

主业稳健增长，看好装配式整装业务增长空间

海鸥住工 (002084.SZ)

推荐 维持评级

核心观点：

- **事件：**公司发布2021年年度报告。报告期内，公司实现营收41.26亿元，同比增长23.52%；实现归母净利润0.86亿元，同比下降43.75%；基本每股收益0.15元/股。其中，公司第4季度单季实现营收10.72亿元，同比增长4.86%；实现归母净利润亏损0.3亿元，同比下降154.38%。
- **原材料价格上涨，公司毛利率大幅下降。**报告期内，公司综合毛利率为18.25%，同比下降5.66%，主要是因为：瓷砖业务原材料价格大幅上涨，导致公司营业成本上升。其中，2021年第4季度单季毛利率为7.94%，同比减少15.18%，环比减少11.64%。
- **费用管控成效明显，净利率同比大幅下降。**公司期间费用率为14.69%，同比下降3%，销售/管理/财务/研发费用率分别为5%/5.25%/1.13%/3.31%，分别同比下降0.94%/0.83%/1.17%/0.06%。报告期内，公司净利率为1.06%，同比下降4.09%，其中，21Q4单季公司净利率为-6.78%，同比下降12.87%，环比下降9.89%。公司净利率大幅下滑，主要有以下两点原因：1) 恒大集团对公司应收账款和票据大面积违约，公司计提坏账准备1.07亿元；2) 公司毛利率大幅下降。
- **全产业链布局持续深化，助力主业稳增长。**公司持续推动“双循环+灯塔工厂”计划，打通国内外市场，致力于内装工业化、装配式整装和卫浴全产业链布局。报告期内，公司五金龙头类/瓷砖/浴缸陶瓷类/定制橱柜/智能家居类/整装卫浴产品，分别实现营收25.47/8.09/2.35/2.17/1.79/0.6亿元，分别同比变动28.92%/63.11%/10.09%/-19.47%/46.6%/-70.52%，占营收比重分别为61.73%/19.61%/5.7%/4.84%/4.34%/1.45%。
- **装配式建筑政策持续发酵，行业增长空间有望扩大。**《建筑业发展“十三五”规划》提出，到2020年，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%，多省市“十四五”规划中要求保障性住房全装修、绿色高效，为装配式装修行业带来巨大需求。公司2015年开始布局整装卫浴，持续发展装配式整装业务，拥有两大品牌，4个制造基地，2021年实现营收0.6亿元，未来将持续拓展至住宅、To C、EPC、商办等各赛道。随着装配式建筑政策落地，行业空间快速成长，公司有望迎来新发展。
- **投资建议：**公司持续深化全产业链布局，内外销快速成长，装配式建筑政策持续落地，看好公司装配式整装业务发展空间，预计公司2022/23/24年能够实现EPS 0.42 / 0.56 / 0.7元/股，对应PE为12X / 9X / 7X，维持“推荐”评级。

分析师

陈柏儒

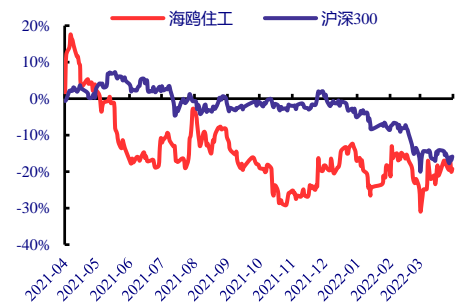
☎：010-80926000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

市场表现

2022.04.14



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

● **盈利预测**

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	4125.64	5105.89	6073.46	7147.25
同比增速 (%)	23.52	23.76	18.95	17.68
归母净利润	85.62	254.08	339.04	426.35
同比增速 (%)	-43.75	196.76	33.44	25.75
EPS(元/股)	0.15	0.42	0.56	0.70
PE	37.90	12.37	9.27	7.37

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2022/4/14收盘价）

- **风险提示：**经济增长不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4125.64	5105.89	6073.46	7147.25	流动资产	2948.03	4104.46	4853.49	5730.33
营业成本	3372.74	4118.92	4876.38	5708.51	现金	577.20	319.37	580.44	901.88
营业税金及附加	24.19	30.64	36.44	42.88	应收账款	965.38	1286.96	1464.29	1664.43
营业费用	206.35	250.19	288.49	339.49	其它应收款	29.97	54.56	64.89	76.37
管理费用	216.64	250.19	294.56	346.64	预付账款	59.48	57.66	68.27	79.92
财务费用	46.64	18.97	18.97	18.97	存货	1091.18	1670.14	1870.39	2111.36
资产减值损失	-19.21	0.00	0.00	0.00	其他	224.83	715.76	805.22	896.38
公允价值变动收益	0.88	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1672.88	1585.12	1497.06	1409.44
投资净收益	0.29	0.51	0.61	0.71	长期投资	114.82	114.82	114.82	114.82
营业利润	69.52	309.85	413.46	519.93	固定资产	651.53	561.78	472.02	382.27
营业外收入	6.73	0.00	0.00	0.00	无形资产	143.65	143.65	143.65	143.65
营业外支出	4.22	0.00	0.00	0.00	其他	762.88	764.88	766.58	768.71
利润总额	72.03	309.85	413.46	519.93	资产总计	4620.91	5689.58	6350.56	7139.77
所得税	28.24	55.77	74.42	93.59	流动负债	2076.27	2890.87	3212.81	3575.68
净利润	43.79	254.08	339.04	426.35	短期借款	644.75	644.75	644.75	644.75
少数股东损益	-41.82	0.00	0.00	0.00	应付账款	659.47	789.93	908.48	1047.86
归属母公司净利润	85.62	254.08	339.04	426.35	其他	772.05	1456.19	1659.58	1883.07
EBITDA	198.84	418.58	522.19	628.66	非流动负债	518.63	518.63	518.63	518.63
EPS (元/股)	0.15	0.42	0.56	0.70	长期借款	285.02	285.02	285.02	285.02
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	其他	233.61	233.61	233.61	233.61
经营活动现金流	111.20	-237.37	281.12	341.82	负债合计	2594.90	3409.50	3731.44	4094.31
净利润	43.79	254.08	339.04	426.35	少数股东权益	205.65	205.65	205.65	205.65
折旧摊销	154.72	89.76	89.76	89.76	归属母公司股东权益	1820.36	2074.44	2413.47	2839.82
财务费用	21.88	18.97	18.97	18.97	负债和股东权益	4620.91	5689.58	6350.56	7139.77
投资损失	-0.29	-0.51	-0.61	-0.71	主要财务比率 (%)	2021A	2022E	2023E	2024E
营运资金变动	-187.88	-599.67	-166.03	-192.53	营业收入	23.52%	23.76%	18.95%	17.68%
其它	78.98	0.00	0.00	0.00	营业利润	-63.73%	345.69%	33.44%	25.75%
投资活动现金流	-370.25	-1.49	-1.09	-1.42	归属母公司净利润	-43.75%	196.76%	33.44%	25.75%
资本支出	-320.29	0.00	0.00	0.00	毛利率	18.25%	19.33%	19.71%	20.13%
长期投资	-30.30	-2.00	-1.70	-2.13	净利率	2.08%	4.98%	5.58%	5.97%
其他	-19.66	0.51	0.61	0.71	ROE	4.70%	12.25%	14.05%	15.01%
筹资活动现金流	260.85	-18.97	-18.97	-18.97	ROIC	0.82%	7.60%	9.13%	10.25%
短期借款	179.11	0.00	0.00	0.00	P/E	37.90	12.37	9.27	7.37
长期借款	37.77	0.00	0.00	0.00	P/B	1.84	1.51	1.30	1.11
其他	43.97	-18.97	-18.97	-18.97	EV/EBITDA	20.27	9.77	7.33	5.58
现金净增加额	-0.41	-257.83	261.06	321.44	PS	0.76	0.62	0.52	0.44

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理及预测

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn