司 22.1% 的股份，两大家族合计控股 48.6%。公司搭建职业经理人体系，陈岱桦先生 2000 年至今历任公司执行副总、董事、总经理，现任公司董事长、总裁，公司主要核心管理层在公司任职多年，经营体系运行稳定。

图 2：建霖家居股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注释：持股比例为 24 中报数据

表 2：公司主要董事及管理层介绍

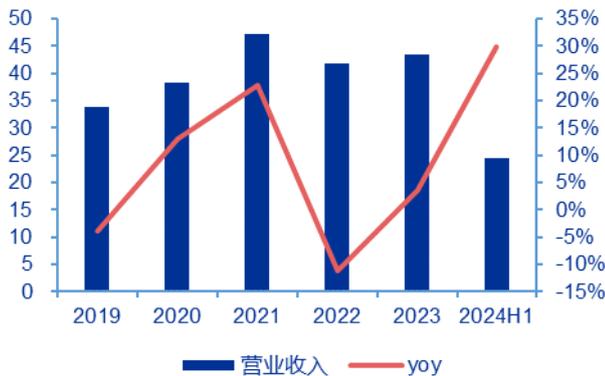
姓名	职位	出生年份	主要任职经历
吕理镇	董事	1951	1974年7月至1975年10月任奇仕企业股份有限公司业务员，1975年10月至1978年8月任新滨制造加工股份有限公司业务部经理，1979年2月至1990年6月任台湾仕霖董事长，1990年6月至今历任公司董事长，现任公司董事
文国良	董事	1953	1975年9月至1978年10月任新滨制造加工股份有限公司业务员，1979年2月至2015年7月历任台湾仕霖经理、总经理、董事长，1990年7月至今历任公司总经理、副董事长，现任公司董事
李相如	董事	1960	1975年9月至1978年7月任新滨制造加工股份有限公司作业员，1979年2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月至今任公司董事
陈岱桦	董事长、总裁	1971	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月至今历任公司执行副总、董事、总经理，现任公司董事长、总裁
涂序斌	副董事长、执行总裁	1967	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月至今历任公司品管经理、厂长、副总经理、董事，现任公司副董事长、执行总裁，同时兼任宁波威霖董事、总经理
张益升	董事、副总裁	1974	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月至今历任公司设计工程师、销售员、业务部总经理、副总经理，现任公司董事、副总裁
汤慧玲	财务负责人	1977	2001年7月至2007年3月间，历任勤业众信会计师事务所查帐员、台湾省中国科技大学约聘讲师、新竹市教会财务，2007年4月至2008年9月任康奈科技股份有限公司主办会计，2008年10月至2010年4月任九阳电子股份有限公司财务副理，2010年5月至2011年11月任巨茂光电（厦门）有限公司财务经理，2011年12月至今任公司会计部经理及会计管理中心总监，现任公司财务负责人
许士伟	董事会秘书	1980	2005年7月至2006年8月任中租通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月至今历任公司资金管理部经理，现任公司董事会秘书

资料来源：公司公告，同花顺 ifind，申万宏源研究

1.3 积极布局多品类业务，2024 年增长迎来修复

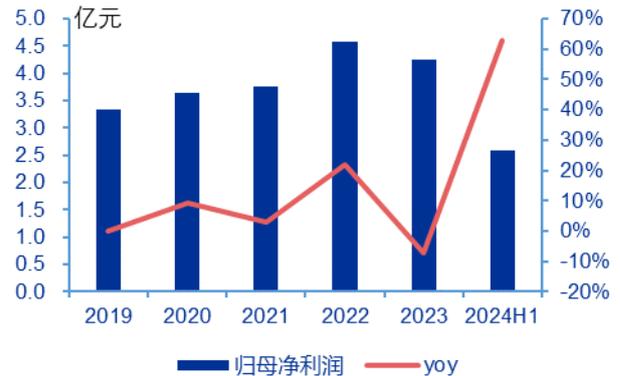
补库拉动叠加低基数，2024 上半年业绩显著修复。公司聚焦并深耕大健康产业，形成涵盖厨卫、净水、宜居空气、健康照护等产业生态，近年来受海外库存波动、高通胀压力影响，增长整体承压。2019-2023 年公司营收 CAGR 为 6.3%，2023 年营收 43.34 亿元，同比增长 3.5%，2019-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 6.2%，2023 年归母净利润 4.25 亿元，同比下滑 7.3%。2024H1 公司收入 24.42 亿元，同比增长 29.8%，归母净利润 2.59 亿元，同比增长 62.8%，2024 上半年公司业绩显著修复。

图 3：2024H1 公司收入同比增长 29.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

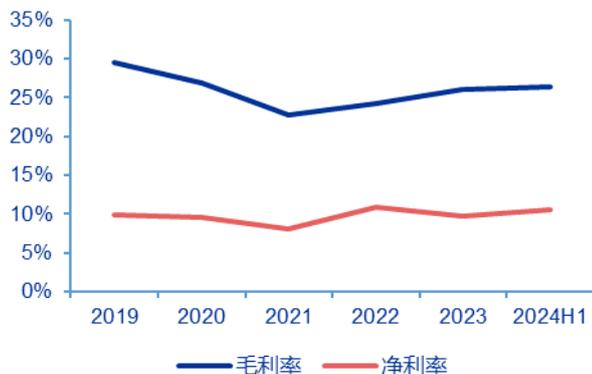
图 4：2024H1 公司归母净利润同比增长 62.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

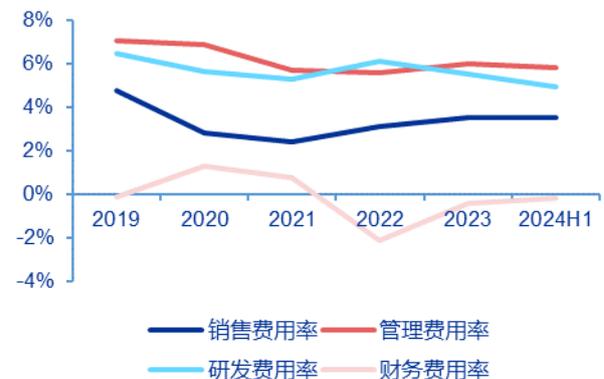
盈利：2021 年盈利能力触底，2023、2024H1 毛利率持续修复。从毛利率看，公司主要原材料为塑胶及钢材，受原材料价格影响，2021 年公司毛利率触底为 22.8%。伴随原材料价格趋势下降、公司持续推进产品迭代升级、汇率影响，2022、2023 年毛利率分别同比提升 1.5、1.7pct，2023 年毛利率提升至 26.0%，2024H1 毛利率提升至 26.4%。从净利率看，2021 年公司净利率触底为 8.0%，伴随人民币贬值贡献汇兑收益，2022 年净利率提升至 10.9%，受汇兑收益减少影响，2023 年公司净利率同比下滑 1.2pct 至 9.8%，2024H1 公司净利率修复至 10.6%。

图 5：2024H1 公司盈利能力同比修复



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：2022-2024H1 汇兑收益致财务费用率为负



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：塑料行业指数走势



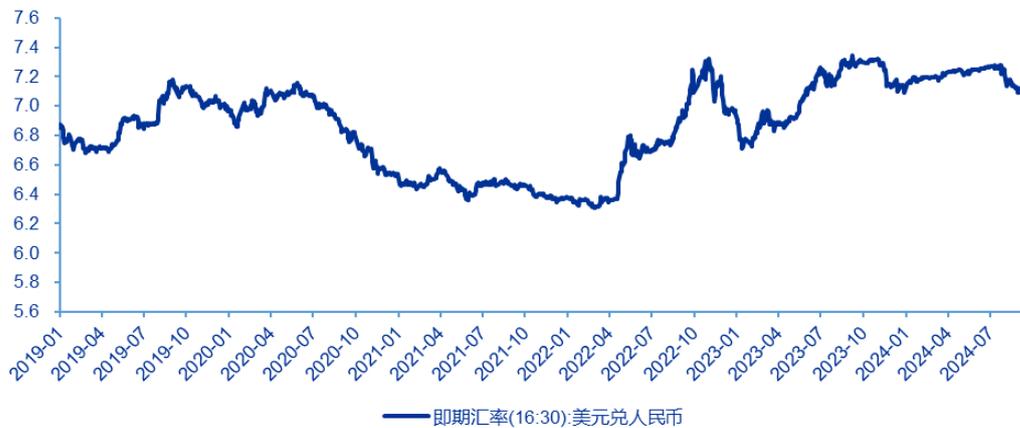
资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

图 8：钢材综合价格指数走势



资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

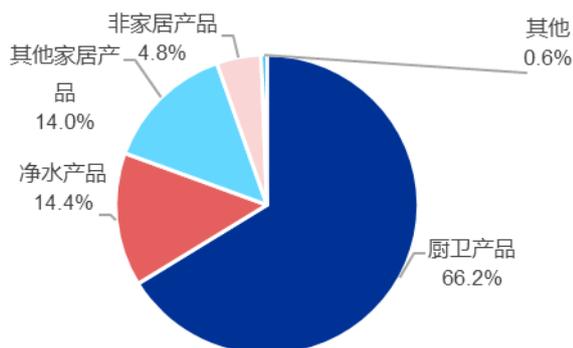
图 9：美元兑人民币汇率走势



资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

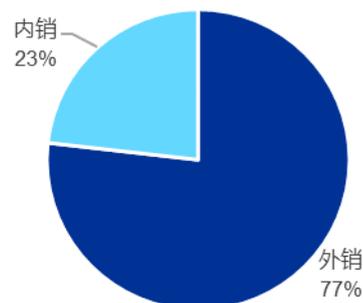
深耕厨卫、净水等大健康业务，国外、国内多元布局。 1) 从业务类型看，公司涵盖厨卫产品（淋浴、龙头、进排水等）、净水产品（净水器、净水配件）、其他家居产品（空气处理产品、护理产品、家电配件等）、非家居产品（汽车配件等）四大业务类型，2023 年收入占比分别为 66.2%、14.4%、14.0%、4.8%。2) 从市场区域看，公司在深化国际化布局的同时，布局国内市场，2023 年公司外销、内销收入占比分别为 77%、23%。

图 10：2023 年公司核心业务收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：2023 年公司外销、内销收入占比 77%、23%

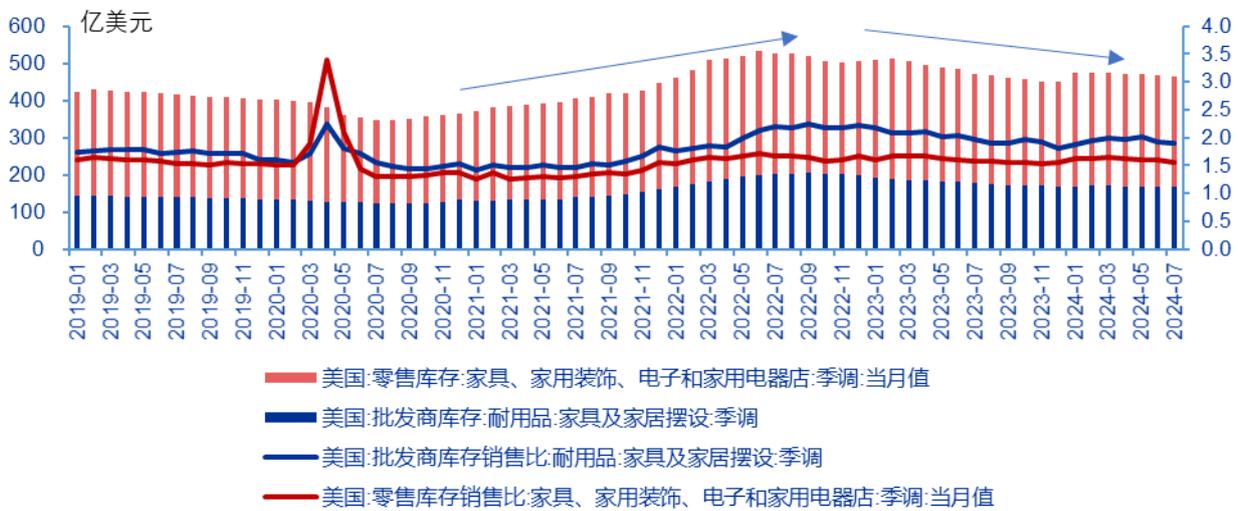


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 行业：补库及降息催化下，厨卫等出口有望回暖

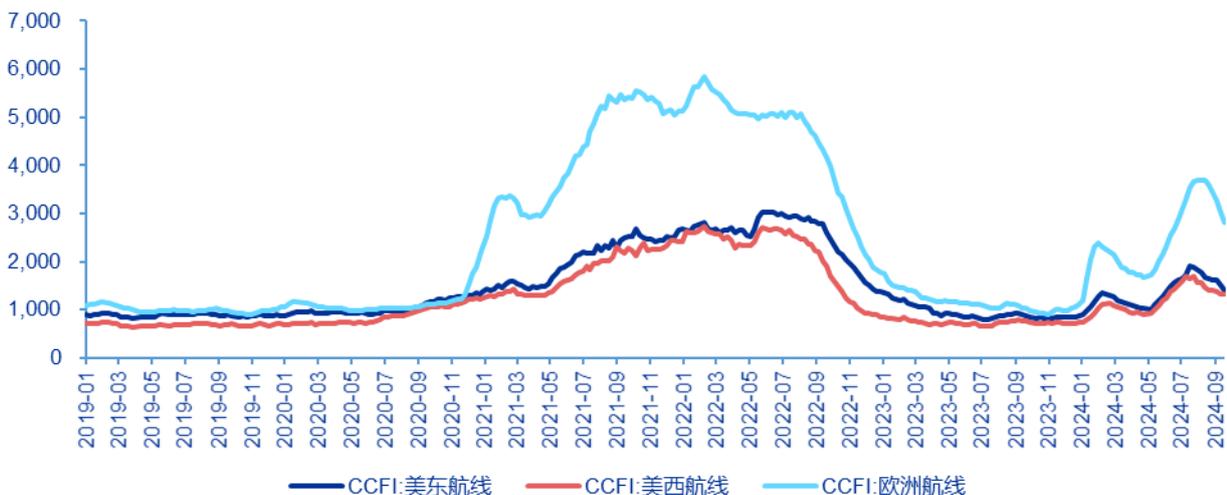
库存：前期海外高库存逐步消化，2024 年补库行情演绎。 2021、2022 年海运费高企，海外客户加大产品采购，从美国批发商及零售加总家具库存看，2022 年 6 月库存见顶。2022、2023 年海外高通胀压力下消费承压，海外消费以消化高库存为主，以美国批发商及零售加总家具库存看，2023 年 12 月合计库存已由 2022 年 6 月的峰值 534 亿美元降至 449 亿美元，下降 16%。伴随海外库存消化，补库行情演绎，以美国批发商及零售加总家具库存看，2024 年 7 月合计库存为 465 亿美元，较 2023 年 12 月增长 3%。

图 12：2023 年美国高库存逐步消化，2024 年补库行情演绎



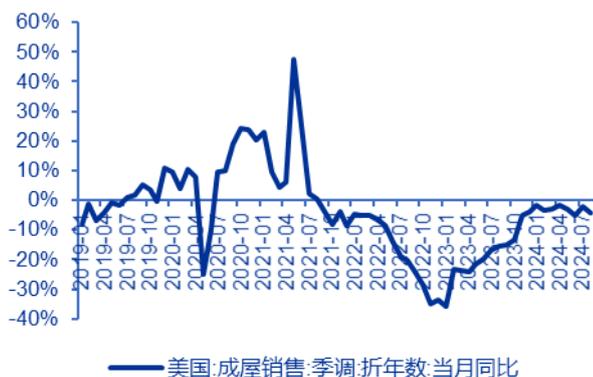
资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

图 13：海运费价格走势（1998 年 1 月 1 日=1000）

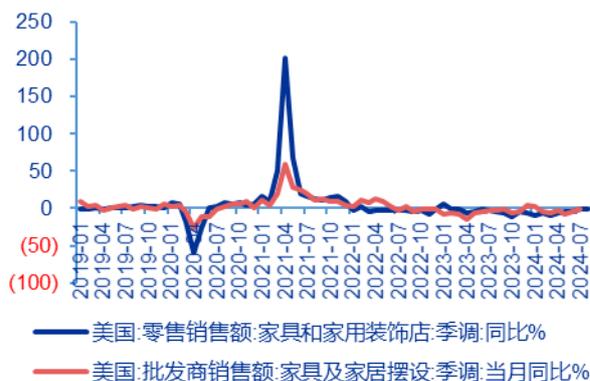


资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

美国成屋销售降幅收窄，降息等催化下家具消费有望回暖。复盘美国家具市场消费，美国家具零售消费与成屋销售具备一定相关性，但波动小于成屋销售，主要系美国家具消费同时与自身置换、更新周期相关。2024 年以来美国成屋销售同比降幅有所收窄，2024 年 9 月 19 日，美联储将联邦基金利率下调 50 个基点至 4.75%~5.00%，降息有望拉动美国成屋销售，因此美国家具消费亦有望回暖。

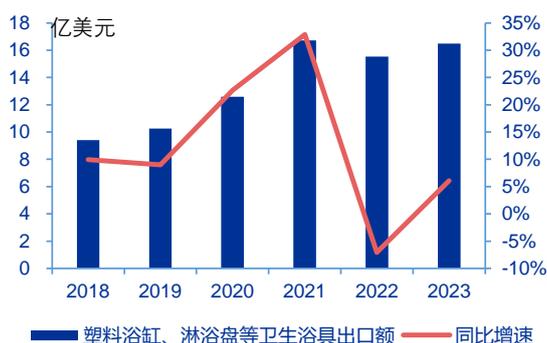
图 14：2024 年美国成屋销售降幅收窄


资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

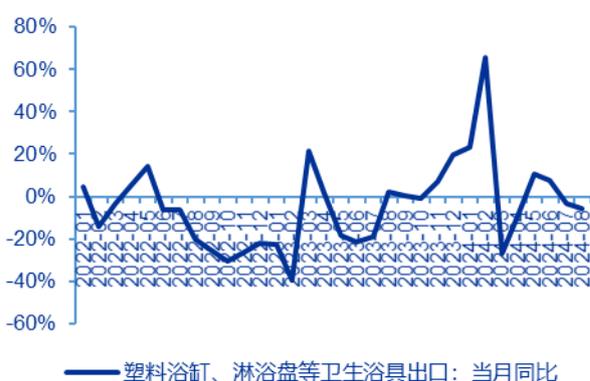
图 15：美国家具销售额月度同比增速


资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

前期库存消化、家具消费有望回暖，厨卫出口迎来修复。受海外高库存、高通胀影响，2022、2023 年我国塑料浴缸、淋浴盘、洗涤槽等及类似卫生洁具出口额分别同比-7.1%、+6.1%，龙头等出口额分别同比+9.6%、-8.8%，出口整体承压。伴随前期库存消化，2023 年底以来厨卫出口迎来修复，2024 年 1-8 月塑料浴缸、淋浴盘、洗涤槽等及类似卫生洁具出口额累计同比增长 2.7%，2024 年 1-8 月龙头等出口额累计同比增长 6.3%。伴随前期库存消化、美国降息有望拉动家具消费回暖，厨卫出口等有望持续修复。

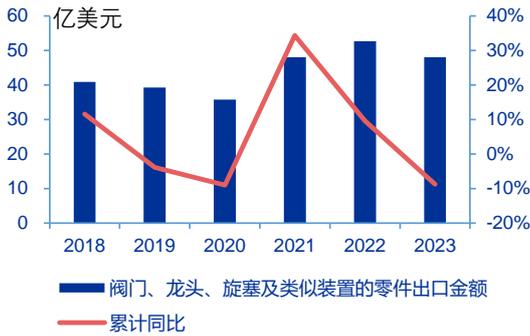
图 16：2023 年塑料卫生洁具出口额同比+6.1%


资料来源：海关总署，申万宏源研究

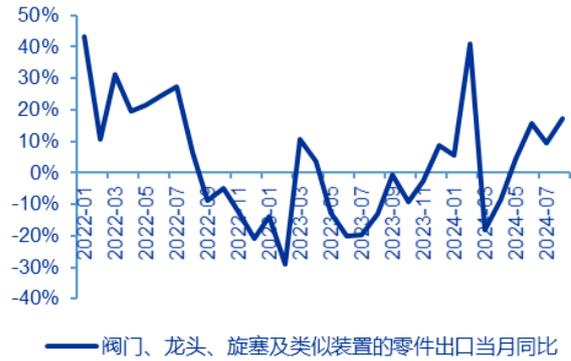
图 17：2023 年底以来塑料洁具出口额同比有所修复


资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 18：2023 年龙头等出口额同比-8.8%
图 19：2023 年底以来龙头等出口额同比有所修复



资料来源：海关总署，申万宏源研究



资料来源：海关总署，申万宏源研究

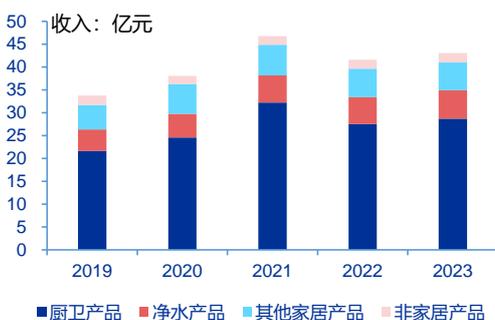
3. 公司：研发智造构筑产品优势，渠道开拓提供增长动能

产品方面，公司深耕厨卫市场，积极推行品类拓展及新品迭代，厨卫主业增长修复，新品类新产品有望贡献新增量；**客户方面**，公司挖潜存量客户、开拓增量客户，通过美国子公司加强本地化运营，巩固客户粘性；**制造方面**，除国内产能布局外，公司扩充泰国基地产能、筹建墨西哥基地，强化全球化布局，同时推进数智转型，人效显著提升；**国内市场**，代工主业稳步增长，同时公司发力住宅、租赁、康养等工程渠道，加强“瑞摩、埃瑞德、水美乐”等自主品牌建设。

3.1 产品：深耕厨卫市场，新品迭代+品类拓展有望贡献增量

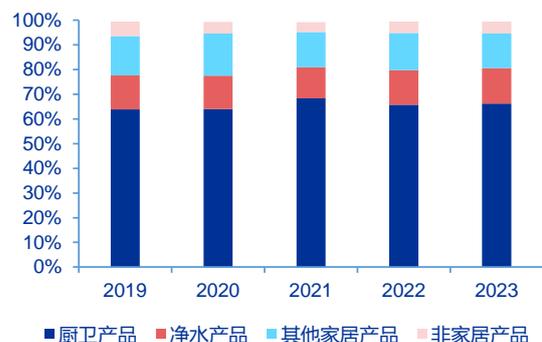
立足于厨卫主业，聚焦大健康产业多元布局。公司秉持技术驱动发展战略，坚持“智能、健康、绿色”的发展方向，聚焦并深耕大健康产业，依托深厚技术与高端制造优势，形成涵盖厨卫、净水、宜居空气、健康照护、制造服务、技术服务等在内的产业生态。2023年公司厨卫产品（淋浴、龙头、进排水等）、净水产品（净水器、净水配件）、其他家居产品（空气处理产品、护理产品、家电配件等）、非家居产品（汽车配件等）收入占比分别为66.2%、14.4%、14.0%、4.8%，分别较2019年+2.4、+0.5、-1.8、-1.2pct。

图 20：公司分产品收入情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

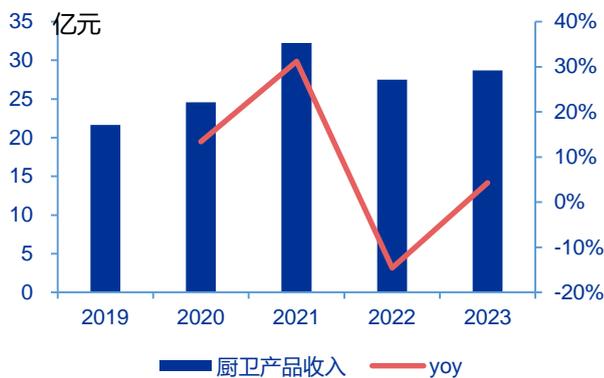
图 21：公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

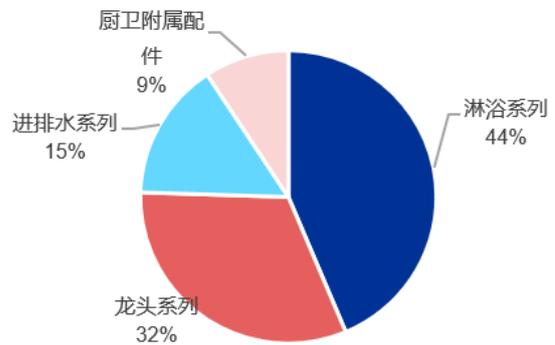
厨卫产品：花洒、龙头为主，新品迭代+大客户渗透率提升+新客户开拓，核心主业增长有望修复。2023年公司厨卫产品收入为28.70亿元，同比增长4.3%，收入占比为66.2%，2019-2023年厨卫产品收入CAGR为7.3%。公司厨卫业务细分为淋浴系列、龙头系列、进排水系列、厨卫附属配件系列等，2019年厨卫产品中四大类型产品收入占比分别为43.7%、31.8%、15.3%、9.2%。花洒品类，公司持续推进产品迭代升级；金属龙头品类，公司致力于提升大客户渗透率；淋浴门品类，公司推进新品迭代、数字化规模定制、提升大客户渗透率；智能马桶品类，公司着力产品研发、寻找意向客户，未来有望逐步量产。伴随海外补库行情演绎、公司推进产品迭代、提升客户渗透率、积极开发新客户新市场，厨卫核心业务增长有望逐步修复。

图 22：2023 年公司厨卫产品收入同比+4.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

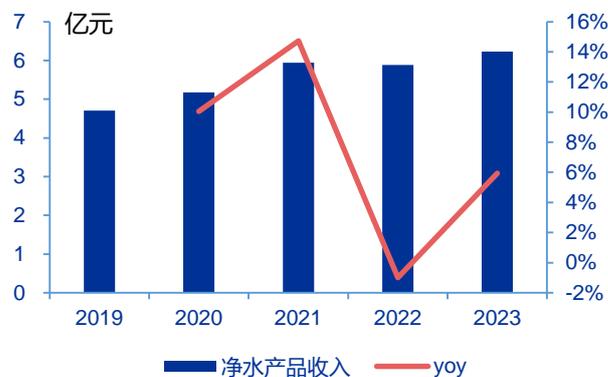
图 23：2019 年公司厨卫业务细分产品收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

净水产品：伴随泰国基地产能扩充，有望加强开拓外销市场。2023年公司净水产品收入为6.23亿元，同比增长5.9%，收入占比为14.4%，2019-2023年净水产品收入CAGR为7.3%。公司净水业务细分为净水器及净水配件，2019年净水产品收入中净水器及净水配件分别占比57.1%、42.9%。内销方面，公司持续巩固DOM客户优势，发力工程渠道，“水美乐”自主品牌逐步放量；外销方面，公司泰国基地产能扩充，将会加强海外市场开拓，预计增长有望提速。

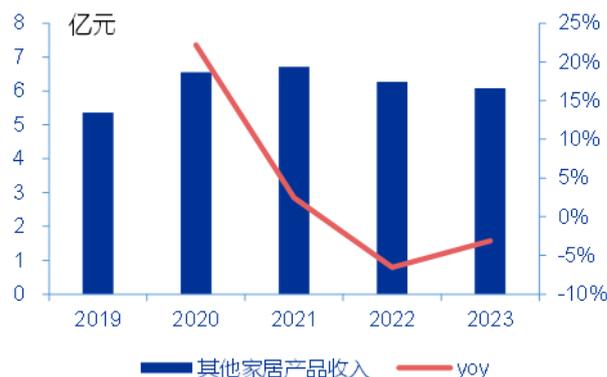
图 24：2023 年公司净水产品收入同比+5.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

其他家居产品：产品品类持续扩充，有望逐步贡献增量。2023 年公司其他家居产品收入为 6.08 亿元，同比下滑 3.1%，收入占比为 14.0%，2019-2023 年其他家居产品收入 CAGR 为 3.2%。公司其他家居业务细分为空气处理产品、护理产品、家电配件、管道安装产品等，2019 年其他家居产品收入中四类业务收入占比分别为 44.9%、20.0%、11.8%、23.3%。公司持续扩充护理等产品品类，伴随泰国工厂产能扩充提速大客户渗透率、持续开拓新客户，空气、护理等家居产品业务增长有望修复。

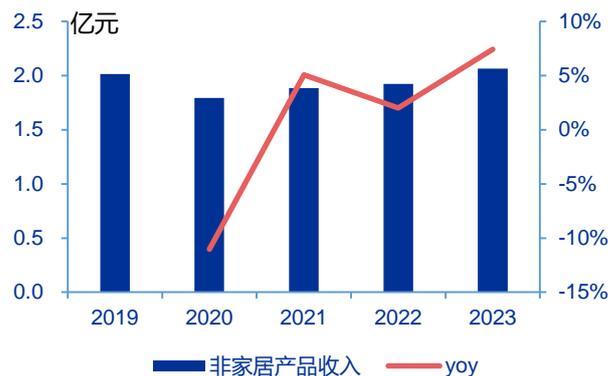
图 25：2023 年公司其他家居产品收入同比-3.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

非家居产品：汽车配件及装饰等为主，有望延续增长。公司非家居业务主要为汽车配件和装饰件等产品，2023 年非家居产品收入为 2.07 亿元，同比增长 7.4%，2019-2023 年非家居产品收入 CAGR 为 0.6%。对于非家居业务，公司持续扩充产品品类，提升大客户渗透率，积极开拓新客户，有望延续增长。

图 26：2023 年公司非家居产品收入同比+7.4%



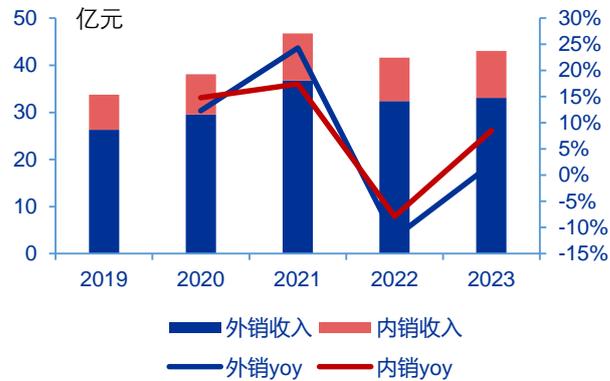
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 客户：挖潜存量开拓增量，本地化运营加强粘性

市场布局：外销为主，内销为辅。公司积极拓展海内外市场，战略性投建海外基地、完善业务协同布局、深耕存量客户、拓展增量客户，2023 年外销、内销收入分别同比

+2.1%、+8.6%。外销业务，公司以北美市场为主，近年来逐步拓展欧带市场，加强海外市场本地化运营，预计外销业务增长将会持续恢复。

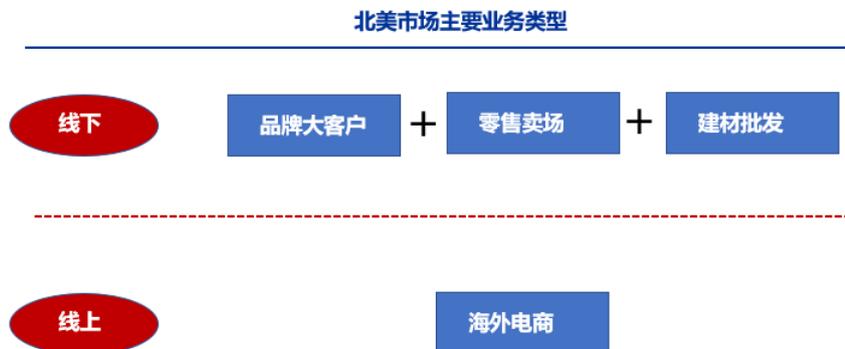
图 27：2023 年公司外销、内销收入分别同比+2.1%、+8.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

积极拓展多元客户、加强本地化运营，外销业务竞争优势持续巩固。对于海外市场，公司主要通过线下模式为客户提供 ODM/OEM 业务，下游客户以品牌大客户为主，如马斯科集团、科勒集团等全球厨卫品牌企业。同时公司还积极开拓零售卖场与建材批发客户，尤其 2023 年美国子公司“建霖科技（美国）有限公司”的落地，有效推动北美在地化服务能力提升，有利于增加客户粘性。基于集团多元化平台整合优势和国际化产品力与服务力，加之成本上涨压力下欧美卖场追求性价比、加速去中间化和自有品牌化的动能，为公司深入海外零售布局提供新机遇，公司与 Lowe’s、The home depot(THD)家得宝、德国 Hornbach 等卖场在部分品类已建立合作。公司品类供应齐全、积极推进产品迭代升级，供应链根基稳固，在开拓渠道客户时竞争优势显著。此外，近年来跨境电商业务发展势头较好，公司发挥家居供应链优势，逐步拓展海外跨境电商业务，布局亚马逊、wayfair 等，助力对终端消费趋势的洞察，以更好地迭代产品。

图 28：公司海外市场推行多元化渠道布局



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

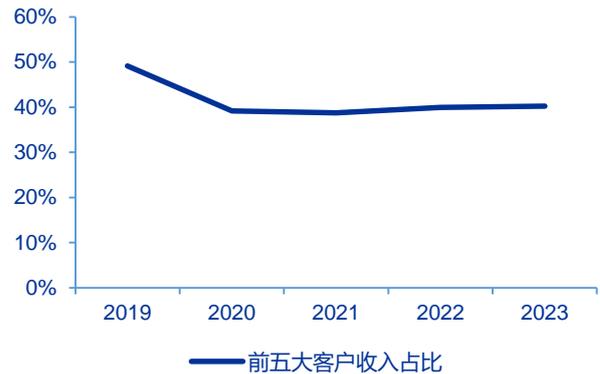
绑定优质客户资源，深化国际化布局。公司凭借多年运营储备，积累了大量优质客户资源，如科勒、马斯科、摩恩、洁碧、M、康丽根、骊住集团等国际知名企业，且

合作时长多数已经超 20 年。2019 年公司前五大客户分别为马斯科、科勒、洁碧、摩恩、康丽根，前五大客户收入合计占比为 49.1%，其中与马斯科、洁碧合作关系较为深厚，2019 年公司采购马斯科、洁碧的产品占其采购同类产品的 20%-50%。伴随持续开拓新客户，2023 年公司前五大客户收入占比已降至 40.2%。公司多元化品类、差异化渠道、国际化产能布局优势持续巩固，将有助于提升原有大客户渗透率及开拓新客户。

表 3：2019 年公司前五大客户情况

集团客户名称	销售收入 (亿元)	占收入的比例	采购发行人的产品占其采购同类产品的比重
马斯科集团	5.27	15.5%	20%-50%
科勒集团	4.19	12.3%	5%-20%
洁碧集团	2.88	8.5%	20%-50%
摩恩集团	2.54	7.5%	<5%
康丽根集团	1.78	5.3%	5%-20%
合计	16.66	49.1%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：2023 年公司前五大客户收入占比为 40.2%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：公司主要客户情况介绍

集团客户名称	合作开始时间	客户主要情况介绍
马斯科集团	2004年	马斯科集团成立于1929年，总部位于美国，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、建筑装饰产品和橱柜等，拥有DELTA和HANSGRÖHE等知名品牌
科勒集团	2002年	科勒集团成立于1873年，总部位于美国，在厨卫产品、发动机和发电系统、家具、家庭装饰、酒店服务产业以及一流高尔夫俱乐部等领域均处于全球领先地位
洁碧集团	2006年	洁碧集团成立于1962年，总部位于美国，是个人和口腔健康护理产品的领导企业
摩恩集团	2004年	摩恩集团成立于1937年，总部位于美国，是全球著名的高级水龙头、厨盆、卫浴五金配件的专业制造公司之一。摩恩集团为住宅和商业楼提供各种设计完善的厨房和浴室龙头、花洒、配件、浴室安全产品和厨盆
康丽根集团	2005年	康丽根集团成立于1936年，总部位于美国，是全球水处理解决方案的领导者，主要股东为Advent International
3M集团	2003年	3M集团成立于1929年，总部位于美国，是一家多元化技术公司，在全球范围内从事工业、安全与图形、健康护理、电子和能源以及消费类业务
美国阀门	2002年	美国阀门成立于1901年，其主要股东为GUTERMAN家族，总部位于美国。美国阀门主要生产无铅管道阀门、黄铜阀门、法兰球阀、热塑性阀门和柔性接头
弗格森集团	2004年	弗格森集团成立于1953年，是英国伦敦证券交易所上市公司（LSE：FERG），弗格森集团是全球领先的水暖产品销售商，主要经营区域包括美国、英国和加拿大

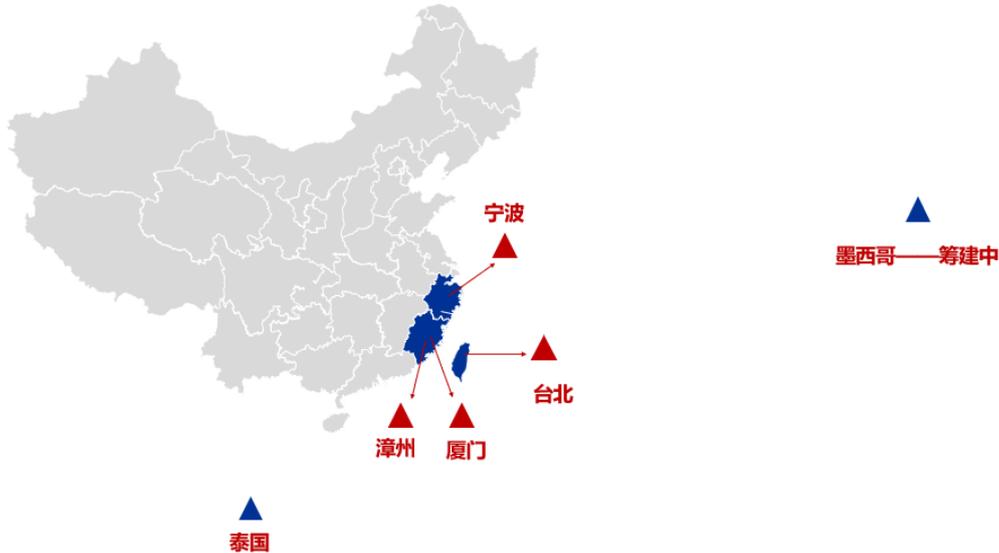
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3.3 制造：深化全球产能布局，数智转型提升运营效率

泰国基地产能扩产、筹建墨西哥基地，持续深化全球产能布局。公司拥有厦门、漳州、宁波、中国台北等多个生产基地，同时为加大国际市场布局，并进一步开拓东南亚市场，2019 年公司设立全资子公司泰国建霖。泰国建霖一期工厂已建设完成，涵盖卫浴、风口、汽车家电、净水等产线，正在有序生产中。当前泰国基地海外供应链能力持续提升，二期扩建项目顺利实施，扩大海外供应，且伴随产能爬坡盈利能力有望稳步提升。同时公司积极推进墨西哥等海外产能整体规划和布局，墨西哥基地方便就

近服务北美市场，缩短交付周期、节省运费，将更好满足海外市场客户订单和需求，增强公司核心竞争力。

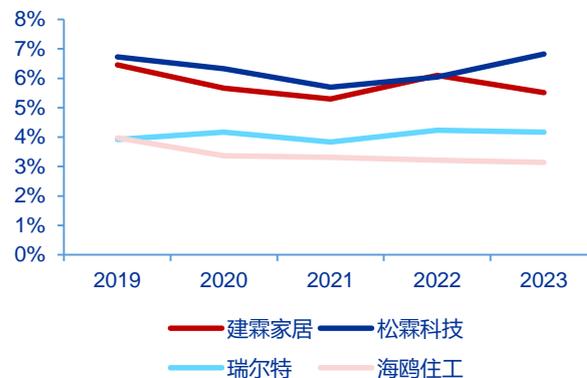
图 30：公司推进生产基地全球化布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

注重科技赋能、强化产品研发，构筑新品增长新动能。公司现有研发和技术人员 928 人，2023 年研发投入 2.39 亿元，约占总营收 5.5%，研发费用率位于行业可比公司前列。公司持续推进技术平台系统建设，强化研发创新能力，截至 2023 年底，有效授权专利总计 2197 项，以及累计获得软件著作权 51 项，2023 年新增授权专利 230 项，其中发明专利 19 项，占年度新增专利 8.3%，创近年新高。同时公司加快智能电子技术与智能家居产品等取得关键技术突破，加大产品创新力度，如磁吸花洒、激光感应面盆龙头等 6 个项目成果获得卫生陶瓷行业科技进步奖等。科技赋能下，公司立足健康家居产业，持续进行技术迭代与新品研发，夯实产品创新力、构筑新品增长新动能。

图 31：建霖及可比公司研发费用率

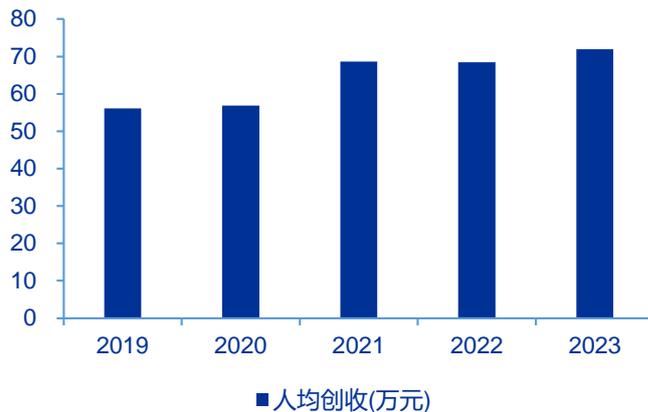


资料来源：公司公告，申万宏源研究

坚持数智转型，智能制造显著提升人效。公司坚持以人效倍增为目标，全面提升企业经营管理效率。数字化技术方面，公司加速全面数字化进程，在以 SAP 为主轴、

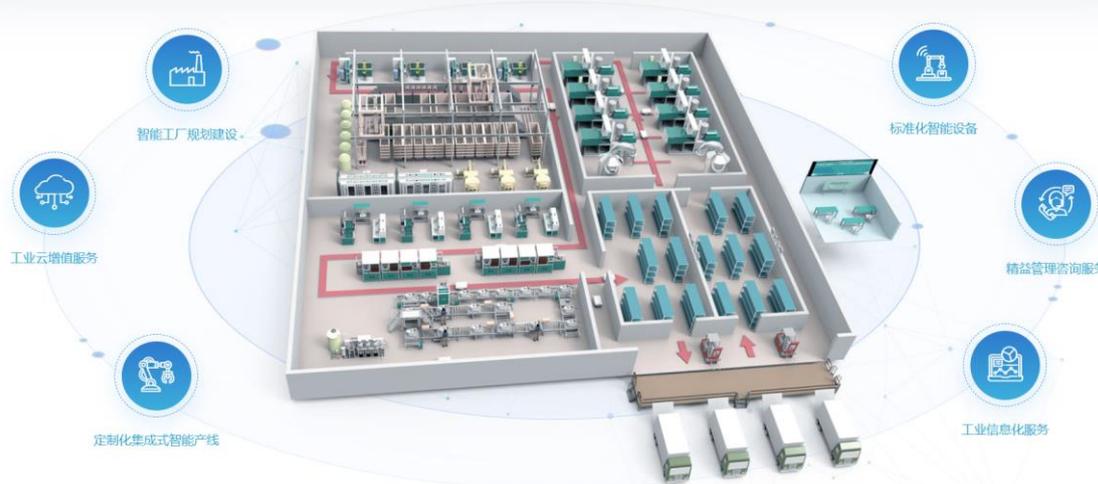
“1+8+7”数字化系统（一期）上线运行的基础上，2023年，公司继续推进数字化二期和三期项目实施完成，加快数字研发、智慧制造与供应链、智慧营销、智慧管理等数字智能平台建设，强化组织流程优化、运营机制创新及系统集成升级，助力市场拓展和提升客户体验。数字化智造方面，公司利用数字化构建完善物流体系、生产体系、销售体系等，强化数字化产线技术、智慧仓储物流技术、智能制造信息化技术等发展，持续推动生产提质增效、降本减存，让智能制造、智能运营成为公司的核心竞争力。2023年公司人均创收71.9万元，同比提升5.1%，较2019年提升28.2%，数智转型驱动下，人效提升显著。

图 32：2023 年公司人均创收较 19 年提升 28.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 33：公司智慧工厂为客户提供智能制造整体解决方案



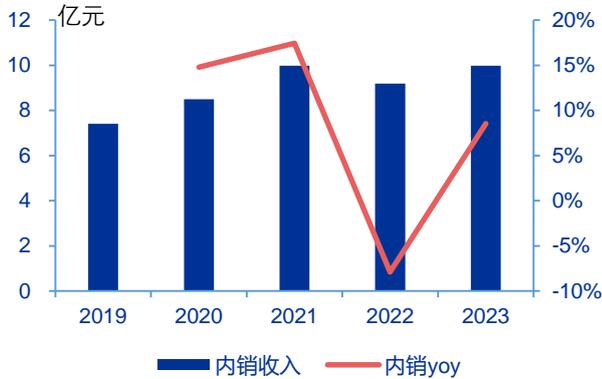
资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.4 国内：代工主业稳步增长，工程渠道+自主品牌有望放量

ODM 业务驱动下内销收入稳步增长，工程渠道、自主品牌未来有望逐步放量。近年来，公司持续推进渠道拓展和品牌建设，国内市场稳步增长，2023 年公司国内市场实现收入 9.98 亿元，同比增长 8.6%，收入占比为 23.0%，2019-2023 年公司内销收入 CAGR 为 7.8%。公司国内业务布局涵盖 ODM 业务、工程渠道、自主品牌三种类型，其中 ODM

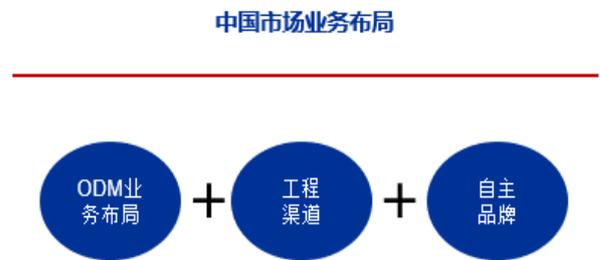
贡献主要收入，住宅、租赁、康养等工程渠道以及自主品牌建设正逐步推进，未来有望贡献业绩增量。

图 34：2023 年公司内销收入同比增长 8.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：公司国内市场主要业务布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

住宅、租赁、康养市场多元布局，积极发力工程渠道。 1) 住宅市场，公司依托全产业链优势，在住房逐渐回归居住属性、国家推进老旧小区改造、保障房建设的背景下，子公司“上海建霖智家”精心打造高品质家居产品及精装定制服务，布局健康厨卫、定制家居产品、健康环境电器产品等，服务网络覆盖 23 省、100+ 城市。2) 租赁市场，公司开拓公寓、酒店、医院等高端细分市场，发力场景设计及全卫定制。3) 康养市场，公司加快推进“智慧养老”、“健康养老”系列的适老化产品和辅具开发，进一步在康养空间设计及装修等方面深化产业链条，投资入股厦门慵享空间设计有限公司，通过提供快速交付暖心的适老化空间解决方案，营造高品质的“享老”环境。

图 36：上海建霖智家子公司主要产品类型



资料来源：公司官网，申万宏源研究

构建品牌矩阵打造品牌势能，线上+线下+商用积极推进渠道布局。 公司以科技重塑智能家居生活，逐步形成由「瑞摩」品牌（龙头、花洒、马桶等）、「埃瑞德」品牌（新风系统等）、「水美乐」品牌（台上净饮机、过滤器、净水器等）等构建的多品牌矩阵，并在销售渠道、产品研发、市场传播、组织运营等方面持续提升：1) 线上业务，依托电商平台、短视频、直播及社群运营等新传播途径，优化调整渠道结构；) 线下业务，覆盖国内

七大区域，升级城市经销商体系，形成城市多网点布局；3) 商用业务，携手星巴克、达美乐等咖啡、茶饮品牌及松赞等高端酒店，加速多元的渠道发展和业态融合，品牌影响力稳步增强。通过布局多维品牌矩阵丰富产品线，线上、线下、商用多渠道发力，未来自主品牌有望放量。

图 37：公司布局瑞摩、埃瑞德、水美乐多个自主品牌



资料来源：淘宝官方旗舰店，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

盈利预测及假设：

我们按照公司分业务板块对收入进行拆分：

1) 厨卫产品：公司厨卫产品以花洒、金属龙头、淋浴系统、淋浴门等为主，考虑公司持续进行产品迭代升级、挖潜存量客户、开拓新客户、海外产能布局提升供应链能力、强化本地化运营等，预计厨卫产品收入将会修复。我们预计 2024-2026 年公司厨卫产品收入分别为 33.82、39.18、44.57 亿元，分别同比增长 17.8%、15.8%、13.7%。

2) 净水产品：公司净水产品以净水器、净水配件为主，内销方面，公司持续巩固 DOM 客户优势，发力工程渠道，“水美乐”自主品牌逐步放量；外销方面，伴随公司泰国基地产能扩充，将会加强海外市场开拓。我们预计 2024-2026 年公司净水产品收入分别为 7.48、8.82、10.32 亿元，分别同比增长 20.0%、18.0%、17.0%。

3) 其他家居产品：公司其他家居产品以空气处理产品、护理产品、家电配件、管道安装产品等为主，考虑公司持续进行品类拓展；内销方面，挖潜客户增量，发力工程渠道，“埃瑞德”自主品牌逐步放量；外销方面，公司发力零售卖场等大客户。我们预计 2024-2026 年公司其他家居产品收入分别为 7.05、8.11、9.33 亿元，分别同比增长 16.0%、15.0%、15.0%。

4) 非家居产品：公司非家居产品以汽车配件、装饰件等为主，考虑公司持续扩充产品品类，提升大客户渗透率，泰国基地产能扩充强化供应链优势。我们预计 2024-2026 年公司非家居产品收入分别为 2.38、2.71、3.07 亿元，分别同比增长 15.0%、14.0%、13.0%。

表 5：建霖家居收入拆分及预测

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	41.86	43.34	51.03	59.13	67.58
yoy	-11.2%	3.5%	17.8%	15.9%	14.3%
分产品拆分					
厨卫产品	27.52	28.70	33.82	39.18	44.57
yoy	-14.6%	4.3%	17.8%	15.8%	13.7%
净水产品	5.88	6.23	7.48	8.82	10.32
yoy	-1.0%	5.9%	20.0%	18.0%	17.0%
其他家居产品	6.28	6.08	7.05	8.11	9.33
yoy	-6.5%	-3.1%	16.0%	15.0%	15.0%
非家居产品	1.92	2.07	2.38	2.71	3.07
yoy	2.0%	7.4%	15.0%	14.0%	13.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

考虑公司持续进行产品迭代升级、挖潜存量客户、开拓新客户；外销业务，海外产能布局提升供应链能力、强化本地化运营等；内销业务，巩固 ODM 客户优势，发力工程渠道，加强自主品牌布局。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 51.03、59.13、67.58 亿元，同比增速分别为 17.8%、15.9%、14.3%；预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.13、6.00、7.00 亿元，同比增速分别为 20.7%、16.9%、16.8%。

4.2 估值

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.13、6.00、7.00 亿元，同比增速分别为 20.7%、16.9%、16.8%，当前市值（2024/9/25）为 49 亿，对应 2024-2026 年 PE 分别为 10、8、7 倍。

建霖家居立足于厨卫主业，聚焦大健康产业进行品类拓展，外销业务迎来修复，内销市场逐步发力。公司厨卫主业增长有望所修复，新品类新产品有望贡献新增量；客户方面，通过美国子公司加强本地化运营，巩固客户粘性；制造方面，公司扩充泰国基地产能、筹建墨西哥基地，强化全球化布局，同时推进数智转型，人效显著提升；国内市场，代工主业稳步增长，同时公司发力住宅、租赁、康养等工程渠道，加强“瑞摩、埃瑞德、水美乐”等自主品牌建设。我们采用可比公司估值法，选取松霖科技（厨卫出口代工）、瑞尔特（卫浴及配件出口代工）、匠心家居（家居出口代工）作为可比公司，参考可比公司 2024 年 PE 均值 14 倍，我们给予建霖家居 2024 年 14 倍 PE，则建霖家居市值为 72 亿，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：建霖家居及可比公司估值对比

股票代码	企业名称	总市值 24/9/25	归母净利润			归母净利润同比增速			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603992.SH	松霖科技	65	4.73	5.80	6.78	34.3%	22.5%	16.9%	14	11	10
002790.SZ	瑞尔特	32	2.42	2.96	3.53	10.7%	22.2%	19.5%	13	11	9
301061.SZ	匠心家居	81	5.27	6.21	7.45	29.3%	17.80%	20.0%	15	13	11
	均值								14	12	10
603408.SH	建霖家居	49	5.13	6.00	7.00	20.7%	16.9%	16.8%	10	8	7

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

注释：匠心家居为申万轻工预测，瑞尔特、松霖科技为同花顺 ifind 一致预测

5. 风险提示

海外需求修复不及预期。公司外销收入占比高，若欧美等海外市场需求修复不及预期，则会影响公司经营业绩。

客户拓展不及预期。公司业务模式以 ODM/OEM 代工为主，公司积极推进新客户开拓，若客户拓展不及预期，则会影响公司经营业绩。

附表

表 7: 利润表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,186	4,334	5,103	5,913	6,758
营业收入	4,186	4,334	5,103	5,913	6,758
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
营业总成本	3,723	3,866	4,598	5,310	6,042
营业成本	3,170	3,208	3,761	4,340	4,934
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	24	22	26	30	34
销售费用	130	153	194	225	257
管理费用	233	261	316	367	419
研发费用	256	239	291	337	385
财务费用	-89	-17	10	12	13
其他收益	40	36	36	36	36
投资收益	-36	33	33	33	33
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	19	-14	0	0	0
信用减值损失 (损失以“-”填列)	12	-31	0	0	0
资产减值损失 (损失以“-”填列)	-13	-15	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1	1
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
营业利润	486	479	575	673	787
营业外收入	5	0	0	0	0
营业外支出	3	4	0	0	0
利润总额	489	475	575	673	787
所得税	31	51	63	74	87
净利润	458	424	513	599	700
持续经营净利润	458	424	513	599	700
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	-1	0	0	-1
归属于母公司所有者的净利润	458	425	513	600	700
其他综合收益的税后净额	13	11	5	5	5
综合收益总额	471	435	518	604	705
归属于母公司所有者的综合收益总额	471	436	518	605	705
基本每股收益	1.03	0.96	1.15	1.34	1.56
全面摊薄每股收益	1.02	0.95	1.15	1.34	1.56
当期发行在外总股数	449	449	448	448	448

资料来源: 同花顺 ifind, 申万宏源研究

表 8：资产负债表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	612	478	636	772	1,032
交易性金融资产	293	307	322	336	351
衍生金融资产	0	0	0	0	0
经营性应收款项	908	1,092	904	1,004	1,054
应收票据、应收账款及应收款项融资	677	1,029	840	940	990
应收账款	618	989	800	900	950
应收票据及应收款项融资	60	40	40	40	40
其他应收款	211	37	37	37	37
预付款项	20	27	27	27	27
存货	594	664	752	868	987
合同资产	87	77	96	112	125
其他流动资产	335	446	446	446	446
持有待售资产及其他	0	0	0	0	0
流动资产合计	2,829	3,064	3,156	3,538	3,994
固定资产	1,230	1,307	1,536	1,635	1,705
在建工程	78	78	278	578	878
无形资产类	144	159	159	159	159
无形资产	144	158	158	158	158
商誉	0	1	1	1	1
开发支出	0	0	0	0	0
长期待摊费用	11	5	5	5	5
递延所得税资产	13	21	22	25	27
其他非流动资产	22	22	60	30	30
使用权资产及其他	73	43	43	43	43
非流动资产合计	1,571	1,634	2,103	2,476	2,847
资产总计	4,400	4,699	5,259	6,014	6,841
短期借款	246	200	250	300	330
短期借款	208	182	250	300	330
一年内到期的非流动负债	39	18	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0
经营性应付款项	829	1,163	1,254	1,447	1,645
合同负债	58	62	62	62	62
其他应付款	257	84	84	84	84
其他流动负债	11	11	11	11	11
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,401	1,520	1,660	1,903	2,131
长期借款	38	7	7	7	7
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	36	44	44	44	44
递延所得税负债	2	1	1	1	1
租赁负债及其他	50	27	27	27	27
非流动负债合计	126	79	79	79	79
负债合计	1,527	1,599	1,739	1,982	2,210
股本	449	449	448	448	448
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,069	1,067	1,051	1,051	1,051
减：库存股	59	58	58	58	58
其他综合收益	-9	2	12	27	47
盈余公积	155	187	225	270	323
未分配利润	1,268	1,452	1,841	2,293	2,821
专项储备及其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	2,873	3,098	3,518	4,030	4,630
少数股东权益	0	2	2	2	1
股东权益合计	2,873	3,100	3,520	4,031	4,631
负债和股东权益总计	4,400	4,699	5,259	6,014	6,841

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

表 9：现金流量表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	458	424	513	599	700
计提的资产减值准备	1	46	0	0	0
信用减值损失	131	0	0	0	0
固定资产折旧	31	161	171	201	231
无形资产摊销	6	25	0	0	0
长期待摊费用摊销	-1	6	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	2	-1	-1	-1	-1
公允价值变动损失 (收益以“-”号列示)	12	14	0	0	0
财务费用 (收益以“-”号列示)	36	11	10	12	13
投资损失 (收益以“-”号列示)	7	-33	-33	-33	-33
递延所得税资产减少 (增加以“-”列示)	2	-7	-1	-3	-2
递延所得税负债增加 (减少以“-”列示)	1	-1	0	0	0
存货的减少 (增加以“-”列示)	122	-68	-88	-116	-119
经营性应收项目的减少 (增加以“-”列示)	308	-175	170	-116	-63
经营性应付项目的增加 (减少以“-”列示)	-308	175	91	193	198
其他-经营活动现金流	11	34	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	816	612	830	735	923
收回投资所收到的现金	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	0	33	33	33	33
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	1	0	1	1	1
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	0			
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	371	308	600	600	600
投资所支付的现金	0	0	15	15	15
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0			
投资活动产生的现金流量净额	-762	-437	-609	-535	-560
吸收投资收到的现金	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	330	208	68	50	30
收到其它与筹资活动有关的现金	53	38	0	0	0
筹资活动现金流入小计	383	247	68	50	30
偿还债务支付的现金	415	278	18	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	189	224	95	114	133
支付的其它与筹资活动有关的现金	107	78	18	0	0
筹资活动现金流出小计	712	581	131	114	133
筹资活动产生的现金流量净额	-329	-334	-63	-64	-103
现金及现金等价物净增加额	-231	-150	159	135	260
货币资金的期初余额	801	569	478	636	772
货币资金的期末余额	569	420	636	772	1,032

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。