

公司深度

建霖家居 (603408.SH)

轻工制造 | 家居用品

以稳健的增长基础，迎接需求复苏

2024年12月16日

评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	13.29
52周价格区间(元)	9.49-17.38
总市值(百万)	5948.30
流通市值(百万)	5948.30
总股本(万股)	44757.30
流通股(万股)	44757.30

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
建霖家居	4.89	29.28	20.71
家居用品	5.98	39.97	-1.13

杨甫

分析师

执业证书编号:S0530517110001
yangfu@hncasing.com

周心怡

分析师

执业证书编号:S0530524030001
zhouxin yi67@hncasing.com

相关报告

- 建霖家居 (603408) 三季报跟踪: 海外市场持续发力, 海外产能持续推进 2024-10-30
- 家电行业点评报告: 美联储降息已至, 关注地产链出口机遇 2024-09-23

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	4186.25	4333.76	5108.71	5903.55	6863.04
归母净利润(百万元)	458.06	424.83	511.03	591.00	704.75
每股收益(元)	1.023	0.949	1.142	1.320	1.575
每股净资产(元)	6.418	6.921	7.526	8.226	9.061
P/E	12.99	14.00	11.64	10.06	8.44
P/B	2.07	1.92	1.77	1.62	1.47

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 深耕厨卫产品, 高端代工出海。**公司深耕厨卫产品领域 30 余年, 精细管理和精益制造能力领先, 产品线日趋丰富, 供应链日趋完备。公司与国际一流品牌具备长期合作关系, 其代工的卫浴产品在海外市场销售广泛, 公司外销收入占比达到 76%, 北美市场占比较高。公司股权集中度较高, 经营架构稳定, 管理团队深度伴随公司发展。
- 扎实的财务表现, 坚定的成长基础。**公司稳健的经营风格带来扎实的财务回馈, 营收及利润规模体现增长态势, 净利率中枢保持在 10% 左右, 经营净现金流维持在利润的 1.3 倍左右。得益于良好的现金流表现, 公司实现了股东回报和资本开支的兼顾, 在保持分红率中枢 46% 的同时, 以较低的资产负债率持续推动产能建设, 相继在厦门、泰国、墨西哥等地布局新产线, 为后续增长打下基础。
- 降息周期已至, 北美需求复苏。**美国是公司的重要出口市场, 其主要客户包含多家北美一线品牌。受利率下降、通胀下行、房龄老化等多重因素影响, 北美地产有望迎来供需双宽格局, 推动房屋改造及改善性家装需求增长。预计北美家装需求将于 2024Q4 至 2025Q1 期间企稳, 于 2025Q2 开始重回增长通道。
- 结构需求有韧性, 本土市场企稳。**我国卫浴净水产品受地产周期波动, 总量增速向下收敛。近两年, 多部委出台增量政策, 地产市场止跌回稳动能增加。同时, “7090” 限制取消、一线城市房龄老化、城市更新措施加码, 在卫浴净水领域培育结构性需求。
- 盈利预测。**预计北美地产需求伴随降息周期重返复苏, 国内卫浴净水需求企稳, 同时公司在客户、产线、产能方面维持目前的扩张态势。基于以上假设, 预计公司 2024-2026 年实现营收 51.1 亿元、59.0 亿元、68.6 亿元, 同比增长 17.9%、15.6%、16.3%, 实现归属净利润 5.11 亿元、5.91 亿元、7.05 亿元, 同比增速 20.3%、15.6%、19.3%。公司现金流稳健分红率较高, 大力拓展海外头部客户, 持续推进海外产能, 有望受益于降息后的北美地产链需求, 对应 2024 年合理市盈率估值 14-16 倍, 合理区间 16.0 元-18.3 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 业务拓展不及预期, 贸易争端, 需求恢复不及预期**

内容目录

1 公司情况：深耕厨卫产品，主打海外市场	4
1.1 经营产品：厨卫代工出海，积极拓展品牌端和工程端.....	4
1.2 发展历程：丰富产品线，走向全球化.....	6
1.3 股权结构：股权集中度高，内部培育核心高管.....	7
2 业务情况：生产制造和研发优势明显，内外销经营稳健	8
2.1 全球化的产能布局及产线建设.....	8
2.2 持续的研发投入打造精益生产能力.....	9
2.3 海外市场稳健增长，国内市场多业态发展.....	10
2.4 稳健的经营效果，创造持续的现金流和股东回报.....	12
3 外销市场：北美为主，聚焦优势大客户	14
3.1 北美市场规模大，集中度较高，需求稳定.....	14
3.2 公司大客户竞争优势明显，市场份额稳定.....	17
3.3 降息周期释放北美地产需求，房龄老化催生改造动机.....	19
4 内销市场：结构性需求有韧性，自有品牌逐步发力	23
4.1 国内卫浴净水市场有空间，本土企业影响力提升.....	23
4.2 总量止跌企稳动能增加，结构性需求渗透率提升.....	25
4.3 公司内销业务基础好，收入渠道多端扩张.....	27
5 盈利预测	27
6 风险提示	28

图表目录

图 1：公司地区收入占比（%）.....	4
图 2：公司销售模式收入占比（%）.....	4
图 3：公司分产品收入占比（%）.....	4
图 4：公司前五名客户销售额占比（%）.....	4
图 5：公司发展历程.....	6
图 6：公司控制权结构.....	7
图 7：公司收入内外销结构（%）.....	12
图 8：公司营收规模及其增长率.....	13
图 9：公司利润规模及其增长率.....	13
图 10：公司单季度营收规模及其同比增长率.....	13
图 11：海外需求变化趋势.....	13
图 12：公司经营净现金流及比值.....	14
图 13：公司利润率情况.....	14
图 14：美国家装市场规模情况.....	14
图 15：美国家装零售商市场份额.....	15
图 16：美国历年成屋销售情况.....	15
图 17：美国住房的改善支出结构占比变化.....	16
图 18：美国住房的改善和维护支出数额.....	16
图 19：美国厨卫行业市场结构.....	17
图 20：美国卫浴市场终端需求情况.....	17
图 21：美国消费者购买厨卫产品的动机.....	17

图 22: 美国消费者购买厨卫产品的渠道.....	17
图 23: 马斯科营收和利润情况.....	18
图 24: 马斯科水暖产品的营收及其增速.....	18
图 25: 美国房屋销售量与 30 年期抵押贷款固定利率.....	19
图 26: 房屋空置率指标.....	20
图 27: 房屋供需缺口.....	20
图 28: 房屋建设材料成本涨幅.....	20
图 29: 劳动力招聘调查.....	20
图 30: 存量房贷利率分布.....	21
图 31: 美国房屋的房龄中位数.....	21
图 32: 部分年份所建房屋逐步进入翻新高峰期.....	21
图 33: 美国房屋改善和维修方面支出结构.....	22
图 34: 美国房屋家装开支需求预期趋势.....	22
图 35: 中国卫浴行业市场规模及其增速.....	24
图 36: 中国卫浴行业竞争格局.....	24
图 37: 中国卫浴行业产品结构.....	24
图 38: 中国净水器市场零售额及其增速.....	25
图 39: 中国净水器市场销售渠道占比情况.....	25
图 40: 中国房龄结构.....	26
图 41: 中国 15 年以上房屋占比前八省.....	26
图 42: 各国智能坐便器渗透率.....	26
图 43: 精装修智能坐便器配套率.....	26
图 44: 建霖家居境内营收情况.....	27
图 45: 房地产公司卫浴洁具类首选品牌.....	27
表 1: 公司主要产品.....	5
表 2: 公司核心高管情况.....	7
表 3: 公司主要客户情况.....	10

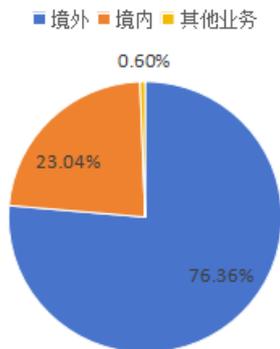
1 公司情况：深耕厨卫产品，主打海外市场

1.1 经营产品：厨卫代工出海，积极拓展品牌端和工程端

建霖家居主要从事厨卫产品（淋浴、龙头、进排水和厨卫附属配件）的研发、设计、生产、销售，是我国厨卫产品出口代工领域的领先企业。基于公司生产工艺广泛的适用性和较强的生产能力，公司产品线覆盖了净水器、空气处理器、护理产品、家电配件、管道安装、汽车配件等多品类产品。在经营模式上，公司采用的是以自产为主、外协为辅的生产模式和以 ODM/OEM 为主、自有品牌为辅的销售模式。同时，公司业务以外销为主，根据公司公告，2023 年公司外销比例为 76.36%，境外业务以北美市场为主。另外，凭借其突出的研发设计和先进制造优势，公司与主要国际知名厨卫和净水产品企业进行了长期稳定的合作，前五大客户占比常年稳定在 40% 左右。

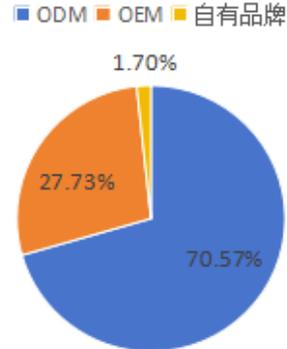
公司秉持技术驱动发展战略，坚持“智能、健康、绿色”的发展方向，聚焦并深耕大健康产业，通过战略性投建海外基地、完善业务协同布局、增强在地化供应能力等措施不断增强海外市场份额，扎实推进智能制造提质增效、丰富智能化家居产品及创新商业模式。根据 2023 年报，公司营收规模达到 43.34 亿元，同比增长 3.52%，实现归属净利润 4.25 亿元，同比下降 7.25%，现金分红总额为 1.96 亿元，每股股利 0.44 元，股利支付率为 46.02%。

图 1：公司地区收入占比（%）



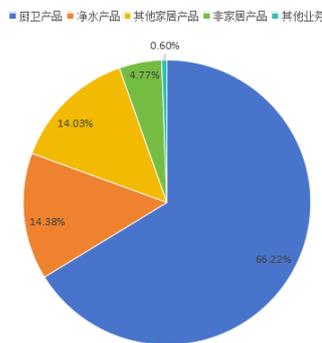
资料来源：财信证券，ifind

图 2：公司销售模式收入占比（%）



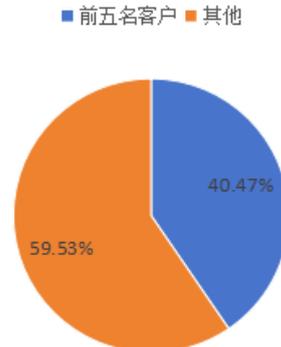
资料来源：财信证券，ifind

图 3：公司分产品收入占比（%）



资料来源：财信证券，ifind

图 4：公司前五名客户销售额占比（%）



资料来源：财信证券，ifind

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	
	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: 财信证券, 公司招股说明书

1.2 发展历程：丰富产品线，走向全球化

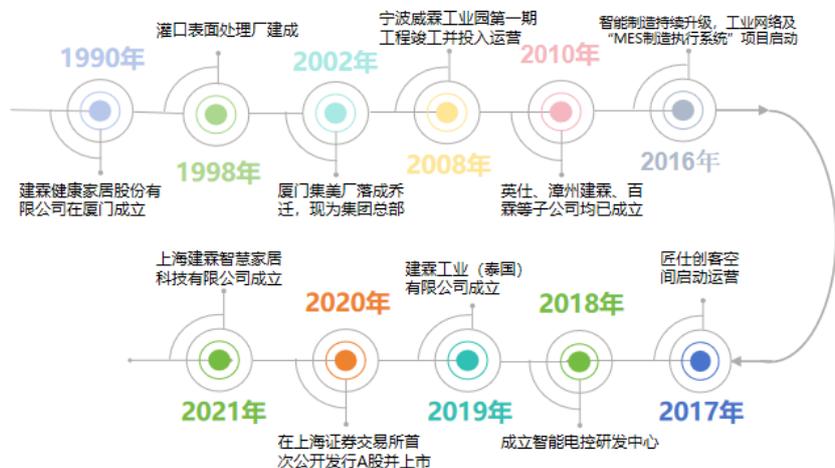
公司自 1990 年成立至今，大致可以分为三个阶段：

初创发展期。1990 年，厦门建霖健康家居股份有限公司拉开展序幕。1998 年，建霖灌口表面处理厂落成，初步具备表面处理能力。2003 年，公司召开了庐山会议，开启了集团化管理的征程。2006 年，建霖成立中央研究院，在节能环保材料技术、绿色表面处理技术、净水系统过滤技术、空气净化抗菌技术等方面获得了突破性的创新和长足的发展。2008 年，宁波威霖工业园第一期工程竣工落成并投用运营，厦门同安厂投入使用。2007-2010 年，英仕、漳州建霖、百霖等子公司相继成立。至此已基本形成多元化产品和产能发展格局。

智能制造期。2011 年，建霖开始在市场力、产品力、营运力、服务力等方面进行布局、构建和全面升级，从传统制造逐渐进入到智能制造领域。2012 年，公司从通路、产品、营运、文化等方面转型升级，立下“百年企业、永续经营”目标。2016 年，智能制造持续升级，工业网络及“MES 制造执行系统”项目启动，并获得了福建省工业和信息化高成长企业认定。2017 年，匠仕创客空间启动运营，同时，建霖工业设计中心获国家级工业设计中心认定，设计创新公共服务平台成立。2018 年，成立智能电控研发中心，专注智能电子技术的研究与应用。同年，原立霖子公司更名为“厦门阿匹斯智能制造系统有限公司”，深化智能制造服务。

突破发展期。2019 年，建霖工业（泰国）有限公司成立，开启国际化布局的新篇章。2020 年 7 月 30 日，在上海证券交易所首次公开发行 A 股并上市。2021 年，上海建霖智慧家居科技有限公司成立，拓展地产和工程渠道。同年，瑞摩宅兹（上海）科技有限公司成立，拓展自有品牌业务，旗下有“瑞摩”、“水美乐”、“埃瑞德”、“宅兹”这四个品牌。2022 年，厦门慵享空间设计有限公司成立，进一步布局工程端。2023 年，拟投资建设厦门建霖健康家居大健康产业园项目，加快布局康养产业。2024 年 2 月，泰国二期工厂竣工，预计明年初全线投产，有望扩大产能以满足海外市场的需求。2024 年 8 月，北京建霖智家科技有限公司成立，进一步推进智能家居建设。

图 5：公司发展历程



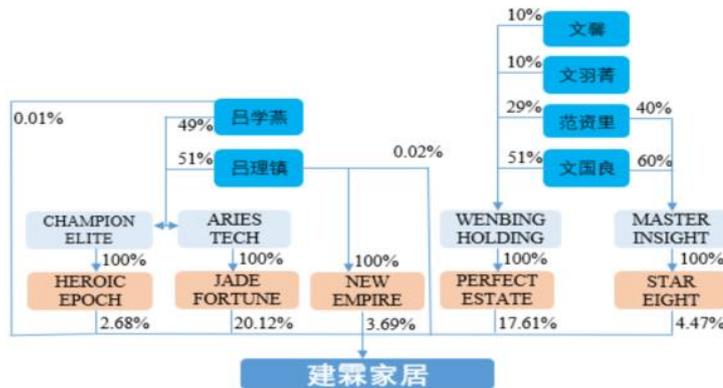
资料来源：公司官网，财信证券

1.3 股权结构：股权集中度高，内部培育核心高管

股权集中度高，一致行动人持股近半。根据半年报信息，公司实际控制人为吕理镇家族和文国良家族，两大家族组成一致行动人，合计持有公司股份 48.57%。其中：吕理镇先生和吕学燕系先生直系亲属关系，该家族通过 ARIES TECH, INC、CHAMPION ELITE LIMITED 持有 JADE FORTUNE LIMITED、NEW EMPIRE LIMITED 和 HEROIC EPOCH LIMITED 全部股权，合计间接控制公司 26.49%的股份；文国良先生与范资里女士、文羽菁、文馨系直系亲属关系，该家族通过 WENBING HOLDING LTD、 MASTER INSIGHT LIMITED 持有 PERFECT ESTATE LIMITED 和 STAR EIGHT LIMITED 全部股权，合计间接控制公司 22.08%的股份。

核心高管团队稳健，与公司发展长相伴。公司高管团队中，陈岱桦先生任公司董事长，涂序斌先生任公司执行总裁，张益升先生、徐俊斌先生任公司副总裁，汤慧玲女士任财务负责人，许士伟先生任公司董事会秘书。6 位高管工作经验丰富且入职公司时间已久，根据招股说明书信息，在公司发展历程中，陈岱桦先生通过 ALPHA LAND 参与持股、涂序斌先生的配偶廖美红女士参与持股、张益升先生通过富勒达参与持股，从经营层面和股权层面伴随公司一同经历不同阶段。

图 6：公司控制权结构



资料来源：公司公告

表 2：公司核心高管情况

姓名	职务	性别	年龄	简介
陈岱桦	董事长 总裁	男	54	中国台湾籍，毕业于台湾中原大学，研究生学历。曾任台湾飞利浦电子工业股份有限公司竹北厂工程师、上海灿坤实业有限公司事业部经理、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	执行总裁 副董事长	男	57	中国国籍，毕业于南京航空航天大学，本科学历。曾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	男	51	中国国籍,毕业于安徽工学院(现合肥工业大学)毕业,本科学历。曾任开封高压阀门厂助理工程师、欧普康光电(厦门)有限公司工程师、厦门宏辉护栏销售有限公司工程师、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。
徐俊斌	副总裁	男	49	中国国籍,毕业于西北轻工业学院(现陕西科技大学),本科学历。曾任南靖维峰机械工业有限公司职员、厦门尚贸家饰工业有限公司课长。2002年8月至今历任建霖有限课长、经理、协理和厦门英仕副总经理、厦门建霖健康家居股份有限公司监事、副总经理。2017年6月至今历任公司监事、副总经理,现任公司副总裁。
汤慧玲	财务负责人	女	48	中国台湾籍,毕业于台湾政治大学,研究生学历。曾任勤业众信会计师事务所查账员、台湾省中国科技大学约聘讲师、新竹市教会财务和康奈科技股份有限公司主办会计、九阳电子股份有限公司财务副理、巨茂光电(厦门)有限公司财务经理。2011年12月至今历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	男	45	中国台湾籍,毕业于台湾政治大学,研究生学历。曾任中租迪和股份有限公司专员、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:财信证券,公司公告,wind

2 业务情况: 生产制造和研发优势明显, 内外销经营稳健

2.1 全球化的产能布局及产线建设

迈向全球化的产能布局。公司主要产品以自产为主,少部分进行外协外购。公司有多处生产基地,主要在厦门、漳州、宁波、台湾以及海外地区(泰国、墨西哥)。其中厦门地区的生产基地主要包括厦门英仕、厦门百霖、厦门阿匹斯和一些灌口分厂,用于生产厨卫产品净水产品和护理产品。漳州地区的生产基地是漳州建霖实业有限公司,用于生产厨卫产品。宁波地区的生产基地是宁波威霖住宅设施有限公司,用于生产空气处理产品、管道安装产品等其他家居产品。台湾地区的生产基地是欣仕霖,用于生产无痕挂钩、水壶等非家居产品。现有的海外地区产能主要在泰国,以泰国建霖为生产基地,用于生产厨卫及空气产品,目前正推进墨西哥基地的产能建设。

以市场为导向的产线组合。公司将IPO募集的资金用于厨卫产品线扩产项目外,基于市场环境和公司发展战略,公司于2021年公告将对原募集资金投资项目净水产品线扩产项目变更为五金龙头扩产项目,形成年产400万套五金龙头加工能力的生产规模,以满足不断增长的五金龙头产品订单需求。2023年10月27日,公司拟将原“研发综合楼建设项目”募集资金专户中的全部资金变更用于“研发楼建设项目”,用于产品、工艺及材料研发,以加强公司科研能力。2023年12月12日,公司拟投资人民币5亿元建设大健康产业园项目,引进国内外先进设备及系统,集中开发并用于生产净水、康养个护、智能马桶等健康家居产品,该项目已于今年6月底开工。泰国基地分三期建设,截至2024

年 10 月，一期已经投产，二期共建设 5 栋厂房并已启用其中 4 栋，三期已做好土地储备。泰国基地一期二期合计满产产能设计值约 12 亿元，随着这部分产能利用率提升及配套率迁入，效益有望进一步优化。公司 10 月 26 日公告拟建墨西哥基地，贴近北美市场快速响应客户，投资金额总计 4000 万美元，先行通过租赁厂房形式投建产线，预计最快明年年中可出货。

精细高效化的生产组织。在高效化方面，目前，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。另外，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。同时公司引进了各类工业机器人、机械手臂等自动化控制设备，并已实现联网。在绿色环保化方面，公司通过改造注塑有机废气集气管道、使用低挥发性有机含量的环保型原辅材料、设置废气收集系统等措施，加强废气治理与减排工作。同时，公司还安装了在线过程监控设备，数据与环保局系统平台联网，按照环保排放标准，实时监控排水参数，以达到符合当地环境相关法律及法规。

2.2 持续的研发投入打造精益生产能力

完善的研发体系。公司的研发系统包括企业研究院、工业设计中心、智能电控中心、产品研发部、技术研发部，企业研究院一共包括健康厨卫研究所、水净化科学研究生、宜居空气研究所、绿色表面工程研究所等多个细分领域，专注于新材料、绿色表面工程、饮用水净化、宜居空气、健康厨卫等技术领域的研究。另外，公司目前已形成智能电子事业部和智能电子研究所，围绕人机交互、即热芯片、TOF 传感、智能控制、系统集成及物联网等领域展开产品研发、生产与应用，进一步推动家居产品智能化发展。经过多年的研发实践，公司在提案评估和规划、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。

全面的研发团队。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。公司还与外部技术单位展开合作，并与多所高校及研究机构在技术项目上构建产学研合作通道。根据公司年报，截至 2023 年公司的研发人员为 928 人，占比 15.4%。其中本科及以上学历的研发人员为 437 人，40 岁以下的研发人员为 694 人，公司研发团队趋于较高学历和年轻化。

稳定的研发投入。公司每年保持较高的研发费用率，根据公司年报，2018—2023 年研发费用率维持在 5%—6%。2023 年新增授权专利 230 项，总计 2197 项，其中新增发明专利 19 项，占年度新增专利 8.3%，创近年新高。同时，截至 2023 年，累计获得软件著作权 51 项。2024 年公司持续进行研发投入，前三季度的研发投入为 1.90 亿元，同比增

加 11.5%。持续的研发投入，为公司精益生产控制成本和快速响应市场需求的能力，提供了良好基础。

精细的工艺技术。公司秉持技术创新驱动发展经营战略，深耕厨卫、净水、宜居空气等领域，已经掌握了多样的表面处理技术、多样的五金成型工艺、液态硅胶包胶成型工艺、绿色镀膜技术、复合型新型材料开发技术、全热交换技术、静电驻极技术等多项核心技术，且磁吸花洒、激光感应面盆龙头等 6 个项目成果还获得了中国建筑卫生陶瓷行业科技进步奖等。另外，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。

2.3 海外市场稳健增长，国内市场多业态发展

外销规模稳定，持续开拓海外市场。根据公司年报，近年的外销比例一直保持在 76% 以上，为公司贡献了大部分收入。在外销上，公司是通过直销的方式与客户进行交易，并且与马斯科集团、科勒集团、摩恩集团等国际知名厨卫企业形成了相对稳定的合作关系，前五大客户占比自 2020 年上市以来便从之前的 50% 左右稳定在目前的 40% 左右，但五大客户的收入额从 2017 年—2023 年仍主要是上升的趋势，主要是由于公司总体收入规模的扩大稀释了前五大客户的份额。根据招股说明书，2017 年—2019 年，马斯科集团、科勒集团、摩恩集团、美国阀门、弗格森集团是公司 ODM 模式的主要客户，占主营业务收入的比例高达 40% 左右；洁碧集团、康丽根集团、3M 集团、麦格纳集团、Batesville Casket Company 是公司 OEM 模式下的主要客户，占主营业务收入的比例为 15%—20%。同时，公司深入海外零售布局，目前已与 Lowe’s、The home depot(THD)家得宝、德国 Hornbach 等卖场在部分品类建立合作，为扩大海外市场占有率提供了新的机会。公司还积极拓展跨境电商业务，通过宜居空气、厨房用品等产品的投放，公司 2023 年在亚马逊的销售额比 2022 年增长超 5 倍，通过跨境电商获得的订单占比已经提升至 8%。另外，2023 年，美国子公司“建霖科技（美国）有限公司”的设立进一步提升了在地化服务能力，增加了客户服务覆盖的广度和深度。

表 3: 公司主要客户情况

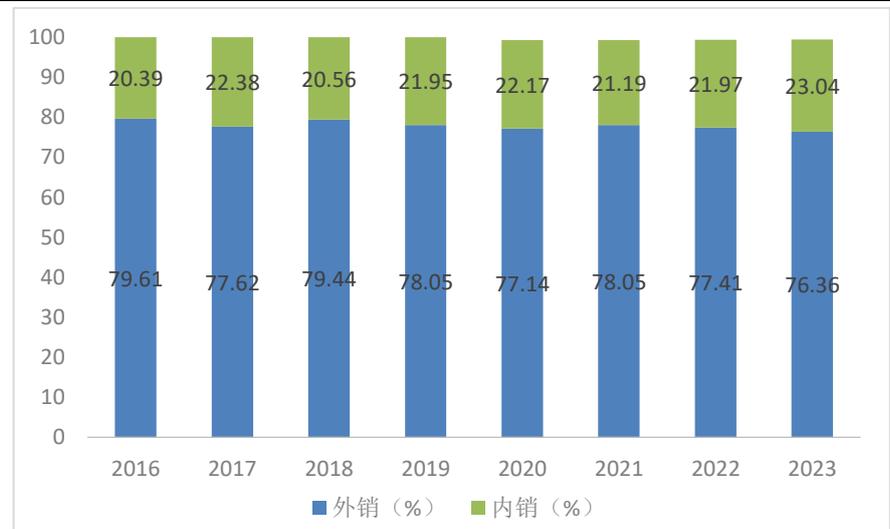
主要客户名称	简介
洁碧集团 (OEM 客户)	成立于 1962 年，总部位于美国，是个人和口腔健康护理产品的领导企业。洁碧集团是美国上市公司 CHURCH & DWIGHT CO., INC.(NYSE: CHD)的子公司, CHURCH & DWIGHT CO., INC.主要从事开发、生产和销售一系列的家居、个人护理产品和其他特色产品。公司自 2006 年开始与洁碧集团合作，主要向其销售厨卫产品和其他家居产品。
康丽根集团 (OEM 客户)	成立于 1936 年，总部位于美国，是全球水处理解决方案的领导者，主要股东为 Advent International。公司自 2005 年开始与康丽根集团合作，主要向其销售净水产品。

3M 集团 (OEM 客户)	成立于 1929 年,总部位于美国,是美国纽约证券交易所上市公司 (NYSE: MMM), 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。公司自 2003 年开始与 3M 集团合作, 主要向其销售厨卫产品和净水产品。
麦格纳集团 (OEM 客户)	成立于 1961 年,总部位于加拿大,是美国纽约证券交易所上市公司 (NYSE: MGA)。麦格纳集团主要从事设计、开发、制造汽车系统、总成、模块与组件, 并具备设计和组装整车的能力, 是全球领先的汽车供应商。公司自 2005 年开始与麦格纳集团合作, 主要向其销售汽车配件等非家居产品。
Batesville Casket Company (OEM)	成立于 1906 年,总部位于美国印第安纳州,其母公司 Hillenbrand, Inc. 是美国纽约证券交易所上市公司 (NYSE: HI)。Batesville Casket Company 是北美殡葬纪念品和葬礼仪式服务行业公认的领军企业。公司自 2005 年开始与 Batesville Casket Company 合作, 主要向其销售非家居产品。
马斯科集团 (ODM)	成立于 1929 年,总部位于美国,是美国纽约证券交易所上市公司 (NYSE: MAS), 截至 2019 年 12 月 31 日,马斯科集团股权较为分散,其中持股比例超过 5%的有 The Vanguard Group (持股 11.56%) 和 Blackrock, Inc. (持股 8.16%)。马斯科集团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, 拥有 DELTA 和 HANSGROHE 等知名品牌。马斯科集团是 2018 年美国 500 强企业之一, 公司自 2004 年开始与马斯科集团合作, 主要向其销售厨卫产品及部分其他家居产品。
科勒集团 (ODM)	成立于 1873 年, 其主要股东和实际控制人为科勒家族, 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。迄今, 科勒在中国已经拥有 11 座工厂、800 多家展厅和十几家设计体验中心。公司自 2002 年开始与科勒集团合作, 主要向其销售厨卫产品和部分其他家居产品。
摩恩集团 (ODM)	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。摩恩集团是美国纽约证券交易所上市公司 Fortune Brands Home&Security Inc (NYSE: FBHS) 的子公司。Fortune Brands Home&Security Inc 旗下共有厨柜、水暖、门和安全产品等四大业务, 公司自 2004 年开始与摩恩集团合作, 主要向其销售厨卫产品和净水产品。
美国阀门 (ODM)	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。公司自 2002 年开始与美国阀门合作, 主要向其销售厨卫产品和其他家居产品。
弗格森集团 (ODM)	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。公司自 2004 年开始与弗格森集团合作, 主要向其销售厨卫产品和其他家居产品。

资料来源: 财信证券, 公司招股说明书

加速布局工程端、品牌端和康养产业，扩展内销规模。根据公司公告，建霖家居的内销比例目前为 23%，以 ODM 和 OEM 为主。根据招股说明书，2017—2019 年自有品牌的销售收入占比较小，但增长较快，从 0.66% 上升到 1.18%，其中自有品牌的以经销渠道为主。近年来，公司也在加大国内投入，发力“地产精装、品牌升级、康养产业”等市场战略布局。**在工程端**，其子公司上海建霖智能家居科技有限公司和厦门慵享空间设计有限公司重点布局地产精装赛道，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，目前已经和中海、金地、碧桂园、中能建、绿城等多家房企开展了合作，加快推进地产精装修定制服务和保障性租赁住房配套升级。**在品牌端**，公司持续加强品牌投资力度，其子公司“瑞摩宅兹（上海）科技有限公司”逐步形成了“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。目前主要通过线下经销的方式在国内 26 个省市进行售卖，共有线下门店 300 多家，同时也在天猫、京东、抖音等多个电商平台进行销售。**商用业务上**，携手江浙沪的星巴克、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，初步建立了商用产品矩阵和稳定的供应链体系。**在康养产业方面**，公司不仅与厦门大学公共卫生学院开展居家康养项目合作升级康养产品的设计理念，还与地方政府和社区机构积极合作开展适老化改造项目，目前已经自主研发了自动升降类产品、功能扶手、马桶扶手架、老人淋浴椅等康养照护产品，且在建的大健康产业园有望为公司康养产业发展提供良好的支撑。

图 7: 公司收入内外销结构 (%)



资料来源: iFind, 财信证券

2.4 稳健的经营效果，创造持续的现金流和股东回报

增长内核稳定，冲击过后快速修复。基于前述的产线建设、研发管理和市场需求，公司的营收大体保持增长态势，根据公司财报，于 2021 年达到 47.12 亿元，而归属净利润则于 2022 年达到 4.58 亿元。2022 年期间，受海外库存积累、高利率抑制地产类需求等因素影响，美国家居批发商的销售额自 2022 年 4 月份开始环比下滑，我国出口的固定

卫生设备在 2022 年下半年也进入降速区间。自 2022 年三季度开始，公司的营收同比增速转负，并一直持续到 2023 年第二季度。不过得益于 ABS 塑胶、钢材等原材料的下降、人民币贬值、加工费用和直接人工费用减少的正向影响，以及公司积极推进数字化转型以提效降本带来的管理费用的下降，公司净利率维持稳中有升的态势。

图 8: 公司营收规模及其增长率



资料来源: 财信证券, wind

图 9: 公司利润规模及其增长率



资料来源: 财信证券, wind

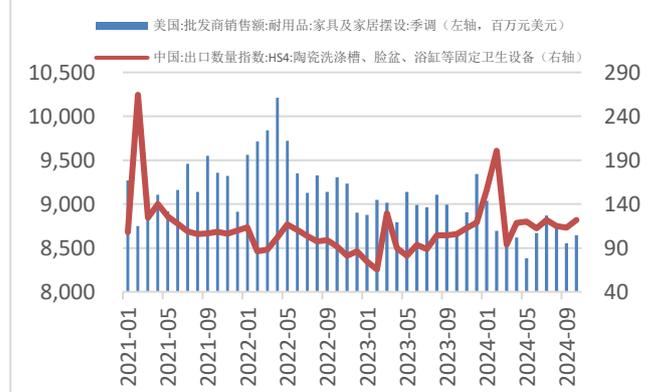
自 2023 年二季度开始，随着海外库存去化，部分终端客户开启补库存阶段，订单需求增加，公司营收同比下降幅度开始收窄，2023 年三季度营收增速转正。2024 年终端地产类需求依然受到高利率抑制，复苏力度并不十分明显，但 2024 年前三季度公司营收依然维持了同环比上升态势。

图 10: 公司单季度营收规模及其同比增长率



资料来源: 财信证券, wind

图 11: 海外需求变化趋势



资料来源: 财信证券, wind

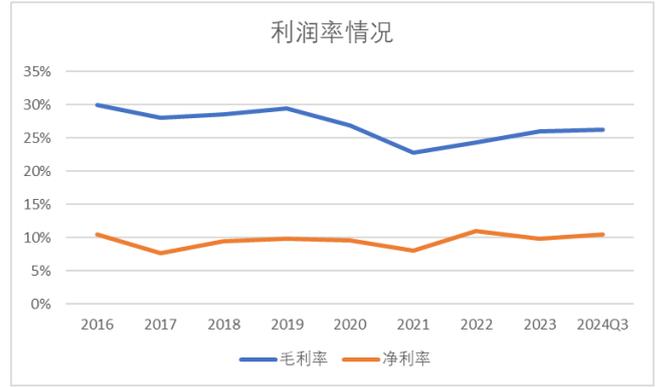
稳定的净利率，稳定的现金流，稳定的分红。根据公司公告，公司毛利率中枢约为 25%，受原材料价格变动及产品结构影响，有一定波动。公司的销售净利率稳定在 10% 左右，处于行业前列。公司为国际知名品牌供货，且自身生产制造管理流程在不断优化，高品质和精制造为公司创造了利润空间。公司现金流稳定，经营活动净现金流中枢约 4-5 亿元，以“经营活动现金流量净额/经营活动净收益”指标观察，该比值中枢约为 1.3-1.4。充沛的经营现金流也为公司的产线建设和股东回报提供了良好基础。公司在国内国外相继扩产的同时，维持了稳定分回报，最近三年公司现金分红比例中枢约为 46%，截止 2024Q3 的累计现金分红金额达到 10 亿元，超过 IPO 募资金额。

图 12: 公司经营净现金流及比值



资料来源: 财信证券, ifind

图 13: 公司利润率情况



资料来源: 财信证券, ifind

3 外销市场: 北美为主, 聚焦优势大客户

3.1 北美市场规模大, 集中度较高, 需求稳定

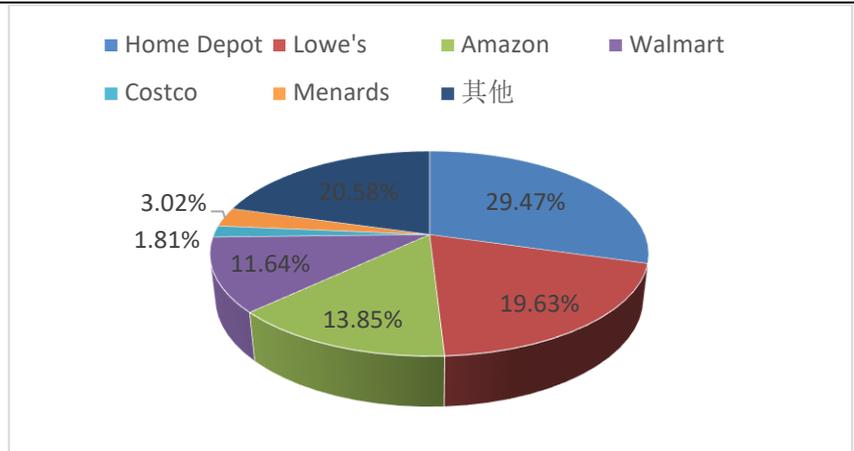
美国家装市场规模体量大, 全球占比高。美国是公司的重要出口市场, 据 statista 数据, 其家装市场规模 (Home improvement market size) 自 2009 年呈现增长态势, 2023 年规模达到 544.6 亿美元。占全球家装市场规模比例超过 50%, 具有重要的地位。美国市场的渠道集中度较高, 其中最大的两家建材家装零售企业家得宝和劳氏在美国家装行业的市占率合计近半, 几乎形成了双寡头竞争的局面, 对市场的影响力极大。

图 14: 美国家装市场规模情况



资料来源: statista, 财信证券

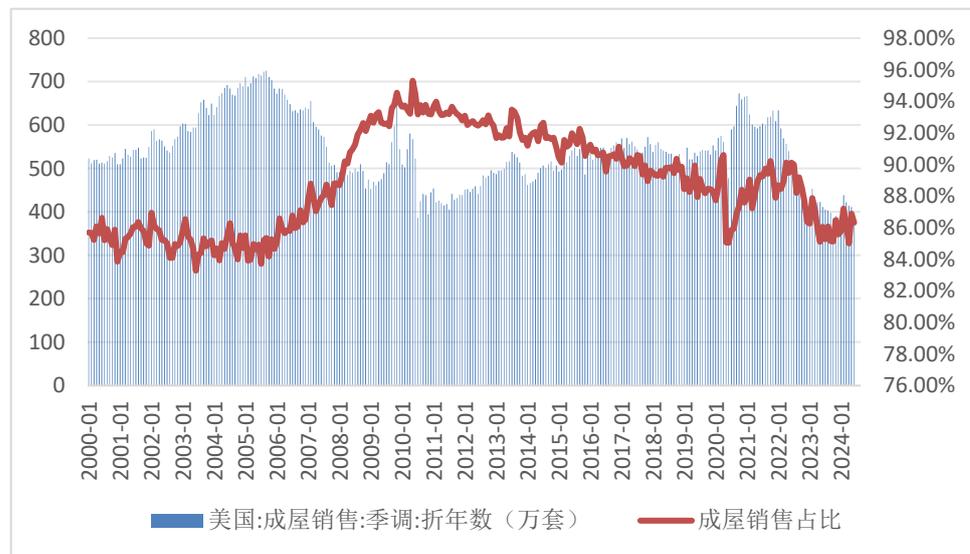
图 15: 美国家装零售商市场份额



资料来源: numerator, 财信证券

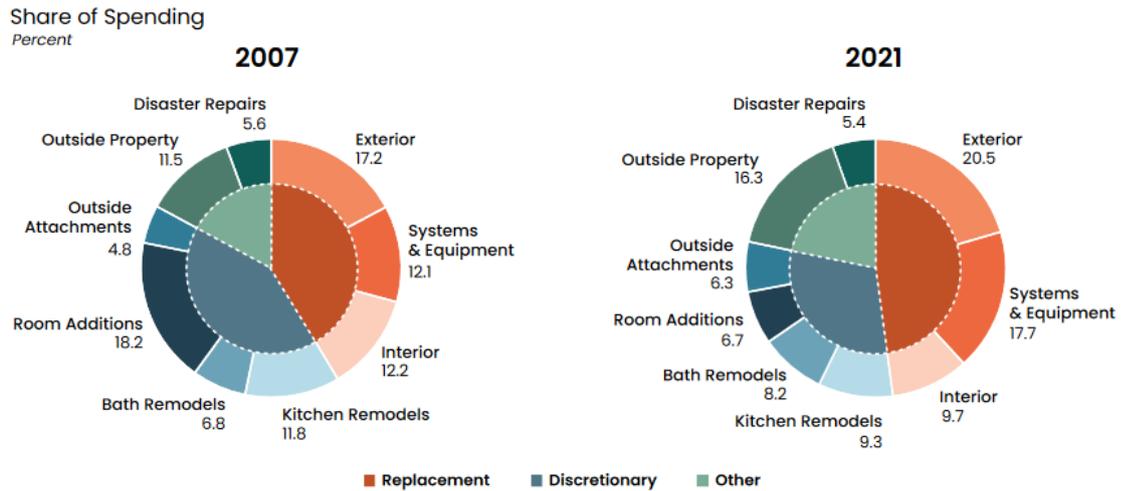
日常维护、线下住宅消费为厨卫行业的主导需求。根据 JCHS 数据, 美国房地产市场自 1970 年以来逐步进入以存量为主的后开发时代, 消费者对存量住房的改善和维护支出大体呈现逐年递增态势, 2021 年的开支接近 5000 亿美元, 其中房屋改进支出约 3310 亿美元, 房屋改进支出中的厨卫改造支出占比 17.5%, 超过 550 亿美元。从产品类别来看, 卫浴市场可以分为浴缸、水龙头、淋浴系统、盥洗池和其他, 其中水龙头市场 2023 年的市场规模占卫浴市场的比重为 18%, 处于主导地位, 且该市场的商用需求占比约 60% 左右。从终端需求来看, 2023 年卫浴市场中住宅市场占比为 66%, 为卫浴行业的主要市场。从消费者年龄分布来看, 35 岁以上的房主是住房改善的主力人群。根据 2023 年 TraQline 的数据, 从消费者购买动机来看, 消费者主要是由于日常维护、改造、重新装修等三大原因而购买卫浴产品, 其中日常维护是消费者购买厨卫产品的主要动力, 占比 53%。从购买渠道来看, 消费者主要通过线下渠道购买厨卫产品, 如家得宝、劳氏等家居零售店, 对零售商有强粘性, 主要原因是地理位置便利、价格优惠和产品种类丰富, 但是线上购买占比近年来稳步上升。

图 16: 美国历年成屋销售情况



资料来源: ifind, 财信证券

图 17: 美国住房的改善支出结构占比变化



资料来源: jchs.harvard.edu

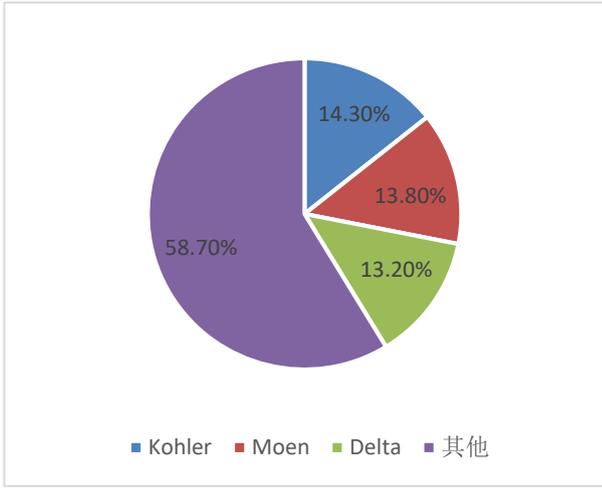
图 18: 美国住房的改善和维护支出数额



资料来源: jchs.harvard.edu, 财信证券

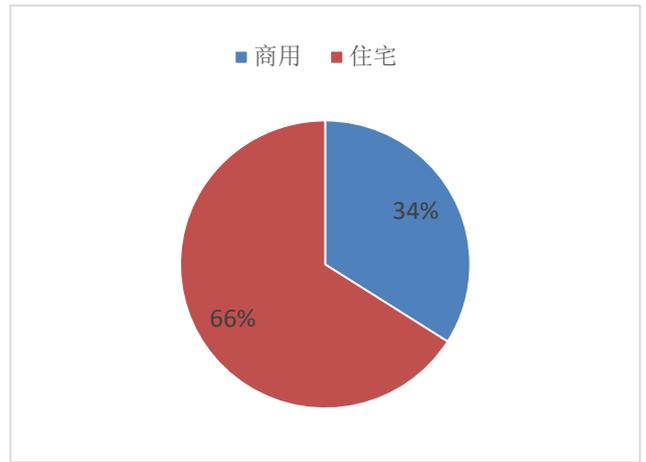
美国厨卫行业龙头主要是科勒、摩恩、Delta 和美标，集中度较高。美国家装市场主要是包括建材和家居消费，建材消费主要包含五金、木制家具、卫浴瓷砖等基础装修耗材。根据 NKBA 数据，更为细分的美国厨卫行业市场规模是 1790 亿美元，其中主要品牌为科勒、摩恩和 Delta（马斯克旗下品牌），2023 年的市占率分别是 14.3%、13.8%和 13.2%，行业集中度较高。在美国卫浴行业中，科勒、美标、TOTO、马斯科是头部企业，在浴室固定装置市场中，科勒和摩恩是主要的领导企业，2022 年的市占率分别为 22%和 16%。在浴室配件市场中，主要领导企业有 Delta Faucet、科勒、美标、TOTO、Pfister Faucets，市占率还比较分散，智能浴室配件的采用以及新水龙头、淋浴器等器件的升级，成为参与者争夺市场份额的契机。

图 19: 美国厨卫行业市场结构



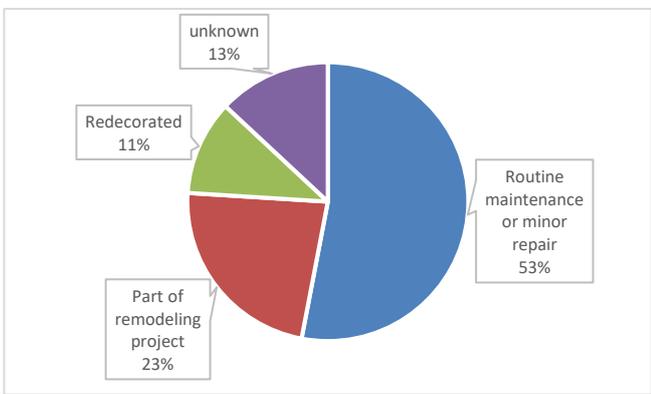
资料来源: openbrand, 财信证券

图 20: 美国卫浴市场终端需求情况



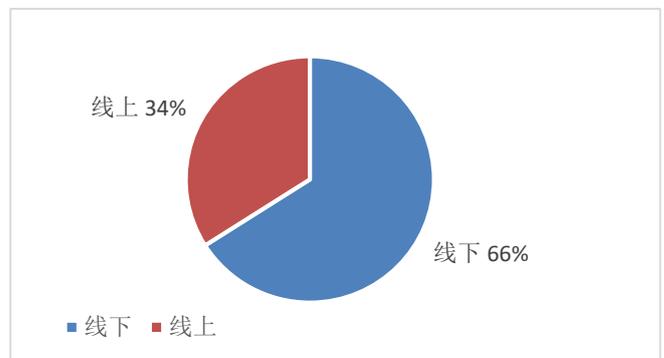
资料来源: gminsights, 财信证券

图 21: 美国消费者购买厨卫产品的动机



资料来源: openbrand, 财信证券

图 22: 美国消费者购买厨卫产品的渠道



资料来源: openbrand, 财信证券

3.2 公司大客户竞争优势明显, 市场份额稳定

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, 在进行居家康养产品系列研发和智能马桶激光感应面盆龙头等智能家居产品的同时, 还注重产品设计的绿色低碳, 拥有诸如绿色环保真空喷漆技术及无磷、无六价铬环保型塑胶电镀方法等多项环保技术, 紧跟消费者的消费偏好需求, 加上其卓越的研发设计和先进制造优势, 与马斯科、摩恩、科勒、洁碧等国际知名客户建立了长期稳定的合作关系, 为他们进行产品的代工生产。

马斯科作为公司的重要客户, 是全球领先的品牌家居装修和建筑产品设计、制造和分销商。根据马斯科 (MAS.N) 公告信息, 马斯科旗下包含水暖产品部门和装饰性建筑产品部门, 主要专注于维修和改造行业, 约 89% 的销售额来自住宅维修和改造市场, 其余来自新房市场。家得宝、劳氏和弗格森这三个大型零售商和经销商作为马斯科重要的客户, 占据了其净销售额的一半以上。其中, 马斯科和家得宝合作超过 40 年, 还将 Behr 涂料品牌在北美零售渠道的独家经营权授予了家得宝, 2023 年对家得宝的净销售额为 31 亿美元 (收入占比约 39%)。马斯科的经营情况一直都比较稳健, 其销售收入自

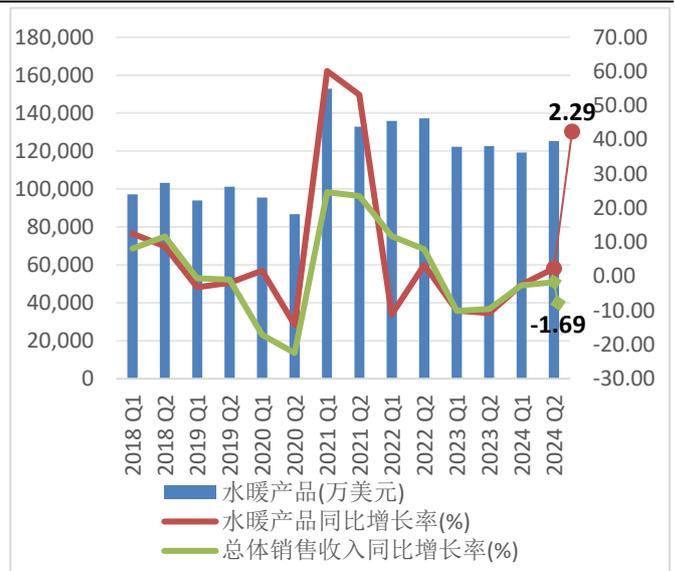
2009 年以来就基本稳定在 70—80 亿美元左右，毛利率中枢在 30%—35% 之间，营业利润自 2012 年转为正值以来就保持较为稳定的增长态势，于 2023 年达到 12.42 亿美元。由于消费市场和房地产市场的疲软，马斯科 2023 年的销售收入同比下降了 8.21%，但其凭借强大的品牌声誉和广泛的产品组合实行了更高的净售价，尤其是在水暖产品部门依靠 Delta 和 Hansgrohe 两个品牌拥有强大的定价能力，使得 23 年的营业利润反而实现了 4.46% 的增长。在高利率和通胀的影响下，美国居民缩减了家装等非必需消费领域的支出，2024 年上半年马斯科的营收仍是同比下降，但降幅开始收窄，营业利润更是实现了 0.45% 的同比上涨。值得注意的是，不同于自 2023 年以来建筑装饰产品营收的持续同比下滑，马斯科 2024 年第二季度水暖产品的销售额同比增长了 2.29%，从去年 10.78% 的下降中反弹，这主要是因为水暖产品是小件物品，通常与大型改造项目无关，销售的周期性较小。马斯科专注于规模较小的附加收购来增强其产品组合、市场地位和技术创新能力，如 2022 年初对高端蒸汽淋浴品牌 Steamist 的收购以及 2023 年第三季度对桑拿产品制造商 Sauna360 的收购，增强了公司在浴室产品市场的影响力。总体而言，马斯科作为公司的重要客户，其在水暖产品上的两大品牌 Delta 和 Hansgrohe 对消费者具有较强的粘性，占有一定的市场份额，是稳健的基本盘。

图 23：马斯科营收和利润情况



资料来源：iFind，财信证券

图 24：马斯科水暖产品的营收及其增速



资料来源：iFind，财信证券

除马斯科外，公司的大客户还有科勒、摩恩、洁碧。

科勒是一家拥有近 150 年历史的多元化家族企业，作为全球知名的高端卫浴品牌，科勒在研发及营销方面投入了大量资金，拥有创新的设计和尖端技术以及很广泛的品牌知名度，其 2023 年在厨卫市场按照金额计算的市占率为 16%，较去年上升了 1%，处于行业领先地位。作为科勒的第五大市场，印度市场的营收增速较快，超越了整体均值，有望在 2024 年上升为科勒的第三大市场。

摩恩是北美排名领先的水龙头品牌，采取直销和面向批发商、家居中心和大众零售商的分销相结合的销售模式，正不断进行数字化投资和“智能”家居能力建设，有较为稳定的增速。产品方面，摩恩在不断创新设计，在家庭水监测、控制和节水方面处于领

先地位,其研发的 Flo 智能水监测和关闭设备提供了一种数字驱动的主动泄漏检测方法,能够帮助减少高达 96% 的水损害索赔频率事件,并于 2024 年 6 月与一家大型房屋保险提供商达成了战略合作。营销方面,摩恩在客户关系管理上依靠 SAP 客户体验解决方案,以更快的速度满足客户需求,提高销售额和消费者忠诚度。其中,知识管理解决方案将 SKU 详细到零件级别,甚至能够以数字方式分享图像以帮助识别零件和产品,从而更快响应客户。

洁碧是美国百年消费品企业 Church & Dwight (CHD.N) 旗下全资子公司,洁碧主要经营口腔护理产品和淋浴头,其水牙线产品在全球市场上占据龙头地位,近年洁碧的销量受通胀因素有所承压,预计后续有所恢复。

3.3 降息周期释放北美地产需求, 房龄老化催生改造动机

利率敏感型地产需求, 成交量降至低位。家居产品作为房地产后周期产业, 与房地产市场的发展有着紧密的联系, 而房地产市场又与利率尤其是 30 年期抵押贷款固定利率呈现出显著的负相关关系。自 2022 年 3 月美联储启动加息周期以来, 30 年期抵押贷款固定利率便从 4% 一路飙升至近十年的高点 7.76%, 成屋销售量则是从近 600 万套下降至 400 万套, 美国家居批发商销售额也自 2022 年 7 月开始持续同比下降, 对 2022 年公司的营收表现产生较大压力。

图 25: 美国房屋销售量与 30 年期抵押贷款固定利率

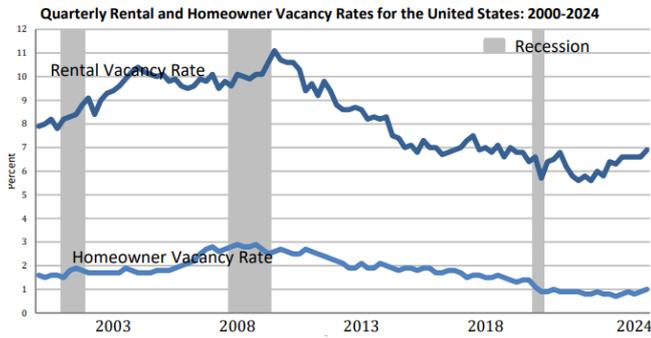


资料来源: wind, 财信证券

供给低于疫情前, 通胀及劳动力短缺影响建设成本。近年来美国人口持续净增长, 房屋供需形势紧张。据房地美 (FreddieMac) 和美国人口调查局 (Census), 美国住房的出租空置率和出售空置率均降至历史低位, 要新增 150 万套房屋供给才能推动空置率水平回至历史均值水平。但供给方面的限制性因素亦非常明显, 据全美房屋建筑商协会 (NAHB), 近年来建筑材料成本涨幅显著, 如钢制品等材料价格近年涨幅 77%, 大幅超过往期水平。同时, 劳动力短缺也是供给的限制性因素, 据美国总承包商协会 (AGC)

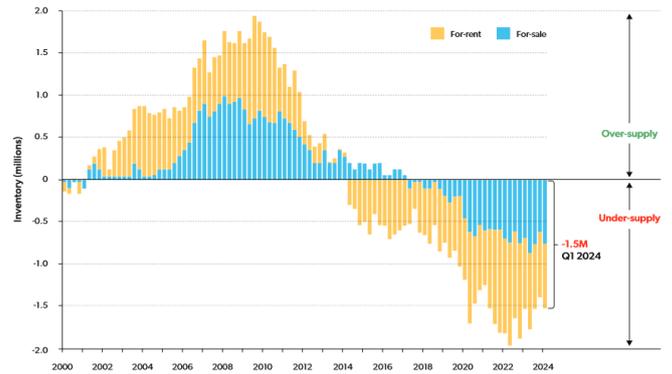
的劳动力调查问卷数据，职位空缺程度同比上升，招聘难度亦有增加。

图 26: 房屋空置率指标



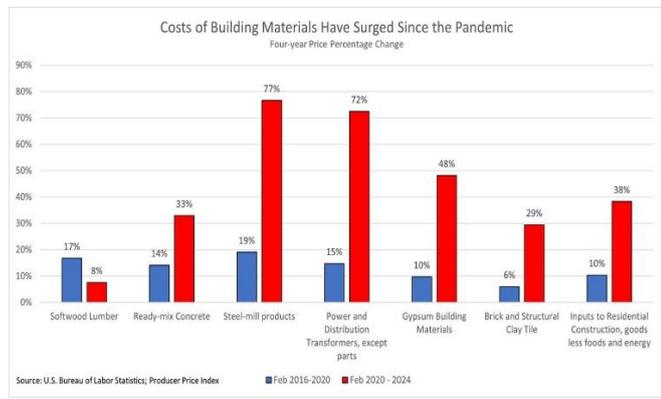
资料来源: census.gov

图 27: 房屋供需缺口



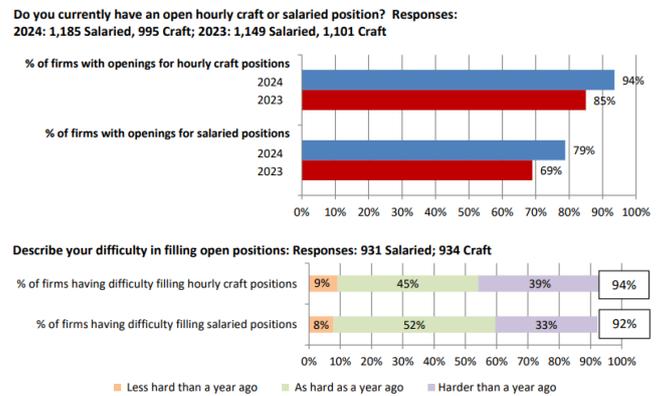
资料来源: freddiemac.com

图 28: 房屋建筑材料成本涨幅



资料来源: nahb.org

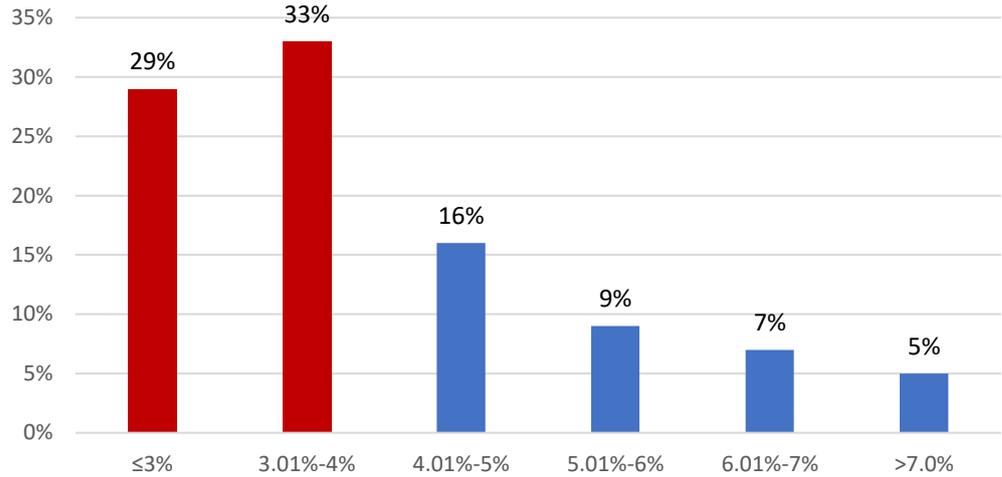
图 29: 劳动力招聘调查



资料来源: agc.org

通胀缓解，降息已至，预计 2025 年可见供需复苏。2024 年以来，通胀读数同比缓解，虽然粘性依旧明显，但服务项通胀的领先指标均有降温。同期，职位空缺率曲折下降，劳动力供需缺口逐步降温至 2020 年前水平。通胀和劳动力缺口的缓解有利于供给端改善。2024 年 9 月美联储宣布降息 50bp，将联邦基金利率目标区间降至 4.75%至 5.00% 之间的水平。这是美联储自 2020 年 3 月以来的首次降息。据房地美 (FreddieMac) 数据，此前办理的按揭贷款中，较大部分为低利率阶段办理，有 33% 的贷款利率处于 3%-4% 之间，有 29% 的贷款利率低于 3%。这样的按揭利率结构，使得存量房贷的低利率和新办房贷的高利率之间差额较大，户主进行房屋置换和新房购置的意愿较低，预计贷款利率下降至存量房贷利率附近后，触发新一轮房屋购置/置换需求，进而推动家居厨卫产品需求的提升。

图 30: 存量房贷利率分布



资料来源: FreddieMac, 财信证券

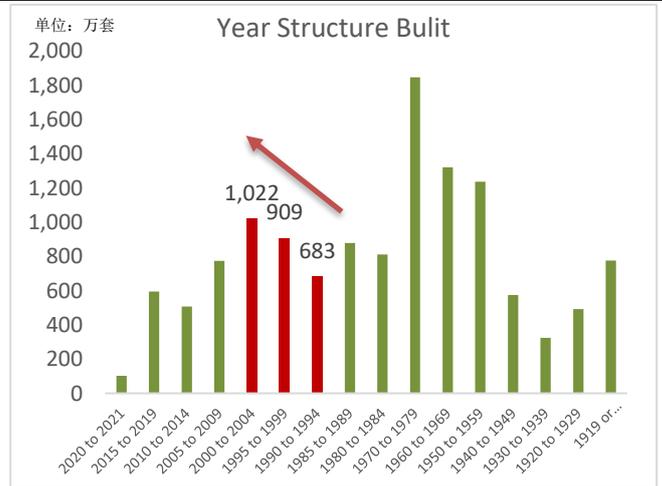
房龄老化渐入更新周期, 拉长需求复苏久期。根据美国人口普查局 (Census) 数据, 美国大多数自住房建于 1980 年之前, 其中约 35% 建于 1970 年之前, 截至 2022 年美国自住房屋的年龄中位数已经达到 40, 加之新建房屋供应不足, 出于升级空间功能、修理损坏的装置以及提升租赁价值的需要, 房屋改建、翻新需求将不断增加。2021 年美国房屋改善和维修方面的支出增加了 7.2%, 达到了 4894 亿美元, 其中大部分开支为自有住房的户主支出。预计随着一批建于 1990-2000 年间的自住房屋逐渐步入翻新高峰期, 带动改善开支持续增长。

图 31: 美国房屋的房龄中位数



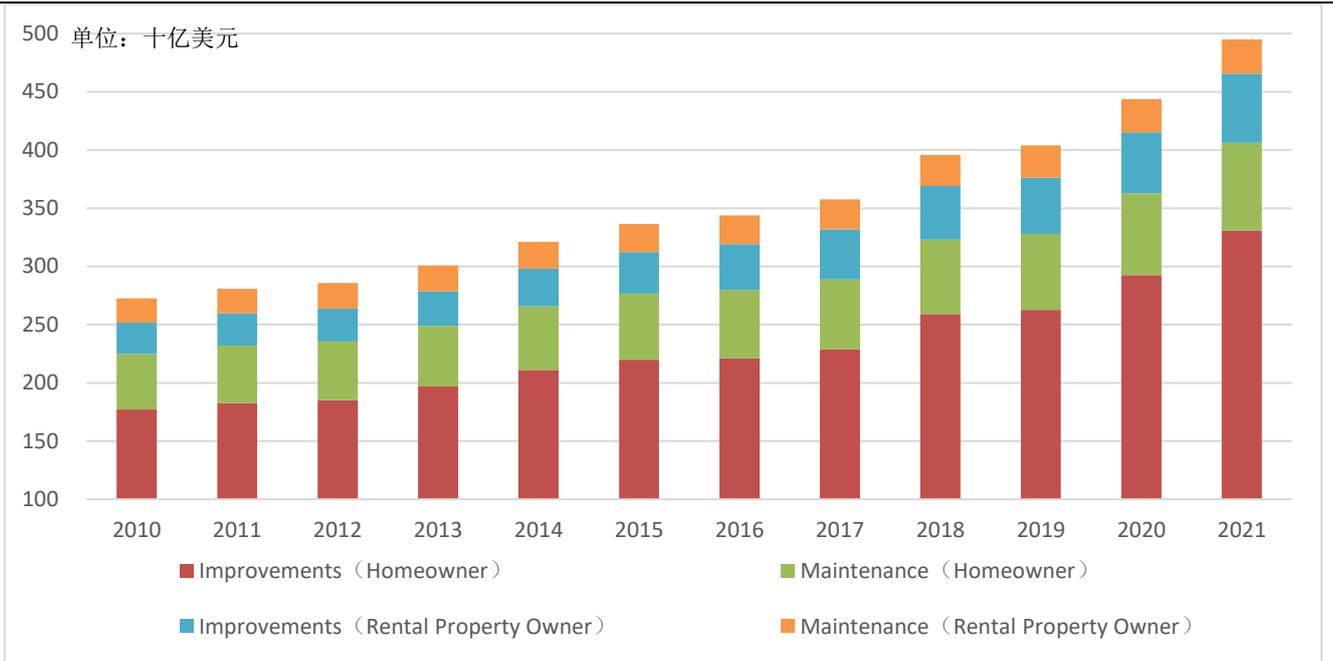
资料来源: nahb.org, 财信证券

图 32: 部分年份所建房屋逐步进入翻新高峰期



资料来源: census.gov, 财信证券

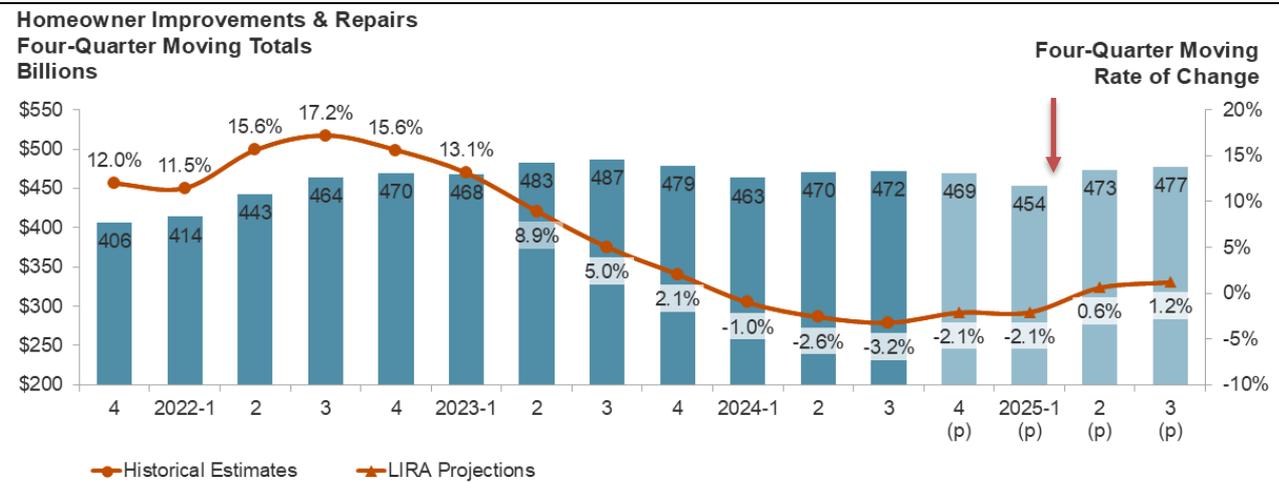
图 33: 美国房屋改善和维修方面支出结构



资料来源: jchs.harvard.edu, 财信证券

综合以上因素(供给缓解、需求恢复、房龄老化), 预计北美地产的家装改造等开支将于 2025Q1 逐步企稳, 并于 2025Q2 重回复苏趋势。

图 34: 美国房屋家装开支需求预期趋势



资料来源: jchs.harvard.edu

在地产复苏带动家居需求的同时, 一些结构性需求的趋势将表现突出, 分别是: 智能化、环保化、适老化。

智能化。随着旅游业的兴起, 酒店、餐馆和咖啡馆正积极选择具有先进技术的智能产品, 以满足客户不断变化的需求和偏好。在住宅市场上, 根据 Euromonitor 调查显示全球 72% 的消费者表示他们使用技术来改善生活, Statista 在 2023 年的调查也显示了消费者在主浴室配备高科技马桶和高科技淋浴系统的强烈需求。

环保化。可持续住房正在成为解决资源短缺和应对气候变化的关键议题。根据 Euromonitor 的一项调查, 44% 的消费者打算减少能源消耗, NKBA 2024 年的厨房和浴室

设计可持续性报告也显示，厨房和浴室设计对可持续性的需求在缓慢而又稳定的增长，因此产品和服务的环保特性将成为消费者购买行为的一大决定因素。另外，关于能源效率方面的立法得到不断强化，同时基于消费者的偏好以及自身成本削减等原因，终端客户越来越重视资源效率，投资可持续发展。

适老化。人口老龄化正在成为当下全球经济的鲜明特征之一。根据 statista，美国 65 岁及以上的老龄人口比重预计从 2022 年的 17.3% 上升至 2050 年的 22%。对于老年人来说，通过对房屋的功能布局和设计来提升其安全、舒适和独立生活的能力非常重要，由此激发了对浴缸升降机、扶手、马桶等浴室防老化产品的需求。同时，根据美联储的数据，2024 年一季度 55 岁以上群体占据了美国 73.2% 的财富，其中 70 岁以上群体占据了 30.8% 的财富，老年群体具备经济条件，其对家居产品的健康、清洁要求，有望推升非接触式水龙头、自动皂液、智能卫浴设备和传感器、新风系统等产品需求。

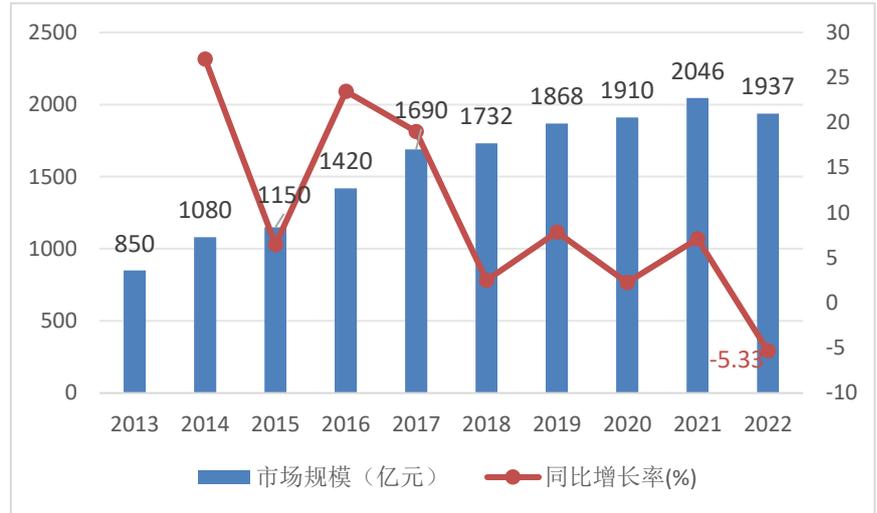
4 内销市场：结构性需求有韧性，自有品牌逐步发力

4.1 国内卫浴净水市场有空间，本土企业影响力提升

国内卫浴市场整体规模稳定增速收敛，存在结构性机遇。卫浴行业作为具有消费属性的房地产后周期产业，伴随地产周期起伏，我国卫浴行业市场规模由 2013 年的 850 亿元增长至 2022 年的 1937 亿元，CAGR 为 8.6%，规模较为稳定，增速逐年收敛。自 2013 年以来，随着“中国制造”向“中国智造”的转变，卫浴行业也加速洗牌，步入品牌集中化阶段。科勒、TOTO 等国际品牌仍占据卫浴市场较大份额，近年一批本土卫生洁具品牌的产品持续从中低端逐渐向高端领域延伸，市场占有率和品牌影响力持续扩大。2021 年中国卫浴市场中科勒和 TOTO 分别占据了 20% 和 13% 的市场份额，箭牌、惠达、恒洁则分别占据了 10%、5%、5% 的市场份额。

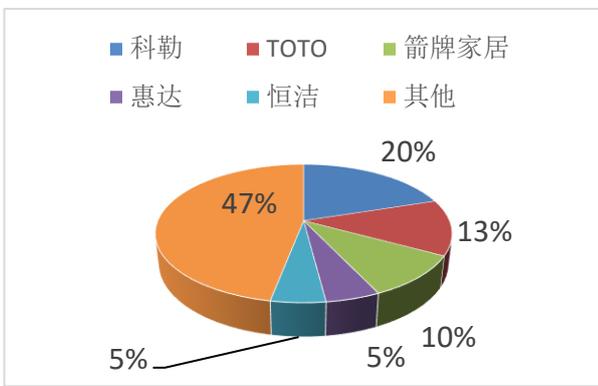
国内卫浴市场特点：五金类单品占比高、终端需求住宅为主、线下销售渠道。从产品类别来看，水暖五金产品占据了卫浴市场上的最主要份额，2022 年水暖五金、卫生陶瓷、浴房浴柜、浴缸浴盆市场分别占比 45%、26%、16%、12%。从终端需求来看，卫浴产品的需求方可以分为住宅和非住宅，其中住宅需求主要包括新房装修、存量房和二手房翻新，非住宅主要包括酒店、医院、办公楼、商场等场所，住宅消费占据主体。根据今日家具的数据，二手旧房空间改造需求中厨房和卫生间的改造需求是最大的。从销售渠道来看，可分为线下零售、工程、线上电商、家装四种渠道，主要还是以线下零售渠道为主，不过近几年电商和家装的份额在不断上升。其中国产品牌相较外资品牌在线上平台占据着优势地位。

图 35: 中国卫浴行业市场规模及其增速



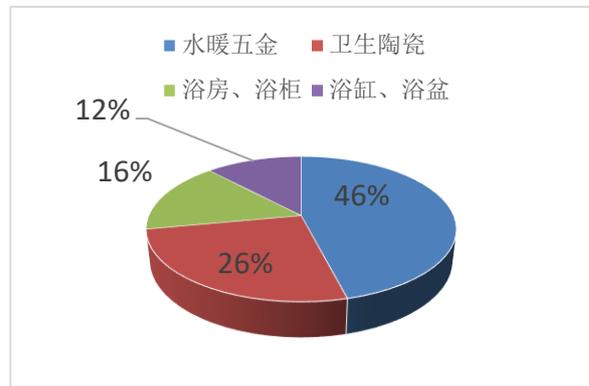
资料来源: 观研报告网, 财信证券

图 36: 中国卫浴行业竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 财信证券

图 37: 中国卫浴行业产品结构



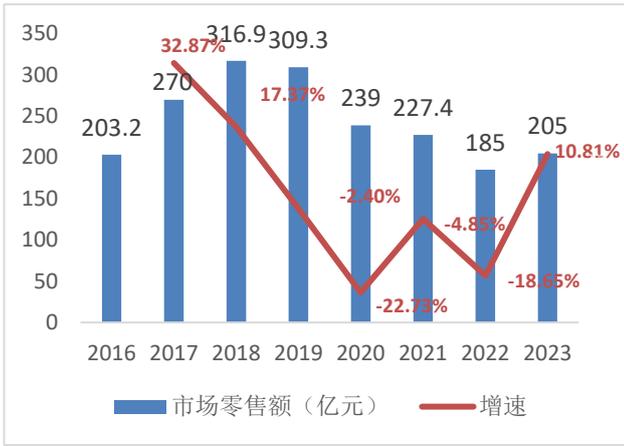
资料来源: 华经产业研究院, 财信证券

国内净水市场底部企稳, 自 2023 年起呈现复苏态势。我国净水器市场规模经过多年增长后, 自 2019 年进入行业下行期, 根据华经产业数据, 整体销售额从 2019 年的 309.3 亿元下降到 2023 年的 205 亿元。不过随着消费需求的升级和多样化以及科技创新与产品的迭代, 自 2023 年以来我国净水器市场销售额逐步回暖, 全年增速转正。

国内净水市场特点: 线上销售占比提升、国产品牌主导、商用领域有空间。根据奥维云网, 从销售渠道来看, 净水器的线上销售份额基本上呈现出逐年递增的态势, 尤其是 2019 年以来其份额更是直接从 27.4% 上升近 10 个百分点到了 38%, 目前线上和线下销售份额属于各占半壁江山的情况。从品牌竞争来看, 我国净水器企业线上销售主要是由小米、美的、海尔等国产品牌占据主导地位, CR3 不足 40%, 市场集中度较低。线下渠道则主要由 A.O.史密斯占据主导地位, 市场集中度相对更高, CR3 接近 50%。自主可控、水平领先的膜技术是净水器企业的核心壁垒, 这也使得一些掌握核心过滤技术的企业拥有较大的市场份额。从终端需求来看, 家用净水器和商用净水器的市场规模占比约为 2: 1, 其中 2022 年商用净水器的市场规模为 94.1 亿元, 但目前商业领域饮水主要还是由桶装水和开水器主导。沙利文发布的《2023 中国商用净水器行业研究报告》显示, 2022 年我国净水器渗透率仅有 23%, 与发达国家相比, 我国净水器渗透率有较大提升空

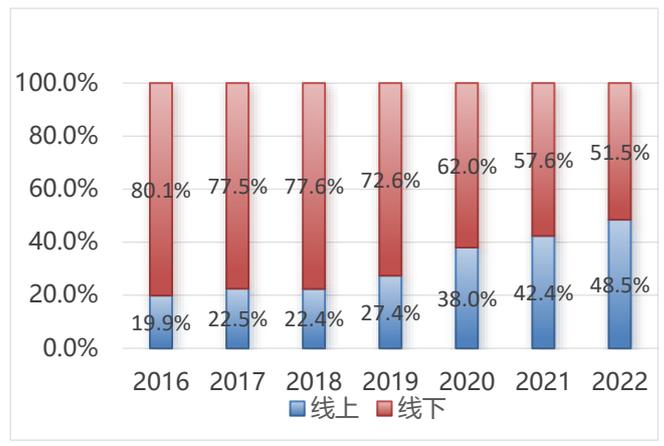
间。随着生活水平提高，加上我国庞大的人口基数，净水器市场仍然有很大的增长潜力，有望成为全球范围内净水器消费增长的主要市场。

图 38: 中国净水器市场零售额及其增速



资料来源: 观研报告网, 奥维云网, 财信证券

图 39: 中国净水器市场销售渠道占比情况



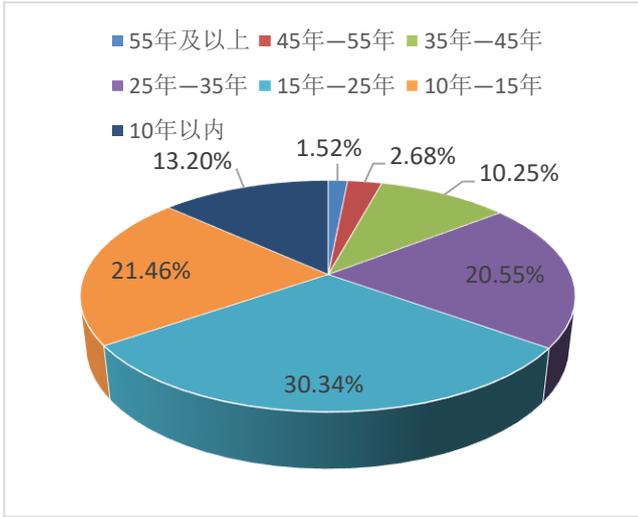
资料来源: 观研报告网, 财信证券

4.2 总量止跌企稳动能增加，结构性需求渗透率提升

存量房屋改造需求占比提升，支持力度加码。近年来新房的销售额下降，而二手房交易额占比呈现上升的趋势，存量房有望成为未来家居消费市场的重要需求来源。同时，房龄老化也使得自住房屋逐步进入改造需求释放期。2024 年中国存量房中约有 65% 为 15 年以上房龄的住房，且 15 年以上房龄占比 70% 以上的省份主要是经济大省，具备一定的人口经济条件支撑房屋改造。近年来，各级部委机构陆续出台政策，通过财政金融等方式，支持地产收储、城市更新、老旧小区更新改造、家装改造和适老化改造等，这些领域的更新改造也将带来卫浴产品的需求增加。

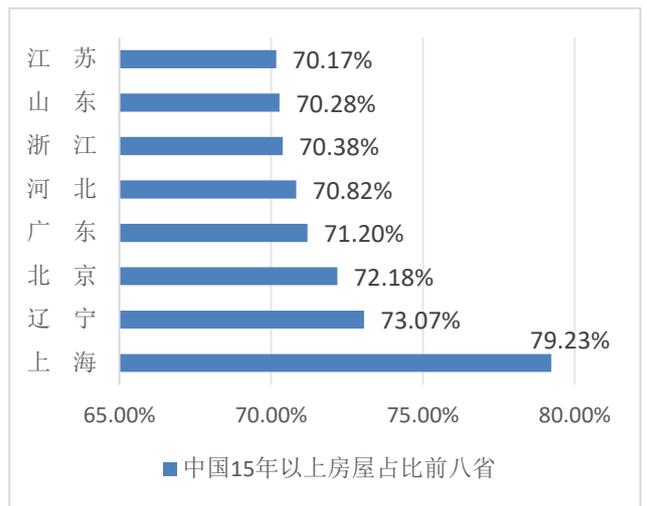
总量止跌企稳，结构变化提升单户卫浴需求量。今年以来，中央及有关部门多次部署促进房地产市场平稳健康发展工作，政策力度持续加大。各部委协同行动，抓增量政策出台，打出一套“组合拳”，推动市场止跌回稳。政策措施主要包括：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；降低住房公积金贷款利率，降低住房贷款的首付比例，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房的税费负担；通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造等。政策措施之下，一线城市等房地产市场出现积极变化，止跌回稳的动能增加。其中，对卫浴结构需求作用较为明显措施包括“7090 政策”的改变，普通住宅面积标准的提升以及普通住宅和非普通住宅标准的取消后，未来增量房屋的单户面积和套内房间数量或有上升，同时提升单户住宅中浴室数量，从结构方面推升卫浴产品的需求。

图 40: 中国房龄结构



资料来源: 国家统计局, 财信证券

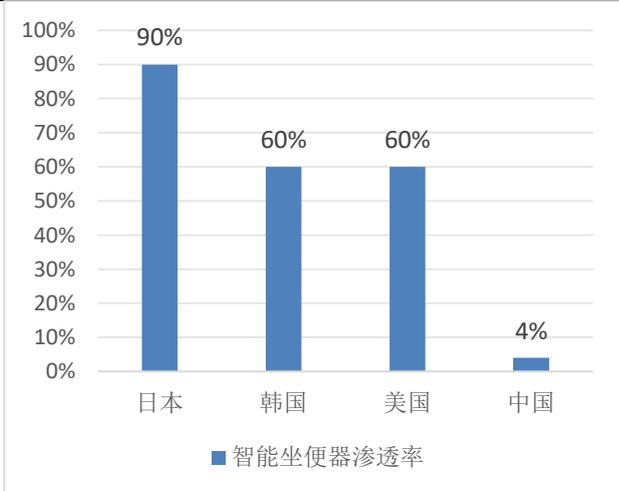
图 41: 中国 15 年以上房屋占比前八省



资料来源: 国家统计局, 财信证券

影响卫浴需求的结构性因素还包括: 整装化、智能化、适老化。2012 年以来随着全国各省市陆续发布新建住宅精装修、全装修政策, 新房销售结构中, 精装房比例逐年上升至 30% 左右。目前精装卫浴整体配套项目主要集中在新一线城市和一、二线城市。卫浴产品作为精装房的标配, 未来随着我国精装房渗透率进一步提高, 卫浴产品整装一体化需求将持续释放。伴随卫浴整装化进程的, 还有卫浴产品智能化进程, 以智能马桶为例, 目前我国智能马桶的渗透率较低, 而精装修中的智能坐便器配套率提升较快。此外, 根据国家卫健委数据, 2035 年左右 60 岁及以上老年人口将突破 4 亿, 占比将超过 30%, 进入重度老龄化阶段。据国家社科基金《养老消费与养老产业发展研究》课题组测算, 到 2050 年, 我国老年用品市场规模将达到 100 万亿元, 占国内生产总值的 1/3, 我国因此也将成为全球银发经济潜力最大的国家。同时, 近年来适老化改造项目正得到更多的政策支持, 比如为符合条件的老人在浴室安装扶手、淋浴椅等提供资助, 适老化改造物品和材料纳入以旧换新补贴范围等。

图 42: 各国智能坐便器渗透率



资料来源: 观研报告网, 财信证券

图 43: 精装修智能坐便器配套率



资料来源: 奥维云网, 财信证券

4.3 公司内销业务基础好，收入渠道多端扩张

据半年报，公司的国内市场营收增速约 20%，营收占比 21.9%。公司国内市场营收来源依次为 ODM 业务、工程端业务和品牌端业务。

在 ODM 业务上，公司的产能规模大、产品线丰富、研发基础扎实，与国际品牌具备长期合作关系，其主要客户科勒、骊住、摩恩等品牌在国内市场具备较高的知名度。在国内房地产公司位居类首选品牌中，科勒、摩恩、骊住（骊住、美标、高洁）等占有较高的首选率。

在工程业务上，公司发力明显，凭借其厨卫整体解决方案、全屋净化整体解决方案、家居空气解决方案等多品类布局，与国内多家头部房企均有开展合作。此外，公司聚焦医养行业项目，依托大健康产业园，为客户提供厨卫产品、定制家居以及系统卫生间整体解决方案。以及推行适老化家居产品的解决方案和服务。

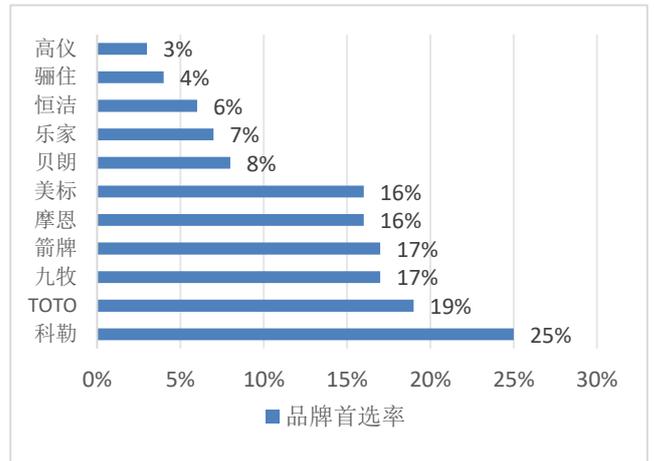
在品牌业务上，公司正逐步做大规模，以“瑞摩”品牌、“埃瑞德”品牌、“水美乐”品牌等构建多品牌矩阵，线下渠道建立了国内七大区域运营中心，升级了城市经销商体系，形成城市多网点布局，线上渠道正逐步借助新媒介营销品牌。同时，公司与星巴克等国内外咖啡、茶饮品牌及松赞酒店等高净值客户开展有合作，加速多元化渠道接入。产品方面，公司正以智能家居为切入点，积极推进经销商向服务商的转变，通过智能团队组建、智能家居中枢软硬件再迭代，已经可以正式落地智能项目方案。并基于智能家居平台推出完整的智能马桶产品线、智能灯具及 3D 风口，进一步丰富智能家居解决方案。

图 44: 建霖家居境内营收情况



资料来源: iFind, 财信证券

图 45: 房地产公司卫浴洁具类首选品牌



资料来源: 中房优采测评, 财信证券

5 盈利预测

预计北美地产需求伴随降息周期重返复苏，国内卫浴净水需求企稳，同时公司在客户、产线、产能方面维持目前的扩张态势。基于以上假设，预计公司 2024-2026 年实现营收 51.1 亿元、59.0 亿元、68.6 亿元，同比增长 17.9%、15.6%、16.3%，实现归属净利

润 5.11 亿元、5.91 亿元、7.05 亿元，同比增速 20.3%、15.6%、19.3%。公司现金流稳健，分红率较高，大力拓展海外头部客户，持续推进海外产能，有望受益于降息后的北美地产链需求，对应 2024 年合理市盈率估值 14-16 倍，合理区间 16.0 元-18.3 元，维持“买入”评级。

6 风险提示

公司产品及渠道建设不及预期

公司大客户合作维护不佳

贸易争端烈度超预期，无差别波及各层级各品种各品类商品

利率下行幅度不及预期，北美地产需求未明显复苏

原材料价格大幅波动，成本压力增加

航运运力紧张，影响出口进度

国内地产修复程度不及预期，总量需求下降

国内政策力度不及预期，结构性需求缺少支撑

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4186.25	4333.76	5108.71	5903.55	6863.04	营业收入	4186.25	4333.76	5108.71	5903.55	6863.04
减: 营业成本	3169.80	3208.18	3777.08	4369.54	5075.46	增长率(%)	-11.16%	3.52%	17.88%	15.56%	16.25%
营业税金及附加	23.66	22.08	26.02	30.07	34.96	归属母公司股东净利润	458.06	424.83	511.03	591.00	704.75
营业费用	130.44	152.85	182.89	210.76	244.32	增长率(%)	21.72%	-7.25%	20.29%	15.65%	19.25%
管理费用	233.35	261.40	204.35	236.14	260.80	每股收益(EPS)	1.023	0.949	1.142	1.320	1.575
研发费用	255.55	238.59	357.61	410.30	473.55	每股股利(DPS)	0.468	0.437	0.537	0.621	0.740
财务费用	-89.46	-16.94	-4.66	-15.63	-24.07	每股经营现金流	1.824	1.366	0.901	1.982	1.197
减值损失	-1.04	-45.94	-15.00	-18.00	-20.00	销售毛利率	24.28%	25.97%	26.07%	25.98%	26.05%
加: 投资收益	-35.69	33.43	0.00	0.00	0.00	销售净利率	10.94%	9.79%	9.99%	10.00%	10.26%
公允价值变动损益	18.64	-13.63	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	15.95%	13.71%	15.17%	16.05%	17.38%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	13.11%	15.00%	15.79%	17.15%	21.72%
营业利润	446.89	533.36	565.41	662.37	798.02	市盈率(P/E)	12.99	14.00	11.64	10.06	8.44
加: 其他非经营损益	43.88	33.84	50.00	50.00	50.00	市净率(P/B)	2.07	1.92	1.77	1.62	1.47
利润总额	490.77	567.20	615.41	712.37	848.02	股息率(分红/股价)	3.52%	3.29%	4.04%	4.67%	5.57%
减: 所得税	30.64	51.05	90.06	104.16	124.20	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	460.14	516.15	525.35	608.21	723.81	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	-0.57	-0.68	-0.79	-0.94	毛利率	24.28%	25.97%	26.07%	25.98%	26.05%
归属母公司股东净利润	460.14	516.72	511.03	591.00	704.75	三费/销售收入	14.94%	15.19%	14.72%	14.64%	14.36%
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	9.54%	10.58%	11.66%	11.50%	11.71%
货币资金	612.48	477.63	510.87	1022.94	1154.15	EBITDA/销售收入	10.37%	15.02%	16.90%	16.10%	15.79%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	10.94%	9.79%	9.99%	10.00%	10.26%
应收和预付款项	907.67	1092.49	1276.46	1461.13	1721.33	资产获利率					
其他应收款(合计)	210.90	36.72	0.00	0.00	0.00	ROE	15.95%	13.71%	15.17%	16.05%	17.38%
存货	594.30	664.15	780.54	890.76	1050.54	ROA	9.07%	9.76%	12.44%	12.53%	13.84%
其他流动资产	4.22	5.23	522.87	522.87	522.87	ROIC	13.11%	15.00%	15.79%	17.15%	21.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	34.71%	34.03%	29.64%	32.02%	30.19%
投资性房地产	0.17	0.15	0.04	0.00	0.00	投资资本/总资产	59.82%	62.53%	65.05%	54.46%	56.59%
固定资产和在建工程	1307.15	1384.58	1169.30	997.02	863.74	带息债务/总负债	16.08%	11.84%	3.72%	0.42%	0.42%
无形资产和开发支出	144.25	158.64	134.24	129.83	103.42	流动比率	2.02	2.02	2.53	2.54	2.84
其他非流动资产	119.49	91.01	88.44	-201.25	-520.73	速动比率	1.29	1.24	1.56	1.69	1.90
资产总计	4400.04	4698.69	4789.73	5417.23	5808.74	股利支付率	45.70%	46.02%	47.00%	47.00%	47.00%
短期借款	207.79	182.05	45.53	0.00	0.00	收益留存率	0.54	0.54	0.53	0.53	0.53
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	1144.11	1308.60	1266.25	1626.84	1645.77	总资产周转率	0.95	0.92	1.07	1.09	1.18
长期借款	37.75	7.31	7.31	7.31	7.31	固定资产周转率	3.40	3.32	4.52	6.51	9.48
其他负债	345.44	282.98	146.20	100.67	100.67	应收账款周转率	6.18	4.21	5.12	4.39	4.98
负债合计	1527.30	1598.88	1419.76	1734.82	1753.74	存货周转率	5.33	4.83	4.84	4.91	4.83
股本	449.18	449.06	449.06	449.06	449.06	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1009.86	1008.48	1008.48	1008.48	1008.48	EBIT	399.24	458.37	595.76	678.74	803.95
留存收益	1413.70	1640.17	1911.01	2224.25	2597.76	EBITDA	434.20	650.86	863.30	950.21	1083.64
归属母公司股东权益	2872.74	3097.71	3368.55	3681.78	4055.30	NOPLAT	326.08	394.73	463.89	534.43	640.85
少数股东权益	0.00	2.10	1.42	0.63	-0.31	归母净利润	458.06	424.83	511.03	591.00	704.75
股东权益合计	2872.74	3099.81	3369.97	3682.41	4054.99	EPS	1.023	0.949	1.142	1.320	1.575
负债和股东权益合计	4400.04	4698.69	4789.73	5417.23	5808.74	BPS	6.418	6.921	7.526	8.226	9.061
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	12.99	14.00	11.64	10.06	8.44
经营性现金净流量	816.20	611.54	403.04	887.25	535.88	PB	2.07	1.92	1.77	1.62	1.47
投资性现金净流量	-762.45	-436.79	2.24	-67.50	-97.50	PS	1.42	1.37	1.16	1.01	0.87
筹资性现金净流量	-329.13	-333.95	-372.05	-307.68	-307.16	PCF	7.29	9.73	14.76	6.70	11.10
现金流量净额	816.20	611.54	403.04	887.25	535.88	EV/EBIT	14.35	12.67	9.59	7.71	6.47

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5% - 15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10% - 5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5% - 5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438