

海鸥住工 (002084) 2022 年报点评

## 22 年业绩承压，智能家居和整装逆势增长

### 事项:

❖ 公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 32.9/0.5/0.4 亿元，YoY-20.1%/-44.6%/+654.6%；22Q4 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 7.3/-0.5/-0.5 亿元，YoY-32.1%/-51.6%/+44.5%。

### 评论:

- ❖ **智能家居、整装卫浴业务逆势增长。**1) 分产品，2022 全年五金龙头类产品/智能家居类产品/浴缸陶瓷类产品/整装卫浴/定制橱柜/瓷砖分别实现营收 18.9/2.2/1.9/1.0/1.0/6.8 亿元，同比 -25.6%/+22.9%/-20.5%/+72.7%/-50.2%/-15.9%，在房地产下行背景下，爱迪生智能家居业务通过技术创新和市场拓展取得稳健增长，同时，公司对装配式整装事业进行重构和整合，大力发展巢氏和富润两大品牌，实现整装卫浴营收同增。2) 分地区，2022 年公司境内/境外分别实现营收 13.3/19.6 亿，同比 -20.3%/-20.1%，占总营收比例分别为 40.4%/28.2%。3) 分销售模式，公司 2022 年直销/分销分别营收 30.1/2.8 亿，同比 -21.0%/-9.7%，直销营收占比 91.3%。
- ❖ **全年盈利承压，Q4 净利率转负。**2022 年公司销售毛利率为 15.7%，YoY-2.6pct，其中五金龙头类产品/瓷砖毛利率分别为 15.7%/17.3%，YoY-1.8/-5.3pct，下滑主要系原材料价格上涨；销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.8%/6.4%/3.2%/-1.0%，YoY-0.2/+1.2/-0.1/-2.2pct，财务费用率下降系汇兑收益同增；投资收益/资产处置收益占收入/信用减值损失占收入同比-0.4/-1.7/-2.8pct。综上，2022 年归母净利率 1.4%，YoY-0.6pct。2022Q4 公司销售毛利率为 12.9%，YoY+4.9pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.1%/7.3%/2.6%/3.7%，YoY+6.2/+2.3/-1.5/+1.4pct。综上，2022Q4 归母净率为-6.3%，YoY-3.5pct。
- ❖ **加速布局整装蓝海市场，增量值得期待。**装配式建筑产业政策和双碳目标利好装修产业，政策要求到 2025 年和 2030 年，装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%和 40%。且伴随消费端消费接受度提高，保障房等对装配式装修需求的稳中有升，预计装配式建筑市场未来需求巨大。公司深耕整装卫浴业务，已与万科、龙湖等多家地产商达成紧密合作关系，未来装配式整装业务将拓展至住宅、ToC、EPC、商办等各赛道业务，有望打开市场新空间。
- ❖ **经营暂时承压，调整盈利预期。**考虑公司近期经营情况，以及行业竞争加剧的可能，我们下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.63/2.10/2.52 亿元 (23-24E 前值为 1.73/2.25 亿元)，对应当前股价 PE 为 16/13/11 倍。采用 DCF 估值法，给予公司 23 年目标价 4.7 元/股，对应 2023-25 年 19/15/12 倍 PE，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:** 下游原材料持续上涨、需求复苏不及预期等。

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	3,295	4,752	5,716	6,841
同比增速(%)	-20.1%	44.2%	20.3%	19.7%
归母净利润(百万)	48	163	210	252
同比增速(%)	-44.6%	243.6%	29.0%	19.9%
每股盈利(元)	0.07	0.25	0.32	0.39
市盈率(倍)	57	16	13	11
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

## 推荐 (下调)

目标价: 4.7 元

当前价: 4.12 元

### 华创证券研究所

证券分析师: 刘佳昆

邮箱: liujiakun@hcyjs.com

执业编号: S0360521050002

联系人: 毛宇翔

邮箱: maoyuxiang@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	65,085.96
已上市流通股(万股)	64,741.12
总市值(亿元)	26.82
流通市值(亿元)	26.67
资产负债率(%)	49.99
每股净资产(元)	2.87
12 个月内最高/最低价	6.74/3.69

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《海鸥住工 (002084) 2022 年中报点评: Q2 盈利环比复苏, 加速布局整装蓝海市场》

2022-08-22

《海鸥住工 (002084) 2021 年报点评: 减值计提轻装上阵, 发掘装配式整装蓝海》

2022-04-17

《海鸥住工 (002084) 2020 年报点评: 放眼整装卫浴新蓝海, 内生外延打开增长空间》

2021-04-14

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	616	505	561	739
应收票据	45	210	253	237
应收账款	852	1,183	1,448	1,702
预付账款	31	71	83	90
存货	919	1,259	1,546	1,814
合同资产	5	6	8	10
其他流动资产	58	124	130	149
流动资产合计	2,526	3,358	4,029	4,741
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	116	116	116	116
固定资产	861	758	671	595
在建工程	96	96	96	96
无形资产	144	150	146	144
其他非流动资产	451	473	487	498
非流动资产合计	1,668	1,593	1,516	1,449
<b>资产合计</b>	<b>4,194</b>	<b>4,951</b>	<b>5,545</b>	<b>6,190</b>
短期借款	301	311	321	331
应付票据	140	90	126	170
应付账款	439	802	935	1,053
预收款项	0	0	0	0
合同负债	71	102	123	147
其他应付款	142	142	142	142
一年内到期的非流动负债	174	174	174	174
其他流动负债	107	117	141	172
流动负债合计	1,374	1,738	1,962	2,189
长期借款	631	765	870	977
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	92	92	92	91
非流动负债合计	723	857	962	1,068
<b>负债合计</b>	<b>2,097</b>	<b>2,595</b>	<b>2,924</b>	<b>3,257</b>
归属母公司所有者权益	1,865	2,075	2,285	2,537
少数股东权益	232	281	336	396
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,097</b>	<b>2,356</b>	<b>2,621</b>	<b>2,933</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,194</b>	<b>4,951</b>	<b>5,545</b>	<b>6,190</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>330</b>	<b>-241</b>	<b>-14</b>	<b>100</b>
现金收益	141	348	387	420
存货影响	172	-340	-287	-268
经营性应收影响	259	-525	-309	-234
经营性应付影响	-239	313	169	163
其他影响	-3	-38	25	19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-194</b>	<b>-27</b>	<b>-11</b>	<b>-6</b>
资本支出	-222	-52	-47	-51
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	29	25	36	45
<b>融资活动现金流</b>	<b>-160</b>	<b>157</b>	<b>81</b>	<b>84</b>
借款增加	-62	144	115	117
股利及利息支付	-42	-41	-44	-45
股东融资	49	10	10	10
其他影响	-105	44	0	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3,295</b>	<b>4,752</b>	<b>5,716</b>	<b>6,841</b>
营业成本	2,778	3,812	4,577	5,485
税金及附加	21	33	37	44
销售费用	157	238	286	342
管理费用	212	293	352	421
研发费用	106	155	186	223
财务费用	-33	31	32	31
信用减值损失	-10	-10	-10	-10
资产减值损失	-11	-11	-11	-11
公允价值变动收益	-9	-2	-2	-2
投资收益	-11	2	2	2
其他收益	11	11	11	11
<b>营业利润</b>	<b>29</b>	<b>187</b>	<b>242</b>	<b>291</b>
营业外收入	9	8	9	9
营业外支出	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>33</b>	<b>190</b>	<b>246</b>	<b>295</b>
所得税	9	22	29	35
<b>净利润</b>	<b>24</b>	<b>168</b>	<b>217</b>	<b>260</b>
少数股东损益	-24	5	7	8
<b>归属母公司净利润</b>	<b>48</b>	<b>163</b>	<b>210</b>	<b>252</b>
NOPLAT	-1	196	245	287
EPS(摊薄) (元)	0.07	0.25	0.32	0.39

**主要财务比率**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-20.1%	44.2%	20.3%	19.7%
EBIT 增长率	-100.6%	30164.2%	25.0%	17.2%
归母净利润增长率	-44.6%	243.6%	29.0%	19.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.7%	19.8%	19.9%	19.8%
净利率	0.7%	3.5%	3.8%	3.8%
ROE	2.5%	7.9%	9.2%	9.9%
ROIC	-0.2%	6.9%	7.7%	8.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.0%	52.4%	52.7%	52.6%
债务权益比	57.1%	57.0%	55.6%	53.6%
流动比率	1.8	1.9	2.1	2.2
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.1
应收账款周转天数	99	77	83	83
应付账款周转天数	71	59	68	65
存货周转天数	130	103	110	110
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.07	0.25	0.32	0.39
每股经营现金流	0.51	-0.37	-0.02	0.15
每股净资产	2.87	3.19	3.51	3.90
<b>估值比率</b>				
P/E	57	16	13	11
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	27	11	10	9

## 轻工纺服组团队介绍

### 组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522