

箭牌家居 (001322.SZ) 卫浴赛道空间广阔，国产龙头加码智能化扬帆起航

2023年03月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/3/24
当前股价(元)	21.32
一年最高最低(元)	25.35/13.31
总市值(亿元)	205.87
流通市值(亿元)	20.60
总股本(亿股)	9.66
流通股本(亿股)	0.97
近3个月换手率(%)	323.19

● 卫浴赛道空间广阔，国产龙头扬帆起航，首次覆盖给予“买入”评级

公司为国内领先的卫浴空间全产品制造商，2021年公司卫浴陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖品类收入占比分别为44.8%/27.0%/11.1%/7.5%。2018-2021年，公司业绩增速亮眼，收入和归母净利润CAGR分别为7.1%/43.1%。我们认为国内卫浴行业在存量房翻新需求、智能化产品迭代驱动下成长空间依旧广阔，公司作为行业国产龙头已在渠道、产品前瞻布局，贝塔与强阿尔法共振下，成长动力充足。预计2022-2024年归母净利润为6.25/8.25/10.39亿元，对应EPS为0.65/0.85/1.08元，当前股价对应PE为33.2/25.2/20.0倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业：智能化趋势为发展新动能，驱动格局加速集中，国资有望超额受益

2021年卫浴行业市场规模为2046亿元，我们看好智能化产品因其市场渗透率低叠加市场逐步进入供需两旺格局成为行业最重要的驱动因素；同时，我们以行业主要产品坐便器测算，行业存量房/二手房/新房三大流量入口需求套数占比分别为33.8%/19.9%/14.9%，其中以存量房翻新需求弹性空间较大。**竞争格局方面**，相较于传统家居，卫浴因行业内产品具有较强功能属性，头部国产品牌在产品力及研发力加持下更易获取市场份额，我们看好国产品牌超额受益于智能化产品迭代升级以及新零售渠道流量红利，实现市占率的持续提升。

● 产品智能化+套系化建设稳步推进，全渠道布局亮点纷呈

产品端：公司以深厚积淀的全品类产品销售、生产及售后强劲布局，顺利推进套系化建设。同时以持续加大的研发投入加快智能化产品布局，并初显成效，2018-2021年公司智能坐便器收入增量明显，CAGR为30.11%。**渠道端**：公司背靠强大的经销商网络（1854家），零售及工程渠道基本盘稳固，2021年业务收入均实现稳中有升；电商及家装渠道为公司未来战略重点发力渠道，前期投入已初见成效，2021年分别同增48.6%/88.6%，我们预计中长期内渠道增量仍可期。

● 未来展望：产品智能化升级是核心，渠道扩张提动力

我们认为智能化产品品类不断扩张，产品力不断迭代加强为公司发展核心，未来公司有望持续推进核心品类产品性能升级和其他品类外延拓展。而渠道扩张则也是公司未来发展的主要驱动力之一，下沉市场消费潜力显现，但公司在三四线城市、县乡镇地区仍有较多销售空白，背靠大体量的经销商及终端门店数量，看好中短期内公司下沉市场进一步打开，成为拉动公司营收规模的第二增长曲线。

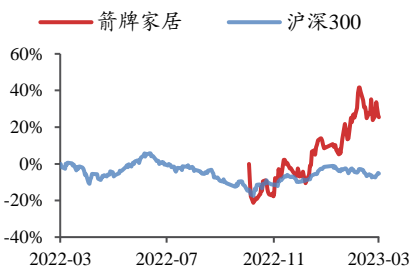
● 风险提示：终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,502	8,373	7,500	9,187	11,071
YOY(%)	-2.3	28.8	-10.4	22.5	20.5
归母净利润(百万元)	589	577	625	825	1,039
YOY(%)	5.8	-1.9	8.2	32.1	25.9
毛利率(%)	31.5	30.1	33.7	33.9	34.0
净利率(%)	9.0	6.9	8.6	9.1	9.5
ROE(%)	24.7	19.4	17.8	18.7	19.1
EPS(摊薄/元)	0.61	0.60	0.65	0.85	1.08
P/E(倍)	35.3	36.0	33.2	25.2	20.0
P/B(倍)	8.7	7.0	5.8	4.7	3.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 箭牌家居：深耕卫浴空间，国产龙头加码智能化扬帆起航.....	5
1.1、 公司简介：深耕卫浴空间全品类产品制造，三大品牌协同发展.....	5
1.2、 股权结构：公司股权稳定集中，设立员工持股平台实现利益共享.....	6
1.3、 业务结构：践行全品类发展战略，智能化+高端化推动盈利能力提升.....	6
1.4、 财务分析：盈利能力提升速度亮眼.....	10
2、 卫浴行业：内资品牌后起发力，智能化成行业发展新动能.....	11
2.1、 行业发展：市场进入稳步发展，地产后周期行业特性预计减弱.....	11
2.2、 行业规模：四大流量入口推动行业发展，存量房市场需求弹性较大.....	13
2.3、 行业驱动：智能化成行业发展新动能，产品渗透率提升空间广阔.....	14
2.4、 竞争格局：内资品牌后起发力有望超额受益，产品迭代及渠道布局为突围重点.....	17
3、 核心竞争力：产品智能化有望打开二次成长空间，全渠道布局亮点纷呈.....	20
3.1、 产品两大策略：智能化+套系化稳步推进，有望实现量价齐升.....	20
3.1.1、 智能化：卫浴空间智能化产品成新亮点，有望打开公司二次成长空间.....	20
3.1.2、 套系化：产品力领先+生产售后强支撑，套系化建设顺利推进.....	22
3.2、 渠道以经销商为立身之本，零售+工程基本盘稳固，电商+家居增量可期.....	24
3.2.1、 零售及工程渠道：公司营收基本盘，渠道建设稳中向好.....	27
3.2.2、 电商及直营渠道：战略重点发力渠道，未来增量可期.....	29
4、 未来展望：产品智能化升级是核心，渠道扩张提动力.....	32
4.1、 产品升级：智能化品类不断扩张，产品力不断迭代.....	32
4.2、 渠道拓展：聚焦线下渠道下沉市场拓展，线上渠道持续加码发力.....	33
5、 盈利预测与投资建议.....	34
5.1、 关键假设.....	34
5.2、 相对估值.....	36
6、 风险提示.....	36
附：财务预测摘要.....	37

图表目录

图 1： 公司产品拓展历程.....	5
图 2： 公司股权结构稳定集中.....	6
图 3： 2022Q1-Q3 公司营收同比下降 6.2%.....	7
图 4： 2022Q1-Q3 公司归母净利润同增 30.3%.....	7
图 5： 2019-2021 年公司各品类收入实现稳步增长（单位：亿元）.....	7
图 6： 2021 年公司各个渠道收入均实现增长（单位：亿元）.....	7
图 7： 智能化产品毛利率提升明显.....	9
图 8： 公司成本结构中，直接材料占比下降.....	9
图 9： 公司产品毛利率稳中有升.....	10
图 10： 公司控费能力有待提升.....	10
图 11： 现金流成周期性波动.....	11
图 12： 应付账款周转天数过大影响公司营业周期.....	11
图 13： 2021 年中国卫生陶瓷制品产量达 2 亿件.....	12
图 14： 规上卫生陶瓷企业主营收入稳中有升.....	12
图 15： 卫浴空间包含多种品类产品.....	12

图 16: 卫浴行业产业链拆解	12
图 17: 中国卫浴行业市场规模实现稳增长	13
图 18: 卫浴行业四大流量入口及住宅类商品市场规模拆分 (单位: 万套)	14
图 19: 智能坐便器产品品类维持稳增长	15
图 20: 渗透率相比美国、日韩地区提升空间明显	15
图 21: 老龄化程度逐步走高	15
图 22: 智能坐便器在中年群体中热销	16
图 23: 智能坐便器在老年群体中热销	16
图 24: 调研用户更偏向购买 5000 元以下的产品	16
图 25: 市场主要产品均价持续下降	16
图 26: 2022 年中低价位段产品零售额增多	16
图 27: 2021 年卫浴空间产品成交额中智能化产品占比较大	17
图 28: 智能化卫浴系列解决方案	17
图 29: 外资品牌仍为市场主导品牌	17
图 30: 中国卫浴市场行业集中度明显提升	17
图 31: 性价比成为用户首要考虑因素	18
图 32: 用户偏向于接受购物站外流量	19
图 33: 箭牌卫浴、恒洁卫浴开启新零售战略	19
图 34: 国资品牌领衔 2022 年电商卫浴家装市场	19
图 35: 国资品牌领衔 2022 年智能坐便器市场	19
图 36: 智能坐便器收入增量明显	20
图 37: 智能化坐便器带领坐便器实现量价齐升	20
图 38: 公司研发费用投入持续加大 (单位: 亿元)	22
图 39: 2022Q1-Q3 公司研发费用率达 4.5%	22
图 40: 除浴室家居外, 其余品类配套率均有提升	23
图 41: 2022 年各项产品自产率	23
图 42: 公司产能利用率逐步接近饱和	23
图 43: 公司产品获国际“红点奖”	24
图 44: 公司门店细化区域, 强调整体配套	24
图 45: 箭牌家居销售渠道主要分为直销与经销	25
图 46: 公司销售模式以经销为主, 直销为辅	25
图 47: 公司电商及工程经销渠道占比下降	25
图 48: 直销渠道毛利率显著高于经销	25
图 49: 经销商数量稳步增长	26
图 50: 经销网点数量稳步增长	26
图 51: 公司设立十二事业部多维度管理经销商	26
图 52: 公司经销商帮扶总金额稳步上升 (单位: 万元)	26
图 53: 公司经销商有较大利润空间	27
图 54: 公司零售渠道 2021 年实现稳增长	27
图 55: 公司终端零售网点实现稳步增长	27
图 56: 公司各个产品品类门店均实现稳增长	28
图 57: 箭牌家居门店数量优势明显	28
图 58: 2021 年公司工程渠道收入回升	28
图 59: 公司渠道客户资源丰富	28
图 60: 公司直营电商渠道增速亮眼	29

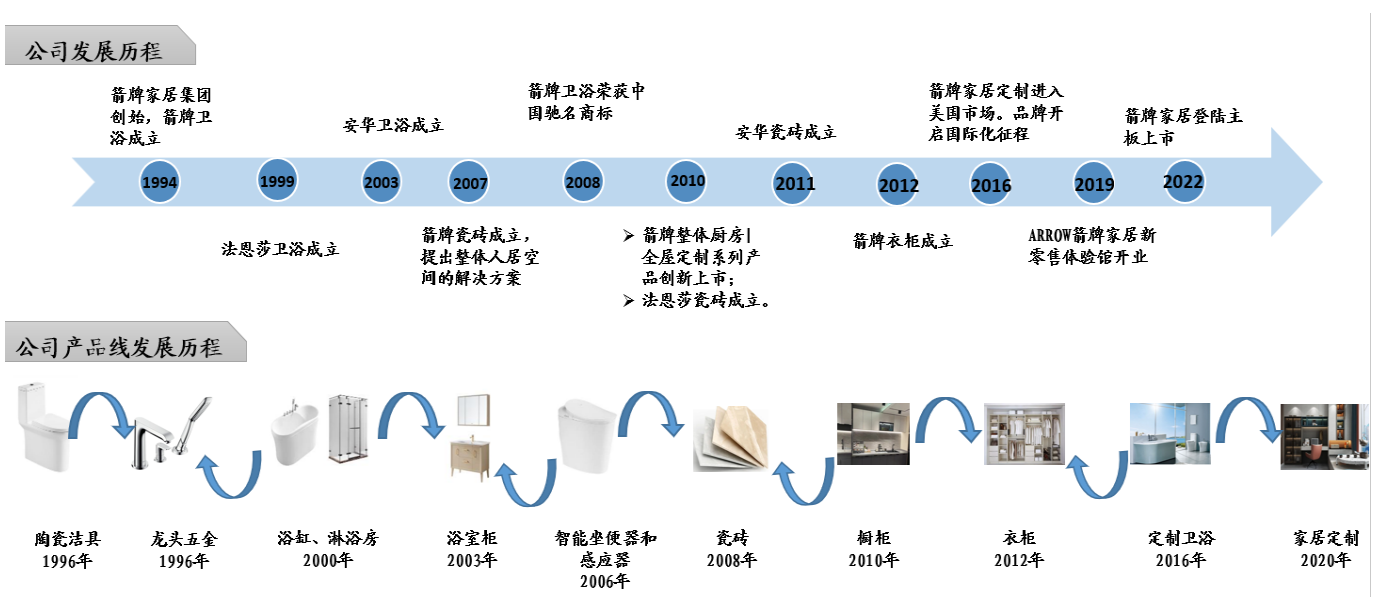
图 61: 公司授权电商平台达 364 家	30
图 62: 2022 年双十一大促公司表现亮眼	30
图 63: 3000 以内的客户消费金额占比逐年加大	30
图 64: 公司线上产品复购率增长	30
图 65: 公司直营电商渠道毛利率较高	31
图 66: 电商平台费用占比降低 (单位: 万元)	31
图 67: 公司家装渠道收入增速亮眼	31
图 68: 箭牌家居智能化产品矩阵逐步完善	32
图 69: 直销客户数量分布, 发达省份门店数量占比较大	34
图 70: 直销模式销售额分布, 发达省份销售额占比较大	34
图 71: 经销客户数量分布, 发达省份门店数量占比较大	34
图 72: 经销模式销售额分布, 发达省份销售额占比较大	34
表 1: 公司品牌矩阵完善	5
表 2: 公司各品类量增明显, 价格区间性波动	8
表 3: 智能坐便器产品功能更易满足大众消费者需求	14
表 4: 国资产品同样功能下性价比凸显	18
表 5: 公司多项技术均达到国内领先	20
表 6: 箭牌家居已经拥有十大生产基地 (两个正在建设中)	23
表 7: 地产政策暖风频吹	29
表 8: 多项研发助力公司产品智能化升级	33
表 9: 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润同比 8.2%/32.1%/25.9%	35
表 10: 公司作为行业龙头, 估值水平具备提升空间	36

1、箭牌家居：深耕卫浴空间，国产龙头加码智能化扬帆起航

1.1、公司简介：深耕卫浴空间全品类产品制造，三大品牌协同发展

公司是国内领先的家居制造商，通过实施全球化、智能化、物联化打造智慧家居集团。公司运用多品牌多品类协同，打造智慧家居全产业链。目前公司旗下拥有 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三大品牌；公司在中国区域布有十大生产制造基地（2 个在建），在中国市场拥有 10000 多家销售网点，产品远销全球多个国家和地区，已经成为国内具有较强实力和影响力的综合性智慧大家居企业集团。2022 年公司登陆上交所主板，开启企业新篇章。

图1：公司产品拓展历程



资料来源：箭牌家居官网、开源证券研究所

表1：公司品牌矩阵完善

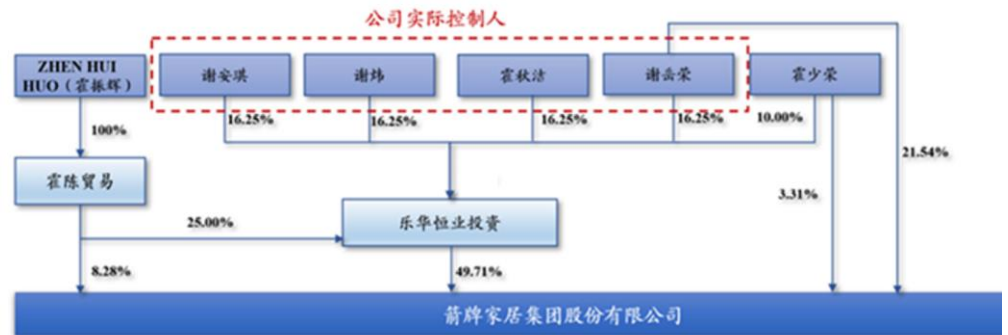
标识	创立时间	品牌愿景	品牌定位
ARROW 箭牌卫浴·瓷砖·家居定制	1994年	智慧家居	致力于改善家居生活品质、创新智慧生活空间，历经二十多年的快速发展，已逐步成长为具有较高知名度的民族卫浴品牌，正在向国际一流智慧家居品牌进发。2008年，国家工商行政管理总局商标局认定 ARROW 商标为驰名商标。
FAENZA 法恩莎卫浴·瓷砖	1999年	艺术家居	致力于引领国际化的艺术家居生活方式，营造生活仪式感，提供艺术与生活统一的产品和服务。2011年，国家工商行政管理总局商标局认定 FAENZA 商标为驰名商标
ANNWA 安华卫浴·瓷砖	2003年	时尚家居	致力于打造年轻时尚的生活方式，通过产品的智能科技、时尚设计、人性化功能和优质服务，成为更懂年轻人的时尚家居品牌

资料来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

1.2、股权结构：公司股权稳定集中，设立员工持股平台实现利益共享

公司股权稳定集中，设立员工持股平台实现利益共享。根据箭牌家居 2022 年三季报，公司实控人为谢岳荣、霍秋洁、谢安琪和谢炜，均为公司董事长谢岳荣直系，截至 2022 年 11 月，实控人直接或间接持有公司 54% 的股权。同时，公司设立了员工持股平台乐华嘉悦，股权占比 1.4%，目标实现员工和公司的利益一致性发展，有利于深度绑定公司核心员工，提高员工积极性。

图2：公司股权结构稳定集中

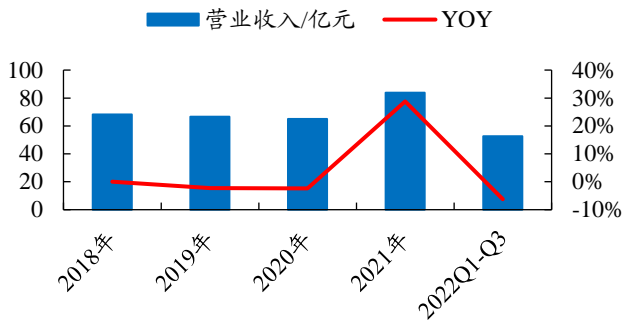


资料来源：Wind、开源证券研究所（截止箭牌家居 2022 年三季报披露数据）

1.3、业务结构：践行全品类发展战略，智能化+高端化推动盈利能力提升

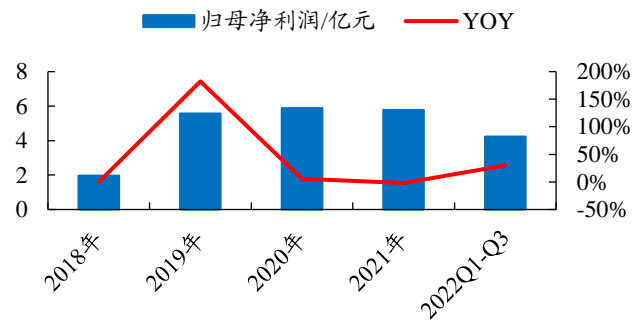
2018-2021 年公司营收及业绩稳步增长，疫情反复拖累公司 2022Q1-Q3 业绩。公司营业收入从 2018 年的 68.1 亿元稳步增长至 2021 年的 83.7 亿元，CAGR 为 7.1%；归母净利润从 2018 年的 2.0 亿元增长至 2021 年的 5.8 亿元，CAGR 为 43.1%，公司产品智能化升级带来的量价齐升，拉升整体业绩，利润端增速明显高于收入端。2022Q1-3 公司因受到疫情反复影响，收入端同比下降 6.23%至 52.67 亿元，受益于高利润产品智能坐便器、恒温花洒的热销，归母净利润同比增长 30.3%至 4.2 亿元。展望 2023 年，随着抑制的消费需求在疫情管控放开后逐步释放，公司产品结构持续调整，我们看好公司实现收入、业绩双向增长。

图3: 2022Q1-Q3 公司营收同比下降 6.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

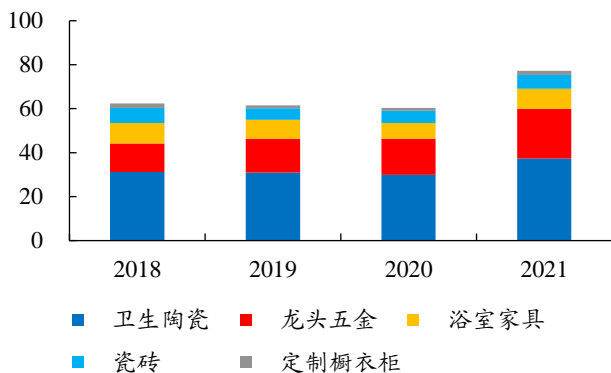
图4: 2022Q1-Q3 公司归母净利润同增 30.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

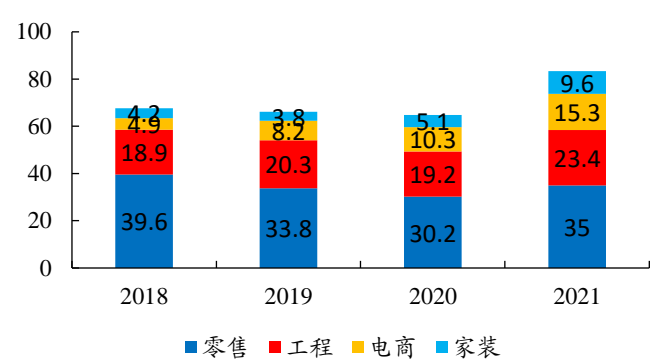
分品类来看，因践行卫浴空间全品类、全渠道发展战略，公司各品类产品收入均实现稳步增长，卫浴陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖/定制厨衣柜 2019-2021CAGR 分别为 9.8%/21.0%/3.6%/8.7%/24.1%。公司仍以坐便器、浴盆等产品为主的卫生陶瓷为公司营收重要来源，2021 年卫浴陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖/定制厨衣柜收入占比分别为 44.8%/27.0%/11.1%/7.5%/2.2%。其中，得益于电商渠道的铺开，龙头五金相关产品收入增速明显，2021 年实现收入 22.5 亿元，同增 37.6%。分销售渠道来看，公司基本盘渠道零售、工程渠道收入稳步增长，2019-2021 年 CAGR 分别为 1.76%/7.36%；家装、电商渠道增速亮眼，2019-2021 年 CAGR 分别为 36.6%/58.9%。

图5: 2019-2021 年公司各品类收入实现稳步增长(单位: 亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2021 年公司各个渠道收入均实现增长(单位: 亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

量价拆分: 整体上看，公司智能化程度高的坐便器、龙头五金量价提升明显，柜类产品及瓷砖销量略有下滑。

坐便器方面， 单价的波动主要由于高压注浆成型机的推广使用，产品成本的降低传导至销售单价上；销量增长主要系智能坐便器产品的成功推出，销量自 2021 年起有显著增长，拉动坐便器业务整体销量明显提升。

龙头五金类目收入及量价均实现增长， 其中 2018-2021 年收入复合增长达到 20.3%，主要系：(1) 智能恒温厨房龙头新品的推出；(2) 龙头五金中直营电商主要品类的花洒、水龙头，随着公司在直营电商渠道中的投入加大，实现较大增长；(3) 套系化销售的推进，带动水龙头品类收入增长。

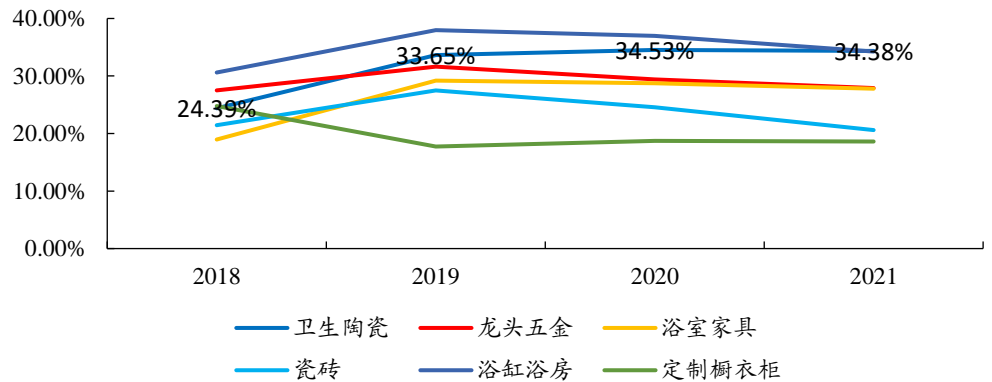
柜类产品（定制橱衣柜、浴室柜）及瓷砖方面，柜类产品的量价波动主要系产品结构调整以及销售数量计量口径的调整，随着柜类产品矩阵进一步丰富，量价预计会回归稳增长。瓷砖类产品 2020 年及 2021 年收入有所回升，主要系公司新推出的大规格瓷砖、功能性瓷砖逐步取得市场认可。2021 年，瓷砖品类收入同比增长 12.01%，主要是有釉类瓷砖的市场需求扩大。

表2: 公司各品类量增明显，价格区间性波动

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021	2018-2021 CAGR
卫生陶瓷	31.29	30.99	29.98	37.34	6.1%
销量 (万件)	839.59	752.67	749.55	895.20	2.2%
YOY		-10.35%	-0.41%	19.43%	
平均单价 (元/件)	262.11	283.33	276.91	291.55	3.6%
YOY		8.10%	-2.27%	5.29%	
其中:					
坐便器单价 (元/件)	570.16	631.60	630.79	688.69	
YOY		10.78%	-0.13%	9.18%	
龙头五金	12.91	15.38	16.36	22.51	20.3%
销量 (万个)	1001.13	1050.37	1227.36	1725.29	19.9%
YOY		4.92%	16.85%	40.57%	
平均单价 (元/个)	248.58	259.68	249.22	257.11	1.1%
YOY			-4.03%	3.17%	
浴室柜	9.32	8.61	7.20	9.24	-0.3%
销量 (万套)	152.08	114.91	109.34	154.46	0.5%
YOY		-24.44%	-4.85%	41.27%	
单价 (元/件)	581.50	731.33	614.45	540.81	-2.4%
YOY			-15.98%	-11.98%	
浴缸	4.69	4.30	3.90	5.59	6.0%
销量 (万件)	10.91	7.90	6.99	7.47	-11.9%
YOY		-27.59%	-11.52%	6.87%	
单价 (元/件)	1677.61	1923.05	1834.35	1972.91	5.6%
YOY		14.63%	-4.61%	-30.00%	
瓷砖	6.83	5.29	5.58	6.25	-2.9%
销量 (万平方米)	2219.44	1672.82	2114.18	2127.00	-1.4%
YOY		-24.63%	26.38%	0.61%	
单价 (元/件)	31.15	32.03	26.60	29.53	-1.8%
YOY		2.83%	-16.95%	11.02%	
定制橱衣柜	2.00	1.19	1.29	1.84	-2.7%
销量 (万套)	10.30	6.01	8.01	10.34	0.1%
YOY		-41.65%	33.28%	29.09%	
单价 (元/件)		1952.72	1682.02	1685.04	
YOY			-13.86%	0.18%	

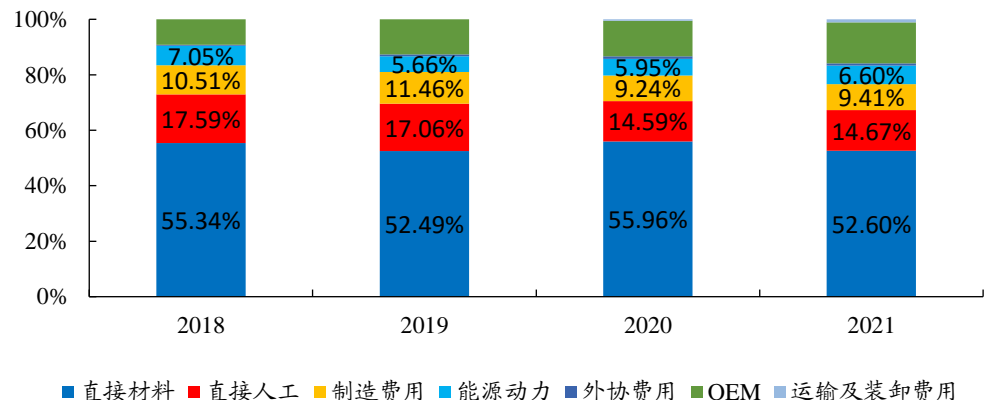
数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

分产品看毛利率，产品价增推动产品盈利能力提升。2018-2019 年阶段，公司各项品类毛利率提升明显，主要系公司加大了智能化产品及中高端系列产品的推广速度，终端产品销售价格提升。2019-2021 年，毛利率总体保持平稳，其中，主要产品卫生陶瓷毛利率稳定在 33%-35% 区间；龙头五金毛利率下滑，主要系产品结构调整，高性价比的智能花洒等产品销量增多；瓷砖毛利率减少，主要系原材料及天然气采购单价大幅提升。

图7：智能化产品毛利率提升明显


数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

成本端分析：成本结构有望逐步改善，直接材料占比下降，OEM 占比上升。公司的主营业务成本主要包括直接材料、直接人工、制造费用及 OEM 费用等。直接材料为主营业务成本中最大占比项目，2018-2021 年占比由 55.34% 逐步下降至 52.60%，主要系公司人均薪酬的提升、疫情期间的社保减免政策到期以及能源价格的上涨使得直接人工、制造费用和能源动力占比提升，被动导致直接材料占比的下降。OEM 成本占比提升主要系公司为缓解龙头五金产品的产能瓶颈压力，将部分生产步骤外包。随着募投项目的逐步投产，我们预计公司 OEM 成本将会降低，成本结构进一步改善。

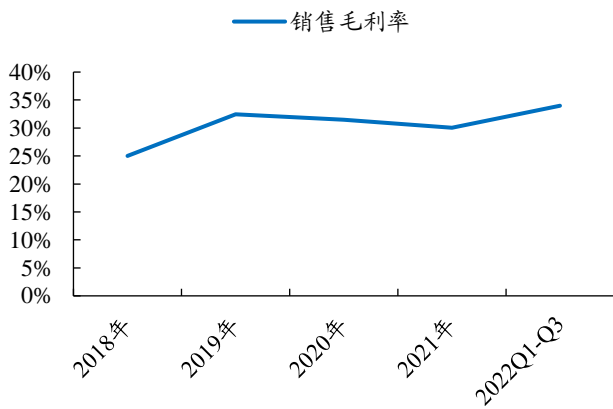
图8：公司成本结构中，直接材料占比下降


数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

1.4、财务分析：盈利能力提升速度亮眼

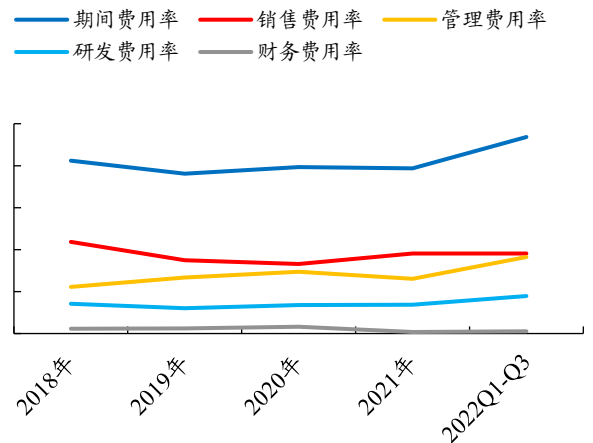
盈利能力提升速度亮眼，控费能力有望提升。2018-2022Q1-Q3，公司毛利率提升 9pcts 至 34.0%，净利率提升 3.5pct 至 8.0%，公司盈利能力提升亮眼，主要原因为一方面公司进行战略定位调整，推行“产品智能化”和“生产智能化”战略，加快推进高毛利的智能化产品，同时通过自动化生产线实现降本增效；另一方面，公司推进全渠道开拓，加大对高毛利的线上直营渠道的投入，收入占比由 2018 年的不到 1% 提升至 2021 年的 8%。费用率方面，2018-2022Q1-Q3 公司期间费用率提升 2.8pct 至 23.4%，一是因为疫情期间停工损失及工资薪酬开支较大，使得公司管理费用提升 3.5pcts 至 9.1%；二是持续的新品研发投入使得公司的研发费用率持续增长。我们预计，伴随疫情常态化及规模效应逐步显现，公司控费能力有望提升。

图9：公司产品毛利率稳中有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

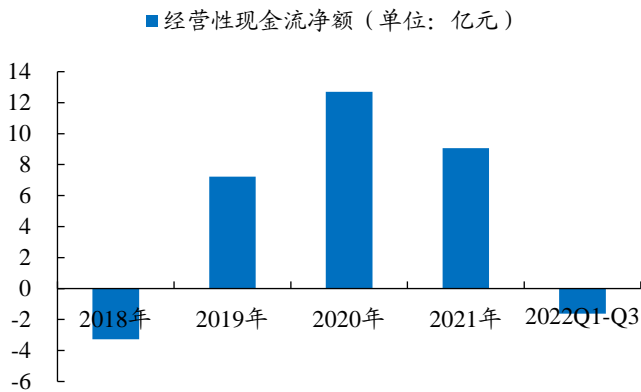
图10：公司控费能力有待提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

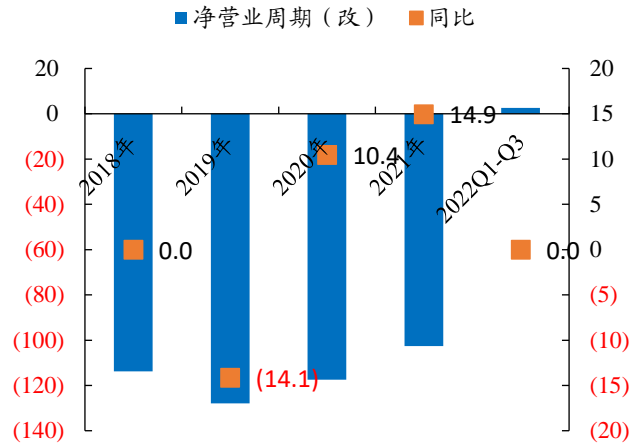
现金流呈周期性波动，应付账款周转天数较大。公司 2022Q1-Q3 经营现金流金额为 -1.6 亿元，主要系该指标有周期性，一般公司在年末会加大回款力度，现金流预计转正。我们以存货周转天数+应收账款及应收票据周转天数-应付账款及应付票据周转天数+预付账款-预收账款定义为修改后经营周期指标，2018-2021 年公司的经营周期均为负，原因是公司的应付账款周转天数过大，2018-2021 年数值均为 200 天左右，体现出公司在供应链中有较强话语权，公司近年来也积极做出相应调整，2022Q1-Q3 公司经营周期为 2.6 天，由负转正。

图11: 现金流成周期性波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 应付账款周转天数过大影响公司营业周期



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、卫浴行业: 内资品牌后起发力, 智能化成行业发展新动能

2.1、行业发展: 市场进入稳步发展, 地产后周期行业特性预计减弱

卫浴行业通常也称为卫生洁具、卫浴空间行业, 根据箭牌家居招股说明书, 我国卫浴行业兴起于上世纪 70 年代, 主要经历了起步、快速发展和稳步发展三个阶段。

(1) 市场初期, 国资探索期 (20 世纪 70 年代至 90 年代中期): 美标、科勒和 TOTO 等外资品牌相继进入中国市场, 依托技术优势和品牌优势, 从沿海地区外扩, 逐步占领我国工程渠道高端市场, 产品在高档宾馆、高档写字楼、高档住宅中大量使用, 品牌高端化布局推进顺利。彼时我国卫浴行业刚起步, 本土卫浴企业尚未具备大规模的优质产品生产能力, 产品种类单一、生产效率低下, 产品主要面向中低端市场。

(2) 市场扩张, 国资起步期 (20 世纪 90 年代中期至 21 世纪初): 中国卫生洁具的产销量迅速增长, 同时用户对卫浴间整洁舒适体验感的要求提高, 卫浴产品呈现多样化和个性化的特征, 整体市场呈高速增长态势。与此同时, 众多本土卫浴企业也进入快速发展期, 但尚未出现全国性知名的本土品牌, 国资品牌主要服务对象还是中低端市场。而外资品牌在占领高端市场的同时, 也开始逐渐向中端市场渗透。

(3) 市场稳步发展, 国资激烈竞争期 (2013 年及以后): 卫浴空间产品在该阶段正式由“中国制造”转向“中国智造”。行业加速洗牌, 步入品牌集中化阶段, 箭牌、惠达、九牧等一批本土卫浴品牌逐渐发展为全国性品牌, 资金、人才、技术、渠道、生态链等都在向头部厂家靠拢, 整个市场逐渐进入相对良性的发展阶段。此外, 随着多年技术积累和市场开拓, 本土品牌逐渐向中高端市场进军, 与逐步下沉的外资品牌形成正面交锋, 市场竞争趋于激烈。

市场扩张期, 我国卫生陶瓷制品产量及卫生陶瓷企业主营业务收入呈较快增长趋势, 2008-2013 年卫生陶瓷制品产量 CAGR 为 5.99%, 2010-2013 卫生陶瓷企业主营业务收入

CAGR 为 17.33%；市场稳步发展期间，卫生陶瓷制品产量呈现稳步增长，市场品牌竞争加剧，2013-2021 年我国卫生陶瓷制品产量及卫生陶瓷企业主要收入 CAGR 分别为 0.94%/6.62%。

图13: 2021 年中国卫生陶瓷制品产量达 2 亿件

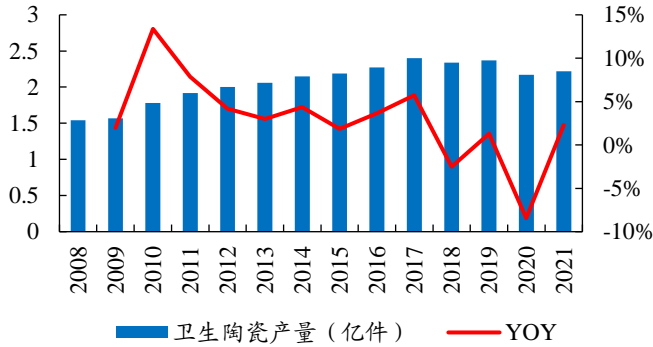
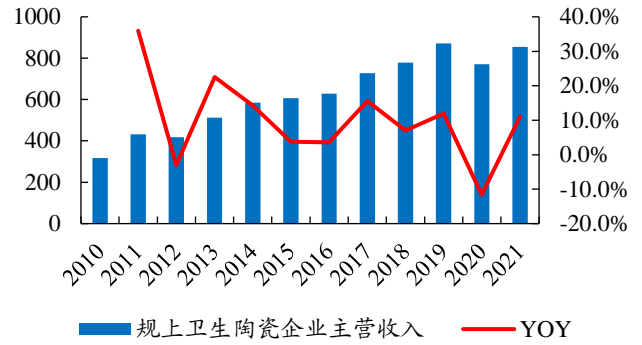


图14: 规上卫生陶瓷企业主营收入稳中有升



数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

多功能，地产后周期行业特性减弱。卫浴空间相比于客厅、卧室占地面积小，但水、电各种管线在此密集布局，用户并能在此实现淋浴、梳洗、如厕等功能。空间主要产品有卫生陶瓷、五金洁具、浴缸浴房和浴室家居等，产品需要既满足功能需求，卫生洁具既要满足功能需求，又要考虑节能、节水。在一些发达国家的城市卫浴空间内，从结构到设计再到部品部件都很精细和人性化，如会根据家庭成员考虑卫浴空间的无障碍设计，产品部件会根据使用功能的特异性改变材质的选择或增加部品部件的智能化设计。

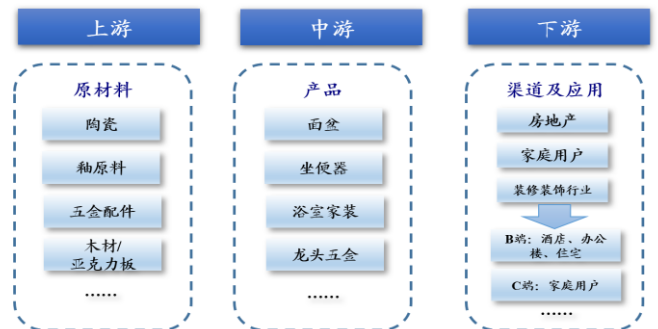
拆分卫浴空间行业产业链看，卫浴行业上游行业主要是泥原料、釉原料、聚丙烯和木材等原材料开采和加工，中游为产品生产，下游的应用市场主要包括家庭用户零售渠道（C端）及地产、家装企业主导的工程渠道（B端）。发展前期，卫浴行业为典型的地产链后周期行业，行业景气度与房地产市场销售强关联，但随着消费者消费意识转变，更强的功能性、智能化卫浴产品兴起叠加存量房二次更新需求释放，卫浴行业受房地产波动影响逐渐减弱。

图15: 卫浴空间包含多种品类产品



资料来源：箭牌家居官网

图16: 卫浴行业产业链拆解

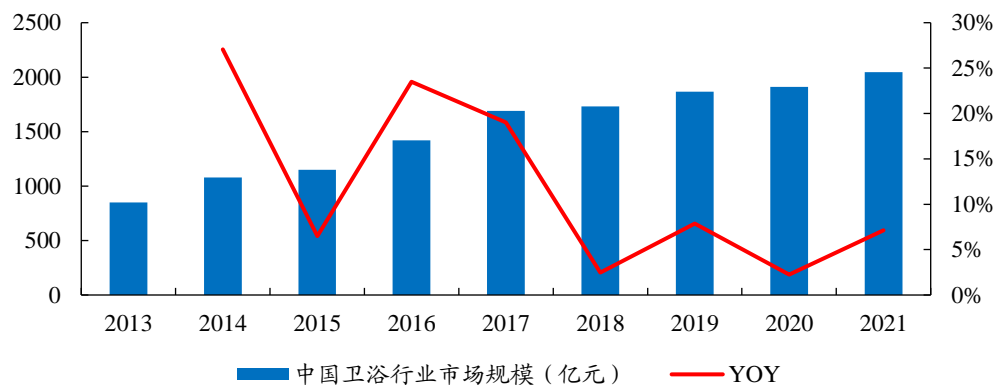


资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2.2、行业规模：四大流量入口推动行业发展，存量房市场需求弹性较大

卫浴行业市场规模 2021 年约为 2000 亿元左右，其中卫生陶瓷超过 800 亿元。根据中国建筑卫生陶瓷协会卫浴分会，卫浴行业大致分为卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、浴缸浴房及其他配件等。2021 年中国卫浴行业市场规模 2046 亿元，同比 +7.1%，2017-2021 年市场在城镇化推进、存量房翻新居民生活水平提升的驱动下实现稳增长，CAGR 为 4.9%。

图17：中国卫浴行业市场规模实现稳增长



数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

卫浴行业市场流量入口主要包括存量房、二手房及新房住宅类需求以及酒店、商场等非住宅类需求。我们根据房屋竣工面积、主要 10 城二手房成交面积等数据，以卫浴行业最主要的产品坐便器的需求量，测算每个流量入口的市场规模如下：

(1) **存量房**：我国第一批商品房建成于 80 年代，根据贝壳研究院数据，目前约 31% 的楼建成年限超过 20 年，存在大量翻新需求。我们采用国家统计局口径下的房屋竣工面积（数据自 1999 年起）测算存量房坐便器翻新需求，坐便器翻新周期为 10-15 年，我们假设不同房龄的坐便器翻新率处于 15%-5% 不等，以平均每套住宅 80 平方米测算，中性估计存量房市场坐便器需求约 2000 万套/年。

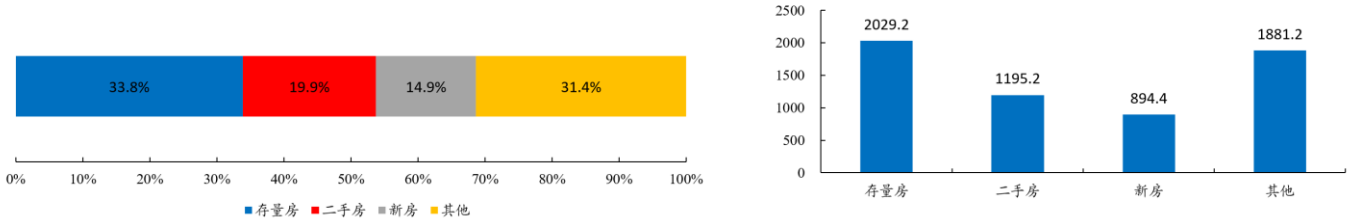
(2) **二手房**：我们采用主要 10 城在 2022 年成交面积测算二手房成交量，我们假设二手房坐便器翻新率约为 80%，以此测算出二手房市场中，坐便器的需求为 1195 万套/年。

(3) **新房**：考虑到竣工和家居公司收入滞后一年效应，我们以上年竣工套数作为当年新房，国家政策对于投资性住房需求的打击，投资性需求预计逐步减少，同时据奥维云网数据，坐便器在 2022 年精装房市场中渗透率接近 100%。综合考虑投资性住房和刚需性住房需求，我们假设坐便器的渗透率为 98%，中性估计新房市场坐便器需求为 894 万套/年。

叠加小产权住宅以及非住宅类坐便器需求，我们预计坐便器需求量在 6000 万件左右，存量房/二手房/新房三大流量入口需求套数占比分别为 33.8%/19.9%/14.9%。其中，存量房市场存量住宅数量规模大，坐便器翻新率提升空间广，需求弹性较大。

图18: 卫浴行业四大流量入口及住宅类商品市场规模拆分 (单位: 万套)

存量房					二手房		新房	
	房龄20年以上	房龄10-20年	房龄5-10	房龄五年以内		2022		2022
房屋竣工面积 (亿平方米)	8.43	66.18	51.65	46.83	主要10城二手房成交面积 (万平方米)	5,975.80	2021年竣工面积 (亿平方米)	7.30
平均每套面积 (平方米)	80	80	80	80	平均每套面积 (平方米)	80	平均每套面积 (平方米)	80
存量住宅数量 (万套)	1053.8	8273.0	6456.8	5854.3	二手房成交数量 (万套)	74.7	成交数量 (万套)	912.7
马桶翻新率	16.0%	12.0%	8.0%	6.0%	坐便器渗透率	80.0%	坐便器渗透率	98.0%
需求套数 (万套)	168.6	992.8	516.5	351.3	需求套数 (万套)	59.8	需求套数 (万套)	894.4
加权后合计	2029.2				加权后合计	1195.2	加权后合计	894.4






数据来源: 克尔瑞数据、Wind、开源证券研究所

2.3、行业驱动: 智能化成行业发展新动能, 产品渗透率提升空间广阔

产品智能化为行业新兴趋势, 智能化产品替代效应明显。随着大众生活水平的提高和消费需求的多样化, 卫浴空间全屋智能化为行业发展趋势。根据奥维云网数据, 2022年卫浴空间智能化代表产品智能坐便器零售额规模为62.2亿元, 同比上涨23.4%; 零售量规模为256.9万台, 同比上涨22.7%。我们从性能、环保、养护多维度对比智能坐便器与传统坐便器的差异, 智能坐便器新增添座圈加热、冲洗等功能, 在多方面都更能满足大众日益多样的消费需求, 并通过冲水量控制及冲洗功能达到节能减耗。

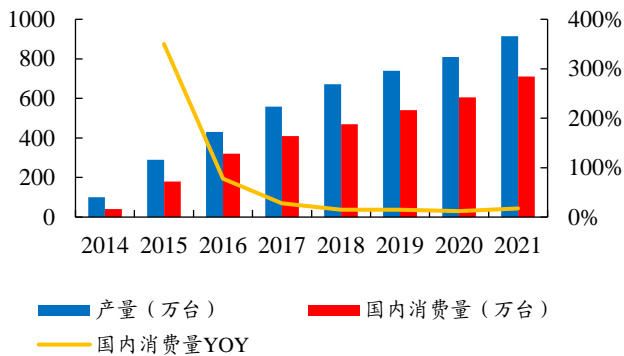
表3: 智能坐便器产品功能更易满足大众消费者需求

	传统坐便器	智能分体机 (马桶上盖)	智能坐便器
图片			
价格	500-3000元	1000-2500	2500-20000
性能对比	冲水排污, 无法彻底清除马桶坐垫上的细菌	座圈加热、冲洗、烘干、座圈加热和小夜灯功能	座圈加热、冲洗、烘干、座圈加热和小夜灯功能、自动冲水、感应冲水、配合无线遥控装置
环保对比	单次用水量3-6L, 且需要使用纸巾	无需用纸, 可自动冲洗	部分产品能达到1级/2级水效; 可调节冲水量; 无需用纸, 可自动冲洗
养护对比	堵塞后维修较方便	不能自行拆装	不能自行拆装, 且在安装前需要预留插座, 需注意电路板保持清洁

资料来源: 中华卫浴网、开源证券研究所

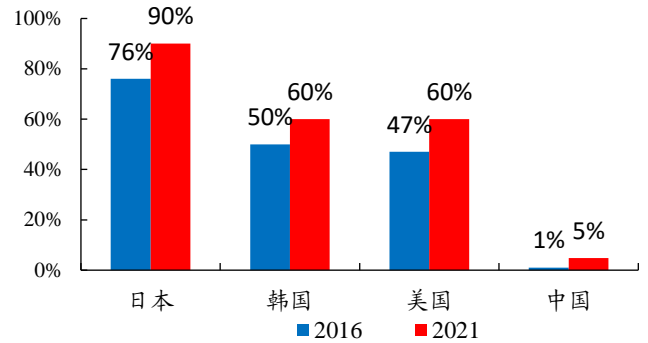
智能坐便器行业持续扩容，渗透率提升空间广阔。2015年一篇《去日本买只马桶盖》的文章将智能坐便器带入大众视野，推进国内智能坐便器消费量以同增350%的速度迅速扩容；2015-2021年智能坐便器国内消费量始终维持稳增长，CAGR为25.70%。产品渗透率方面，根据《中国智能坐便器行业发展白皮书》数据，截止2021年底，我国一线城市智能坐便器的普及率为5%-10%；新一线城市的普及率为3%-5%；但在三四线城市和乡镇市场中，还几乎处于空白阶段。相较于日本、韩国及美国产品渗透率相比，提升空间明显。中国建筑卫生陶瓷协会根据“十四五”预计，至2025年智能坐便器产量将提升94%至1380万台。

图19: 智能坐便器产品品类维持稳增长



数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

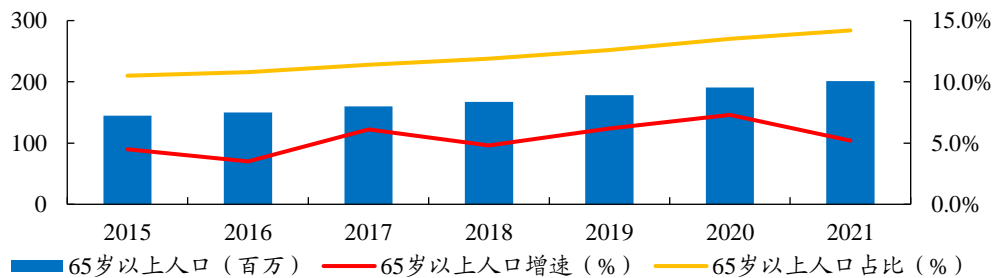
图20: 渗透率相比美国、日韩地区提升空间明显



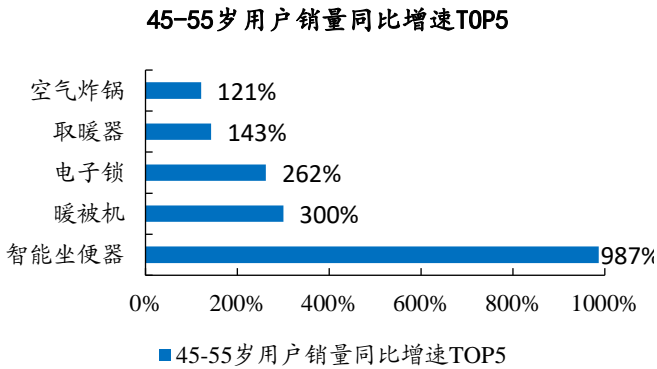
数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

老龄化催生智能坐便器广大需求。2021年底，我国65岁及以上老年人口达2亿以上，占总人口比重达14.2%。国家卫健委预计“十四五”时期，我国60岁及以上老年人口总量将突破3亿，占比将超过20%，进入中度老龄化阶段。2035年左右，60岁及以上老年人口将突破4亿，在总人口中的占比将超过30%，进入重度老龄化阶段。对老年人而言，智能马桶更省事便捷的操作方式和加热、冲洗、自动开闭等更智能健康的产品功能更适合老年人使用，据京东研究院数据，2022年智能坐便器在45-55岁用户及56岁以上用户中，均进入了销量同比增速的TOP5，分别同增987%/2868%。

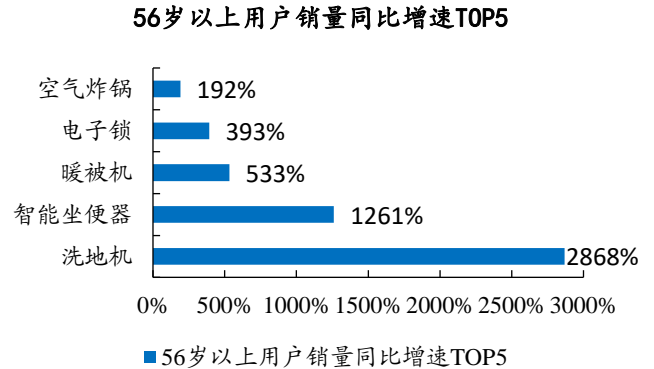
图21: 老龄化程度逐步走高



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

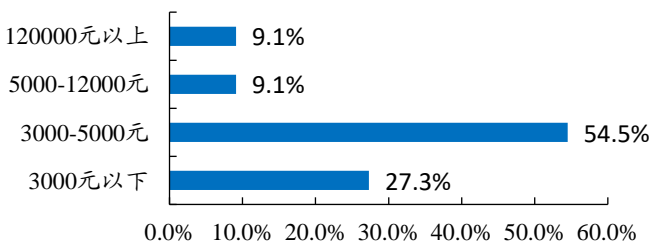
图22: 智能坐便器在中年群体中热销


数据来源: 京东研究院、奥维云网、开源证券研究所

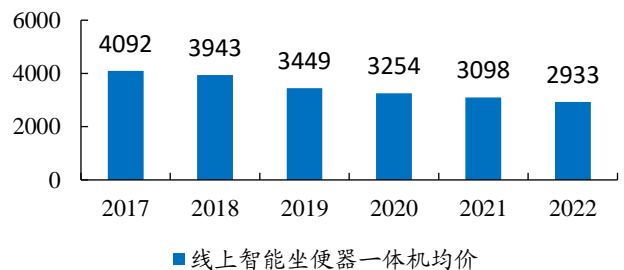
图23: 智能坐便器在老年群体中热销


数据来源: 京东研究院、奥维云网、开源证券研究所

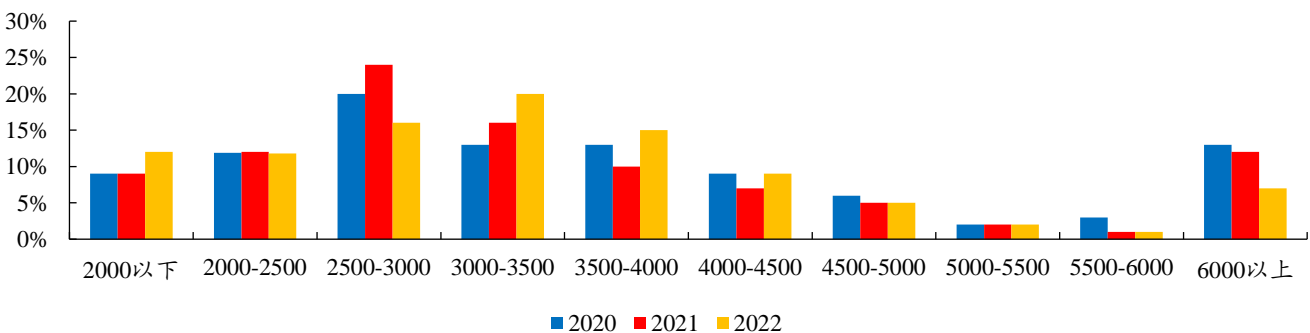
产品价格下探, 与用户心理价位吻合利于拓宽市场边界。从中国电网的用户调研结果看, 在智能坐便器产品的选购方面, 性价比仍然是用户主要考虑的因素。从2017年起, 市场主要产品智能坐便器一体机产品价格下降幅度明显, 均价由2017年的4092元下降28.3%至2933元, 均价已与用户心理价位较吻合, 有利于扩大产品受众市场, 也更利于智能坐便器产品渗透率的提升。

图24: 调研用户更偏向购买5000元以下的产品


数据来源: 中国电网、开源证券研究所

图25: 市场主要产品均价持续下降


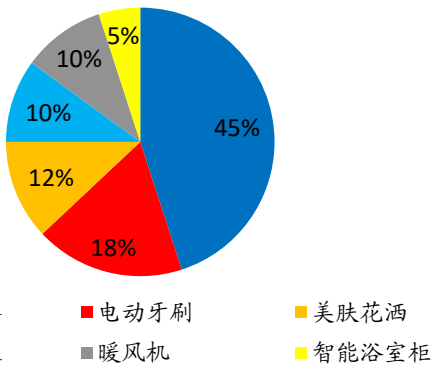
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图26: 2022年中低价位段产品零售额增多


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

整体来说，智能坐便器作为卫浴行业智能化先行产品，智能坐便器行业的持续扩容带动整体市场向上的同时也会促使其他产品智能化升级。市面上已有包括智能淋浴房、智能毛巾架、智能花洒等产品问世，智能淋浴房加入温控、LED 视频等功能提升用户沐浴体验，智能毛巾配备杀菌消毒、烘干功能，保证毛巾的干爽洁净。京东消费及产业发展研究院数据表明，智能设备正在加速渗透到各线城市家庭，2021 年卫浴空间产品成交额中，智能坐便器、美肤花洒、智能毛巾架等智能产品占比较大。

图27: 2021年卫浴空间产品成交额中智能化产品占比较大



数据来源: 京东消费及产业发展研究院、开源证券研究所

图28: 智能化卫浴系列解决方案

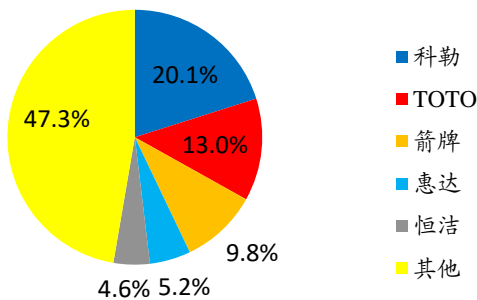


资料来源: 中华卫浴网

2.4、竞争格局: 内资品牌后起发力有望超额受益, 产品迭代及渠道布局为突围重点

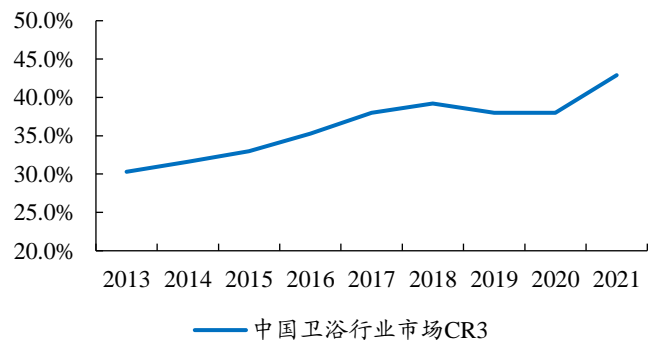
外资品牌凭借先发优势仍为市场主导，内资品牌后起发力缩小差距。外资品牌早期进入中国中高端市场，在卫浴渠道运营、产品生产运输、品牌认知具有先发壁垒，市占率持续领先于内资品牌，科勒和 TOTO 品牌 2021 年市占率分列行业前两位，达到 20.1%/13.0%。内资品牌方面，箭牌、恒洁、九牧等凭借产品迭代及品牌营销逐步拉开与内资中小企业差距，缩小与外资企业的市占率差距，2021 年箭牌卫浴市占率提升 2.8pct 至 9.8%。从行业整体来看，中国卫浴市场 CR3 由 2018 的 30.3% 提升 11.3pcts 至 2021 年的 42.9%，但与日本及韩国 89%/61% 的 CR3 仍有较大差距，市场集中度仍有较大提升空间。

图29: 外资品牌仍为市场主导品牌



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图30: 中国卫浴市场行业集中度明显提升

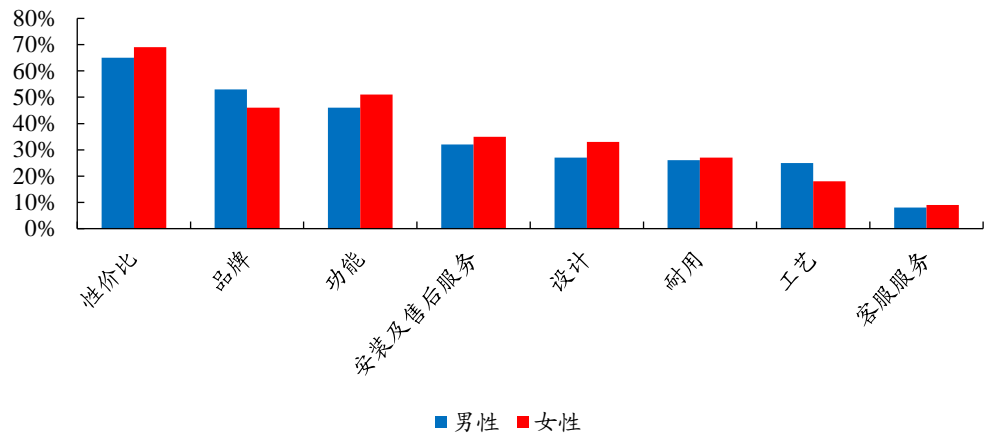


数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

相较于传统家居，卫浴因行业内产品具有较强功能属性，智能化产品对行业的强驱动也会使得该行业属性愈发明显，在此之下，头部国产品牌在产品力及研发力加持下更易获取市场份额，我们看好国产品牌超额受益于智能化产品迭代升级以及电商、O2O 等新零售渠道流量红利，实现市占率的持续提升以及对行业外资头部品牌的弯道超车。

路径一：内资品牌产品迭代速度快，性价比优势凸显。随着用户生活品质的提高和健康意识的增强，用户对卫浴空间产品的品质、功能等的要求愈发苛刻，利好行业智能化产品发展和优质的品牌制造商发展；同时，根据赛立信竞争情报研究院调查显示，消费者购买卫浴产品首要考虑的因素是性价比及品牌。我们对比了市面上外资品牌与内资品牌产品，以卫浴空间代表产品智能坐便器为例，内资品牌产品在做到与外资产品相同的智能化功能的同时，价格明显低于外资产品。另一方面，内资品牌智能化产品迭代速度更快，产品覆盖价格带更广。以箭牌家居为例，公司一体机智能坐便器产品已覆盖 2000-12000 价格带，并推出针对小户型住户、老年人等特殊人群产品。

图31: 性价比成为用户首要考虑因素



数据来源：赛立信情报研究院、开源证券研究所

表4: 国资产品同样功能下性价比凸显

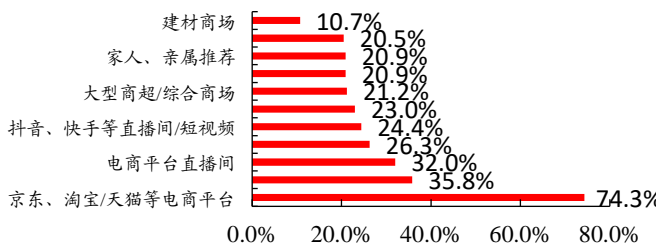
品牌	TOTO	科勒 (KOHLER)	箭牌	惠达		
图片						
产品	卫洗丽一体式智能坐便器 G5-CES8624EC	智能马桶新悦一体智能全自动坐便器马桶 4026	小户型智能马桶一体机 1131	多功能智能马桶一体机 1315	智能马桶一体坐便器 AKE1138	一体机超漩虹吸式智能坐便器 ET65
定价	14699	17332	2649	4899	12679	3599
功能	暖风烘干, 自动除臭, 臀部清洁, 温度调节, 感应翻圈, 柔和夜灯	自动除臭, 臀部清洁, 喷嘴自洁, 女性清洗, 喷嘴移动清洗, 净化	座圈加热, 坐温调节, 柔和夜灯, 产品专为小户型	暖风烘干, 自动除臭, 臀部清洁, 按摩清洗, 座圈	暖风烘干, 自动除臭, 臀部清洁, 按摩清洗, 座圈	暖风烘干, 自动除臭, 臀部清洁, 按摩清洗, 座圈

品牌	TOTO	科勒 (KOHLER)	箭牌	惠达		
		水质, 水温调节, 感应翻盖	设计, 缩小产品尺寸, 简化安装方法	加热, 喷嘴自洁, 座圈加热, 喷嘴自洁, 女性清洗, 水温调节, 水压调节, 坐温调节, 柔和夜灯, 支持鸿蒙系统互联	加热, 喷嘴自洁, 女性清洗, 喷嘴移动清洗, 记忆功能, 水温/水压调节, 坐温调节, 柔和夜灯	
水效等级	2级, 平均用水量3.5L	1级, 平均用水量4.8L	2级, 平均用水量3.5L	2级, 平均用水量3.5L	2级, 平均用水量5L	2级, 平均用水量4L
售后安装	3年质保, 135个售后点维修	3年质保	3年质保, 1800城免费安装	3年质保, 1800城免费安装	3年质保, 1800城免费安装	3年质保

资料来源: 京东各品牌旗舰店、开源证券研究所

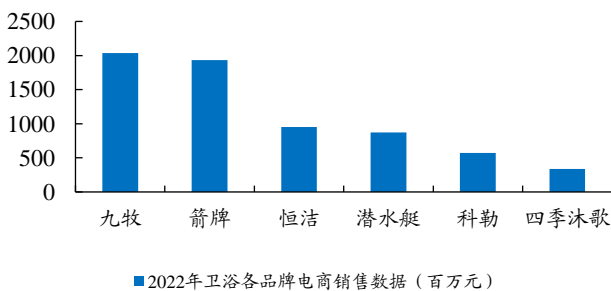
路径二: 站外平台仍存流量红利, 内资前瞻布局新零售渠道成效逐步显现。根据奥维云网 (AVC) & 中国家电网调研数据, 小红书等种草平台已经成为第二大消费者偏好的智能坐便器获取信息渠道。而根据奥维云网 (AVC) 火箭大数据平台显示, 2022 年智能马桶在小红书上的笔记总量为 9.93 万篇, 其中投放笔记 2.6 万篇, 占比为 26%, 略高于行业均值 (25%), 但目前在小书平台, 智能马桶仍然是以消费者自发流量为主, 品牌的主动投放行为还比较少, 站外流量仍处一片蓝海。**品牌端方面, 箭牌卫浴、恒洁等内资品牌已率先开启新零售战略, 加大抖音、小红书等渠道布局。**据久谦数据, 2022 年天猫及京东卫浴家装市场中, 箭牌、九牧领衔市场, 市占率明显高于科勒、TOTO 外资品牌。

图32: 用户偏向于接受购物站外流量



数据来源: 奥维云网 (AVC)、中国家电网、开源证券研究所

图34: 国资品牌领衔 2022 年电商卫浴家装市场



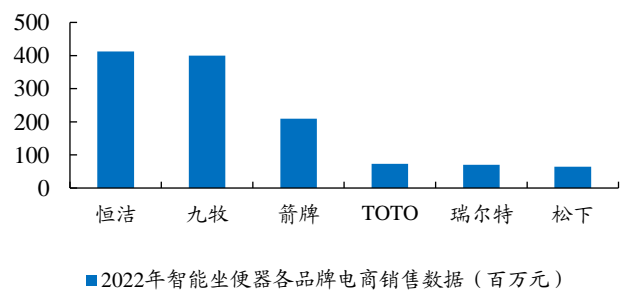
数据来源: 久谦数据 (数据统计平台为天猫、京东、抖音销售额数据)、开源证券研究所

图33: 箭牌卫浴、恒洁卫浴开启新零售战略



资料来源: 恒洁卫浴官方网站、箭牌家居官方网站

图35: 国资品牌领衔 2022 年智能坐便器市场



数据来源: 久谦数据 (数据统计平台为天猫、京东、抖音销售额数据)、开源证券研究所

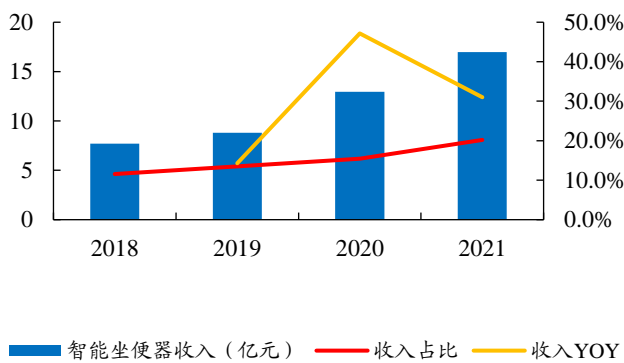
3、核心竞争力：产品智能化有望打开二次成长空间，全渠道布局亮点纷呈

3.1、产品两大策略：智能化+套系化稳步推进，有望实现量价齐升

3.1.1、智能化：卫浴空间智能化产品成新亮点，有望打开公司二次成长空间

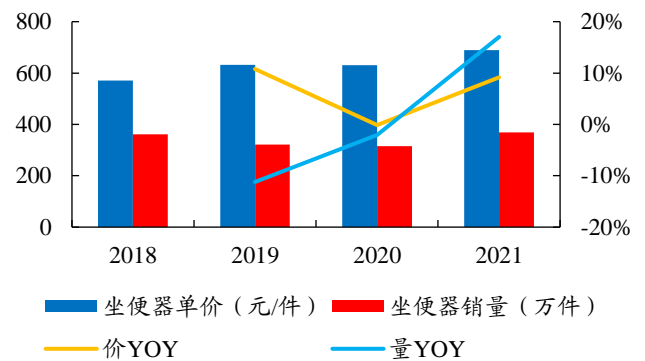
智能坐便器持续贡献收入增量，拉动坐便器业务实现量价双升。自 2018 年起，公司主推的高毛利产品智能坐便器收入增量明显，收入由 2018 年的 7.7 亿元增长至 16.96 亿元，复合增长率达 30.11%，收入占比同步提升至 20.2%。在智能坐便器产品的推动下，坐便器产品品类实现量价双升，2021 年箭牌家居坐便器品类实现销量 368.3 万套，同增 17.0%，产品单价达 688.7 元/套，同增 9.2%。

图36：智能坐便器收入增量明显



数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图37：智能化坐便器带领坐便器实现量价齐升



数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

技术储备丰厚，领先优势支撑公司智能化发展。据箭牌家居招股说明书披露，公司已加入中国建筑卫生陶瓷协会、中国建筑装饰协会住宅装饰装修等行业自律组织，并积极输出公司技术标准，参与编制 GB/T 6952-2015 卫生陶瓷、GB/T 23131-2019 家用和类似用途电坐便器便座、GB 38448-2019 智能坐便器能效水效限定值及等级等国家标准共 12 份，以及行业、团体及地方标准等 20 余份，标准涉及到卫生陶瓷、瓷砖、浴室柜、淋浴房等卫浴空间各个品类。同时，公司在卫生洁具、五金、浴室家装、瓷砖的卫浴空间产品上均有国内先进水平的技术布局，且储备抗菌自洁、施釉技术、恒温技术等智能化功能技术，彰显了公司在卫浴行业的领先技术地位，同时也为公司进一步发展产品智能化奠定较厚基础。

表5：公司多项技术均达到国内领先

序号	技术名称	公司所用工艺	技术水平
卫生洁具	适用高压成型的坐便器	利用公司卫生陶瓷结构开发能力,对连体坐便器、智能坐便器、蹲便	国内先进水平
	新型结构开发技术	器、小便器等产品结构在高压注浆工艺下进行适应性开发	
	机器人在卫生陶瓷生产	结合卫生陶瓷生产工艺需求,对机器人进行编程控制开发, 配套辅助	国内先进水平

序号	技术名称	公司所用工艺	技术水平
	线的应用技术	设备设施,实现机器人自动化成型、打磨、喷釉、运输等应用,改善作业环境,提高生产效率	
	第四代新型抗菌自洁釉技术	通过釉料新配方研发,使结晶体密度和强度更高,增强釉层表面致密性和平滑度,达到抗菌及自洁效果	国内先进水平
	旋冲虹吸式坐便器新型结构开发技术	通过喷射水路轨迹的研究,应用旋冲原理,增强涡流效能,实现低水耗环境下的有效冲洗和强力排污	国内先进水平
	G3超顺滑防堵管道技术	公司对排污管道进行改进,依次在进污段、缓冲段、转向段和聚水段之间设置G3连续结构,以满足产生虹吸的条件,减小水的流动阻力	国内先进水平
	双重感应技术应用	触控和激光测距技术与红外感应技术两两结合,形成多种双重感应技术,运用于感应洁具、智能镜和智能马桶	国内先进水平
	电磁阀防堵塞技术	公司通过对阀体结构及水路设计的优化,实现了滤网面的"自清洁",确保内部水路不易堵塞,保证了阀体控制水路的通畅	国内先进水平
	水路记忆合金恒温技术	将记忆合金材料运用到恒温阀芯,并优化水路设计,改善了热敏元件周围混合水的热交换效率,使温控效果更加稳定	国内先进水平
五金	单把双控淋浴增压技术	通过改善结构设计,将文丘里效应应用到单把双控陶瓷阀芯上,改善了低水压流量偏小问题	国内先进水平
	龙头防冻裂技术	在龙头中设计一个弹性构件,当水道内发生结冰膨胀时,起到吸能缓冲作用,以防止冻裂	国内先进水平
	五金机器人抛光打磨技术	通过自主研发设计机械工装及机器人控制程序,实现五金件自动化抛光打磨、码放取件,有效降低人工成本,提高生产的效率	国内先进水平
	智能干衣柜消毒技术	公司采用PTC温控和消毒系统,实现恒温干衣、除螨杀菌效果	国内先进水平
	多功能化妆镜开发技术	通过磁吸技术应用、配套结构开发、运用灯光调节技术,实现化妆镜的多场景多功能应用	国内先进水平
	PVC板冷压技术	主要用于柜体板材压制环节,采用冷压机配合造型模具进行制作,需针对每个造形制作单独气缸模具	国内先进水平
浴室家装	UV印花技术	通过使用UV印花设备对板件进行图案印刷,再喷涂耐黄变清漆,优化工艺,产品美观稳定	国内先进水平
	浴室柜抗菌净味除甲醛技术	利用创新的抗菌材料,按照配比运用在板材或油漆表面,达到抗菌净味除甲醛的效果	国内先进水平
	浴缸一体化成型技术	利用热塑材料的延伸性能,通过复合模具生产亚克力浴缸,实现产品的一体化成型	国内先进水平
	浴房玻璃钢固化环境恒温技术	在生产工艺中建立恒温系统,在恒温下进行玻璃钢固化等作业工序,保障产品使用性能	国内先进水平
	激光雕刻辊筒喷墨技术	公司运用激光雕刻辊筒和6D喷墨在瓷砖表面进行深色高清图案打印,提升了产品的釉面品质和	国内先进水平,提高深色砖喷墨品质
瓷砖	精雕蜡光抗菌负离子瓷砖生产技术	在釉料配方方面引入抗菌、降解甲醛、负离子功能性材料,将喷墨后的钟罩淋釉工艺改为水刀喷釉,经过高温烧成后形成利于人体健康的环保型产品	国内先进水平,产品绿色环保
	第四代新型抗菌自洁釉	设计特有配方,使结晶体密度和强度更高,烧结后釉层更加坚硬致密,同时通过控制釉面气孔,减少釉面受到的气孔冲击,增强釉层表面致密性和平滑度	国内先进水平,产品绿色环保
	16°光泽柔抛耐磨砖生	利用着色粉料和普通白色粉料的一定配比进行压制,辅以抛光过程	国内领先地位,实现柔

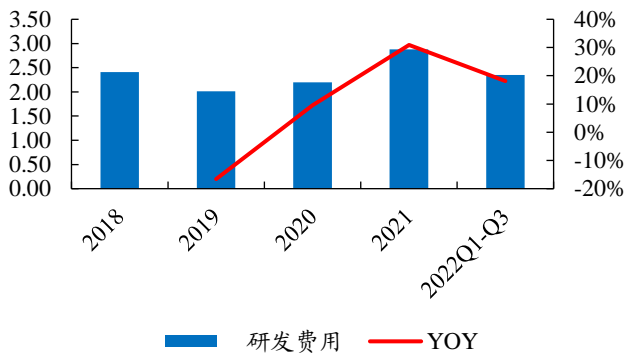
序号	技术名称	公司所用工艺	技术水平
	产技术	的特殊防污蜡水工艺,烧制后产品质感细腻、无光射影响人体视觉、环保无辐射	抛 砖低光泽效果

资料来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

研发投入持续加高，以智能化发展为核心，实现研发“质”与“量”双高。箭牌家居持续加大研发投入，2022Q1-Q3 研发投入同比提升 18.1%至 2.35 亿元，研发费用率达 4.5%，研发费用增速及研发费用率均高于可比公司。研发人员及机构设置方面，2021 年公司研发人员达 1677 人，占比 9.8%，并设立 16 个技术中心，包括 10 个产品研发中心、4 个产品和设计中心和 2 个管理中心。公司在研发投入及研发人员数量与质量上在行业中占据优势地位。

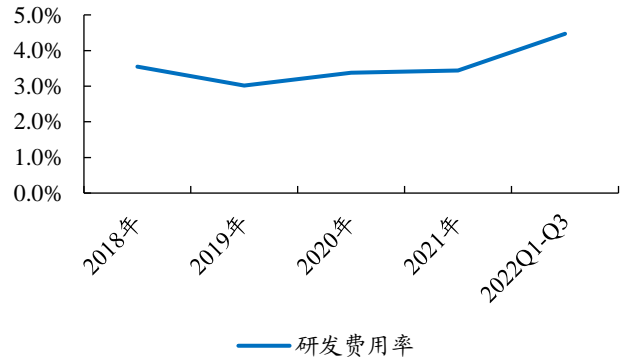
细看公司研发方向，产品智能化发展为研发重点。公司智能化在研项目拟投入金额达 7695 万元，占拟投入总金额比达 74.3%，涵盖坐便器智能化、化妆镜智能化等产品研究，体现出公司目标做卫浴空间全品类智能化的决心。**我们认为**，在公司持续的智能化产品领域研发投入下，公司有望在中短期内加快产品智能化迭代推新速度，提升智能化产品市场份额；长期来看有助于帮助公司推进全屋智能生态建设，攫取前端流量。

图38：公司研发费用投入持续加大（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2022Q1-Q3 公司研发费用率达 4.5%



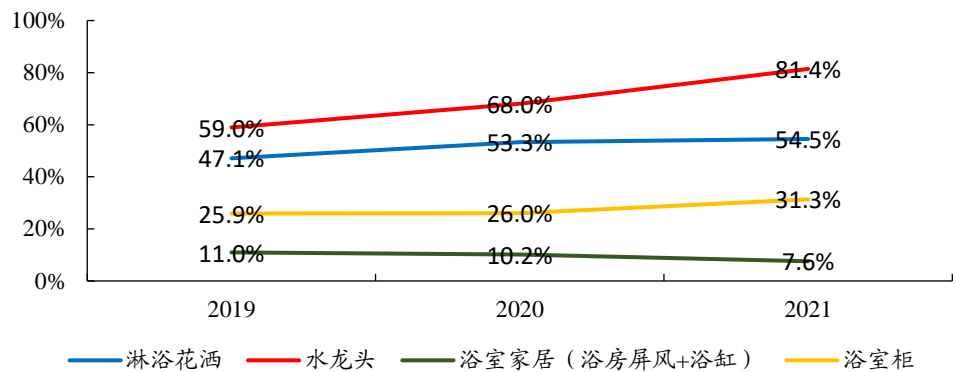
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、套系化：产品力领先+生产售后强支撑，套系化建设顺利推进

公司以坐便器为主要产品，2016 年推出定制卫浴产品，主推套系化销售，目的增加客单值拉动公司整体收入规模，我们以公司坐便器及蹲便器的总销量为基数测算各个品类的配套率，2021 年淋浴花洒/水龙头/浴室家居/浴室柜的配套率分别为 81%/55%/31%/8%，2019-2021 年各个品类配套率均有所上升，其中，浴室家居、浴室柜、淋浴花洒品类的配套率仍有较大提升空间。

套系化建设正逐步成为卫浴空间企业乃至整个家居行业的主流销售策略。从顾客角度来看，套系化销售策略能够节省用户的购买成本和选择时间，同时实现装修区域设计风格的统一；从品牌角度看，品牌可通过套系化销售实现更高的客单值，从单一品类销售转向卫浴空间区域整体销售，提升品牌认知度。但套系化销售对于公司的品牌认可度、产品供应链能力及销售配套服务团队运营能力都挑战较大。**我们看好箭牌家居凭借已经积淀的全品类产品销售，生产及售后强劲布局，顺利推进套系化建设。**

图40: 除浴室家居外, 其余品类配套率均有提升



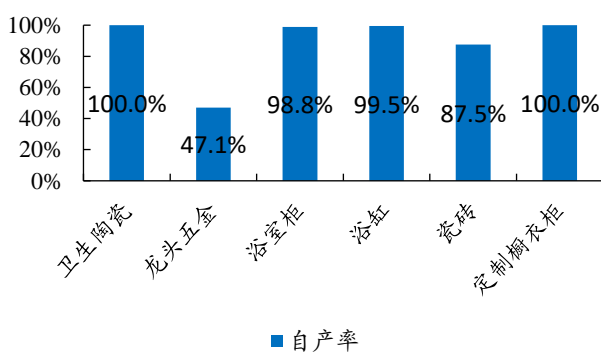
数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

产品生产端, 卫浴行业对生产运输环节的挑战较大, 套系化战略下更考验企业的各个产品供应链快速反应、即时交付的能力。

生产制造方面, 公司自有生产基地储备了极为充沛的产能, 并拥有多条在建的陶瓷洁具、卫浴、瓷砖自动化产线, 为自产规模的扩大打下良好基础。2021年, 公司主要产品品类除龙头五金外, 均实现了 85% 以上的自产率, 核心品类卫生陶瓷实现 100% 自产率。

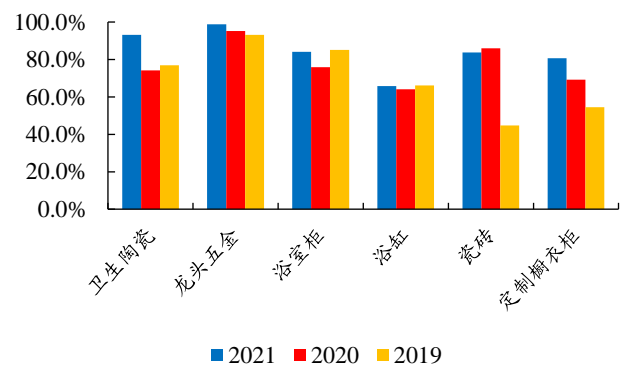
运输物流方面, 公司通过订单响应系统和库存管理系统, 科学合理进行排产, 借助多年生产制造经验, 发挥规模优势, 把控设计、开料、注浆、喷釉、烧制、包装、运输的每一环节, 有效降本增效, 提高盈利能力。截止 2021 年底, 公司在全国拥有 10 大生产基地 (2 个在建), 分布于广东、江西、湖北、山东, 实现全国主要区域覆盖, 有助于快速响应客户订单, 完成交付。

图41: 2022 年各项产品自产率



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图42: 公司产能利用率逐步接近饱和



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

表6: 箭牌家居已经拥有十大生产基地 (两个正在建设中)

序号	生产基地	位置	主要生产产品
1	三水基地	佛山市三水区南山镇漫江工业园	龙头五金、浴缸浴房、浴室家具、定制橱柜
2	高明三洲基地	佛山市高明区三洲镇沧江工业园	卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具
3	四会下茆基地	肇庆市四会市下茆镇电子产业集聚地	瓷砖

序号	生产基地	位置	主要生产产品
4	四会龙甫基地	肇庆市四会市龙甫循环经济金属产业基地	龙头五金
5	韶关基地	韶关市南雄市全安镇杨沥村	卫生陶瓷
6	景德镇基地	江西省景德镇市浮梁县三龙工业 基地	瓷砖、卫生陶瓷、浴室 家具
7	应城基地	湖北省孝感市应城经济技术开发 区	定制橱衣柜、浴室家具
8	德州基地	山东省德州市经济技术开发区	浴室家具、卫生陶瓷
9	乐从北围基地（筹备中）	佛山市乐从镇北围产业区	
10	高明更合基地（筹备中）	佛山市高明区更合镇合水（小洞）合和大道	

资料来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

公司作为国内领先的家居卫浴企业，有较高的品牌影响力，为产品销售服务打下良好基础。公司品牌多次获得家居行业科学技术奖、金狮奖、泛家居行业等优秀品牌奖，品牌产品也多次斩获国际国内行业主要奖项，包括红棉中国设计奖、红棉产品设计奖、红棉产品设计至尊奖、中国设计“红星奖”，以及国外的德国红点奖、德国 IF 设计奖等。公共工程建设方面，2021 年、2022 年箭牌家居先后成为北京冬奥会、杭州亚运会的官方供应商，打造了多个智慧卫浴空间，引入了智能坐便器、智能镜、自动感应龙头等智能卫浴产品，为运动健儿和观赛人员真正意义上提供全方位全周期的健康卫浴服务。

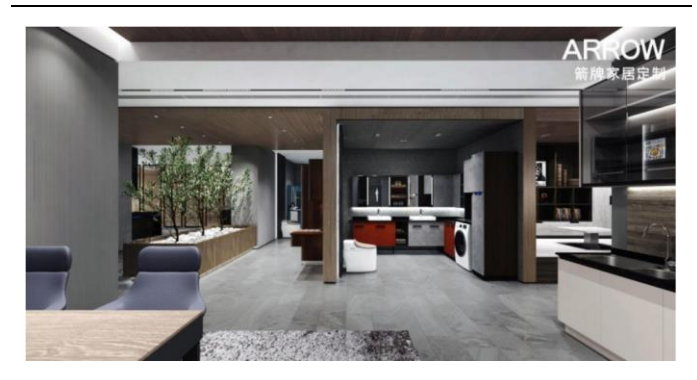
公司注重门店改造，强调门店套系化展示。为强化经销商店面的展示形象，公司要求各经销商原则上 3 年左右对门店重新装修，公司给予经销商装修补贴支持。同时，公司在全国多家城市开设体验中心，囊括了卫浴、瓷砖、定制大家居全品类，打造贯通浴室空间、厨房空间、卧室、客厅、阳台等全场景空间，为消费者提供一站式购物体验的同时增强消费者对品牌全品类产品认知。

图43：公司产品获国际“红点奖”



资料来源：箭牌家居官网

图44：公司门店细化区域，强调整体配套



资料来源：箭牌家居官网

3.2、渠道以经销商为立身之本，零售+工程基本盘稳固，电商+家居增量可期

经销模式为公司基本销售模式，直销模式收入占比加大。公司自成立以来便主要采取经销辅以直销的销售模式，近些年来逐步加大对直销模式的投入，2021 年公司直销销售模式收入占比由 5%提升至 11%。细分看经销和直销的销售领域，零售和家装目前 100%凭借经销渠道开拓；工程渠道中，直营工程模式主要面向房地产商、政府和事业单位等大客户，中小型地方房企通过经销开拓；线上电商渠道中，公司

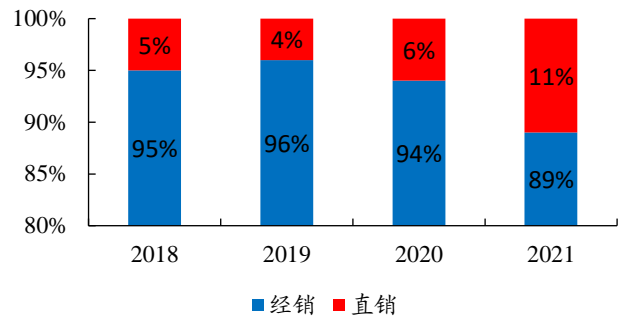
加大了对直营电商的投入，收入增速明显，2021年6.32亿元，同比增长177.0%，经销渠道收入在工程渠道中占比被动下降至58%。盈利能力方面，直销模式下，商品涉及的中间流转环节较少，且公司可直接按终端定价销售，因此毛利率显著高于经销模式，2021年经销模式与直销模式的毛利率分别为28.9%/44.5%。

图45：箭牌家居销售渠道主要分为直销与经销

销售模式	客户类型	发货政策	收款政策	信用期
直销	工程客户	按合同约定发货	在授信期间内，客户完成货款支付	授信期间为1-12月
	直营电商	根据各电商平台的要求进行发货	客户在电商平台确认收货后，公司与电商平台进行结算，完成货款支付	无
	零售客户	款到发货	客户预先支付货款	
	家装客户	款到发货	客户预先支付货款	
经销	综合经销商	一般为款到发货，对少部分有授信额度的经销商为授信发货	(1) 款到发货：客户预先支付货款 (2) 授信发货：在授信期间内，客户完成货款支付	授信期间为1-12月不等
	工程特约经销商			
	电商特约经销商			

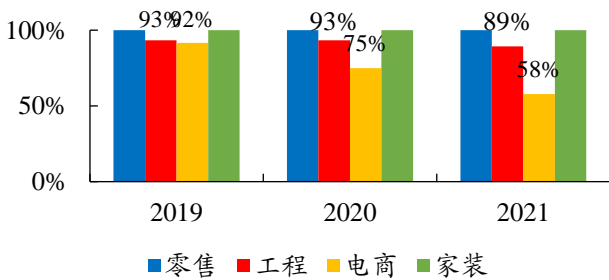
资料来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图46：公司销售模式以经销为主，直销为辅



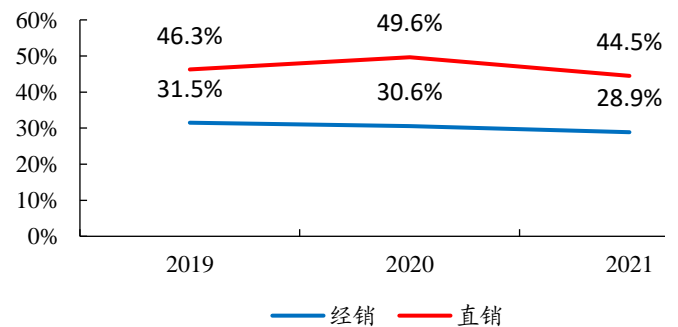
数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图47：公司电商及工程经销渠道占比下降



数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

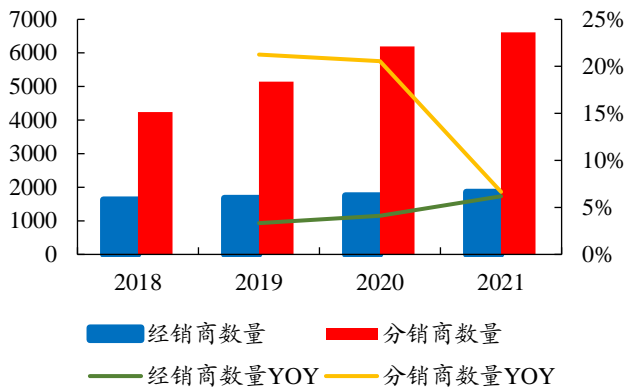
图48：直销渠道毛利率显著高于经销



数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

强大的经销商网络为公司的立身之本，经销商数量高基数下稳步增长。经过数十年的经营发展，公司建立起了完善的全国经销网络体系，截至2021年12月31日，公司在全国的经销商和二级分销商数量分别为1,854家和6,609家，分别同增6.6%/6.2%，全国营业网点约12,052个（约等于经销网点与分销网点之和），经销范围覆盖全国34个省和直辖市。

图49: 经销商数量稳步增长



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图50: 经销网点数量稳步增长

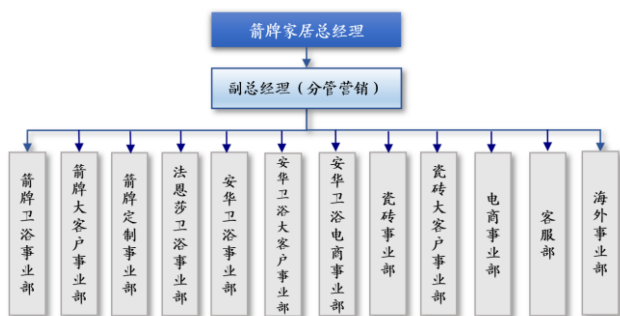


数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

经销商管理与考核方面, 公司与经销商签订买断式销售协议, 给予经销商在特定区域以专卖店销售其产品的权利, 经销商从公司仓库提货, 负责提供售前(产品宣传)、售中(运输安装)、售后(维修)的服务, 买断式经销给予经销商更大的发挥空间, 也便于总部进行物流仓储管理和销售回款。**经销商管理方面**, 公司在销售部门设置十二个事业部, 分品牌、品类对经销商进行管理。**经销商考核方面**, 公司经销商签订年度经销合同, 约定年度销售任务、新开发网点数量、工程和家装最低销售占比、特定品类经销任务等指标, 进行多维度综合考核, 若年度经销任务未完成, 公司有权要求经销商支付任务差额 5% 的违约金, 且有权收回该区域的经销授权。

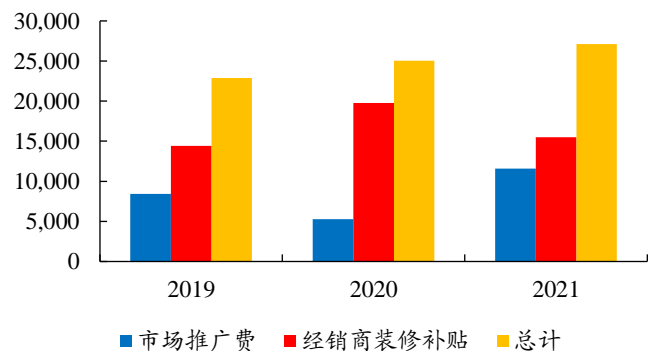
经销商帮扶与激励方面, 为有效激励经销商的市场开拓热情, 公司对经销商广告推广、终端门店装修方面给予支持, 公司 2021 年市场推广费及经销商装修费用合计投入 2.7 亿元, 同比增长 8.3%。同时, 公司采取超额销售次年可享受提货结算折扣两种方式激励经销商销售, 最低提货价折扣达 94%。**经销商帮扶方面**, 公司在总部设立了培训部分, 在各个事业中心设立了培训中心, 目的多维度、全覆盖地为经销商、销售导购、设计师、产品安装维修人员提供产品知识、店面管理、导购技巧、主动营销、设计技巧、安装技巧等课程培训, 让店面员工快速掌握运营技能。

图51: 公司设立十二事业部多维度管理经销商



资料来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

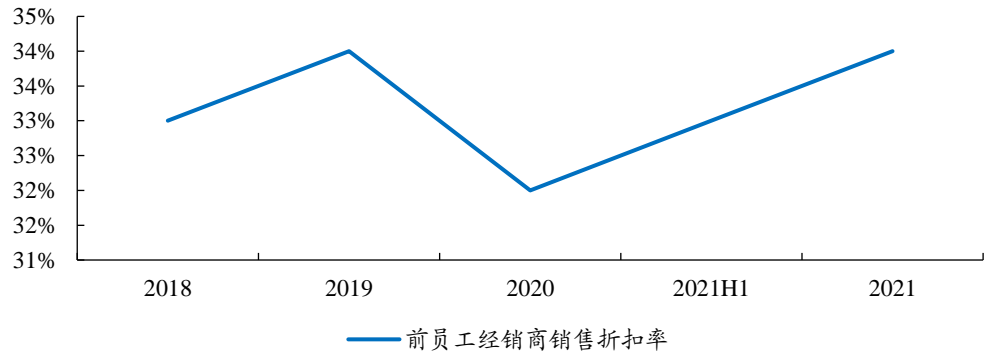
图52: 公司经销商帮扶总金额稳步上升(单位: 万元)



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

经销商利润空间丰厚,有效激发销售活力。为保障经销商及分销商的利润空间,公司以各个品类统一的出厂标准价(终端销售指导价)四折或更低的特殊折扣给予经销商出厂价,给予经销商一倍以上的加价空间。根据招股说明书,2019-2021年经销商的销售折扣率(实际销售价/终端销售指导价)分别为0.34/0.32/0.34。经销商及分销商利润空间较大,可以从根本上激发经销商的销售活力,加深经销商队伍绑定。

图53: 公司经销商有较大利润空间



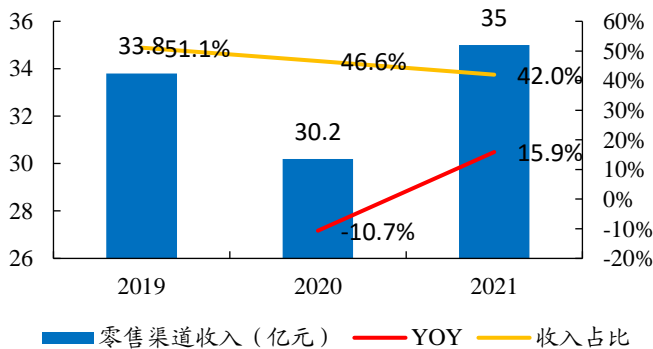
数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

3.2.1、零售及工程渠道: 公司营收基本盘, 渠道建设稳中向好

■ 零售渠道: 仍为公司营收主要支柱, 终端门店数量优势明显。

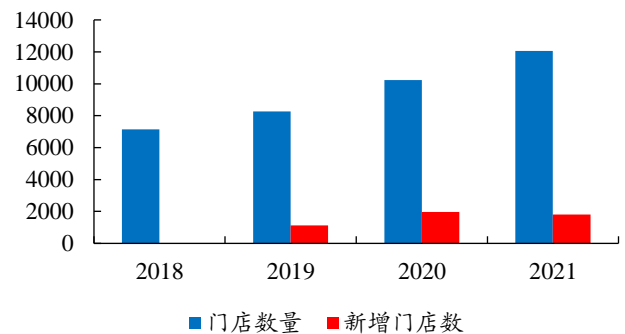
公司面向终端消费者的零售渠道仍为公司的主要营收支柱,2021年收入35.0亿元,占比42.0%,同比实现15.9%的增长。公司零售增长主要受益于箭牌家居大体量的终端门店优势,2021年底,公司门店网点达12052家,新增门店数1813家;且各个品牌门店都在2021年实现持续扩张,箭牌卫浴/法恩莎卫浴/安华卫浴/瓷砖/箭牌定制分别净开店1152/199/287/98/77家。与行业内公司比较,公司的销售网点明显高于科勒、TOTO、帝欧等卫浴行业知名品牌,同时与传统的家居龙头欧派家居、顾家家居相比也有一定的数量优势。

图54: 公司零售渠道2021年实现稳增长



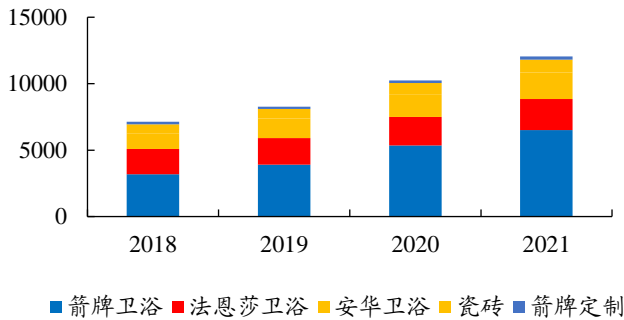
数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图55: 公司终端零售网点实现稳步增长



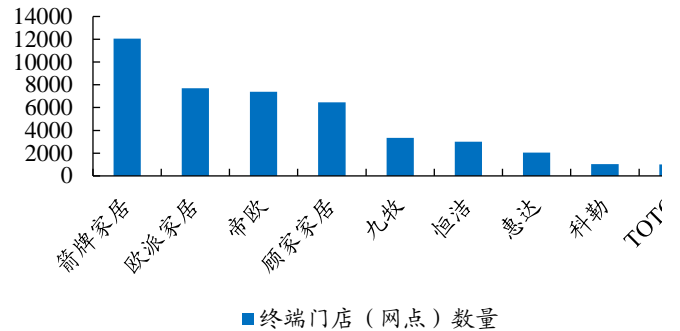
数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图56: 公司各个产品品类门店均实现稳增长



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图57: 箭牌家居门店数量优势明显

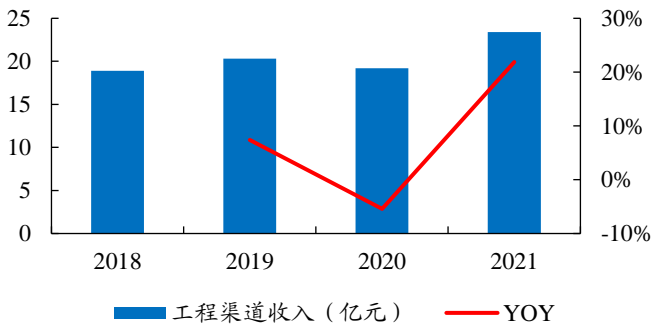


数据来源: 各公司官网、开源证券研究所

■ 工程渠道: 渠道客户资源丰富, 政策刺激下中期发展前景向好

经验壁垒深筑, 合作客户资源丰富。箭牌家居工程渠道销售方式是指公司直接向工程客户销售产品, 工程客户主要分为政企合作单位及国资或民营房企。2021年, 公司工程渠道营收 23.4 亿元, 同比增长 21.9%。工程客户一般通过招投标的方式选择供应商, 对供应商的生产及销售规模、资金实力、产品质量、品牌影响力、产品报价、供货时间和供货能力等方面有着严格的要求, 新进企业很难满足上述要求成为合格供应商。箭牌家居在该渠道中建立了较高的经验壁垒, 公司目前已与 26 家国企和头部地产公司等形成战略合作关系, 并参与了荆州站、深圳北站等高铁工程, 浙江大学儿童医院等较多标杆工程。

图58: 2021 年公司工程渠道收入回升



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图59: 公司渠道客户资源丰富



资料来源: 箭牌家居招股说明书

政策刺激下中期发展前景向好, 长期发展品牌力是关键。中期来看, 自 2022 年以来, 中央陆续颁布房地产刺激政策。我们认为, 房地产三支箭对于房企的金融利好政策对于地产公司资金端帮助较大, 叠加各级政府主推保交楼, 直接驱动家居、卫浴行业等地产后周期链公司的 B 端大宗业务持续复苏。长期来看, 我们看好工程渠道中由箭牌家居领衔的国资品牌市占率稳步提升, 外资品牌由于布局中国市场较早, 有明显先发优势, 在高端酒店、市政工程中的市占率远高于国资, 随着箭牌家居全渠道铺开, 智能化产品的渗透率逐步加深, 公司有望依靠智能化产品实现突围。

表7: 地产政策暖风频吹

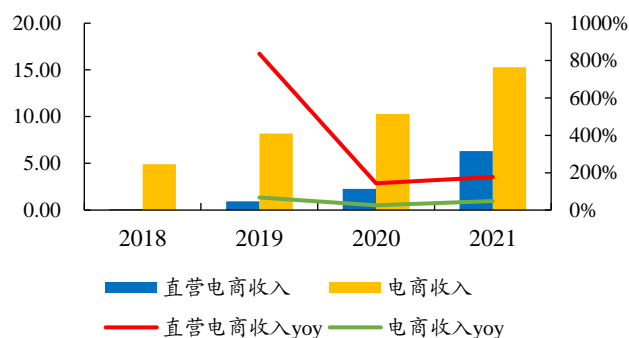
时间	政策
2022年5月15日	央行和银保监会联合发布《关于调整差别化住房首套住房信贷政策有关问题的通知》(银发〔2022〕115号),明确首套住房贷款利率下限调整为LPR-20BP,二套房贷款利率下限按现行规定执行。
2022年8月19日	住建部、财政部、人民银行等有关部门出台措施,完善政策工具箱,通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。
2022年8月22日	中国人民银行下调贷款市场报价利率(LPR)为:1年期LPR为3.65%,较前值3.7%下调5BP;5年期以上LPR为4.3%,较前值4.45%下调15BP。
2022年9月29日	人民银行、银保监会发布通知,决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府,可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。
2022年9月30日	中国人民银行宣布,从2022年10月1日起调整个人住房公积金贷款利率:(1)下调首套个人住房公积金贷款利率0.15pct。五年期以下(含五年)从2.75%调整为2.60%,五年期以上从3.25%调整为3.10%。(2)第二套个人住房公积金贷款利率保持不变。
2022年9月30日	财政部、国家税务总局30日发布公告称,为支持居民改善住房条件,自2022年10月1日至2023年12月31日,对出售自有住房并在住住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人,对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
2022年11月8日	在人民银行的支持和指导下,交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具,支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资,可支持约2500亿元债券融资规模,后续还有扩容可能。

资料来源:中国地产网、开源证券研究所

3.2.2、电商及直营渠道:战略重点发力渠道,未来增量可期

■ 电商渠道:投入效果显著,直营电商收入增速亮眼

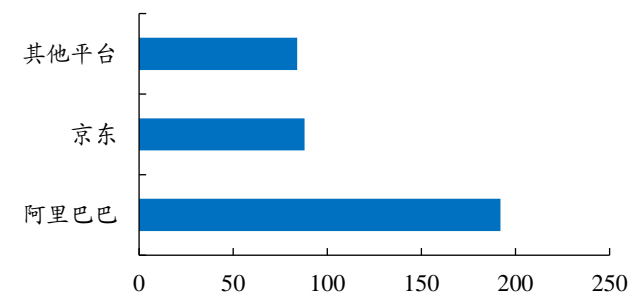
电商渠道投入效果显著,直营电商收入增速亮眼。随着家居建材的主流消费群体的年轻化以及疫情居家影响,一部分用户的购买场景从家居建材城逐步转换到电商渠道,公司于2018年正式成立电商公司拓展线上销售渠道,加大了对电商渠道的投入力度,效果显著。2021年,箭牌家居电商整体收入15.3亿元,2018-2021 CAGR为46.16%,占比18.3%。其中,直营电商收入规模增速亮眼,收入6.32亿元,2018-2021 CAGR为298.2%。截至2021年12月末,公司授权平台已经包括京东、阿里巴巴、国美等,数量为364家。

图60: 公司直营电商渠道增速亮眼


数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

截至 2021 年 12 月末，公司授权平台已经包括京东、阿里巴巴、国美等，数量为 364 家。箭牌线上销售额靠前，618 和双十一购物节战果丰硕。公司线上平台销售战绩亮眼，根据招股说明书披露，从月度销售情况来看，2019 年 1 月至 2021 年 5 月，箭牌在天猫、京东平台始终保持在家装主材同类品牌的前 2 名，其中在两平台均最长 11 个月连续取得第一名。2022 年，公司线上平台的双十一大促活动销售延续了之前的亮眼表现，箭牌荣获天猫厨房阳台行业卫浴冠军、天猫卫浴空间行业季军、京东新百货家装建材榜亚军等，并在抖音、拼多多、苏宁等平台均名列前茅。

图61: 公司授权电商平台达 364 家



数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

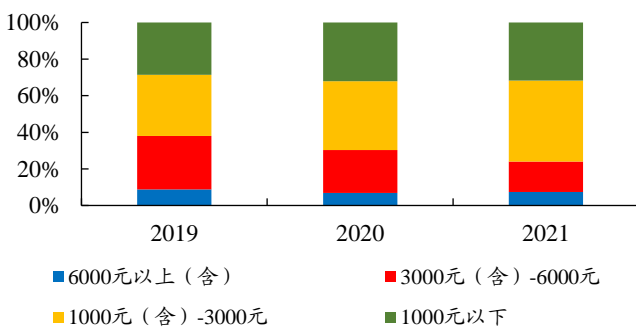
图62: 2022 年双十一大促公司表现亮眼



资料来源：箭牌家居微信公众号

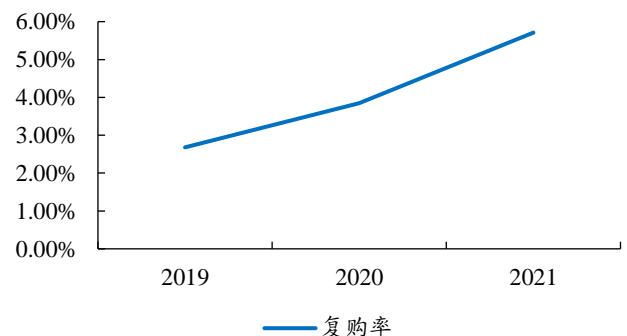
电商渠道为智能化产品推广有力推手，核心产品销量及用户复购率实现稳增。相较于传统的卫浴产品，智能化产品功能可视化程度更高，不同功能的卫浴产品用户画像更为清晰，在该情况下，电商平台更能通过大数据筛查潜在用户并精准推送。从直营电商客户订单的消费金额结构来看，3000 以内的客户消费金额占比逐年加大，符合公司以卫生陶瓷和龙头五金为主的电商产品结构特征，1000 元（含）-3000 元的客户消费金额占比逐步加大，主要系智能坐便器、智能恒温花洒等智能化核心产品的消费稳步增长，进一步证明电商渠道为智能化产品推广销售的重要推手。同时，我们以购买 3 次以上（含 3 次）的用户数量占比作为复购率指标，公司直营电商渠道中产品复购率也实现稳步提升，由 2019 年 2.7% 提升 3pcts 至 2021 年的 5.7%。

图63: 3000 以内的客户消费金额占比逐年加大



数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图64: 公司线上产品复购率增长

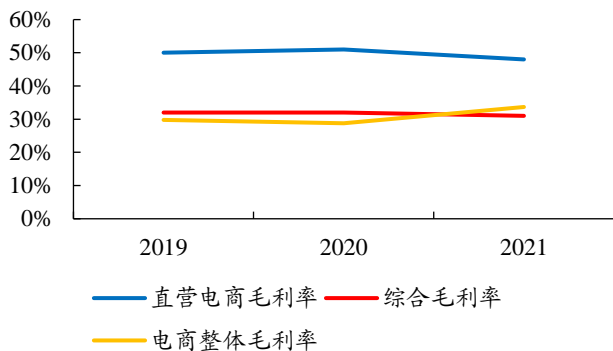


数据来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

直营电商渠道产品毛利表现亮眼，净利率提升可期。直营电商产品毛利率显著高于电商整体毛利率及综合毛利率，但由于公司的直营电商平台依旧处于渠道搭建中，电商平台费用支出较大，导致渠道净利率较低。2021 年，公司电商平台费用为 10435.18 万元，占比由 2018 年的 26.8% 降低至 2021 年的 16.5%，电商直营渠道中规

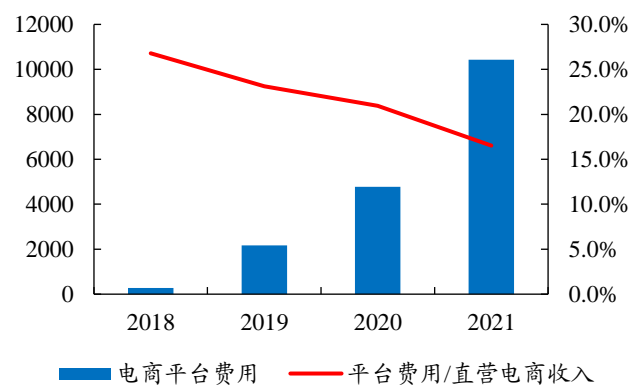
模效应释放。我们预计，中短期内随着电商渠道建设趋于完善，电商平台费用占比将进一步降低，直营电商渠道净利率提升可期。

图65: 公司直营电商渠道毛利率较高



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图66: 电商平台费用占比降低 (单位: 万元)



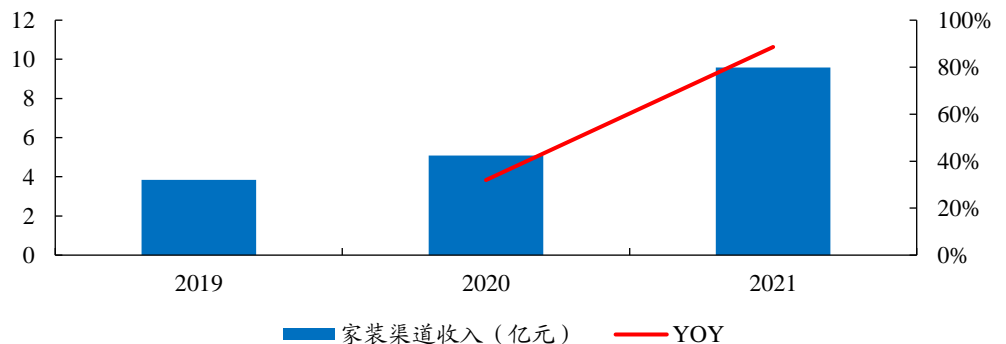
数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

■ 家装渠道: 顺应行业渠道变革新趋势, 2021 年收入增长提速

家装为公司重点拓展的另一渠道, 2021 年渠道收入增长提速, 实现收入 9.6 亿元, 同比增长 88.6%。我们预计卫浴行业公司加大家装企业合作为行业发展方向, 卫浴行业产品在装修流程中本身偏前端, 产品的尺寸、是否需要埋线通电、安放位置等需要与家装公司紧密沟通, 因此家装企业比家居企业更置于流量前端, 卫浴公司与家装公司合作将渠道进一步前置, 从而实现更早、更广、更精确的用户触达。从家装企业角度看, 家装企业也可以借助头部卫浴企业的品牌力及稳定的供货产品质量, 更快打开区域市场。

于箭牌家居而言, 本身具有品牌知名度、高认可度产品力及高密度终端门店节点的三重加持, 目前公司已经在主要城市与多家家装公司达成合作, 我们看好其在加大家装渠道的建设投入后, 进一步深化和增加与家装企业的合作, 家装业务中短期内增长将进一步提速。

图67: 公司家装渠道收入增速亮眼



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

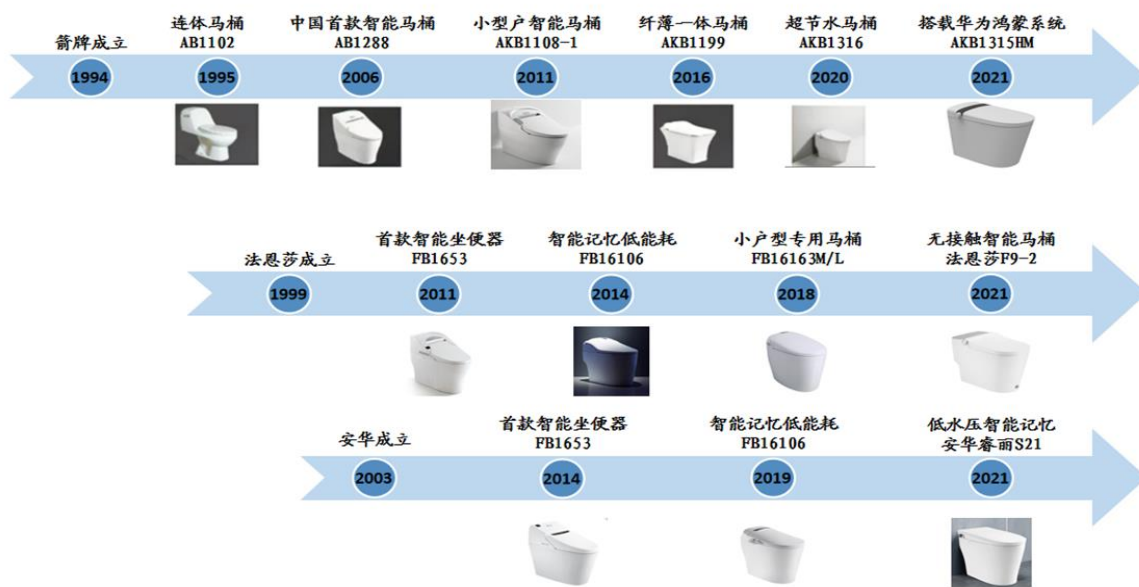
4、未来展望：产品智能化升级是核心，渠道扩张提动力

4.1、产品升级：智能化品类不断扩张，产品力不断迭代

从箭牌家居在研项目及募投项目情况来看，智能化产品品类扩张、产品力功能迭代及五金产品产能扩充为后续发展重点：

(1) 智能化品类扩张：公司“智能家居研发检测中心技术改造项目”拟投入 1.7 亿元，用于加大对智能家居产品研发投入，通过植入各类传感器、AI 算法、5G/NBIOT 网络传输等手段，实现卫浴产品之间的互联互通，进而实现卫浴空间乃至全屋空间的智能化。公司目前已经建立卫浴空间全品类产品，并在坐便器品类中成功推出多款智能化产品，长期来看，花洒、淋浴房、化妆镜等品类的智能化提升空间足够大。如前文所述，公司“爆款”智能坐便器推出后，收入呈 30.1% 复合增长，2021 年实现收入达 16.96 亿元，复制智能坐便器推出模式，推进其他品类产品的智能化发展，有望给公司带来新的营收增量。

图68：箭牌家居智能化产品矩阵逐步完善



资料来源：箭牌家居官网、开源证券研究所

(2) 产品力升级：智能卫浴行业中产品技术涉及水、电、加热、机械、传感、注塑、焊接等多个领域，行业发展还处在初级阶段，市面上产品依旧存在较高的故障率和不良率。反观看箭牌家居的王牌产品零水压马桶、纤薄一体机均以良好的产品品控及解决消费者痛点为主要宣传点，并取得良好效果。因此，我们认为与扫地机器人、智能投影仪等类似，智能卫浴系列产品未来成长的主要驱动力也在于不断推出解决消费者痛点的优质产品，而目标消费者也有意愿和能力为真正的好产品付费。

箭牌家居发展方向方面，从在研项目看，箭牌加强了对脉冲分水喷枪装置、智能恒温控制方法等通用技术的研发投入；同时“智能家居研发检测中心技术改造项

目”将持续深化对家居卫浴产品新材料、新产品、新技术、新工艺等的研究，持续研发智能化、节能节水、抗污抗菌、环境友好、使用体验良好等高端产品，加大大规模研发机构的投入。

表8: 多项研发助力公司产品智能化升级

序号	在研项目	所处阶段或进展	拟投入金额(万元)	已投入金额(万元)
1	半封闭式无障碍坐便器的研究	小试	130.00	121.43
2	高端智能通便坐便器的研发	小试	2,000.00	1,807.25
3	具有电子行程控制的智能电动晾衣机的研发	未完成	350.00	167.24
4	基于物联网技术的智能化妆镜的研发	未完成	400.00	113.69
5	智能恒温控制方法及系统的研发	未完成	300.00	83.19
6	智能坐便器脉冲分水喷枪装置的研发	未完成	600.00	50.26
7	智能马桶即热式加热器测试技术的研发	阶段性进展	1,620.00	910.60
8	电眼的自动测试技术的研发	阶段性进展	1,300.00	885.11
9	可拆装用智能马桶落座预湿润技术的研发	小试	365.00	363.17
10	即热式双控智能马桶的研发	小试	180.00	178.71

资料来源：箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

(3) 产能扩充：公司的龙头五金产品产能瓶颈明显，公司龙头五金产品2019-2021的产品自产率分别为68.3%/60.2%/47.1%，下降趋势明显。展望未来，公司拟通过“年产1000万套水龙头、300万套花洒项目”拓展面盆龙头、淋浴龙头、厨房龙头、洗衣机龙头、智能水龙头及智能淋浴花洒等产品产能，该项目规划总投资6.8亿元，占比33.5%，项目预计3年完工，目的在于逐步降低OEM比例，甚至全部回收龙头五金产品的所有生产工序。

4.2、渠道拓展：聚焦线下渠道下沉市场拓展，线上渠道持续加码发力

从公司招股说明书披露的公司未来两年的发展规划看，公司未来计划全面加强营销渠道的建设及品牌推广。一方面，扩大公司终端门店销售覆盖范围，另一方面，加大对户外广告、网络广告及品牌建设等方面的投入。

(1) 线下渠道方面，下沉市场仍有较大提升空间。我们根据招股说明书，归类分析公司经销、直销客户分布及销售收入分布，公司在人均GDP10万元以上的省份布局较多，在人均较低的省份客户/经销商数量及销售金额收入都较少。根据弗若斯特沙利文数据显示，2015-2020年下沉市场零售规模年复合增速为8.8%，增速快于一二线城市(7.8%)，下沉市场彰显了较大的消费潜力。对于该市场，外资品牌因产品定位高端原因鲜少布局，箭牌家居已开始大力推行渠道下沉战略，不断加大对三四线城市及乡镇地区的经销网络拓展力度，且背靠大体量的经销商及终端门店数量，我们看好中短期内公司下沉市场进一步打开。

图69: 直销客户数量分布, 发达省份门店数量占比较大

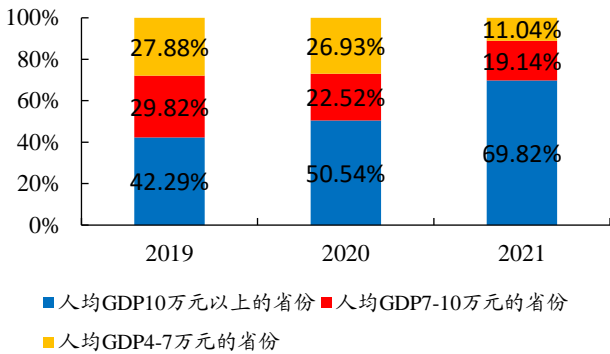
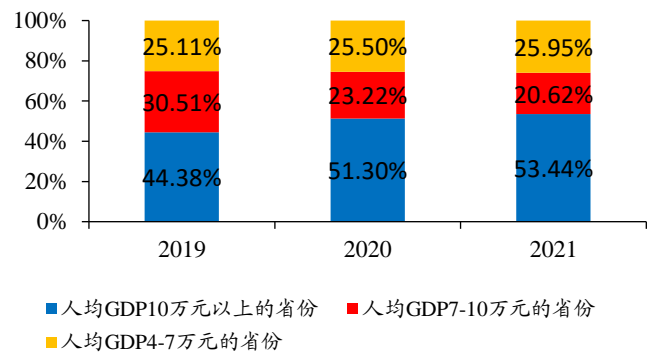


图70: 直销模式销售额分布, 发达省份销售额占比较大



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

图71: 经销客户数量分布, 发达省份门店数量占比较大

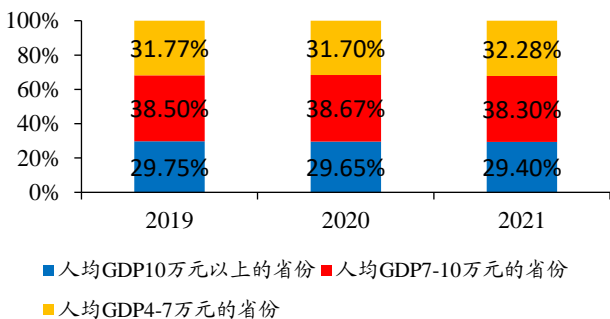
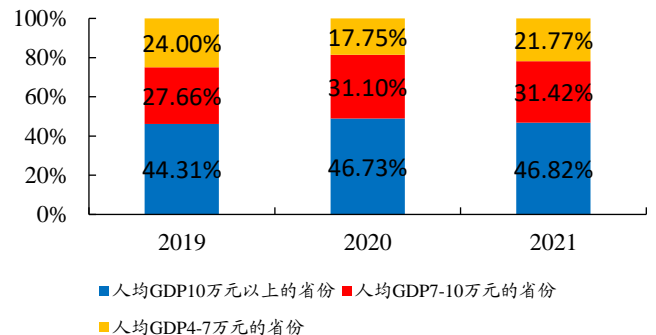


图72: 经销模式销售额分布, 发达省份销售额占比较大



数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 箭牌家居招股说明书、开源证券研究所

(2) 线上渠道方面, 我们对于公司未来线上渠道持续拓展能力持乐观态度。我们在前文中已经阐述站外营销平台仍存在流量红利, 把握该营销渠道有可能助力内资品牌弯道超车。箭牌家居拟募集 6,768.40 万元用于“数字化营销及品牌建设”项目, 加大对户外广告、数字化营销及品牌建设等方面的投入, 加强对公司产品体系、产品质量及服务体系的宣传, 通过引入短视频、直播等新的推广模式, 覆盖更加广泛的消费群体, 进一步提升公司品牌影响力, 推动公司业务目标的实现。

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

收入端: 我们预计 2022-2024 年公司总营收分别为 75.0/91.9/110.7 亿元, 同比 -10.4%/+22.5%/+20.5%。我们认为国内卫浴行业在存量房翻新需求、智能化产品迭代驱动下成长空间依旧广阔, 箭牌家居作为行业国产龙头, 已在渠道、产品前瞻布局, 据箭牌家居招股说明书披露, 公司终端门店达 12000 家, 且推出多款不同价位带智能化产品, 贝塔与强阿尔法共振下, 公司成长动力充足。关键假设如下:

公司业务销售渠道主要分为零售渠道、工程渠道、电商渠道及家装渠道。拆分来看:

(1) 零售渠道: 2022 年业务在疫情影响下受损严重。但展望业务发展, 短期来看, 业务将受益于后疫情时期 C 端消费需求的逐步恢复; 长期来看, 卫浴行业有存量房翻新和智能化产品迭代的催化, 行业零售端有望迎来市场扩容, 公司在零售渠道核心竞争力强劲, 拥有 12000 家终端网点且产品矩阵完善, 我们看好业务中长期稳健发展, 预计 2022-2024 年业务收入增速分别为-17.2%/12.7%/16.1%。

(2) 工程业务: 业务目前主要通过经销商拓展, 公司客户储备丰富叠加中央对房地产支持政策力度增加, 双重利好下, 业务预计实现平稳增长。预计 2022-2024 年业务收入增速分别为-13.6%/24.8%/13.9%。

(3) 电商业务: 业务增长驱动力主要来源于公司对直销电商平台的投入加大, 2021 年及 2022Q1-Q3 公司投入已初见成效, 我们看好直销电商业务开辟公司第二增长曲线, 预计 2022-2024 年电商业务收入增速分别为 0.4%/28.5%/34.5%。

(4) 家装业务: 为公司战略性重点发力业务, 且符合行业渠道发展趋势, 公司将在 2023 年继续加强与家装公司的合作关系, 预计 2022-2024 年业务收入增速分别为 5.7%/36.1%/24.5%。

利润端: 原材料高利润智能化产品的热销及渠道结构、生产结构的进一步调整, 利好公司盈利能力弹性恢复, 我们看好公司盈利能力稳步提升。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.25/8.25/10.39 亿元, 同比 8.2%/32.1%/25.9%, 对应净利率 8.6%/9.1%/9.5%。

表9: 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润同比 8.2%/32.1%/25.9%

单位: 亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	66.58	65.02	83.73	75.00	91.87	110.71
YOY	-2.2%	-2.3%	28.8%	-10.4%	22.5%	20.5%
毛利率	32.5%	31.5%	30.1%	33.7%	33.9%	34.0%
零售渠道收入	33.81	30.21	34.98	28.95	32.61	37.86
YOY		-10.7%	15.8%	-17.2%	12.7%	16.1%
占比	50.8%	46.5%	41.8%	38.6%	35.5%	34.2%
毛利率	34.9%	33.0%	34.0%	35.5%	35.8%	36.2%
工程渠道收入	20.34	19.19	23.45	20.25	25.26	28.78
YOY		-5.7%	22.2%	-13.6%	24.8%	13.9%
占比	30.5%	29.5%	28.0%	27.0%	27.5%	26.0%
毛利率	28.7%	30.7%	24.8%	25.2%	25.2%	25.2%
工程经销收入	18.7	17.9	20.9	18.2	21.5	24.5
占比	28.1%	27.5%	25.0%	24.3%	23.4%	22.1%
工程直销收入	1.62	1.29	2.55	2.02	3.79	4.32
占比	2.4%	2.0%	3.0%	2.7%	4.1%	3.9%
电商渠道收入	8.17	10.30	15.31	15.37	19.75	26.57
YOY		26.1%	48.6%	0.4%	28.5%	34.5%
占比	12.3%	15.8%	18.3%	20.5%	21.5%	24.0%
毛利率	29.8%	28.8%	33.7%	34.0%	34.2%	34.2%
电商经销收入	7.17	8.01	8.99	8.25	8.73	9.96
占比	10.8%	12.3%	10.7%	11.0%	9.5%	9.0%
电商直销收入	1.00	2.29	6.32	7.12	11.02	16.61

单位: 亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
占比	1.5%	3.5%	7.5%	9.5%	12.0%	15.0%
家装渠道收入	3.85	5.08	9.58	10.12	13.78	17.16
YOY		31.9%	88.6%	5.7%	36.1%	24.5%
占比	5.8%	7.8%	11.4%	13.5%	15.0%	15.5%
毛利率	29.6%	34.8%	28.8%	29.0%	29.2%	29.2%
家装经销收入	3.9	5.1	9.6	10.0	13.6	17.0
占比	5.8%	7.8%	11.4%	13.4%	14.9%	15.3%
家装直销收入	0.00	0.00	0.00	0.10	0.14	0.17
占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
其他渠道收入	0.41	0.25	0.42	0.30	0.46	0.33
归母净利润	5.56	5.89	5.77	6.25	8.25	10.39
YOY	182.2%	5.8%	-1.9%	8.2%	32.1%	25.9%
净利率	8.4%	9.0%	6.9%	8.6%	9.1%	9.5%

数据来源: Wind、开源证券研究所

5.2、相对估值

卫浴行业内各公司主营业务的应用场景不同,因此成长性不同,我们参照公司招股说明书,选取与箭牌家居在主营业务或销售产品上相似的惠达卫浴、东鹏控股、海鸥住工为可比公司。截至2023年3月23日,可比公司2023年的平均PE为15.0X。

箭牌家居作为卫浴行业内资品牌中的龙头公司,在渠道、产品端的核心竞争力强,同时智能化产品有望贡献超额业绩,长期受益于行业内智能化产品渗透率提升扩大行业规模,因此我们看好公司享受一定的估值溢价,预计2022-2024年归母净利润为6.25/8.25/10.39亿元,对应EPS为0.65/0.85/1.08元,当前股价对应PE为33.2/25.2/20.0倍,首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 公司作为行业龙头,估值水平具备提升空间

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				EPS(元)				PE(倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
惠达卫浴	32.8	2.4	1.7	0.0	2.9	0.62	0.5	0.6	0.7	13.8	18.9	13.5	11.5
东鹏控股	107.7	1.5	4.0	7.3	9.7	0.13	0.3	0.6	0.8	70.6	26.7	14.7	11.1
海鸥住工	29.9	0.9	1.3	1.8	2.2	0.15	0.2	0.3	0.3	31.7	22.3	17.0	13.3
平均		1.6	2.4	3.0	4.9	0.3	0.335	0.5	0.6	38.7	22.6	15.0	12.0
箭牌家居	213.6	5.8	6.3	8.2	10.4	0.60	0.65	0.85	1.08	36.0	33.2	25.2	20.0

数据来源: Wind、开源证券研究所(箭牌家居、东鹏控股盈利预测取自开源证券研究所,其余标的盈利预测参考Wind一致预期,收盘价截止日期为2023年3月23日)

6、风险提示

终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3043	3523	2291	3759	3512
现金	1449	1562	1399	1714	2065
应收票据及应收账款	349	413	0	0	0
其他应收款	20	19	16	26	25
预付账款	35	38	27	53	44
存货	1127	1389	746	1864	1276
其他流动资产	63	103	103	103	103
非流动资产	4284	5247	5185	5673	6012
长期投资	15	13	13	13	12
固定资产	2496	2659	2659	3055	3411
无形资产	962	954	1104	1284	1341
其他非流动资产	811	1620	1409	1321	1248
资产总计	7327	8770	7475	9432	9524
流动负债	4410	4765	3002	4265	3466
短期借款	353	213	1796	2786	2029
应付票据及应付账款	2904	3414	0	0	0
其他流动负债	1153	1138	1207	1479	1437
非流动负债	540	1030	852	712	550
长期借款	396	892	713	574	411
其他非流动负债	144	139	139	139	139
负债合计	4950	5795	3854	4977	4016
少数股东权益	1	7	29	37	51
股本	869	869	869	869	869
资本公积	940	955	955	955	955
留存收益	567	1144	1790	2623	3677
归属母公司股东权益	2376	2968	3593	4418	5456
负债和股东权益	7327	8770	7475	9432	9524

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1270	906	-1414	409	2130
净利润	587	576	646	833	1053
折旧摊销	266	311	288	337	399
财务费用	53	16	85	146	143
投资损失	-19	-11	-19	-16	-16
营运资金变动	281	-157	-2368	-820	654
其他经营现金流	101	172	-47	-71	-103
投资活动现金流	-591	-1214	-207	-809	-723
资本支出	612	1113	227	825	739
长期投资	2	-122	0	0	1
其他投资现金流	18	21	19	16	16
筹资活动现金流	-80	343	-124	-275	-300
短期借款	-103	-139	1582	990	-756
长期借款	87	496	-178	-140	-163
普通股增加	47	0	0	0	0
资本公积增加	589	15	0	0	0
其他筹资现金流	-700	-28	-1528	-1126	619
现金净增加额	599	36	-1745	-675	1108

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6502	8373	7500	9187	11071
营业成本	4457	5856	4969	6074	7307
营业税金及附加	72	85	78	97	115
营业费用	539	799	790	938	1075
管理费用	479	547	719	839	1084
研发费用	220	288	360	404	476
财务费用	53	16	85	146	143
资产减值损失	-65	-86	-118	-110	-140
其他收益	80	38	53	57	49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	19	11	19	16	16
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	698	629	734	944	1179
营业外收入	9	19	11	13	15
营业外支出	38	13	21	24	19
利润总额	669	636	725	934	1175
所得税	81	59	79	101	121
净利润	587	576	646	833	1053
少数股东损益	-1	-1	22	8	15
归属母公司净利润	589	577	625	825	1039
EBITDA	939	971	1061	1389	1684
EPS(元)	0.61	0.60	0.65	0.85	1.08

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-2.3	28.8	-10.4	22.5	20.5
营业利润(%)	-0.7	-9.8	16.7	28.7	24.8
归属于母公司净利润(%)	5.8	-1.9	8.2	32.1	25.9
获利能力					
毛利率(%)	31.5	30.1	33.7	33.9	34.0
净利率(%)	9.0	6.9	8.6	9.1	9.5
ROE(%)	24.7	19.4	17.8	18.7	19.1
ROIC(%)	18.1	14.1	10.7	11.6	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	67.6	66.1	51.6	52.8	42.2
净负债比率(%)	-23.4	-9.5	39.3	44.2	12.8
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	1.1	1.2
应收账款周转率	28.6	30.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.8	3.7	6.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.60	0.65	0.85	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	0.94	-1.46	0.42	2.21
每股净资产(最新摊薄)	2.46	3.07	3.72	4.57	5.65
估值比率					
P/E	35.3	36.0	33.2	25.2	20.0
P/B	8.7	7.0	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA	19.3	19.0	19.0	14.9	11.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn