

箭牌家居 (001322.SZ)

民族卫浴龙头品牌，行业地位和盈利能力有望持续提升

核心观点：

- **民族卫浴龙头品牌，引领行业发展和技术革新。**箭牌家居集团是国内较早进入陶瓷卫浴行业的企业之一，董事长谢岳荣先生深耕行业 30 余年，持续引领行业发展和技术革新。
- **卫浴行业大市场，外资品牌领先，民族品牌追赶。**2021 年卫浴行业市场规模预计 2000 亿元，存量需求提升对冲新房需求下滑，行业增长动能切换至卫浴空间品类拓展、多渠道布局、下沉市场开拓等；目前外资领先，民族品牌在快速崛起，2018 年 CR3 约 39%，相较日本 90% 还有提升空间；我们认为全渠道建设是民族品牌突围的优势之一，此外，智能坐便器低渗透率下的高增长潜力也为民族品牌超越提供快车道。
- **箭牌品牌持续沉淀，渠道后劲十足，智能化+套系化拓宽边际。**公司坚持发展多品牌战略，三大品牌差异化定位，价格带覆盖面更广，产品品质与国际卫浴公司实现对标后，品牌形象也在持续提升、静待时间的沉淀；公司建设了覆盖范围广、网点数量多的庞大经销网络，终端网点数量断层领先，相较同行具备先发优势，奠定公司长期成长的基本盘，直营电商倾注资源、近年快速成长，契合智能产品和龙头五金的消费，提供增长后劲；产品端坚持自研自产，智能产品占比快速提升，套系化销售拓宽边际，客单价和毛利率均具备较大的增长潜力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.69、0.88、1.12 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 24.6、19.3、15.1 倍。参考可比公司估值，考虑渠道端（经销渠道领先优势明显、直营电商快速成长）和产品端（智能化+套系化拓宽边际）的优势，给予公司 23 年 25 倍 PE，对应合理价值 21.89 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**渠道开拓和终端需求恢复不及预期，智能产品研发和市场推广不及预期，原材料和原燃料价格波动超预期。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,502	8,373	7,821	9,358	10,979
增长率（%）	-2.3	28.8	-6.6	19.7	17.3
EBITDA（百万元）	1,002	953	1,201	1,524	1,880
归母净利润（百万元）	589	577	662	845	1,082
增长率（%）	5.8	-1.9	14.7	27.8	27.9
EPS（元/股）	0.68	0.66	0.69	0.88	1.12
市盈率（x）	-	-	24.61	19.27	15.06
ROE（%）	24.8	19.4	14.2	15.3	16.3
EV/EBITDA（x）	-	-	13.06	10.01	7.72

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

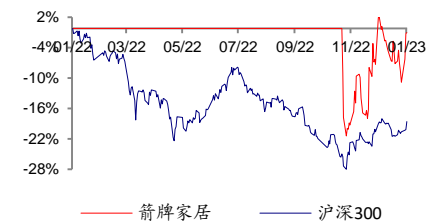
公司评级

公司评级	买入
当前价格	16.87 元
合理价值	21.89 元
报告日期	2023-01-05

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	965.61/96.61
总市值/流通市值（亿元）	162.90/16.30
一年内最高/最低（元）	17.39/13.39
30 日日均成交量/成交额（百万）	5.79/95.92
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-0.82/-0.82

相对市场表现



分析师：



邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-38003689

分析师：



zouge@gf.com.cn



谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592

分析师：



021-38003688



xielu@gf.com.cn



张乾



SAC 执证号：S0260522080003



021-38003687



gzhangqian@gf.com.cn

分析师：



曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

请注意，邹戈、张乾、曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、民族卫浴龙头品牌，ROE 领先同行	6
（一）国内陶瓷卫浴龙头品牌，多元自主品牌建设，家居全品类拓展	6
（二）ROE 领先同行，稳健前行	10
二、卫浴行业大市场，外资领先，民族品牌奋力追赶	14
（一）2000 亿卫浴市场仍有增长潜力，外资品牌领先、民族品牌追赶	14
（二）全渠道建设或是民族卫浴品牌突围的优势之一	17
（三）智能坐便器：低渗透率下的高成长空间，为民族品牌超越提供车道	20
三、品牌持续沉淀，渠道后劲十足，智能化+套系化拓宽边际	25
（一）旗下品牌差异化定位、覆盖面广，品牌形象持续提升	25
（二）深耕经销渠道，直营电商倾注资源快速成长，后劲十足	29
（三）坚持自研自产，智能化产品+套系化销售拓宽边际	36
四、盈利预测和投资建议	41
五、风险提示	45

图表索引

图 1: 箭牌家居企业发展历程 (上)、产品线拓展历程 (下)	6
图 2: 箭牌家居股权结构 (截至 2022 年 11 月)	9
图 3: 2018-22Q3 营业收入及同比增速	10
图 4: 2018-22Q3 归母净利润及同比增速	10
图 5: 2018-22H1 各业务收入增速	11
图 6: 2018-22H1 各业务收入占比	11
图 7: 2018-22Q3 公司综合毛利率和净利率	12
图 8: 2018-2021 年公司分业务毛利率	12
图 9: 2018-22Q3 公司期间费用率	12
图 10: 2018-22Q3 可比上市公司 ROE (TTM)	12
图 11: 2018-22Q3 可比上市公司总资产周转率 (次)	12
图 12: 2018-22Q3 可比上市公司应收账款及票据周转率 (次)	12
图 13: 2018-22Q3 可比上市公司存货周转率 (次)	13
图 14: 2018-22H1 公司存货跌价准备及其占比	13
图 15: 2018-22Q3 经营性现金流、资本开支及净现比	13
图 16: 2018-22Q3 净运营资本和净营业周期	13
图 17: 卫浴空间的构成	14
图 18: 2013-2021 年中国卫浴行业市场规模	14
图 19: 2008-2021 年中国卫生陶瓷制品产量	14
图 20: 2010-2021 年规上卫生陶瓷企业主营收入	14
图 21: 2000-2022 年 11 月商品房新开工面积及同比增速	15
图 22: 2000-2022 年 11 月商品房竣工面积及同比增速	15
图 23: 1998-2021 年城镇住宅存量套数	16
图 24: 2018 年中国卫浴行业各企业市场份额	16
图 25: 2013-2018 年中国卫浴行业市场 CR3	16
图 26: 智能坐便器产品演变趋势、消费结构变化、多方面综合对比	20
图 27: 2014-2021 年国内智能坐便器市场规模及增速	20
图 28: 2014-2021 年智能坐便器国内消费量及增速	20
图 29: 中国智能坐便器家庭普及率 (保有量)	21
图 30: 部分国家智能坐便器渗透率对比 (保有量)	21
图 31: 2019-2021 年中国智能坐便器分渠道销量及增速	22
图 32: 智能坐便器线上销售规模及同比增速	22
图 33: 智能坐便器线上销售结构占比和各品类增速	23
图 34: 智能坐便器线上销售均价	23
图 35: 智能一体机线上销售品牌集中度	23
图 36: 2021 年智能一体机线上销售品牌竞争格局	23
图 37: 智能马桶盖线上销售品牌集中度	24
图 38: 2021 年智能马桶盖线上销售品牌竞争格局	24
图 39: 精装修智能坐便器配套规模、增速及配套率	24

图 40: 2021 年精装修智能坐便器配套品牌竞争格局.....	24
图 41: 2011-2022 年各卫浴品牌百度搜索指数（以年度计的日均值）.....	25
图 42: 公司产品所获奖项（部分）.....	26
图 43: 2022 年北京冬奥会国家体育馆官方独家供应商.....	27
图 44: 2022 年杭州亚运会官方卫浴产品供应商.....	27
图 45: 2018-22H1 可比上市公司广告宣传费（亿元）.....	28
图 46: 2018-22H1 公司广义广宣费用及其占比.....	28
图 47: 2018-2021 年公司不同销售模式营收占比.....	29
图 48: 2019-2021 年公司不同销售渠道营收占比.....	29
图 49: 2019-2021 年公司不同销售模式毛利率.....	30
图 50: 2019-2021 年公司不同销售渠道毛利率.....	30
图 51: 2018-2021 年公司经销商和分销商数量.....	31
图 52: 2018-2021 年公司经销和分销网点数量.....	31
图 53: 可比公司经销收入占比（按最新公开披露数据）.....	31
图 54: 可比公司终端网点数量（按最新公开披露数据）.....	31
图 55: 公司给经销商的销售折扣率在 32-34%，对应经销商的加价空间大.....	32
图 56: 2018-22H1 公司对经销商的补贴情况.....	33
图 57: 2018-2021 年公司直营电商增长迅速.....	34
图 58: 直营电商毛利率远高于其他渠道.....	34
图 59: 2018-22H1 公司电商平台费用及费用率.....	35
图 60: 2022 年 618 卫浴/家装主材品牌销售额排行榜——箭牌天猫第二、京东第二、苏宁易购第一.....	35
图 61: 2022 年双十一卫浴品牌销售额排行榜——箭牌天猫第三、京东第二、抖音第四.....	35
图 62: 2019-2021 年直营电商订单数量分布.....	36
图 63: 2019-2021 年直营电商订单金额分布.....	36
图 64: 2018-2021 年主要产品自产比例.....	37
图 65: 2018-2021 年公司主营业务收入按区域构成.....	37
图 66: 箭牌家居生产基地布局.....	37
图 67: 2018-22H1 公司研发费用及其费用占比.....	38
图 68: 2018-2021 年公司智能坐便器收入占比.....	38
图 69: 箭牌携手华为鸿蒙开启智能家居全场景新体验.....	39
图 70: 箭牌家居语音控制智能卫生间.....	39
图 71: 2018-2021 年公司各品类配套率（相对坐便器+蹲便器）.....	39
表 1: 集团旗下三大品牌.....	7
表 2: 箭牌家居产品品类.....	7
表 3: IPO 募投情况.....	9
表 4: 2019-2021 年民族卫浴品牌前 10 强.....	17
表 5: 卫浴行业渠道构成.....	18

表 6: 2020-2022 年天猫双十一卫浴销售排行榜	19
表 7: 卫浴洁具类地产商 500 强首选建材供应商品牌前十名 (2017-2021 年) ..	19
表 8: 淋浴房类地产商 500 强首选建材供应商品牌前五名 (2017-2021 年)	19
表 9: 国内市场头部卫浴品牌对比 (单位: 元)	26
表 10: 箭牌参与制定的国家标准/行业标准/团体标准	27
表 11: 2019-2021 年公司不同销售模式和销售渠道下的营收占比	29
表 12: 2019-2021 年公司不同销售模式和销售渠道下的毛利率	30
表 13: 各类型终端门店划分标准	31
表 14: 经销商返点比例具体计算方法	32
表 15: 套系化销售提升客单值	40
表 16: 分业务盈利预测	42
表 17: 费用率假设	43
表 18: 可比公司估值表 (Wind 一致预期)	44

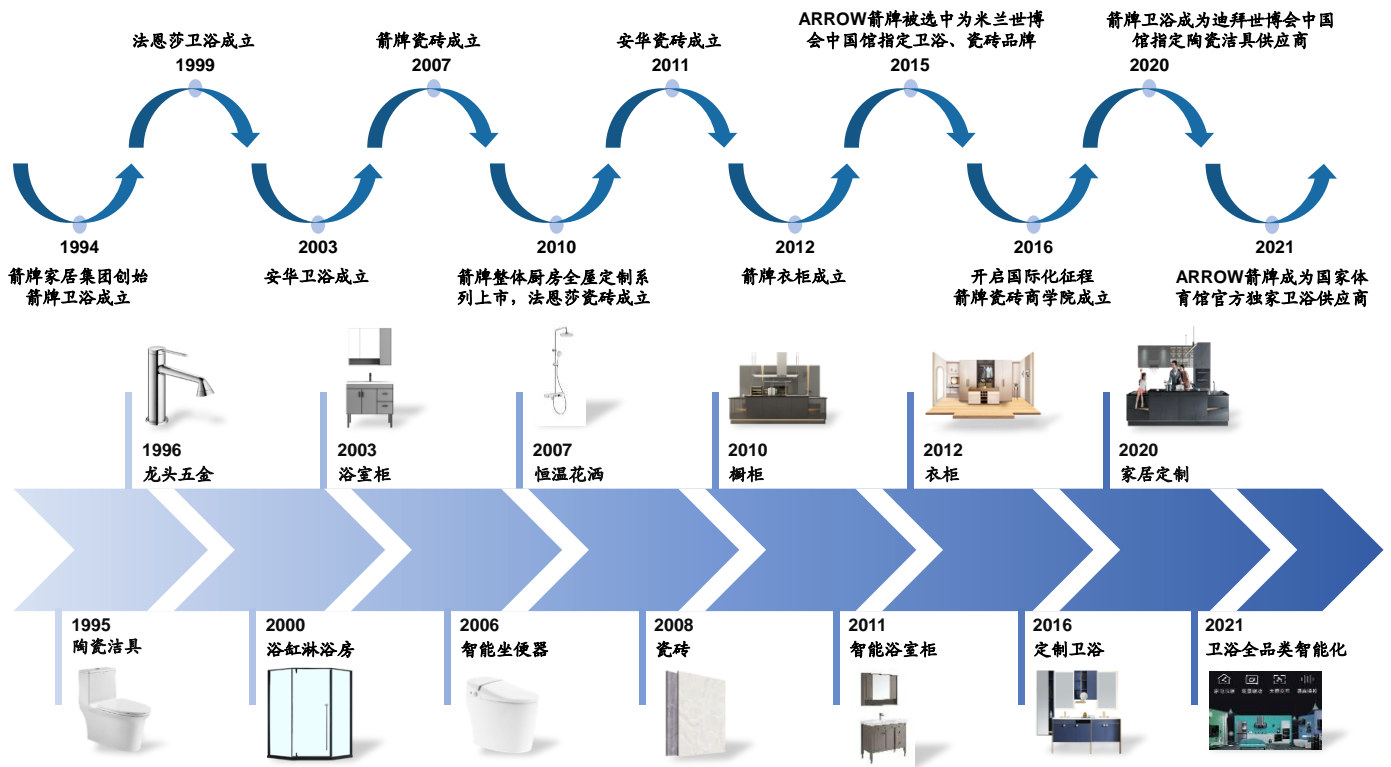
一、民族卫浴龙头品牌，ROE 领先同行

（一）国内陶瓷卫浴龙头品牌，多元自主品牌建设，家居全品类拓展

ARROW箭牌家居集团是国内较早进入陶瓷卫浴行业的企业之一，总部位于广东佛山，经过多年的产品研发、市场培育、品牌运营，公司已经成为国内陶瓷卫浴行业头部企业，在国内市场拥有较高的市场占有率和良好的品牌美誉度。

回顾箭牌家居的发展历程，可以概括为两个关键词“多元自主品牌建设”和“家居全品类拓展”：1994年，箭牌家居集团创始，箭牌卫浴成立，第一条窑炉建成投产；1999年，法恩莎卫浴成立；2003年，安华卫浴成立，同年在行业内率先提出“卫浴配套”的概念，将产品系列迅速扩充到浴室全线产品；2007年，箭牌瓷砖成立，提出整体人居空间的解决方案；2010年，箭牌整体厨房全屋定制系列产品创新上市，同年法恩莎瓷砖成立；2011年，安华瓷砖成立；2012年，箭牌衣柜成立；2015年，ARROW箭牌卫浴、瓷砖被选中为意大利米兰世博会中国馆指定卫浴、瓷砖品牌，同年箭牌家居定制于广东三水生产基地投产，开启工业4.0时代；2016年，箭牌家居定制进驻美国佐治亚洲和佛罗里达州，开启国际化征程，箭牌瓷砖商学院正式成立；2019年，ARROW箭牌家居新零售体验馆开业，箭牌整体厨房全屋定制掀起品牌升级的新篇章；2020年，箭牌卫浴成为迪拜世博会中国馆指定陶瓷洁具供应商；2021年，ARROW箭牌成为国家体育馆官方独家卫浴供应商。




图1：箭牌家居企业发展历程（上）、产品线拓展历程（下）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

“多元自主品牌建设”——公司旗下拥有ARROW箭牌、FAENZA法恩莎、ANNWA安华三大自主品牌，秉持着差异化的品牌愿景和品牌定位，三大品牌面向不同的受众人群，同时又能有效整合协同集团的销售渠道、生产研发和技术资源。

表1：集团旗下三大品牌




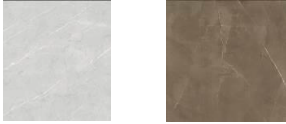

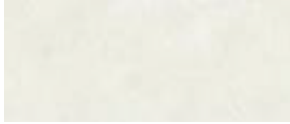



品牌标识	创立时间	品牌愿景	品牌定位
 箭牌卫浴·瓷砖·家居定制	1994年	智慧家居	致力于改善家居生活品质、创新智慧生活空间，历经二十多年的快速发展，已逐步成长为具有较高知名度的民族卫浴品牌，正在向国际一流智慧家居品牌进发。
 法恩莎卫浴·瓷砖	1999年	艺术家居	致力于引领国际化的艺术家居生活方式，营造生活仪式感，提供艺术与生活统一的产品和服务。
 安华卫浴·瓷砖	2003年	时尚家居	致力于打造年轻时尚的生活方式，通过产品的智能科技、时尚设计、人性化功能和优质服务，成为更懂年轻人的时尚家居品牌。

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

“家居全品类拓展”——公司目前生产产品范围涵盖卫浴（卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、浴缸浴房）、瓷砖、定制橱柜和其他（全屋家居涉及的零部件及五金件）等全系列家居产品，从坐便器单一细分品类，到整合厨房卫浴场景的各品类，目前在往全屋家居定制进行转变，致力于为消费者提供一站式智慧家居解决方案。

表2：箭牌家居产品品类

分类	产品品类					
卫生陶瓷						
	智能坐便器	普通坐便器	蹲便器	小便器	盆类	水箱及配件等
龙头五金						
	恒温花洒	淋浴花洒	水龙头	挂件	智能晾衣架	地漏
浴室家具						
	浴室柜					

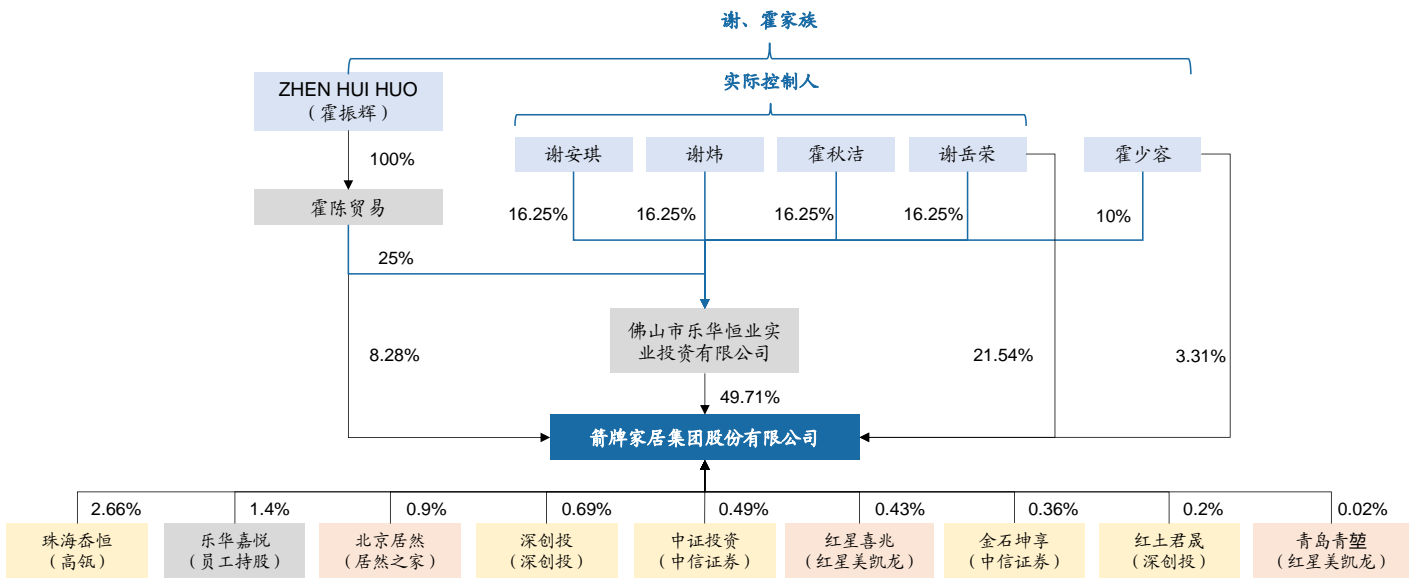
浴缸浴房			
	浴缸	浴房	淋浴屏风
瓷砖			
	抛釉砖	仿古砖	瓷片
定制橱柜			
	定制橱柜	定制衣柜	定制阳台柜
其他产品	全屋家居涉及的零部件及五金件等		

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

民营家族企业、股权集中，引入知名战投、产业合作方和员工持股平台，优化股权结构，助力长期发展。公司实控人为谢岳荣、霍秋洁、谢安琪和谢炜，谢岳荣与霍秋洁为夫妻关系，谢安琪、谢炜为两人之子女，截至2022年11月，实控人直接或间接持有公司54%的股权，家族（实控人+霍少容+霍振辉）合计持有公司83%的股权。2019-2020年，公司增资扩股引进外部战投，包括高瓴系（珠海香恒）、深创投系（深创投、红土君晟）、中信证券系（中证投资、金石坤享），完善股权结构，提高治理水平；另一方面，公司引入居然之家、红星美凯龙等产业合作方，加强渠道合作、提高业务协同。公司针对部分高管和核心技术人员设立了员工持股平台乐华嘉悦，目前持有1.4%的股权，增强员工归属感，提高团队凝聚力。

董事长谢总深耕行业30余年，不断引领技术革新和行业发展。董事长谢岳荣先生1984年从景德镇陶瓷大学毕业后进入佛山市东平厂工作（东鹏前身），1994年自立门户创办顺德市乐华陶瓷洁具厂并担任董事长和总经理，2013年至今任箭牌家居集团董事长、总经理，具备丰富的生产和管理经验。谢总现担任中装协住宅产业分会会长、全国工商联家具装饰业商会副会长等职务，并荣获2010-2020中国家居金狮奖十年功勋人物、中国家装最具影响力十大风云人物等称号，深耕行业30余年。

图2: 箭牌家居股权结构 (截至2022年11月)



数据来源: Wind, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

IPO募资总额12.3亿元 (扣除发行费用后11.6亿元), 主要用于提升智能化水平、扩充产能 (龙头五金产能相对饱和)、渠道和品牌建设。募投项目包括智能家居产品产能技术改造项目、年产1000万套水龙头+300万套花洒项目等, 与现有业务具有一致性和延展性, 是对公司现有业务进行的扩张和再发展, 从生产研发、渠道铺设、品牌建设、信息管理等方面全方位提升公司竞争力。

表3: IPO募投情况

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	建设周期 (年)	项目概况
智能家居产品产能技术改造项目	4.8	4.5	3	建设智能家居产品生产基地, 布局智能家居产品产能; 以自主生产模式对现有的电子产品代工生产模式进行逐步替代。
年产1000万套水龙头、300万套花洒项目	6.8	3.6	3	大幅提升公司在龙头洁具方面的产品供应能力, 突破现有产能瓶颈, 主要扩产产品包括面盆龙头、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。
智能家居研发检测中心技术改造项目	1.7	1.0	2	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。
数智化升级技术改造项目	0.9	0.5	2	引进多名信息系统开发专业顾问, 实现核心系统的自主化开发, 有效提高信息系统建设的整体效率。
基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设项目	2.6	-	-	推动经销商建设渠道终端门店, 扩大全国销售覆盖范围, 与公司新零售战略相结合, 为消费者提供互动式、场景化购物体验, 引入数字化技术创新营销方式。
补充流动资金	3.4	2.0	-	改善公司资本结构, 提高公司盈利能力
合计	20.3	11.6	-	-

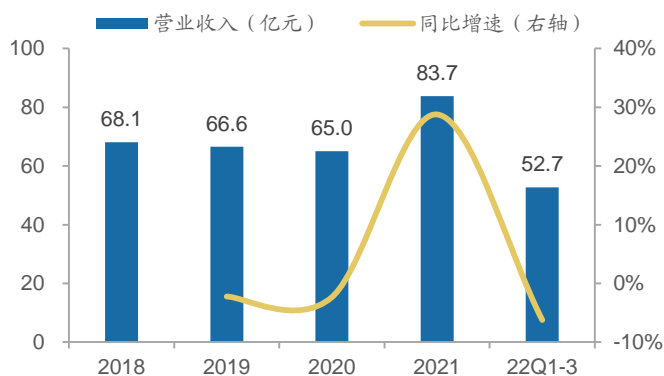
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

(二) ROE 领先同行，稳健前行

公司业务发展稳定，营业收入和净利润不断创新高。2021年营收83.7亿元，同比+28.8%，归母净利润5.8亿元，同比-1.9%；22Q1-3营收52.7亿元，同比-6.2%，归母净利润4.2亿元，同比+30.3%。公司近几年收入利润波动较大：公司从2018年开始对产品端和经营端进行重新梳理（此前由于SKU增长过快导致利润率较低），工作重心调整为降本增效、提升经营质量，因此2019年收入端基本持平、而净利润同比大幅增长(+182.2%)，产品结构和定价策略调整带来毛利率同比优化(+7.5pct)；2020年上半年疫情对零售端的冲击较大(公司零售、家装、电商渠道占比超过70%)，公司暂时关停自动化程度较低、产能利用率较低的产线，下半年追回部分缺口，全年收入同比小幅负增长，盈利能力仍保持稳定；2021年随着零售端需求回暖，公司销售情况好转，停产产能复产、新建产能投产，营收同比增长(+28.8%)，但是利润端有所下滑，一方面是铜材等原材料和天然气、煤炭等原燃料涨价导致的毛利率下滑(-1.4pct)，21H2公司提价抵消了部分成本涨价的影响，同时产品结构和渠道结构在持续优化，使得毛利率表现优于同行（业务相似的惠达卫浴2021年境内业务毛利率-3.0pct），另一方面，销售费用率的提升(+1.3pct，销售人员数量和人均薪酬增加，使得职工薪酬同比+62%)和直营工程应收项目的审慎计提(对恒大9652万元的应收账款和票据做全额计提坏账准备)也影响了净利润；22Q1-3原材料价格整体趋稳、前期产品提价顺利，智能产品占比提升、直营电商渠道加速开拓，毛利率同比+6.1pct，带动归母净利润同比+30.3%。

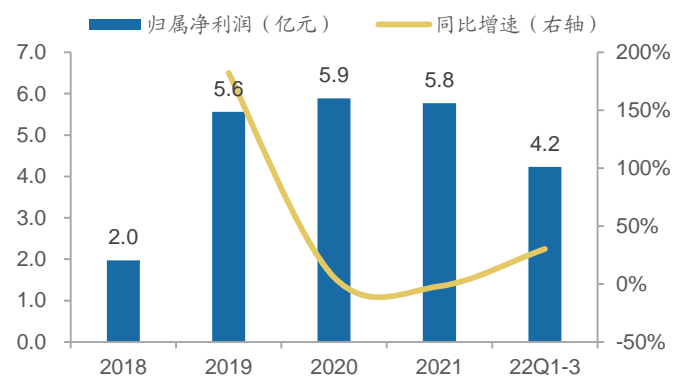
22H1卫浴板块营收占比90%，其中卫生陶瓷占比最大，龙头五金增速最快。从产品结构来看，公司卫浴板块（卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、浴缸浴房）占比大，22H1卫浴板块营收占比90%，瓷砖、定制橱柜及其他产品营收占比10%。拆分卫浴板块，22H1卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/浴缸浴房的营收占比分别为46%/27%/11%/5%，卫生陶瓷占比稳定，龙头五金近几年增速较快（2018-2021年复合增速+20%），营收占比由2018年的19%提升至22H1的27%，受益于直营电商渠道规模的快速增长（后文会细拆销售渠道），龙头五金中的淋浴花洒和水龙头是线上销售的主要品类。

图3：2018-22Q3营业收入及同比增速



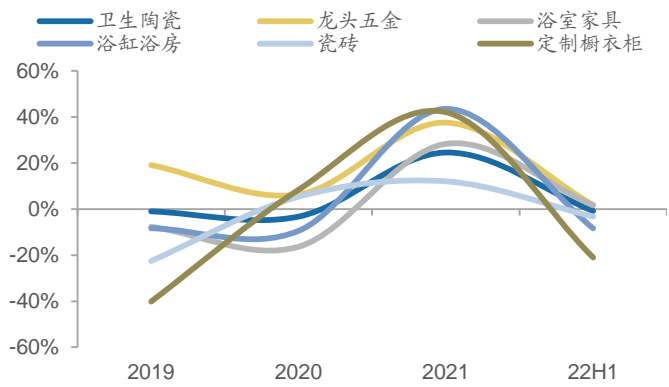
数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

图4：2018-22Q3 归母净利润及同比增速



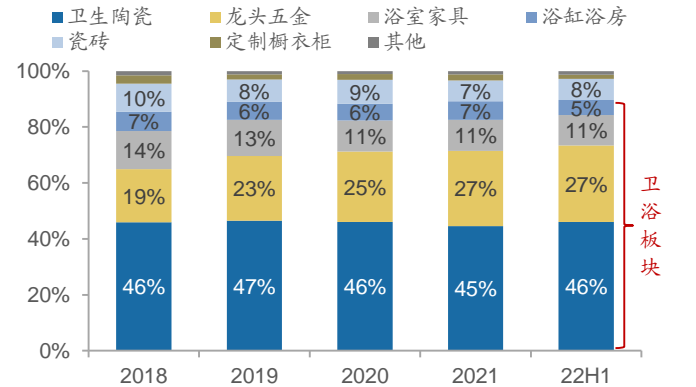
数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

图5: 2018-22H1各业务收入增速



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图6: 2018-22H1各业务收入占比



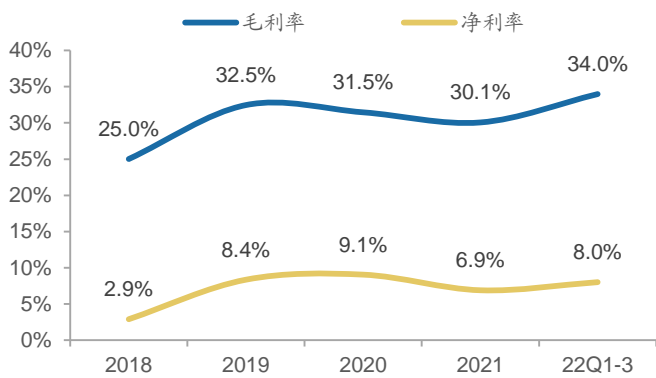
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

毛利率中枢持续上移, 22Q3综合毛利率34%, 较2021年+4pct, 较2018年+9pct (还原运输费用后约+10pct)。一是来自产品结构的优化, 卫浴板块的毛利率相对瓷砖和定制橱衣柜更高, 卫浴板块的占比从2018年的85%提升至22H1的90%, 此外, 公司发力高端市场开拓, 附加值更高的智能产品占比在提升, 高端化、智能化两个趋势也在推动毛利率提升; 二是来自销售渠道的优化, 直营电商渠道快速拓展, 占比从2018年的1%提升至2021年的8%, 直营电商毛利率 (从2018年开始均稳定在50%左右) 远高于综合毛利率。

费用率受疫情停工影响, 净利率未来有望提升。2018-2021年期间费用率稳定在20%左右, 22Q1-3期间费用率23%, 拆分来看, 销售/管理/研发/财务费用分别为9.6%/9.1%/4.5%/0.3%, 管理费用率和研发费用率增长较大。从22H1管理费用分项数据来看, 工资薪酬/折旧摊销/停工损失占比较高, 分别占管理费用的38%/19%/25%, 上半年增长幅度都较大, 分别同比+34%/+20%/+85%, 我们预计规模增长会逐步摊薄折旧摊销, 非常态的停工损失 (22H1主要受疫情限制, 包括生产线在停工期间发生的折旧摊销、生产线员工薪酬等费用) 未来有望减少。22Q1-3净利率较2021年底回升1.1pct, 我们预计净利率会稳步提升, 一方面毛利率中枢在上移, 另一方面管理费用率有望回落至此前正常年份水平、规模增长带来费用率的摊薄。

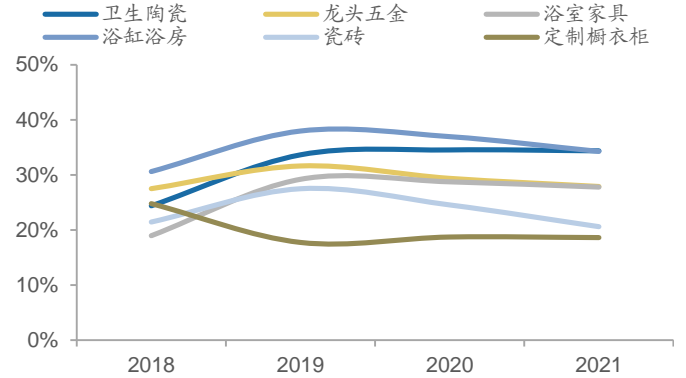
ROE表现优秀, 领先同行。综合来看, 公司盈利能力在建筑陶瓷与卫生洁具行业领先, ROE (TTM) 优于行业内其他上市公司, 基本保持在20%以上。其中公司资产周转率明显高于同行, 拆分来看, 固定资产周转率在平均水平, 主要是应收项目周转率和存货周转率较高。一方面, 公司经销占比高 (2021年直营工程只占3%), 应收账款少, 而行业内其他上市公司直销占比相对较高, 面对下游地产客户有大量的应收款项, 回款周期长、对资金占用比例大 (22Q1-3箭牌应收项目占总资产的比例只有5%, 而其他行业内上市公司平均约20%), 导致同行应收项目周转率偏低; 另一方面, 卫浴、瓷砖行业产品品类多、流行款式变化快, 一旦滞销存在减值风险, 而同时从供应链的角度需要保障供货和响应速度, 这对公司库存管理能力提出较高的要求, 公司库存管理能力在同行当中处于领先地位。

图7: 2018-22Q3公司综合毛利率和净利率



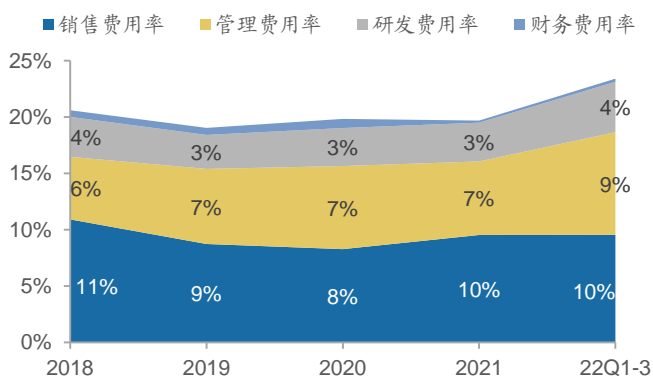
数据来源: 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心
注: 毛利率未还原运输费用, 2020-2021 运输费用分别影响毛利率约 0.4、0.8pct

图8: 2018-2021 年公司分业务毛利率



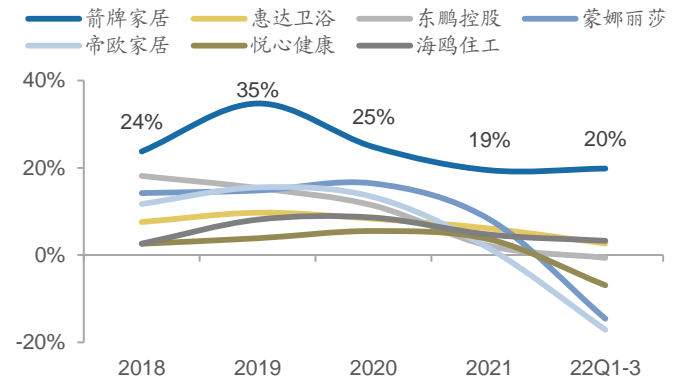
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图9: 2018-22Q3公司期间费用率



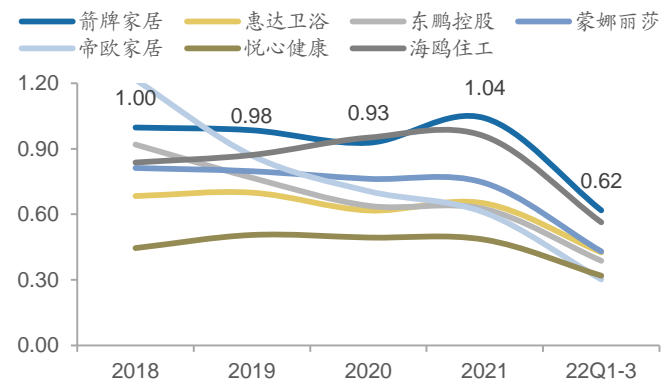
数据来源: 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图10: 2018-22Q3 可比上市公司 ROE (TTM)



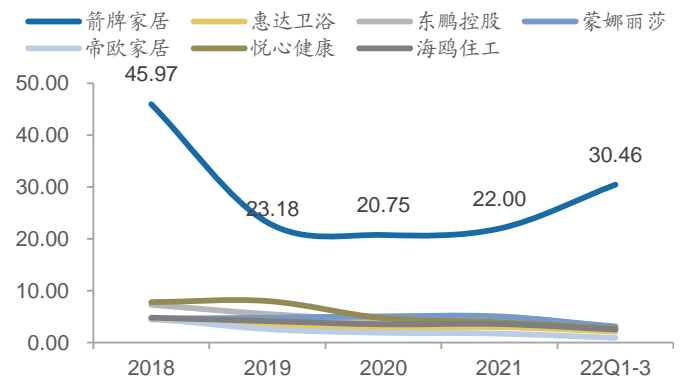
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 2018-22Q3可比上市公司总资产周转率(次)



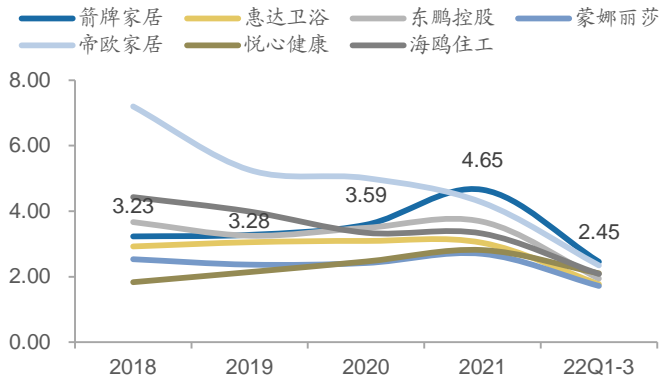
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 2018-22Q3 可比上市公司应收账款及票据周转率(次)



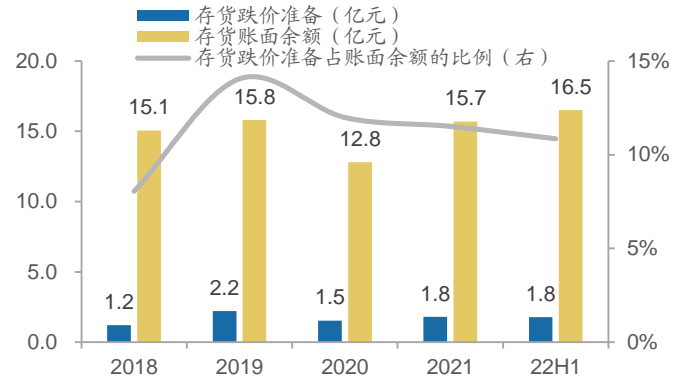
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 2018-22Q3可比上市公司存货周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

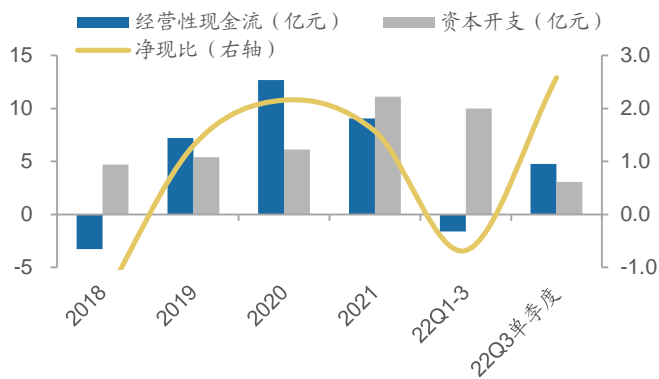
图14: 2018-22H1公司存货跌价准备及其占比



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

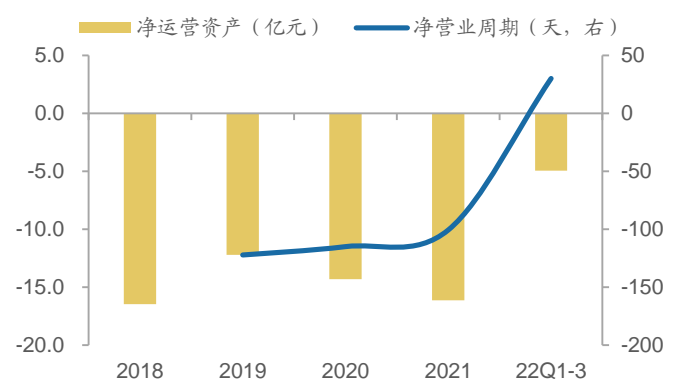
经营性现金流扎实, 地产工程业务占比不大, 经营质量高。2019-2021年公司净现比分别为1.3/2.2/1.6, 维持在较高水平; 净运营资产和净营业周期一直为负值(公司在使用上游的钱做生意); 公司自身强劲的造血能力大部分年份能支持大量资本开支。2021年下半年以来, 民营地产商深陷流动性危机, 行业内其他上市公司由于直销占比较高, 对风险房企计提了大量坏账损失, 大幅影响业绩, 而公司以经销渠道为主(2021年直营工程只占3%), 对地产商依赖小, 因此受地产坏账的影响不大, 行业下行周期仍保持了很强的盈利韧性。

图15: 2018-22Q3经营性现金流、资本开支及净现比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 2018-22Q3净运营资本和净营业周期



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、卫浴行业大市场，外资领先，民族品牌奋力追赶

(一) 2000 亿卫浴市场仍有增长潜力，外资品牌领先、民族品牌追赶

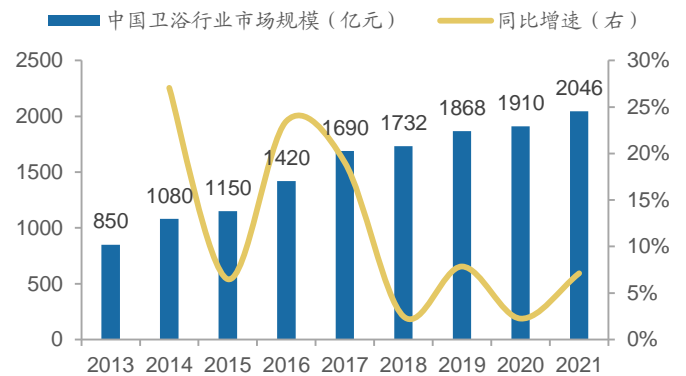
卫浴行业市场规模2021年预计2000亿元左右，其中卫生陶瓷超过800亿元。根据中国建筑卫生陶瓷协会卫浴分会，卫浴行业大致分为卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、浴缸浴房及其他配件等，2021年中国卫浴行业市场规模2046亿元，同比+7.1%，2017-2021年CAGR为4.9%，过去行业持续增长主要来自城镇化的稳步推进、居民收入水平的持续提高、存量翻新需求提升等因素。其中，卫生陶瓷是较大的细分板块，包括坐便器、蹲便器、小便器、盆类等，根据公司招股说明书，2021年全国卫生陶瓷累计产量为2.29亿件，同比+12.5%，规模以上卫生陶瓷企业363家，同比+7家，规上企业实现主营业务收入855亿元，同比+15.4%，实现利润总额69亿元，近几年保持较为平稳的发展。

图17: 卫浴空间的构成



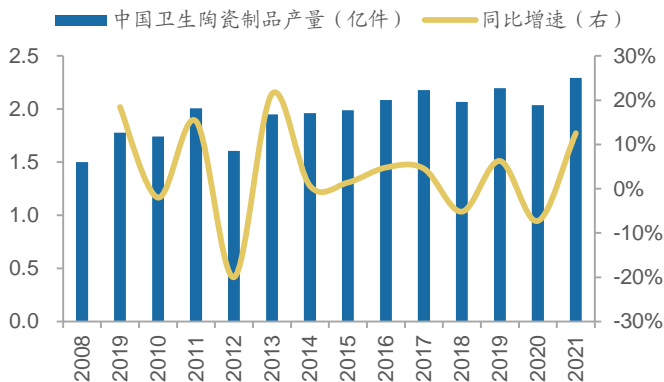
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 18: 2013-2021 年中国卫浴行业市场规模



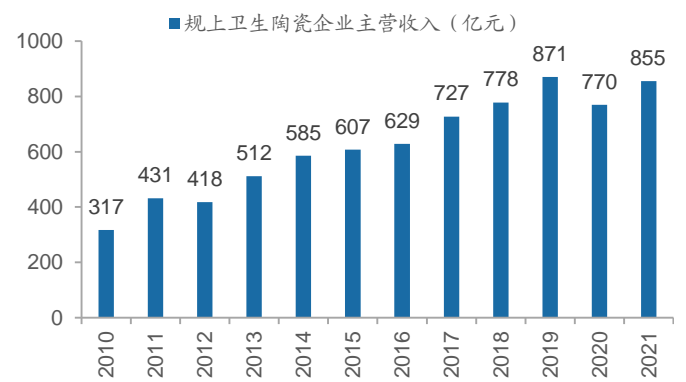
数据来源：招股说明书，中国建筑卫生陶瓷协会，华经情报网，观研报告网，广发证券发展研究中心

图19: 2008-2021年中国卫生陶瓷制品产量



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 20: 2010-2021 年规上卫生陶瓷企业主营业务收入



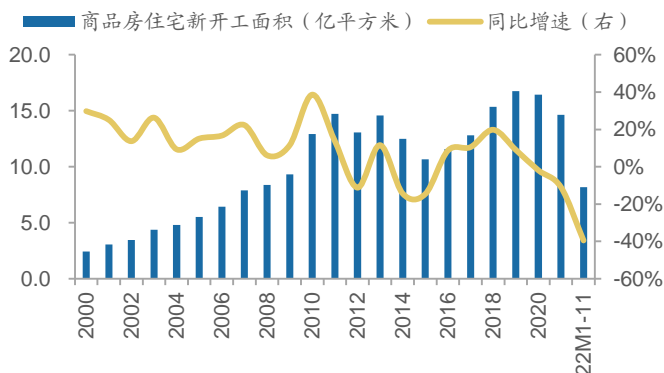
数据来源：招股说明书，前瞻产业研究院，中国陶瓷家居网，广发证券发展研究中心

卫浴属于地产后周期行业，除了一部分酒店、写字楼等非住宅单位的装饰装修需求以外，主要需求来自住宅（终端消费者购买和房地产企业精装修）。根据国家统计局的数据，新建商品房在2019-2020年达到峰值，随着地产新开工和竣工的下滑，卫浴行业的新建需求未来不可避免会逐步下滑，而过去积累的大量存量房屋开始进入翻修周期，随着存量房翻修需求的提升，能够对冲新房需求的下滑。

我们选择卫浴行业目前普及率较高的品类——坐便器，从城镇住宅的口径，测算坐便器目前的翻修需求占比：（1）新建需求，根据国家统计局和中国农村统计年鉴，2021年城镇住宅竣工面积约22.7亿平方米，按110平方米/套计算，对应住宅套数2065万套（包含商品房、城镇自建房、集体住房、保障房等），其中商品房住宅竣工面积7.3亿平方米，对应约664万套。假设商品房每套配置1.5个坐便器，非商品房每套配置1个坐便器，则2021年城镇住宅坐便器新建需求大约2397万件；（2）翻修需求，坐便器翻修周期约在10-15年，根据广发地产组的统计，2006年以前和2011年以前的城镇住宅存量套数分别约1.9、2.4亿套（平均82-87平方米/套，按面积折算后每套房子大约配置1.1-1.2个坐便器），我们测算2021年城镇住宅坐便器翻修需求大约1400-1900万件，这里面包含了二手房交易、旧改、棚户区改造以及居民的二次装修等的翻修需求；（3）翻修需求占比，2021年城镇住宅坐便器需求总量在3800-4300万件，其中翻修需求占比约37-44%，因此我们认为当前卫浴行业的存量房翻修需求在逐步接近新建需求。前文主要是从城镇住宅的口径测算坐便器的需求量，如果考虑农村住宅和非住宅的需求后，我们预计2021年全国坐便器需求量在6000万件左右。

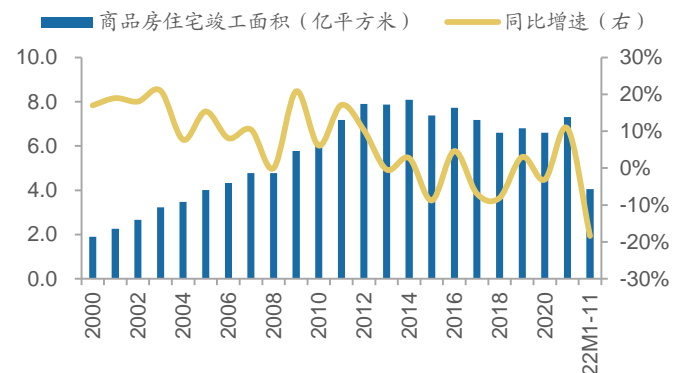
卫浴行业的增长动能将逐步由此前的套数增长切换至单套价值量增长（卫浴单品附加值提升+卫浴空间品类拓展）。一方面，智能化趋势下带来卫浴产品持续升级，年轻消费者的审美需求对产品的造型、设计感也提出了更高要求，共同促进卫浴产品单体附加值和更换频率的提升；另一方面，“卫浴空间”这个概念的边际在不断延伸，现在的浴室卫生间不单单提供洗漱如厕的功能，原来的卫浴三件套（坐便器+花洒+面盆）已经无法满足消费者对卫浴空间的功能诉求，其他品类例如浴缸浴房、浴室柜、浴室镜等的配套率越来越高，套系化趋势下，单个卫浴空间的品类在拓展，总体价值量在增长。

图21: 2000-2022年11月商品房新开工面积及同比增速



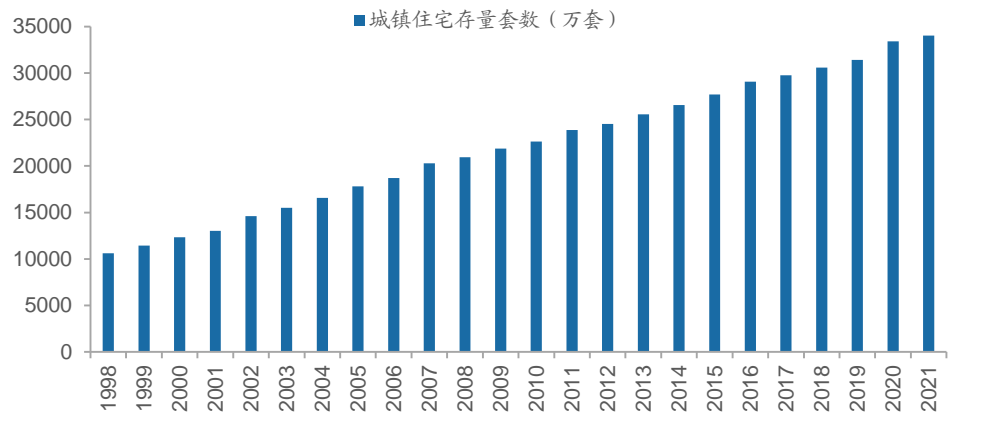
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图22: 2000-2022年11月商品房竣工面积及同比增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图23: 1998-2021年城镇住宅存量套数



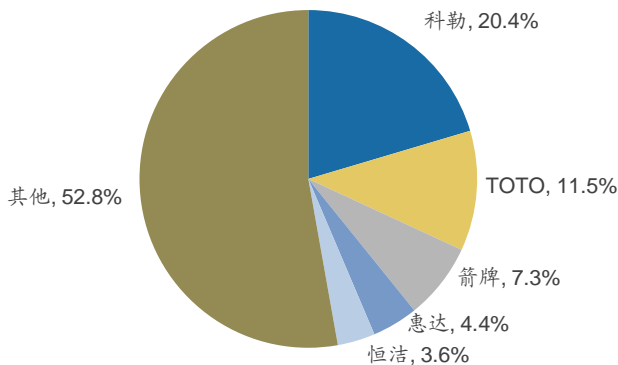
数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 广发地产组测算

竞争格局上, 外资品牌仍把持国内卫浴中高端市场, 民族品牌日益崛起、逐步向中高端市场发起冲击。随着消费者品牌意识逐步增强, 对于产品品质、设计、功能的要求不断提高, 卫浴行业逐步进入“品牌化”竞争阶段。目前国内卫浴高端市场仍被汉斯格雅、德国唯宝等外资品牌把持, 大众消费市场以科勒、TOTO等外资品牌与箭牌、惠达、九牧、恒洁等本土品牌为代表, 低端品牌则由本土大量中小企业和代工企业组成。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, 其中民族品牌TOP4(箭牌、九牧、恒洁、惠达)领先地位相对稳固, 建立起明显的竞争优势, 开始往中高端市场发起冲击, 与逐步下沉的外资品牌形成正面交锋。

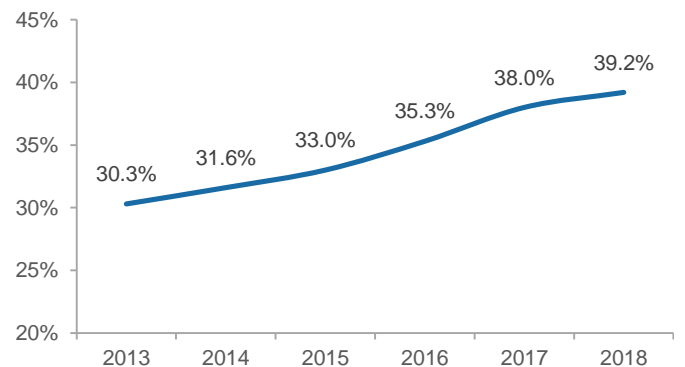
2018年中国卫浴CR3约39%, 相较日本的90%还有提升空间。根据公司招股说明书引用的Euromonitor的数据, 近几年我国卫浴企业市场集中度上升, 2018年前两大品牌科勒、TOTO仍为外资品牌, 市占率分别为20.4%/11.5%, 箭牌、惠达、恒洁等本土品牌市占率分别为7.3%/4.4%/3.6%, 国内卫浴行业CR3由2013年的30.3%提升至2018年的39.2%, 但是同日本CR3接近90%的水平相比, 尚有较大的提升空间。

图24: 2018年中国卫浴行业各企业市场份额



数据来源: Euromonitor, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图25: 2013-2018年中国卫浴行业市场 CR3



数据来源: Euromonitor, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表4: 2019-2021年民族卫浴品牌前10强

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2019	九牧	箭牌	恒洁	惠达	东鹏	法恩莎	浪鲸	欧路莎	华艺	安华
2020	九牧	箭牌	恒洁	惠达	路达	东鹏	浪鲸	安华	法恩莎	金牌
2021	九牧	箭牌	恒洁	惠达	路达	东鹏	浪鲸	安华	法恩莎	欧派

数据来源：中国陶瓷家居网，卫浴头条网，中国建材流通协会陶瓷卫浴经销商委员会，广发证券发展研究中心

注：箭牌、法恩莎、安华三大品牌均属于箭牌家居集团

（二）全渠道建设或是民族卫浴品牌突围的优势之一

卫浴行业的销售渠道包括门店零售（品牌专卖店、建材卖场店等散客流量）、泛家装渠道（家装公司、设计师等流量导入）、工程渠道（地产商、政府、酒店等项目订单）、电商渠道（天猫、京东、苏宁易购等电商平台流量+小红书、抖音等私域平台流量）、其他碎片化渠道（铺贴工、工长、微信群、微信朋友圈等）。

从近年卫浴行业销售渠道的变化趋势来看，我们总结为如下几点：

（1）销售渠道越来越多样化，电商渠道和泛家装渠道在兴起。当前卫浴行业销售渠道不再局限于传统的门店零售和工程渠道，一方面直播带货加速了电商渠道的兴起，另一方面一站式购物和整体美观性的设计需求，使得泛家装渠道逐步成为主流，最明显的变化是设计师的影响力在提升；

（2）门店依然很重要。门店本身有线下零售的发展空间（这两年受疫情影响较大，未来会修复），此外也是品牌进行全渠道营销的一个窗口，对家装、工程、电商等其他渠道有带动作用，例如，帮助线上线下新零售进行引流，完成中小工程最后一公里的落实，为消费者提供产品功能的实际体验和售前售后服务；

（3）地产精装修渠道可能面临萎缩。部分地产商出现资金问题后，地产精装修（尤其是民营房企）的账期在拉长、风险在放大，作为主要的走量渠道，地产集采的利润率相对也较低，且未来地产集采的总量大概率会下降，过去部分公司简单拥抱地产集采实现快速扩张的战略需要重新思考，中小工程、酒店、写字楼、大型商业体、政府工程等小B项目或许是工程渠道更好的选择；

（4）下沉市场开始放量，市场潜力较大。三四线城市及乡镇等下沉市场更依赖口碑营销的“熟人经济”（圈子小、经济发展水平和消费能力有限、依赖邻里口碑相互推荐）。此前受限于下沉市场的购买力，一二线城市才是卫浴行业的主战场，这几年下沉市场的铺贴工、工长、微信群、微信朋友圈等碎片化渠道开始贡献销售，对于头部的内外资品牌来说，下沉市场此前投入资源少、涉足不深，未来有较大的开发潜力。

表5: 卫浴行业渠道构成

渠道类型	流量来源
门店零售渠道	专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店的上门散客、熟人转介绍等
泛家装渠道	家装公司提供的全包、半包，设计师渠道提供的全卫定制、高端定制等
工程渠道	地产公司精装房战略合作，区域性住宅楼盘、市政工程、商业、写字楼等
电商渠道	天猫、京东、苏宁易购等电商平台流量，小红书、抖音、B站等私域平台流量
其他碎片化渠道	铺贴工、工长（包工头）、微信群、微信朋友圈等

数据来源：广发证券发展研究中心

结合行业需求特征、品牌竞争格局和渠道变化趋势，我们认为，全渠道建设或是民族卫浴品牌突围的优势之一。

外资品牌在工程渠道具备优势地位，渠道多样化会制约工程渠道未来空间。以科勒、TOTO、乐家、汉斯格雅为代表的外资卫浴品牌在国内的主要销售渠道为工程渠道，尤其在中高端卫浴工程（高档精装修楼盘、五星级酒店、高级写字楼等）优势明显。究其原因：首先，外资卫浴品牌大多在1980-2000年间进入国内市场，彼时家庭装修并不像现在这样重视卫生间，卫浴的零售需求远远落后于工程需求，外资品牌自然会选择拿下更多的工程项目打开国内市场。而且工程渠道是一个容易走量的渠道，中高端工程项目对价格相对不敏感，利润率较高，有助于外资品牌迅速提升在国内的规模；其次，外资品牌进入国内市场前就已经具备长期积累的品牌沉淀，这些工程项目需要借助国际卫浴品牌的影响力（品牌LOGO的视觉效果，以及产品的质感、设计感等）带动其商业价值。此外，外资品牌也可以将工程项目作为进一步提高当地知名度的“展示平台”和“体验平台”，让消费者体验到外资卫浴品牌的实用性，培养潜在的用户需求。因此，外资品牌目前在工程渠道还是占据较大优势，尤其是中高端卫浴工程，我们认为国内品牌突破需要时间（箭牌已逐步突围），外资品牌的领先地位稳固。然而，根据上文的分析，地产精装修这块蛋糕在未来大概率会变小，同时翻新需求占比在提升，对于部分销售渠道单一的外资品牌来说是个较大的考验。

民族品牌发展初期在工程渠道存在劣势，倒逼其一开始就开拓更多元化的渠道，捕捉多样化、碎片化的需求。一是，线下零售门店铺设数量更多、覆盖范围更广，2021年箭牌、九牧、恒洁、惠达的门店数量分别为12000+、10000+、3000+、2000+，科勒、TOTO的门店数量都在900家左右，且外资品牌门店大多数分布在一线城市，民族品牌的分布相对更均匀，对未来开发潜力大的下沉市场也做了一定布局；二是，近年快速增长的电商渠道占据优势，电商渠道的竞争更注重营销方式和性价比，从具代表性的618和双11购物节来看，这几年各大电商平台的销售排行榜中，九牧、箭牌、恒洁往往占据前三；三是，工程渠道在缩小跟国际品牌设计感和产品质感上的差距，且性价比上具备明显优势，头部民族品牌的影响力快速提升（虽然与外资在品牌积淀上仍有较大差距），抢占了部分市场。从卫浴洁具类地产商500强首选建材品牌来看，以箭牌为代表的民族品牌首选率从2017年的16%提升至2021年的27%，而在淋浴房子分类里，过去5年首选率排名前五的均为民族品牌。

表6: 2020-2022年天猫双十一卫浴销售排行榜

	2018	2019	2020	2021	2022
1	卡贝	箭牌	箭牌	九牧	九牧
2	九牧	九牧	九牧	恒洁	恒洁
3	箭牌	TOTO	恒洁	箭牌	箭牌
4	四季沐歌	恒洁	科勒	奥普	松下
5	TOTO	科勒	奥普	松下	科勒
6	玫瑰岛	松下	德施曼	科勒	TOTO
7	惠达	卡贝	TOTO	TOTO	希箭
8	花艺	汉斯格雅	松下	欧普照明	瑞尔特
9	恒洁	摩恩	公牛	潜水艇	东芝
10	科勒	惠达	汉斯格雅	汉斯格雅	浪鲸

数据来源: 天猫, 广发证券发展研究中心

表7: 卫浴洁具类地产商500强首选建材供应商品牌前十名 (2017-2021年)

卫浴洁具类	2017		2018		2019		2020		2021	
	排序	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称
	1	科勒	科勒	科勒	科勒	科勒	科勒	科勒	科勒	科勒
	2	TOTO	TOTO	TOTO	美标	TOTO	TOTO	美标	美标	美标
	3	美标	美标	美标	箭牌家居	箭牌家居	箭牌家居	箭牌家居	箭牌家居	箭牌家居
	4	箭牌家居	箭牌家居	TOTO	TOTO	美标	美标	TOTO	TOTO	TOTO
	5	乐家	摩恩	摩恩	摩恩	摩恩	摩恩	摩恩	摩恩	摩恩
	6	汉斯格雅	乐家	乐家	乐家	乐家	乐家	乐家	安华卫浴	安华卫浴
	7	杜拉维特	汉斯格雅	高仪	高仪	安华卫浴	安华卫浴	贝朗	贝朗	贝朗
	8	摩恩	杜拉维特	安华卫浴	安华卫浴	九牧	九牧	乐家	乐家	乐家
	9	当代	安华卫浴	汉斯格雅	汉斯格雅	贝朗	贝朗	和成	和成	和成
	10	和成卫浴	和成卫浴	杜拉维特	杜拉维特	杜拉维特	杜拉维特	宜来卫浴	宜来卫浴	宜来卫浴
	合计									

数据来源: 中国房地产业协会, 上海易居房地产研究院, 广发证券发展研究中心

注: 箭牌和安华同属箭牌家居集团, 标红的为民族品牌

表8: 淋浴房类地产商500强首选建材供应商品牌前五名 (2017-2021年)

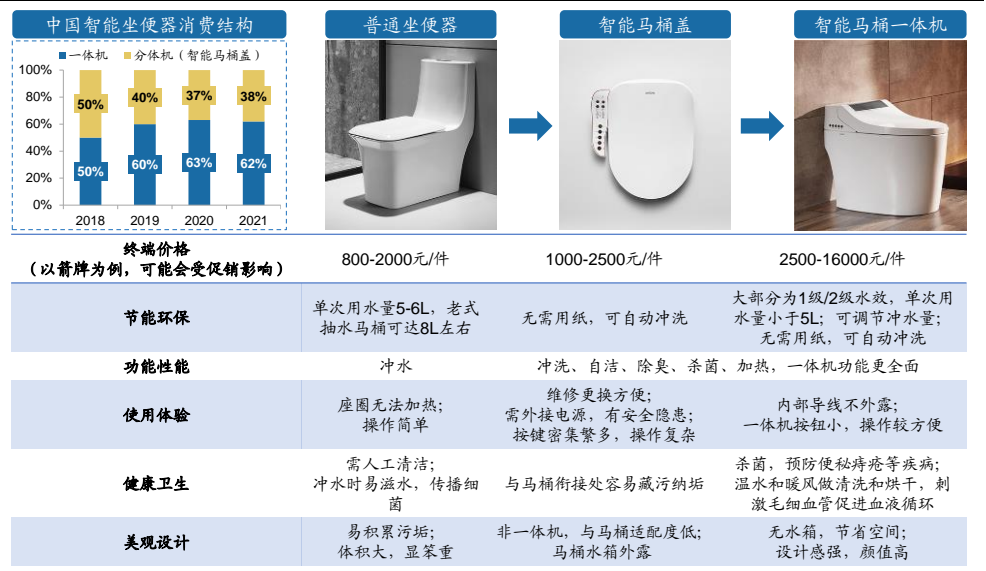
子分类——淋浴房类	2017		2018		2019		2020		2021	
	排序	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称	品牌名称
	1	朗斯	朗斯	朗斯	朗斯	朗斯	朗斯	朗斯	朗斯	朗斯
	2	德立	朗俊	朗俊	朗俊	朗俊	朗俊	朗俊	箭牌家居	箭牌家居
	3	玫瑰岛	梦洁	梦洁	梦洁	玫瑰岛	玫瑰岛	朗俊	朗俊	朗俊
	4	理想卫浴	理想卫浴	理想卫浴	理想卫浴	箭牌家居	箭牌家居	玫瑰岛	玫瑰岛	玫瑰岛
	5	莱博顿	莱博顿	莱博顿	莱博顿	莱博顿	莱博顿	莱博顿	莱博顿	莱博顿
	合计									

数据来源: 中国房地产业协会, 上海易居房地产研究院, 广发证券发展研究中心

(三) 智能坐便器: 低渗透率下的高成长空间, 为民族品牌超越提供车道

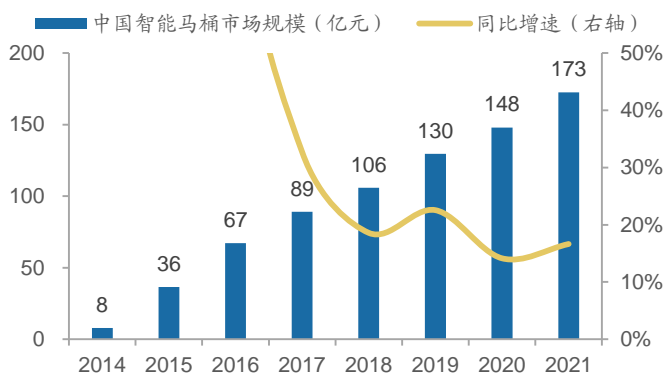
智能坐便器是卫浴空间智能化的代表产品, 预计2022年市场规模超过200亿元。随着居民消费能力与消费理念的升级, 全屋场景智能化成为趋势, 卫浴空间的智能化包括智能坐便器、恒温花洒、智能浴室柜等。智能坐便器是卫浴空间智能化的代表产品, 分为智能便盖与一体机、一体机占比在提升(2021年62%), 其相对于传统坐便器增加了即热、烘干、清洗、自洁等功能。智能坐便器2010年左右进入中国市场, 2015年“去日本买只马桶盖”掀起潮流, 带来第一波消费者心智教育和市场高增, 而后一直保持较快增长(快于全卫浴行业增速)。根据中国建筑卫生陶瓷协会的数据, 2021年智能坐便器消费量710万台, 同比增长17%, 我们测算2021年市场规模173亿元(参考目前终端销售均价, 按一体机/智能马桶盖分别3000元/1500元测算), 同比增长17%, 并预计2022年市场规模将超过200亿元。

图26: 智能坐便器产品演变趋势、消费结构变化、多方面综合对比



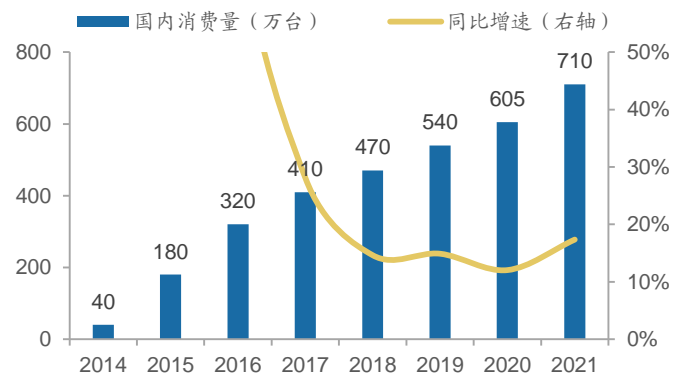
数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 箭牌卫浴天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

图27: 2014-2021年国内智能坐便器市场规模及增速



数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 奥维云网, 广发证券发展研究中心

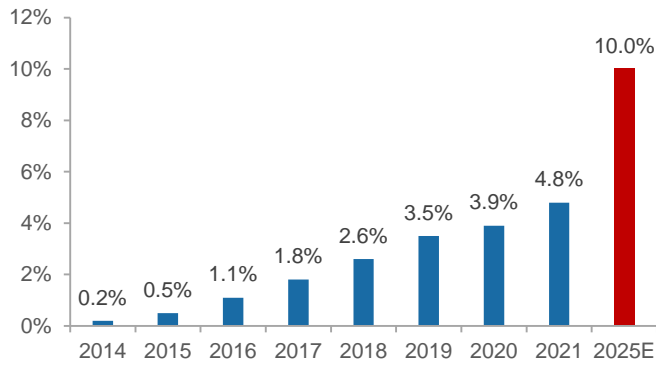
图28: 2014-2021年智能坐便器国内消费量及增速



数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 广发证券发展研究中心

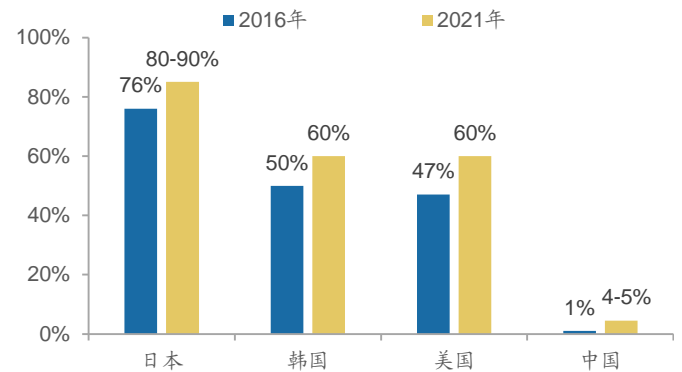
低渗透率下具备高增长潜力，预计未来三年仍将保持20%左右的复合增速，参考日韩、远期有望成为千亿级别市场。根据中国建筑卫生陶瓷协会和《中国智能坐便器行业发展白皮书》，保有量口径下2021年中国智能坐便器家庭普及率上升到4.8%，北上广等一线城市普及率达到5-10%及以上，部分新一线城市预计在3-5%，下沉市场仍然处于空白，同日本的80%、韩国的60%、美国的60%相比，我国智能坐便器市场处于起步阶段，有着较大的增长潜力。结合协会对智能坐便器需求量的预测，我们估算中期维度下，2025年智能坐便器市场规模约350亿元，23-25年CAGR+20%。远期维度，协会预计2025年卫生陶瓷国内需求1.6亿台，假设未来消费市场口径下的渗透率达到30%（韩国的一半），即使不考虑卫生陶瓷国内需求的进一步增长，对应智能坐便器的市场规模也有望超过1200亿元。

图29：中国智能坐便器家庭普及率（保有量）



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，广发证券发展研究中心

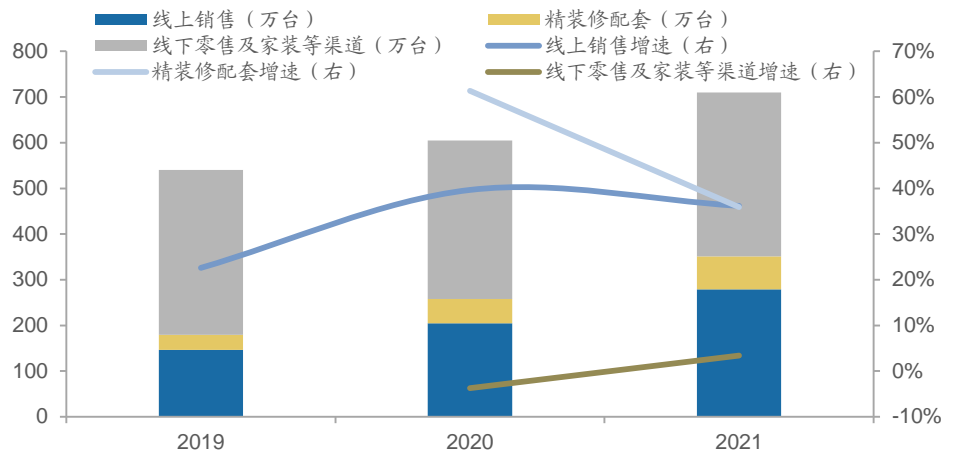
图30：部分国家智能坐便器渗透率对比（保有量）



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，日本内阁府，华经产业研究院，广发证券发展研究中心

过去两年（2020-2021年）线上销售/精装修渠道复合增速分别达到38%/48%，线下零售有快速修复和长期成长的空间。我们将智能坐便器的销售渠道大致拆分线下零售及家装等、线上销售和精装修配套三类，根据中国建筑卫生陶瓷协会和奥维云网的数据，我们测算2021年三个渠道的销量占比分别为51%、39%、10%，目前线下零售及家装渠道的占比仍较大。过去两年线上销售和精装修配套的复合增速分别达到38%、48%，线下零售渠道则受到疫情影响较大，基本持平。我们认为随着疫情影响逐步消除，无论是智能坐便器还是其他卫浴品类，未来线下销售都能够有较好的修复，此外，门店零售有着其他渠道不具备的“服务”和“体验”优势，作为目前占比最大的销售渠道，仍有长期成长的空间。我们对高速增长线上渠道和精装修市场进行分析：

图31: 2019-2021年中国智能坐便器分渠道销量及增速

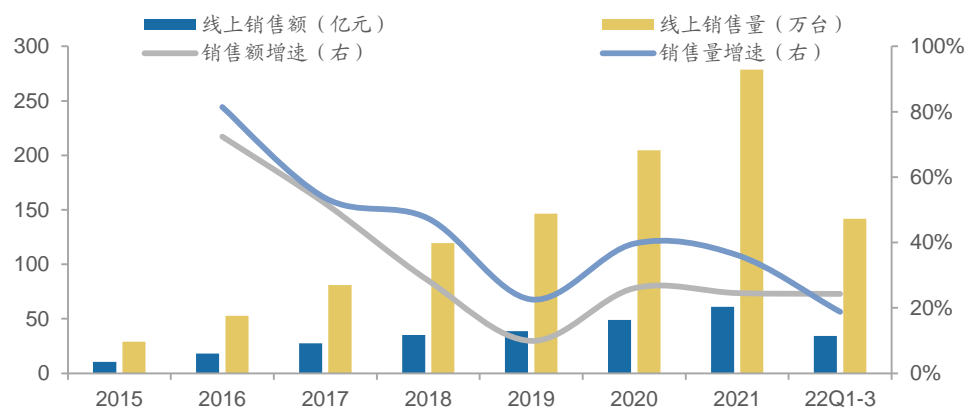


数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 奥维云网, 广发证券发展研究中心

线上渠道来看, 根据奥维云网数据, 2021年智能坐便器线上销售额61亿元, 同比+25%, 线上销售量279万台, 同比+36%。分产品来看, 一体机/智能马桶盖销售额分别为44/17亿元, 分别同比+31%/+10%, 分别占比73%/27%, 销售量分别为149/130万台, 分别同比+43%/+30%。过去几年呈现两个特征: (1) 销量增速大于销售额增速, 原因主要在于产品均价的下移, 这里面有市场竞争逐步激烈的因素, 除了传统卫浴企业外, 还有智能家电企业以及一些跨界企业也加入到智能坐便器的竞争, 同时也有消费结构的因素, 目前的国民消费能力下, 大部分消费者可能更倾向于购买2000-3000元区间的产品。反过来看, 均价的下降也更有利于促进消费者的购买, 加速智能坐便器的普及进程; (2) 一体机增速高于智能马桶盖增速, 一体机凭借其功能、外观、使用体验等方面的综合优势更受国内消费者的欢迎。

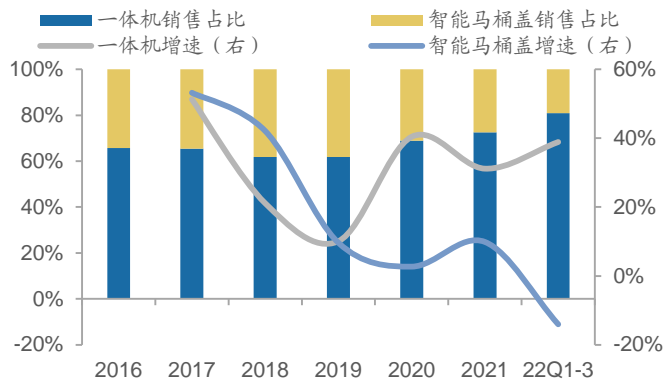
2022年1-9月智能坐便器线上销售额34亿元, 同比+24%, 线上销售量142万台, 同比+19%, 其中一体机销售额增速接近40%, 销售额占比超过80%, 均价更高的一体机占比提高, 带动智能坐便器综合均价小幅回升。

图32: 智能坐便器线上销售规模及同比增速



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

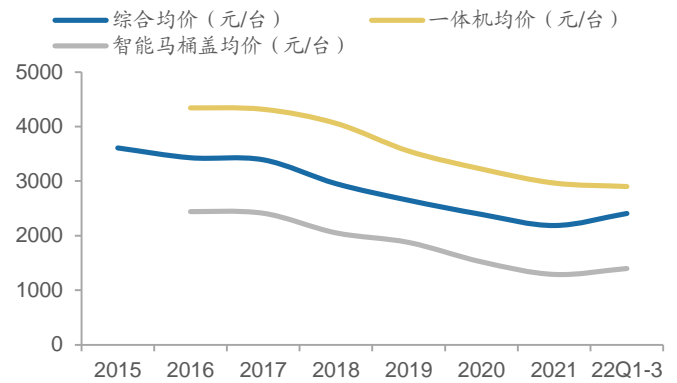
图33: 智能坐便器线上销售结构占比和各品类增速



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

注: 选取销售额口径

图34: 智能坐便器线上销售均价



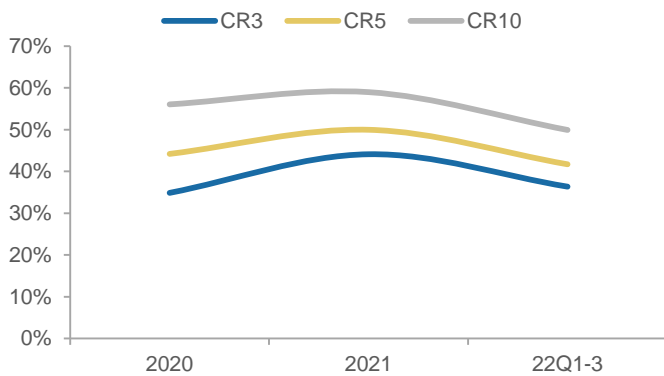
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

注: 根据销售额和销售量推算, 与实际均价可能存在略微差异

线上渠道增速高于整体增速的原因, 第一是线上渠道的主要消费人群是年轻人, 而智能坐便器作为新兴卫浴产品, 消费人群也以年轻人为主, 两者的目标人群有较大的重合性; 第二是线上加价倍率低、比价机制透明, 因而产品性价比高, 而电商渠道消费者恰恰也对价格的诉求较高, 这方面也是一致的; 第三是小米、京东京造等跨界入局者主要在电商平台运营, 推动供给扩张和市场培育。

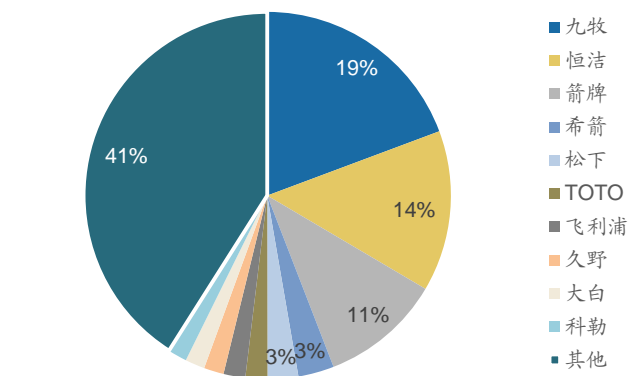
线上渠道竞争格局来看, 根据奥维云网, 2021年一体机线上销售CR3/CR5/CR10分别为44%/50%/59%, 九牧、恒洁、箭牌等民族卫浴品牌靠前, 表现远强于TOTO、科勒等外资卫浴品牌; 2021年智能马桶盖线上销售CR3/CR5/CR10分别为65%/77%/88%, 松下、海尔、东芝等家电品牌更占优势。智能一体机和智能马桶盖两个产品, 几乎每个品牌都在同时经营, 且两者的功能、需求痛点、使用场景等也都比较相似, 但竞争格局却截然不同, 我们认为主要系消费者的认知导致的——消费者潜意识里认为智能马桶盖是家电产品, 所以家电品牌更具优势, 而一体机更倾向于当做洁具产品, 所以卫浴品牌更具竞争优势。当前一体机成为消费趋势 (22Q1-3销售额占比超过80%), 民族品牌已经成功抢占先机, 凭借产品过硬的性能、性价比等综合优势, 有望扩大在线上渠道对外资品牌的领先优势。

图35: 智能一体机线上销售品牌集中度



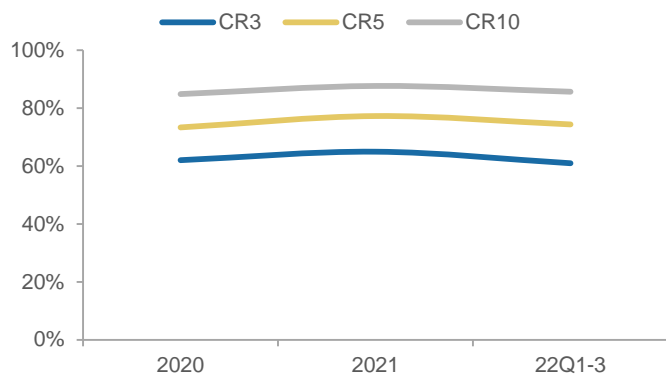
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图36: 2021年智能一体机线上销售品牌竞争格局



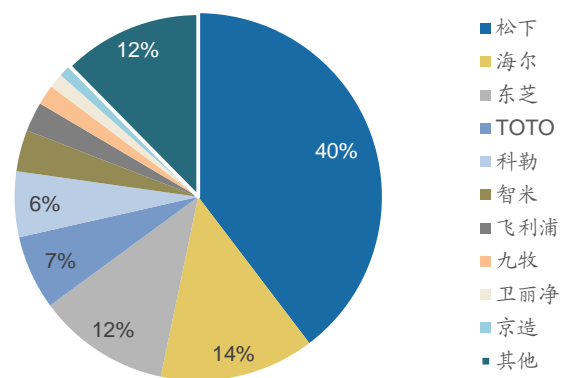
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图37: 智能马桶盖线上销售品牌集中度



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

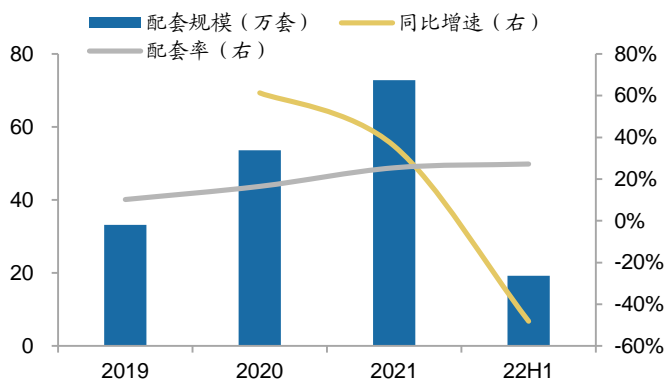
图38: 2021年智能马桶盖线上销售品牌竞争格局



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

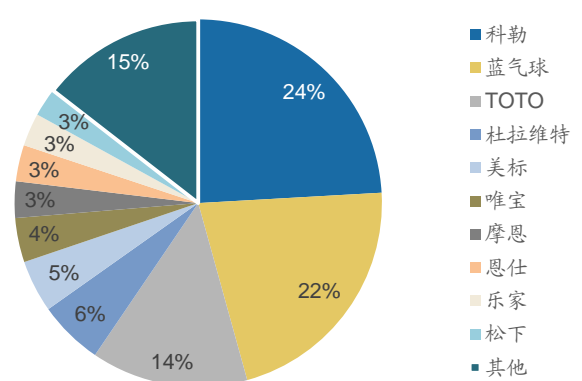
精装修市场来看, 根据奥维云网, 2021年精装房规模286万套, 同比-12%, 而精装市场智能坐便器配套规模73万台, 同比+36%, 配套率25%, 同比+9pct; 但22H1智能坐便器配套率提升速度放缓(配套率27%), 智能坐便器配套规模19万套, 同比-48%。从竞争格局来看, CR3达到60%, 除了背靠头部房企的蓝气球, 2021年其他份额TOP10的品牌均为外资品牌, 如前文所分析, 外资品牌在工程渠道还是占据较大优势, 国内品牌突破仍需时间。但精装修工程这块蛋糕在未来大概率会变小, 这对于外资品牌来说是个考验, 而对于民族品牌的直接影响并不大。

图39: 精装修智能坐便器配套规模、增速及配套率



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图40: 2021年精装修智能坐便器配套品牌竞争格局



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

总结而言, 对于普通卫浴品类, 我们认为目前处在一个行业稳步增长+集中度提升的阶段, 增长动能切换至卫浴空间品类拓展、多渠道布局、下沉市场开拓等, 竞争格局仍有变数, 2018年中国卫浴CR3约38%, 相较日本的90%还有提升空间, 民族品牌依靠更全面的渠道建设或能在集中度提升的过程中实现更快的追赶; 智能卫浴品类在目前的低渗透率下, 具备较高的增长潜力, 由于其相对普通卫浴品类有更高的技术壁垒、资金壁垒和品牌壁垒, 多方争霸下市场竞争格局暂时未稳, 民族品牌在行业加速扩容的过程中抢先布局、重点布局, 依靠自己的研发优势、渠道优势、性价比优势等, 有望实现对外资品牌的弯道超车。

三、品牌持续沉淀，渠道后劲十足，智能化+套系化拓宽边际

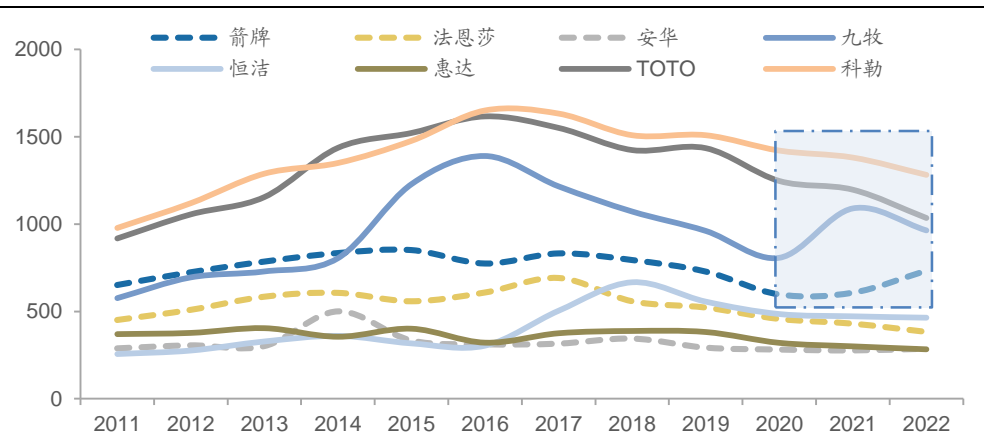
（一）旗下品牌差异化定位、覆盖面广，品牌形象持续提升

卫浴行业品牌属性强，消费者选购比较认品牌，品质易追而品牌需要时间沉淀。卫浴公司必须保持对产品的持续研发和细节打磨，着重提升消费者的体验感和满意度，加强品牌宣传力度，来逐步提升消费者对品牌的认知度。过去十多年，国内卫浴厂商在产品研发上持续对标国际品牌，提标准提质量，目前以箭牌、九牧、恒洁、惠达等为代表的民族品牌，在大众到中高端价格带的产品上（最高端的产品线仍有选材和设计上的客观差距），制造工艺、功能、产品品质能够跟国外对标，国际卫浴品牌也大都在中国代工，但是由于历史、文化、品味等积淀的品牌认知度差距，同样功能和品质的卫浴产品，不同品牌的销售价格还是有较大的差距。

参考百度搜索指数，头部民族品牌的日均搜索量与TOTO、科勒还是有差距，但是能看到一个明显变化，2020-2022年TOTO和科勒搜索指数延续此前的下滑趋势，而九牧和箭牌不降反升，九牧的搜索热度已经接近TOTO，预计箭牌上市后其影响力有望进一步扩大，民族品牌的整体竞争力和市场知名度在持续加强。

公司发展多品牌战略，三大品牌差异化定位，价格带覆盖更广。集团经过多年发展逐步形成了“ARROW箭牌”、“FAENZA法恩莎”、“ANNWA安华”三大品牌，每个品牌均有超过15年的发展历史，具有较高的知名度和美誉度。集团三个品牌具有不同的品牌理念，箭牌主打“智能化、科技化”，法恩莎强调“艺术生活”，安华侧重“年轻时尚和性价比”，三者的品牌定位不同，针对的目标人群也不同。相较于其他国内品牌和外资品牌来说，箭牌集团同一产品（以普通坐便器为例）的价格带会更广，目标客户的覆盖面更大，目前箭牌、安华在千元档这个最大众、最具性价比的价格带有较强的产品优势，同时法恩莎还具备往高端市场发起冲击的潜力。

图41：2011-2022年各卫浴品牌百度搜索指数（以年度计的日均值）



数据来源：百度指数，广发证券发展研究中心

表9: 国内市场头部卫浴品牌对比 (单位: 元)

	ARROW 箭牌	FAENZA 法恩莎	ANNWA 安华	JOMOO 九牧	HEGII 恒洁	HUIDA 惠达	KOHLER 科勒	TOTO 东陶
成立时间	1994年 (中国)	1999年 (中国)	2003年 (中国)	1990年 (中国)	1998年 (中国)	1982年 (中国)	1873年(美国) 1999年进入中国 大陆	1917年(日本) 1994年进入中国 大陆
品牌理念	箭牌家居, 生活智慧	一半艺术, 一半生活	时尚安华, 更懂你的生活	专注民族高 端卫浴	专注品质、 持续创新、 倡导环保	智慧、生态	缔造优雅生活	创造以“水”为中心 的丰富舒适的生活 文化
品牌定位	中高端	偏高端	中端	中高端	中高端	中端	高端	高端
产品价格(以普 通坐便器为例)	809-1999	799-2799	759-1199	765-2399	799-2099	699-1299	1599-5464	1699-4099

数据来源: 各品牌官网, 各品牌京东旗舰店, 各品牌天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

公司产品多次获得国际国内知名大奖。集团品牌多次被评为中国十大卫浴品牌、十大瓷砖品牌等, 囊括家居行业科学技术奖、金狮奖、泛家居行业优秀品牌奖、智能卫浴标杆企业等在内的诸多奖项。此外, 集团产品也斩获了行业内主要奖项, 2019年, 箭牌雅菲系列浴室柜荣获中国设计红星奖, 雅菲系列多功能面盆龙头荣获红棉中国产品设计奖; 2020年, 法恩莎翎智系列产品获得日本G-Mark设计奖, 法恩莎和安华多款智能坐便器、恒温花洒、淋浴房获得沸腾质量奖; 2021年, 法恩莎奎因系列龙头、帕斯卡系列智能坐便器荣获德国红点奖, 安华歌澜系列、星云系列、锋芒系列产品荣获德国IF设计大奖; 2022年, 箭牌家居ORI系列搓淋按摩花洒荣获国际CMF设计奖产品类金奖, 是8个产品类金奖中唯一一个家居领域的产品, 同时凭借该产品再度获得日本G-Mark优良设计奖, 旗下包括智能坐便器、智能镜柜在内的多款产品获得德国红点奖, 达成连续四年获此大奖的成就。

图42: 公司产品所获奖项(部分)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

打造诸多标杆工程，扩大国内国际影响力。在2015年米兰世博会和2020年迪拜世博会上，箭牌连续两届入驻中国馆，成为官方指定陶瓷洁具供应商，以品质和科技创新成为中国卫浴行业的品牌实力代表，迎接国际舞台的机遇和挑战。2021年，箭牌成为北京冬奥会国家体育馆的官方独家供应商，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。2022年，箭牌卫浴签约成为杭州亚运会官方供应商，致力以创新力量打造具有国际竞争力和影响力的综合性大家居企业集团，将以中国智造担当的决心，向世界展示中国智造的力量。此外，箭牌家居也参与了河南省人民政府、北京大兴国际机场、深圳北站、鄂尔多斯第十届全国少数民族运动会主会场、昆明滇池国际会展中心等各类型的地标政府工程项目。

图43: 2022年北京冬奥会国家体育馆官方独家供应商



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图44: 2022年杭州亚运会官方卫浴产品供应商



数据来源: 箭牌卫浴公众号, 广发证券发展研究中心

积极输出公司技术标准，已参与编制12份国家标准。作为卫浴行业的领先企业，公司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和部品产业分会、中国家用电器协会智能卫浴电器专业委员会、广东陶瓷协会、广东省电镀行业协会、佛山市建材行业协会等行业自律组织，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，不断规范行业技术及质量向好发展，进一步奠定公司在卫浴行业的领先技术地位。

表10: 箭牌参与制定的国家标准/行业标准/团体标准

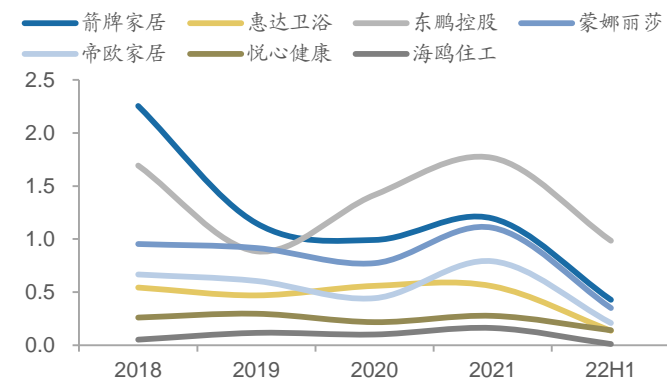
产品类别	标准名称	标准编号	标准类型
卫生陶瓷	《卫生陶瓷》	GB/T 6952-2015	国家标准
	《坐便器水效限定值及水效等级》	GB 25502-2017	国家标准
	《蹲便器水效限定值及水效等级》	GB 30717-2019	国家标准

	《小便器水效限定值及水效等级》	GB 28377-2019	国家标准
	《坐便器安装规范》	JC/T 2425-2017	行业标准
	《卫生洁具——便器用除臭冲水装置》	GB/T 37216-2018	国家标准
	《节水型卫生洁具》	GB/T 31436-2015	国家标准
	《佛山标准 陶瓷坐便器》	T/FSS 3-2020	团体标准
瓷砖	《防滑陶瓷砖》	GB/T 35153-2017	国家标准
	《陶瓷砖防滑性等级评价》	GB/T 37798-2019	国家标准
浴室柜	《浴室柜》	T/CBMF 23-2018	团体标准
淋浴器、水嘴	《智能水嘴》	T/CBMF 24-2018	团体标准
	《水嘴水效限定值及水效等级》	GB 25501-2019	国家标准
	《淋浴器水效限定值及水效等级》	GB 28378-2019	国家标准
淋浴房	《佛山标准 淋浴房》	T/FSS 5-2020	团体标准
智能坐便器	《家用和类似用途电坐便器便座》	GB/T 23131-2019	国家标准
	《智能坐便器能效水效限定值及等级》	GB 38448-2019	国家标准
	《智能坐便器》	T/CBMF 15-2019	团体标准
	《智能坐便器关键零部件进水稳压电磁阀》	T/CHEAA 0012-2020	团体标准
	《智能坐便器安装服务规范》	T/CHEAA 0013-2020	团体标准
	《智能坐便器盖板与底座配套尺寸》	T/CHEAA 0005-2018	团体标准
	《佛山标准 智能坐便器》	T/FSS 4-2020	团体标准

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

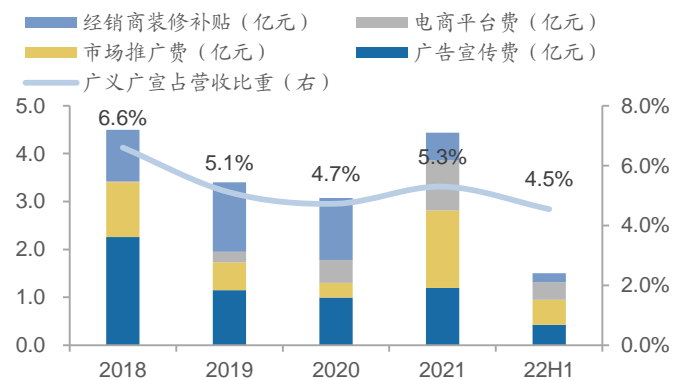
多年保持较高的广告投入。公司的广告宣传投入一直处于行业前列，2018年之后金额降幅较大，主要是因为公司针对消费群体、媒体渠道和技术的变化，调整了广告投放策略，减少了高铁、机场等单项费用相对较高的传统媒体投入，增加单项费用相对较低的抖音、快手等新兴网络媒体的广告投入，提升广告投放的效率。如果从广义广宣费用的角度来看，公司依然保持着每年3亿元以上的高投入，经销商装修补贴（对门店品牌形象进行升级）、市场推广费（用于经销商的广告投放和推广物料领用等）和电商平台费（电商平台引流、推广、交易佣金等）都在直接或间接进行广告投入和品牌宣传。

图45：2018-22H1可比上市公司广告宣传费（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图46：2018-22H1公司广义广宣费用及其占比

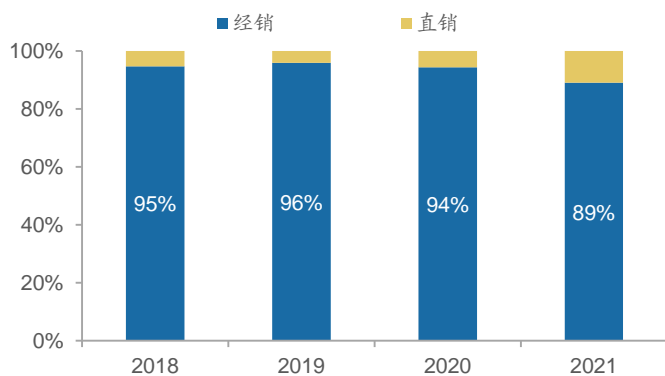


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(二) 深耕经销渠道，直营电商倾注资源快速成长，后劲十足

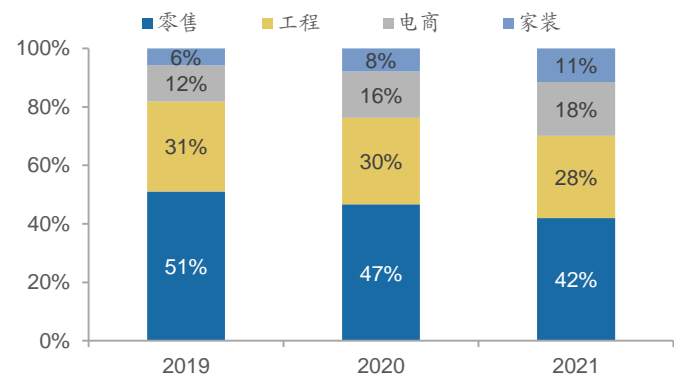
分渠道占比：经销模式辅以直销，全渠道覆盖。从销售模式来看，公司自成立以来便主要采取以经销为主的销售模式，通过遍布全国的经销商及其销售网络触及全国的消费者，目前已建立起完善的全国经销网络体系，2021年公司经销/直销分别占比89%/11%；从销售渠道来看，经销模式下，零售渠道和工程渠道是主要的终端销售渠道，而直销模式下，电商渠道是目前主要的终端销售渠道，2021年公司零售/工程/电商/家装渠道分别占比42%/28%/18%/11%，全渠道以零售为主、工程为辅，电商和家装渠道快速拓展中。

图47：2018-2021年公司不同销售模式营收占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图48：2019-2021年公司不同销售渠道营收占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

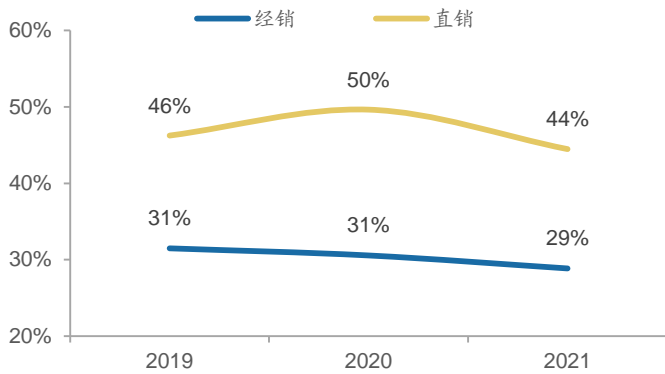
表11：2019-2021年公司不同销售模式和销售渠道下的营收占比

	2019				2020				2021			
	零售	工程	电商	家装	零售	工程	电商	家装	零售	工程	电商	家装
经销	51%	28%	11%	6%	46%	28%	12%	8%	42%	25%	11%	11%
直销	0%	2%	1%	0%	0%	2%	4%	0%	0%	3%	8%	0%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

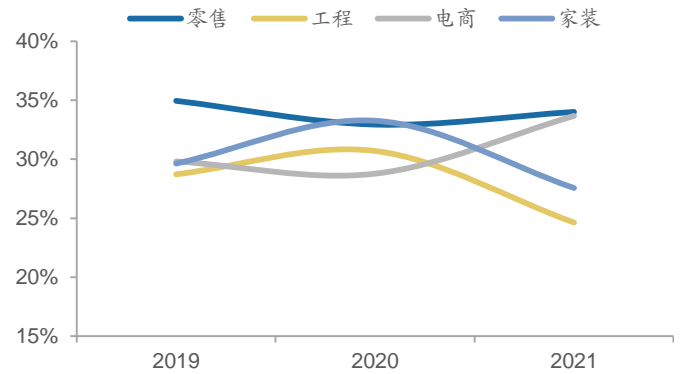
分渠道毛利率：直销模式以直营电商为主，毛利率较经销模式更高。公司在不同销售模式和销售渠道下的毛利率存在明显差异，2021年直销/经销模式的毛利率分别为44%/29%，零售/工程/电商/家装渠道的毛利率分别为34%/25%/34%/28%。不同于其他可比公司是以地产或者总包集采为主，公司的直销大多是直营电商，直营工程的比例较低。直营电商中间流转环节少，直面终端个人消费者，具有较大的定价空间，而经销模式的定价需要为经销商预留相应的利润空间，毛利率低于直营电商。

图49: 2019-2021年公司不同销售模式毛利率



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 50: 2019-2021 年公司不同销售渠道毛利率



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表12: 2019-2021年公司不同销售模式和销售渠道下的毛利率

	2019				2020				2021			
	零售	工程	电商	家装	零售	工程	电商	家装	零售	工程	电商	家装
经销	35%	27%	27%	30%	33%	29%	23%	33%	34%	23%	23%	28%
直销	40%	44%	50%	37%	27%	49%	51%	-	36%	35%	48%	32%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

1. 经销网络庞大, 网点数量断层领先, 具备较强先发优势, 奠定长期成长的基本盘

公司建设了覆盖范围广、网点数量多的庞大经销网络, 终端网点数量断层领先。公司渠道建设扁平化, 分为经销、分销两个层级, 截至2021年底, 公司的经销商/分销商分别合计1854家/6609家, 终端门店网点合计12052家, 主要分为专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店六种, 公司对不同类型的门店制定了不同的装修样板, 维护统一的标识和对外形象。跟其他的建筑陶瓷与卫生洁具行业上市公司相比, 公司经销占比最大, 终端网点数量断层式领先, 具备较强的先发优势。

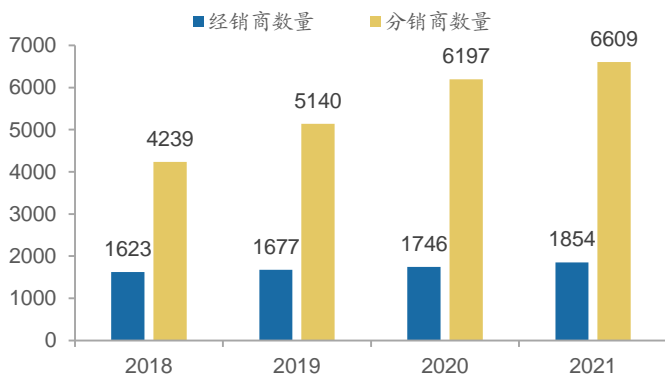
未来公司还会继续下沉, 巩固经销渠道优势。一方面是做好社区下沉, 即未来社区店的数量增长可能会更快, 随着存量翻修需求的不断释放, 公司将社区店打造成为产品体验和服务的窗口, 通过社区店更多触达消费者, 以此挖掘存量市场, 并且扩大品牌认知度; 另一方面是向三四线城市和县乡市场下沉, 这部分市场此前头部品牌投入资源较少、尤其是外资品牌涉足不深, 未来有较大的开发潜力, 提前做好布局, 有利于巩固公司长期以来建立的渠道优势。

表13: 各类型终端门店划分标准

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，服务对象不限
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

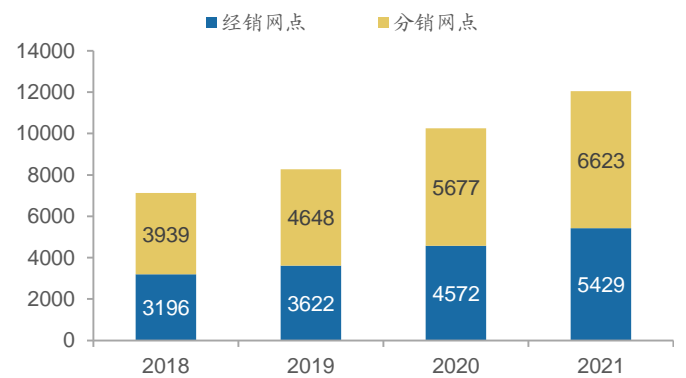
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图51: 2018-2021年公司经销商和分销商数量



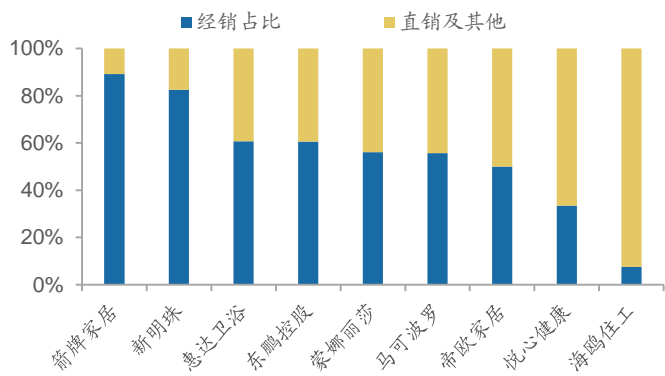
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图52: 2018-2021年公司经销和分销网点数量



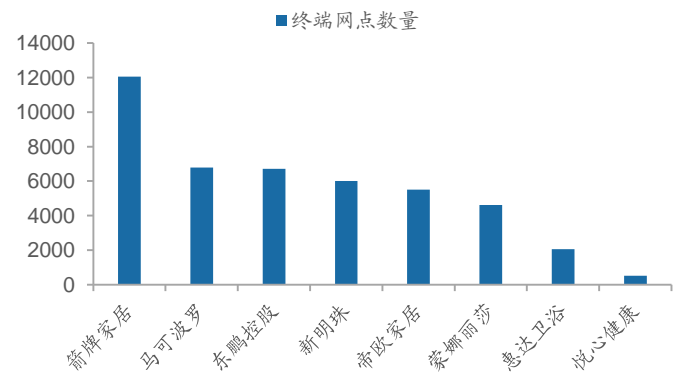
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图53: 可比公司经销收入占比（按最新公开披露数据）



数据来源：各公司财报和招股说明书，广发证券发展研究中心

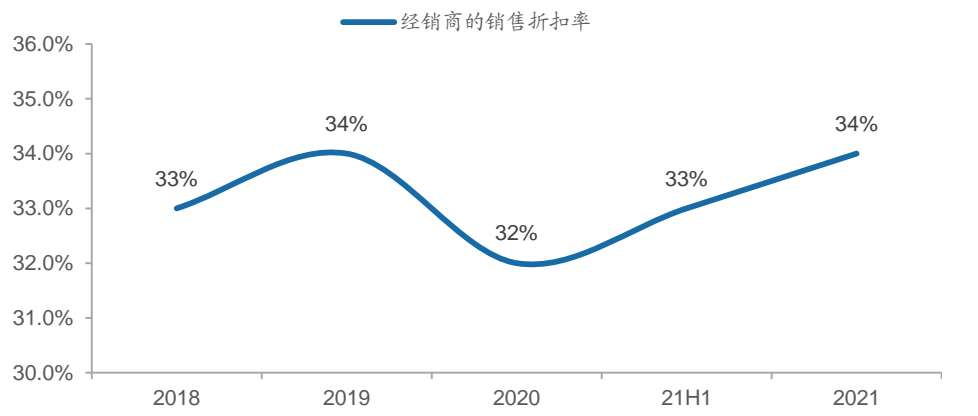
图54: 可比公司终端网点数量（按最新公开披露数据）



数据来源：各公司财报和招股说明书，广发证券发展研究中心
注：部分公司未披露

特定区域独家经销制，给予经销商较大的利润空间，优化激励政策调动积极性。公司与经销商签订买断式销售协议后，给予经销商在特定区域销售其产品的权利（一般实行地级市或县级市的独家经销制），由公司直接向其供货，经销商通过门店等载体自行负责销售，承担产品推广、客户服务、运输安装等销售环节的分工，并承担相应的经营风险，因此公司对经销商的销售定价需要预留合理的利润空间。公司对各类产品制定了统一的出厂标准价（终端销售指导价），经销客户一般按照终端销售指导价的四折下单提货，根据招股说明书，过去几年经销商的销售折扣率（实际销售价/终端销售指导价）稳定在32-34%，对应经销商拥有100%以上的加价空间，给予渠道较大的利润空间有利于保持稳定性和积极性，在2020年受到疫情冲击时，通过调整销售折扣率、更大幅度的让利经销商，和经销商共度难关、共同发展。同时，公司对经销商激励政策做出了改革，此前经销商获得的销售返点是根据上年度超额完成率对应的返点比例乘以上年度提货额得出，并以该金额为上限抵扣次年应付货款，而2018年6月30日之后，经销商获得的销售返点调整为次年可享受提货结算折扣。调整前经销商次年享受的奖励是固定金额，调整后经销商次年享受的奖励金额不设上限，进一步激发经销商的营销活力。对于未完成年度考核任务的经销商，公司有权要求其支付任务差额5%的违约金。且有权收回该区域的经销授权并进行优化。

图55：公司给经销商的销售折扣率在32-34%，对应经销商的加价空间大



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表14：经销商返点比例具体计算方法

超额完成率	X<10%	10%≤X<20%	20%≤X<30%	X≥30%
奖励比例	0%	2%	4%	6%
次年折扣率	100%	98%	96%	94%

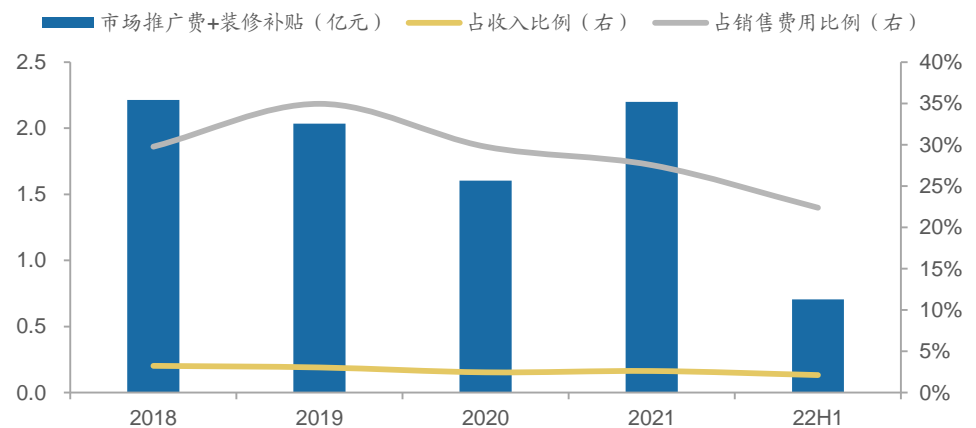
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

注：超额完成率（X）=（实际销售回款-销售回款任务）/销售回款任务×100%

此外，公司对于经销商还有大量补贴和培训服务支持。为了激发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，主要包括市场推广费、门店装修补贴等，市场推广费主要用于经销商的广告投放、门店装修和推广物料领用，经销商需按照公司的店面装修设计要求对门店进行装修，经公司验收后予以门店装修补贴，原则上3年左右要对门店进行重新装修。过去几年市场推广费+装修补贴平均每年投入2亿元，占销售费用的比例维持在25-35%的较高水平；服务支持方面，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，让店面员工快速掌握运营技能。公司在各事业部也设立了培训中心、对经销商进行培训，保证经销商及时理解公司品牌理念、掌握新产品卖点、提升销售能力，不定期对经销商进行培训满意度调查，以及时调整培训课程、方式、方法，培训中心定期分析培训覆盖情况，以确保各地区培训到位。

卫浴套系化趋势下帮助经销商打造设计师团队。卫浴套系化趋势下，除了在产品端做好风格化的前置准备，门店端做好品牌形象升级和套系化的空间升级，公司也在加大对渠道端设计师团队的建设，积极帮助经销商培养设计师，争取做到每个门店都配备设计师，给消费者提供更多选择方案，带动品类配套率提升，从而扩大客户基数、提升公司和经销商的收入。

图56：2018-22H1公司对经销商的补贴情况



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

结合我们前文对卫浴行业渠道变化趋势的分析，我们认为：

近两年受疫情影响最大的是线下零售，这意味着门店疫后修复的空间相对较大，而且门店本身也有潜在市场可以深入挖掘，例如公司计划开拓社区店去挖掘日益庞大的存量市场；此外，门店也是品牌进行全渠道营销的一个窗口，对家装、工程、电商等其他渠道有带动作用，以公司为例，由于门店加价率高、毛利率高，使得部分经销商实现资金和资源的积累后，能够去做其他相对低毛利率的渠道，而门店这时又可以作为其他渠道就近配置和服务的窗口。对于经销商来说，合理的市场保护机制、

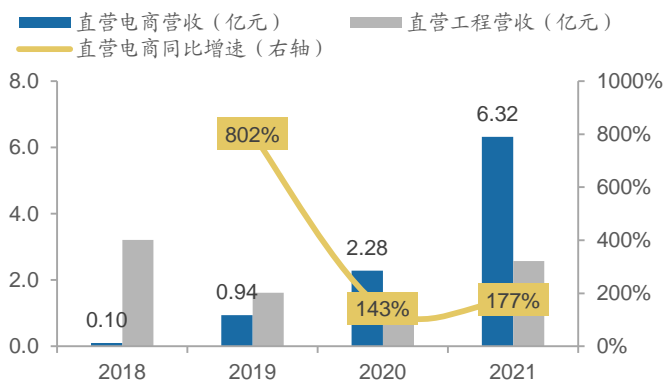
给予渠道较大的利润空间、科学的激励政策和考核政策、大量补贴和培训服务支持，使得公司与主要经销商都能保持着长期合作的关系。**庞大的经销网络和稳定的合作关系，是公司目前渠道端最大的优势，奠定公司长期成长的基本盘。**

2. 直营电商倾注大量资源、迅速成长，增长后劲十足

直营电商迅速成长，2021年营收6.32亿元，同比+177%。随着家居建材主流消费群体的年轻化，家居建材的销售场景逐步从家居建材商城分流至电商渠道（尤其是疫情之后销售场景的转变趋势更加明显），公司2018年正式成立电商子公司之后，开始在淘宝、京东等电商平台开展直营电商业务，并不断通过线上线下联动、与其他泛家居品牌合作等方式，倾注大量资源对直营电商业务进行宣传、推广和引流。直营电商业务营收从2018年的1039万元快速增长至2021年的6.32亿元，过去两年仍保持了160%的复合增速，2021年渠道营收占比已经提升至8%，直营电商渠道毛利率远高于其他渠道，近几年维持在50%左右的水平，而公司综合毛利率在30%左右，随着直营电商的占比继续提升，有望带动整体毛利率的提升。

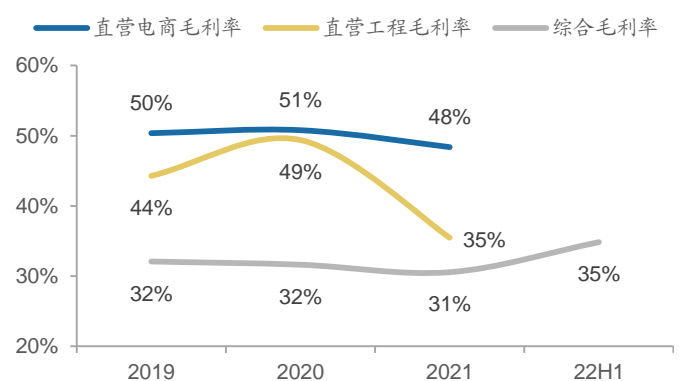
直营工程扩张谨慎，维持风险可控下的增长，2021年营收2.58亿元，同比+106%。直销模式2018年之前基本为直营工程，主要面向房地产商、政府和事业单位等大客户，近几年直营工程收入有所波动，2019、2020年连续两年下滑。作为以经销模式为主的企业，公司在工程业务上更倾向于通过一系列的支持政策协助经销商拓展工程业务（2021年经销工程/直营工程分别占总收入的25%/3%），而非自主经营工程业务，主要原因系工程业务对资金占用周期较长，因此公司对工程项目的承接较为谨慎。在把控风险的前提下，公司也在逐步提高直营工程业务的规模，2021年直营工程渠道营收2.58亿元，同比+106%。

图57: 2018-2021年公司直营电商增长迅速



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图58: 直营电商毛利率远高于其他渠道

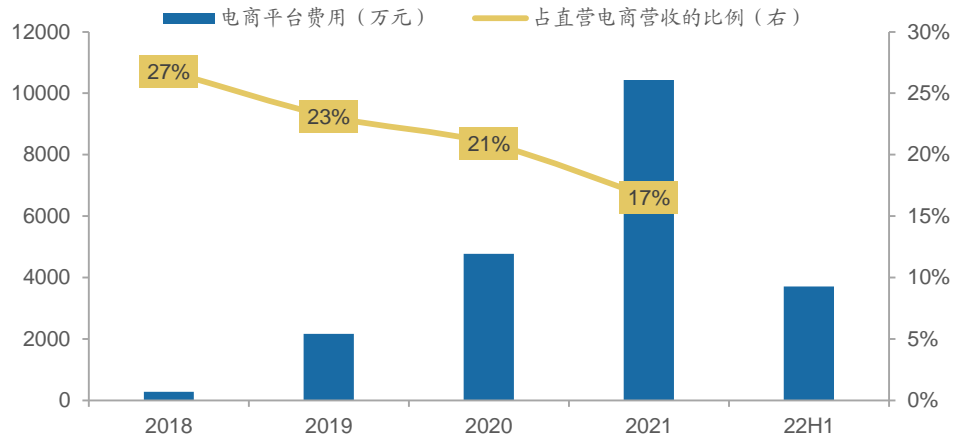


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

电商平台费用前期投入较大，随着规模增长、费用率在逐步摊薄。电商平台费用主要是公司为推广直营电商业务，向电商平台支付的引流、推广、交易佣金等费用，在

直营电商渠道发展的初期投入较大。随着直营电商规模的扩大，前期推广开始取得成效，用户口碑逐步打响、品牌曝光度提升，电商平台费用率由2018年的27%摊薄至2021年的17%。

图59: 2018-22H1公司电商平台费用及费用率



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

箭牌线上销售额靠前, 618和双十一购物节战果丰硕。通过直营官方店及经销商在淘宝、天猫、京东、苏宁、唯品会等平台拓展的授权网店(截至2021年末, 获授权网店数量364家), 公司在卫浴/家装建材品类的线上销售额靠前。根据招股说明书, 从月度销售情况来看, 2019年1月至2021年5月, 箭牌在天猫、京东始终保持在家装主材的前2名, 其中在两平台均最长11个月连续取得第一名。在2022年的618和双十一中公司取得了亮眼成绩, 618购物节, 箭牌荣获苏宁易购卫浴冠军、京东家装建材亚军、天猫家装主材亚军, 双十一购物节, 箭牌荣获天猫卫浴季军、京东厨卫亚军, 此外在抖音、拼多多、苏宁等平台均名列前茅。

图60: 2022年618卫浴/家装主材品牌销售额排行榜——箭牌天猫第二、京东第二、苏宁易购第一

图61: 2022年双十一卫浴品牌销售额排行榜——箭牌天猫第三、京东第二、抖音第四

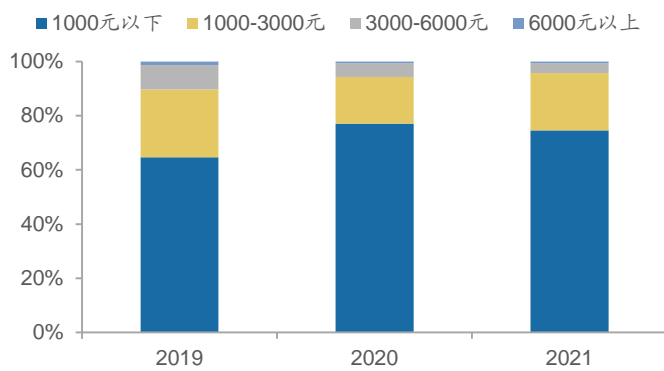


数据来源: 各平台官方战报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 各平台官方战报, 广发证券发展研究中心

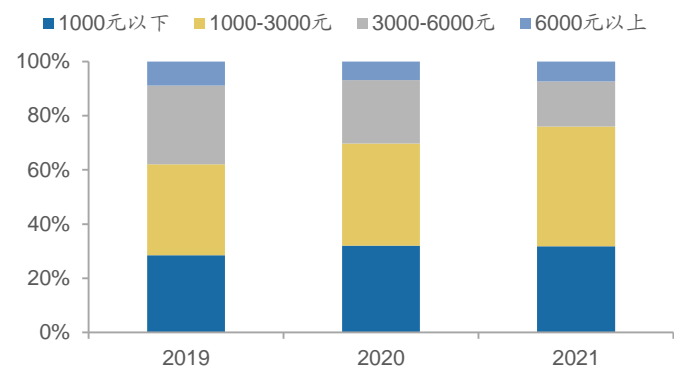
电商渠道契合智能产品和龙头五金的消费，提供增长后劲。从渠道和产品的契合度来看，公司卫生陶瓷（重点品类是智能坐便器）和龙头五金的营收、毛利贡献率占比较高且仍处于增长的趋势，而电商渠道较好地契合这一趋势。根据公司招股说明书，电商渠道的消费仍是以单品为主，且单个订单的金额主要集中在3000元以内，这符合电商渠道消费者追求高性价比的特性。具体看，1000元以下的订单主要是淋浴花洒、水龙头、普通坐便器等单品，过去两年龙头五金销售规模伴随着直营电商渠道取得了较快的增长；1000-3000元的订单主要采购智能坐便器、智能恒温花洒等智能产品单品，智能产品渗透率提升的过程中，年轻人的接受程度更高，因此智能产品的消费人群与电商平台的使用人群具有较高的重叠度，直营电商渠道的资源倾注和快速发展，在智能化趋势下提供了充足的增长后劲。

图62：2019-2021年直营电商订单数量分布



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图63：2019-2021年直营电商订单金额分布



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）坚持自研自产，智能化产品+套系化销售拓宽边际

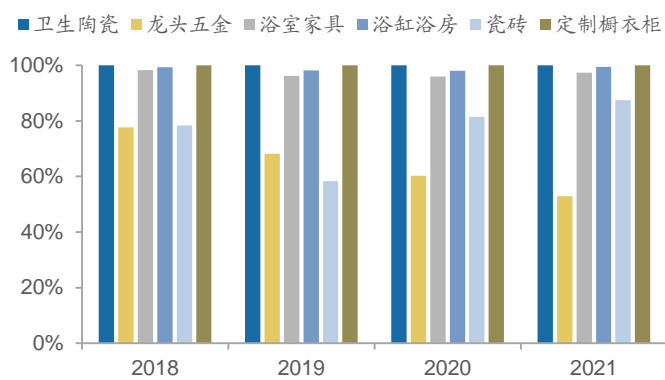
公司坚持以自产为主，积极扩充智能产品和龙头五金产能。公司主要品类具备自产能力，除了龙头五金、瓷砖以外，2021年其他品类自产比例均达到97%以上。龙头五金自产比例较低主要系其近几年销售情况较好，直营电商渠道的快速发展带动了龙头五金销售规模实现较快增长（淋浴花洒和水龙头是线上销售的主要品类），而公司自身龙头五金产能近几年基本饱和，因此在公司利用自身掌握的核心技术完成设计、开发的基础上，只能暂时将产品生产交由OEM厂商，来解决公司龙头五金短期产能不足的问题。因此，扩充龙头五金产能是此次募投项目的重点之一，公司拟投入6.8亿元建设“年产1000万套水龙头、300万套花洒项目”，新产线投产将大幅提升公司在龙头五金方面的产品供应能力，突破现有产能瓶颈，逐步降低OEM比例，更有效控制生产成本，从而创造更大盈利空间。

募投项目的另一重点是扩充以智能坐便器为代表的智能产品产能，智能坐便器主要由陶瓷体底座和智能盖板组成，当前国内市场以“专业智能坐便器企业提供技术和生产，传统卫浴或家电企业提供品牌和渠道”的生产方式为主（即代工为主），真正能够独立完成智能坐便器整体生产制造的配套企业较少。公司采取自主生产与代工

生产相结合的方式，其中陶瓷体底座全部由公司自行生产，部分智能盖板及电子部件则通过外采或者外协生产。此次IPO公司拟投入4.8亿元建设“智能家居产品产能技术改造项目”，改变智能坐便器现有的生产模式，逐步减少智能盖板的委外比重，实现产业链优化延伸，统一生产工艺，提高产品品质和智能坐便器自产规模。

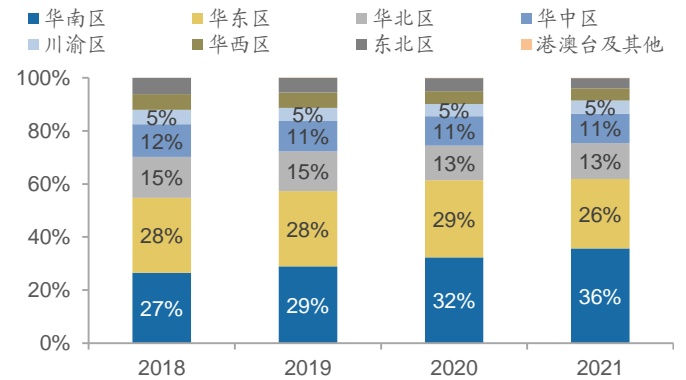
十大基地覆盖消费能力较强的“胡焕庸线”以东区域，快速响应市场需求，迈向自动化制造发挥规模优势。公司目前拥有十个生产基地（8个在产+2个在建），分别布局在华南（7个）、华中（1个）、华东（1个）、华北（1个），各基地根据区位特点合理分工，主要覆盖“胡焕庸线”以东的市场。目前自有生产基地储备了较为充沛的产能，并拥有多条在建的陶瓷洁具、卫浴、瓷砖自动化产线，为后续自产规模的进一步扩大打下良好基础。与国际先进卫浴企业相比，公司在自动化程度上仍有差距，因此公司大力推行智能制造和精益生产，引入高压注浆成型机、机器人施釉、机器人修坯、自动装卸窑等自动化、智能化生产装备，充分运用到产品的生产环节和流转环节，不断提升生产制造的自动化、智能化水平，降低产品生产成本。

图64：2018-2021年主要产品自产比例



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图65：2018-2021年公司主营业务收入按区域构成



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图66：箭牌家居生产基地布局

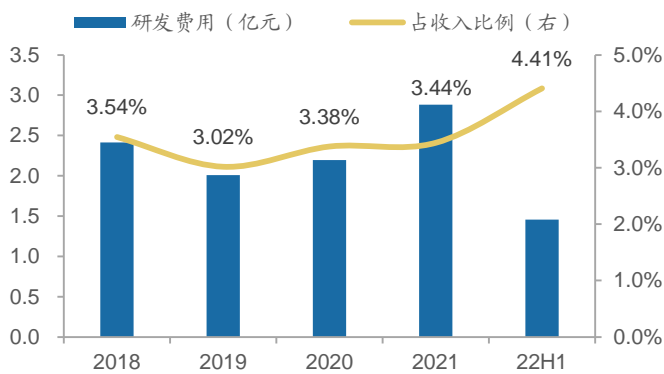


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

智能产品占比快速提升，客单价和毛利率具备较大的增长潜力。公司对智能产品的开拓包括两方面，一是对现有智能产品进行更深度的开发，提升产品品质和竞争力，目前智能坐便器和恒温花洒已经具备一定规模，根据公司公告，2021年智能家居产品收入约19.5亿元，占比23.5%，同比+35.4%（全公司+28.8%），其中智能坐便器增速约40%（卫生陶瓷+25%），智能坐便器销售数量占坐便器（含蹲便器）数量比例约为15%，恒温花洒数量占花洒数量比例约为11%；二是扩大智能产品品类，除了智能坐便器和恒温花洒以外，公司在浴室柜、浴室镜、龙头、淋浴房等品类上也研发了相应的智能产品，将陆续投入市场，公司在10月与华为达成合作，携手鸿蒙智联逐步打造智慧场景生态，推动产品从单品智能、全卫智能逐步发展到空间物联智能。根据公司天猫旗舰店，智能产品基本是非智能产品价格的3-4倍，在收入端有放大效应，此外智能产品附加值较高，毛利率也较高，随着智能产品占比提升，公司客单价和毛利率具备较大的增长潜力。

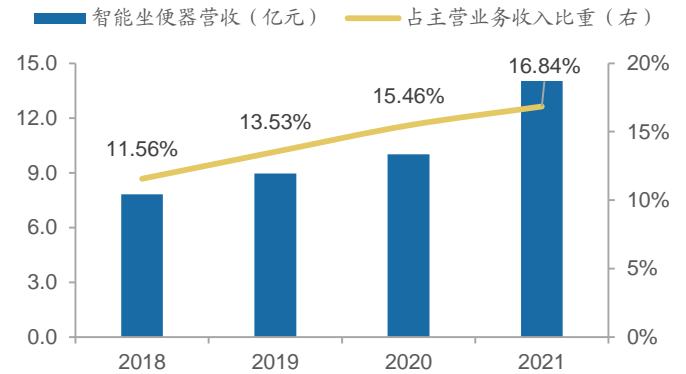
以创新研发起家，高研发投入保持创新驱动。箭牌自成立起就有创新研发的基因，彼时国内在售的大多还是分体马桶，少量的连体马桶都以外国品牌为主，公司通过一年多的技术攻关成功量产连体马桶，并以合理的价位快速占领市场，在90年代掀起了一场席卷全国的“连体马桶革命”，并创下了多个“第一”，比如在国内首个攻克连体马桶技术难题、国内首个推出6L节水技术的连体马桶、国内第一个推出“自洁釉”技术等等。2019年起，公司研发费用持续在增长，费用率每年超过3%，为公司保持创新驱动，产品领先战略提供坚实保障。

图67：2018-22H1公司研发费用及其费用占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图68：2018-2021年公司智能坐便器收入占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图69: 箭牌携手华为鸿蒙开启智能家居全场景新体验



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

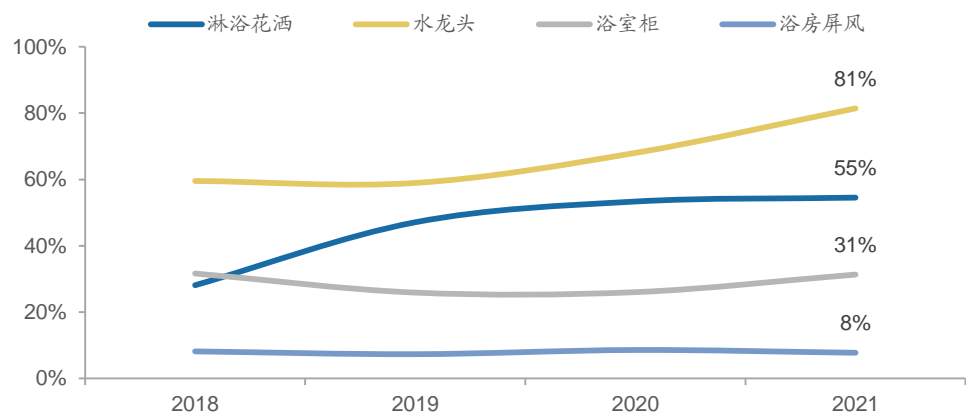
图70: 箭牌家居语音控制智能卫生间



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

套系化销售带动产品配套率提升, 进一步提高客单价。若以坐便器+蹲便器的销量作为基数, 简单估算各品类的配套率(由于几类产品客户基数不同, 因此估算结果与真实情况有一定差异, 但趋势可以作为参考), 2021年淋浴花洒/水龙头/浴室柜/浴房屏风的配套率分别为81%/55%/31%/8%, 过去几年淋浴花洒和水龙头配套率提升较快, 浴室柜和浴房屏风配套率仍然较低。从逻辑上讲, 卫生间的各类产品是适合配套销售的, 一方面能够便利消费者, 另一方面是出于美观性的考虑。而此前公司门店更偏向于单品销售模式, 导致各品类总体配套率不高, 目前公司积极调整零售端的销售模式, 使得产品销售能够套系化、风格化, 同时加大渠道设计师团队的建设, 门店配备的设计师能够给消费者提供更多选择方案、带动配套率提升, 从而扩大客户基数。配套率的提升能够进一步提高客单价, 以一个卫生间为例, 不考虑智能产品, 若按1:1配套, 客单价能够从800元左右(单普通坐便器)提升至接近10000元(坐便器+花洒+浴室柜+浴缸+浴房屏风+其他)。

图71: 2018-2021年公司各品类配套率(相对坐便器+蹲便器)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表15: 套系化销售提升客单值

	普通坐便器	智能坐便器	淋浴花洒	恒温花洒	浴室柜	智能浴室柜	浴缸	浴房屏风	其他	合计
产品单价(元)	800	3000	600	1500	2500	4500	3000	1500	1000	-
单坐便器	✓									800
三件套	✓		✓		✓					3900
普通配套	✓		✓		✓		✓	✓	✓	9400
智能配套		✓		✓		✓	✓	✓	✓	14500

数据来源: 箭牌天猫官方旗舰店, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

先看行业，（1）**市场规模：**我们认为卫浴行业是一个大市场且仍有增长潜力，2021年全卫浴空间的市场规模预计2000亿元左右，其中卫生陶瓷超过800亿元，存量翻修需求的提升，能够对冲新房需求的下滑，增长动能切换至卫浴空间品类拓展、多渠道布局、下沉市场开拓等；（2）**竞争格局：**卫浴行业品牌属性强，消费者选购比较认品牌，品质易追而品牌需要时间沉淀，因此外资品牌仍把持国内卫浴中高端市场，民族品牌认知度上有差距、但在快速崛起，从规模上看，两家外资（科勒、TOTO）和四家内资（箭牌、九牧、恒洁、惠达）排在前列，竞争格局仍存在一定变数，2018年中国卫浴CR3约39%，相较日本的90%还有提升空间；（3）**民族品牌如何突围：**总结近年卫浴行业渠道和产品的变化趋势，我们认为全渠道建设是民族品牌突围的优势之一，此外，智能坐便器低渗透率下的高增长潜力也为民族品牌超越提供快车道，行业稳步增长+集中度提升的阶段里，民族品牌或能实现更快的追赶。

再看箭牌，目前规模排在国内前三、民族品牌第一，品牌知名度仅次于部分外资品牌、且在缩小差距，多品牌差异化定位覆盖更广泛的市场，产品品质上能够实现与国际品牌的对标，品牌沉淀持续深化；从自身竞争力来看，公司深耕经销渠道、网点数量断层领先，庞大的经销网络和稳定的合作关系，是渠道端最大的优势，奠定公司长期成长的基本盘，这两年公司对直营电商渠道也倾注了大量资源，电商渠道和智能产品、龙头五金的消费契合度较高，提供充足的增长后劲。产品上公司目前更重视智能产品的研发和推广，ARROW箭牌主打“智能化、科技化”，近年以智能坐便器和恒温花洒为代表的智能产品占比快速提升，客单价和毛利率具备较大的增长潜力，此外，零售端销售模式逐步往套系化、风格化转变，带动卫浴产品配套率提升，进一步提高客单价。**箭牌的两大竞争优势——全渠道建设和智能产品，恰恰是我们归纳的民族品牌突围关键，因此我们认为公司持续成长可期。**

具体到各项业务关键假设：

（1）**卫浴板块（包括卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、浴缸浴房）：**一是智能化，智能产品增速会更高（智能坐便器高于普通坐便器，恒温花洒高于普通花洒，新上线的智能浴室柜、智能浴室镜等产品也会相应高于普通产品），且智能产品的毛利率会更高，带动卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具的毛利率提升；二是套系化，我们认为随着公司零售端销售模式逐步往套系化、风格化转变，不考虑智能单品的影响下，其他卫浴品类的销量增速可能快于卫生陶瓷，目前配套率较低的卫浴品类有非常大的增长潜力。我们预计2022-2024年卫浴板块收入分别为70.4、84.2、99.0亿元，毛利率分别为34.2%、34.6%、35.0%。

（2）**瓷砖：**瓷砖行业空间大，目前集中度低，卫浴空间也有瓷砖品类的大量应用，公司有望凭借卫浴产品的品牌影响力，保持一定的内生增长，且公司瓷砖以经销为主（2021年经销零售占比高于经销工程），我们认为公司瓷砖的毛利率相比同行有更大的修复空间。我们预计2022-2024年瓷砖收入分别为5.6、6.7、7.8亿元，毛利率

分别为22.5%、23.0%、23.5%。

(3) 定制橱衣柜: 公司定制橱衣柜业务起步较晚、规模较小, 终端渠道布局相对较少, 目前尚处于培育期, 低基数下将保持一定的内生增长, 近两年定制家居行业竞争激烈, 未来两年毛利率提升的空间不大。我们预计2022-2024年定制橱衣柜收入分别为1.3、1.5、1.8亿元, 毛利率分别为21.0%、21.0%、21.0%。

(4) 其他业务: 包括其他品类及配件和非主营业务(品牌授权、废料销售、对外出租等)。我们预计2022-2024年其他业务的收入增速和毛利率保持平稳。

表16: 分业务盈利预测

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
卫生陶瓷	收入(万元)	299,759	373,429	354,758	407,972	469,167
	成本(万元)	196,238	245,061	223,497	254,982	290,884
	毛利率(%)	34.5%	34.4%	37.0%	37.5%	38.0%
龙头五金	收入(万元)	163,600	225,077	213,823	267,278	320,734
	成本(万元)	115,541	162,282	148,607	184,422	219,703
	毛利率(%)	29.4%	27.9%	30.5%	31.0%	31.5%
浴室家具	收入(万元)	71,995	92,394	87,774	109,717	131,661
	成本(万元)	51,300	66,721	61,003	75,705	90,188
	毛利率(%)	28.7%	27.8%	30.5%	31.0%	31.5%
浴缸浴房	收入(万元)	38,953	55,912	47,525	57,030	68,436
	成本(万元)	24,560	36,753	29,941	35,929	43,115
	毛利率(%)	36.9%	34.3%	37.0%	37.0%	37.0%
瓷砖	收入(万元)	55,750	62,480	56,232	67,478	77,600
	成本(万元)	42,061	49,606	43,580	51,958	59,364
	毛利率(%)	24.6%	20.6%	22.5%	23.0%	23.5%
定制橱衣柜	收入(万元)	12,940	18,387	12,871	15,445	17,762
	成本(万元)	10,517	14,962	10,168	12,202	14,032
	毛利率(%)	18.7%	18.6%	21.0%	21.0%	21.0%
其他品类及配件	收入(万元)	4,771	5,362	5,630	6,756	7,769
	成本(万元)	2,647	3,048	3,097	3,716	4,273
	毛利率(%)	44.5%	43.2%	45.0%	45.0%	45.0%
非主营业务	收入(万元)	2,470	4,307	3,446	4,135	4,755
	成本(万元)	208	403	276	331	380
	毛利率(%)	91.6%	90.7%	92.0%	92.0%	92.0%
合计	收入(万元)	650,238	837,348	782,058	935,812	1,097,885
	成本(万元)	445,658	585,606	520,168	619,245	721,939
	毛利率(%)	31.5%	30.1%	33.5%	33.8%	34.2%

数据来源: 广发证券发展研究中心

费用率关键假设:

(1) 销售费用率: 公司深耕经销渠道, 未来还会继续下沉, 对经销商的补贴(装修补贴+市场推广费) 仍会维持一定规模, 此外, 销售人员数量随着渠道开拓和下沉会相应增加, 直营电商渠道的快速成长也会带来电商平台费用的增长(目前正在逐步摊薄), 我们预计2022-2024年销售费用率分别为9.5%、9.5%、9.5%, 销售费用与营收规模的增长幅度相匹配。

(2) 管理费用率: 22H1管理费用率10.0%, 较2021年末大幅增长3.5pct, 主要系职工薪酬、折旧摊销(在建工程陆续转固)和停工损失的大幅增长, 随着疫后有序复工复产, 停工损失预计会回到正常年份水平, 折旧摊销在新建基地投产放量后摊薄, 单季度来看, 22Q3管理费用率已经降至7.5%, 我们预计2022-2024年管理费用率分别为8.5%、8.0%、7.5%。

(3) 研发费用率: 产品智能化和生产自动化是公司发展战略的重点之一, 为了满足各产品线的新品研发需要, 公司会进一步扩大研发团队的人员数量, 持续加强技术研发投入, 我们预计2022-2024年研发费用率分别为4.5%、4.5%、4.5%, 维持在行业领先的较高水平。

(4) 财务费用率: 募投项目整体规划的投资金额较大, 短期仍需要通过银行借款以补充流动资金和项目建设, 但公司经营性现金流扎实, 自身造血能力强劲, 逐步降低银行贷款的同时降低财务费用, 我们预计2022-2024年财务费用率分别为0.3%、0.2%、0.2%。

表17: 费用率假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	8.3%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用率	7.4%	6.5%	8.5%	8.0%	7.5%
研发费用率	3.4%	3.4%	4.5%	4.5%	4.5%
财务费用率	0.8%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%

数据来源: 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议。我们预计公司2022-2024年EPS分别为0.69、0.88、1.12元/股, 按最新收盘价对应PE分别为24.6、19.3、15.1倍。A股产品相近的公司有惠达卫浴、海鸥住工、瑞尔特, 但行业地位、渠道结构、业务模式上是有较大差异的, 箭牌主打卫浴自主品牌, 是国内卫浴行业龙头, 产品基本内销、且以经销渠道为主, 惠达也做卫浴自主品牌, 但品牌力和规模跟箭牌有一定的差距, 且惠达2021年外销占到1/4, 内销中经销渠道的竞争力弱于箭牌; 海鸥住工产品以出口为主, 2021年外销占比接近60%, 主要做装配式整装厨卫和代工, 品牌竞争力不强; 瑞尔特以海内外代工为主, 业务以海内外代工为主, 主做冲水组件, 目前延伸至智能坐便器和智能盖板, 自

主品牌处于培育期。此外，我们也参考地产链各环节的龙头，选择渠道结构、行业竞争格局和经营表现可对比的伟星新材、欧派家居和三棵树，与箭牌一样都建设了非常强的零售分销渠道，2021年经销占比分别为70%、78%、65%，三棵树和箭牌所面临的行业竞争要素和竞争格局相似，涂料和卫浴品牌属性强，目前外资品牌领先、内资品牌凭借自身优势奋力追赶，伟星新材和欧派家居长期经营业绩优异，ROE常年维持在20%以上的水平，各项指标表现稳健，与箭牌有较强的可比性。参考可比公司估值，考虑渠道端（经销渠道领先优势明显、直营电商快速成长）和产品端（智能产品占比快速提升、套系化销售拓宽边际）的优势，给予公司23年25倍PE，对应合理价值21.89元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表18: 可比公司估值表（Wind一致预期）

证券代码	证券简称	收盘价（元/股）	EPS（元/股）			PE（倍）		
		2023/1/5	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603385.SH	惠达卫浴	7.38	0.48	0.63	0.76	15.30	11.77	9.66
002084.SZ	海鸥住工	4.62	0.21	0.27	0.34	22.09	17.07	13.41
002790.SZ	瑞尔特	9.68	0.50	0.61	0.75	19.42	15.77	12.86
603833.SH	欧派家居	120.68	4.59	5.40	6.37	26.27	22.34	18.95
002372.SZ	伟星新材	22.88	0.82	0.99	1.14	27.74	23.09	19.99
603737.SH	三棵树	123.30	1.69	2.78	3.98	73.15	44.40	31.01
001322.SZ	箭牌家居	16.87	0.69	0.88	1.12	24.61	19.27	15.06

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：除箭牌家居以外，盈利预测均选取 Wind 一致预期

五、风险提示

(1) 渠道开拓和终端需求恢复不及预期。公司持续深耕经销商渠道，若未来对经销商的支持和赋能不足，渠道下沉和全渠道开拓不及预期，将影响营收规模的提升，此外，若疫后门店零售修复不及预期，也将影响公司经营表现。

(2) 智能产品研发和市场推广不及预期。智能产品单价高、毛利率高，目前低渗透率下具有高增长潜力，是公司未来实现高增长、沉淀品牌和对外资追赶的关键点，若公司的智能产品研发和市场推广不及预期，会对公司的销售和盈利产生不利影响。

(3) 原材料和原燃料价格波动超预期。公司卫生陶瓷和龙头五金的成本，会受到铜材等原材料和天然气、煤炭等原燃料价格变动的影响，若原材料和原燃料价格波动超预期，公司调价无法及时抵消成本变动的的影响，则会对公司的销售和盈利产生不利影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,043	3,523	4,010	4,637	5,727	经营活动现金流	1,270	906	532	1,827	2,128
货币资金	1,449	1,562	2,217	2,598	3,286	净利润	587	576	661	844	1,080
应收及预付	383	451	407	480	573	折旧摊销	266	318	377	436	503
存货	1,127	1,389	1,305	1,444	1,718	营运资金变动	289	-150	-647	358	342
其他流动资产	83	121	82	115	151	其它	128	163	141	189	204
非流动资产	4,284	5,247	6,177	7,067	7,890	投资活动现金流	-591	-1,214	-1,290	-1,306	-1,303
长期股权投资	15	13	14	15	16	资本支出	-610	-1,105	-1,319	-1,318	-1,317
固定资产	2,496	2,659	3,234	3,841	4,454	投资变动	2	-122	13	-1	-1
在建工程	411	1,151	1,538	1,829	2,046	其他	16	13	16	13	15
无形资产	962	954	945	937	929	筹资活动现金流	-80	343	1,538	-140	-137
其他长期资产	400	470	445	445	445	银行借款	1,107	877	460	-50	-50
资产总计	7,327	8,770	10,187	11,704	13,618	股权融资	622	7	1,156	0	0
流动负债	4,410	4,765	4,130	4,779	5,585	其他	-1,809	-541	-77	-90	-87
短期借款	353	213	313	263	213	现金净增加额	599	36	780	381	688
应付及预收	2,904	3,414	2,800	3,290	3,930	期初现金余额	403	1,001	1,037	1,817	2,198
其他流动负债	1,153	1,138	1,017	1,226	1,443	期末现金余额	1,001	1,037	1,817	2,198	2,886
非流动负债	540	1,030	1,390	1,390	1,390						
长期借款	396	892	1,252	1,252	1,252						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	144	139	139	139	139						
负债合计	4,950	5,795	5,520	6,169	6,976						
股本	869	869	966	966	966						
资本公积	940	955	2,014	2,014	2,014						
留存收益	567	1,144	1,681	2,550	3,659						
归属母公司股东权益	2,376	2,968	4,661	5,530	6,639						
少数股东权益	1	7	6	4	3						
负债和股东权益	7,327	8,770	10,187	11,704	13,618						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,502	8,373	7,821	9,358	10,979
营业成本	4,457	5,856	5,202	6,192	7,219
营业税金及附加	72	85	79	95	111
销售费用	539	799	746	893	1,047
管理费用	479	547	665	749	823
研发费用	220	288	352	421	494
财务费用	53	16	20	19	22
资产减值损失	-65	-86	-80	-96	-112
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	19	11	10	13	15
营业利润	698	629	735	940	1,203
营业外收支	-29	6	6	7	8
利润总额	669	636	741	947	1,211
所得税	81	59	80	103	131
净利润	587	576	661	844	1,080
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	589	577	662	845	1,082
EBITDA	1,002	953	1,201	1,524	1,880
EPS (元)	0.68	0.66	0.69	0.88	1.12

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-2.3%	28.8%	-6.6%	19.7%	17.3%
营业利润增长	-0.7%	-9.8%	16.8%	27.8%	28.0%
归母净利润增长	5.8%	-1.9%	14.7%	27.8%	27.9%
获利能力					
毛利率	31.5%	30.1%	33.5%	33.8%	34.2%
净利率	9.0%	6.9%	8.4%	9.0%	9.8%
ROE	24.8%	19.4%	14.2%	15.3%	16.3%
ROIC	20.7%	14.0%	11.7%	13.7%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	67.6%	66.1%	54.2%	52.7%	51.2%
净负债比率	208.3%	194.8%	118.3%	111.5%	105.0%
流动比率	0.69	0.74	0.97	0.97	1.03
速动比率	0.41	0.42	0.63	0.64	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.95	0.77	0.80	0.81
应收账款周转率	27.39	26.19	26.31	26.93	26.46
存货周转率	5.77	6.03	5.99	6.48	6.39
每股指标 (元)					
每股收益	0.68	0.66	0.69	0.88	1.12
每股经营现金流	1	1	1	2	2
每股净资产	2.73	3.42	4.83	5.73	6.88
估值比率					
P/E	-	-	24.61	19.27	15.06
P/B	-	-	3.49	2.95	2.45
EV/EBITDA	-	-	13.06	10.01	7.72

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。