

轻工制造

报告日期：2023年04月19日

# 智能卫浴新变局，国货崛起正当时

## ——卫浴行业深度报告

### 投资要点

我们推荐布局卫浴赛道，智能卫浴品类高增且处于渗透率低位，龙头持续集中，国货加速崛起。推荐关注箭牌家居，瑞尔特，惠达卫浴。

#### □ 卫浴行业概览：两千亿市场，智能化新动能

卫浴行业 2000 亿市场，智能化渗透驱动行业再提速。2021 年卫浴市场规模 2046 亿元，4 年复合增长率 5%，其中坐便器为价值量最高的核心单品，市场规模 400 亿。近年卫浴智能化渗透加速，B 端精装房配套率持续上升，C 端智能坐便器、智能花洒等热销，将驱动卫浴行业重新进入量价双升新阶段，且目前智能化渗透率仍处低位。

与其他家居品类不同，卫浴品类特征为：1) 下游需求结构更复杂，住宅更新需求及非住宅需求占比更高；2) 品牌效应更强，智能卫浴该特征更显著；3) 产品换新周期更快，智能卫浴强化该特征；4) 套系化销售更强。

#### □ 卫浴行业趋势：龙头集中，国货崛起

回顾卫浴发展历史，可分为三个阶段：1) 1970s—2013 年：城镇化建设驱动卫浴市场高增，外资先发，国货品牌集中成立；2) 2014—2017 年：地产红利期，行业加速整合，国货全国扩张，外资加速开拓；3) 2018 年至今：行业平稳增长，外资国货在渠道和价格带形成错位竞争。

近年卫浴行业有两大发展趋势：1) **龙头持续集中**：2021 年我国卫生陶瓷 CR3 达 43.5%，相比 2012 年提升 14pct，我们认为 CR3 长期看到至少 50%，从品类特性看，其集中度大于定制家居，接近家电，从海外对标看，美日韩成熟市场 CR3 可达 60-90%；2) **国货加速崛起**：国货品牌九牧、箭牌中国收入体量已超外资 TOTO 进入第一梯队，行业集中度持续提升。我们看好国货持续崛起，有望在行业持续集中阶段拔得头筹。

#### 国货崛起突破口一：智能马桶破局，套系销售延伸。1) 智能马桶是关键品类，规模

**大，增速快，渗透率低**：2022 年中国智能马桶销售额 156.9 亿元，近 5 年复合增速 8.2%，其中销量 5 年复合 12.8%，以保有量计 2021 年渗透率仅 4%，相比海外成熟国家 60-90%还有很大空间，看好智能马桶渗透率在技术成熟+BC 需求普及+价格下移门槛降低等驱动下持续提升；2) **国货在智能马桶一体机格局已占优**：近年智能马桶一体机需求优于智能马桶盖，而该品类国货品牌市占已达 73%，市占 TOP3 分别是箭牌/九牧/恒洁，这与国货布局早、性价比高相关，且该品类还处于持续集中阶段；3) **国货主打智能马桶为核心的套餐销售，优势扩大，市占提升**。

**国货崛起突破口之二：流量分散变局，掌握主动优势**。近年家居终端流量出现分散化趋势，电商家装新渠道崛起，2022 年智能马桶电商渠道占比已达 26%。同时随着地产红利消退，工程渠道萎缩，零售运营将成为胜负手。目前外资在工程渠道有先发优势，受此影响大，而国货在零售渠道优势明显，渠道端可拉开身位差距。

#### □ 竞争力对比：产品&渠道制胜，国货破局可期

卫浴行业竞争力判断：卫浴行业处于龙头集中、国货崛起的关键阶段，近年行业出现产品智能化、流量分散化两大变局，只有适应以上两种变化的品牌才能占据优势，我

### 行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可  
执业证书号：S1230520080008  
shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉  
执业证书号：S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成  
执业证书号：S1230521090001  
fujiacheng@stocke.com.cn

### 相关报告

- 《3 月百强房企销售靓丽，推荐家居和造纸布局机遇》  
2023.04.10
- 《需求复苏引导周期推演，布局正当时》 2023.04.03
- 《一季报预期趋于明朗，建议布局后续改善——轻工行业周报》 2023.04.03

们认为卫浴行业的竞争是综合运营能力的竞争：产品和渠道是拉开差距的关键，品牌营销必不可少。

**产品：智能马桶配置相近，国货龙头价格延伸+推新节奏+售后服务更优。**智能马桶是兵家必争之地。**1) 产品定价：**外资定价高端，国货主打性价比+价格带延伸广；**2) 功能研发：**国产品牌功能趋近外资，品质稳定性还有改进空间；**3) 安装售后服务：**国产品牌质保期和售后网点人员配置优于外资；**4) 产品推新：**国货 SKU 和推新节奏明显优于外资。5) 产能布局：国货持续扩建产能，生产基地分布全国各地。

**渠道：国货龙头零售&电商&家装多渠道占优，工程渠道已破局。**卫浴考验多渠道布局和管理的能力。**1) 线下零售：**箭牌九牧网点布局广，经销商管理体系化。**2) 电商渠道：**九牧箭牌体量最大，运营最强；**3) 工程渠道：**外资高端项目优势独占，箭牌九牧逐渐破局；**4) 家装渠道：**国货抢先布局，箭牌规模最大。

**品牌营销：国货多渠道营销发力，品牌认知加强。**品牌营销关键点在于一来智能卫浴渗透需消费者教育，一来需提升品牌认知。目前箭牌惠达九牧等国货品牌保持稳定销售费用投入，通过传统央视高铁赛事冠名、抖音综艺等新媒体平台、线下体验门店等方式多渠道提升品牌影响力。

#### □ 投资建议

**我们当下推荐卫浴赛道：**1) 卫浴市场空间大，智能卫浴品类增长快，智能化渗透率还处于低位；2) 龙头持续集中；3) 国货崛起加速。

**推荐关注箭牌家居**（国货卫浴龙头，21 年智能卫浴收入 19.5 亿/占比 23%，三大品牌形成价格带梯队，21 年经销网点超 12000，多渠道运营力强），**瑞尔特**（冲水组件代工龙头，21 年智能马桶收入 8.6 亿/占比 46%，发力自主品牌，高性价比+线上放量明显），**惠达卫浴**（卫浴深耕 40 年领军品牌，21 年智能卫浴收入 4.1 亿/占比 11%，聚焦零售家装渠道发力，22H1 专卖店 2056 家）

#### □ 风险提示

智能化渗透不及预期；行业竞争加剧；市场需求波动；消费力恢复不及预期；原材料价格波动；测算不及预期风险

## 正文目录

<b>1 卫浴行业概览：两千亿市场，便器为核，智能风起</b>	<b>7</b>
1.1 市场概览：两千亿市场，便器大单品，智能化新动能	7
1.2 品类特征：重品牌效应，产品更新快，套系销售强	9
<b>2 卫浴行业趋势：龙头集中，国货崛起</b>	<b>11</b>
2.1 卫浴发展历史：外资先发，龙头集中，国货破局	11
2.2 国货崛起突破口之一：智能马桶破局，套系销售延伸	14
2.2.1 智能马桶 200 亿市场，渗透低位空间大	14
2.2.2 国货一体机格局占优，套系销售延伸抢份额	17
2.3 国货崛起突破口之二：流量分散变局，主动优势在手	20
<b>3 竞争力对比：产品&amp;渠道制胜，国货破局可期</b>	<b>21</b>
3.1 产品：智能配置相近，国货龙头价格延伸+推新节奏+售后服务更优	21
3.2 渠道：国货龙头零售&电商&家装多渠道占优，工程渠道已破局	25
3.2.1 线下零售：箭牌九牧网点布局广，经销商管理体系化	26
3.2.2 电商渠道：九牧箭牌体量最大，运营最强	27
3.2.3 工程渠道：外资高端项目优势独占，箭牌九牧逐渐破局	29
3.2.4 家装渠道：国货抢先布局，箭牌规模最大	31
3.3 品牌营销：国货多渠道营销发力，品牌认知加强	31
<b>4 投资建议</b>	<b>33</b>
4.1 箭牌家居：国货卫浴龙头，多品牌多渠道布局	33
4.2 瑞尔特：冲水组件代工龙头，自主品牌线上放量	36
4.3 惠达卫浴：国货卫浴领军品牌，智能卫浴&整装厨卫快增	38
<b>5 风险提示</b>	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: 卫浴品类概览 (红色-卫生陶瓷; 橙色-龙头五金)	7
图 2: 卫浴行业市场规模	7
图 3: 卫浴行业分品类市场份额 (2021 年)	7
图 4: 智能卫浴产品一览	8
图 5: 2017-2022 年智能卫浴分品类精装房配置率变化	9
图 6: 卫浴品类原材料结构 (以箭牌 2021 年为例)	9
图 7: 2021 年家居品类下游需求结构对比图	10
图 8: 2020 中国卫浴购买决策因素	10
图 9: 智能马桶一体机产品结构中 1 年内新品占 1/3	11
图 10: 精装修卫浴品类格局相近 (2021 年)	11
图 11: 卫浴行业发展历史	12
图 12: 中国卫生陶瓷零售端市场格局	13
图 13: 美国卫生陶瓷零售端市场格局	13
图 14: 日本卫生陶瓷零售端市场格局	13
图 15: 韩国卫生陶瓷零售端市场格局	13
图 16: 2021 年家电市场规模及 CR3 对比	14
图 17: 卫浴国产品牌营收及增速	14
图 18: 智能马桶需求消费者调研 (知晓率、使用率、主要使用场景)	15
图 19: 智能马桶需求消费者调研	15
图 20: 智能马桶渗透率 (按保有量)	16
图 21: 智能马桶一体机占比提升	18
图 22: 2020 年智能马桶盖市占率	18
图 23: 2020 年智能马桶一体机市占率	18
图 24: 2020 年智能一体机分价格段销量和品牌数对应图	18
图 25: 智能马桶盖市场集中度	19
图 26: 智能一体机市场集中度仍有提升空间	19
图 27: 箭牌家居配套率情况 (销量口径, 洁具销量为单位 1)	19
图 28: 卫浴品牌 315 套餐 (从左到右卫箭牌、惠达、恒洁)	20
图 29: 智能马桶渠道结构	20
图 30: 智能马桶线上销售量及增速	20
图 31: 2022 年智能坐便器精装房渠道竞争格局	21
图 32: 2021 年智能坐便器线上渠道竞争格局	21
图 33: 中国智能马桶市场金字塔 (价格为终端零售价)	22
图 34: 智能马桶一体机分价格带占比, 以及箭牌九牧恒洁分价格带市占率	22
图 35: 卫浴品牌研发费用率	23
图 36: 智能一体机主流品牌产品生命周期结构比较	24
图 37: 箭牌家居产量情况 (万件)	25
图 38: 惠达产量情况 (万件)	25
图 39: 箭牌渠道结构	26
图 40: 惠达渠道结构	26
图 41: 箭牌零售渠道营收 (亿元) 及增速	26
图 42: 惠达零售渠道营收 (亿元) 及增速	26

图 43:	主流卫浴品牌网点及专卖店个数.....	26
图 44:	箭牌惠达单店一览 (假设箭牌专卖店占网点个数 56%) .....	26
图 45:	电商平台卫浴家装品类品牌市占率变化.....	28
图 46:	2022 年双十一天猫、京东、抖音渠道卫浴榜单.....	28
图 47:	箭牌工程渠道营收 (亿元) 及增速占比.....	30
图 48:	惠达工程渠道营收 (亿元) 及增速占比.....	30
图 49:	东陶 TOTO 工程案例多为高端酒店项目 .....	30
图 50:	九牧等内资品牌拓展多元化工程客户 .....	30
图 51:	卫浴品牌应收账款周转率情况 (%) .....	31
图 52:	箭牌家居家装渠道收入情况 (亿元) .....	31
图 53:	卫浴品牌销售费用情况 (亿元, %) .....	32
图 54:	箭牌家居智能马桶户外极限挑战测试.....	32
图 55:	九牧旗下小牧优品推出虚拟代言人“潇沐”.....	32
图 56:	恒洁“质美中国城市设计之行”城市设计精英榜 .....	33
图 57:	惠达卫浴“总裁价到”佳品购直播活动 .....	33
图 58:	箭牌卫浴发展历史.....	34
图 59:	箭牌家居分产品营业收入 (百万元) .....	35
图 60:	箭牌家居分产品营业收入占比.....	35
图 61:	箭牌家居分产品营收增速.....	35
图 62:	箭牌家居分产品毛利率.....	35
图 63:	箭牌渠道结构 (经销直销) .....	35
图 64:	箭牌渠道结构 (分渠道) .....	35
图 65:	瑞尔特发展历史.....	36
图 66:	瑞尔特分产品营业收入 (百万元) .....	37
图 67:	瑞尔特分产品营业收入占比.....	37
图 68:	瑞尔特分产品毛利率.....	37
图 69:	瑞尔特电商销售季度 GMV .....	37
图 70:	瑞尔特自主品牌主打性价比.....	37
图 71:	惠达卫浴发展历史.....	38
图 72:	惠达卫浴分产品营业收入 (百万元) .....	39
图 73:	惠达卫浴分产品营业收入占比.....	39
图 74:	惠达卫浴分产品营收增速.....	39
图 75:	惠达卫浴分产品毛利率.....	39
图 76:	惠达卫浴渠道结构 (分地区) .....	39
图 77:	惠达卫浴渠道结构 (分渠道) .....	39
表 1:	坐便器住宅市场需求测算.....	8
表 2:	卫浴主流品牌一览.....	12
表 3:	智能马桶功能一览.....	15
表 4:	智能马桶市场规模测算.....	16
表 5:	箭牌智能马桶产品功能迭代.....	17
表 6:	智能马桶一体机产品功能对比.....	23
表 7:	卫浴品牌售后服务.....	24
表 8:	公司生产基地情况.....	25

表 9: 箭牌家居终端门店业态一览.....	27
表 10: 经销商管理制度.....	27
表 11: 卫浴品牌各电商平台粉丝数 (万名) .....	29
表 12: 卫浴品牌电商布局.....	29
表 13: 卫浴类地产商 500 强首选品牌前十名 (标红为国货品牌, 箭牌旗下品牌包括箭牌和安华) .....	30
表 14: 箭牌家居业绩一图看.....	34
表 15: 瑞尔特业绩一览.....	36
表 16: 惠达卫浴业绩一图看.....	38

## 1 卫浴行业概览：两千亿市场，便器为核，智能风起

### 1.1 市场概览：两千亿市场，便器大单品，智能化新动能

卫浴行业由卫生陶瓷、龙头五金、浴室浴柜、浴缸浴房等产品构成。卫生陶瓷包括坐便器、蹲便器、小便器、面盆等；龙头五金包括淋浴花洒、龙头、地漏、挂件。

图1：卫浴品类概览（红色-卫生陶瓷；橙色-龙头五金）



资料来源：浙商证券研究所

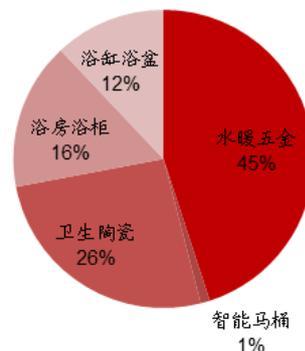
卫浴行业 2000 亿级市场，坐便器为 400 亿核心单品。2021 年中国卫浴市场规模 2046 亿元，2017-2021 年年复合增长率为 5%，行业已进入稳定增长阶段。按品类分，龙头五金/卫生陶瓷/浴房浴柜/浴缸浴盆市场分别占比 45%/26%/16%/12%。其中，便器（坐便器及蹲便器）是高价值量的核心单品，市场规模约 400 亿，拆量价看，便器价格参照箭牌，零售出厂均价约 800 元，工程出厂均价约 300 元；我们对量的测算基于假设：1) 住宅单户配套坐便器数为 1.5 个；2) 二手房坐便器重装率 80%；3) 存量住宅每 15 年需重装一次坐便器，有 80% 用户选择翻新，计得 2022 年坐便器住宅需求近 4500 万套，我们预计非住宅需求（包括学校、医院、办公楼、商场等）约 1 千万套，总计坐便器需求量约 5500 万套。需求结构上，2022 年新房/二手房/存量住宅翻新/非住宅需求占比为 30%/7%/45%/18%。

图2：卫浴行业市场规模



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图3：卫浴行业分品类市场份额（2021 年）



资料来源：华经研究院，浙商证券研究所

表 1: 坐便器住宅市场需求测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>新房需求</b>									
住宅新房装修套数 (万套)	1071	1023	1145	1186	1263	1082	1055	1029	1005
其中: 精装房 (万套)	214	281	366	368	379	325	316	309	301
其中: 毛坯房 (万套)	857	741	779	818	884	757	738	720	703
单户配套便器数 (个)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
新房便器需求数 (万个)	1606	1534	1717	1778	1895	1623	1582	1543	1507
<b>二手房重装需求</b>									
二手房成交套数 (万套)	430	430	426	432	393	322	301	301	301
二手房重装率	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
二手房重装需求 (万套)	344	344	341	345	314	257	241	241	241
单户配套便器数 (个)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
二手房便器需求数 (万个)	516	516	511	518	472	386	362	362	362
<b>旧房翻新需求</b>									
存量住房套数 (万套)	24870	25941	26967	28107	29331	30666	31768	32823	33851
便器翻新年限	15	15	15	15	15	15	15	15	15
便器翻新率	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
单户配套便器数 (个)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
存量翻新便器需求数 (万个)	1990	2075	2157	2249	2346	2453	2541	2626	2708
<b>住宅需求整体测算</b>									
便器住宅市场需求 (万个)	4112	4125	4386	4545	4713	4462	4486	4530	4577
yoy		0%	6%	4%	4%	-5%	1%	1%	1%

资料来源: 统计局, 浙商证券研究所测算

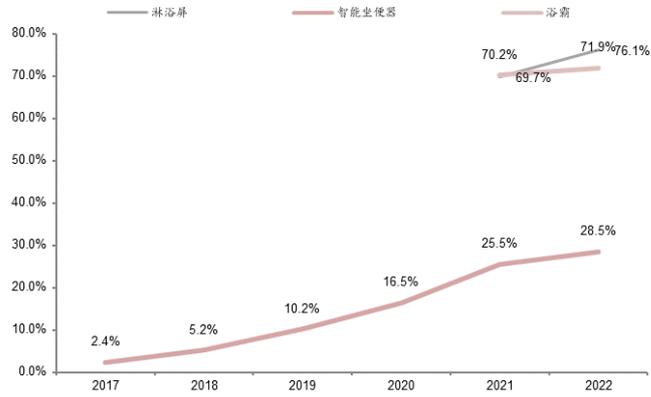
**卫浴智能化渗透加速, 驱动行业再提速。**智能卫浴产品主要包括智能马桶、恒温花洒(淋浴屏)、智能浴镜、智能浴霸、智能浴缸等产品。近年智能卫浴 B 端和 C 端需求两旺: 1) B 端精装房配套率持续上升, 根据奥维云网, 2022 年智能坐便器精装配套率 28.5%/yoy+3pct, 淋浴屏精装配套率 76.1%/yoy+6.4pct, 浴霸精装配套率 71.9%/yoy+1.7pct; 2) C 端消费增速快, 根据久谦, 2022 年天猫销售额最高的两大智能卫浴品类为智能坐便器/智能花洒, 2017-2022 年智能坐便器 GMV 复合增速分别为 23%。智能化加速渗透可推动卫浴替换需求增量, 同时智能卫浴产品单价高于普通产品, 驱动卫浴行业进入量价双升新阶段。

图4: 智能卫浴产品一览



资料来源: 淘宝, 浙商证券研究所

图5: 2017-2022 年智能卫浴分品类精装房配置率变化

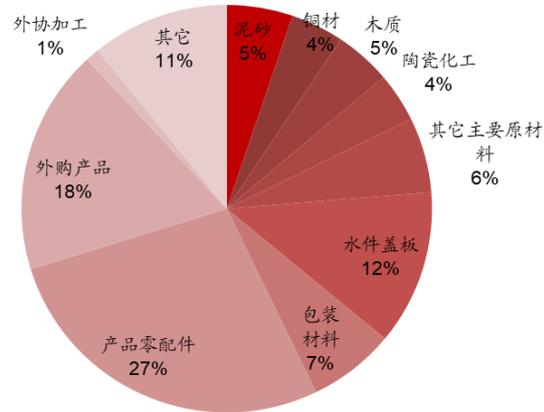


资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

## 1.2 品类特征: 重品牌效应, 产品更新快, 套系销售强

**卫浴品类与其他家居品类特征相近:** 1) 上游原材料成本占比高 (主要是泥原料, 釉原料、石膏粉、铜材、玻璃和木材等), 卫浴产品毛利率会一定受原材料价格波动影响, 但由于下游主要对接销售者, 可通过终端产品提价传导; 2) 下游需求主要为住宅装修需求, 属于地产后周期行业, 受房地产周期影响大。

图6: 卫浴品类原材料结构 (以箭牌 2021 年为例)

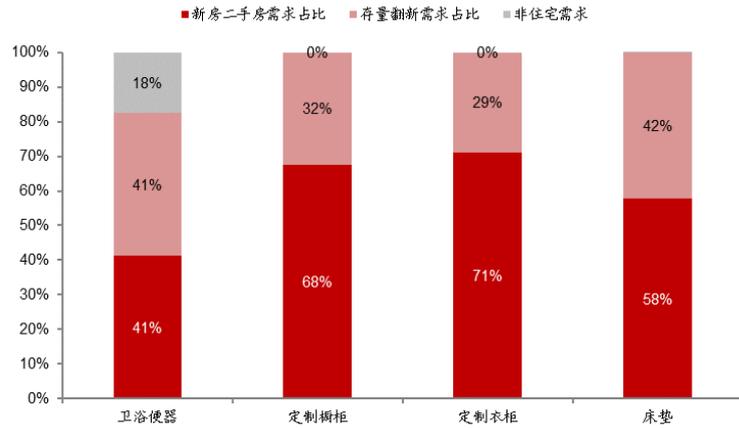


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 卫浴品类与其他家居品类特征不同:

1) **下游需求结构更复杂:** 除新房二手房需求外, 住宅更新需求以及非住宅需求 (包括学校、医院、办公楼、商场等) 占比更高, 其中住宅更新需求占比更高源于马桶更新周期更短。这对卫浴品牌多渠道布局和流量整合能力要求更高。

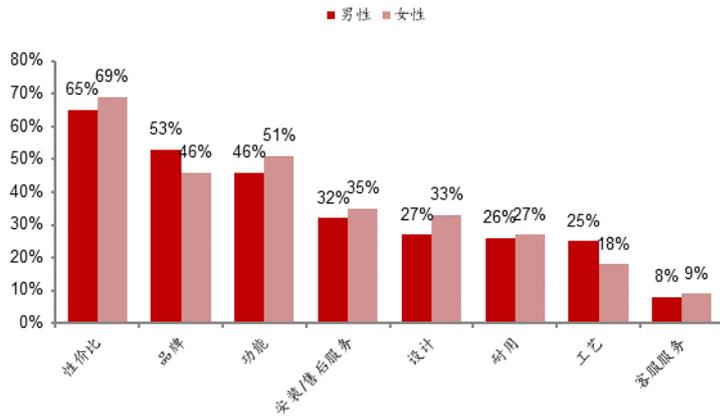
图7： 2021 年家居品类下游需求结构对比图



资料来源：统计局，浙商证券研究所测算

2) **品牌效应更强**：卫浴是家居产品中少数带品牌 logo 露出的品类，有品牌效应。根据赛立信竞争情报研究院《2020 中国卫浴购买决策调研报告》，消费者在购买卫浴产品时把性价比、品牌、功能、安装售后服务和设计作为前五大决策因素。近年智能卫浴的兴起加强了消费者对卫浴品牌依赖，消费者愿意支付一定的品牌溢价，来保证功能实现的稳定性，同时强功能对及时维修售后要求也提高，另外，卫生陶瓷产品也具有一定设计美感要求，这都需要品牌方的持续投入支持。

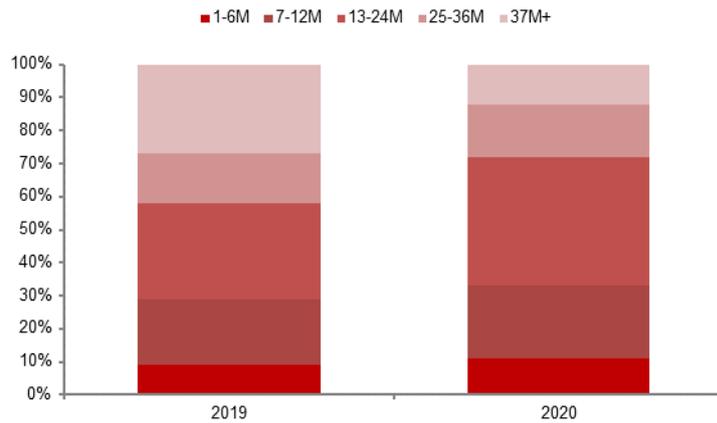
图8： 2020 中国卫浴购买决策因素



资料来源：赛立信，浙商证券研究所

3) **换新周期加快**：智能卫浴的兴起加快了卫浴品类换新周期，主要来自三方面：1) 智能产品替代；2) 智能卫浴更换周期更短（与功能产品维修周期有关）；3) 从供给端，智能卫浴需要持续功能持续迭代升级，产品推新周期更短，根据奥维云网，智能马桶一体机主流品牌产品结构中 1 年内新品占了 1/3。

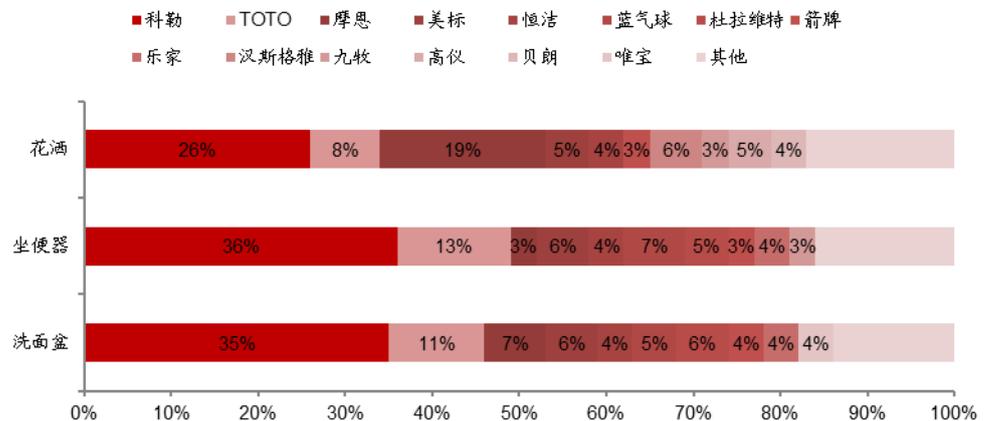
图9: 智能马桶一体机产品结构中 1 年内新品占 1/3



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

4) **套系化销售更强**: 消费者购买卫浴产品时, 有鲜明的以坐便器为大单品, 连带洗面盆、五金件、浴室柜等套系化延伸购买的习惯特征。B 端精装修市场也有套系化采购特征, 根据奥维云网, 洗面盆、坐便器、花洒的市场格局有相似性。

图10: 精装修卫浴品类格局相近 (2021 年)



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

## 2 卫浴行业趋势: 龙头集中, 国货崛起

### 2.1 卫浴发展历史: 外资先发, 龙头集中, 国货破局

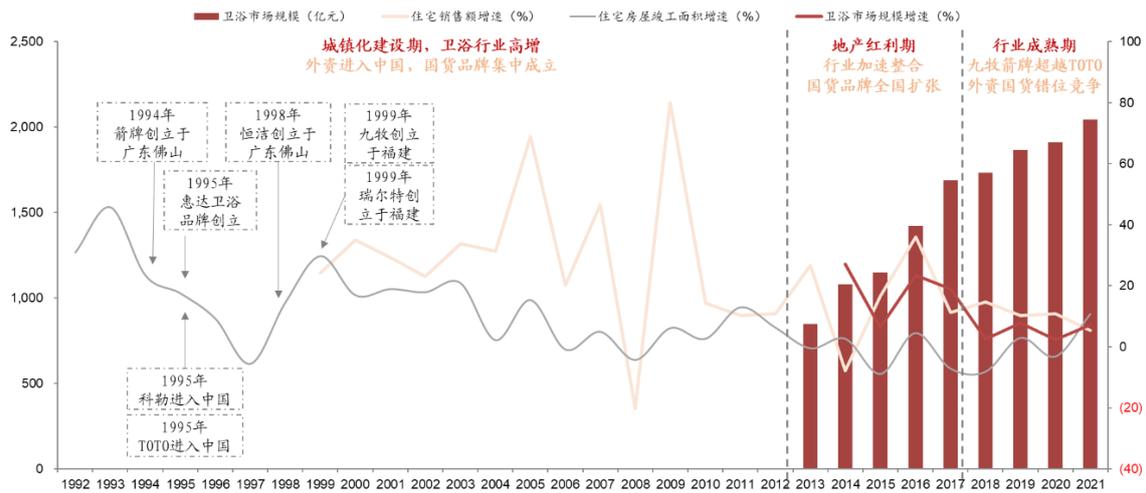
中国卫浴行业兴起于上世纪 70 年代, 基本可分为三个发展阶段:

**1) 1970s—2013 年, 需求快增, 外资先发, 国货品牌集中成立。** **需求:** 该阶段受益于城镇化建设, 以及居民消费水平提升, 对卫浴间整洁舒适体验感要求提高, 中国卫浴行业处于高速增长阶段。 **格局:** 科勒, TOTO、美标等外资品牌在 90 年代纷纷进入中国, 依托技术和品牌优势首先抢占工程渠道, 定位高端, 主要集中在高档宾馆、高档写字楼、高档住宅等, 同时期箭牌、九牧、恒洁等国货品牌集中成立, 本土卫浴品牌以区域性品牌为主, 产品种类单一, 尚未形成大规模生产。

**2) 2014—2017年，地产红利期，国货品牌全国扩张，外资加速开拓。**需求：该阶段受益于地产红利期，各地限购限贷退出、首付比下调、降准降息等地产政策陆续出台，2017年推进棚改货币化，住宅销售及竣工高增催化卫浴装修需求，2014-2017年卫浴市场规模年复合增速16%。**格局：**2014年3月中国建筑材料联合会与中国建筑卫生陶瓷协会联合发布《建筑卫生陶瓷行业兼并重组的指导意见》，指出通过兼并重组到2015年建筑卫生陶瓷前10家企业产业集中度达20%，到2020年达40%，形成3-5家建筑卫生陶瓷大企业集团。本土卫浴企业整合加速，箭牌、九牧、惠达、恒洁等全国扩张。与此同时，科勒、TOTO等外资品牌也在加速开拓，主要通过加大零售门店布局以及产品价格带向中端市场下探。

**3) 2018年至今，行业进入平稳增长，外资国货错位竞争。**需求：地产红利期已过，棚改货币化接近尾声，强调房住不炒，精装修政策催化工程端需求，而随着2021年地产三道红线实施，住宅销售及竣工大幅回落，受需求端影响，卫浴市场增速降到5%左右。**格局：**九牧、箭牌国货品牌总收入体量已超TOTO进入第一梯队；外资国货错位竞争，科勒、TOTO等外资品牌占据龙头主要占据一线城市高端零售市场，且在高端工程项目中有独占优势；九牧、箭牌、惠达、恒洁等国货品牌主攻中低端市场和零售渠道。

图11： 卫浴行业发展历史



资料来源：奥维云网，统计局，浙商证券研究所

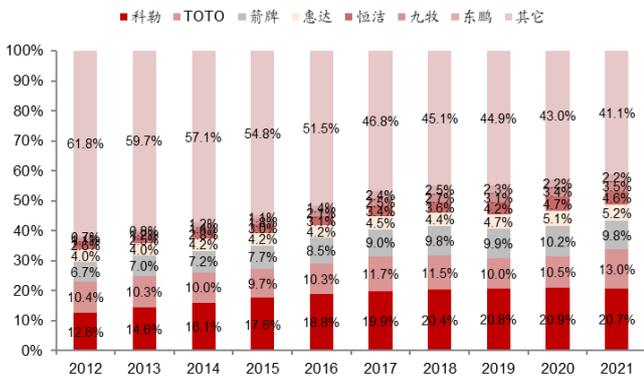
表 2： 卫浴主流品牌一览

公司简介		旗下品牌	2021年收入体量	2021年利润率	零售网点数	
国际品牌	科勒	1873年创立于美国，1995年进入中国	主品牌KOHLER科勒厨卫，年轻时尚卫浴品牌KARAT卡丽，浴室柜品牌Sanijura，高端瓷砖品牌Ann Sacks Tile&Stone	根据欧睿，中国大陆卫生陶瓷零售渠道66.7亿元 (YOY+10%)	/	专卖店约1000家
	TOTO	1917年创立于日本，1995年进入中国	主品牌TOTO，智能坐便器品牌Washlet卫洗丽，瓷砖品牌Hyrotect	中国大陆54亿元 (YOY+21%)	中国大陆 营业利润率20%	专卖店约1000家
本土品牌	箭牌	1994年创立于广东佛山	主品牌ARROW箭牌，时尚品牌ANNWA安华，高端艺术品牌FAENZA法恩莎	总收入83.3亿元(YOY+29%)，其中零售/工程/电商/家装分别为35.0/23.4/15.3/9.6亿元	毛利率30.1% 营业利润率7.5% 净利率6.9%	网点数12052家
	九牧	1999年创立于福建	主品牌JOMOO九牧，年轻卫浴品牌小牧优品，收购德国高端橱柜品牌博德宝	总收入152亿元(YOY+35%)	/	网点数超1万家
	惠达	1982年创立，前身为黄各庄陶瓷厂，1995年推出惠达品牌	主品牌惠达HUIDA (包括卫生陶瓷和瓷砖等)，陶瓷薄板LA'BOBO	总收入38.9亿元(YOY+21%)，其中零售/工程/海外分别为20.0/8.7/9.7亿元	毛利率27.7% 营业利润率9.2% 净利率6.1%	专卖店2077家
	恒洁	1998年创立于广东佛山	主品牌HEGII恒洁	/	/	专卖店约3000家
	瑞尔特	1999年成立于福建厦门	目前代工为主，自主品牌瑞尔特R&T	总收入18.68亿元(YOY+45%)，其中线下/线上18.51/0.17亿元	毛利率22.6% 营业利润率8.0% 净利率7.2%	/

资料来源：公司公告，欧睿，公司官网，浙商证券研究所

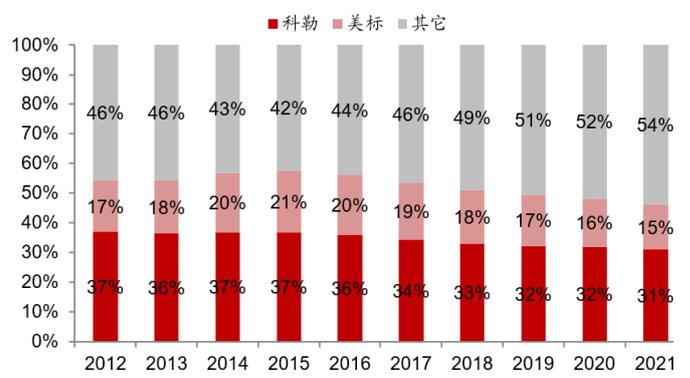
**发展特征一：龙头持续集中，卫生陶瓷 CR3 远期至少 50%。**根据欧睿，2021 年我国卫生陶瓷零售端 CR3 达 43.5%，相比 2012 年持续提升了 14pct，龙头近年通过强势的终端零售能力持续开店，以及发挥一定规模效应和品牌效应，持续提升市场集中度。我们认为卫生陶瓷 CR3 远期至少可达到 50%以上：1) 海外对标看：根据欧睿，海外成熟市场美国、日本、韩国卫生陶瓷零售端 CR3 可达 60-90%。2) 品类对标看：我们认为卫生陶瓷集中度将大于定制家居品类（2021 年中国定制橱柜/衣柜 CR3 为 15%），接近家电（中国冰箱/空调/洗衣机 CR3 分别为 62%/82%/72%），从品类特性看，如坐便器等卫浴产品相比其他家居品类具有更强的标准化和规模化效应，同时智能化单品的渗透带来更高的技术进入壁垒，与家电类似，消费者对功能性和售后维修服务有要求，对品牌依赖度高，品牌集中效应明显。

图12：中国卫生陶瓷零售端市场格局



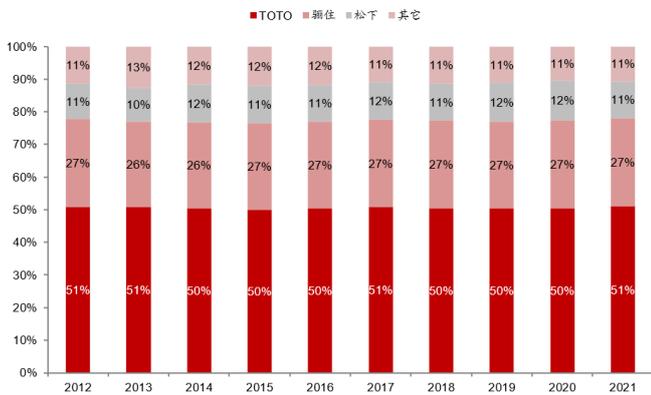
资料来源：欧睿，浙商证券研究所（注：此为卫生陶瓷零售口径统计）

图13：美国卫生陶瓷零售端市场格局



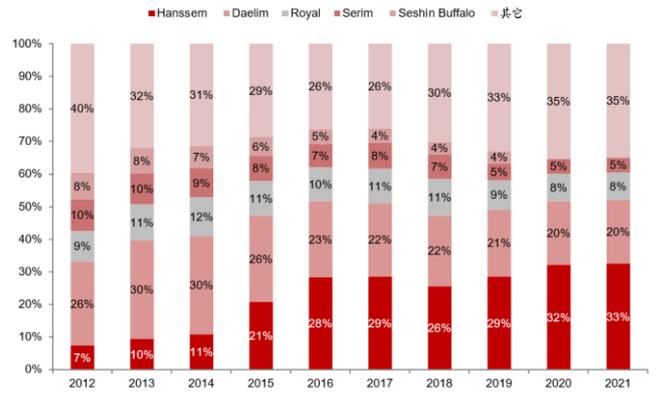
资料来源：欧睿，浙商证券研究所（注：此为卫生陶瓷零售口径统计）

图14：日本卫生陶瓷零售端市场格局



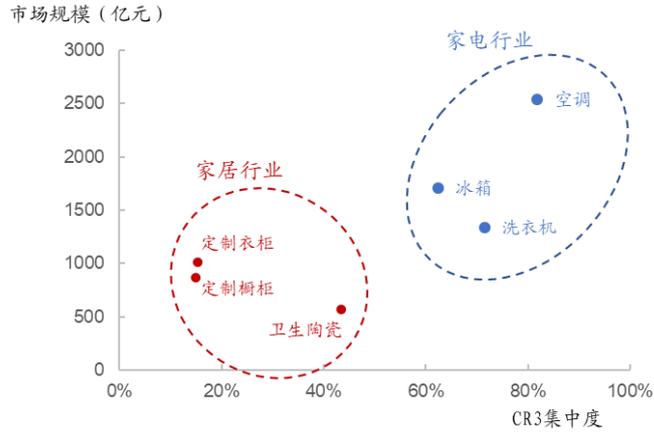
资料来源：欧睿，浙商证券研究所（注：此为卫生陶瓷零售口径统计）

图15：韩国卫生陶瓷零售端市场格局



资料来源：欧睿，浙商证券研究所（注：此为卫生陶瓷零售口径统计）

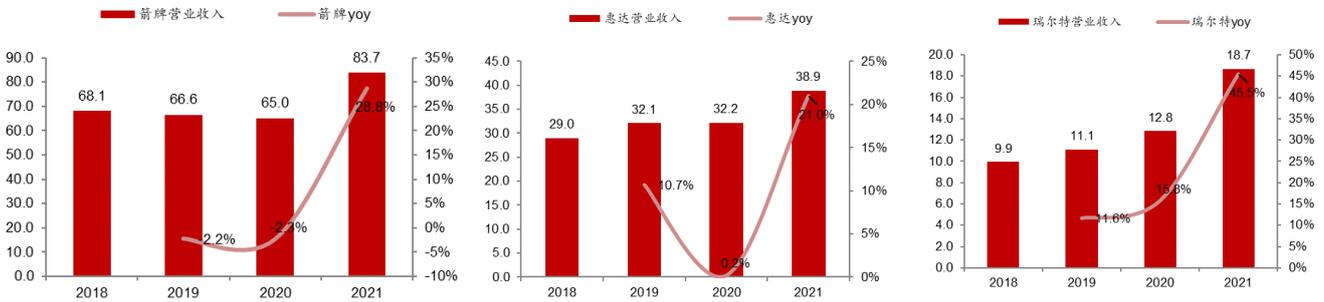
图16: 2021年家居家电市场规模及CR3对比



资料来源: 浙商证券研究所

**发展特征二: 国货崛起, 风头正盛。**2018-2021年箭牌/惠达/瑞尔特营收年复合增长7%/10%/23% (均高于行业5%左右增速)。我们看好国货持续崛起, 主要通过: 1) 单品突破: 智能马桶单品相比外资有性价比优势, 同时通过套系化销售延伸, 可快速提升市场份额; 2) 渠道突破: 一方面, 当下地产红利期已过, 工程需求占比下降, 零售渠道争夺是胜负手, 国货品牌相比外资在零售渠道铺设上优势显著; 另一方面, 近年家居流量分散化特征明显, 国货品牌在线上、家装、社区店等新业态布局速度更快 (后文将详细展开)。

图17: 卫浴国产品牌营收及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2.2 国货崛起突破口之一: 智能马桶破局, 套系销售延伸

### 2.2.1 智能马桶 200 亿市场, 渗透低位空间大

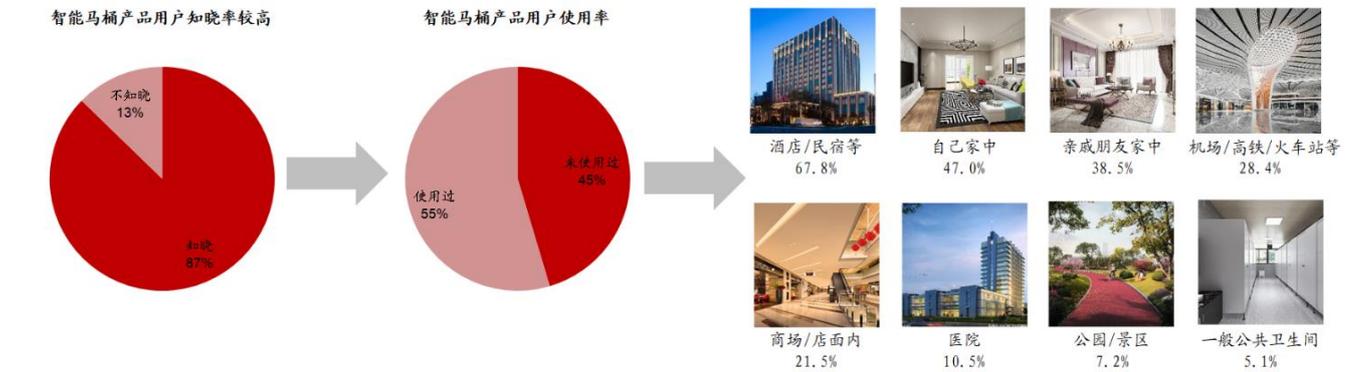
智能马桶是卫浴智能化的代表单品, 国民认知度较高, 提供更好生活体验。2015年吴晓波发文《去日本买只马桶盖》引发全民对智能马桶盖的关注。智能马桶主要分为智能马桶盖和智能一体机两个品类, 相比普通马桶具有座圈加热、自动清洗、自动冲水、除臭杀菌、感应翻盖等功能。根据奥维云网调研, 目前约87.5%的用户知道智能马桶产品, 其中57%表达进一步了解兴趣, 54.6%用户曾使用过智能马桶, 集中在酒店民宿、居家安装、机场高铁火车站、商场等场景。根据天猫家装行业联合天猫新品创新中心 (TMIC)、好好住家居研究院发布的《智能马桶行业趋势洞察白皮书》, 座圈加热和自动清洗是用户最常使用的功能。

表 3: 智能马桶功能一览

品类	传统马桶	智能马桶盖	智能马桶一体机
			
价格带 (元)	500-1000	1000-2000	2000-4500
使用方式	<p><b>安装尺寸:</b> 需确认马桶坑距</p> <p><b>安装环境:</b> 需确认排污管道无移位/存水弯</p>	<p>与传统座便器适配, 使用集成了多种功能的智能坐便器盖替换传统坐便器盖</p> <p><b>安装尺寸:</b> 需确认马桶外形是否适配便盖, 需保证安装孔和各部件距离满足一定条件</p> <p><b>安装环境:</b> 需保证马桶周围一定距离内有电源插座、自来水进水口 (不适用中水管道)、预留操作面板空间</p>	<p>将功能性电子元器件与坐便器进行一体化设计, 重新布局内部组件和产品外观</p> <p><b>安装尺寸:</b> 需确认坑距</p> <p><b>安装环境:</b> 需确认排污管道无存水弯、进水水压水量、需保证马桶周围一定距离内有电源插座、自来水进水口 (不适用中水管道)</p>
功能配置	快拆缓降盖板、水封防溅、多档冲水模式等	<p><b>清洗:</b> 远热出水、臀部清洗、柔和妇洗、移动清洗、按摩助便、喷头自洁、水温调节、水压调节等</p> <p><b>体验:</b> 抗污材质、缓降盖板、便捷拆卸、夜光照明、智能除臭、座温加热、暖风烘干、自动除臭等</p> <p><b>防护:</b> IPX4防水、漏电保护、智能节电、过热保护等</p>	<p>智能坐便器主体的体积更大, 在智能马桶盖的功能基础升级:</p> <p><b>陶瓷体:</b> 抗菌釉面、预润湿防挂污、隐藏式即热水箱、感应夜灯、脚感感应等</p> <p><b>冲水:</b> 易换芯过滤器、离座自动冲水、低噪音冲水等</p>

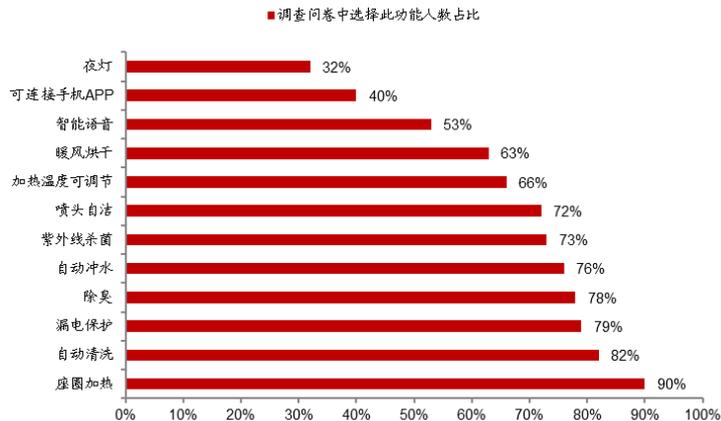
资料来源: 头豹, 浙商证券研究所

图 18: 智能马桶需求消费者调研 (知晓率、使用率、主要使用场景)



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图 19: 智能马桶需求消费者调研



资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

**智能马桶超 200 亿市场，渗透率低位空间大。**根据奥维云网，2022 年中国智能马桶销售额 156.9 亿元，2017-2022 年共 5 年复合增速 8.2%（快于整体卫浴市场的 5%），拆分量价看，销量 5 年复合 12.8%，均价 5 年复合 -4.1%，智能马桶市场增长核心由渗透率提升带动量增驱动。长期看，智能马桶渗透空间大，以销售额计 2022 年渗透率 18%，以保有量计 2021 年渗透率为 4%，相比海外成熟国家日本/韩国/美国渗透率 90%/60%/60%还有很大空间，预计 2025 年销售渗透率达 26%，对应市场规模超 200 亿元。

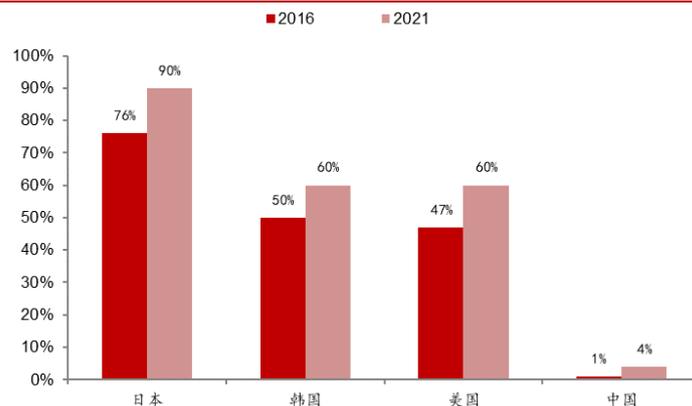
**看好智能马桶渗透率的持续提升，主要动能来自：**1) 技术成熟，体验优化：品牌方持续进行产品迭代升级，一方面针对不同家居环境下进行产品改良，比如针对老旧楼房或高层住宅水压不够问题设置无水压限制，针对区域性水质差问题进行滤芯替换提升等；另一方面持续功能升级，以箭牌智能马桶一体机为例，最新旗舰版相比简配版多了泡沫盾防溅、语音控制、自动翻盖、水压调节等 15 个功能；2) 需求普及，BC 联动：C 端需求来自消费升级，B 端智能马桶精装房配置率也持续抬升，根据奥维云网，2022 年已达 28.5%，B 端智能马桶较高渗透率可有效带动 C 端需求渗透；3) 价格下移，门槛降低：近年智能马桶整体价格带下移，降低了体验门槛。

表 4: 智能马桶市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
智能马桶销额(亿元)	105.9	112.9	117.4	135.0	147.2	156.9	172.0	188.5	206.6
销售额yoy		7%	4%	15%	9%	7%	10%	10%	10%
销量(万台)	552	674	754	821	910	1006	1137	1285	1452
销量yoy		22%	12%	9%	11%	11%	13%	13%	13%
均价(元)	1918	1675	1557	1644	1618	1560	1512.9	1467.5	1423.4
均价yoy		-13%	-7%	6%	-2%	-4%	-3%	-3%	-3%
智能马桶渗透率(按销量)	11%	13%	14%	15%	16%	18%	21%	23%	26%

资料来源：奥维云网，艾媒咨询，浙商证券研究所测算

图20: 智能马桶渗透率(按保有量)



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

表 5: 箭牌智能马桶产品功能迭代

功能	简配版	标配版	自动版	旗舰版
座圈加热	✓	✓	✓	✓
功能显示屏/智能遥控		✓	✓	✓
停电冲水	✓	✓	✓	✓
入座感应		✓	✓	✓
暖风烘干		✓	✓	✓
静音缓降	✓	✓	✓	✓
水温/风温/座温调节		✓	✓	✓
夜灯照明/双更过滤	✓	✓	✓	✓
智控功能旋钮/按钮	✓	✓	✓	✓
臀部清洗/女性清洗		✓	✓	✓
移动清洗/按摩清洗		✓	✓	✓
喷头自洁/水压调节		✓	✓	✓
漏电保护/安全电压	✓	✓	✓	✓
即热模式/恒温模式		✓	✓	✓
防干烧/防冻结保护		✓	✓	✓
IPX4防水		✓	✓	✓
自动翻盖			✓	✓
脚感翻盖翻圈			✓	✓
泡沫盾防溅				✓
语音控制				✓
氛围灯	✓	✓	✓	✓
手机APP控制			✓	✓

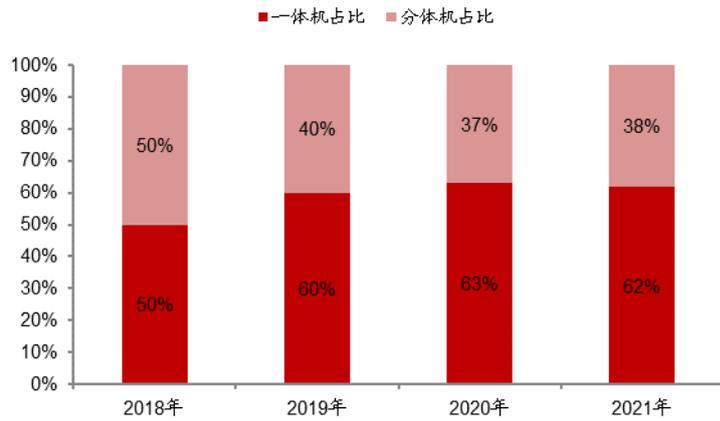
资料来源: 箭牌天猫旗舰店, 浙商证券研究所

### 2.2.2 国货一体机格局占优, 套系销售延伸抢份额

**智能马桶一体机品类需求优于马桶盖。**近年智能马桶出现一体机占比明显加大趋势, 根据中国建筑卫生陶瓷协会, 2021 年一体机占比达到 62%, 相比 2018 年提升 12pct, 线上销售趋势更为明显, 根据奥维云网, 2022 年一体机占比达到 82%, 我们推测这个趋势的变化与近年一体机价格下探性价比凸显, 同时功能性和方便性明显强于马桶盖所致。

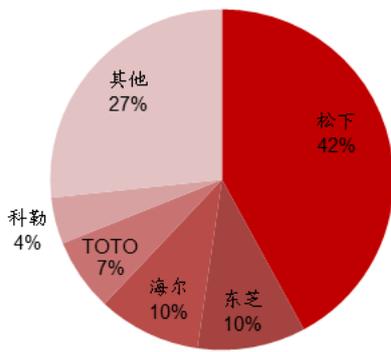
**与智能马桶盖格局不同, 国货品牌在一一体机明显占优, 处于加速集中阶段。**根据中国建筑卫生陶瓷协会, 2021 年一体机国货品牌市占达 73%, 市占 TOP3 分别是箭牌/九牧/恒洁 (根据奥维云网, 2020 年市占分别为 13.5%/11.5%/8.4%), 而智能马桶盖市占 TOP2 为外资品牌松下/东芝 (市占率分别为 42.1%/10.2%)。我们推测两个品类格局完全不同, 且国货占得先机主要是由于: 1) **布局早:** 国货敏锐捕捉到消费终端变化, 根据中国建筑卫生陶瓷协会, 国际品牌中一体机产品占比仅 39%, 而国货以一体机生产为主, 一体机占比达 73%; 2) **价格优:** 根据奥维云网, 智能一体机销量最高的价格带在 2000-3500 元, 与九牧、箭牌、恒洁等国货品牌主流价格带相近, 科勒、TOTO 主流价格带在 6000-10000 元左右。目前一体机相比马桶盖市场还未形成垄断格局, 还处于龙头竞争、加速集中阶段, 2020 年一体机行业 CR3 仅 27%, 而马桶盖已达 61.3%。

图21: 智能马桶一体机占比提升



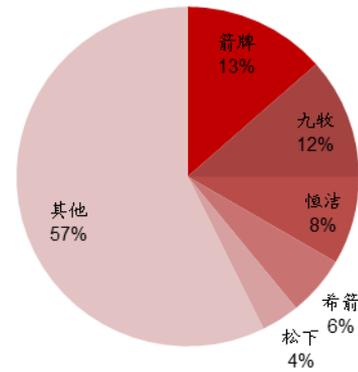
资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 浙商证券研究所

图22: 2020年智能马桶盖市占率



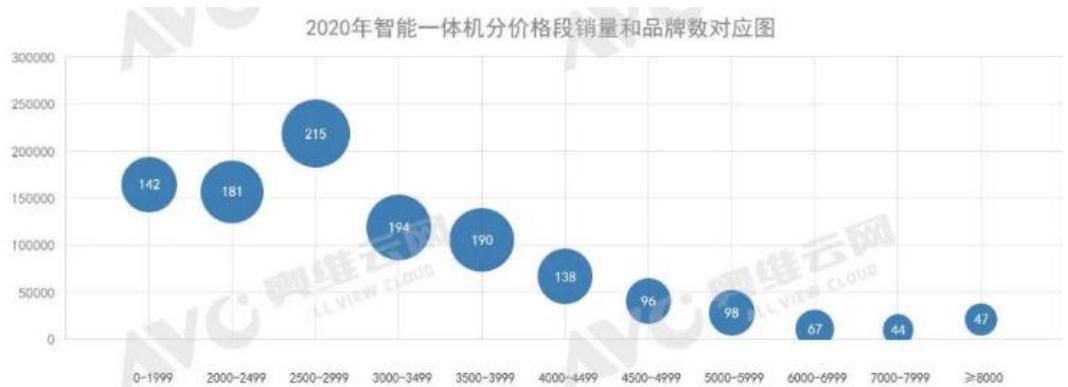
资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图23: 2020年智能马桶一体机市占率



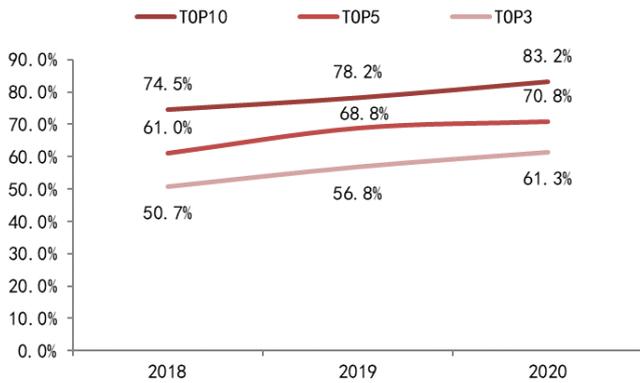
资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图24: 2020年智能一体机分价格段销量和品牌数对应图



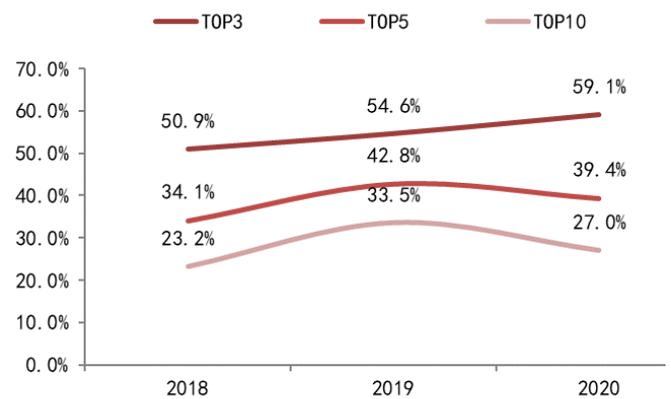
资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图25: 智能马桶盖市场集中度



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

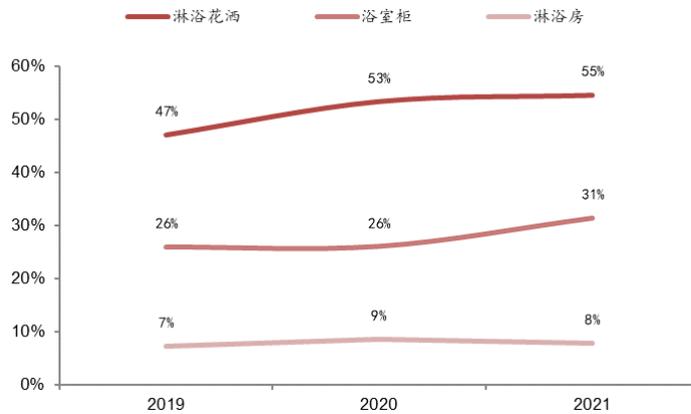
图26: 智能一体机市场集中度仍有提升空间



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

国货主打智能马桶为核心的套餐销售, 优势扩大, 市占提升。国货品牌主推套餐销售, 比如 2023 年 315 活动, **箭牌**推出买智能马桶送花洒, 买双卫送定制购物金; **惠达**推出 7499 一口价智能马桶+浴室柜+花洒+龙头。2021 年箭牌以客户购买 1 个洁具产品为例 (蹲便器/坐便器), 花洒/浴室柜/淋浴房配套率分别为 55%/31%/8%, 且呈上升态势。

图27: 箭牌家居配套率情况 (销量口径, 洁具销量为单位 1)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图28: 卫浴品牌 315 套餐 (从左到右卫箭牌、惠达、恒洁)

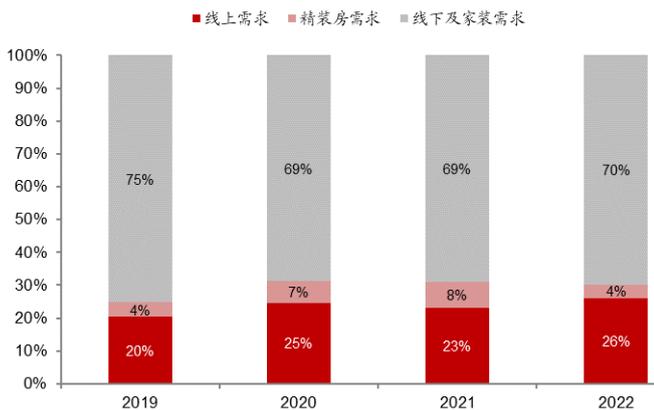


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

### 2.3 国货崛起突破口之二: 流量分散变局, 主动优势在手

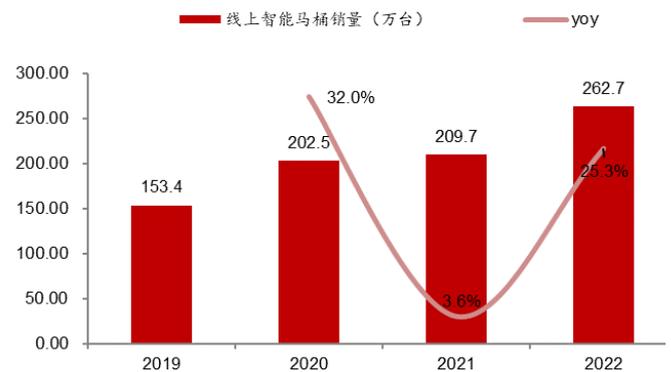
终端流量分散化, 电商家装新渠道崛起。卫浴的终端流量可分为线下零售、工程(包含精装)、线上电商、家装四种渠道, 过往以线下零售渠道为主(集中在卖场和街边专卖店), 近年电商和家装新渠道崛起分流, 特别是智能家居品类线上销售占比更高。以智能马桶为例, 根据奥维云网, 2022年线上销售量达262.7万台, 2019-2022年复合增速20%, 线上渠道占比26%, 相比2019年提升了6pct。

图29: 智能马桶渠道结构



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图30: 智能马桶线上销售量及增速

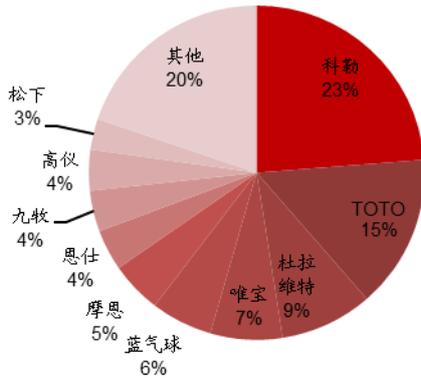


资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

零售运营是卫浴行业胜负手, 国货优势明显。随着地产红利的消退, 21年三道红线实施导致房企资金困难, 债务暴雷, 工程渠道趋向萎缩, 零售渠道占比提升。外资品牌在工程渠道有先发优势, 受此影响更大。根据奥维云网, 精装修卫浴市场外资品牌份额67.9%(TOP3为科勒、TOTO、摩恩), 内资品牌份额为32.1%(TOP3为九牧、箭牌、欧派), 以智能坐便器单品为例, 位列前三的科勒/TOTO/杜拉维特市占分别为23%/15%/9%。同时

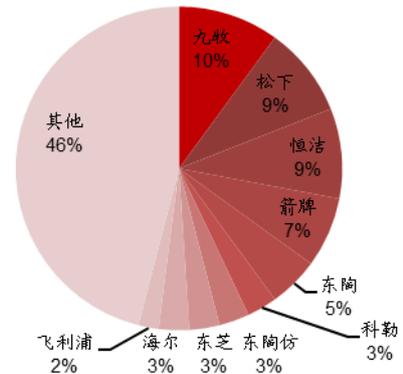
零售渠道近年流量分散化和多店态的新趋势提高了进入门槛和运营难度。**国货在零售渠道有明显优势**，线下零售网点及线上布局皆优于外资，以智能坐便器新兴线上渠道格局为例，国货九牧、恒洁、箭牌位列市占第1、3、4（市占率分别为10%、9%、7%）。

图31： 2022年智能坐便器精装房渠道竞争格局



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图32： 2021年智能坐便器线上渠道竞争格局



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

### 3 竞争力对比：产品&渠道制胜，国货破局可期

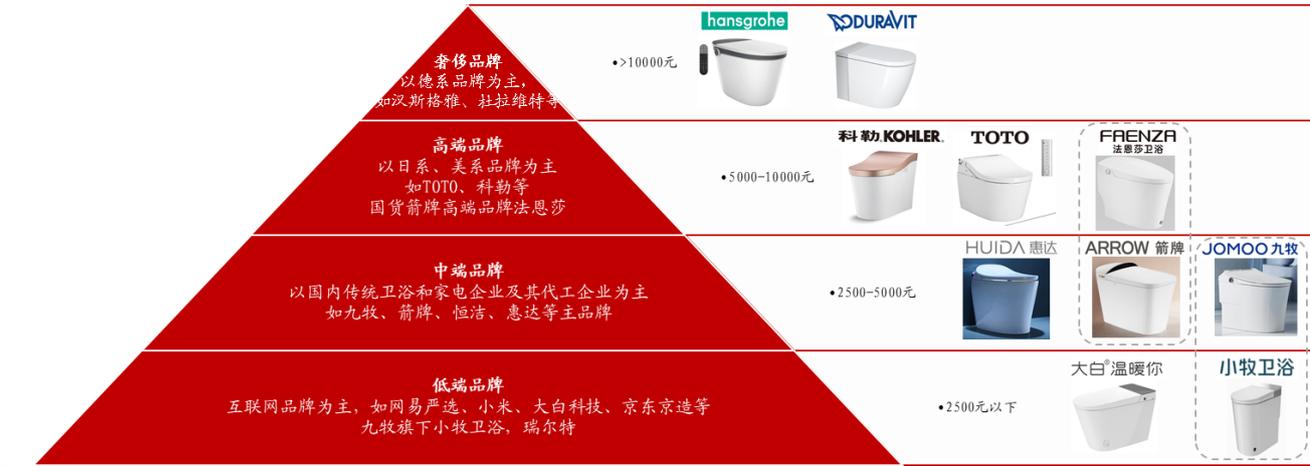
基于前文，卫浴行业目前基本形成科勒、TOTO两大外资独占鳌头，箭牌、恒洁、九牧、惠达等国货品牌加速崛起的格局，而卫浴行业近年来出现产品智能化和流量分散化的两大新变化，给国货带来了新破局机会，只有适应以上两种变化的品牌才能占据优势，并在整体行业持续集中、龙头多方角逐的大环境下拔得头筹。**我们认为卫浴行业的竞争是综合运营能力的竞争：产品和渠道是拉开差距的关键，品牌营销必不可少。**

#### 3.1 产品：智能配置相近，国货龙头价格延伸+推新节奏+售后服务更优

由上文，智能马桶是卫浴行业兵家必争之地，我们主要对该品类展开对比。

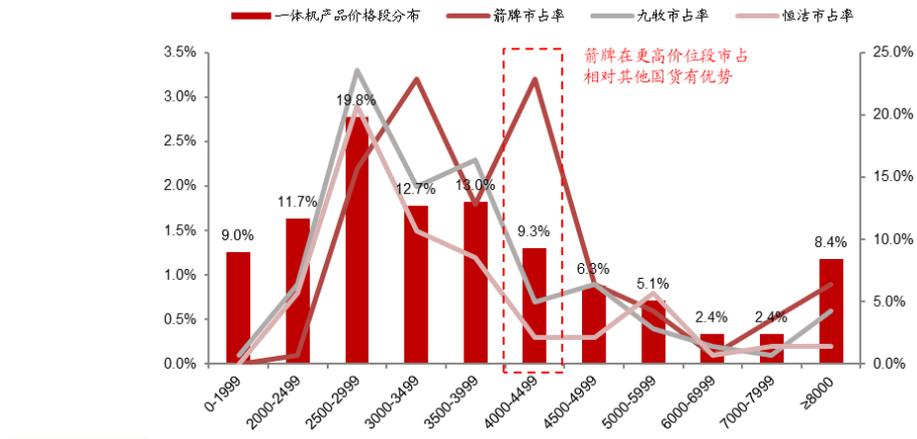
**产品定价：外资定价高端，国货主打性价比+价格带延伸广。**以智能一体机为例，主流价格带上，科勒和东陶 TOTO 普遍在 1 万元以上，内资品牌箭牌家居、恒洁、九牧在 2500-4500 元左右，近年通过子品牌同时向 1 万+和中低端。**箭牌**在 2500-4500 价格带占优，推出三大品牌覆盖不同价格带，FAENZA 法恩莎定位高端艺术家居（3500-6000 元），主品牌 ARROW 箭牌定位智慧家居（主流定价 2500-3500 元），ANNWA 安华定位时尚家居（主流定价 2500-4000 元），其中箭牌 AKB1520 定价万元以上；**九牧**在 2500-4000 价格带占优，推出两大品牌，主品牌九牧定位中高端（主流定价在 2499-14350 元，其中九牧 i9 单品定价万元以上），小牧优品定位年轻化（主流定价在 1699-7699 元）；**恒洁**在 2500-4000 价格带占优，推出恒洁 R11 单品定价万元以上；**惠达**定位中端，主流价格带在 2299-9999 元；**瑞尔特**定位性价比，早期代工为主，近年扩张自有品牌定价在 1799-6499 元之间。

图33: 中国智能马桶市场金字塔 (价格为终端零售价)



资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

图34: 智能马桶一体机分价格带占比, 以及箭牌九牧恒洁分价格带市占率



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

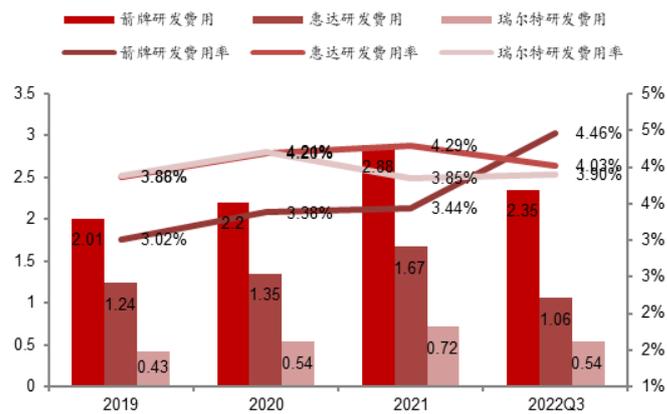
**功能研发: 国产品牌功能趋近外资, 品质稳定性还有改进空间。** 功能是影响消费者智能马桶购买决策的第一要素。目前功能配置上, 国产主流品牌已跟外资相近, 从水压控制、冲洗功能、清洗清洁、除臭烘干、座圈加热、用户记忆、安全防护、光感夜灯等功能都已备齐。这与国货持续的研发投入相关, 2021年**箭牌**研发费用支出 2.88 亿元, 研发费用率 3.44%, **惠达**卫浴研发费用支出 1.67 亿元, 研发费用率 4.29%, **瑞尔特**研发费用支出 0.72 亿元, 研发费用率 3.85%。但外资品牌品质更稳定, 维修率更低, 主要体现在材质用料和生产制造上的差距, 比如喷头、面板等零部件易损。

表 6: 智能马桶一体机产品功能对比

功能	箭牌AKE1138	箭牌AKB1305	箭牌AKE1137	瑞尔特A8	九牧S400	恒洁Qe30	惠达 ET66	科勒 望朗	TOTO CES9433	
有无水箱	√	√	X	√	X	X	√	X	√	
静态水压	无水压限制	5秒1.5L	30秒10L	10秒1.5L	10秒3L	10秒2.5L	10秒1L			
加热方式	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	即热	贮水式	
冲洗功能	预润湿	√	X	√	√	√	√	√	√	
	离座冲水	√	√	√	√	√	√	√	√	
	遥控冲水	√	√	√	√	√	√	√	√	
	停电冲水	X	√	X	√	√	X	√	√	
	冲水方式	超漩式	超漩式	超漩式	超漩式	虹吸式	虹吸式	超漩虹吸式	虹吸式	冲落式
	脚感冲水	X	X	X	√	X	X	脚感触控	X	X
清洗功能	脉冲助畅洗	X	X	X	X	X	X	√	X	
	臀部清洗	√	√	√	√	√	√	√	卫洗丽技术	
	移动清洁	√	√	√	√	√	√	√	√	
	女性清洗	√	√	√	√	√	√	√	√	
	儿童清洗	X	X	X	X	X	X	√	X	
除臭烘干功能	除臭模式	活性炭	活性炭	活性炭	硅藻纯除臭		√	落座自动除臭	高科技触媒除臭	
	烘干功能	四档烘干	三档烘干	三档烘干	六档烘干	三档烘干	√	√	√	
清洁功能	抗菌座圈	SIAA抗菌座圈	X	SIAA抗菌座圈	√	SIAA抗菌座圈	√	银离子抗菌座圈	银离子抗菌座圈	
	喷头清洁	√	√	√	√	√	√	√	√	
	可拆卸喷嘴	X	√	√	√	√	√	√	√	
座圈加热	√	√	√	√	√	√	√	√		
用户记忆功能	X	√	√	X	X	X	√	X	X	
安全防护	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX5	√	IPX4	IPX4	
光感夜灯	√	√	√	√	√	√	√	√	√	
售价	2899	3198	2799	2799	2499	2949	4899	9999	10199	

资料来源: 各公司官网, 天猫旗舰店, 浙商证券研究所测算

图35: 卫浴品牌研发费用率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**安装售后服务:** 国产品牌质保期和售后网点人员配置优于外资。智能卫浴产品易损率高, 售后服务是保证用户体验必不可少的一环。外资品牌科勒、TOTO 智能坐便器质保期均在 3 年, 国产品牌箭牌、九牧、恒洁 6 年整机质保, 惠达整机上盖 5 年质保、陶瓷体终身质保, 瑞尔特 5 年全国联保。同时, 箭牌配备 1500 家售后网点和上万名服务人员, 恒洁 3000+ 专卖店服务网点, 可提供上门换新和维修服务。

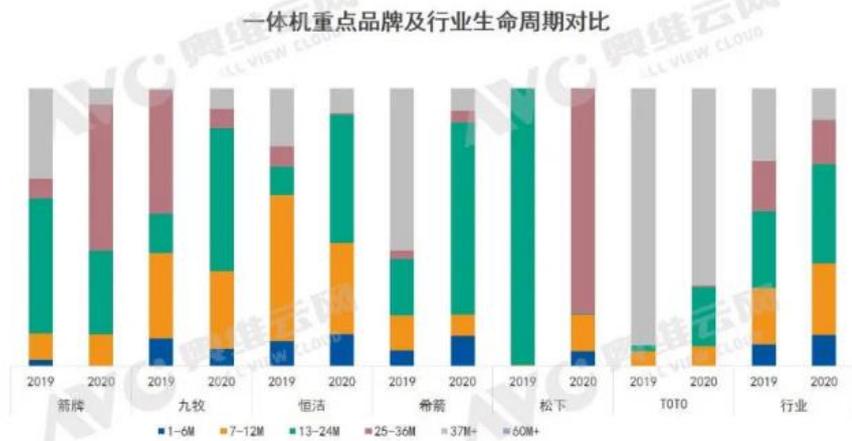
表 7: 卫浴品牌售后服务

品牌	售后服务情况
科勒	3年质保
TOTO	机能部3年质保, 陶瓷部1年
箭牌	整机6年质保 自营10+个售后服务中心, 1500+个售后网点, 10000名服务人员
九牧	整机6年质保 客户自购买起, 将由专业的客服人员进行专项追踪服务
惠达	整机上盖5年质保, 陶瓷体终身 1600+家覆盖全国的专业服务团队, 5000+名培训合格的专业卫浴服务工程师
恒洁	整机6年质保 3000+专卖店服务网点 闪装智能马桶换新服务, 最快2小时就能完成上门、旧品拆除和新品安装
瑞尔特	5年全国联保

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

**产品推新: 国货 SKU 和推新节奏明显优于外资。**智能卫浴产品存在持续的功能迭代升级, 保持不同 SKU 矩阵和产品推新节奏有助持续获客。**科勒、TOTO** 等外资品牌 SKU 数量精简, 主打经典款式, 官网显示智能马桶一体机 SKU 数为 15 个左右, 且产品上新时间周期长, 比如 TOTO 现有产品近 70% 已是 3 年前发售; 内资品牌普遍 SKU 众多且推新节奏更快, **箭牌** 现有 SKU 数为 24, 50% 为 2 年内新品; **九牧** 现有 SKU 数 34, 80% 为 2 年内新品; **恒洁** 现有 SKU 数为 29, 90% 为 2 年内新品; **瑞尔特** 现有 SKU 数为 70。

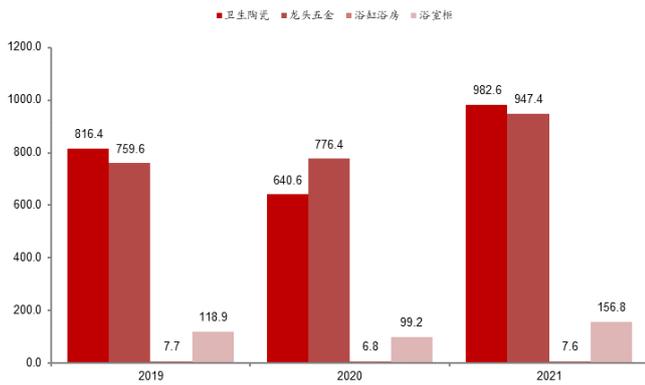
图36: 智能一体机主流品牌产品生命周期结构比较



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

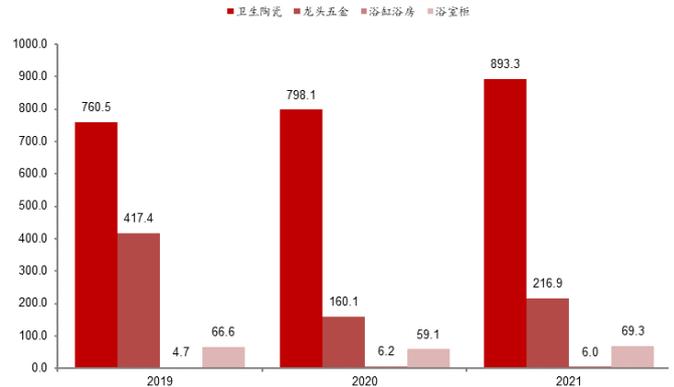
**产能布局: 持续扩建产能, 生产基地分布全国各地。**2021 年**箭牌家居**卫生陶瓷产量 982.6 万件, 龙头五金产量 947.4 万件, 生产基地位于广东佛山、山东、湖北等区域布局; **惠达卫浴**卫生陶瓷产量 893.3 万件, 生产基地位于河北、重庆、广西等。**九牧**在华中、华南、华北、华东和西部布局占地总面积达 2000 多亩的五大生产基地。**恒洁**生产基地主要在广东佛山。

图37: 箭牌家居产量情况 (万件)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图38: 惠达产量情况 (万件)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 8: 公司生产基地情况

品牌	总部	序号	基地名称	位置	主要产品
箭牌	广东佛山	1	三水基地	广东省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	广东省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	广东省肇庆市四会市下茆镇电子产业集聚地	瓷砖
		4	四会龙甫基地	广东省肇庆市亚洲金属资源再生工业基地	龙头五金
		5	韶关基地	广东省韶关市南雄市全安镇物洒村	卫生陶瓷
		6	景德镇基地	江西省浮梁县三龙镇陶瓷工业基地	瓷砖、卫生陶瓷、浴室家具
		7	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
		8	应城基地	湖北省应城市孝感市开发区	定制橱柜、浴室家具
		9	乐从北围基地 (筹备中)	广东省佛山市乐从镇北围产业区	
		10	高明更合基地 (筹备中)	广东省佛山市高明区更合镇合水(小洞)合和大道以北	
惠达	河北唐山	唐山、重庆、广西三大核心生产基地, 重庆5G数智化工厂			
九牧	福建南安	华中、华南、华北、华东和西部布局占地总面积达2000多亩的五大生产基地, 在德国、法国、泉州、厦门、武汉、滁州、成都设有15家高端数智工厂			
恒洁	广东佛山	拥有智能产品、浴室柜、陶瓷洁具、淋浴房、浴缸、五金龙头五大品类的生产基地, 其中三水凯乐德厂占地面积近110亩, 主要生产淋浴房、浴室柜、浴缸等品类; 龙头工厂占地面积近26亩, 主要生产龙头、花洒、配套五金产品等品类			
瑞尔特	福建厦门	全球4大生产基地, 占地20万平方米			
TOTO中国	-	在上海、北京、广州、厦门、深圳、南京、重庆分别设立了7家分公司, 并投资建立了8家工厂, 中国已成为TOTO在全球最主要的生产基地及重点市场			
科勒	-	在中国已经拥有12家厨卫工厂, 涵盖陶瓷洁具、龙头、浴缸、淋浴房、水槽、净水、橱柜衣柜等产品品类, 共有33家设计体验中心、47家旗舰店			

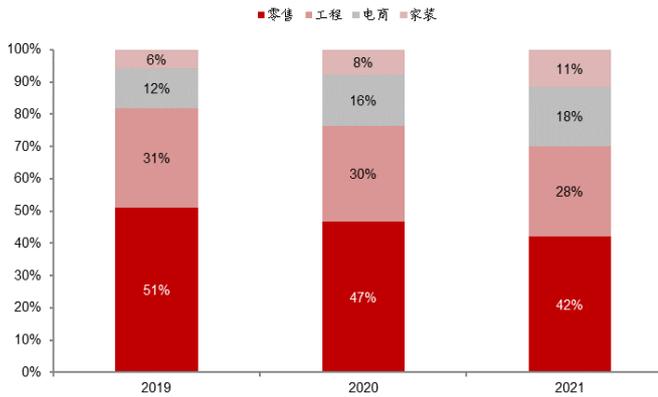
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.2 渠道: 国货龙头零售&电商&家装多渠道占优, 工程渠道已破局

卫浴更考验多渠道布局的能力。根据前文, 相比其他家居品类, 卫浴下游需求结构更多样, 住宅更新需求以及非住宅需求 (包括学校、医院、办公楼、商场等) 占比更高。同时, 近年家居终端流量分散化, 电商和家装新渠道崛起, 社区店、五金店等多店态需布局, 对卫浴品牌的渠道整合和管理能力提出更高的要求。

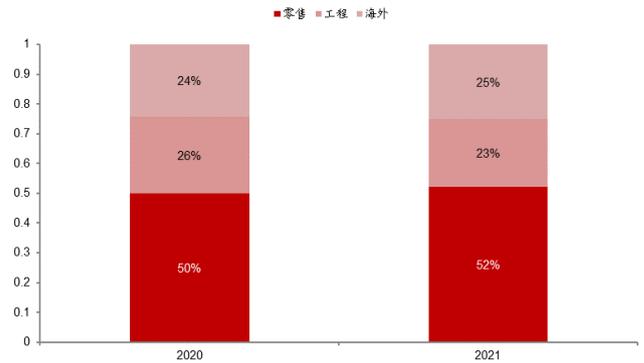
目前主流品牌都在各渠道都已做布局, 整体上外资品牌在工程渠道见长, 箭牌九牧具有线下零售、电商多渠道运营实力最强, 且箭牌在家装新渠道初成规模。箭牌2021年零售/工程/电商/家装渠道收入占比分别为 42%/28%/18%/11%, 惠达2021年国内零售/国内工程/海外收入占比 52%/23%/25%。

图39: 箭牌渠道结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图40: 惠达渠道结构

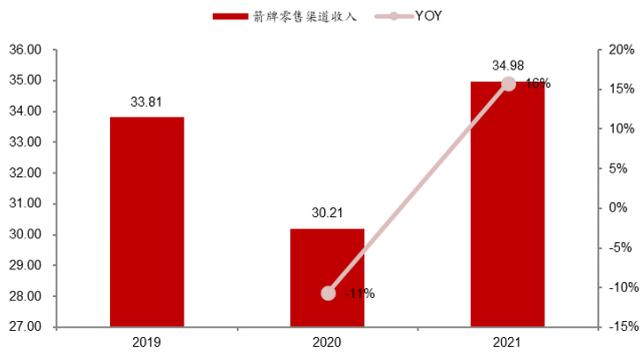


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.2.1 线下零售: 箭牌九牧网点布局广, 经销商管理体系化

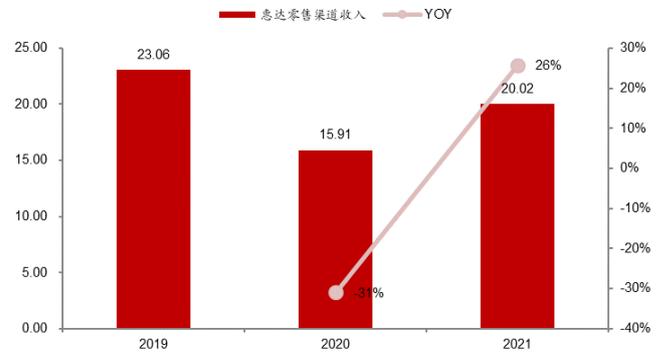
**门店数量: 箭牌九牧网点分布最广。**箭牌2021年线下零售收入35亿元/YOY+16%, 全国终端网点数超12000个/净新增2000家/YOY+18%, 其中专卖店6700个, 单店收入52万元/YOY-2%。**惠达**线下零售收入20亿/YOY+26%, 专卖店2077家/净减少166家/YOY-7%, 正处于门店升级改造阶段, 单店收入提升到96.4万元/YOY+36%。**九牧**全国重点网点数超1万个, 完成了全国分布。恒洁全国网点超3000家。**TOTO和科勒**专卖店在在1千左右, 主要集中在一线城市。

图41: 箭牌零售渠道营收(亿元)及增速



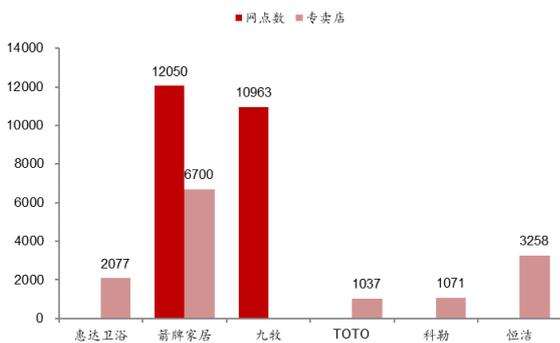
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图42: 惠达零售渠道营收(亿元)及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图43: 主流卫浴品牌网点及专卖店个数



资料来源: 公司公告, 公司官网, 百度地图, 浙商证券研究所

图44: 箭牌惠达单店一览(假设箭牌专卖店占网点个数56%)

	惠达卫浴	箭牌
2019	2963	4598
零售收入(亿元)	23.1	33.8
单店收入(万元)	77.8	73.5
2020	2243	5693
零售收入(亿元)	15.9	30.2
单店收入(万元)	70.9	53.1
2021	2077	6700
零售收入(亿元)	20.0	35.0
单店收入(万元)	96.4	52.2

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**门店业态：箭牌业态最丰富。**卫浴产品多样，包括坐便器的大件和龙头五金等零散配件，对终端零售场景要求不同，考验品牌方多店态经营和流量整合的能力。箭牌单店收入低于惠达也与其多业态布局有关，终端门店包括专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店 6 种店态，单店面积从 100-400 平不等。惠达有 KA 卖场、专卖店、异业店等业态，专卖店面积在 200 平左右。

表 9：箭牌家居终端门店业态一览

门店级别	划分标准
专卖店	专一经营某品牌产品（卫浴或瓷砖、定制衣柜、定制橱柜）的专营店，服务对象有限
家装店	在家装公司内开设的专卖区域，服务对象以家装公司的消费者为主
商超店	在百安居等超市内开设的专卖区域，服务对象不限
异业店	在苏宁电器、国美、五星等专业家电卖场或百货商场内开设的专卖区域，服务对象以家电或百货商场的消费者为主
社区店	店设在小区楼盘边或小区内的专卖区域，以服务该小区及周边小区业主为主
乡镇店	地点设置在乡镇的所有门店，以服务该乡镇及以下级市场消费者为主

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**经销商管理：**箭牌、惠达等已建立相对完善的经销商考核、管理、统一定价、激励、培训机制。

表 10：经销商管理制度

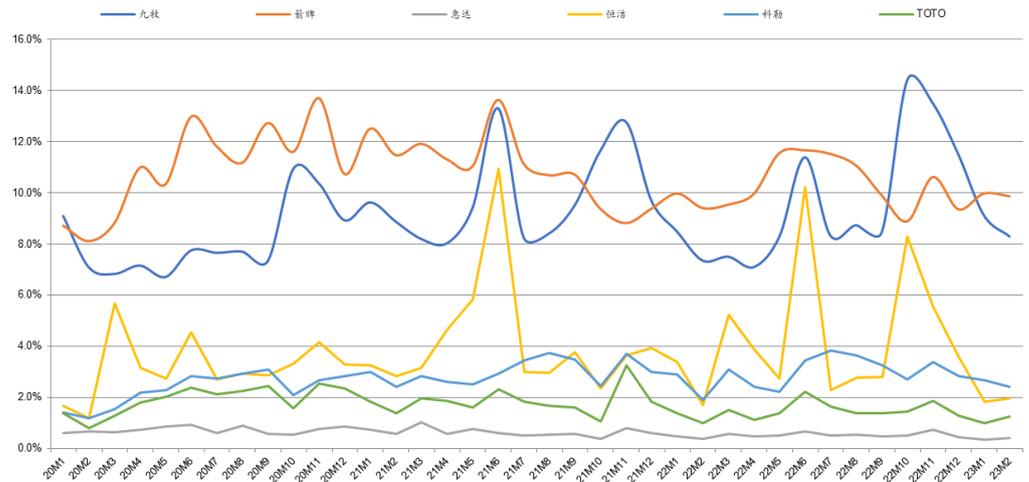
	经销商制度	考核淘汰制度	激励制度	培训制度
箭牌	一城一商	多维考核：年度经销合同约定年度销售任务、新开发网点数量、工程和家装最低销售占比、特定品类经销任务等指标，进行多维度综合考核。若经销任务未完成，公司要求经销商支付一定比例（5%）的违约金，且有权收回该区域的经销授权。每年淘汰10%左右	经销商在完成公司每年制定的销售任务后，公司给予经销商一定比例的销售奖励，奖励额度与经销商实际提货额挂钩。2018 年6月30日之后，经销商获得的销售奖励返点政策调整为次年可享受提货结算折扣（百分点），奖励额度与未来年度增长情况相挂钩。	公司总部设立培训部门，为经销商、销售导购、设计师、产品安装维修人员进行培训，课程包括产品知识、店面管理、导购技巧、主动营销、设计技巧、安装技巧等。
惠达	一省多个一级经销商，终端二级店占比大，控制一级给二级的加价比例，保障二级经销商利益	主要考核全年度销售业绩	按全年度营销业绩的达成而计提经销商补贴	公司通过政策支持、KA协助拿店等举措帮扶全国范围内核心经销商开展业务，并采用线上线下相结合的方式，对区域管理人员、经销商、店长、导购等人员开展产品知识及销售技巧方面的培训。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

### 3.2.2 电商渠道：九牧箭牌体量最大，运营最强

**收入体量：九牧箭牌居卫浴 TOP2。**根据久谦，2022 年天猫京东抖音三个平台卫浴家装品类合计 GMV，九牧、箭牌居 TOP 2，市占率分别为 8.5%、8.1%。箭牌公告 2021 年电商收入 15.3 亿元/YOY+48.6%/营收占比 18.4%。2022 年双十一九牧累计销售额超 25 亿，实现天猫、京东、抖音全渠道第一，**箭牌、恒洁、瑞尔特**也有靓丽表现，**科勒、TOTO**也已切入天猫京东的布局。

图45: 电商平台卫浴家装品类品牌市占率变化



资料来源: 久谦, 浙商证券研究所

图46: 2022年双十一天猫、京东、抖音渠道卫浴榜单



资料来源: 天猫, 京东, 抖音, 浙商证券研究所

**运营能力: 箭牌最先布局, 九牧粉丝运营最强, 外资品牌入场晚。箭牌**早在2010年成立天猫旗舰店, 2017年涉足直播带货, 2019年开启卫浴行业首场抖音挑战赛, 目前天猫/京东/抖音粉丝数为150/458/34万, 电商由经销商专营, 配备专门的电商产品研发中心, 线上专供产品占80-90%。**九牧**在三个平台粉丝数都是最多的, 且与第二名有翻倍身位差距, 目前天猫/京东/抖音粉丝数为283/851/64万, 线上专供产品占80%。**恒洁**线上粉丝数在九牧箭牌之后, 目前天猫/京东/抖音粉丝数为93/302/33万, 2021年双十一家装生活节预售, 是首个与头部主播李佳琦合作的卫浴新国货品牌, 同时打通恒洁云购小程序与恒洁微信视频号直播的链路。外资品牌里**科勒**运营较优, 2020年与天猫达成新零售战略合作, 打造天猫线上轻店小程序打通线上下单+线下体验, 目前天猫/京东/抖音粉丝数为77/437/14万, 抖音基本也每天有直播。

**表 11: 卫浴品牌各电商平台粉丝数 (万名)**

品牌	天猫	京东	抖音
箭牌	150	457.9	34.4万粉丝 120.4万获赞 每月40场左右直播 #我的空间我来定#挑战赛1.4亿次播放 #爱让生活更智慧#话题3亿次播放
九牧	282.7	850.8	63.7万粉丝 113.4万获赞 每日3-4场直播 #冲走不开心一起享卫来#全民任务2.3亿次播放
惠达	36.7	160.7	14.5万粉丝 193.2万获赞 每日1场直播
恒洁	92.6	301.6	32.6万粉丝 184.4万获赞 每日1场直播 (基本全天)
瑞尔特	4.3	12.1	11.0万粉丝 9.7万获赞 每日1-2场直播
科勒	76.8	437	14.3万粉丝
TOTO	66.2	158.4	1.4万粉丝

资料来源: 天猫, 京东, 抖音, 浙商证券研究所

**表 12: 卫浴品牌电商布局**

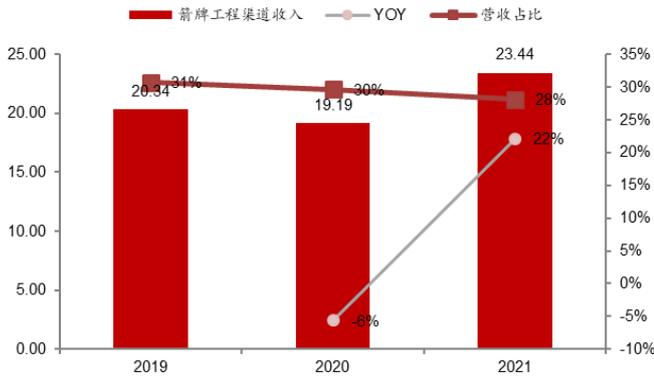
品牌	电商渠道打法
箭牌	2010年, 箭牌家居集团正式成立箭牌卫浴天猫官方旗舰店; 2017年涉足直播带货领域; 2019年公司开启卫浴行业首场“我的空间我来定”抖音挑战赛, 1.4亿次播放; 2020年开启“爱让生活更智慧”抖音全民任务, 线上线下联动打造品牌营销大事件, 3亿次播放; 2022年3月, 公司与天猫达成战略合作, 依托天猫平台大数据优势, 给予本地化流量, 结合线上线下优势, 发力数字化新零售。
九牧	2022年双十一九牧累计销售额超25亿, 天猫、京东、抖音 <b>全渠道第一</b> , 行业十二连冠。 2023年3月, 九牧集团与京东居家达成战略合作, 整合线上线下新业态渠道, 拓展海内外电商市场, 联合平台提升定制、改装、换新等服务能力。
恒洁	2021年双十一家装生活节预售, 是首个与头部主播李佳琦合作的卫浴新国货品牌。 入驻天猫、抖音等平台, 打通恒洁云购小程序与恒洁微信视频号直播的链路。
科勒	2020年6月, 科勒与天猫达成新零售战略合作: 通过科勒天猫线上轻店小程序, 消费者可以随时随地在线上预订商品, 然后前往距离最近的线下店先行体验, 最后在店内完成购买或者回到线上平台完成购买, 享受到线上线下“同品同质同价”的政策。

资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

### 3.2.3 工程渠道: 外资高端项目优势独占, 箭牌九牧逐渐破局

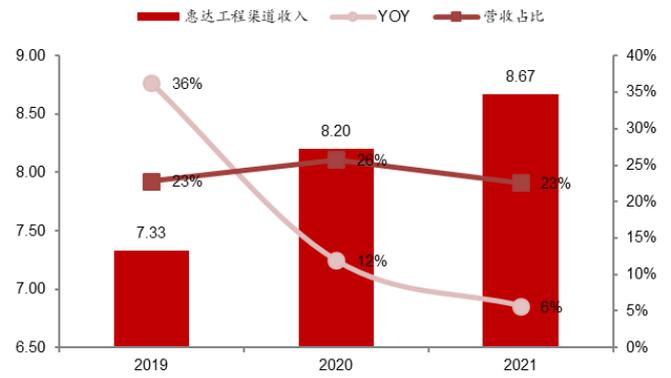
**收入体量: 外资明显占优, 箭牌九牧等认可度提升。**早年科勒 TOTO 主要通过高端写字楼、高端酒店的工程渠道进入中国市场, 至今在工程渠道市占领先。近年国货通过产品改进和性价比优势切入市场, 品牌认可度提升, 如**九牧**为国家体育馆(鸟巢)独家卫浴供应商, **箭牌**为北京冬奥会国家体育馆官方供应商、2022 杭州亚运会官方供应商, 2021 年主品牌箭牌紧随科勒美标成为地产商 500 强首选卫浴品牌第三名, 安华品牌居第六名, 2021 年箭牌工程渠道收入 23.4 亿元, 占营收 28%, 惠达 8.67 亿元, 占营收 23%。

图47: 箭牌工程渠道营收(亿元)及增速占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图48: 惠达工程渠道营收(亿元)及增速占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图49: 东陶 TOTO 工程案例多为高端酒店项目



资料来源: 东陶 TOTO 官网, 浙商证券研究所

图50: 九牧等内资品牌拓展多元化工程客户



资料来源: 九牧官网, 浙商证券研究所

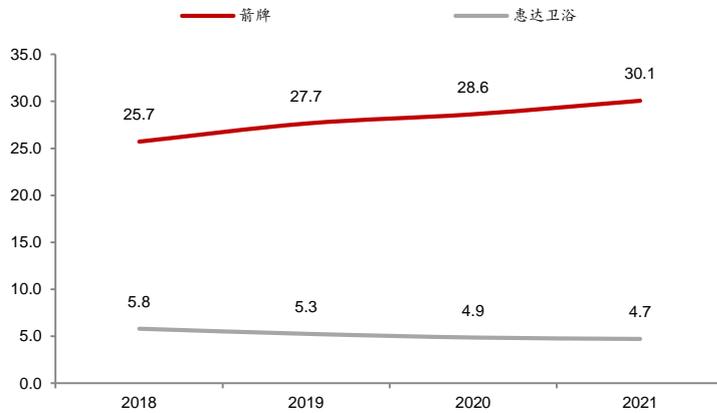
表 13: 卫浴类地产商 500 强首选品牌前十名 (标红为国货品牌, 箭牌旗下品牌包括箭牌和安华)

排名	2018		2019		2020		2021	
	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率
1	科勒	24%	科勒	24%	科勒	29%	科勒	22%
2	TOTO	22%	美标	23%	TOTO	19%	美标	21%
3	美标	22%	箭牌家居	15%	箭牌家居	16%	箭牌家居	16%
4	箭牌家居	14%	TOTO	12%	美标	12%	TOTO	14%
5	摩恩	4%	摩恩	7%	摩恩	7%	摩恩	7%
6	乐家	4%	乐家	6%	乐家	6%	安华卫浴	6%
7	汉斯格雅	3%	高仪	5%	安华卫浴	3%	贝朗	4%
8	杜拉维特	2%	安华卫浴	3%	九牧	2%	乐家	4%
9	安华卫浴	1%	汉斯格雅	2%	贝朗	2%	和成卫浴	3%
10	和成卫浴	1%	杜拉维特	1%	杜拉维特	1%	宜来卫浴	2%

资料来源: 中国房地产业协会, 浙商证券研究所测算

**资金回款：箭牌惠达应收账款周转良好。**近年来地产企业流动性危机对各卫浴品牌的回款与利润情况造成了一定负面影响，**箭牌**应收账款周转率保持在行业内较高水平，且近年来逐步呈上升趋势，由2018年的25.7%升至2021年的30.1%。

图51： 卫浴品牌应收账款周转率情况（%）

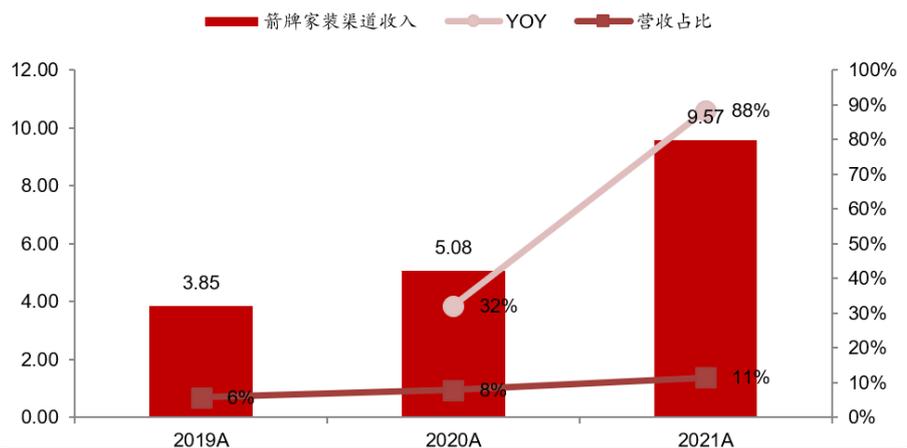


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.2.4 家装渠道：国货抢先布局，箭牌规模最大

**家装渠道是近年增速最快的新渠道，箭牌九牧惠达皆有布局，箭牌规模最大。**家装店提供一站式解决方案，受消费者青睐，各品牌与头部装企合作，采取开设家装公司店中店模式，获取家装渠道流量。**箭牌家居**2021年家装收入9.6亿元（+88.43%），12000个线下网点中有近3000家家装店，家装店是未来开店重心。**九牧**把家装业务作为战略重点，推出多个专供家装渠道的产品套餐。**惠达卫浴**22年底家装经销商门店约1000家，全年家装收入1亿以上，与之之峰装饰、方林装饰等头部装企合作。

图52： 箭牌家居家装渠道收入情况（亿元）

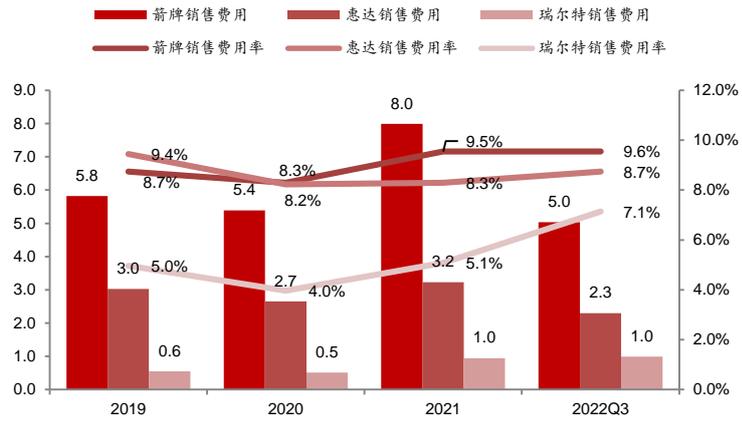


资料来源：箭牌家居招股说明书，浙商证券研究所

### 3.3 品牌营销：国货多渠道营销发力，品牌认知加强

**国货持续营销投入，提升智能卫浴渗透率，加强品牌认知。**2021年箭牌销售费用8.0亿元，销售费用率9.5%，惠达销售费用3.2亿元，销售费用率8.3%；瑞尔特销售费用1.0亿元，销售费用率5.1%。

图53: 卫浴品牌销售费用情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**国货多渠道营销发力, 提升品牌影响力:** 1) **传统平台**联动央视央广、高铁站机场等投放广告, 赞助大型赛事, 制作/参与室内设计/改造节目: **箭牌**成为2022年冬奥会国家体育馆官方独家供应商; **九牧**连续赞助中国国家短道速滑队; **惠达卫浴**登陆全国72个高铁站、296块媒体广告。2) **新型平台进行KOL合作、创意营销:** **九牧**推出“浴见智慧理想型”活动, 将智能马桶ZS760拟人化推出视频短片, 植入产品卖点; 小牧优品发布年轻多彩战略、推出国风虚拟偶像“潇沐”; **恒洁卫浴**推出综艺直播“这空间很中国”, 联合KOL探讨中国式理想空间, 联手网易举办“质美中国城市设计之行”活动; **惠达卫浴**举办“总裁价到”佳品购抖音直播活动。3) **线下门店升级、开设体验中心:** **惠达卫浴**郑州开业7.0智能定制体验店, 聚齐全品类产品; **箭牌**开设合肥体验中心, 营造“细分化”、“数字化”、“智能化”家居场景, 给消费者一站式体验+智能家居消费教育。

图54: 箭牌家居智能马桶户外极限挑战测试



资料来源: 箭牌, 浙商证券研究所

图55: 九牧旗下小牧优品推出虚拟代言人“潇沐”



资料来源: 小牧优品, 浙商证券研究所

图56: 恒洁“质美中国城市设计之行”城市设计精英榜



资料来源: 恒洁, 浙商证券研究所

图57: 惠达卫浴“总裁价到”佳品购直播活动



资料来源: 惠达卫浴, 浙商证券研究所

## 4 投资建议

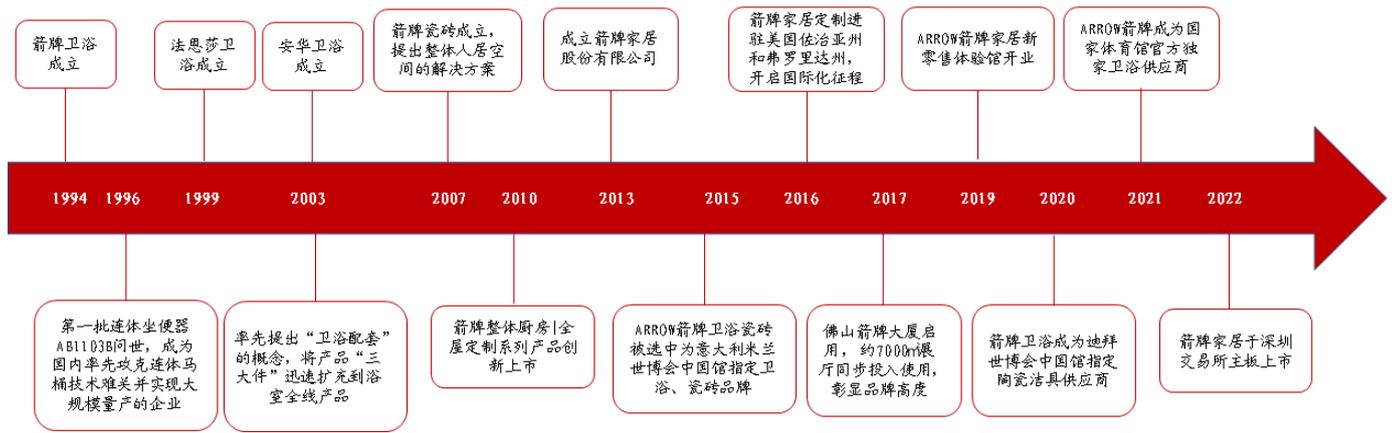
我们当下推荐关注卫浴行业，主要基于：**1) 卫浴市场空间大，智能化渗透驱动行业量价双升，目前还处渗透低位**：2022年卫浴行业超2000亿市场/5年CAGR 5%，智能马桶157亿市场/5年CAGR 8.2%，其中销量5年CAGR 12.8%，目前智能马桶渗透率按保有量计仅4%，目前相比海外成熟国家60-90%渗透率空间大，我们看好智能化渗透率持续提升，主要受智能技术成熟迭代、价格带下移门槛降低、C端消费升级+B端精装修配套率提升等核心驱动；**2) 龙头持续集中**：2021年我国卫生陶瓷CR3达43.5%，相比2012年提升14pct，远期对标海外成熟市场CR3 60-90%，品类特性决定集中度大于定制家居品类，接近家电，我们看好卫浴龙头在加速扩店和配套化销售下持续提份额，CR3长期看到至少50%；**3) 国货崛起加速**：智能马桶一体机国货品牌市占已达73%，我们看好国货崛起持续性，国货已通过先发优势和性价比优势成功突破智能马桶单品，未来将通过套系化销售延伸快速抢占市场，同时在主流零售渠道和电商家装新渠道已建立起明显优势。

复盘卫浴行业发展阶段，我们发现当下卫浴存在产品智能化和渠道分散化的两大新变化，当下行业正处于品类迭代、龙头集中、多方角逐的关键变局中，只有积极抓住新变化和综合运营实力强的企业才能拔得头筹，产品和渠道是拉开差距的关键，品牌营销必不可少。建议关注多渠道运营力强的卫浴龙头**箭牌家居**，发力自主品牌且线上放量快的卫浴配件代工龙头**瑞尔特**，以及智能马桶品类快增的**惠达卫浴**。

### 4.1 箭牌家居：国货卫浴龙头，多品牌多渠道布局

**箭牌家居**是国货卫浴龙头。公司始创于1994年，总部位于广东省佛山市，主营卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖等的研发、生产与销售一体，2010年延伸到定制橱柜衣柜，开启全屋定制。旗下拥有ARROW箭牌、FAENZA法恩莎、ANNWA安华三大品牌。公司已发展成国内陶瓷卫浴行业龙头，2021年实现营业收入83.73亿元，2018-2021年复合增速7.2%，实现归母净利润5.77亿元，2018-2021年复合增速43.1%。毛利率持续提升，主要源于产品结构优化（特别是智能产品占比提升）和单价提升；同时产线自动化提升生产效率，降低成本。

图58: 箭牌卫浴发展历史



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

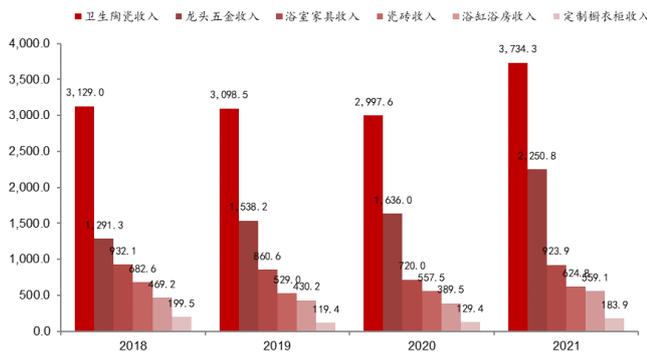
表 14: 箭牌家居业绩一图看

百万元	2018	2019	2020	2021	22前3Q
营业收入	6,810.48	6,657.95	6,502.38	8,378.48	5,266.93
YOY	-	-2.24%	-2.34%	28.85%	-6.23%
归母净利润	197.09	556.25	588.51	577.15	422.66
YOY	-	182.23%	5.80%	-1.93%	30.26%
营业成本	6,611.34	5,831.82	5,819.40	7,589.86	4,769.59
毛利率	25.00%	32.47%	31.46%	30.06%	33.98%
期间费用率	17.07%	16.03%	16.47%	16.24%	18.94%
销售费用	743.83	582.06	538.79	798.74	503.02
销售费用率	10.92%	8.74%	8.29%	9.53%	9.55%
管理费用	378.37	443.54	479.31	546.72	480.03
管理费用率	5.56%	6.66%	7.37%	6.53%	9.11%
财务费用	40.15	41.53	52.74	15.50	14.63
财务费用率	0.59%	0.62%	0.81%	0.18%	0.28%
归母净利率	2.89%	8.35%	9.05%	6.89%	8.02%
ROE	23.75%	34.74%	24.77%	19.44%	12.42%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

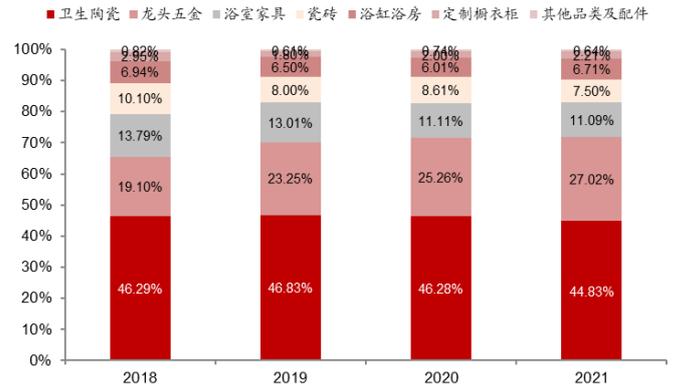
卫生陶瓷和龙头五金核心贡献收入, 智能产品占比提升助推毛利上行。2021 年公司收入贡献最大的产品为卫生陶瓷和龙头五金, 营收分别为 37.3/22.5 亿元, 营收占比 44.83%/27.02%。龙头五金、浴室预防、定制橱衣柜增速最快 (YOY+37.6%/43.5%/42.1%)。智能化产品占比持续提升, 2021 年公司智能产品收入 19.5 亿元, 占比 23.49%, 同比增长 35.4%, 其中智能马桶销售量占便器 15%, 智能花洒销售量占花洒 11%, 智能产品毛利率较高, 销售占比提升持续优化公司整体毛利率。

图59: 箭牌家居分产品营业收入(百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图60: 箭牌家居分产品营业收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图61: 箭牌家居分产品营收增速

	2019	2020	2021
公司营收增速	-2.24%	-2.34%	28.85%
卫生陶瓷yoy	-1.0%	-3.3%	24.6%
龙头五金yoy	19.1%	6.4%	37.6%
浴室家具yoy	-7.7%	-16.3%	28.3%
瓷砖yoy	-22.5%	5.4%	12.1%
浴缸浴房yoy	-8.3%	-9.5%	43.5%
定制橱柜衣柜yoy	-40.2%	8.4%	42.1%
其他品类及配件yoy	-27.18%	17.95%	12.39%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图62: 箭牌家居分产品毛利率

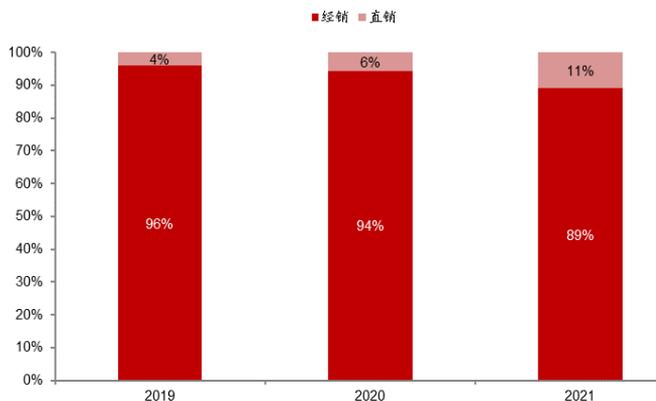
	2018	2019	2020	2021
公司整体毛利率	25.00%	32.47%	31.46%	30.06%
卫生陶瓷	24.39%	33.65%	39.17%	34.53%
龙头五金	27.50%	31.63%	29.38%	27.90%
浴室家具	18.96%	29.20%	28.75%	27.79%
瓷砖	21.45%	27.49%	24.55%	20.60%
浴缸浴房	30.61%	37.97%	36.95%	34.27%
定制橱柜衣柜	24.78%	17.74%	18.73%	18.63%
其他品类及配件	33.11%	31.34%	44.52%	43.15%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**三大品牌形成价格带梯队。**公司旗下拥有 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三大品牌。1) ARROW 箭牌创建于1994年, 定位智慧家居, 目标为中端市场; 2) 法恩莎创建于1999年, 定位艺术家居, 目标高端市场; 3) 安华创建于2003年, 定位时尚家居, 目标大众市场。

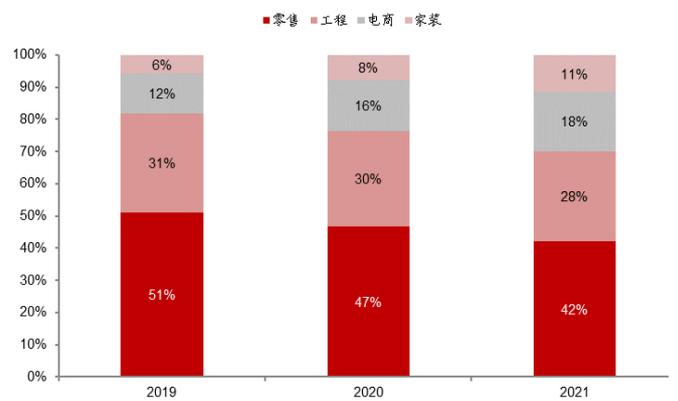
**渠道建设行业领先, 经销网络遍布全国。**公司以经销方式为主, 2021年经销收入占比89%。经销网络覆盖全国, 截至2021年公司共有经销商1854家、分销商6609家, 销售网点高达12000家。多渠道布局, 2021年零售/工程/电商/家装收入占比分别为42%/28%/18%/11%。其中零售店态多样, 包括专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店6种店态, 单店面积从100-400平不等。

图63: 箭牌渠道结构(经销直销)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图64: 箭牌渠道结构(分渠道)

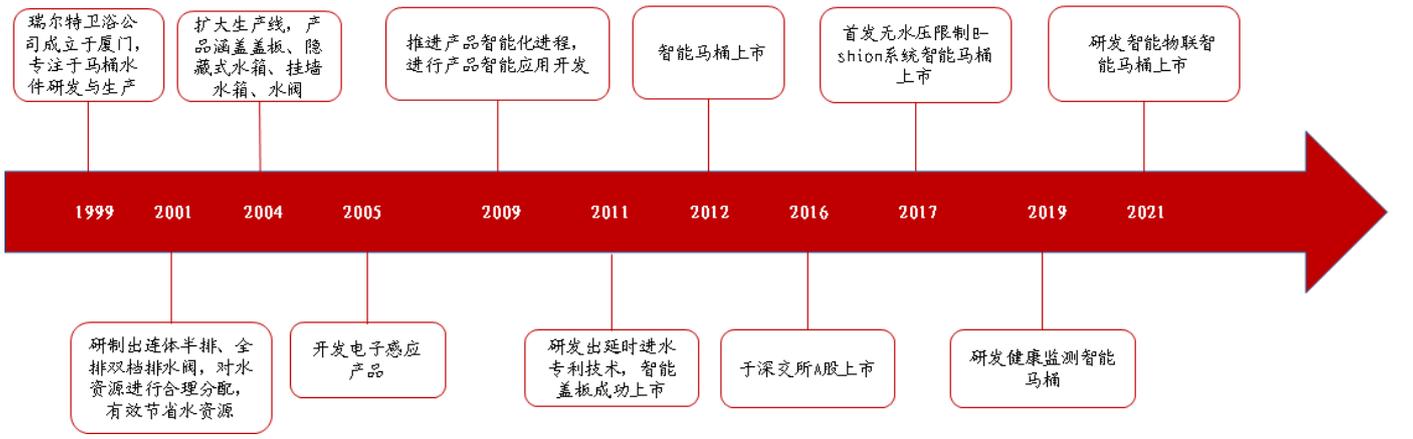


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4.2 瑞尔特：冲水组件代工龙头，自主品牌线上放量

瑞尔特是冲水组件代工龙头，切入智能马桶赛道，发力自主品牌。公司于1999年成立于福建厦门，初期主营马桶冲水组件代工生产，下游客户包括科勒、美标等海外高端卫浴公司，以及箭牌、惠达、恒洁等国内卫浴公司，目前公司在国内冲水组件市占第一、全球市占前三（根据招股书，2014年国内市占16.9%，全球市占11.9%）。2011年公司成功研发智能盖板，2012年推出智能马桶，并持续研发迭代，近年开发自主品牌瑞尔特。根据2022年业绩快报，公司实现营收19.64亿元，2017-2022年复合增速16.5%，归母净利润2.07亿元，2017-2022年复合增速5.2%。近年利润率下行20年主因疫情影响，21年主因原材料成本大幅上涨。

图65：瑞尔特发展历史



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 15：瑞尔特业绩一览

百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	815.14	817.14	917.32	993.79	1109.44	1284.20	1868.29	1964.60
YOY		0.25%	12.26%	8.34%	11.64%	15.75%	45.48%	5.16%
归母净利润	154.97	176.16	160.41	161.05	181.54	114.63	139.36	207.82
YOY		13.67%	-8.94%	0.40%	12.72%	-36.86%	21.57%	49.13%
毛利率	34.93%	37.05%	32.80%	28.81%	30.39%	24.16%	22.59%	
期间费用率	12.40%	11.96%	13.84%	6.71%	8.72%	11.46%	10.91%	
销售费用	27.58	30.49	34.36	39.56	54.68	51.47	94.62	
销售费用率	3.38%	3.73%	3.75%	3.98%	4.93%	4.01%	5.06%	
管理费用	74.66	76.92	76.87	45.14	56.04	75.62	99.45	
管理费用率	9.16%	9.41%	8.38%	4.54%	5.05%	5.89%	5.32%	
财务费用	-1.16	-9.69	15.72	-17.98	-13.94	20.03	9.77	
财务费用率	-0.14%	-1.19%	1.71%	-1.81%	-1.26%	1.56%	0.52%	
归母净利率	19.01%	21.56%	17.49%	16.21%	16.36%	8.93%	7.46%	10.6%
ROE		17.86%	11.41%	10.77%	11.43%	6.90%	8.06%	

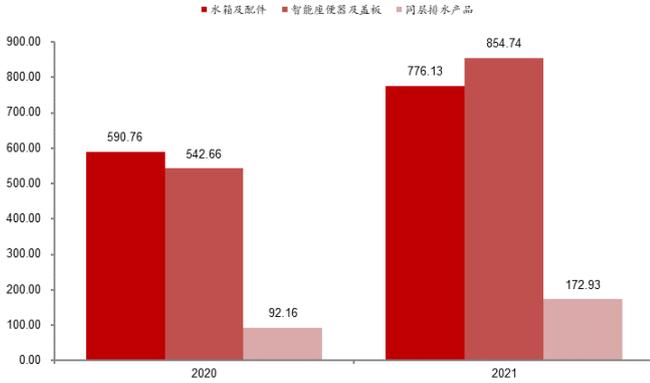
资料来源：Wind，浙商证券研究所

**智能马桶营收已占半壁江山。**2021年智能座便器及盖板/水箱配件营业收入8.55/7.76亿元，营收占比45.89%/41.67%，同比增长57.5%/31.2%。智能马桶已超越水箱配件成为第一大营收业务，且增速贡献最快。但目前智能马桶毛利率仍较低（19.1%），主因以代工为主，且目前销售体量仍有限，规模效应未释放。

**自主品牌线上放量，性价比优势明显。**自主品牌目前主要依靠线上直销放量，经销占比有限，上门安装团队为外包形式。目前在天猫、抖音、京东都有布局，其中抖音运营亮

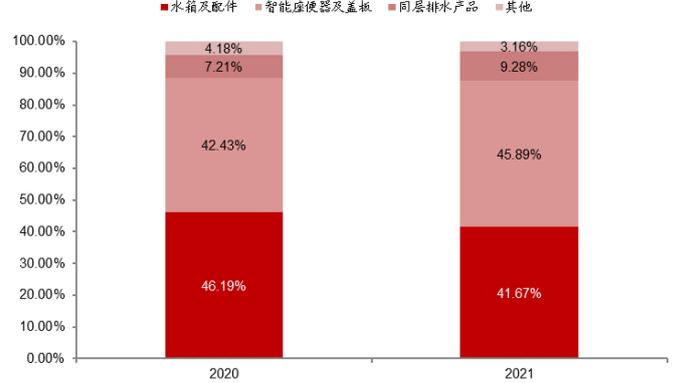
眼，2022年双十一登上抖音卫浴品牌销售第二名，根据久谦，22Q4 抖音 GMV 已与天猫相当，均在 4000 万左右。产品定价主打性价比，定价在 1500-4000 之间。

图66: 瑞尔特分产品营业收入(百万元)



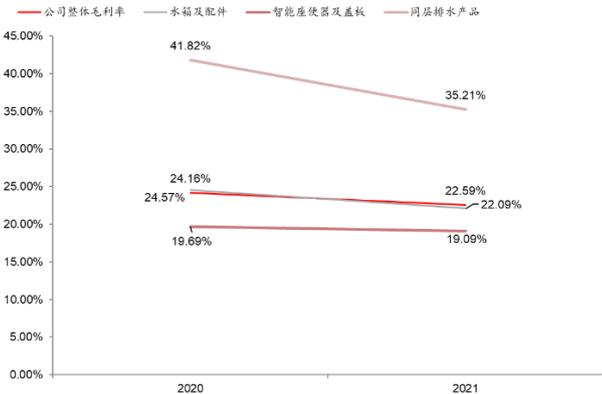
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图67: 瑞尔特分产品营业收入占比



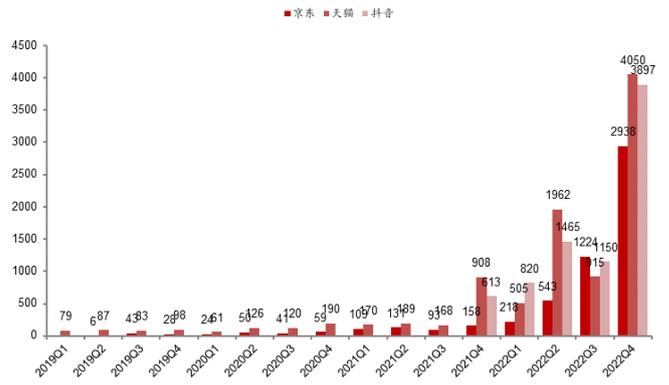
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图68: 瑞尔特分产品毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图69: 瑞尔特电商销售季度GMV



资料来源: 久谦, 浙商证券研究所

图70: 瑞尔特自主品牌主打性价比



瑞尔特智能马桶即热式  
低水压适用静音冲刷



瑞尔特智能马桶一体即  
低水压适用静音冲刷



瑞尔特轻智能马桶即热  
二段式冲刷更干净



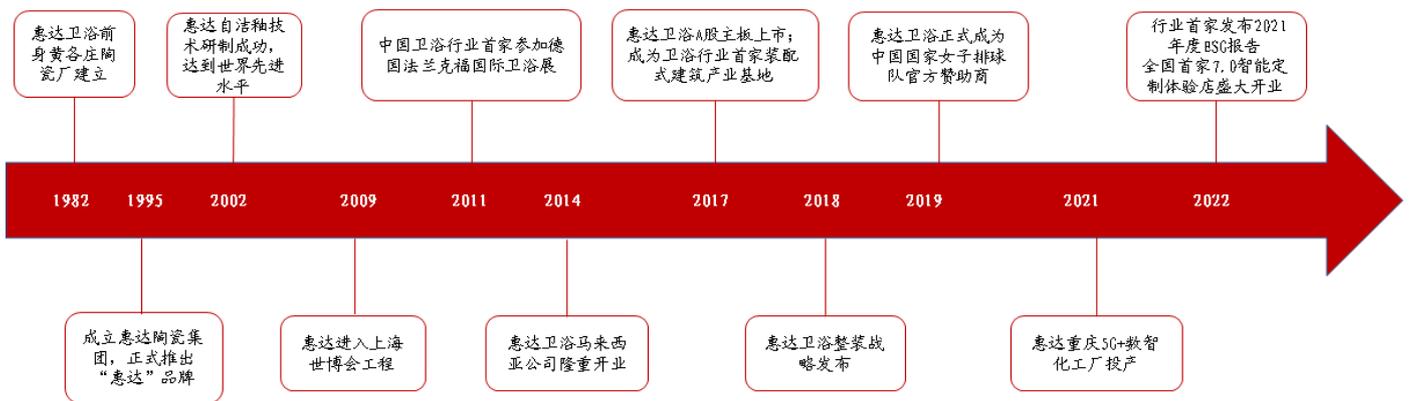
瑞尔特智能马桶全自动  
全自动翻盖脚感翻圈

资料来源: 瑞尔特天猫旗舰店, 浙商证券研究所

### 4.3 惠达卫浴：国货卫浴领军品牌，智能卫浴&整装厨卫快增

惠达卫浴是国货卫浴领军品牌，深耕行业超40年。惠达卫浴前身黄各庄陶瓷厂始创于1982年，位于河北省唐山市，1995年推出惠达品牌，主营卫浴产品设计、研发、生产和销售一体，产品涵盖卫生陶瓷、五金洁具、浴缸浴房、浴室柜和陶瓷砖五大类上千个品种，2018年发布整装卫浴战略。2021年实现营业收入38.93亿元，2017-2021年复合增速9.1%，归母净利润2.35亿元，2017-2021年复合增速0.9%，利润增速慢于收入，主因销售研发费用投入加大。22前3Q营收同比下滑7.24%，归母净利润同比下滑58.1%，收入端下滑受疫情和国际环境影响销量下滑，利润率下滑主因燃动费成本上行、销售不达预期产能利用率下滑。

图71：惠达卫浴发展历史



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 16：惠达卫浴业绩一图看

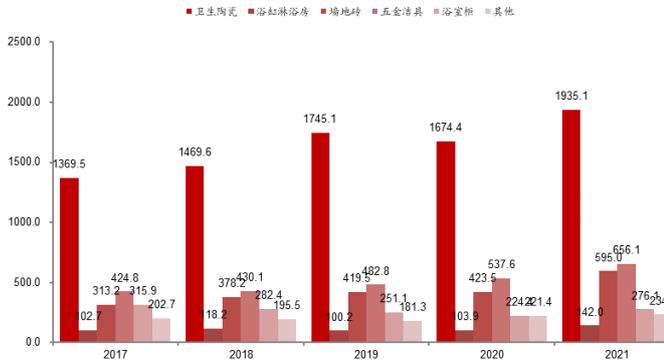
单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022前3Q
营业总收入	2748.20	2900.01	3210.23	3217.81	3892.95	2633.23
YOY	20.67%	5.52%	10.70%	0.24%	20.98%	-7.24%
归母净利润	226.63	238.83	329.05	307.38	235.33	94.93
YOY	7.84%	5.38%	37.78%	-6.58%	-23.44%	-58.10%
毛利率	27.81%	28.35%	33.03%	31.33%	27.66%	24.58%
期间费用率	17.15%	19.14%	19.64%	20.23%	20.48%	18.79%
其中：销售费用	230.25	288.34	302.63	264.88	322.80	229.52
销售费用率	8.38%	9.94%	9.43%	8.23%	8.29%	8.72%
其中：管理费用	214.31	173.17	193.30	218.50	287.49	184.20
管理费用率	7.80%	5.97%	6.02%	6.79%	7.38%	7.00%
研发费用	0.00	88.82	123.69	134.67	166.87	105.73
研发费用率	0.00%	3.06%	3.85%	4.19%	4.29%	4.02%
其中：财务费用	26.88	4.83	10.74	32.96	20.18	-24.70
财务费用率	0.98%	0.17%	0.33%	1.02%	0.52%	-0.94%
归母净利率	8.25%	8.24%	10.25%	9.55%	6.05%	3.60%
ROE	7.57%	7.58%	9.72%	8.33%	6.11%	2.45%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

卫生陶瓷核心贡献收入，智能卫浴和整体厨卫高增。2017-2021年卫生陶瓷产品营收贡献长期占50%以上，墙地砖营收占比从2017年营收占比11.5%持续提升到15.5%，是2021年收入增速最快的业务。智能卫浴和整体厨卫高增，未来成为支撑业绩的重要看点，

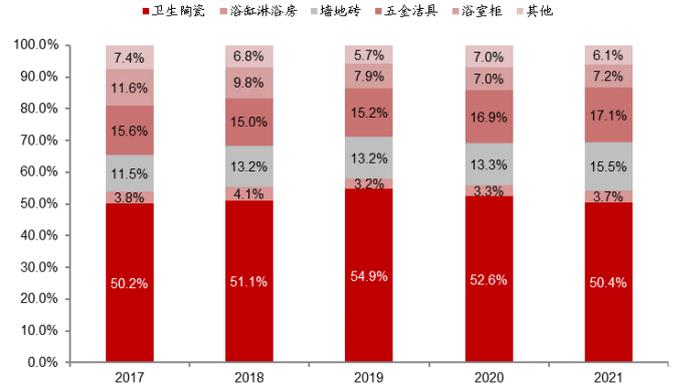
2021年智能卫浴收入4.09亿元，同比增长44.59%，营收占比达10.5%，占比提升有助持续拉升毛利；整体厨卫收入为8,559万元，同比增长233.27%。

图72: 惠达卫浴分产品营业收入(百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图73: 惠达卫浴分产品营业收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图74: 惠达卫浴分产品营收增速

	2018	2019	2020	2021
公司整体营收增速	6%	11%	0%	21%
卫生陶瓷	7.3%	18.7%	-4.0%	15.6%
浴缸淋浴房	15.0%	-15.2%	3.7%	36.7%
墙地砖	20.7%	10.9%	1.0%	40.5%
五金洁具	1.3%	12.2%	11.4%	22.1%
浴室柜	-10.6%	-11.1%	-10.6%	23.0%
其他	-3.6%	-7.2%	22.1%	5.7%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图75: 惠达卫浴分产品毛利率

	2017	2018	2019	2020	2021
公司整体毛利率	28%	28%	33%	31%	28%
卫生陶瓷	28%	30%	38%	35%	29%
浴缸淋浴房	17%	21%	21%	25%	23%
墙地砖	25%	27%	24%	20%	20%
五金洁具	29%	29%	31%	36%	35%
浴室柜	35%	29%	30%	30%	30%
其他	20%	20%	22%	17%	18%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

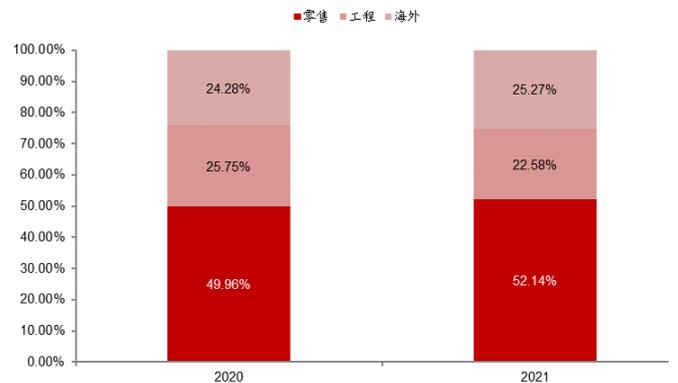
**聚焦零售家装发力, 网点布局全国。**惠达以零售渠道为主, 截至2022 H1, 公司境内专卖店2056家。2021年开始布局家装, 与业之峰、名匠装饰等头部装企达成合作。工程渠道方面未来加深央国企合作项目, 布局雄安新区与大湾区, 持续稳步发展。

图76: 惠达卫浴渠道结构(分地区)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图77: 惠达卫浴渠道结构(分渠道)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 5 风险提示

1. 智能化渗透率不及预期：目前智能化渗透率较低，仍需进行消费者教育与普及，同时终端消费升级不及预期也会影响智能化渗透进度。
2. 行业竞争加剧：卫浴行业市场份额较为分散，龙头竞争激烈，有价格战的可能。
3. 市场需求波动：地产后周期行业，市场需求受下游房地产调控政策影响较大。
4. 消费力恢复不及预期：疫后居民购买力和消费信心恢复有可能不及预期
5. 原材料价格波动：卫浴产品原材料包括陶瓷、五金、铜材等，原材料价格波动可能给企业带来成本压力。
6. 测算不及预期风险：行业市场规模及渗透率发展可能不及测算预期。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>