

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022年05月26日

市场数据

目前股价	16.68
总市值（亿元）	66.89
流通市值（亿元）	7.47
总股本（万股）	40,101
流通股本（万股）	4,480
12个月最高/最低	7.94/4.65

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

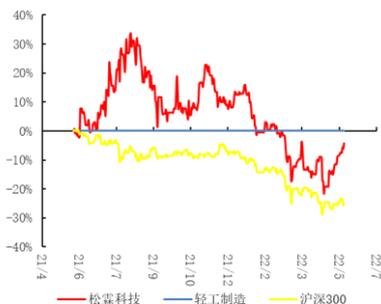
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：花江月

S1070120090052

☎ 0755-83667984

✉ hujiangyue@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

打造“健康硬件 IDM 业务+松霖·家”双引擎，业绩增长动能充足

——松霖科技（603992）公司深度报告

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2035	2977	3510	4199	5069
(+/-%)	17.0%	46.3%	17.9%	19.6%	20.7%
归母净利润（百万元）	270	301	346	408	485
(+/-%)	15.5%	11.4%	15.0%	17.8%	18.8%
摊薄 EPS（元/股）	0.67	0.75	0.86	1.02	1.21
PE	25	22	19	16	14

资料来源：长城证券研究院

核心观点

1、公司介绍：专注厨卫、美容健康等领域，打造“IDM+松霖·家”双引擎。公司致力于为全球各大知名厨卫企业提供技术一流、质量领先的厨卫健康产品。公司前五大股东持股总计达到 84.95%，股权集中度较高。公司 2021 年实现营业收入 29.77 亿元，同比增加 46.30%，实现归属母公司股东的净利润 3.01 亿元，同比增加 11.39%。2021 年，厨卫品类营收占比达 88%，是公司的主导产业。

2、卫浴配件行业：国内外需求逐渐释放，市场空间广阔

- **美国、欧洲、日本等地起步较早，市场规模稳步增长。**据 MarketsandMarkets 的预计，全球卫生洁具及配件产品市场规模将从 2015 年的 747.20 亿美元增长至 2021 年的 1020.70 亿美元，年复合增长率为 5.45%。
- **海外新建住房销售回暖，发达国家卫浴产品更换需求旺盛。**海外发达国家和新兴市场国家首次装修需求旺盛，以美国为例，2021 年新建住房销售量达到 770 千套。卫浴配件行业更换维修市场主要集中在美国、欧洲等发达地区。美国 2013-2021 年，房屋建造中的维护和发展支出由 59.67 亿美元增加至 75.85 亿美元，年均复合增长率为 3.04%。
- **城镇化建设、老旧小区改造稳步进行，消费升级催生国内新需求。**2021 年我国住宅商品房销售面积为 15.7 亿平方米，同比增长 1.03%。2021 年，我国城镇化率 64.72%，低于发达国家 80% 的平均水平，未来还有较大的发展空间。长期来看，我国居民消费升级的趋势明显。卫浴配件行业国内市场规模超 300 亿，其中首次装修市场规模 107 亿，更换需求市场规模 210 亿。
- **公司毛利率、研发投入占比、现金流水平在可比公司中领先。**2021 年，松霖科技毛利率、净利率分别为 29.54%、10.48%，位列同业可比公司前茅。2021 年公司研发投入占营业收入比例为 5.71%，经营活动产生的现金

流净额占主营收入比例为 9.67%，在可比公司中处于领先地位。

3、公司业务：健康硬件 IDM 业务优势明显，“松霖·家”发展未来可期

- **健康硬件 IDM 业务：专注创新和设计，打造领先优势。**健康硬件 IDM 业务主要包括健康厨卫品类业务、美容健康品类。公司聚焦创新研发体系，截止 2021 年底，公司拥有研发科技人员数量 732 人，持有国内外有效授权专利 1328 项。公司产品多次获得“iF 设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际工业设计领域的顶尖奖项。2021 年健康硬件 IDM 业务增长迅猛，全年实现营业收入 28.75 亿元，同比增长 42.57%。
- **发行可转债助力产能升级，扩大业务规模。**公司拟发行可转债 6.1 亿元，投入“美容健康及花洒扩产及技改项目”。项目投产后预计每年新增花洒、美容健康 1000 万产量，完全达产当年可实现销售收入 6.49 亿元。
- **“松霖·家”：全新模式扬帆起航，打造一站式服务。**“松霖·家”业务为目标客户提供从室内设计及装修、全屋定制及软饰等真正一站式的产品及服务。2021 年实现营收 1.02 亿元，同比增长 468.27%，毛利率达 15.76%。
- **收购倍杰特，拓宽利润增长点。**2021 年 4 月 30 日，公司顺利以 2.86 亿元完成对厦门倍杰特 51% 股权的收购。收购后有望增加公司收入，2021、2022、2023 年承诺实现归母净利润不低于 5666 万元，承诺净利润分别为 5000 万元、5600 万元、6400 万元。

4、投资建议：首次给予增持评级。预计公司 2022~2024 年归母净利润分别达到 3.5、4.1、4.9 亿元，同比增长 15%、18%、19%，对应估值 19、16、14 倍。公司深耕健康硬件 IDM 业务，提出“IDM 细分品类冠军”战略；并购优质标的倍杰特，收购后将产生良好的协同效应；IPO 募投项目进展顺利，可转债项目也提上日常，未来产能有望大幅提升；公司持续创新，全新模式“松霖·家”业务扬帆起航，为客户提供一站式服务。

5、风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动风险；下游需求低迷风险；市场需求低于预计风险；房地产调控风险；募投项目投产后具有成长性风险；贸易摩擦及汇率波动带来的风险；卫浴市场预测数值和假设参数与实际数值偏差的风险。

目录

1. 公司介绍：专注厨卫、美容健康等领域，打造“IDM+松霖·家”双引擎	6
2. 卫浴配件行业：国内外需求逐渐释放，市场空间广阔	8
2.1 美国、欧洲、日本等地起步较早，市场规模稳步增长	8
2.2 海外新建住房销售回暖，发达国家卫浴产品更换需求旺盛	8
2.3 城镇化建设、老旧小区改造稳步进行，消费升级催生国内新需求	10
2.4 公司毛利率、研发投入占比、现金流水平在可比公司中领先	13
3. 公司业务：健康硬件 IDM 业务优势明显，“松霖·家”发展未来可期	14
3.1 健康硬件 IDM 业务：专注创新和设计，打造领先优势	14
以技术创新、产品设计打造产品核心竞争力	14
深耕厨卫品类业务，助力 IDM 细分品类冠军战略	17
美容健康类产品市场潜力巨大，业绩增长迅猛	19
3.2 发行可转债助力产能升级，扩大业务规模	21
3.3 “松霖·家”：全新模式扬帆起航，打造一站式服务	21
3.4 收购倍杰特，拓宽利润增长点	23
优质收购标的，马桶盖板制造领军企业	23
主营业务契合公司发展方向，收购后将产生良好协同效应	25
4. 盈利预测与估值水平：首次给予增持评级	25
4.1 盈利预测	25
4.2 相对估值：略高于行业平均水平	26
4.3 投资建议：首次给予增持评级	26
5. 风险提示	27
附：盈利预测表	28

图表目录

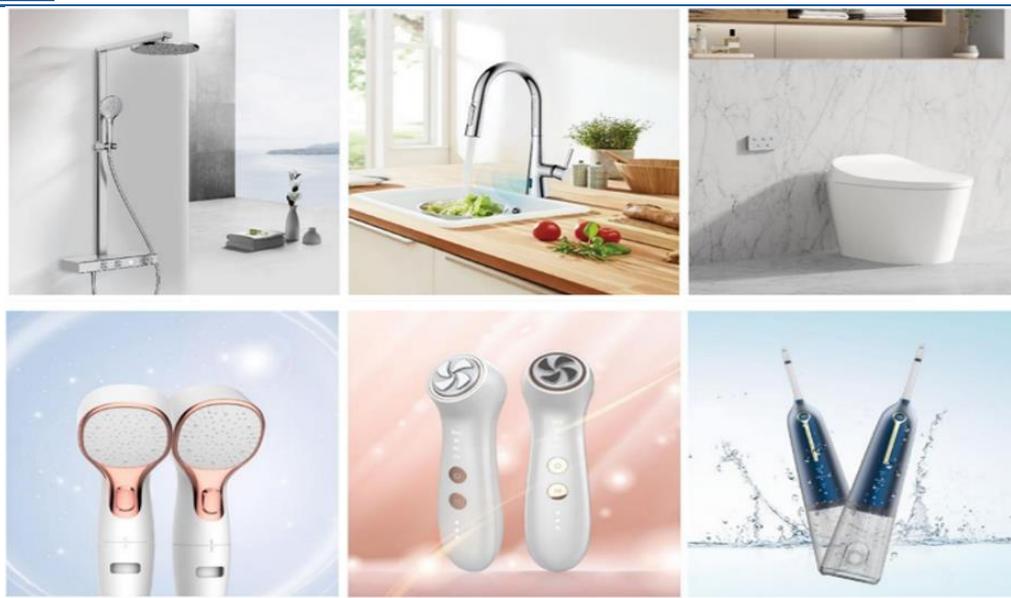
图 1: 公司主要产品	6
图 2: 2016-2022Q1 公司营业收入及增速情况	7
图 3: 2016-2022Q1 公司归母净利润及增速情况	7
图 4: 2021 年公司营业收入结构情况	7
图 5: 2016-2021 年公司毛利率情况	7
图 6: 2016-2021 年公司国内外主营收入构成	7
图 7: 2010-2021 年美国新建住房销售及增长率	9
图 8: 2010-2021 年美国房屋建造支出: 维护和发展及增长率	9
图 9: 2010-2021 住宅商品房销售面积	10
图 10: 2015-2021 年我国城镇化率	10
图 11: 全国新开工城镇老旧小区数	10
图 12: 2012-2021 我国恩格尔系数走势图	11
图 13: 主要可比公司毛利率对比	13
图 14: 主要可比公司净利率对比	13
图 15: 2016-2021 年公司研发支出	13
图 16: 2016-2021 可比公司研发投入/总营业收入 (%)	13
图 17: 2016-2021 可比公司经营活动产生的现金流净额/主营收入	14
图 18: IDM、ODM、OEM 经营模式图	15
图 19: 2016-2021 年健康硬件 IDM 业务营业收入及增长率	17
图 20: 2019-2021 年厨卫品类营业收入及增长率	17
图 21: 2019-2021 年美容健康类产品营业收入及增长率	19
图 22: 2021 年公司各业务毛利率情况	20
图 23: 松霖·家一站式体验体系	21
图 24: 松霖·家厦门馆	22
图 25: 松霖·家泉州馆	22
图 26: 松霖·家业务全国布局图	22
图 27: 松霖·家和传统产品成本模式图	23
图 28: 倍杰特马桶盖板产品	23
表 1: 公司前五大股东持股情况	6
表 2: 2016-2021 国内首次装修市场规模	12
表 3: 2020 年国内更换需求市场规模	12
表 4: IDM、ODM、OEM 模式划分依据	14
表 5: 公司专利技术获奖情况	16
表 6: 公司主要客户种类及名称	16
表 7: 2021 年公司主要产品产销量情况	18
表 8: 2019-2021 年募投项目资金投入进度	18
表 9: 公司 IPO 募投项目收益情况	19
表 10: 公司发行可转债募集资金计划	21
表 11: 公司荣誉奖项	24
表 12: 倍杰特承诺收益	25
表 13: 公司收入、毛利率预测	26

表 14: 可比公司估值表.....26

1. 公司介绍: 专注厨卫、美容健康等领域, 打造“IDM+松霖·家”双引擎

公司致力于为全球各大知名厨卫企业提供技术一流、质量领先的厨卫健康产品。公司产品按照业务定位分为健康硬件 IDM 业务和“松霖·家”业务两大类, 其中健康硬件 IDM 业务包括厨卫品类及美容健康类。“松霖·家”业务直接面向终端消费者, 在目标城市开设大型自营品牌体验中心, 为客户提供全方位的新体验, 是以家为超级载体的家产品品牌。

图 1: 公司主要产品



资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

截至 2022 年一季报, 公司前五大股东持股总计达到 84.95%, 股权集中度较高。其中松霖集团投资有限公司持股比例最高, 达到了 31.11%。公司实际控制人为周华松、吴文利。周华松为公司第二大股东, 任公司董事长, 兼任董事。

表 1: 公司前五大股东持股情况

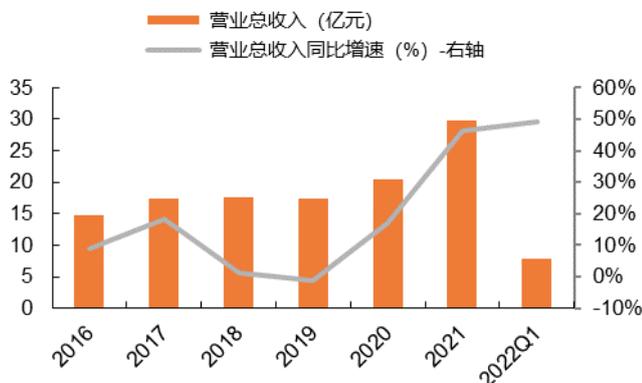
股东名称 (全称)	比例 (%)
松霖集团投资有限公司	31.11
周华松	22.38
厦门松霖投资管理有限公司	22.19
吴文利	7.79
周华柏	1.48
合计	84.95

资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

公司 2021 年实现营业收入 29.77 亿元, 同比增加 46.30%, 实现归属母公司股东的净利润 3.01 亿元, 同比增加 11.39%。2022 年一季度, 公司实现营业收入 7.93 亿元, 同比增长 49.30%; 归母净利润 7271.32 万元, 同比下降 1.26%。受销售订单大幅增加和并表倍杰特影响, 公司 2021 年业绩增长迅速, 全年实现营业收入 29.77 亿元, 同比增加 46.30%; 实现归母净

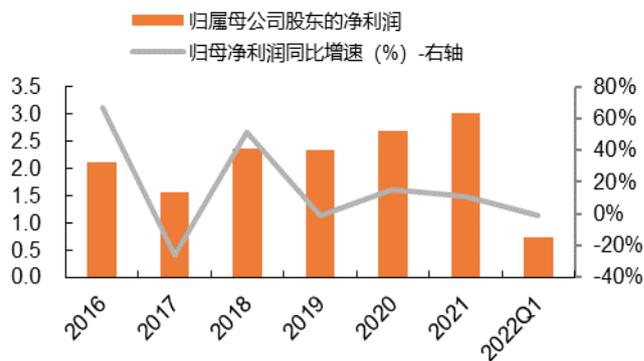
利润 3.01 亿元，同比增加 11.39%。2020 年全年公司实现营业收入 20.35 亿元，同比增加 17.04%；实现归母净利润 2.70 亿元，同比增加 15.51%。

图 2: 2016-2022Q1 公司营业收入及增速情况



资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

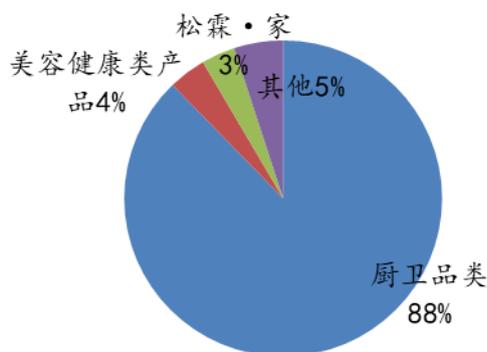
图 3: 2016-2022Q1 公司归母净利润及增速情况



资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

2021 年，公司厨卫品类营收占比达 88%，是公司的主导产业。2021 年公司综合毛利率为 29.54%。2021 年，公司收入结构中，厨卫品类、美容健康类产品、松霖·家和其他产品分别占据 88%、4%、3%、5%。毛利率方面，2021 年公司综合毛利率达 29.54%，同比下降 5.01pct。

图 4: 2021 年公司营业收入结构情况



资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

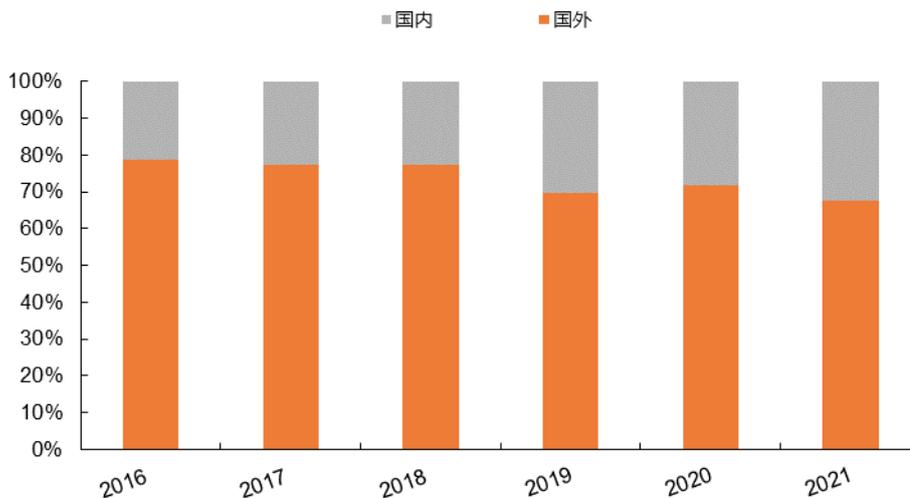
图 5: 2016-2021 年公司毛利率情况



资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

公司主营业务主要集中在海外，2021 年海外业务占比为 67.79%。2022 年，公司收入结构中，按地区划分，海外营业收入为 20.18 亿元，国内为 9.59 亿元，海外业务占比达到 67.79%，是公司产品的主要销售地区。公司产品主要出口地为欧洲、美国等发达国家及地区，印度、巴西、俄罗斯等新兴市场国家也会涉及，但业务量不大。

图 6: 2016-2021 公司国内外主营收入构成



资料来源：公司年报，长城证券研究院

2. 卫浴配件行业：国内外需求逐渐释放，市场空间广阔

2.1 美国、欧洲、日本等地起步较早，市场规模稳步增长

卫浴配件行业国外起步较早，随着全球经济的进一步发展，新材料、新技术的不断出现，市场规模稳步增长，据 Markets and Markets 的预计，全球卫生洁具及配件产品市场规模将从 2015 年的 747.20 亿美元增长至 2021 年的 1020.70 亿美元，年复合增长率为 5.45%。美国、欧洲、日本等发达国家或地区起步较早，发展较为成熟，拥有众多全球知名卫浴品牌商。如美国的 Moen（摩恩）、Kohler（科勒）、Delta（得而达）等品牌；欧洲的 Grohe（德国高仪）、Roca（西班牙乐家）等品牌；日本的 TOTO（日本东陶）、INAX（日本伊奈士）等品牌。此外，据 Markets and Markets 的预计，全球卫生洁具及配件产品市场规模将从 2015 年的 747.20 亿美元增长至 2021 年的 1020.70 亿美元，年复合增长率为 5.45%。

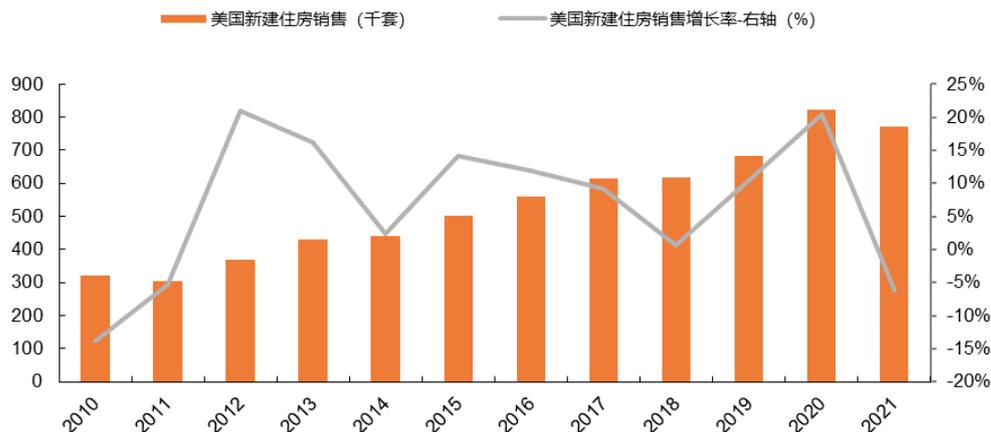
卫浴配件产品的市场需求除与新建房屋的首次装修需求相关外，还与日常维修及房屋翻新时带来的更换需求紧密相关。美国、欧洲、日本等发达国家或地区起步较早，房屋使用年限较久，当地居民也更加追求卫浴配件产品的时尚设计、新技术、新功能，花洒、淋浴系统、龙头等产品更换升级需求较高；中国、印度等发展中国家仍处于城市化建设期，卫浴配件产品的首次装修需求较高，随着居民收入的提升，发展中国家中高端卫浴配件产品的市场需求正逐步释放中。

2.2 海外新建住房销售回暖，发达国家卫浴产品更换需求旺盛

卫浴配件行业下游主要是房地产企业，海外发达国家和新兴市场国家首次装修需求旺盛，以美国为例，2021 年新建住房销售量达到 770 千套。近年来，随着以美国、欧洲、日本等为代表的发达国家逐渐走出全球金融危机，发达国家的宏观经济持续回暖，房地产市

场也因此受益恢复增长。以美国为例,2020年新建住房销售量821千套,同比增加20.38%。2021年新建住房销售量为770千套,同比下降6.21%。整体来看,自2012年开始美国房地产市场快速增长趋势明显。此外,以印度等为代表的新兴市场国家近年来经济持续较快发展,城市化进程不断快速推进,住宅、酒店、宾馆、写字楼、办公楼等房地产以及配套的市政基础设施建设力度不断加大,相应的对花洒、淋浴系统、龙头、软管、升降杆等卫浴配件产品的市场需求也快速增长,并逐渐成为全球卫浴配件产品市场新的增长点。

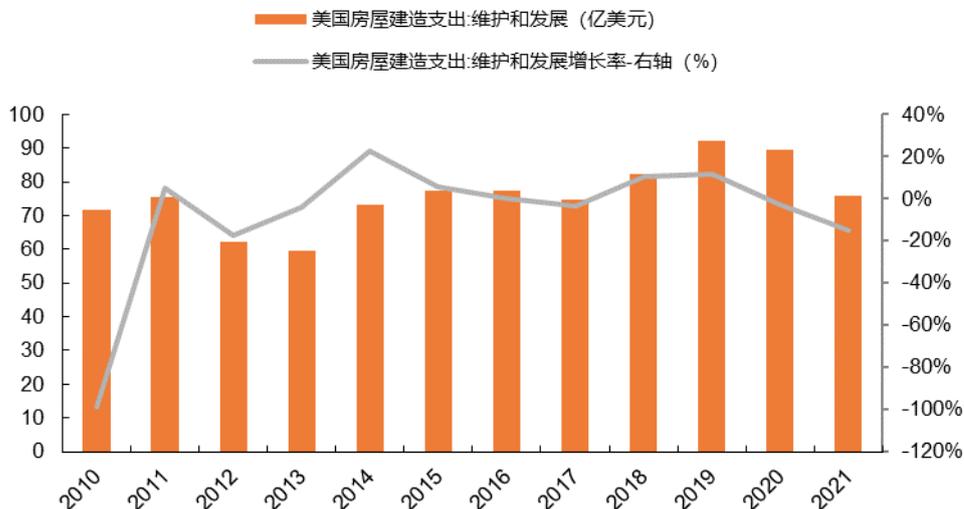
图 7: 2010-2021 美国新建住房销售及增长率



资料来源: 美国商务部, 长城证券研究院

卫浴配件行业更换维修市场主要集中在美国、欧洲等发达地区,美国2021年房屋建造中的维护和发展支出达75.85亿美元。发达国家或地区房地产市场起步早,房屋使用年限普遍较长,政府机构及居民家庭均非常重视房屋建造后的维修和翻新,房屋翻新频率高,由此产生了大量反复性、持续性的房屋维修和翻新投资,进而带动了对花洒、淋浴系统、龙头等卫浴零配件产品的更换维修需求。以美国为例,自2013年开始,房屋建造中的维护和发展支出上升趋势明显,由59.67亿美元增加至2021年的75.85亿美元,年均复合增长率为3.04%。

图 8: 2010-2021 美国房屋建造支出: 维护和发展及增长率



资料来源：美国商务部，长城证券研究院

2.3 城镇化建设、老旧小区改造稳步进行，消费升级催生国内新需求

国内市场发展迅速，住宅商品房销售稳步增长、城镇化水平提升拓宽行业发展空间。2010-2021年，我国住宅商品房销售面积整体呈上升趋势，2021年住宅商品房销售面积为15.7亿平方米，同比增长1.03%。根据国家统计局数据，截至2021年，我国城镇化率为64.72%，与发达国家80%的平均水平相比还有较大的发展空间。随着我国城市化进程的持续推进建设，城镇化率的不断提升，住宅商品房销售仍将维持较大的规模。住宅商品房稳定增长的销售规模将持续带来家庭装修需求，从而促进卫浴配件行业的发展。

图 9: 2010-2021 住宅商品房销售面积



资料来源：国家统计局，长城证券研究院

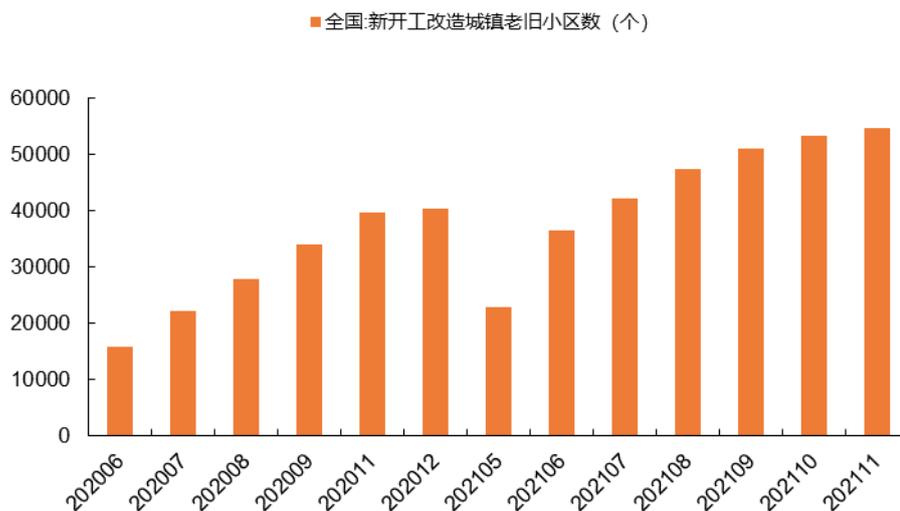
图 10: 2015-2021 年我国城镇化率



资料来源：国家统计局，长城证券研究院

老旧小区改造火热推进，精装渗透率提升空间大，卫浴配件产品需求旺盛。2022年1月10日，国家发改委等21部门印发《“十四五”公共服务规划》，《规划》提出，我国城镇老旧小区改造数量要由2020年的5.9万个增加到2025年的21.9万个。根据奥维云网数据，截至2019年，我国精装房渗透率已提升至32%。2020年受疫情影响，精装渗透率出现小幅波动，但整体仍保持在30%以上。然而，与发达国家80%以上的精装渗透率相比，我国精装市场渗透率仍有较大的提升空间。随着老旧小区改造的推进和精装渗透率的提高，家装行业市场需求有望上升，卫浴配件产品的更换需求也会随之提高。

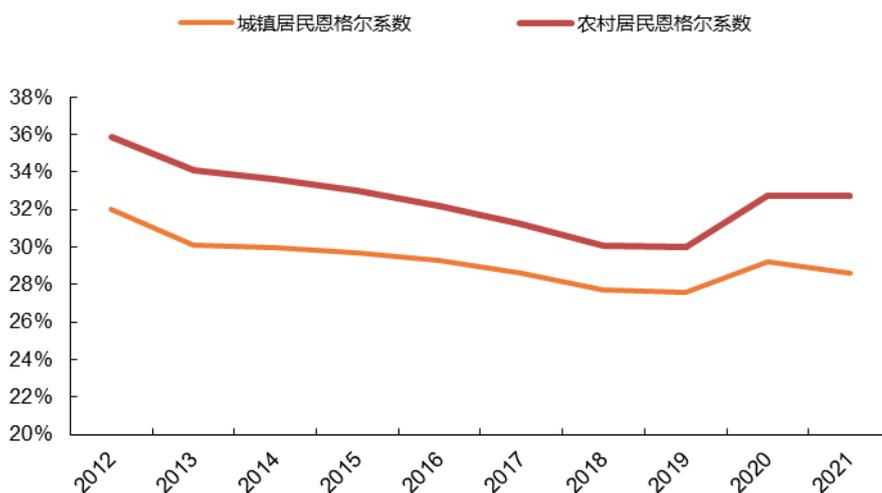
图 11: 全国新开工城镇老旧小区数



资料来源：住房和城乡建设部，长城证券研究院

居民消费升级趋势明显，消费需求已经从满足基本生存向追求舒适和品质转变。改革开放以来，人民生活水平不断提升，居民恩格尔系数稳步下降，2017年全国居民恩格尔系数为29.3%，首次降至30%以下，标志着我国恩格尔系数已进入发达国家行列。2020年由于疫情影响，恩格尔系数有所回升，2021年，我国城镇居民、农村居民恩格尔系数分别为28.6%、32.7%，从长期来看，我国居民消费升级的趋势明显。居民的消费需求已经从满足基本生存向追求舒适转变，也愈发追求功能丰富、设计时尚、安全环保的高端卫浴配件产品。

图 12: 2012-2021 我国恩格尔系数走势图



资料来源：国家统计局，长城证券研究院

卫浴配件行业国内市场规模超 300 亿，其中首次装修市场规模 107 亿，更换需求市场规模 210 亿。经过测算，2016 年以来，国内首次装修市场规模稳步增长，从 2016 年的 93.22 亿元增长到 2021 年的 106.09 亿元。2020 年，我国更换需求市场规模达到 210.01 亿元。鉴于测算中仅考虑了住宅商品房的增量以及各产品价格是参考公司 2019 年 Q1 的销售价

格，实际市场规模将会更大。测算的有关假设前提如下（参考第七次人口普查结果和公司招股说明书）：

- ✓ 每套住宅为 90m²
- ✓ 每户家庭人口 2.62 人
- ✓ 每套住宅商品房装修时至少需要花洒、淋浴系统、龙头、软管、升降杆数量为 1、1、3、3、1
- ✓ 每年有 10% 的家庭维修和更换花洒、淋浴系统、龙头等卫浴零配件产品
- ✓ 每套住宅商品房装修时至少需要花洒、淋浴系统、龙头、软管、升降杆数量为 40、200、100、10、40 元

表 2: 2016-2021 国内首次装修市场规模

划分依据	2016	2017	2018	2019	2020	2021
住宅商品房销售面积（万平方米）	137539.93	144788.77	147929.42	150144.32	154878.47	156532.17
房屋套数（万套）	1528.22	1608.76	1643.66	1668.27	1720.87	1739.25
花洒（万套）	1528.22	1608.76	1643.66	1668.27	1720.87	1739.25
花洒市场规模（亿元）	6.11	6.44	6.57	6.67	6.88	6.96
淋浴系统（万套）	1528.22	1608.76	1643.66	1668.27	1720.87	1739.25
淋浴系统市场规模（亿元）	30.56	32.18	32.87	33.37	34.42	34.78
龙头（万套）	4584.66	4826.29	4930.98	5004.81	5162.62	5217.74
龙头市场规模（亿元）	45.85	48.26	49.31	50.05	51.63	52.18
软管（万套）	4584.66	4826.29	4930.98	5004.81	5162.62	5217.74
软管市场规模（亿元）	4.58	4.83	4.93	5.00	5.16	5.22
升降杆（万套）	1528.22	1608.76	1643.66	1668.27	1720.87	1739.25
升降杆市场规模（亿元）	6.11	6.44	6.57	6.67	6.88	6.96
市场规模总计（亿元）	93.22	98.13	100.26	101.76	104.97	106.09

资料来源：国家统计局，招股说明书，长城证券研究院

表 3: 2020 年国内更换需求市场规模

	2020
2020 年城镇人口（万人）	90199.00
城镇家庭数量（万）	34427.10
更换家庭数量（万）	3442.71
花洒（万套）	3442.71
花洒市场规模（亿元）	13.77
淋浴系统（万套）	3442.71
淋浴系统市场规模（亿元）	68.85
龙头（万套）	10328.13
龙头市场规模（亿元）	103.28
软管（万套）	10328.13
软管市场规模（亿元）	10.33

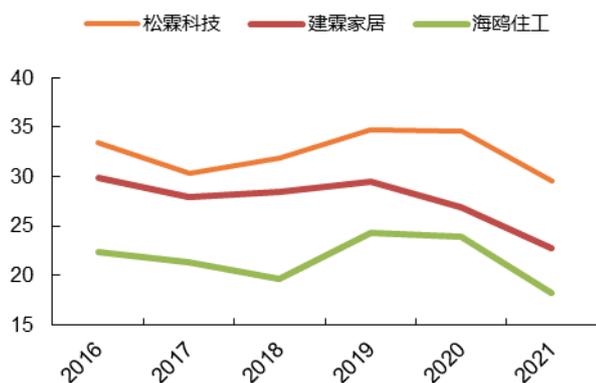
2020	
升降杆 (万套)	3442.71
升降杆市场规模 (亿元)	13.77
市场规模总计 (亿元)	210.01

资料来源: 国家统计局, 招股说明书, 长城证券研究院

2.4 公司毛利率、研发投入占比、现金流水平在可比公司中领先

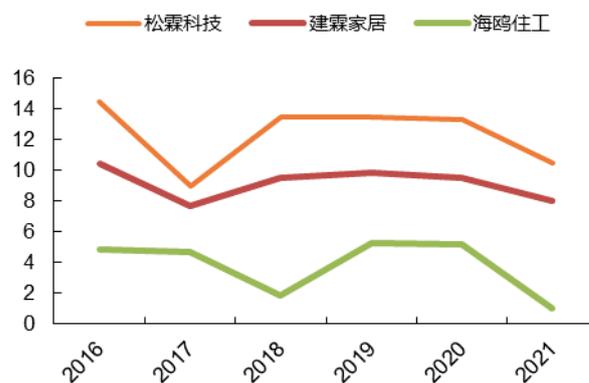
2021年, 松霖科技毛利率、净利率水平位列同业可比公司前茅。根据松霖科技招股说明书, 我们选取建霖家居、海鸥住工作为同业可比公司, 2021年, 松霖科技、建霖家居、海鸥住工的毛利率分别达 29.54%、22.76%、18.25%, 净利率分别达 10.48%、7.99%、1.06%, 松霖科技毛利率、净利率水平在同业可比公司中位列前茅。

图 13: 主要可比公司毛利率对比



资料来源: iFnd, 长城证券研究院

图 14: 主要可比公司净利率对比



资料来源: iFnd, 长城证券研究院

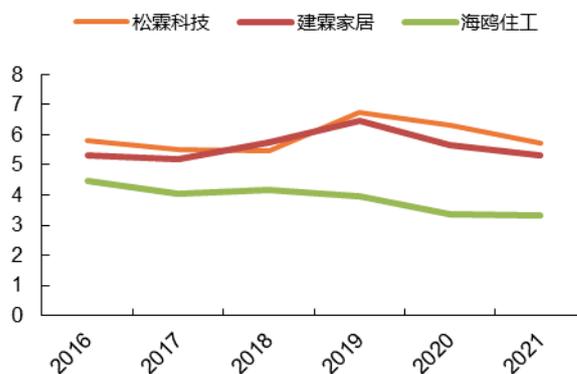
公司研发投入力度大, 2021年研发投入占营业收入比例高于可比公司。2016-2021年, 公司研发投入稳健增长, 2021年研发投入为 1.70 亿元, 占总营业收入比例为 5.71%, 研发占比位列同业可比公司前茅。

图 15: 2016-2021 年公司研发支出



资料来源: iFnd, 长城证券研究院

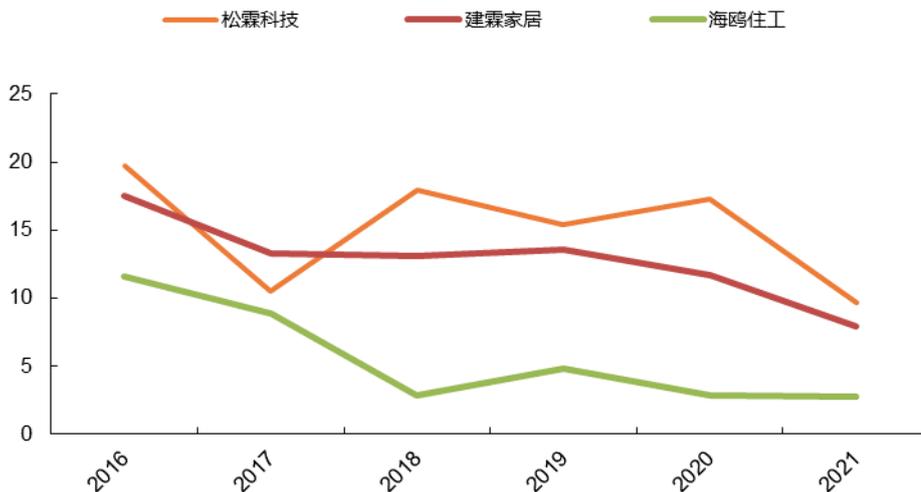
图 16: 2016-2021 可比公司研发投入/总营业收入 (%)



资料来源: iFnd, 长城证券研究院

公司现金流情况良好,2021年经营活动产生的现金流净额占主营收入比例高于可比公司。2018-2021年,松霖科技经营活动产生的现金流净额占主营收入的比例在同业可比公司中持续保持领先地位。2021年,公司经营活动产生的现金流净额/主营收入为9.67%,在同业可比公司处于领先地位。

图 17: 2016-2021 可比公司经营活动产生的现金流净额/主营收入



资料来源: iFnd, 长城证券研究院

3. 公司业务: 健康硬件 IDM 业务优势明显, “松霖·家” 发展未来可期

3.1 健康硬件 IDM 业务: 专注创新和设计, 打造领先优势

以技术创新、产品设计打造产品核心竞争力

健康硬件 IDM 业务通过 IDM 模式为客户提供各品类产品的设计研发和生产制造服务, 主要包括厨卫品类业务、美容健康品类业务。其中厨卫品类产品是公司现阶段的主要产品, 包括花洒、淋浴系统、升降杆、龙头、软管、智能马桶等。此外, 公司通过整合原有行业优势和市场需求, 将品类拓展至美容健康品类, 主要产品为美容花洒、美容仪、冲牙器等。

IDM 模式全称为 Innovation Design Manufacturer, 即创新设计制造, 是对传统 ODM 和 OEM 模式的升级和优化。公司自行完成区域市场调研、消费需求分析以及产品策划设计, 研究开发产品相关技术解决方案, 待产品或相关技术成型后主动向目标客户推介, 最终以客户的品牌销售产品。

表 4: IDM、ODM、OEM 模式划分依据

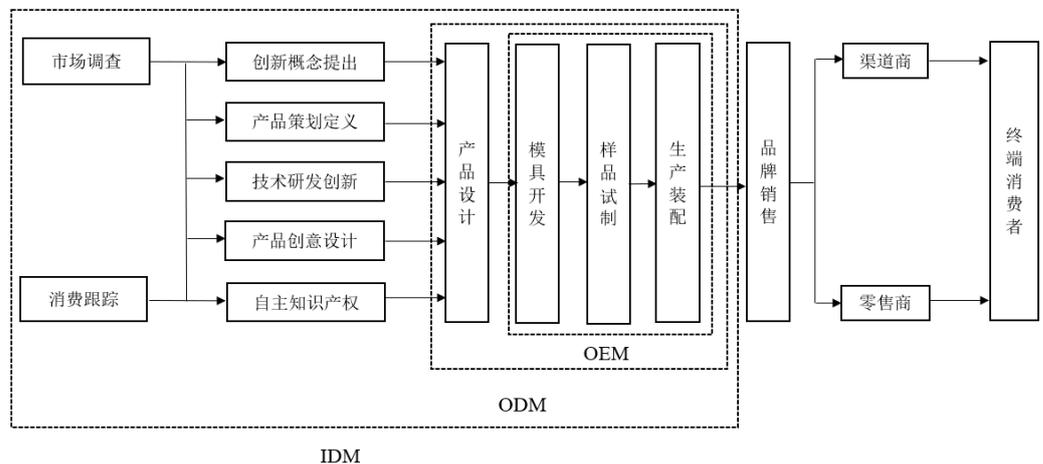
划分依据	IDM 模式	ODM 模式	OEM 模式
技术研发创新	根据公司自主调查分析形成	由品牌商完成	由品牌商完成

划分依据	IDM 模式	ODM 模式	OEM 模式
(Innovation)	的产品策划方案，由公司研发团队研究开发相关技术解决方案，产品技术包含公司发明专利、实用新型专利		
产品创意设计 (Design)	根据公司自主调查分析形成的产品策划方案，由公司工业设计团队进行产品创意设计，产品设计包含公司外观设计专利	根据品牌商的选型要求进行产品设计	由品牌商完成
产品生产制造 (Manufacture)	由生产制造商完成	由生产制造商完成	由生产制造商完成
产品销售品牌 (Brand)	品牌商品牌	品牌商品牌	品牌商品牌

资料来源：招股说明书，长城证券研究院

IDM 模式是由公司出具完整的产品策划方案，最终向客户交付包含公司专利技术、创意设计等自主知识产权的产品模型、技术模组或成型产品。IDM 模式产品包括了公司发明专利、实用新型专利、外观设计专利等自主知识产权，包含了公司的技术创新和设计创意。IDM 模式是公司在与国际知名品牌客户长期稳定深入的合作实践中发展起来的，符合行业特点和发展趋势的，极具公司特色的一种“以创意设计、技术创新引领市场销售”的经营模式，其核心基础在于公司强大的创意设计和技术创新实力。

图 18: IDM、ODM、OEM 经营模式图



资料来源：公司年报，长城证券研究院

公司聚焦创新研发体系，拥有国内外有效授权专利 1328 项，形成了独有的以客户需求为导向，研发与销售联动的新模式。截止 2021 年底，公司拥有研发科技人员数量 732 人，持有国内外有效授权专利 1328 项，其中发明专利 397 项，实用新型专利 684 项，外观专利 247 项。公司多次获得地方和国家级专利技术奖项，被认定为“国家级企业技术中心”、“国家知识产权示范单位”。此外，公司研发团队借助公司数据库根据市场和客户需求有针对性的进行研发，销售部门与市场部门全程参与，形成了研发与销售的良性互动。公司通过大数据技术实时掌控全球消费动向，研发团队可以根据数据库有针对性地选择研

发方向，能够先一步对市场上的产品进行更新改进，确保公司产品研发方案走在行业前列，提升公司产品的竞争力。

表 5: 公司专利技术获奖情况

序号	获奖专利号	奖励名称	颁奖时间	颁发单位
1	ZL201310513988.7	中国专利优秀奖	2020 年 7 月	国家知识产权局
2	ZL201310200263.2	厦门市专利奖三等奖	2018 年 12 月	厦门市人民政府
3	ZL201110223778.5	中国专利优秀奖	2018 年 11 月	国家知识产权局
4	ZL200910110910.4	厦门市专利奖二等奖	2017 年 11 月	厦门市人民政府
5	ZL201010005230.9	厦门市专利奖二等奖	2016 年 4 月	厦门市人民政府
6	ZL201010167729.X	中国专利优秀奖	2015 年 11 月	国家知识产权局
7		厦门市专利奖三等奖	2014 年 3 月	厦门市人民政府
8	ZL200930172174.6	中国外观设计优秀奖	2014 年 11 月	国家知识产权局
9	ZL201110178685.5	中国专利优秀奖	2014 年 11 月	国家知识产权局
10	ZL200910111675.2	厦门市专利奖二等奖	2013 年 4 月	厦门市人民政府

资料来源：公司公告，长城证券研究院

公司产品设计能力突出，多次获得“iF 设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际工业设计领域的顶尖奖项。公司在业内率先建立专业化运作的工业设计中心，组建成熟稳定的设计团队，现已积累了丰富的产品设计开发经验，形成了符合厨卫产品消费特点、贴近市场消费潮流的科学高效的产品设计体系。由公司设计团队主持设计的花洒、龙头等产品已先后多次获得了“iF 设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际工业设计领域的顶尖奖项。依靠优异的产品设计能力，公司在业内树立了良好的品牌形象，并获得了社会各界的高度认可，被认定为“厦门市市级工业设计中心”、“福建省省级工业设计中心”、“国家级工业设计中心”。

公司拥有稳定优质的客户群体，客户群覆盖全球 50 多个国家和地区。公司的主要客户为全球范围内或各区域各品类的大型品牌商及连锁零售商，其中国际知名卫浴品牌商包括 Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）、Grohe（德国高仪）、Roca（西班牙乐家）、Methven（新西兰麦瑟文）等，国际大型连锁建材零售商包括 ADEO（法国安达屋）、Saint-Gobain（法国圣戈班）、Kingfisher（英国翠丰）。截至目前，公司客户群已覆盖全球 50+ 国家和地区。

表 6: 公司主要客户种类及名称

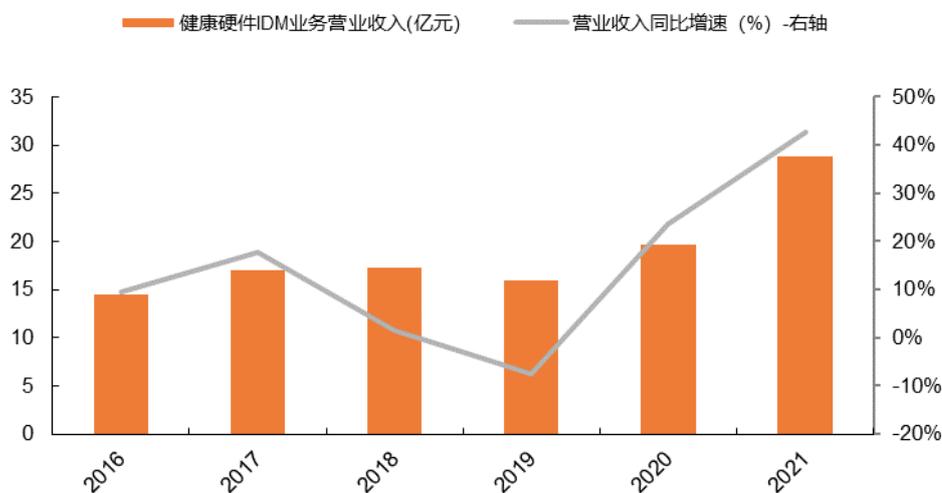
客户种类	客户名称
国际知名卫浴品牌商	Moen（美国摩恩）
	TOTO（日本东陶）
	Grohe（德国高仪）
	American Standard（美国美标）
	Delta（美国得而达）
	Waterpik（美国洁碧）
	Roca（西班牙乐家）
	Methven（新西兰麦瑟文）
	Kohler（美国科勒）
国际大型连锁建材零售商	ADEO（法国安达屋）
	Saint-Gobain（法国圣戈班）

客户种类	客户名称
	Kingfisher (英国翠丰)

资料来源: 招股说明书, 长城证券研究院

2021 年健康硬件 IDM 业务增长迅猛, 全年实现营业收入 28.75 亿元, 同比增长 42.57%。健康硬件 IDM 业务包括厨卫品类及美容健康类, 主要产品有: 花洒及配件、淋浴系统及配件、升降杆及配件、龙头及配件、软管及配件、零件及其他。2020 年以来, 系海外疫情影响, 销售量增长较快, 营业收入增长迅速, 2020 年健康硬件 IDM 业务实现营业收入 19.70 亿元, 同比增长 23.67%, 2021 年实现营业收入 28.75 亿元, 同比增长 42.57%。

图 19: 2016-2021 年健康硬件 IDM 业务营业收入及增长率

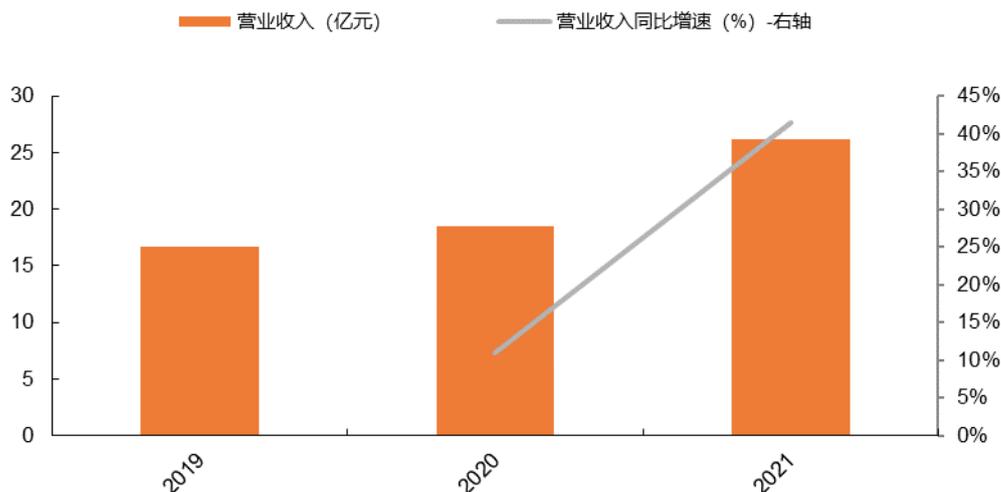


资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

深耕厨卫品类业务, 助力 IDM 细分品类冠军战略

厨卫品类业绩保持增长势头, 2021 年实现营收 26.13 亿元, 同比增长 41.38%。厨卫品类是 IDM 业务的重要组成部分, 主要产品包括花洒、淋浴系统、升降杆、龙头、软管、智能马桶等。2021 年, 厨卫品类实现营业收入 26.13 亿元, 占公司总营收的 87.77%, 同比增长 41.38%。厨卫品类作为公司最重要的营收来源, 依然保持着良好的发展势头。

图 20: 2019-2021 年厨卫品类营业收入及增长率



资料来源：公司年报，长城证券研究院

厨卫品类是公司主要产销产品，2021年生产和销售量为5878、5720万件，同比增加38%、36%。2021年，公司厨卫品类、美容健康类生产量分别为5878、219万件，同比增加38%、134%。厨卫品类、美容健康类销售量分别为5720、217万件，同比增加36%、130%。

表 7: 2021 年公司主要产品产销量情况

主要产品	生产量 (万件)	同比变动	销售量 (万件)	同比变动
厨卫品类	5878	38%	5720	36%
美容健康品类	219	134%	217	130%

资料来源：公司年报，长城证券研究院

IPO 募投龙头和花洒项目建设顺利，将分别于2020年1月、2021年3月达到预定可使用状态。2019年，公司通过IPO募集资金净额为4.91亿元，募集资金分别投入龙头、淋浴系统搬迁及扩产项目和花洒及其配件扩产及技改项目，截至2021年底，资金投入进度分别达到100.39%、101.23%。根据公司公告，龙头、淋浴系统搬迁及扩产项目和花洒及其配件扩产及技改项目已于2020年1月、2021年3月达到预定可使用状态。

表 8: 2019-2021 年募投项目资金投入进度

项目名称	2019	2020H1	2020	2021
龙头、淋浴系统搬迁及扩产项目	67.26%	94.38%	100.39%	100.39%
花洒及其配件扩产及技改项目	26.47%	46.98%	70.35%	101.23%

资料来源：公司公告，长城证券研究院

2021年龙头和花洒项目分别累计实现收益17162.21、10900.38万元，均达到预期收益。根据项目可行性报告，龙头、淋浴系统搬迁及扩产项目正常达产后承诺效益为9553.98万元，该项目建设周期预计为3年，其中建设第二年预计投产率为70%，建设第三年预计投产率为82%。2020年，该项目实现收益7316.87万元，2021年，实现收益9845.34万元，达到预计收益。花洒及其配件扩产及技改项目正常达产后承诺效益为5275.34万元，该项目建设周期预计为3年，其中建设第二年预计投产率为35%，建设第三年预计投产

率为 70%。2020 年，该项目实现收益 1811.75 万元，2021 年，实现收益 9088.63 万元，达到预计收益。

表 9: 公司 IPO 募投项目收益情况

在建项目	累计产能利用率	承诺收益	实现收益		累计实现收益	是否达到预计收益
			2020 年	2021 年		
龙头、淋浴系统搬迁及扩产项目	88.13%	完全达产当年净利润 9553.98 万元	7316.87 万元	9845.34 万元	17162.21 万元	是
花洒及其配件扩产及技术改造项目	92.49%	完全达产当年净利润 5275.34 万元	1811.75 万元	9088.63 万元	10900.38 万元	是

资料来源：公司公告，长城证券研究院

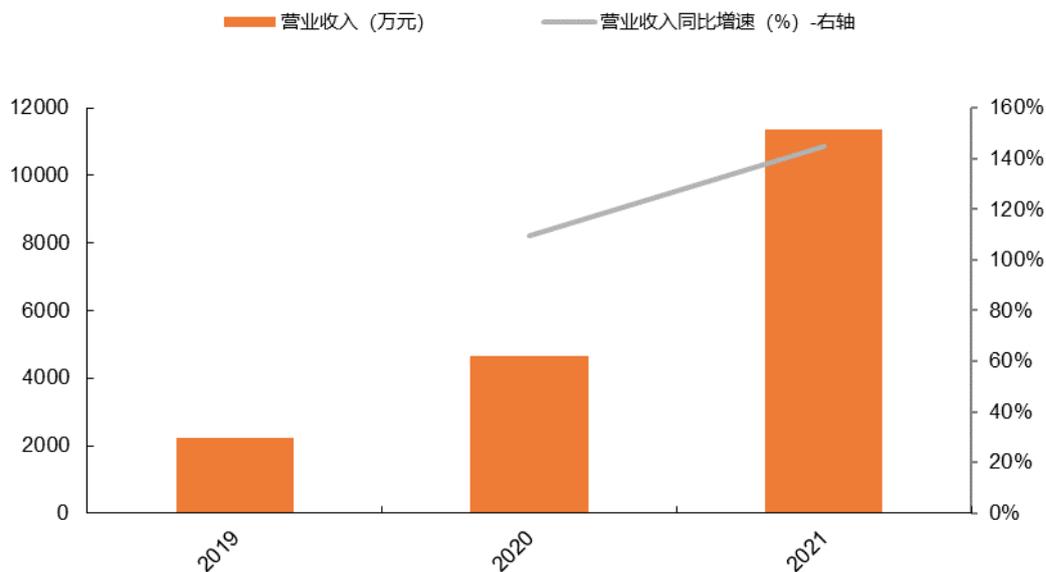
公司调整厨卫品类事业部，助力 IDM 细分品类冠军发展战略。公司的目标是建立 IDM 细分品类冠军的孵化平台，使在其中成功孵化的产品在厨卫、美容健康行业成为细分单品类冠军。2019 年，公司对原有厨卫品类事业部进行组织结构调整，为各品类事业部的快速发展赋能。经过调整，各品类事业部拥有独立的研发、设计、销售、生产、采购团队，在各自领域将获得更精准的市场定位、更专业的研发和技术能力。组织的调整是公司为推动细分单品类冠军战略的重要一步，有利于提高公司品类专注度，推动各品类业务的快速发展。

美容健康类产品市场潜力巨大，业绩增长迅猛

美容健康类产品市场潜力大，全球家用美容仪市场规模预计 2022 年将达到 1119 亿元。根据欧瑞咨询研究数据，全球个人护理用品市场规模 2017 年接近 2300 亿元，预计 2022 年将达 3692 亿元。全球家用美容仪类市场规模 2017 年为 556 亿元，渗透率 24.17%，预计 2022 年将达到 1119 亿元，渗透率将提升至 42.56%。国内市场方面，据天猫数据统计，2020 年中国家用美容仪市场规模为 60-80 亿元，年复合增长率达到 30%。据智研咨询数据预计，2021 年中国家用美容仪市场规模将接近 100 亿元，到 2026 年将突破 200 亿元。

美容健康类产品业绩保持高速增长，2021 年实现营收 1.14 亿元，同比增长 144.77%。2020 年，美容健康类产品实现营业收入 4643 万元，同比增长 109.38%。2021 年，美容健康类产品实现营业收入 1.14 亿元，同比增长 144.77%。

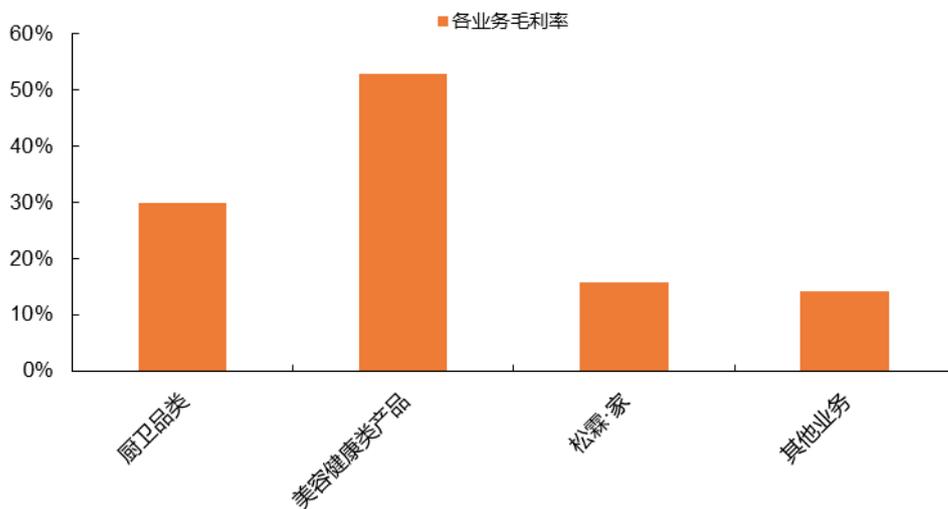
图 21: 2019-2021 年美容健康类产品营业收入及增长率



资料来源：公司年报，长城证券研究院

美容健康类产品毛利率在各类产品中保持第一，2021年毛利率达到52.91%。2021年，美容健康类产品毛利率为52.91%，同比增加0.73pct，毛利率比其他产品高出10个百分点以上，利润空间可观。

图 22: 2021 年公司各业务毛利率情况



资料来源：iFnd，长城证券研究院

美容健康类新申请多项专利，研发实力进一步增强。2021年上半年，美容健康品类新申请专利22项，其中发明专利5项。2021年，美容及健康品类的研发投入占销售比超过10%，新申请专利67项，其中发明专利22项，多个设计产品入围并获得国际、国内工业设计大赛奖项。

2019年，公司单独设立了智能电子事业部，为公司智能产品的开发提供底层技术的支持。智能电子事业部主要实现对其他公司其他品类产品电子化的底层支持，包括从新品电子

化方案的实现到量产部件提供的无缝衔接，有效缩短无接触、自动杀菌等电子产品从研发到量产的转化时间。同时，公司完成智能电子车间及实验室建设，该车间的生产线达到国内先进水平，将主要为智能电子产品开发和生产服务，公司通过持续对工艺及设备进行了重大升级，加速各品类产品向智能化方向的转变。

3.2 发行可转债助力产能升级，扩大业务规模

公司拟发行可转债 6.1 亿元，投入“美容健康及花洒扩产及技改项目”。2021 年 10 月 23 日，公司发布可转换公司债券预案公告，拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过 6.1 亿元，扣除发行费用后，募集资金用于“美容健康及花洒扩产及技改项目”。本次发行的可转换公司债券每张面值为人民币 100 元，按面值发行，期限为自发行之日起 6 年。

项目投产后有助于公司产能升级，预计每年新增花洒、美容健康 1000 万产量，完全达产当年可实现销售收入 6.49 亿元。近年来，随着订单量持续增长，公司现有的注塑、机械加工、表面处理等关键工序的产能利用率处于较高水平，已成为限制公司生产规模进一步扩张的瓶颈所在。因此，为满足日益增长的市场需求，突破公司产能瓶颈，进一步扩大花洒业务市场份额，加速美容健康业务拓展，公司亟需通过本次项目建设，增强公司的底层制造能力，实现对产品质量以及产品交期更好的把控。根据项目可行性分析报告，本项目建设期为 30 个月，项目建设投产后，公司每年将新增 865 万件花洒类、201.50 万件美容健康类产品，项目完全达产当年可实现销售收入 6.49 亿元。

表 10: 公司发行可转债募集资金计划

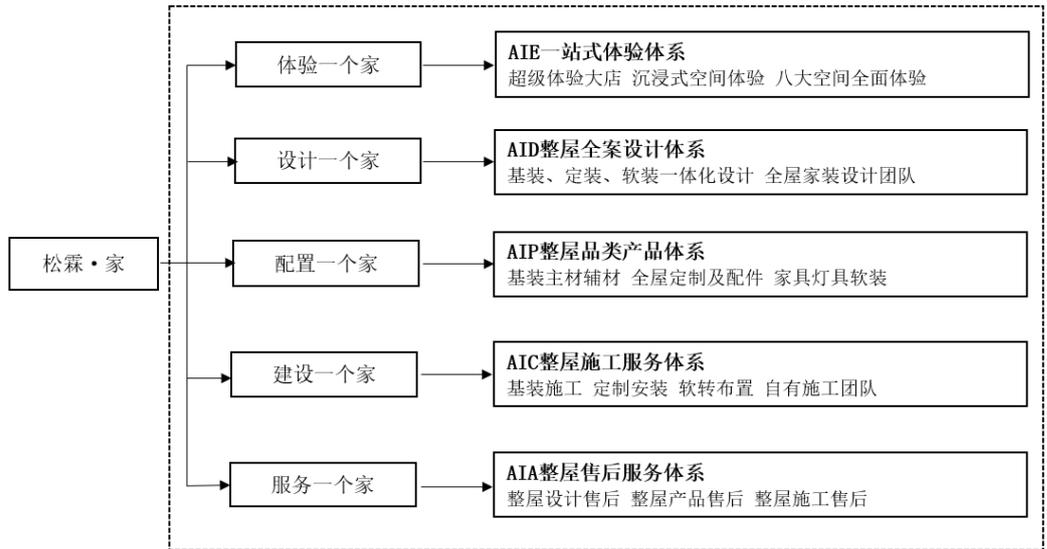
项目名称	项目投资总额 (亿元)	募集资金拟投入金额 (亿元)	项目建设期 (月)	完全达产当年销售收入 (亿元)	投产后新增产量
美容健康及花洒扩产及技改项目	6.16	610	30	6.49	花洒类: 865 万件 美容健康类: 201.50 万件

资料来源: 公司公告, 长城证券研究院

3.3 “松霖·家”: 全新模式扬帆起航, 打造一站式服务

全新独创模式“松霖·家”启航，致力于为客户打造一站式产品及服务。2020 年，公司经过多年探索、实验和研发，形成了重大战略性业务“松霖·家”，“松霖·家”模式是公司全新独创的模式，该模式彻底突破传统因产品、服务、平台分离而给家装客户带来的巨复杂、高成本、低品质的现状，“松霖·家”将为目标客户提供从室内设计及装修、全屋定制及软饰等真正一站式的产品及服务。

图 23: 松霖·家一站式体验体系



资料来源：松霖·家官网，长城证券研究院

2021年实现营收1.02亿元，同比增长468.27%，毛利率达15.76%，“松霖·家”业务布局进行时。2020年“松霖·家”业务实现营业收入1786.39万元，毛利率36.13%。2020年上半年，第一家“松霖·家”在厦门开业运营，标志着“松霖·家”战略正式扬帆。2021年，第二家“松霖·家”大型体验中心在泉州隆重开业，此外，莆田、南昌、北京等10家大型自营品牌体验中心已在筹备中。

图 24: 松霖·家厦门馆



资料来源：松霖·家官网，长城证券研究院

图 25: 松霖·家泉州馆



资料来源：松霖·家官网，长城证券研究院

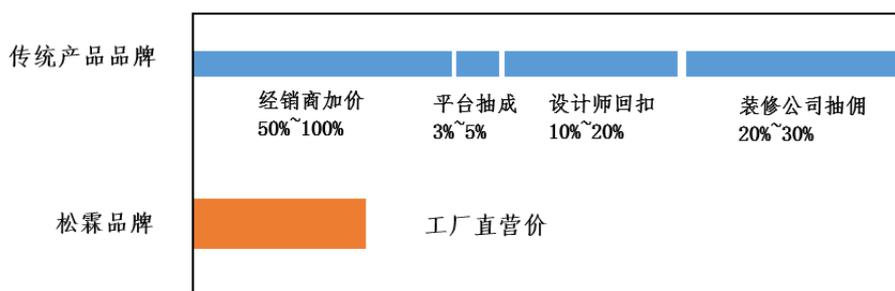
图 26: 松霖·家业务全国布局图



资料来源：松霖·家官网，长城证券研究院

前店后厂模式先进，预计可以为用户节约 15%-35%的装修费用。“松霖·家”摒弃高成本、低效率的落后传统模式，压缩中间冗余环节，将用户与工厂、服务与平台直接连接。2020 年，公司完成漳州松霖智能产业园三期 5G 关灯工厂和漳州松霖建材园的投建，至此，公司已拥有自建面积超 65 万平米的九大实力工厂，为“松霖·家”业务的产品品质提供了有力保障。“松霖·家”可以使用户避免经销商加价、平台抽成、设计师抽成等多种中间商加价方式，享受工厂直营价，根据公司官网数据，预计可以为用户节约 15%-35%的装修费用。

图 27：松霖·家和传统产品成本模式图



资料来源：松霖·家官网，长城证券研究院

3.4 收购倍杰特，拓宽利润增长点

优质收购标的，马桶盖板制造领军企业

2021 年 4 月 30 日，公司顺利以 2.86 亿元完成对厦门倍杰特 51%股权的收购。倍杰特成立于 2006 年，一直深耕于卫浴领域，专注于马桶盖板，水箱配件、花洒及智能马桶等卫浴产品研发、生产、销售，是全球细分产品赛道的主要生产企业之一。

图 28：倍杰特马桶盖板产品



资料来源：倍杰特官网，长城证券研究院

倍杰特拥有多项专利技术，研发实力雄厚，产品多次获得国内外设计奖项。倍杰特注重研发投入，依托行业领先的“国家 CNAS 实验室认证”、“福建省级工业设计中心”、“福建省知识产权优势企业”、“福建省专精特新企业”，已形成了一支强大而专业的研发团队，掌握行业领先的马桶盖板、水箱配件、智能马桶等卫浴产品生产工艺。截止 2021 年 4 月 20 日，公司已获授权境内外专利 358 项，其中发明专利 20 项；智能马桶类专利有 140 项。此外，公司还多次国家级荣誉称号以及国际国内设计奖项，产品设计能力优秀。

表 11：公司荣誉奖项

类别	名称
荣誉称号	国家级高新技术企业
	中国卫浴产品行业知名品牌
	福建省科技小巨人领军企业
产品设计奖项	红点设计奖
	德国 IF 奖
	中国设计红星奖
	中国优秀工业设计奖
参与制定标准	《卫生洁具便器用除臭冲水装置》
	《卫生洁具软管》
	《卫生洁具淋浴器》

资料来源：公司公告，长城证券研究院

倍杰特专注产品品质，获得国内外众多国家和地区的权威机构认证。倍杰特在产品研发、原材料采购、生产、销售各环节均实施严格的质量控制，在行业内具有很高的美誉度。公司通过 ISO9001 质量管理体系认证，并在生产过程中采用严谨的制造工艺与严格控制流程，使产品质量性能指标得到了可靠保证。公司生产的脲醛盖板、PP 盖板、水件及智能马桶，产品质量获得了国内外卫浴品牌商的普遍认可。公司产品获得澳大利亚 WaterMark 和 WELS 认证、英国 WRAS 认证、欧盟 CE 认证、美国 UPC 认证、EGS 认证、EPA 认证、加拿大 CSA 认证和 CUPC 认证、香港 WSD 认证、新加坡 PSB 认证、沙特阿拉伯 SASO 认证等 10 多个国家或地区的权威机构认证。

主营业务契合公司发展方向，收购后将产生良好协同效应

松霖科技与倍杰特的主要业务均包含厨卫产业细分领域产品的，收购后将进一步强化公司 IDM 战略。本次收购属于产业整合，将进一步丰富公司 IDM 品类产品线，在客户拓展、生产研发等领域充分融合，产生良好的协同效应，提高公司综合实力与盈利能力，提升公司在厨卫产业的综合竞争力。

倍杰特客户质量优秀，收购后可以和公司客户群资源形成良好的协同作用。倍杰特拥有众多国内外知名卫浴品牌合作伙伴，早在 2017 年登陆新三板时，倍杰特的合作伙伴就已涵盖 Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）、Grohe（德国高仪）等国际知名卫浴品牌商以及 ADEO（法国安达屋）、Saint-Gobain（法国圣戈班）、Kingfisher（英国翠丰）等国际大型连锁建材零售商。收购完成之后，公司可以依托现存的客户群资源，实现不同品类的客户群体交叉覆盖，可产生显著的协同效应。另外，可以通过共享优质客户，进一步整合双方的客户资源，增加对下游品牌企业的产品供应种类及规模，增加客户粘性。

收购后有望增加公司收入，2021、2022、2023 年承诺实现归母净利润不低于 5666 万元。根据倍杰特的业绩承诺，公司在 2021 年度、2022 年度和 2023 年度实现的平均归母净利润不低于 5666 万元。公司在 2021 年度、2022 年度和 2023 年度的当年承诺净利润分别为 5000 万元、5600 万元、6400 万元。2021 年倍杰特实现净利润 4659.81 万元，业绩未达到 2021 年度承诺业绩，主要系新冠疫情、汇率波动以及原材料价格等因素影响，根据《股权转让协议》约定，应当补偿现金 1266.88 万元。

表 12: 倍杰特承诺收益

项目	2021	2022	2023
归母净利润（承诺）	5666 万元	5666 万元	5666 万元
净利润（承诺）	5000 万元	5600 万元	6400 万元

资料来源：公司公告，长城证券研究院

4. 盈利预测与估值水平：首次给予增持评级

4.1 盈利预测

盈利预测重要假设：

- ✓ 2021 年，公司顺利完成对倍杰特的收购，根据倍杰特的业绩承诺，公司在 2021 年度、2022 年度和 2023 年度的当年承诺净利润分别为 5000 万元、5600 万元、6400 万元。并表倍杰特之后，公司营业收入明显提升。
- ✓ 2021 年受到疫情影响，海外销量大幅提升，公司营业收入增幅较大，后续随着疫情好转，销量会有所回调。发行可转债助力产能升级，项目建成后预计每年新增花洒、美容健康 1000 万产量，完全达产当年可实现销售收入 6.49 亿元。预计 2022-2024 年公司营业收入为 35.10、41.99、50.69 亿元，同比增速达 18%、20%、21%。
- ✓ 2021 年原材料价格上涨明显，对成本端造成了较大压力，拖累毛利率，预计 2022 年原材料价格有所回落，毛利率将会改善。预计 2022-2024 年公司毛利率为 31.38%、31.62%、31.80%。

表 13: 公司收入、毛利率预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	29.77	35.10	41.99	50.69
增速: %	46%	18%	20%	21%
厨卫品类	26.13	30.57	36.08	42.57
增速: %	41%	17%	18%	18%
其他	1.49	1.49	1.49	1.49
增速: %	-	0%	0%	0%
美容健康类产品	1.14	1.71	2.57	3.85
增速: %	148%	50%	50%	50%
松霖·家	1.02	1.33	1.86	2.78
增速: %	467%	30%	40%	50%
毛利率(%)	29.54	31.38	31.62	31.80
厨卫品类	29.94	31.94	31.94	31.94
其他	14.09	14.09	14.09	14.09
美容健康类产品	52.91	52.91	52.91	52.91
松霖·家	15.76	10.00	10.00	10.00

资料来源: iFnd, 长城证券研究院

4.2 相对估值: 略高于行业平均水平

松霖科技估值略高于行业平均水平: 松霖科技业务拓展速度较快, 2020 年以来业绩增长迅猛, 公司研发投入和毛利率水平均位居行业前列, 估值相较行业平均水平偏高。2021~2023 年松霖科技 PE 分别为 22、19、16 倍, 而行业平均数为 24、12、10 倍; 松霖科技 PB 为 2.78 倍, 而行业平均数为 1.78 倍。

表 14: 可比公司估值表

证券简称	总市值 (亿元)	净利润(亿元)			PE			ROE		PB
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
建霖家居	51	3.76	4.36	5.03	13.60	11.69	10.13	15.1%	12.9%	1.97
海鸥住工	29	0.86	2.43	3.27	33.86	13.12	9.72	4.8%	10.8%	1.59
平均数	40	2.31	3.40	4.15	23.73	12.41	9.93	10.0%	11.9%	1.78
松霖科技	62	3.01	3.46	4.08	22.24	19.31	16.38	12.9%	8.7%	2.78

资料来源: iFnd, 长城证券研究院*除松霖科技外, 其他公司采用一致预期

4.3 投资建议: 首次给予增持评级

投资建议: 首次给予增持评级。 预计公司 2022~2024 年归母净利润分别达到 3.5、4.1、4.9 亿元, 同比增长 15%、18%、19%, 对应估值 19、16、14 倍。公司深耕健康硬件 IDM 业务, 提出“IDM 细分品类冠军”战略; 并购优质标的倍杰特, 收购后将产生良好的协同效应; IPO 募投项目进展顺利, 可转债项目也提上日常, 未来产能有望大幅提升; 公司持续创新, 全新模式“松霖·家”业务扬帆起航, 为客户提供一站式服务。

5. 风险提示

行业竞争加剧、国内市场议价能力下降风险；原材料价格波动风险；中美贸易摩擦、汇率波动风险；下游需求低迷风险；房地产调控风险；募投项目投产后具有成长性风险；贸易摩擦及汇率波动带来的风险；卫浴市场预测数值和假设参数与实际数值偏差的风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,034.82	2,977.00	3,581.21	4,227.29	5,035.91	成长性					
营业成本	1,331.77	2,097.46	2,452.47	2,886.44	3,428.16	营业收入增长	17.04%	46.30%	20.30%	18.04%	19.13%
销售费用	77.06	118.99	150.41	186.00	231.65	营业成本增长	17.44%	57.49%	16.93%	17.70%	18.77%
管理费用	181.90	235.74	301.80	364.82	444.67	营业利润增长	17.18%	14.93%	16.95%	15.28%	18.06%
研发费用	128.79	169.57	223.94	264.21	305.50	利润总额增长	17.04%	15.16%	17.03%	15.23%	18.07%
财务费用	27.77	15.68	35.81	42.27	50.36	归母净利润增长	15.51%	11.39%	20.20%	14.47%	17.55%
其他收益	14.24	24.26	17.93	18.81	20.33	盈利能力					
投资净收益	32.51	22.27	22.27	22.27	22.27	毛利率	34.55%	29.54%	31.52%	31.72%	31.93%
营业利润	311.81	358.37	419.12	483.15	570.42	销售净利率	15.32%	12.04%	11.70%	11.43%	11.33%
营业外收支	-0.57	0.05	0.32	0.19	0.25	ROE	13.48%	12.88%	9.04%	9.68%	10.20%
利润总额	311.24	358.42	419.44	483.34	570.68	ROIC	54.95%	34.36%	26.57%	28.28%	23.92%
所得税	40.75	46.30	53.06	62.28	73.15	营运效率					
少数股东损益	-	10.83	4.24	6.49	10.23	销售费用/营业收入	3.79%	4.00%	4.20%	4.40%	4.60%
归母净利润	270.49	301.30	362.15	414.56	487.30	管理费用/营业收入	8.94%	7.92%	8.43%	8.63%	8.83%
资产负债表						研发费用/营业收入	6.33%	5.70%	6.25%	6.25%	6.07%
流动资产	1,733.09	1,919.49	1,330.91	2,018.98	1,934.66	财务费用/营业收入	1.36%	0.53%	1.00%	1.00%	1.00%
货币资金	719.70	566.34	220.96	260.82	310.72	投资收益/营业利润	10.43%	6.21%	5.31%	4.61%	3.90%
应收票据及应收账款合计	430.65	678.15	663.17	924.14	959.28	所得税/利润总额	13.09%	12.92%	12.65%	12.89%	12.82%
其他应收款	11.13	26.70	18.91	22.80	20.86	应收账款周转率	5.27	5.39	5.35	5.34	5.36
存货	271.17	530.81	351.12	715.87	554.40	存货周转率	8.33	7.42	8.12	7.92	7.93
非流动资产	988.37	2,116.17	5,728.93	4,242.71	5,332.58	流动资产周转率	1.22	1.63	2.20	2.52	2.55
固定资产	690.76	977.62	1,182.14	1,330.68	1,486.78	总资产周转率	0.80	0.88	0.65	0.63	0.74
资产总计	2,721.45	4,035.66	7,059.83	6,261.69	7,267.24	偿债能力					
流动负债	707.89	1,188.94	2,792.56	1,510.93	2,037.56	资产负债率	26.28%	39.97%	42.61%	30.56%	32.86%
短期借款	-	134.84	1,668.00	245.15	626.66	流动比率	2.45	1.61	0.48	1.34	0.95
应付款项	511.88	700.91	791.52	918.43	1,071.00	速动比率	2.07	1.17	0.35	0.86	0.68
非流动负债	7.21	424.01	215.61	402.81	350.71	每股指标 (元)					
长期借款	-	-	-	83.00	83.00	EPS	0.67	0.75	0.90	1.03	1.22
负债合计	715.10	1,612.96	3,008.17	1,913.74	2,388.27	每股净资产	5.00	5.55	9.60	10.33	11.62
股东权益	2,006.35	2,422.71	4,051.66	4,347.95	4,878.97	每股经营现金流	0.87	0.72	-6.91	4.74	0.29
股本	401.01	401.01	401.01	401.01	401.01	每股经营现金/EPS	1.31	0.96	-7.65	4.59	0.24
留存收益	1,605.68	1,825.57	3,449.99	3,739.79	4,260.58	估值					
少数股东权益	-	196.43	200.66	207.15	217.38	PE	24.06	21.49	17.85	15.59	13.27
负债和权益总计	2,721.45	4,035.66	7,059.83	6,261.69	7,267.24	PEG	1.51	1.28	1.11	0.98	0.79
现金流量表						PB	3.22	2.90	1.68	1.56	1.39
经营活动现金流	350.73	288.25	-2,771.14	1,901.27	115.50	EV/EBITDA	15.34	15.23	7.39	6.80	5.08
其中营运资本减少	62.86	-84.06	-3,269.97	1,307.81	-598.76	EV/SALES	3.09	2.40	1.18	1.08	0.81
投资活动现金流	-548.05	-331.84	-316.75	-363.22	-425.90	EV/IC	6.64	4.77	2.61	2.03	1.79
其中资本支出	146.40	358.09	393.91	456.19	514.67	ROIC/WACC	7.30	6.41	4.96	5.28	4.46
融资活动现金流	-70.58	-103.09	2,742.51	-1,498.18	360.29	REP	0.91	0.74	0.53	0.38	0.40
净现金总变化	-267.89	-146.67	-345.38	39.86	49.89						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>