

箭牌家居 (001322)

2023 年半年报点评：智能坐便器加速渗透，推广力度加大短期盈利水平承压

增持（维持）

2023 年 08 月 22 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

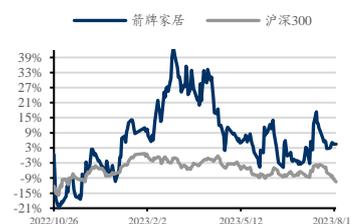
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	7,513	8,760	10,022	11,229
同比	-10%	17%	14%	12%
归属母公司净利润（百万元）	593	617	778	937
同比	3%	4%	26%	20%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.61	0.64	0.80	0.97
P/E（现价&最新股本摊薄）	28.68	27.57	21.85	18.15

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 34.34 亿元，同比+3.84%；归母净利 1.71 亿元，同比-28.24%。其中，Q2 公司实现营收 23.24 亿元，同比+6.69%；归母净利 1.68 亿元，同比-20.84%。
- **轻智能产品快速推广带动智能坐便器加速渗透。分产品看，**23H1 公司卫生陶瓷产品实现营收 16.71 亿元，同比+9.70%，龙头五金 9.48 亿元，同比+4.79%，主要卫浴产品仍然保持稳健增长。2023H1 公司智能坐便器销售数量同比增长 37.15%，收入同比增长 13.84%，占公司营业收入比例为 20.01%，同比增加 1.75 个百分点。公司通过轻智能产品的快速推广，降低了智能化产品消费的门槛，加速了产品渗透率的提升，智能马桶销量也取得快速增长。**分模式看，**23H1 公司经销模式收入(包括经销零售、电商、家装及工程)同比+1.07%；直销模式(主要为直营电商及直营工程)同比+26.82%。**分渠道看，**23H1 经销零售(门店)同比下滑 1.33%，电商渠道同比增长 15.01%，家装渠道同比增长 13.01%，工程渠道同比下降 1.22%，电商及家装渠道快速增长，零售渠道阶段性承压。
- **公司加大产品促销力度扩展市场份额致毛利率降低，持续推动降本增效。**2023H1 公司销售毛利率 29.44%，同比下降 5.4 个百分点，主要系 23H1 公司将扩大市场份额作为工作重心，产品促销力度较大从而影响力毛利率水平。分产品看，23H1 卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具毛利率分别为 29.58%/27.85%/28.12%，同比分别变动-7.54/-4.77/-6.44 pct。分渠道看，经销/零售渠道毛利率分别为 27.92%/37.57%，同比分别变动-6.22/-2.05pct。期间费用率方面，公司持续进行降本增效，23H1 期间费用率合计 22.02%，同比下降 2.2 个百分点，其中销售费用率同比下降 1.04 个百分点，主要系销售人员职工薪酬及经销商补贴减少。
- **经营性现金流大幅改善。**2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 1.79 亿元，同比+128.08%，主要系本期经营性现金流入金额增加，以及应付票据兑付金额减少所致。1) 收现比：23H1 公司收现比 109.34%，同比+6.43pct；2) 付现比：23H1 公司付现比 101.83%，同比-29.78pct。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内卫浴龙头，在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。未来公司有望借助产品智能化优化产品结构、产品销售套系化带动客单价提升、渠道线上化和精细化运作进一步夯实公司在卫浴行业的核心竞争力。考虑到公司目前以扩大市场份额为重心，毛利率水平受到一定影响，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.17/7.78/9.37 亿元（前值为 7.07/8.53/9.97 亿元），对应 PE 分别为 28X/22X/18X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.53
一年最低/最高价	13.31/25.35
市净率(倍)	3.57
流通 A 股市值(百万元)	1,693.56
总市值(百万元)	17,006.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.91
资产负债率(% ,LF)	51.40
总股本(百万股)	970.12
流通 A 股(百万股)	96.61

相关研究

《箭牌家居(001322)：智能化持续渗透，国产卫浴龙头加速崛起》

2023-07-02

箭牌家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,848	3,755	4,034	4,743	营业总收入	7,513	8,760	10,022	11,229
货币资金及交易性金融资产	1,900	1,350	1,425	1,709	营业成本(含金融类)	5,046	6,120	6,909	7,681
经营性应收款项	456	580	581	707	税金及附加	82	96	108	124
存货	1,379	1,718	1,908	2,214	销售费用	715	754	872	971
合同资产	0	0	0	0	管理费用	653	683	772	859
其他流动资产	113	106	120	113	研发费用	341	350	401	449
非流动资产	6,231	7,033	7,599	8,071	财务费用	16	39	56	53
长期股权投资	14	14	14	14	加:其他收益	48	57	60	62
固定资产及使用权资产	3,172	3,675	4,067	4,431	投资净收益	9	13	15	17
在建工程	1,726	2,019	2,184	2,281	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	950	955	965	975	减值损失	-23	-65	-70	-75
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	55	55	55	55	营业利润	694	722	910	1,095
其他非流动资产	315	315	315	315	营业外净收支	0	-2	-3	-3
资产总计	10,079	10,788	11,634	12,814	利润总额	694	720	907	1,092
流动负债	3,965	4,235	4,304	4,549	减:所得税	101	104	130	156
短期借款及一年内到期的非流动负债	420	420	420	420	净利润	592	616	777	936
经营性应付款项	2,734	2,775	2,714	2,833	减:少数股东损益	-1	-1	-1	-1
合同负债	266	257	290	323	归属母公司净利润	593	617	778	937
其他流动负债	544	784	880	973	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.64	0.80	0.97
非流动负债	1,371	1,371	1,371	1,371	EBIT	704	813	1,020	1,206
长期借款	1,229	1,229	1,229	1,229	EBITDA	1,059	1,196	1,444	1,675
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.85	30.14	31.06	31.59
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	7.89	7.04	7.76	8.35
其他非流动负债	141	141	141	141	收入增长率(%)	-10.27	16.59	14.40	12.05
负债合计	5,336	5,607	5,676	5,921	归母净利润增长率(%)	2.75	4.02	26.15	20.43
归属母公司股东权益	4,737	5,176	5,954	6,891					
少数股东权益	6	5	4	3					
所有者权益合计	4,743	5,181	5,958	6,894					
负债和股东权益	10,079	10,788	11,634	12,814					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	401	898	1,149	1,306	每股净资产(元)	4.91	5.34	6.14	7.10
投资活动现金流	-1,268	-1,174	-978	-926	最新发行在外股份(百万股)	970	970	970	970
筹资活动现金流	1,596	-274	-96	-96	ROIC(%)	11.44	10.52	12.11	12.80
现金净增加额	730	-550	75	284	ROE-摊薄(%)	12.52	11.92	13.07	13.60
折旧和摊销	354	383	423	468	资产负债率(%)	52.94	51.97	48.79	46.20
资本开支	-1,276	-1,187	-993	-943	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.68	27.57	21.85	18.15
营运资本变动	-672	-251	-206	-255	P/B (现价)	3.57	3.29	2.86	2.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>