

箭牌家居(001322)

报告日期: 2023年08月22日

智能马桶持续高增, 降本增效静待释放

——箭牌家居 23 年中报点评

投资要点

□ 箭牌家居发布 23 年中报

23H1 营收 34.34 亿元 (+3.84%), 归母净利润 1.71 亿元 (-28.2%), 其中 23Q2 收入 23.24 亿元 (+6.69%), 归母净利润 1.68 亿元 (-20.84%)。收入增长稳健, 主要受智能马桶高增支撑, 利润短期承压, 与全线促销抢份额策略有关。

□ 智能马桶高增, 普通卫浴承压

23H1 卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖/浴缸浴房/定制橱柜实现营业收入 16.71/9.48/3.35/2.1/1.76/0.46 亿元, 同比+9.7%/+4.79%/-6.22%/-16.50%/-1.61%/-5.61%。卫生陶瓷增长较快主要受智能马桶高增带动, 23H1 智能马桶收入 6.87 亿元 (+13.84%), 其中量+37.15%, 价-16.99%, 量增 Q2 环比 Q1 提速, 23H1 智能马桶占坐便器数量比重增加至 26.16%, 价格下跌除促销政策外, 也与轻智能马桶占比提升有关(数量占比从 30%提升 40%)。普通卫浴品类承压主要源于促销带来的价跌。

□ 电商家装高增, 零售工承压

23H1 零售/工程/电商/家装实现营业收入 13.42/8.49/7.16/5.09 亿元, 同增-1.23%/-1.22%/+15.01%/+13.01%。1) 零售: 上半年开店符合预期, 终端开店 14603 家, 相比 22 年底新增门店 1225 家, 以专卖店翻修和下沉新开店为主, 下半年重视零售保增长, 推动单店优化, 包括加强营销引流活动, 门店上新可视化体验升级, O2O 新零售业态探索等;2) 电商: Q2 提速, 除深耕天猫、京东等综合平台外, 加大抖音、快手、拼多多、小红书等新渠道布局, 618 智能马桶销售额同比增长超 60%, 家装主材品牌排名天猫 TOP1, 京东 TOP2, 苏宁易购 TOP1。3) 家装: 增长稳健, 与全国性头部家装公司达成战略合作, 同时协同经销商开展“家装城市合伙人”等活动以开拓当地中小微家装企业。4) 工程: 基本稳健, 符合公司以控风险为核心的策略。

□ 全线促销抢份额, 利润率短期承压

23H1 毛利率 29.4%(-5.4pct), 23Q2 毛利率 28.96%(-5.3pct), 主要受全线促销影响, 全品类毛利率均有下滑, 其中智能马桶 23H1 毛利率 33.03%(-6.64pct), 主要是促销加大及轻智能占比提升, 同时全渠道毛利率均有下滑, 其中零售下降最多 (-10pct)。

23H1 归母净利率 4.97% (-2.24pct), 23Q2 归母净利率 7.23% (-2.51pct), 主要受毛利率下滑拖累, 费用率有改善, 23Q2 期间费用率 17.86% (-1.72pct), 23Q2 销售/管理/研发费用率同比-0.55/-0.31/-0.56pct, 销售费用率下降与部分销售人员业绩未达标提成减少有关, 同时裸价促销策略更多影响毛利率端; 管理费用率下降主因公司均衡生产, 停工损失减少。

□ 库存管理优化, 现金流稳健

23H1 经营性现金流 1.79 亿元 (+128.08%), 主要是销售回款增加、采购付款及缴纳税费减少所致。23H1 存货 12.31 亿元, 相比 Q1 末下降 1.35 亿元, 库存周转加快, 公司推动经销商预测订单, 同时考核订单提货准确率, 带动库存管理优化。

□ 展望 23H2: 利润率环比优化可期

展望下半年, 公司着重“保增长, 提效益, 降成本”。收入端加强渠道下沉+门店优化+爆品打造, 叠加去年低基数, 我们预计收入环比提速。利润端优化促销策略+优化产品结构+自产率提升+供应链自动化提升降本, 我们预计下半年利润率环比持续优化。

□ 盈利预测与估值

投资评级: 增持(维持)

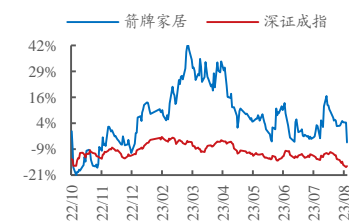
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 15.91
总市值(百万元)	15,434.64
总股本(百万股)	970.12

股票走势图



相关报告

1 《国货卫浴龙头, 领衔智能风潮》2023.06.10

我们认为公司短期加大促销抢份额，持续推动产品结构优化是必然之举，改革效益将徐徐释放，中长期不改国货卫浴龙头地位。我们预计 2023/2024/2025 年收入 86.55/99.74/115.66 亿元，分别同增+15.19%/+15.23%/+15.97%，净利润 6.42/7.8/9.41 亿元，分别同增+8.26%/+21.51%/+20.64%，当前市值对应 PE 24.04x/19.79x/16.4x，维持“增持”评级。

□ 风险提示

价格策略调整落地不及预期；市场竞争加剧；地产波动等。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,513	8,655	9,974	11,566
(+/-) (%)	-10.27%	15.19%	15.23%	15.97%
归母净利润	593	642	780	941
(+/-) (%)	2.75%	8.26%	21.51%	20.64%
每股收益(元)	0.61	0.66	0.80	0.97
P/E	26.03	24.04	19.79	16.40

资料来源：浙商证券研究所

图1: 公司季度业绩拆分

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业总收入	1,128.38	2,178.36	1,960.19	2,246.54	1,109.56	2,324.18
YOY		-3.19%	-14.05%	-18.50%	-1.67%	6.69%
归母净利润	26.24	212.46	183.95	170.37	3.11	168.18
YOY		48.49%	10.41%	-32.57%	-88.15%	-20.84%
扣非归母净利润			173.21	151.41	(15.54)	165.12
毛利率	35.91%	34.29%	32.53%	30.18%	30.44%	28.96%
期间费用率	33.16%	19.58%	22.06%	21.91%	30.74%	17.86%
其中: 销售费用	129.76	185.41	187.85	212.31	106.42	184.98
销售费用率	11.50%	8.51%	9.58%	9.45%	9.59%	7.96%
其中: 管理费用	184.59	147.62	147.82	173.36	165.78	150.18
管理费用率	16.36%	6.78%	7.54%	7.72%	14.94%	6.46%
其中: 研发费用	57.16	88.55	89.74	105.13	68.63	81.56
研发费用率	5.07%	4.07%	4.58%	4.68%	6.18%	3.51%
其中: 财务费用	2.67	4.92	7.04	1.51	0.30	-1.61
财务费用率	0.24%	0.23%	0.36%	0.07%	0.03%	-0.07%
归母净利率	2.33%	9.75%	9.38%	7.58%	0.28%	7.24%
扣非归母净利率			8.84%	6.74%	-1.40%	7.10%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 收入产品拆分

	2021A	2022A	23Q1	23Q2	23H1
卫生陶瓷	3734.29	3509.89	533.54	1137.64	1671.18
占比	44.83%	46.71%	48.09%	48.95%	48.67%
YOY	24.58%	-6.01%	2.60%	13.38%	9.70%
毛利率	33.54%	34.03%	30.02%	29.37%	29.58%
其中: 智能坐便器	1403.12	1389.13	224.45	462.77	687.21
占比	16.76%	18.49%	20.23%	19.91%	20.01%
YOY	40.09%	-1.00%	11.21%	15.16%	13.84%
量(万台)	81.78	83.80	14.78	32.04	46.82
YOY		2.47%	31.31%	37.14%	37.15%
价	1716	1658	1519	1444	1468
YOY		-3.38%	-15.3%	-17.8%	-16.99%
毛利率	35.07%	36.47%			33.03%
YOY		1.40%			-6.64%
龙头五金	2250.77	2069.76	286.89	660.99	947.88
占比	27.02%	27.55%	25.86%	28.44%	27.60%
YOY	37.58%	-8.04%	-1.43%	7.74%	4.79%
毛利率	26.70%	30.50%	30.96%	26.50%	27.85%
浴室家具	923.94	807.80	121.51	213.54	335.05
占比	11.09%	10.75%	10.95%	9.19%	9.76%
YOY	28.33%	-12.57%	-12.36%	-2.32%	-6.22%
毛利率	27.42%	32.21%	25.94%	29.36%	28.12%
瓷砖	624.80	512.43	63.69	146.75	210.44
占比	7.50%	6.82%	5.74%	6.31%	6.13%
YOY	12.07%	-17.98%	-13.77%	-17.63%	-16.50%
毛利率	20.36%	24.17%	27.63%	27.66%	27.65%
浴缸浴房	559.12	412.60	69.33	106.52	175.85
占比	6.71%	5.49%	6.25%	4.58%	5.12%
YOY	43.54%	-26.21%	-2.37%	-1.11%	-1.61%
毛利率	33.70%	40.80%	37.31%	36.02%	36.53%
定制橱柜	183.87	104.98	15.91	30.50	46.41
占比	2.21%	1.40%	1.43%	1.31%	1.35%
YOY	42.10%	-42.91%	-9.98%	-3.16%	-5.61%
毛利率	17.87%	24.27%	23.50%	16.90%	19.16%
其他	53.62	96.00	11.56	17.76	29.32
占比	0.64%	1.28%	1.04%	0.76%	0.85%
YOY	12.40%	79.04%	31.15%	12.41%	19.12%
毛利率	42.75%	56.26%	44.56%	45.77%	45.29%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 收入渠道拆分

	2021A	2022A	23Q1	23Q2	23H1
零售	3497.81	3070.67	438.97	902.80	1341.77
占比	42.0%	40.9%	39.6%	38.84%	39.1%
YOY	15.80%	-12.21%	-10.1%	3.8%	-1.23%
毛利率	33.97%	37.68%	33.02%	30.62%	31.41%
工程	2344.24	1850.81	262.50	586.42	848.91
占比	28.1%	24.6%	23.7%	25.23%	24.7%
YOY	22.16%	-21.05%	-0.1%	-1.7%	-1.22%
毛利率	24.26%	26.53%	24.80%	25.99%	25.62%
电商	1530.82	1508.34	229.11	486.87	715.99
占比	18.4%	20.1%	20.6%	20.95%	20.9%
YOY	48.61%	-1.47%	3.3%	21.5%	15.01%
毛利率	29.89%	32.62%	37.86%	29.69%	32.30%
家装	957.53	1045.48	171.84	337.62	509.46
占比	11.49%	13.91%	15.5%	14.53%	14.8%
YOY	88.49%	9.19%	15.9%	11.6%	13.01%
毛利率	27.56%	28.30%	24.47%	25.12%	24.90%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,848	5,901	5,529	8,569
现金	1,900	3,609	3,095	5,341
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	424	439	569	637
其它应收款	28	63	7	84
预付账款	32	41	45	52
存货	1,379	1,664	1,728	2,370
其他	85	85	85	85
非流动资产	6,231	7,029	7,847	8,651
金融资产类	168	168	168	168
长期投资	14	14	14	15
固定资产	3,169	3,394	3,592	3,814
无形资产	950	948	943	939
在建工程	1,726	2,301	2,931	3,524
其他	204	203	199	191
资产总计	10,079	12,930	13,376	17,220
流动负债	3,965	5,952	5,168	7,621
短期借款	300	274	248	259
应付款项	2,734	4,376	3,575	5,845
预收账款	0	0	0	0
其他	931	1,301	1,345	1,517
非流动负债	1,371	1,771	2,221	2,671
长期借款	1,229	1,629	2,079	2,529
其他	142	142	142	142
负债合计	5,336	7,723	7,389	10,292
少数股东权益	6	6	6	6
归属母公司股东权	4,737	5,201	5,981	6,922
负债和股东权益	10,079	12,930	13,376	17,220

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7513	8655	9974	11566
营业成本	5046	5942	6827	7894
营业税金及附加	82	94	108	126
营业费用	715	772	890	1032
管理费用	653	709	807	913
研发费用	341	349	392	443
财务费用	16	38	32	52
资产减值损失	(57)	5	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
其他经营收益	48	0	0	0
营业利润	694	755	918	1107
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	694	755	918	1107
所得税	101	113	138	166
净利润	592	642	780	941
少数股东损益	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	593	642	780	941
EBITDA	1059	1134	1345	1585
EPS (最新摊薄)	0.61	0.66	0.80	0.97

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-10.27%	15.19%	15.23%	15.97%
营业利润	10.25%	8.88%	21.51%	20.64%
归属母公司净利润	2.75%	8.26%	21.51%	20.64%
获利能力				
毛利率	32.85%	31.35%	31.55%	31.75%
净利率	7.89%	7.42%	7.82%	8.14%
ROE	12.52%	12.34%	13.04%	13.60%
ROIC	9.41%	9.27%	9.56%	10.00%
偿债能力				
资产负债率	52.94%	59.73%	55.24%	59.77%
净负债比率	112.50%	148.31%	123.41%	148.55%
流动比率	0.97	0.99	1.07	1.12
速动比率	0.59	0.69	0.71	0.80
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.75	0.76	0.76
应收账款周转率	21.61	26.21	25.49	24.26
应付账款周转率	3.04	3.16	3.28	3.16
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.66	0.80	0.97
每股经营现金	0.41	2.81	0.38	3.22
每股净资产	4.88	5.36	6.17	7.14
估值比率				
P/E	26.03	24.04	19.79	16.40
P/B	3.26	2.97	2.58	2.23
EV/EBITDA	13.63	12.21	11.00	8.20

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	401	2,728	370	3,128
净利润	592	642	780	941
折旧摊销	354	346	396	428
财务费用	32	76	94	114
投资损失	(9)	0	0	0
营运资金变动	(672)	1,669	(900)	1,647
其它	103	(5)	(1)	(1)
投资活动现金流	(1,268)	(1,139)	(1,214)	(1,231)
资本支出	(1,276)	(1,138)	(1,217)	(1,235)
长期投资	(1)	(2)	3	4
其他	9	0	(0)	0
筹资活动现金流	1,596	120	330	348
短期借款	87	(26)	(26)	11
长期借款	337	400	450	450
其他	1,172	(253)	(94)	(114)
现金净增加额	730	1,709	(514)	2,246

资料来源：浙商证券研究所

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>