

箭牌家居 (001322.SZ)

2023H1 业绩阶段承压，智能化+全渠道持续推进

2023 年 08 月 23 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）
周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

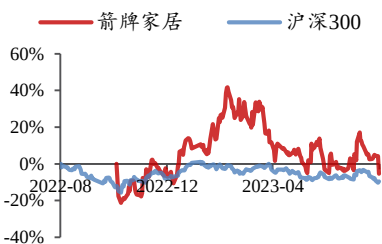
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/8/22
当前股价(元)	15.91
一年最高最低(元)	25.35/13.31
总市值(亿元)	154.35
流通市值(亿元)	15.37
总股本(亿股)	9.70
流通股本(亿股)	0.97
近 3 个月换手率(%)	433.39

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《发布股权激励草案，彰显对未来规模 and 盈利能力提升信心——公司信息更新报告》-2023.5.23

《2023Q1 业绩阶段性承压，产品结构持续优化——公司信息更新报告》-2023.4.26

《2022 年业绩符合预期，智能化+全渠道布局拉动成长——公司信息更新报告》-2023.4.14

● 2023 年业绩阶段承压，智能化+全渠道布局持续推进，维持“买入”评级

公司 2023 年上半年实现营收 34.34 亿元（+3.84%），实现归母净利润 1.71 亿元（-28.37%），实现扣非归母净利润 1.50 亿元（-30.8%）。单季度看，2023Q2 公司实现营收 23.24 亿元（+6.69%），实现归母净利润 1.68 亿元（-20.84%）。我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 6.82/8.11/9.71 亿元（原值为 7.40/8.76/10.54 亿元），对应 EPS 为 0.70/0.84/1.00 元，当前股价对应 PE 22.6/19.0/15.9 倍，智能化+全渠道布局将继续拉动公司成长，维持“买入”评级。

● 收入：各品类及渠道营收承压，智能产品收入占比持续提升

分产品看，公司上半年仍以卫生陶瓷产品销售为主，产品收入占比 48.67%。卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖/浴缸浴房分别实现收入 16.7/9.5/3.4/2.1/1.8 亿元，同比变动+9.7%/+4.8%/-6.2%/-16.5%/-1.6%。智能坐便器方面，产品销量同比增长 37.15%，收入同比增长 13.84%，收入占比提升 1.75pct 至 20.01%，产品销量增速慢于收入主系轻智能产品销售占比增多及促销政策持续推行，智能坐便器产品均价略有下行。分渠道看，公司零售/电商/家装/工程收入分别为 13.4/7.2/5.1/8.5 亿元，同比-1.2%/+15.0%/+13.0%/-1.2%，电商及家装增长亮眼。

● 盈利能力：净利率因毛利率下降承压，费用管控成效初显

公司盈利能力受促销政策影响阶段性承压。2023H1 公司毛利率为 29.4%（-5.4pct）。费用率方面，公司期间费用率 22.0%（-2.2pct），销售/管理/研发费用率分别为 8.5%/9.2%/4.4%，同比变动为-1.0/+0.5/-0.2pct，综合影响下公司净利同比下降 2.2pct 至 5.0%。单季度看，2023Q2 公司毛利率 29.0%（-5.3pct）；期间费用率为 17.9%（-1.7pct）。综合影响下，公司净利率同比下降 2.5pct 至 7.2%。

● 公司亮点及展望：智能产品发展可期，全渠道拓展持续推进

展望公司 2023 年发展，收入层面看，（1）产品端：公司将继续推动智能产品迭代升级，以此带动公司产品结构持续优化。上半年公司智能坐便器实现收入及销量双增，并陆续推出了智能花洒、智能浴室镜等产品，智能龙头、智能浴室柜、等智能产品也将陆续上市。（2）渠道端：2023H1 公司终端网点数量新增 1225 家至 14603 家，以家装店、社区店及乡镇店为主，公司空白市场进一步填满。未来公司将继续采取全渠道营销模式，强化门店升级、并推进渠道下沉，完善营销网络建设。业绩层面看，公司智能化升级下产品结构预计持续优化，叠加信息化、自动化生产平台搭建、精益管理等控费降本举措推进，盈利能力修复逻辑通顺。

● 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,373	7,513	8,640	9,980	11,626
YOY(%)	28.8	-10.3	15.0	15.5	16.5
归母净利润(百万元)	577	593	682	811	971
YOY(%)	-1.9	2.8	15.1	18.8	19.7
毛利率(%)	30.1	32.8	33.6	33.9	34.0
净利率(%)	6.9	7.9	7.9	8.1	8.3
ROE(%)	19.4	12.5	13.0	13.5	14.1
EPS(摊薄/元)	0.59	0.61	0.70	0.84	1.00
P/E(倍)	26.7	26.0	22.6	19.0	15.9
P/B(倍)	5.2	3.3	2.9	2.6	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3523	3848	4114	4539	5485
现金	1562	1900	2185	2524	2940
应收票据及应收账款	413	424	0	0	0
其他应收款	19	28	25	36	36
预付账款	38	32	49	44	64
存货	1389	1379	1769	1850	2359
其他流动资产	103	85	85	85	85
非流动资产	5247	6231	6645	6967	7376
长期投资	13	14	16	17	18
固定资产	2659	3169	3656	4126	4626
无形资产	954	950	1101	1122	1128
其他非流动资产	1620	2098	1872	1702	1604
资产总计	8770	10079	10758	11507	12861
流动负债	4765	3965	4340	4559	5238
短期借款	213	300	2971	3356	3691
应付票据及应付账款	3414	2734	0	0	0
其他流动负债	1138	931	1369	1203	1547
非流动负债	1030	1371	1172	951	735
长期借款	892	1229	1029	809	593
其他非流动负债	139	142	142	142	142
负债合计	5795	5336	5512	5510	5973
少数股东权益	7	6	5	4	2
股本	869	966	966	966	966
资本公积	955	2034	2034	2034	2034
留存收益	1144	1737	2350	3052	3849
归属母公司股东权益	2968	4737	5241	5993	6885
负债和股东权益	8770	10079	10758	11507	12861

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	906	401	-1283	1139	1446
净利润	576	592	681	810	969
折旧摊销	311	348	350	417	491
财务费用	16	16	113	185	193
投资损失	-11	-9	-13	-11	-11
营运资金变动	-157	-688	-2378	-216	-180
其他经营现金流	172	140	-36	-46	-17
投资活动现金流	-1214	-1268	-751	-729	-889
资本支出	1113	1278	762	738	898
长期投资	-122	0	-2	-1	-2
其他投资现金流	21	10	13	11	11
筹资活动现金流	343	1596	-353	-456	-476
短期借款	-139	87	2671	385	335
长期借款	496	337	-199	-221	-216
普通股增加	0	97	0	0	0
资本公积增加	15	1079	0	0	0
其他筹资现金流	-28	-3	-2825	-620	-594
现金净增加额	36	730	-2386	-46	82

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8373	7513	8640	9980	11626
营业成本	5856	5046	5738	6598	7673
营业税金及附加	85	82	92	105	125
营业费用	799	715	886	1009	1012
管理费用	547	653	815	937	1162
研发费用	288	341	397	419	523
财务费用	16	16	113	185	193
资产减值损失	-86	-57	-80	-90	-100
其他收益	38	48	55	47	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	9	13	11	11
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	629	694	782	920	1116
营业外收入	19	14	14	16	15
营业外支出	13	14	22	16	17
利润总额	636	694	774	920	1113
所得税	59	101	93	110	143
净利润	576	592	681	810	969
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	577	593	682	811	971
EBITDA	971	1084	1203	1492	1762
EPS(元)	0.59	0.61	0.70	0.84	1.00

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.8	-10.3	15.0	15.5	16.5
营业利润(%)	-9.8	10.3	12.7	17.7	21.2
归属于母公司净利润(%)	-1.9	2.8	15.1	18.8	19.7
获利能力					
毛利率(%)	30.1	32.8	33.6	33.9	34.0
净利率(%)	6.9	7.9	7.9	8.1	8.3
ROE(%)	19.4	12.5	13.0	13.5	14.1
ROIC(%)	14.1	9.6	7.8	9.0	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	66.1	52.9	51.2	47.9	46.4
净负债比率(%)	-9.5	-2.5	42.0	34.0	25.5
流动比率	0.7	1.0	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	30.1	21.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.7	3.0	7.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.61	0.70	0.84	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.41	-1.32	1.17	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.06	4.88	5.40	6.18	7.10
估值比率					
P/E	26.7	26.0	22.6	19.0	15.9
P/B	5.2	3.3	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	15.5	14.1	14.6	11.7	9.7

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