

## 智能趋势助“弯道超车”，陶瓷卫浴龙头护城河稳固

2023 年 03 月 28 日

➤ **坐便器起家的陶瓷卫浴龙头。**箭牌家居是集研发、生产、销售与服务于一体的大型现代化制造企业，产品品类覆盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等。公司以坐便器起家，随后陆续拓展了五金、浴室柜、浴缸浴房等浴室家具及瓷砖、定制橱柜、衣柜产品，卫浴品类逐渐完善、经营模式不断创新。公司收入中卫生陶瓷占比最大且保持稳定（2022H1 占比 46%），龙头五金收入占比持续提升（2018 年占比 19% 提升至 2022H1 占比 27%）。

➤ **智能马桶方兴未艾，内资企业有望弯道超车。**1) **强功能大单品，智能马桶渗透率快速提升：**目前我国智能马桶渗透率约为 10%，对标发达国家 60-80% 的渗透率有非常大的提升空间；2) **功能迭代快+性价比高，国产智能马桶进入增长黄金期：**一体机美观度高，适合新房安装，而我国新房占比高且国产品牌一体机性价比高，因此主要使用的是一体式智能马桶而非智能马桶盖，而头部国际品牌主要产品为智能马桶盖，在一一体机方面发力不够。目前本土品牌的一一体机性能在同等价位优于国际品牌，同等性能下性价比远高于国际品牌，此外，马桶智能化趋势带动本土卫浴品牌客单值提升；3) **复盘智能手机发展历程，渗透率加速增长+国产品牌高迭代、高性价比，内资企业弯道超车逻辑通顺：**复盘日本智能马桶发展及渗透率增长路径，未来十年或为中国智能马桶渗透率快速增长阶段。

➤ **卡位浴室空间流量入口，增加多品类带单。**1) **卫生洁具：标品化&强功能，卡位卫浴空间流量入口：**卫浴产品安装时间较为集中，利于连带率提升，产品偏功能化标品，易形成品牌认知，卫生陶瓷产品有品牌 logo 露出，利于建立品牌认知，利好拥有强品牌力的龙头企业。2) **箭牌以卫生洁具作为基石，逐步拓展五金等业务：**龙头五金产品配套率持续提升，浴室柜受益于智能化趋势，配套率持续增长，瓷砖、浴缸浴房预计受益于箭牌品牌效应持续提升，连带率缓慢增长。

➤ **公司渠道覆盖面广，多品类、多品牌打造护城河。**1) **渠道覆盖面广、门店类别丰富：**公司建设了覆盖广、数量多、下沉深的庞大经销网络，具备较强先发优势，截至 2021 年公司终端门店网点合计 12052 家，包括多种形式、覆盖不同消费者群体的门店。2) **多品牌差异化定位策略，重视技术研发，未来产品布局将继续以智能产品为主要抓手。**公司智能家居产品 2021 年实现收入 19.5 亿元，同比增长 35%，其中智能马桶增速约为 40%。2021 年智能马桶销售数量占坐便器（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%。

➤ **投资建议：**公司是国内卫浴龙头品牌，多品牌、多品类布局，零售渠道完善。我们预计公司 22-24 年营收 78.2/94.2/112.6 亿元，同增 -6.6%/20.4%/19.5%，22-24 年预计实现归母净利润 6.0/8.3/10.4 亿元，同增 4.1%/38.6%/25.4%，当前股价（3 月 22 日收盘价）对应 PE 分别为 36/26/20X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情反复致终端销售不及预期；市场竞争加剧；房地产市场波动。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,373	7,820	9,419	11,259
增长率（%）	28.8	-6.6	20.4	19.5
归属母公司股东净利润（百万元）	577	601	833	1,045
增长率（%）	-1.9	4.1	38.6	25.4
每股收益（元）	0.60	0.62	0.86	1.08
PE	37	36	26	20
PB	7.2	4.5	3.8	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

20.71 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

电话：15270997227

邮箱：liyang\_yj@mszq.com

## 相关研究

1. 家居行业点评报告：当前时点，为何要超配家居板块？-2023/02/22
2. 轻工行业 2023 年度策略报告：重启&重塑 -2023/01/04
3. 家居行业系列报告二：基于产业链视角，探讨疫后美国家居各环节演绎-2023/01/04
4. 家居行业系列报告一：当政策底出现后，探究家居板块演绎-2023/01/03

# 目录

<b>1 陶瓷卫浴龙头，净利润增速领先</b>	<b>3</b>
1.1 发展历程：坐便器起家的陶瓷卫浴龙头	3
1.2 兼具良好成长性和稳定较高的 ROE	5
<b>2 智能马桶方兴未艾，内资企业有望弯道超车</b>	<b>9</b>
2.1 强功能大单品，智能马桶渗透率快速提升	9
2.2 功能迭代快+性价比高，国产智能马桶进入增长黄金期	10
2.3 复盘智能手机发展历程，渗透率加速增长+国产品牌高迭代、高性价比，内资企业弯道超车逻辑通顺	16
<b>3 卡位浴室空间流量入口，增加多品类带单</b>	<b>21</b>
3.1 卫生洁具：标品化&强功能，卡位卫浴空间流量入口	21
3.2 箭牌以卫生洁具作为基石，逐步拓展五金等业务	22
<b>4 渠道覆盖面广，多品类、多品牌打造护城河</b>	<b>29</b>
4.1 渠道端：经销为主，渠道覆盖面广	29
4.2 产品端：多品牌覆盖，研发助力智能化	33
4.3 供应链：自产为主，新产能打开天花板	34
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>36</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	36
5.2 估值分析	37
5.3 投资建议	38
<b>风险提示</b>	<b>39</b>
<b>插图目录</b>	<b>41</b>
<b>表格目录</b>	<b>42</b>

# 1 陶瓷卫浴龙头，净利润增速领先

## 1.1 发展历程：坐便器起家的陶瓷卫浴龙头

**发展历程：坐便器起家的陶瓷卫浴头部企业。**箭牌家居成立于1994年，是一家集研发、生产、销售与服务于一体的大型现代化制造企业，产品品类覆盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等。公司以坐便器起家，随后陆续拓展了浴室产品、瓷砖、定制橱柜及衣柜产品，品类逐渐完善、模式不断创新。

图1：箭牌家居发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

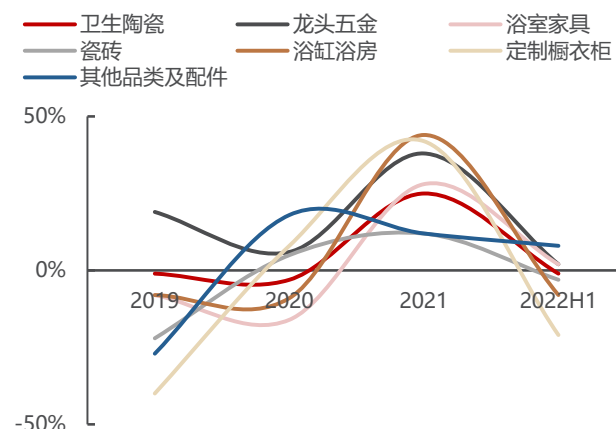
**卫浴产品品类齐全，拓展瓷砖、定制品类。**公司具体产品主要分为卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜、其他共七大类。致力于为消费者提供一站式智慧家居解决方案，目标是成为国际一流的智慧家居品牌。

图2：箭牌家居主营产品

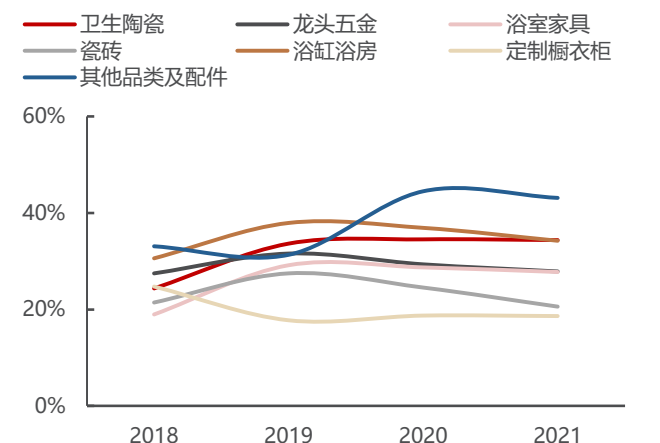


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

**核心业务收入、毛利率稳定。**分产品来看，公司收入中卫生陶瓷占比最大且保持稳定（2022H1 占比 46%），龙头五金收入占比持续提升（2018 年占比 19%提升至 2022H1 占比 27%）。分产品毛利率来看，传统卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具业务毛利率相对较高且较为稳定，新业务定制橱柜衣柜由于规模尚小毛利率较低（2021 年为 19%）。

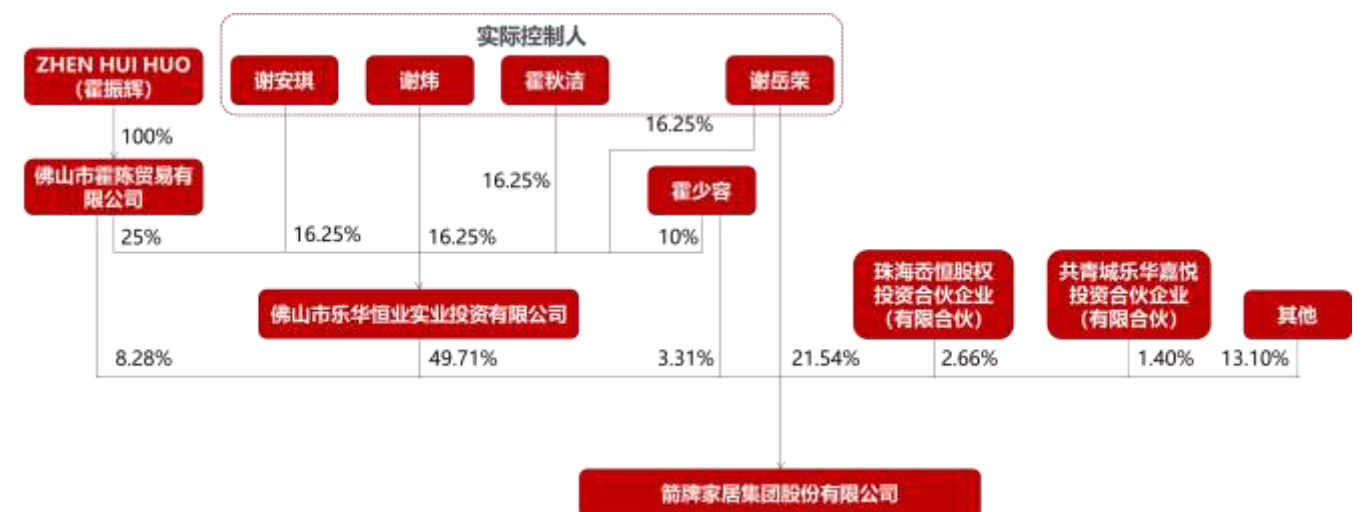
**图3：箭牌家居分产品收入增速**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图4：箭牌家居主营产品毛利率**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**实控人为谢岳荣家族，合计控股 53.85%。**箭牌家居实际控制人为谢岳荣家族，截至 2022 年 9 月 30 日，谢岳荣、霍秋洁、谢安琪、谢炜合计控制公司 53.85% 的股份，其中谢岳荣与霍秋洁系夫妻关系，谢安琪、谢炜系二人子女。

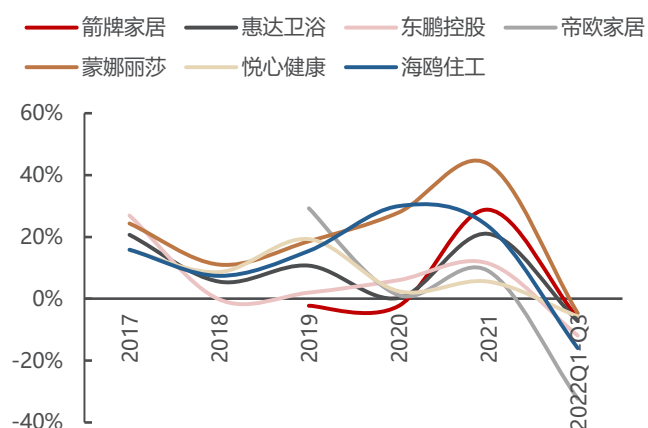
**图5：箭牌家居股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）**


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 1.2 兼具良好成长性和稳定较高的 ROE

**营收稳定、净利润增速领先、毛利率逆势提升。**公司营收规模较为稳定，2021 年公司的营收同比增速在可比公司中排名第二。归母净利润增速方面，2021 年及 2022Q1-Q3，公司归母净利润增速在可比公司中处于前列，2022Q1-Q3 中，公司是唯一实现归母净利润正增长的企业。毛利率方面，受制于原材料价格提升，行业毛利率下滑，但公司凭借产品力、渠道力在 21 年下半年实现提价，叠加销售结构优化，支撑其成为可比公司中 22Q1-Q3 唯一毛利率提升的企业。

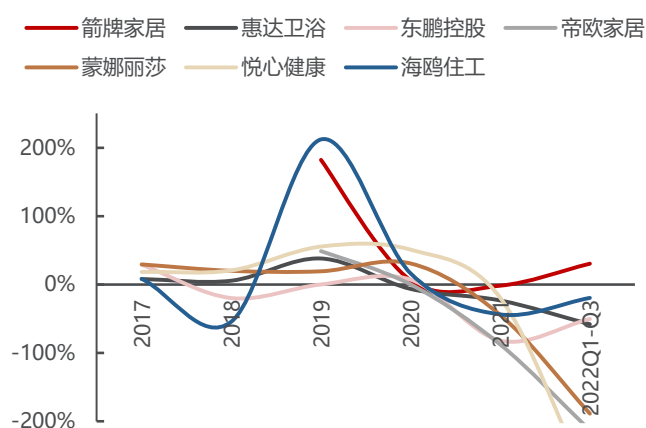
**图6：箭牌家居营收增速处于较快水平**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

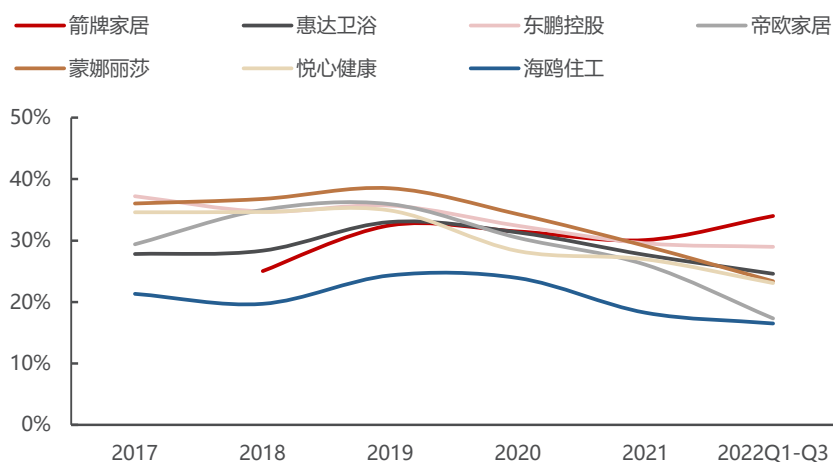
注：参考公司招股书，我们确定惠达卫浴、东鹏控股、帝欧家居、蒙娜丽莎、悦心健康和海鸥住工为可比公司，下同。

**图7：箭牌家居归母净利润增速领先**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图8：22Q1-Q3 公司毛利率领先行业**

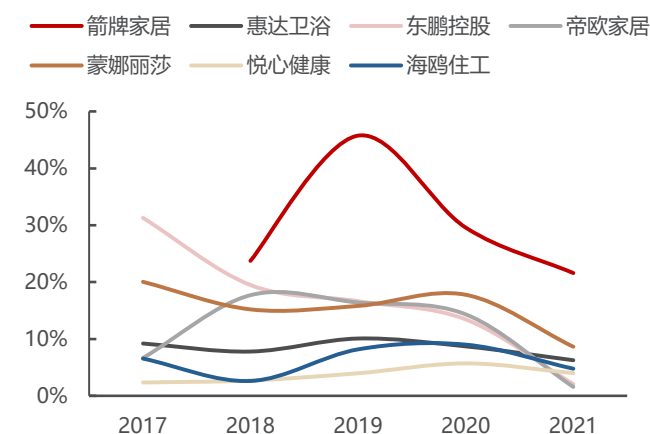


资料来源：公司招股书，民生证券研究院



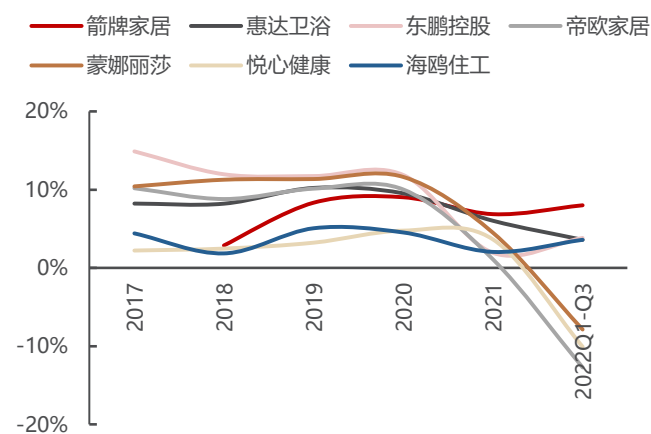
**高杠杆&高周转，ROE 持续领先。**公司的 ROE 持续领先，主要受益于高权益乘数及高周转率，归母净利率亦位于行业前列。高周转率主要来自“先款后货”的经营方式及其工程业务通过经销商开展，无大量来自工程客户的应收账款导致其应收账款周转率远超同行。

图9：箭牌家居 ROE 持续领先



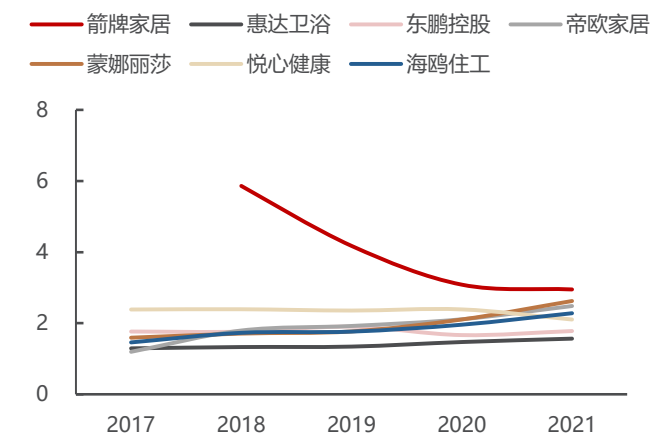
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：箭牌家居归母净利率稳定



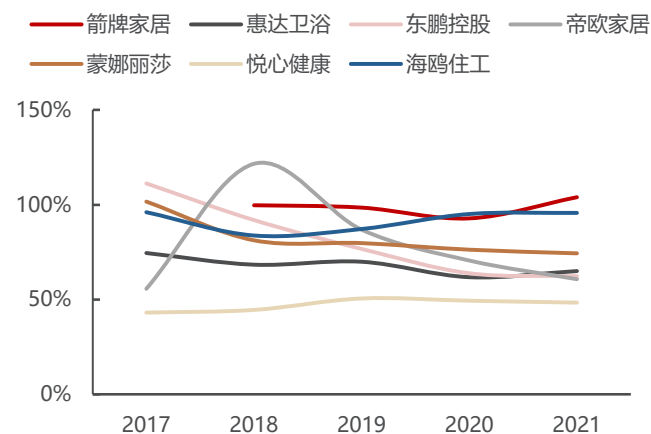
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：箭牌家居权益乘数较高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

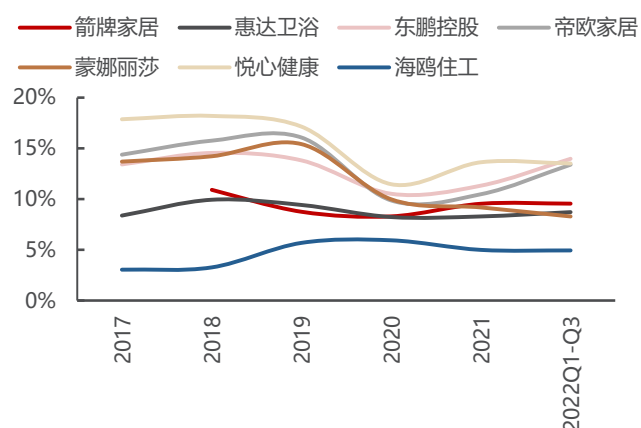
图12：箭牌家居总资产周转率较高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

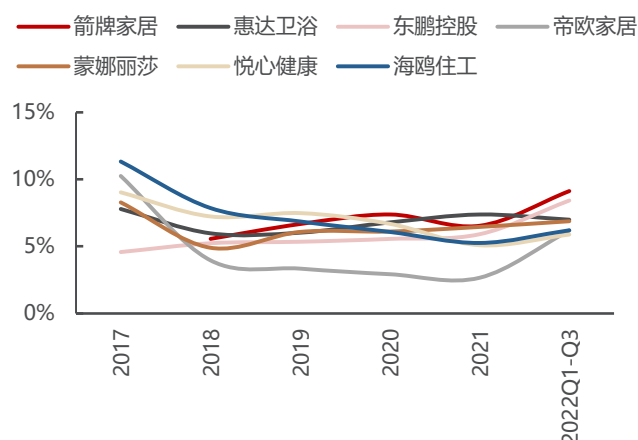
**费用率控制较为稳定。**箭牌期间费用率位于行业中游，其中：销售费用率控制较好，维持在行业平均水平；管理费用率及财务费用率略高于行业平均水平。22Q1-Q3 由于上市相关成本导致管理费用率高增。

图13：可比公司销售费用率对比



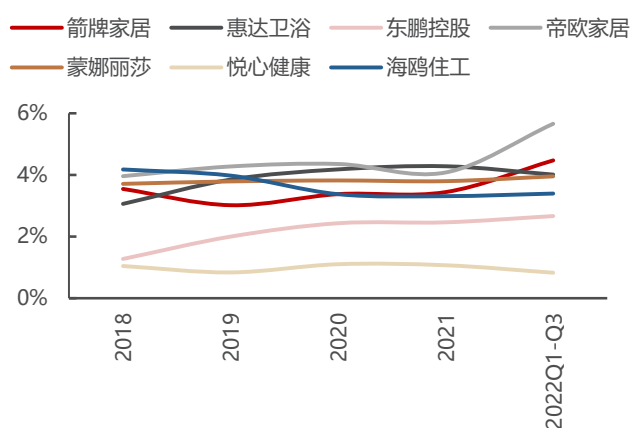
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：可比公司管理费用率对比



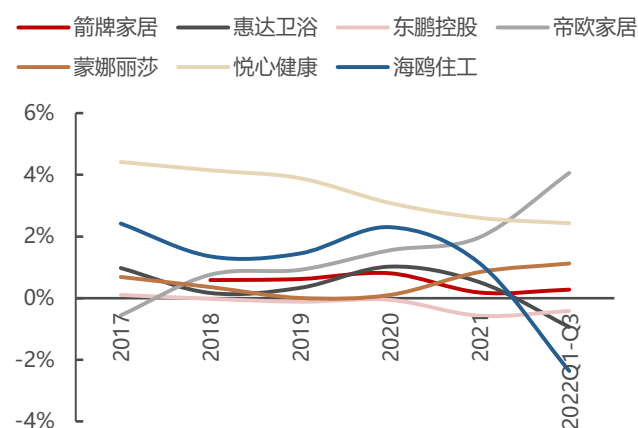
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：可比公司研发费用率对比



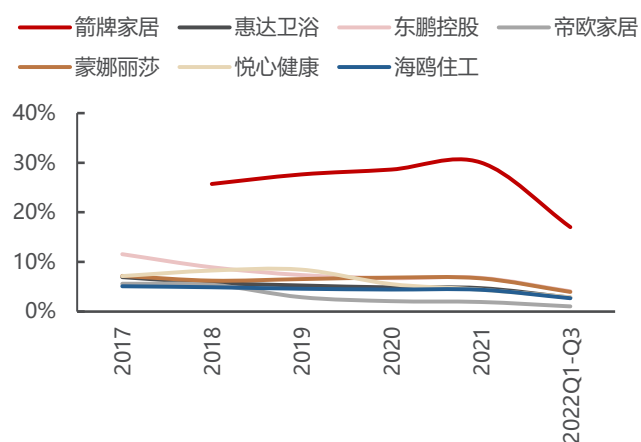
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：可比公司财务费用率对比

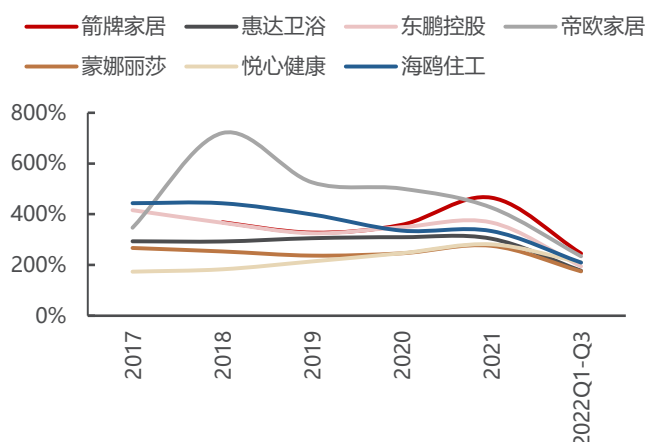


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**应收账款周转率远超同行。**主因公司对下游议价能力较强，对经销商采用先款后货的销售政策，同时针对工程业务，主要依托经销商来推进，无大量来自工程客户的应收账款，使得应收账款规模较小所致。公司存货周转率领先，主要产品客户稳定，销售渠道通畅，存货周转正常。

**图17：行业龙头应收账款周转率对比**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图18：行业龙头存货周转率对比**


资料来源：公司公告，民生证券研究院



## 2 智能马桶方兴未艾，内资企业有望弯道超车

### 2.1 强功能大单品，智能马桶渗透率快速提升

伴随消费升级趋势，智能马桶越来越受到消费者的喜爱。2013-2022 年，中国居民人均可支配收入由 1.83 万元上升至 3.69 万元，随着居民消费水平的提升，消费者对坐便器的品质、功能需求逐渐提升。

相较于普通马桶，智能马桶功能性显著更强。市面上的智能马桶普遍拥有清洁、加热、抗菌、除臭、开盖、照明等功能。清洁方面，智能马桶的妇洗、臀部清洗、助便清洗等细分清洗功能替代了传统卫生纸清洁，更为干净、健康；智能马桶座圈可以加热保温，克服了普通马桶冬天冰冷的问题，感应开盖和智能夜灯功能增强便利性；此外，除菌、除臭功能在保证健康的基础上提升生活品质。

表1：智能马桶与普通马桶功能对比

普通马桶		智能马桶
清洁	使用卫生纸	冲洗功能，包括妇洗、臀部清洗、助便清洗等多种细分清洗功能
座圈	冬天冰冷	加热保温
除菌	无	高科技抗菌材料
除臭	无	喷头自洁、内置活性炭等去除异味
开盖	手动	感应开盖
照明	无	智能夜灯

资料来源：淘宝，民生证券研究院

目前智能马桶处于导入阶段，渗透率提升较慢，我们预计渗透率即将进入快速提升阶段，带动行业规模增长。2021 年我国智能马桶渗透率为 10%左右，仍处于导入期，产品间差异不明显，竞争格局分散。预计随着消费者对智能马桶的需求逐步提升及头部企业持续创新，行业将逐步度过导入期进入高速增长阶段，渗透率快速提升下行业规模实现增长。2022 年智能马桶市场规模 251 亿元左右，同比增长 14.21%。伴随新房销售及人口数略微下滑，我国总体马桶需求下滑后趋于平稳，但智能马桶渗透率持续加速提升，叠加智能马桶单价略微下滑，我们预计 2023-2025 年智能马桶行业保持 20%左右增速增长。

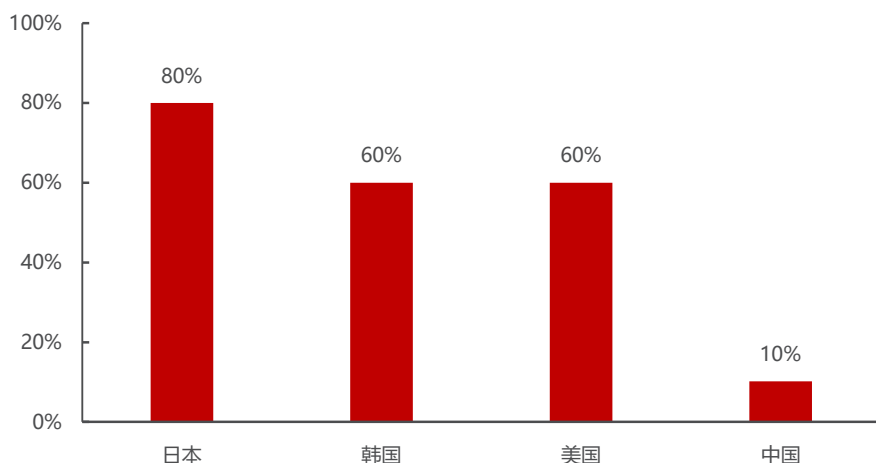
表2：智能马桶行业规模测算（零售口径）

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
马桶需求	亿套	0.96	0.90	0.85	0.85	0.85	0.85
增速	%		-6.28%	-5.00%	0.00%	0.00%	0.00%
智能马桶渗透率	%	8.67%	10.17%	12.67%	15.67%	19.17%	23.17%
智能马桶需求	亿套	0.08	0.09	0.11	0.13	0.16	0.20
智能马桶单价	元	2519	2418	2334	2264	2207	2163
增速	%		-4.0%	-3.5%	-3.0%	-2.5%	-2.0%
智能马桶行业规模	亿元	208.59	220.13	251.42	301.62	359.76	426.13
增速	%		5.53%	14.21%	19.97%	19.28%	18.45%

资料来源：中陶家居网，民生证券研究院预测

**对比发达国家，我国智能马桶渗透率仍有很大提升空间。**据中陶家居网数据，2021 年我国马桶需求为 0.81-0.98 亿套，根据艾媒数据中心预测，2021 年我国智能坐便器销量达 910 万台，对应智能坐便器渗透率 9.29%-11.23%，取中间值 10.17%，对标 2021 年日本/韩国/美国智能马桶渗透率 80%/60%/60%仍有极大提升空间。

**图19：2021 年各国智能马桶渗透率**

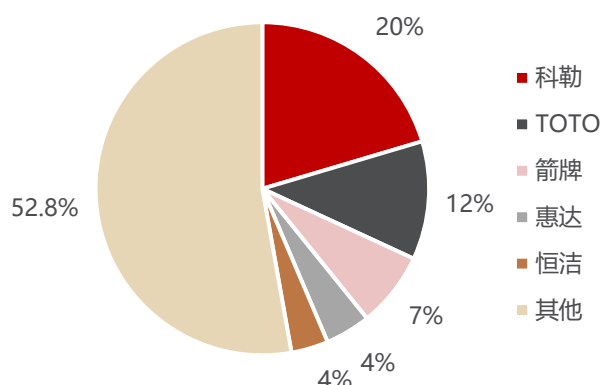


资料来源：箭牌招股书，艾媒咨询，华经产业研究院，日本内阁府，民生证券研究院

## 2.2 功能迭代快+性价比高，国产智能马桶进入增长黄金期

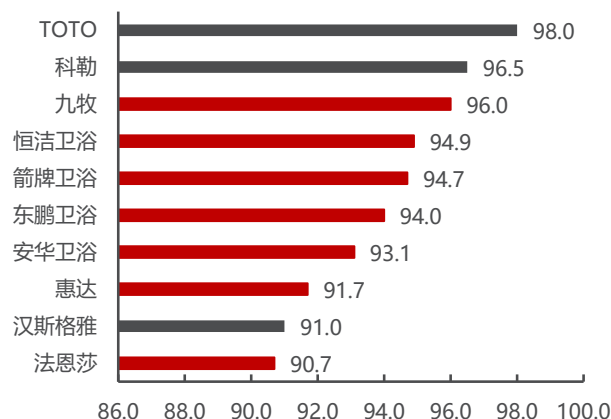
**传统卫浴行业龙头为外资品牌，内资品牌突围困难重重。**2018 年，我国传统卫浴行业市占率前五的品牌为科勒、TOTO、箭牌、惠达、恒洁，市占率分别为 20%、12%、7%、4%、4%。国内传统卫浴市场龙头依然为外资企业，本土品牌中市占率箭牌市占率最高。内资品牌突围较难主因：国外品牌入局早、份额大，在消费者心中建立了牢固、高端的品牌形象。上世纪 70 年代至 90 年代中期，美标、科勒和 TOTO 等外资品牌相继进入中国市场，依托技术优势和品牌优势在沿海地区高档建筑大量使用，成为高端的代名词；而 2013 年起，箭牌、惠达、九牧等一批本土卫浴品牌才逐渐发展为全国性品牌。

图20：2018 年中国卫浴行业竞争格局



资料来源：Euromonitor，公司招股书，民生证券研究院

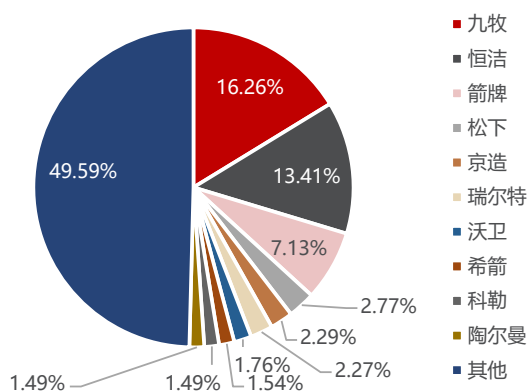
图21：2023 年卫浴洁具十大品牌指数



资料来源：买购网，民生证券研究院

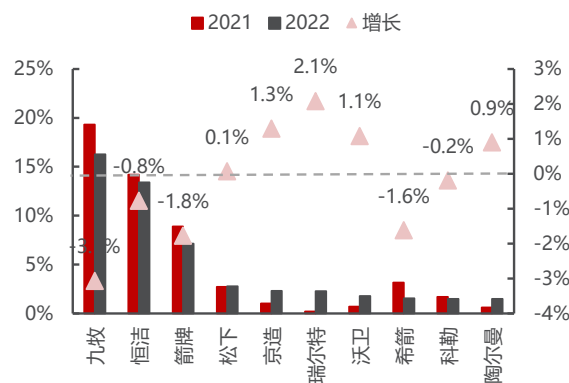
**智能马桶行业龙头为内资企业，众多品牌兴起，外资品牌份额大幅降低。**据奥维云网数据，2022 年智能马桶一体机线上市占率排名前三的分别为九牧/恒洁/箭牌，市占率分别为 16.26%/13.41%/7.13%。而行业前十名中仅松下和科勒分别位列第四、第九。从 2021 年和 2022 年的市占率变化来看，TOP 3 品牌市占率略微下滑，TOP 4-7 品牌市占率提升，其中外资企业松下和科勒市占率基本维持稳定，没有提升趋势。

图22：2022 年智能马桶一体机线上市占率



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图23：2021 和 2022 年智能马桶一体机线上市占率



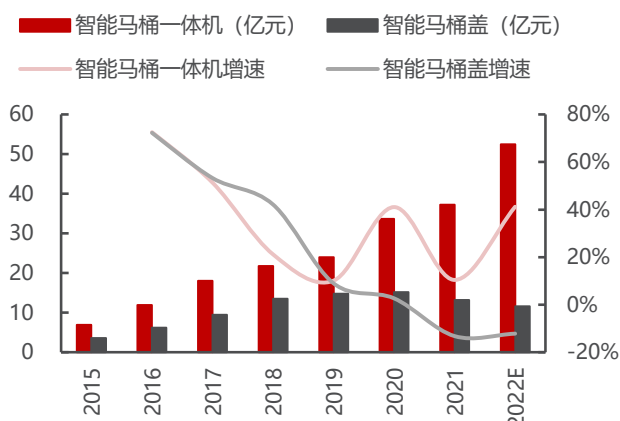
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

**智能马桶行业外资企业市占率低主要系国外主要使用智能马桶盖，而国内智能马桶一体机更受欢迎。**自 2015 年智能马桶开始兴起，智能马桶一体机销售额即高于智能马桶盖，至 2021 年，线上智能马桶一体机销售额 37.2 亿元，CAGR 为 32%；智能马桶盖销售额 13.2 亿元，CAGR 为 24%。占比上来看，2015 年智能马桶一体机占比 66%，至 2021 年达到 74%，奥维云网预计 2022 年一体机占比

达 82%。国内智能马桶以一体机为主，而国际品牌以马桶盖为主。

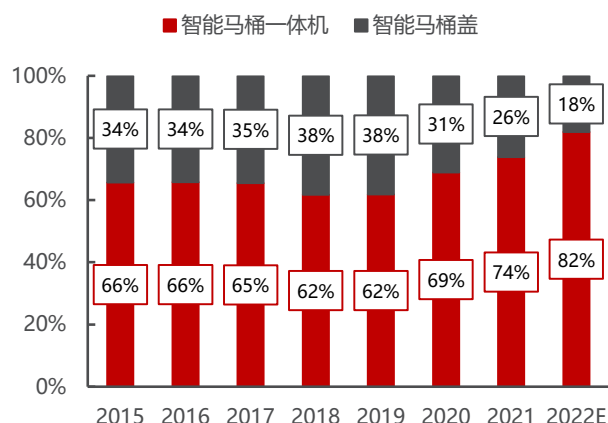
- **智能马桶盖海外占优：**2022 年线上智能马桶盖市占率方面，松下、海尔、东芝、TOTO、科勒分别占比 41.6%、12%、8.17%、7.3%、6.65%，行业 CR5 为 75.72%，而 TOP 5 品牌中仅海尔为本土品牌，智能马桶盖市场被国际品牌把持。
- **一体机内资品牌遥遥领先：**2022 年智能马桶一体机线上市占率排名前三的分别为九牧、恒洁和箭牌，市占率分别为 16.26%、13.41%和 7.13%，而行业前十名中仅松下和科勒分别位列第四、第九。

图24：线上智能马桶一体机和马桶盖销售额及增速



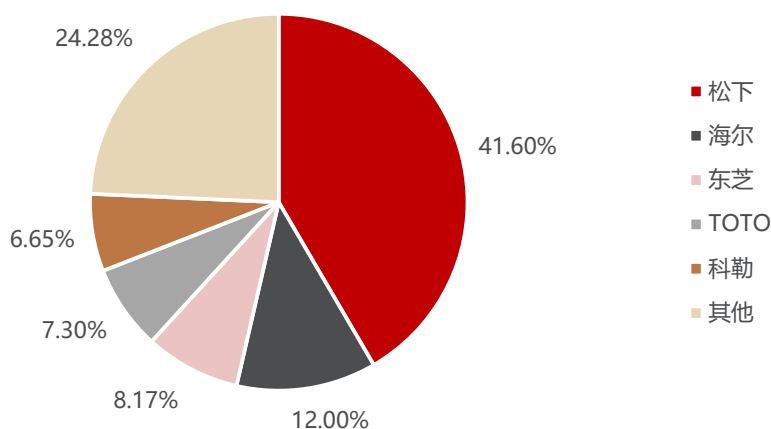
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图25：线上一体机和马桶盖占比



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图26：2022 年线上智能马桶盖销售额市占率



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

我们认为，国内智能马桶以一体机为主而国外以智能马桶盖为主，主因：1) 一体机美观度高，是新房装修的首选，而国内房地产销售仍以新房为主，因此一体

机购买较多；2) 国内品牌大力开拓一体机市场，打造具有性价比的一体机产品，本土品牌一体机产品与国外品牌马桶盖产品价格接近，但功能性、美观度更好，因此消费者倾向选择一体机。**对比一体机和马桶盖：**主要功能均包括冲洗、烘干、加热等，功能基本一致。而一体机在美观度方面远超智能马桶盖，是新房装修的优先选择，智能马桶盖主要应用于家中已有马桶时进行加装，其安装简单、性价比高，但存在无法匹配部分传统坐便器的问题。

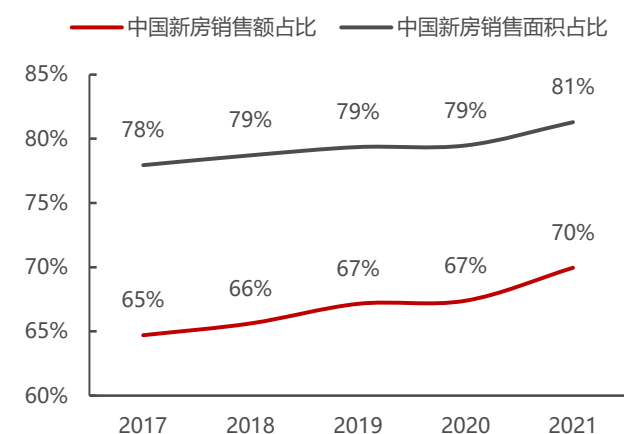
表3：智能马桶一体机和智能马桶盖对比

	智能马桶一体机	智能马桶盖
主要功能	冲洗、烘干、加热	冲洗、烘干、加热
优点	美观度远超智能马桶盖	安装简单 性价比高
缺点	价格相对较贵 安装对坑距等有要求	美观度差 部分型号的坐便器无法匹配 操作按钮集中，操作困难
选择场景	新房装修优选	老房已有坐便器时选择

资料来源：淘宝网，民生证券研究院

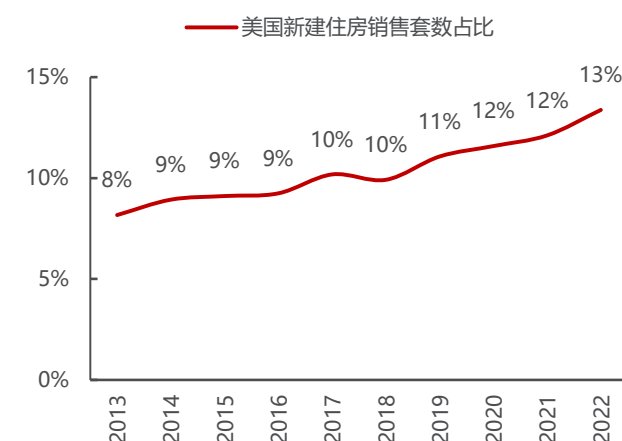
**中国房地产销售以新房为主，而美国以成屋为主，新房装修安装一体机更为方便。**2021 年中国新房销售额/销售面积占比 70%/81%，美国新房销售套数占比 12%。新房装修时安装普通马桶和智能一体机的便捷度差异不大，且一体机更为美观，因此消费者倾向于选择智能一体机。

图27：中国房地产销售以新房为主



资料来源：贝壳研究院，民生证券研究院

图28：美国房地产销售以成屋为主

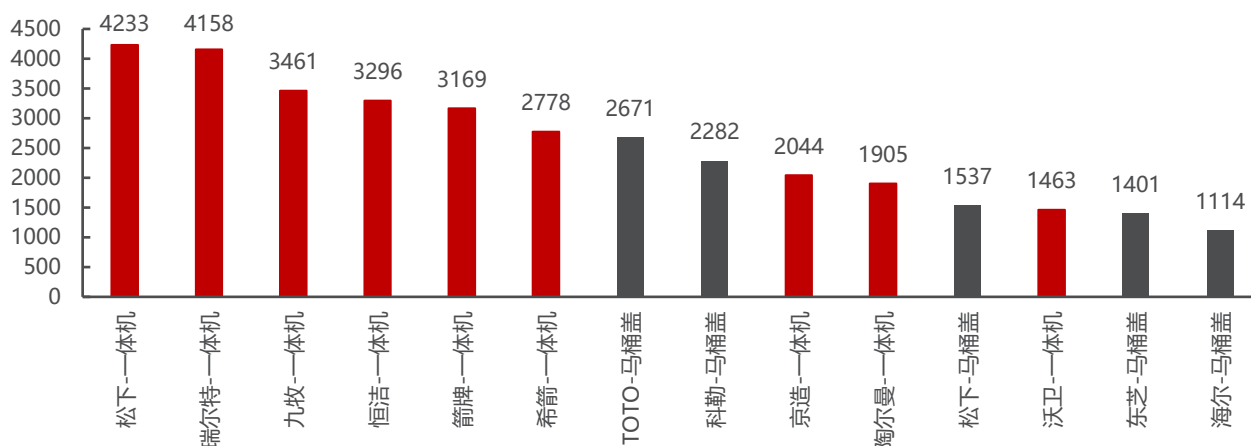


资料来源：Wind，民生证券研究院

**国内品牌一体机价格与国外品牌马桶盖价格接近。**据奥维云网数据，2022 年九牧/恒洁/箭牌/希箭/京造一体机线上均价分别为 3461/3296/3169/2778/2044 元，对比 TOTO/科勒/松下马桶盖线上均价 2671/2282/1537 元，差异并不显著。消费者只需要多付出几百元或更低的价格就可以购买到国产品牌一体机，性价比

高，因此国内一体机销售占比持续提升。

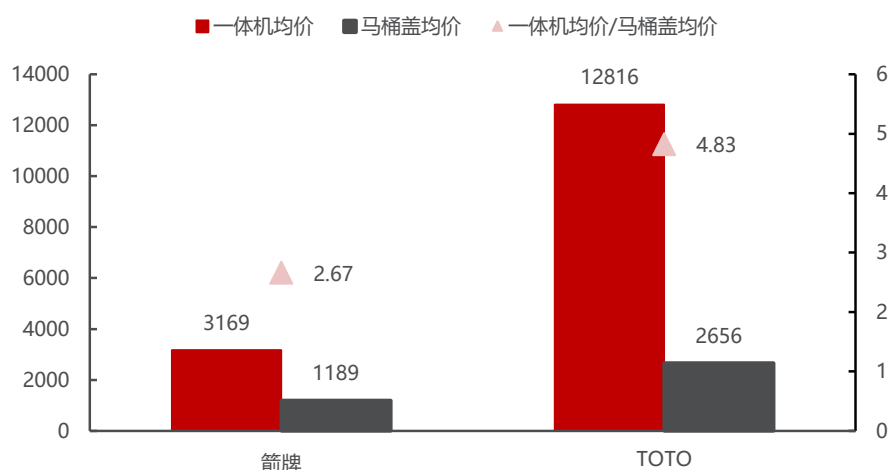
图29：2022 年各品牌一体机、马桶盖线上销售均价（元）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

**国内品牌一体机与马桶盖价格差异相较国外品牌更小。**据奥维云网数据，2022 年箭牌一体机/智能马桶盖均价 3169/1189 元，TOTO 一体机/智能马桶盖均价 12816/2656 元，箭牌/TOTO 一体机价格为智能马桶盖的 2.67/4.83 倍。相较于国外一体机和智能马桶盖价格差异较大，国内品牌价格差异较小，消费者倾向于选择性价比更高的智能一体机。

图30：2022 年箭牌、TOTO 一体机及马桶盖线上均价（元）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

**本土品牌同价位性能高于国际品牌，同性能下价格更低。**对比箭牌、九牧及松下低价、高价的两款产品，在 2500-4000 元价格带内，箭牌及九牧的产品性能显著优于松下，拥有停电冲水、感应开盖、按摩、夜灯等功能；而松下 14900 元的



高价产品性能与箭牌和九牧接近，但价格远高于本土品牌。综上，本土品牌在智能马桶一体机领域拥有显著更高的性价比。

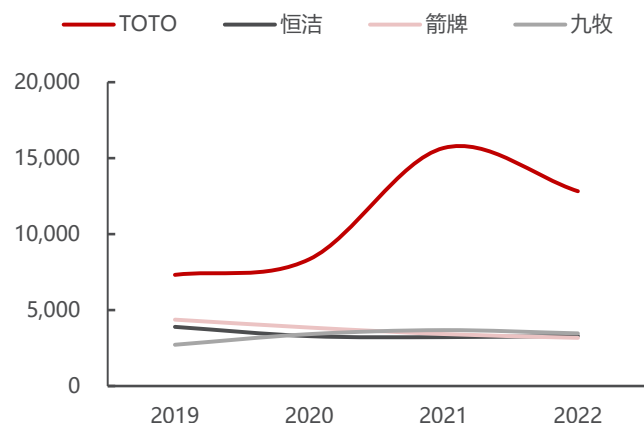
表4：国内外品牌智能马桶性能对比

	箭牌	九牧	松下	
型号	AKE1137M	ZS700X	CH2667WSC	DL-2261WSC
价格	2599 元	3699 元	2930 元	14900 元
冲水方式	虹吸式	海旋喷射虹吸式	劲炫喷射虹吸式	RIM-X 净旋冲洗技术
冲水操作方式	离座感应、遥控按键、旋钮	离座感应、遥控按键、旋钮、脚感	离座感应、遥控按键	离座感应、遥控按键
水效等级	2 级	2 级	2 级	2 级
停电冲水		√		
便圈开闭方式		脚感控制		感应+电动
加热	即热式	即热式 (PID 变频恒温)	即热式	即热式
水质过滤方式	内置过滤网+外置过滤器	内置过滤网+外置过滤器	内置过滤网	内置过滤网
移动清洗	√	√	√	√
宽幅清洗		√	√	√
按摩清洗	√			√
助畅清洗		√		
混气清洗		√		
便前洁净喷雾	√	√		
智能夜灯	√	√		√

资料来源：淘宝，京东，民生证券研究院

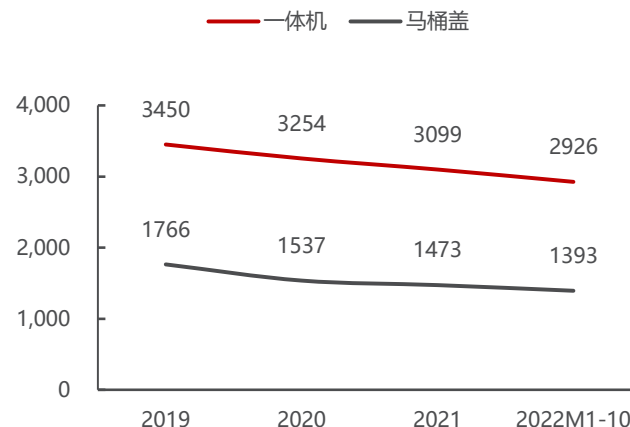
马桶智能化趋势带动本土卫浴品牌客单值提升。据奥维云网数据，2022 年恒洁/箭牌/九牧智能马桶一体机线上销售均价为 3296/3169/3461 元，而线上智能马桶盖均价为 1393 元。传统马桶方面，恒洁和箭牌淘宝旗舰店产品价格 700-1300 元，智能马桶一体机价格约为传统马桶的 3 倍左右，马桶盖约为 1.5-2 倍左右。

图31：分品牌线上智能马桶一体机销售均价（元）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图32：线上一体机和马桶盖销售均价（元）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

**总结：快速迭代+高性价比，本土品牌有望在智能马桶赛道迎来“弯道超车”的机会。**如前文所述，一体机美观度更高，更适合新房安装，而由于我国新房占比较高且国产品牌一体机性价比高，我国主要使用的智能马桶产品是一体式智能马桶而非智能马桶盖，而头部国际品牌主要产品为智能马桶盖，在一体式智能马桶方面发力不够。目前本土品牌的智能马桶一体机性能在同等价位优于国际品牌，而同等性能下性价比远高于国际品牌。此外，下文我们复盘了智能手机产品迭代，国内品牌的产品迭代速度显著更快，在产品质量差别不大的情况下，更快的迭代和更新的产品有助于本土企业抢占智能马桶市场，在智能马桶领域实现“弯道超车”。

## 2.3 复盘智能手机发展历程，渗透率加速增长+国产品牌高迭代、高性价比，内资企业弯道超车逻辑通顺

**复盘智能手机渗透率增长历程，智能马桶渗透率增长有望加速。**智能手机渗透率提升大致可分为三个阶段：

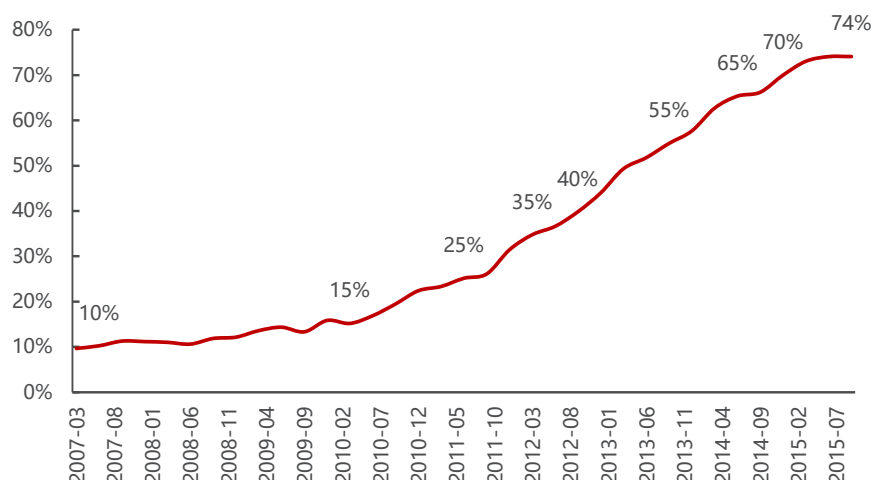
**导入期(2007-2009年)：**在该阶段内，智能手机渗透率从10%提升至15%，智能手机出货量增速CAGR为30%。在此阶段内，诺基亚和黑莓占据主导地位，行业变化较慢，行业技术初步突破，手机功能没有明显的壁垒，尚没有开始品牌淘汰。

**高速增长第一阶段(2010-2012年)：**在该阶段内，智能手机渗透率从15%提升至40%，智能手机出货量增速CAGR为57%。iPhone 4面世，手机从通信工具进化为互联网工具，转型失败的老厂商迅速衰落，多品牌兴起。

**高速增长第二阶段(2013-2015年)：**在该阶段内，智能手机渗透率从40%提升至74%，智能手机出货量增速CAGR为25%。行业洗牌加剧，缺乏竞争力的中小品牌逐渐出清。

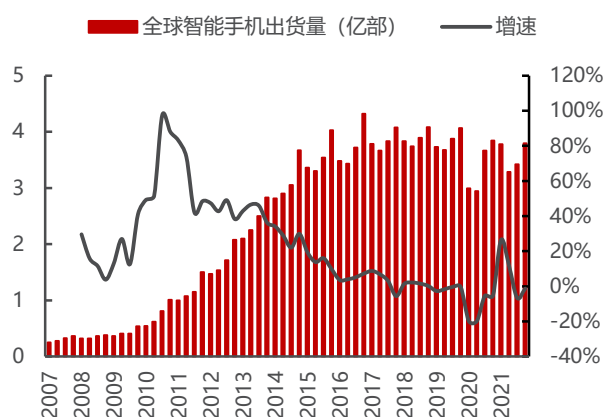
**成熟期(2016年至今)：**渗透率基本稳定，智能手机出货量增速CAGR为-2%，头部品牌凭借先发优势和品牌、技术壁垒占据市场，行业集中度持续提升，对终端消费者的需求把握和营销策略成为竞争的核心。

图33：全球智能手机渗透率复盘



资料来源：Wind，民生证券研究院

图34：全球智能手机出货量及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图35：全球智能手机其他品牌市占率变化 (%)



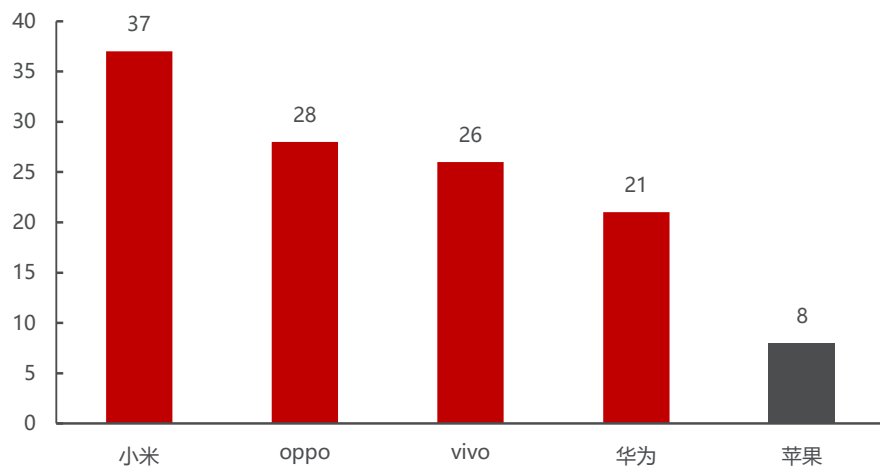
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：其他品牌指除苹果、小米、三星、华为、联想、LG 外的品牌

**复盘智能手机发展历程，小米产品迭代显著快于苹果。**复盘小米和苹果手机的迭代历程，苹果 2007 年问世，前 5 年维持每年推出一款新机型的速度，2013 年后陆续推出 s、Plus、Max 等系列机型，总体维持每年更新一次的频率，迭代速度较慢。小米手机于 2011 年上市，随后持续推出 s、青春版、note、mix、max、pro 等多种型号、配置的产品，满足更多人群的产品功能需求，2015-2021 年间每年推出约 6 款新机型，迭代速度显著更快。

**国产品牌 SKU 数显著更多，给了弯道超车机会。**从淘宝在售手机 SKU 数量来看，国产品牌小米、oppo、vivo、华为 SKU 数分别为 37、28、26、21 个，而苹果手机在售 SKU 仅 8 个。国产品牌高速迭代下产出 SKU 数显著更多，从功能、价格、外观等方面为消费者提供了更丰富的选择。

图36：主要国内外手机品牌在售手机 SKU 数（个）



资料来源：淘宝，民生证券研究院

**国产手机主打高性价比。**对比同一年上市的 iPhone13 和小米 12 手机，128G 价格分别为 5999 元和 3699 元，苹果价格为小米的 1.6 倍。在屏幕方面，小米 12 的 120Hz 刷新率是 iPhone13 没有的，其他方面平分秋色。在拍摄方面，小米 12 为三摄，比 iPhone13 多一个 500W 像素的长焦微距镜头。主摄方面，小米 12 的像素更高，而 iPhone13 在光线差的时候表现更好。性能方面，iPhone13 的芯片优于小米 12。综合来看，小米 12 与 iPhone13 各项参数差别不大，仅在芯片方面略有弱势，叠加价格 1.6 倍的差异，小米手机更具性价比。

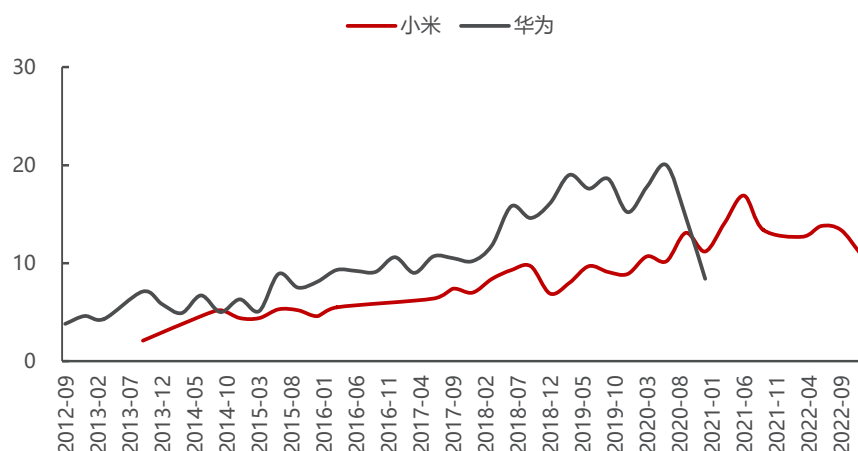
表5：苹果及小米手机对比

主项目	细分项目	iPhone13 (128G)	小米 12 (8+128G)
价格	价格	5999	3699
屏幕	刷新	无高刷	120Hz 刷新率
	对比度、峰值亮度、屏幕色彩		√
	分辨率	√	
拍摄	摄像头	双摄	三摄
主摄	设备	索尼 IMX603 传感器，底为 1/1.88 英寸，光圈 f/1.6 1200 万像素	索尼 IMX766 传感器，底为 1/1.56 英寸，光圈 f/1.88 5000 万像素
	像素		√
	光线	√	
性能	芯片	A15 芯片	骁龙 8 Gen 1，相当于 A14 芯片水平

资料来源：淘宝，民生证券研究院

注：表格中“√”指手机该单项性能更优

**复盘智能手机行业发展，渗透率在 15%之后存在加速趋势，国产品牌凭借高速迭代带来的丰富 SKU 给消费者提供更多选择，并主打高性价比，在智能手机行业高速发展中实现弯道超车。**2013-2021 年小米出货量市占率从 2.1%提升至 16.9%，2012-2020 年华为市占率从 3.8%提升至 20%。

**图37：小米、华为智能手机出货量全球市占率变化（%）**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**对标智能马桶行业，与智能手机类似，两者渗透率提升的逻辑均为智能化产品替代传统产品。**智能手机的功能性远超普通手机，而智能马桶在健康、舒适、便捷方面相较于传统马桶也是遥遥领先的，高品质产品替代低品质产品的逻辑顺畅。

**复盘日本智能马桶渗透率提升过程，符合智能手机渗透率加速提升的路径，对标国内市场，未来 10 年或是智能马桶渗透率高速提升的阶段。**

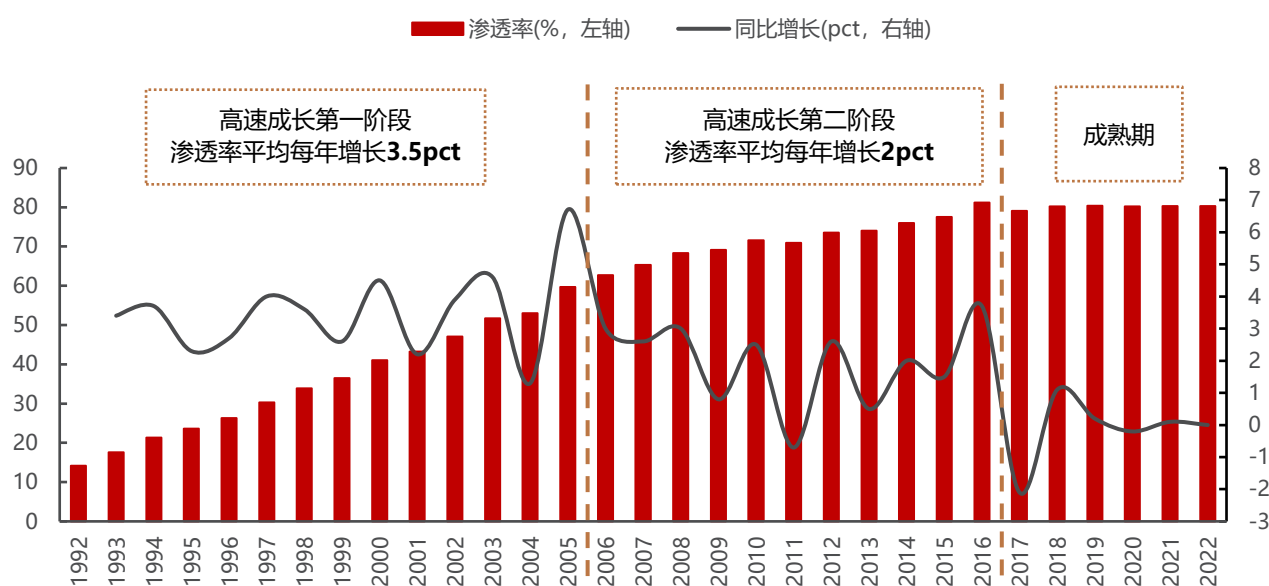
**导入期（1967-1992 年）：**1967 年由日本伊奈 INAX 研发的日本第一台民用智能一体式座便器 Sanitarina 61 诞生，具备有温水冲洗及烘干功能，也是真正意义上日本制造的第一台民用智能马桶。智能马桶渗透率从 0 提升至 14.2%经历了 25 年时间，平均每年提升 0.57pct。

**高速增长第一阶段（1992-2005 年）：**日本智能马桶渗透率从 14.2%提升至 59.7%，平均每年增长 3.5pct，渗透率进入高速提升阶段。

**高速增长第二阶段（2005-2016 年）：**日本智能马桶渗透率从 59.7%提升至 81.2%，平均每年增长 2pct，渗透率提升速度开始下降，但依然维持在较高水平。

**成熟期（2016 年至今）：**日本智能马桶渗透率维持稳定，平均在 80%左右。

图38：日本智能马桶渗透率及增速复盘



资料来源：日本内阁府，民生证券研究院

**总结：**复盘智能手机发展历程，渗透率加速增长+国产品牌高迭代、高性价比，内资企业弯道超车逻辑通顺，复盘日本智能马桶渗透率增长路径，未来十年或为中国智能马桶渗透率快速增长阶段。



### 3 卡位浴室空间流量入口，增加多品类带单

#### 3.1 卫生洁具：标品化&强功能，卡位卫浴空间流量入口

卫浴产品安装时间较为集中，利于连带率提升。卫浴的装修流程大致为，首先进行水电改造和防水测试，随后贴瓷砖、安装吊顶和灯具，基础卫浴空间装修完成后开始安装卫浴中的各种家具，比如浴室柜、马桶、洗手池、水龙头、淋浴房等，在该阶段安装的各种浴室家具是箭牌的主要产品类型。之后安装热水器，并最后安装毛巾架等五金挂件。卫浴家具均在同一阶段进行安装，有利于各品类之间实现带单，提升连带率。

图39：卫浴装修流程图

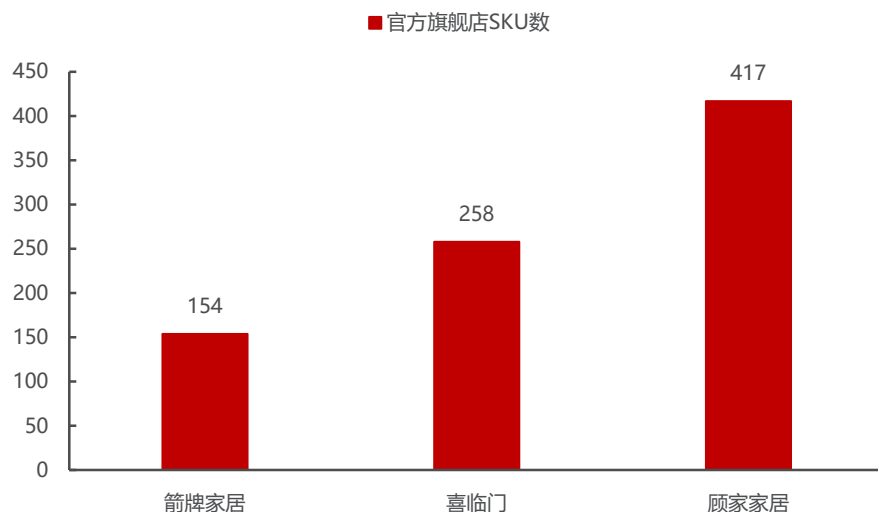


资料来源：民生证券研究院

注：粉色流程为箭牌产品入场时间

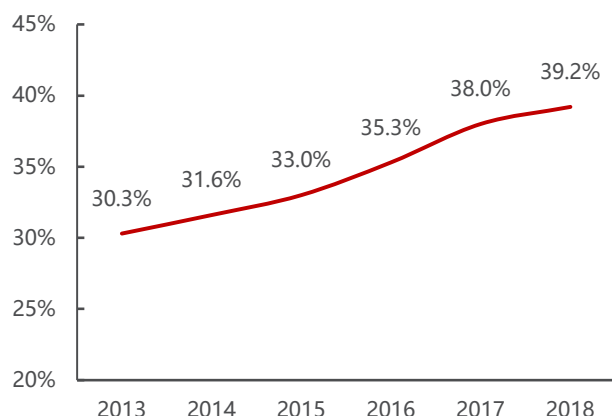
产品偏功能化标品，易形成品牌认知。对标定制和软体行业，定制行业偏非标服务业，而软体中沙发产品外形丰富、非标准化，而卫浴、马桶标准化程度高，且卫生陶瓷功能性较强。对比箭牌家居、喜临门和顾家家居的淘宝旗舰店，其 SKU 数分别为 154/258/417 个，其中卫浴企业 SKU 数低于床垫和沙发企业。标品化决定了行业龙头企业具有较大优势，且行业中品牌较为重要。

图40：卫浴企业电商 SKU 数量少（截至 2023 年 3 月 22 日，单位：个）

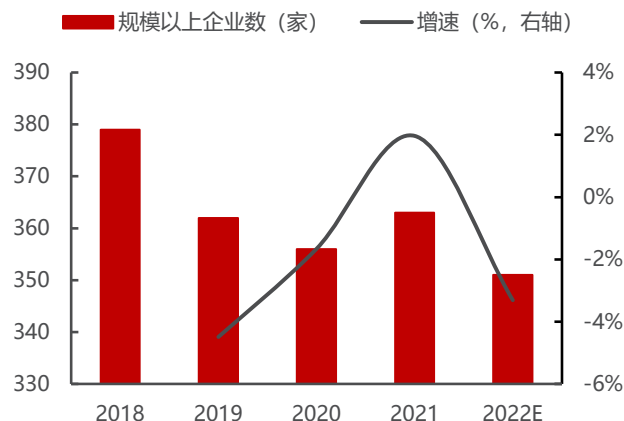


资料来源：淘宝网，民生证券研究院

卫生陶瓷产品有品牌 logo 露出，利于建立品牌认知，利好龙头。相较定制、沙发、床垫等家居品类，卫生陶瓷产品通常有品牌 logo 露出，潜移默化强化消费者品牌认知，抢占消费者心智，利好龙头企业发展和行业集中度提升。我国卫生陶瓷行业 CR3 持续提升，规模以上卫生陶瓷企业数量呈下降趋势，但对比日本接近 90% 的 CR3 仍有非常大的提升空间。

**图41：中国卫生陶瓷行业 CR3 持续提升**


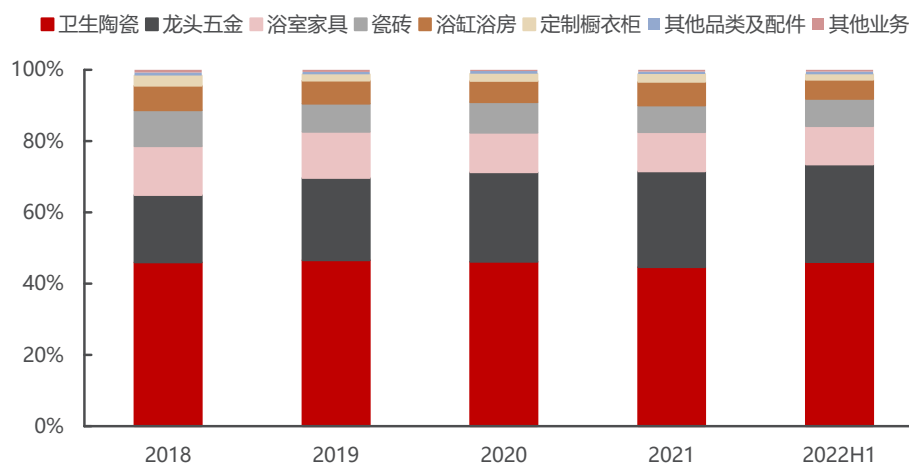
资料来源：公司招股书，中商情报网，民生证券研究院

**图42：中国规模以上卫生陶瓷企业数量呈下降趋势**


资料来源：公司招股书，中商情报网，民生证券研究院

## 3.2 箭牌以卫生洁具作为基石，逐步拓展五金等业务

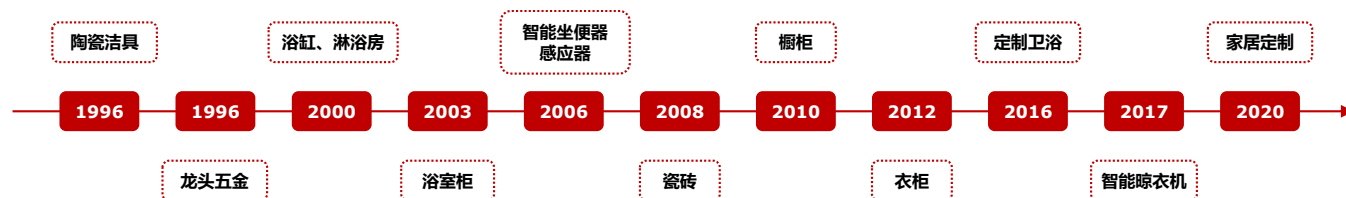
箭牌以卫生陶瓷为主，逐步拓展覆盖浴室空间。2022H1，公司卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖/浴缸浴房/定制橱柜衣柜收入分别占比 46%/27%/11%/8%/5%/1%。公司从卫生陶瓷起家，建立品牌知名度，随后逐步拓展至全卫浴空间，卫生陶瓷业务收入占比稳定，新业务稳健成长。

**图43：箭牌家居分产品收入占比**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**布局全卫浴空间。**箭牌以坐便器起家，随后拓展龙头五金、浴缸浴房、浴室柜、瓷砖等全卫浴产品全系列覆盖，并逐步拓展到橱柜、衣柜等定制品类，实现初步向后一体化。

图44：箭牌家居品类拓展历程



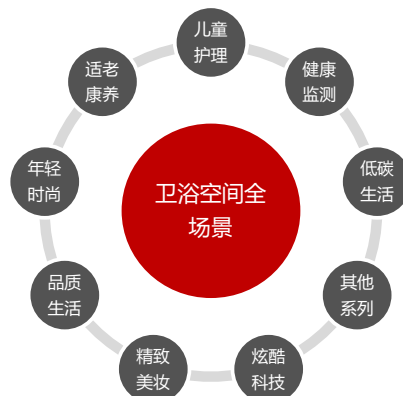
资料来源：箭牌官网，民生证券研究院

图45：箭牌家居卫浴空间系列布局



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图46：箭牌家居卫浴空间场景布局



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

**我们认为，箭牌能够通过卫生陶瓷拓展到其他领域，主要系：**

**1) 套系化销售：**卫浴空间装修中，坐便器、浴室柜、面盆、淋浴间、水龙头等家具的安装时间非常接近，箭牌可以通过自身强势品类坐便器通过套系化销售带动其他浴室家具销售。目前，箭牌淘宝旗舰店中有浴室柜+坐便器+花洒的套装销售，以及任两件满 1500 送 50，满 4000 送 200 的活动，通过套系化销售提升连带率。

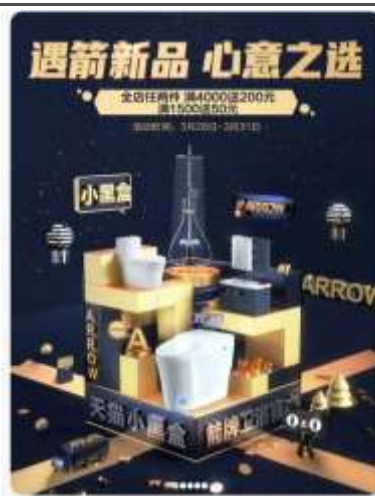
**2) 功能性单品品牌带动：**卫浴空间中坐便器是功能性较强的单品，较易抢占消费者心智，实现连带销售。

图47：箭牌浴室柜+坐便器+花洒套装



资料来源：淘宝网，民生证券研究院

图48：任两件满 1500 送 50，满 4000 送 200 活动



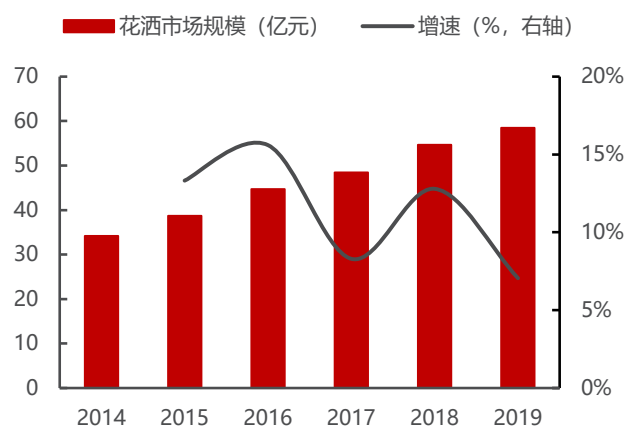
资料来源：淘宝网，民生证券研究院

除卫生陶瓷外，卫浴空间主要包括龙头五金、瓷砖、浴室柜、浴缸浴房等品类。

### 1) 龙头五金：规模稳定增长的充分竞争行业。

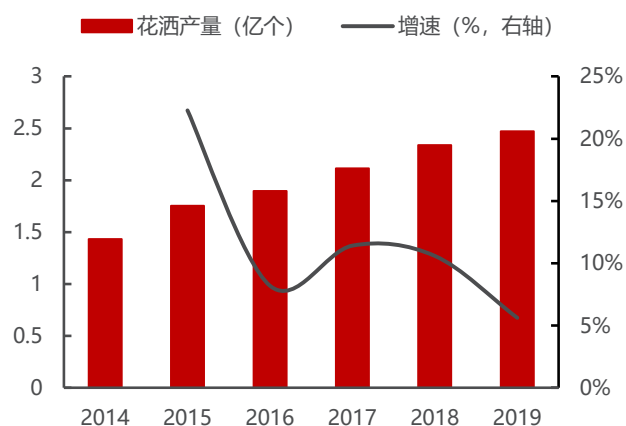
**花洒行业规模稳步成长。**龙头五金行业产品主要包括淋浴花洒、龙头、地漏、挂件等。2014-2019 年间花洒行业市场规模、产量均稳步增长。2014-2019 年我国花洒市场规模从 34.15 亿元提升至 58.5 亿元，CAGR 为 11.37%；2014-2019 年我国花洒产量从 1.43 亿个提升至 2.47 亿个，CAGR 为 11.49%。

图49：中国花洒行业市场规模及同比增速



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图50：中国花洒产量及同比增速



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

**龙头花洒和卫浴配件行业内企业众多，各企业间竞争充分。**行业市场化程度高，行业内的企业大致可以划分为三类：国外品牌、国内知名品牌、国内区域性品牌。

**卫浴五金行业加速整合。**头部企业在品牌建设、市场覆盖、制造技术升级和新产品研发方面的优势逐步凸显，中小企业生存空间被逐步挤压，劣质产品、同质化

产品、不符合市场需求的产品和企业逐步退出市场。

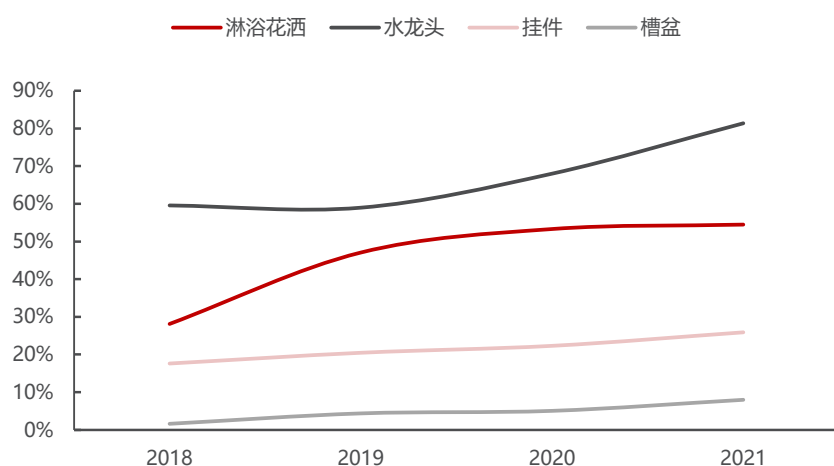
**表6：中国花洒行业企业众多、竞争充分**

代表性企业		特点
国外品牌	科勒、美标、摩恩、得而达、洁碧、高仪、汉斯格雅、乐家、TOTO 等	成立时间早，在产品设计、技术研发、制造规模、市场品牌等方面都具有较强的市场竞争力，通过在国内或其他市场建立合资或独资企业、设立生产基地、收购当地知名品牌等方式拓展国际市场，在花洒、淋浴系统、龙头等卫浴配件产品市场，尤其是中高端产品市场，品牌知名度高
国内知名品牌	九牧厨卫、箭牌家居、海鸥住工、路达工业、建霖家居、松霖科技等	通过持续的研究开发，不断扩大生产制造规模，在产品设计、技术开发、生产规模、产品质量、市场品牌等方面已具有较强的市场竞争力，在稳固大众消费市场的同时，已逐渐向国内中高端市场扩张，部分企业凭借较强的设计研发实力、规模制造能力已通过 OEM、ODM 模式进入了国际大型卫浴品牌商的全球采购体系，实现了与国际大型卫浴品牌商共同发展，互惠共赢
区域性品牌	规模较小的卫浴配件企业	产品品种单一，产品设计上以模仿为主，技术实力较差，生产设备较为落后，市场竞争力较弱

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

2021 年，淋浴花洒/水龙头/挂件/槽盆配套率分别为 55%/81%/26%/8%，且近年来均持续提升。体现公司在龙头五金品类拓展方面成效较为显著，预计随着产能压力缓解及恒温花洒推广，公司龙头五金产品配套率会持续提升。（各品类配套率=各品类销量/坐便器及蹲便器销量，下同）

**图51：龙头五金主要产品配套率**

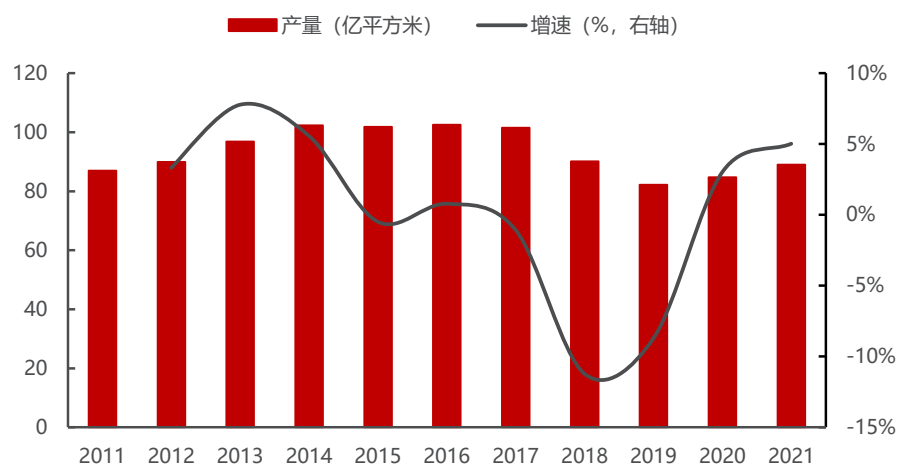


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 2) 瓷砖：行业规模大，分散格局有优化趋势。

我国瓷砖产量逐年来看略有波动。2013 年至 2017 年，我国瓷砖产量由 96.9 亿平方米增长至 101.5 亿平方米，但是受市场竞争加剧、环保趋严的影响，至 2020 年产量下降至 84.74 亿平方米。

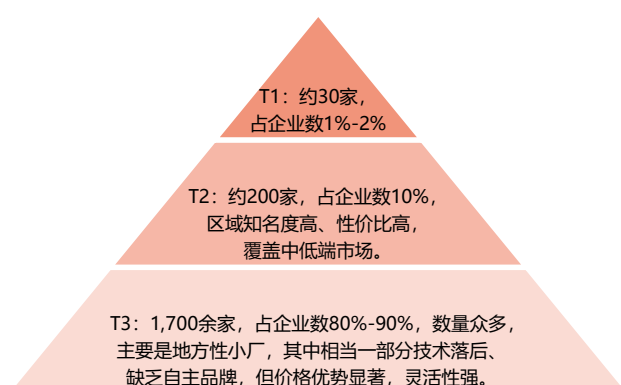
图52：我国瓷砖产量逐年略有波动



资料来源：公司招股书，陶瓷信息网，民生证券研究院

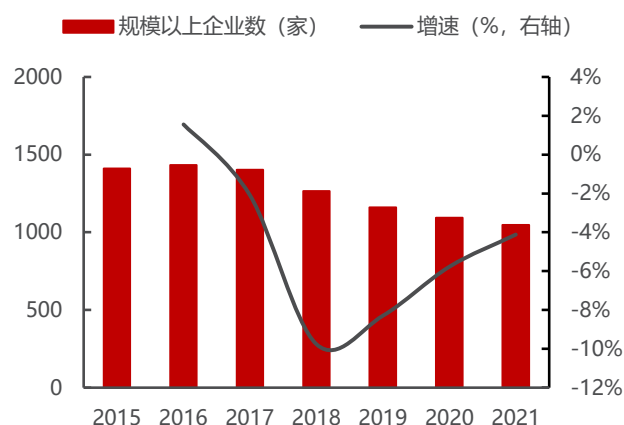
**大行业，小企业，格局优化趋势。**目前我国市场上全口径建筑陶瓷企业形成三个梯队。第一梯队数量占比 1%-2%，品牌效应显著、研发能力强、产品质量高。第二梯队数量占比 10%，区域知名度高、性价比高，覆盖中低端市场。第三梯队数量占比 80%-90%，主要是地方性小厂。近年来，行业内缺少自主品牌、渠道建设落后、技术创新能力薄弱的企业在激烈的市场竞争中走向退出，而高品质建筑陶瓷生产企业通过独到的品牌营销战略、持续推出新产品、渠道升级等方式扩大了市场份额。

图53：建筑陶瓷行业大、企业数众多



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

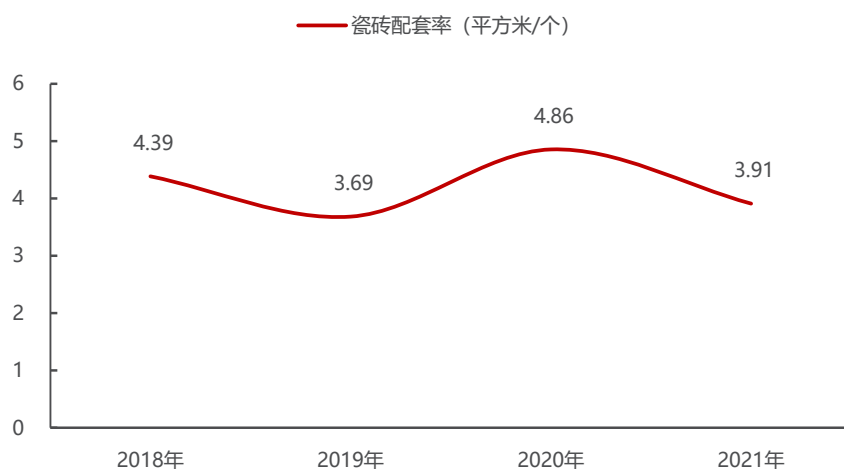
图54：规模以上企业数持续下滑



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

配套率方面，2021 年平均每销售一个马桶，配套销售 3.91 平方米的瓷砖。假设卫生间平均铺砖面积为 20 平方米，则 20%购买箭牌马桶的消费者会连带购买瓷砖，预计随着公司品牌影响力持续提升，瓷砖配套率会缓慢提升。



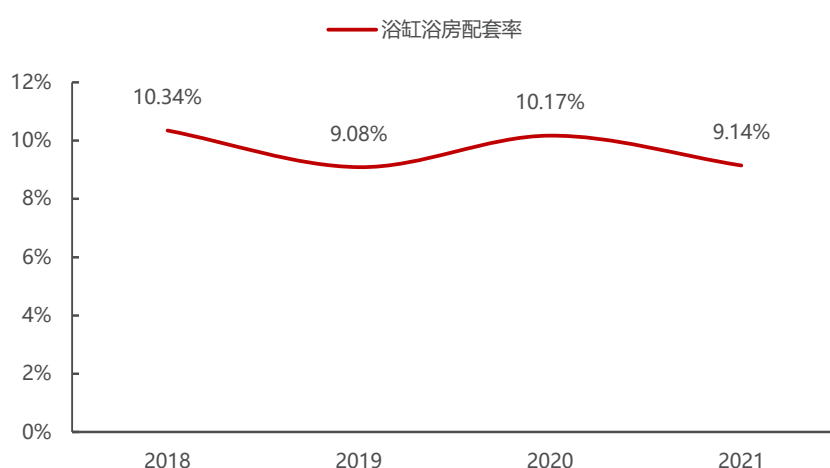
**图55：箭牌瓷砖配套率较为稳定**


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

### ➤ 浴缸浴房：渗透率较低的非标品。

浴缸浴房进入中国市场较晚，近年来“干湿分离”概念的提出带来淋浴房渗透率提升，而浴缸依然是大户型、中高端住宅的家居单品，尚未普及。且淋浴房非标品，需要上门测量尺寸后定制生产，因此部分订单被街边玻璃五金店获取，头部效应不明显。

箭牌浴缸浴房品类连带率近年来较为稳定，2021 年为 9.14%，我们预计未来随着品牌效应加深，配套率会缓慢提升。

**图56：箭牌家居浴缸浴房品类配套率**


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

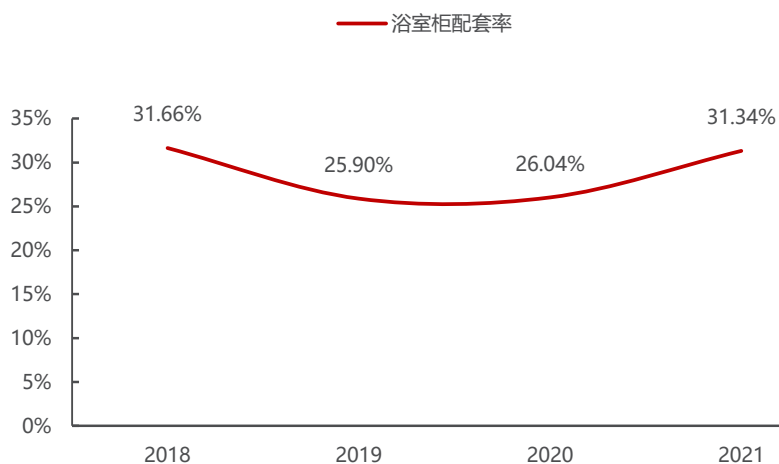
### ➤ 浴室柜：智能化趋势带动品类增长。

公司在浴室柜方面研发了相应的智能产品，增加灯光控制、消毒、冷藏美容化妆品等功能，预计即将投入市场，逐渐补全智能卫浴相关产品。此外，公司将重点

推动卫浴定制，通过定制化浴室柜推动收入增长。

2019-2021 年，公司浴室柜产品配套率持续提升，预计未来随着智能化发展及定制化推进，浴室柜配套率将持续提升。

**图57：箭牌家居浴室柜配套率**



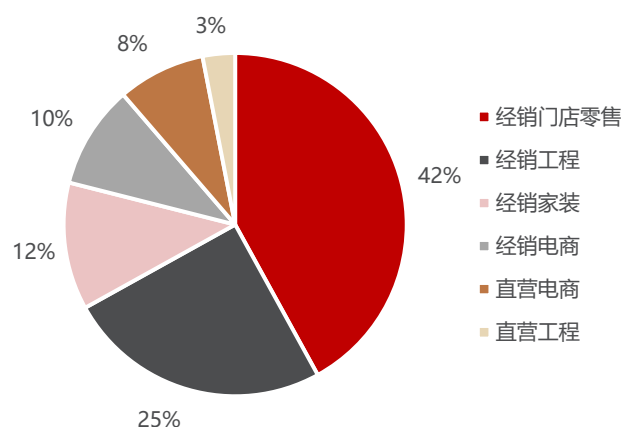
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 4 渠道覆盖面广，多品类、多品牌打造护城河

### 4.1 渠道端：经销为主，渠道覆盖面广

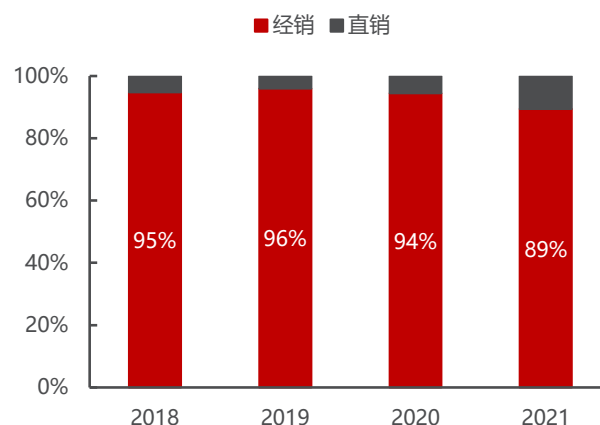
**经销渠道为主，增速开始回暖。**公司收入主要来源于经销门店零售、经销工程、经销家装、经销电商、直营电商、直营工程六大渠道，2021 年收入占比分别为 42%/25%/12%/10%/8%/3%，主要为经销辅以直销的形式。2018-2021 年，公司经销业务收入占比分别为 95%/96%/94%/89%。2018-2020 年间，公司经销业务收入较为平稳，2021 年经销业务收入 76.23 亿元，同增 24.68%。

图58：公司销售渠道主要分为 6 种（2021 年）



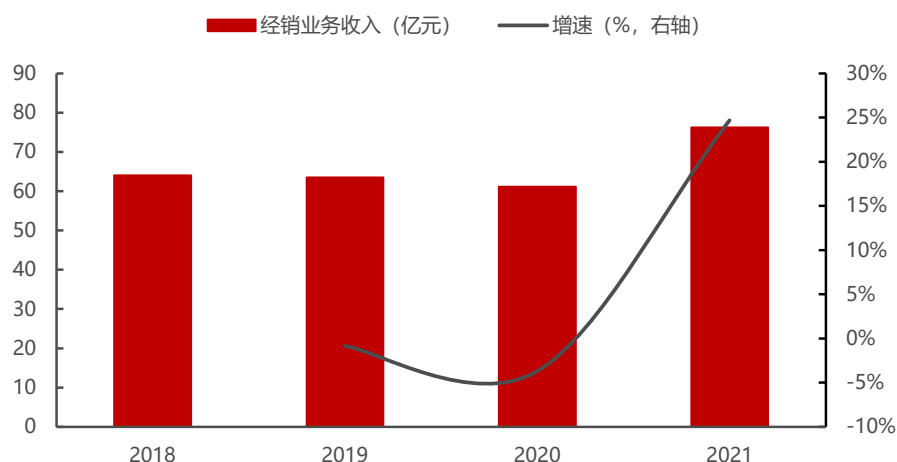
资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

图59：公司销售以经销渠道为主



资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

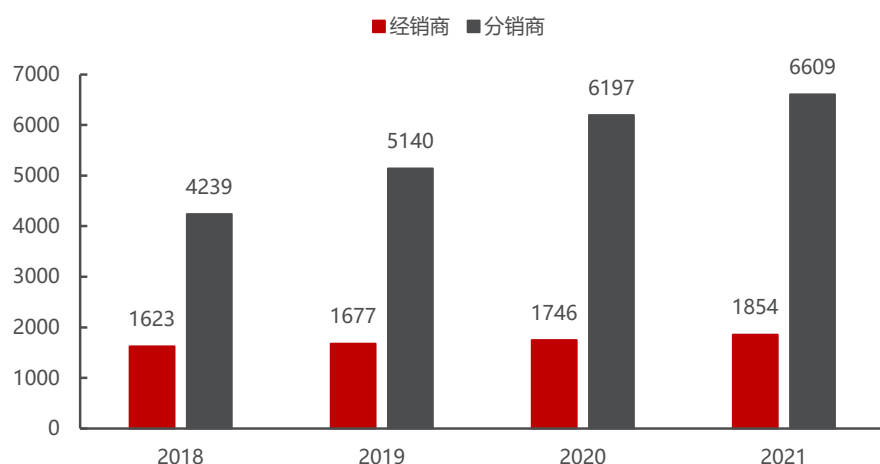
图60：经销渠道收入较为稳定



资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

**渠道覆盖面广。**公司在 20 多年的发展历程中，建设了覆盖广、数量多、下沉深的庞大经销网络，具备较强先发优势，为公司未来增长奠定良好的基础。截至 2021 年 12 月 31 日，公司的经销商合计 1854 家，分销商合计 6609 家，终端门店网点合计 12052 家。

**图61：公司经销网络覆盖面广且持续提升（家）**



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

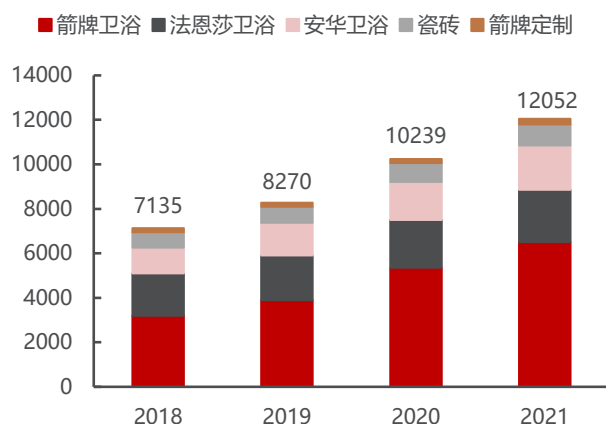
**公司门店类别丰富。**主要包括专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店和乡镇店等多种形式、覆盖不同消费者群体的门店，针对性建店布局。

**表7：公司门店类别丰富**

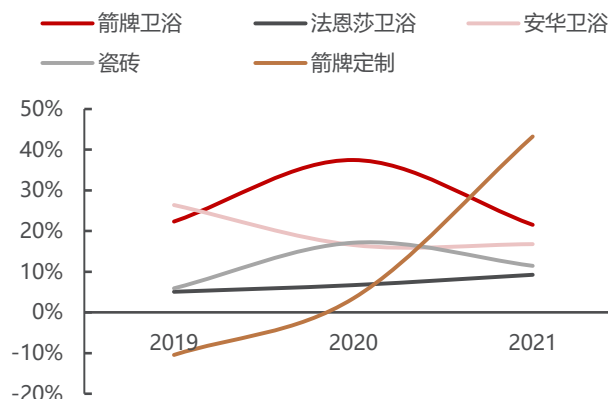
门店级别	划分标准
专卖店	专一经营某品牌产品（卫浴或瓷砖、定制衣柜、定制橱柜）的专营店，服务对象不限
家装店	在家装公司内开设的专卖区域，服务对象以家装公司的消费者为主
商超店	在百安居等超市内开设的专卖区域，服务对象不限
异业店	在苏宁电器、国美、五星等专业家电卖场或百货商场内开设的专卖区域，服务对象以家电或百货商场的消费者为主
社区店	店设在小区楼盘边或小区内的专卖区域，以服务该小区及周边小区业主为主。
乡镇店	地点设置在乡镇的所有门店，以服务该乡镇及以下级市场消费者为主。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

**较同行业渠道覆盖面更广、更深。**2018-2021 年公司网点数从 7135 个增加至 12052 个，相较于同行业企业，其渠道覆盖面更广、更深入。箭牌卫浴/法恩莎卫浴/安华卫浴/瓷砖/箭牌定制网点数增速 CAGR 分别为 27%/7%/20%/11%/10%。2021 年箭牌定制网点数 255 个，同增 43%，渠道覆盖面扩张趋势明显。

**图62：公司网点数持续增长（个）**


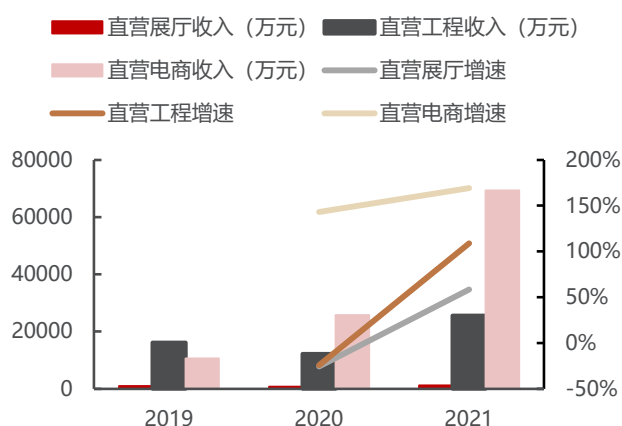
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

**图63：箭牌卫浴及箭牌定制网点同比增速较高**


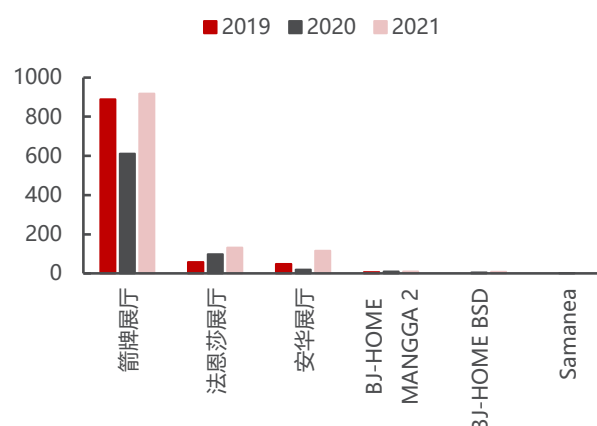
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

公司的直销模式主要包括直营展厅、直营工程、直营电商三种模式。

**(1) 直营展厅：**公司在佛山设有综合性展厅，主要作为向经销商展示的窗口，根据终端销售的需要，搭建不同渠道、各种风格的销售场景，进行全系列新产品展示，提供全屋装饰空间的沉浸式体验，为品牌赋能，亦开放零售业务。此外公司在印尼开设了3家直营门店。

**图64：公司直营业务收入及增速**


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

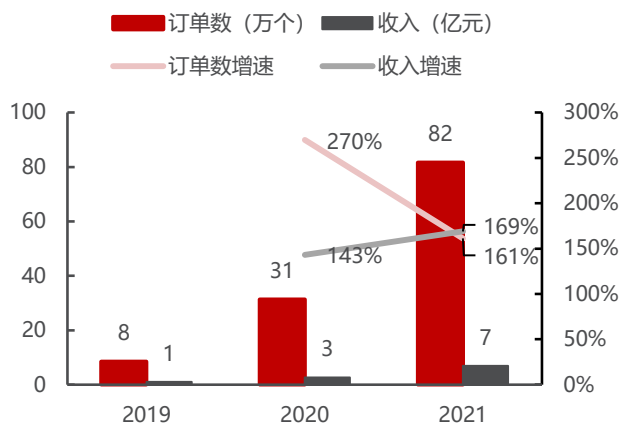
**图65：公司直营展厅销售金额（万元）**


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

**(2) 电商业务。**公司电商渠道发展迅速，2021年直营电商收入/订单数分别为7亿元/82万个，同比增长169%/161%，2019-2021年收入/订单数CAGR为156%/211%。经销电商方面，公司在阿里巴巴、京东及其他电商平台分别授权了192/88/84家线上网店，通过IP定向，电商平台运营主体为各电商经销商，由电商平台线上引流、经销商线下主导销售安装和售后服务，实现线上线下一体化O2O

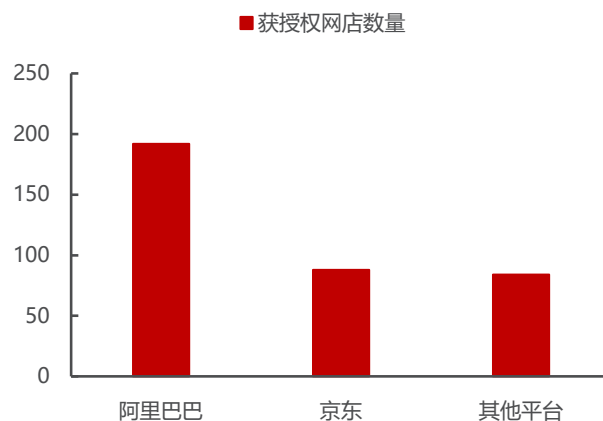
营销。

图66：公司直营电商业务发展迅速



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

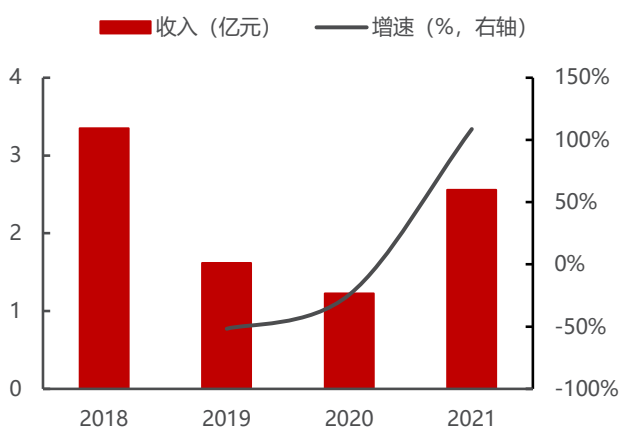
图67：公司电商授权网店较多（2021年，单位：个）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

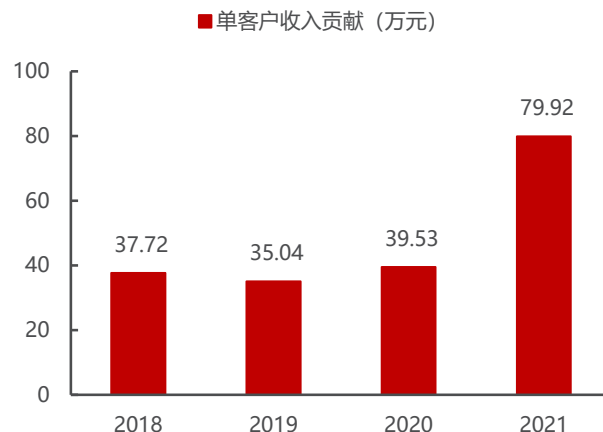
**(3) 直营工程。**公司的工程业务主要通过经销商开展，直营工程业务收入规模较小。直营工程模式主要面向房地产商、政府和事业单位等大客户。2021年收入2.56亿元，同增109%。公司直营工程客户质量有明显提升趋势，单客户收入贡献从2018年的37.72万元提升至2021年的79.92万元。

图68：公司直营工程业务发展较为谨慎



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图69：公司直营工程客户质量有提升趋势



资料来源：公司招股书，民生证券研究院



## 4.2 产品端：多品牌覆盖，研发助力智能化

**多品牌差异化定位策略。**公司共有 3 个品牌，涵盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜衣柜等全系列家居产品多品牌差异化定位。

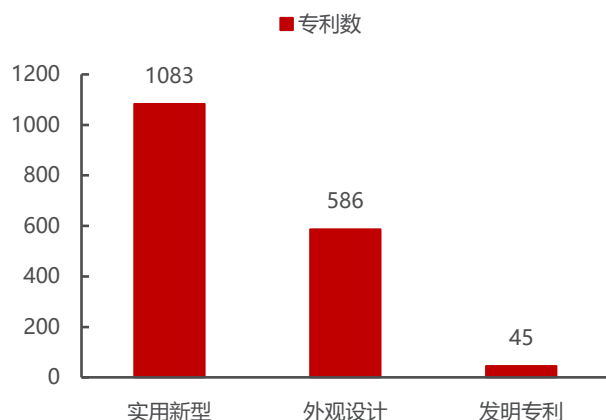
**表8：公司各品牌进行差异化定位**

品牌	品牌愿景	品牌定位
箭牌卫浴	智慧家居	ARROW 箭牌创建于 1994 年，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。2008 年，国家工商行政管理总局商标局认定 ARROW 商标为驰名商标
法恩莎卫浴	艺术家居	FAENZA 法恩莎创建于 1999 年，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。2011 年，国家工商行政管理总局商标局认定 FAENZA 商标为驰名商标
安华卫浴	时尚家居	ANNWA 安华创建于 2003 年，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

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

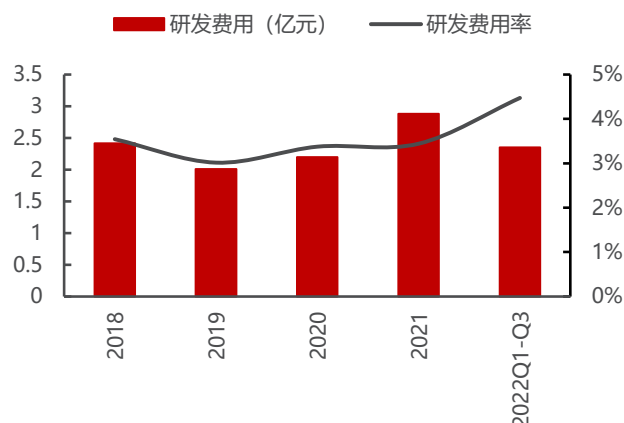
**重视技术研发，储备多项专利。**截至 2022 年 9 月 15 日，发行人及其子公司已取得国家知识产权局核发专利证书的专利共有 1714 项，其中实用新型 1083 项，外观设计 586 项，发明专利 45 项。研发费用率方面，2019-2021 年公司研发力度逐渐加大，研发费用率从 3.02%提升至 3.44%，2022Q1-Q3 研发费用率达 4.47%。

**图70：公司拥有丰富的专利(截至 2022 年 9 月 15 日)**



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

**图71：公司研发费用率持续提升**



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

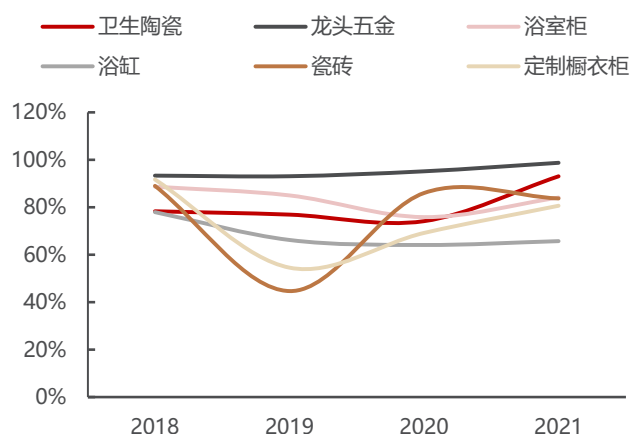
公司智能家居产品 2021 年实现收入 19.5 亿元，同比增长 35.41%，其中智能马桶 2021 年同比增速约为 40%。2021 年智能马桶销售数量占坐便器（含蹲便器）数量比例约为 15%，恒温花洒数量占花洒数量比例约为 11%。

公司未来产品布局将继续以智能产品为主要抓手，推动公司产品结构优化。公司通过持续创新掌握了包括覆盖全品类的抑菌抗菌技术、节水冲洗技术、恒温技术、智能马桶研发平台技术、花洒舒适水型技术等核心技术；并基于未来智能家居发展需要，持续布局家居智能化技术研发。在成果转化上，持续推出多种智能产品，除智能坐便器、恒温花洒外，还推出了恒温龙头、智能浴室柜、智能浴室镜等智能产品。

### 4.3 供应链：自产为主，新产能打开天花板

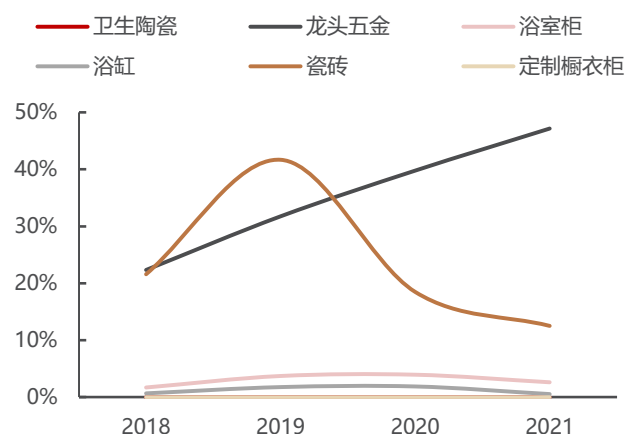
公司卫生陶瓷、定制橱柜产品全部自产，浴室柜和浴缸产品外协率亦极低。2018-2021 年公司龙头五金产能利用率 93%/93%/95%/99%，产能不足，且部分部件已实现专业化、标准化、规模化生产，因此公司通过外协方式补足产能，龙头五金产品外协率逐渐提升。公司募投的新 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目落成将缓解公司产能压力。

图72：公司部分产品产能利用率高



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图73：公司分品类外购比例



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

公司在全国拥有八个在生产基地及两个筹备中的生产基地，核心基地在佛山、景德镇，瓷土资源丰富。

**表9：公司生产基地布局**

序号	生产基地	位置	主要生产产品
1	三水基地	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	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	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	肇庆市四会市龙甫循环经济金属产业基地	龙头五金
5	韶关基地	韶关市南雄市全安镇杨沥村	卫生陶瓷
6	景德镇基地	江西省景德镇市浮梁县三龙工业基地	瓷砖、卫生陶瓷、浴室家具
7	应城基地	湖北省孝感市应城经济技术开发区	定制橱柜、浴室家具
8	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
9	乐从北围基地（筹备中）	佛山市乐从镇北围产业区	-
10	高明更合基地（筹备中）	佛山市高明区更合镇合水（小洞）合和大道以北	-

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司2022Q1-Q3整体实现营业总收入52.67亿元(yoy-6.23%)，归母净利润4.23亿元(yoy+30.26%)，扣非归母净利润3.89亿元。Q3实现营收19.60亿元(yoy-14.05%)，归母净利润1.84亿元(yoy+10.41%)，扣非归母净利润1.73亿元。

**2022Q3疫情反复对门店零售造成不利影响。**公司2022年前三季度实现营业收入52.67亿元，同比-6.23%，其中22Q1/Q2/Q3分别实现营收11.29/21.78/19.60亿元，同比+3.96%/-3.19%/-14.05%，主要系22Q3疫情反复对门店零售造成不利影响。

**产品结构持续优化及销售单价提升带来毛利率显著提升。**2022Q3公司毛利率32.53%(yoy+3.97pcts)，主要来自于21H2产品提价及产品销售结构优化。Q3公司期间费用率22.06%(yoy+2.87pcts)，其中销售费用率9.58%(yoy+0.46pcts)，管理费用率7.54%(yoy+0.65pcts)，研发费用率4.58%(yoy+1.47pcts)，财务费用率0.36%(yoy+0.29pcts)。Q3公司净利率9.38%(yoy+2.07pcts)。展望2023年，预计伴随疫情管控优化，公司利润率有望持续提升。

**看好智能马桶渗透率提升带来增长。**

**(1) 卫生陶瓷：**公司的基础优势业务，预计随着智能马桶渗透率提升持续增长，预计2022-2024年收入同增-5%/25%/24%，智能马桶单价较普通马桶更高，毛利率亦相对更高，公司大力推进智能马桶的研发和销售，预计智能马桶占比将持续提升，带来卫生陶瓷业务毛利率相较2021年增长，但受制于智能马桶销售单价缓慢下行，我们预计2022-2024年公司卫生陶瓷业务毛利率35.64%/35.28%/35.27%。

**(2) 龙头五金：**恒温花洒作为重点布局的智能产品之一收入增长，预计2022-2024年收入同增-5%/19%/20%，2021年相关原材料价格较高，我们预计伴随原材料价格下降，2022-2024年龙头五金毛利率较2021年提升，我们预计2022-2024年公司龙头五金业务毛利率31.79%/31.21%/31.06%。

**(3) 浴室家具、瓷砖、浴缸浴房：**公司持续扩张产品线，品牌知名度提升下卫浴产品连带率提升，带动各品类增长。预计2022-2024年浴室家具收入同增-10%/15%/10%，毛利率保持稳定。瓷砖收入同增-3%/10%/8%，毛利率保持稳定。浴缸浴房收入同增-19%/19%/16%，毛利率保持稳定。

**(4) 定制衣柜：**处于布局阶段，前期行业竞争加剧，压力较大，预计后期持续进行门店布局，收入稳步成长，预计2022-2024年收入同增-12%/22%/18%，

毛利率保持稳定。

**表10：箭牌家居营收拆分**

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
卫生陶瓷	收入（百万元）	2997.59	3734.29	3530.83	4396.81	5444.55
	YOY	-3.26%	24.58%	-5.45%	24.53%	23.83%
	毛利率	34.53%	34.38%	35.64%	35.28%	35.27%
龙头五金	收入（百万元）	1636.00	2250.77	2143.93	2559.07	3069.24
	YOY	6.36%	37.58%	-4.75%	19.36%	19.94%
	毛利率	29.38%	27.90%	31.79%	31.21%	31.06%
浴室家具	收入（百万元）	719.95	923.94	833.85	958.93	1054.82
	YOY	-16.34%	28.33%	-9.75%	15.00%	10.00%
	毛利率	28.75%	27.79%	29.00%	29.00%	29.00%
瓷砖	收入（百万元）	557.50	624.80	603.55	665.42	719.65
	YOY	5.39%	12.07%	-3.40%	10.25%	8.15%
	毛利率	24.55%	20.60%	24.55%	24.55%	24.55%
浴缸浴房	收入（百万元）	389.53	559.12	452.89	537.81	626.01
	YOY	-9.45%	43.54%	-19.00%	18.75%	16.40%
	毛利率	36.95%	34.27%	37.00%	35.00%	35.00%
定制橱柜柜	收入（百万元）	129.40	183.87	160.98	195.66	231.76
	YOY	8.39%	42.10%	-12.45%	21.54%	18.45%
	毛利率	18.73%	18.63%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入（百万元）	72.41	96.69	94.01	105.56	113.32
	YOY		33.53%	-2.77%	12.29%	7.35%
	毛利率	24.93%	-5.93%	34.90%	34.47%	34.15%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

我们预测，公司将持续拓展渠道、进行品牌建设，销售费用率有提升趋势；管理费用率方面，2022 年公司上市相关费用导致管理费用率相对较高，2023-2024 年回归正常水平；研发费用率方面，公司大力发展智能家居相关业务，需要相关研发作为支撑，研发费用率提升。

**表11：费用预测表**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	8.29%	9.54%	9.54%	9.70%	9.50%
管理费用率	7.37%	6.53%	8.50%	6.53%	6.53%
研发费用率	3.38%	3.44%	4.00%	4.20%	4.20%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

公司是国内卫浴龙头品牌，多品牌、多品类布局，零售渠道完善。我们选取了欧派家居、瑞尔特、顾家家居为可比公司。鉴于公司增速较快，且布局智能家居行

业，未来前景较好，我们采用 PEG 法进行估值。欧派家居主要从事整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务，在整体橱柜领域保持行业龙头地位；瑞尔特主要产品为节水型冲水组件、静音缓降盖板、隐藏式水箱、挂式水箱等、一体式智能坐便器、智能坐便盖等，是全球领先的节水型冲水组件制造公司；顾家家居专注于客餐厅、卧室及全屋定制家居产品的研究、开发、生产和销售，是软体领域龙头公司。以上三家公司均为行业龙头，所处行业、地位相似，故选为可比公司。

2023 年可比公司平均 PEG 为 1.04，我们预计箭牌家居 2022-2024 年 EPS 为 0.62/0.86/1.08 元，对应 PEG 为 0.81。箭牌家居在产品端实现多品类、智能化布局，预计随着智能家居渗透率提升，公司智能产品收入有望高增；渠道端以零售为主，终端 1.2 万家网点远超同行业公司；品牌端，公司是为数不多以自主品牌为主的卫浴公司，已初步建立品牌壁垒。综合以上因素，我们看好公司中长期业绩增长。

**表12：可比公司估值数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			2022-2024	PEG
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR	2023E
603833	欧派家居	129.58	4.52	5.33	6.30	29	24	21	17.99%	1.35
002790	瑞尔特	10.45	0.50	0.60	0.74	21	17	14	21.62%	0.81
603816	顾家家居	42.05	2.33	2.66	3.14	18	16	13	16.27%	0.97
平均						23	19	16	18.63%	1.04
001322	箭牌家居	22.12	0.62	0.86	1.08	36	26	20	31.84%	0.81

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 3 月 22 日

## 5.3 投资建议

公司是国内卫浴龙头品牌，多品牌、多品类布局，零售渠道完善。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 78.20/94.19/112.59 亿元，同增 -6.6%/20.4%/19.5%，归母净利润分别为 6.01/8.33/10.45 亿元，同增 4.1%/38.6%/25.4%，当前股价（3 月 22 日收盘价）对应 PE 分别为 36/26/20X，维持“推荐”评级。



## 风险提示

**1) 疫情反复导致终端销售不及预期。**疫情对消费者装修需求影响较大，若未来出现疫情波动，可能导致终端需求下降，影响公司销售。

**2) 市场竞争加剧。**目前卫浴行业集中度较低，竞争激烈，未来注重品牌打造、绿色制造的企业市占率会逐步提升，若公司无法保持领先优势，可能会对生产、销售带来不利影响。

**3) 房地产市场波动。**卫浴行业受到房地产影响较大，公司大宗、零售渠道均会受到房地产销售的影响，若房地产回暖不及预期，可能影响公司收入增长。

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,373	7,820	9,419	11,259
营业成本	5,856	5,258	6,364	7,599
营业税金及附加	85	79	95	114
销售费用	799	746	914	1,070
管理费用	547	665	615	735
研发费用	288	313	396	473
EBIT	635	783	1,064	1,302
财务费用	16	54	65	54
资产减值损失	-86	-77	-93	-111
投资收益	11	16	19	23
营业利润	629	668	925	1,160
营业外收支	6	-1	-1	-1
利润总额	636	667	924	1,159
所得税	59	67	92	116
净利润	576	600	831	1,043
归属于母公司净利润	577	601	833	1,045
EBITDA	953	1,174	1,518	1,905

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,562	2,965	3,862	5,612
应收账款及票据	413	374	450	538
预付款项	38	34	42	50
存货	1,389	1,170	1,417	1,692
其他流动资产	121	74	78	83
流动资产合计	3,523	4,617	5,848	7,975
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	2,659	3,197	3,688	5,052
无形资产	954	952	948	944
非流动资产合计	5,247	6,650	7,085	6,937
资产合计	8,770	11,267	12,933	14,912
短期借款	213	213	213	213
应付账款及票据	3,414	3,065	3,710	4,430
其他流动负债	1,138	977	1,160	1,376
流动负债合计	4,765	4,255	5,083	6,019
长期借款	892	2,143	2,143	2,143
其他长期负债	139	137	144	144
非流动负债合计	1,030	2,280	2,288	2,287
负债合计	5,795	6,535	7,371	8,306
股本	869	966	966	966
少数股东权益	7	6	5	3
股东权益合计	2,975	4,731	5,563	6,606
负债和股东权益合计	8,770	11,267	12,933	14,912

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.78	-6.61	20.45	19.54
EBIT 增长率	-13.56	23.25	35.79	22.44
净利润增长率	-1.93	4.13	38.58	25.43
盈利能力 (%)				
毛利率	30.06	32.77	32.43	32.51
净利率	6.89	7.69	8.84	9.28
总资产收益率 ROA	6.58	5.33	6.44	7.01
净资产收益率 ROE	19.44	12.72	14.98	15.82
偿债能力				
流动比率	0.74	1.08	1.15	1.32
速动比率	0.42	0.79	0.85	1.03
现金比率	0.33	0.70	0.76	0.93
资产负债率 (%)	66.08	58.01	56.99	55.70
经营效率				
应收账款周转天数	13.94	13.94	13.94	13.94
存货周转天数	86.59	86.59	86.59	86.59
总资产周转率	1.04	0.78	0.78	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.62	0.86	1.08
每股净资产	3.07	4.89	5.76	6.84
每股经营现金流	0.94	0.93	1.94	2.37
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	37	36	26	20
PB	7.2	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	21.98	17.69	13.08	9.51
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	576	600	831	1,043
折旧和摊销	318	390	455	603
营运资金变动	-150	-257	394	432
经营活动现金流	906	895	1,870	2,285
资本开支	-1,105	-1,818	-891	-456
投资	-122	0	0	0
投资活动现金流	-1,214	-1,793	-873	-433
股权募资	7	1,156	0	0
债务募资	394	1,219	-0	-0
筹资活动现金流	343	2,302	-100	-101
现金净流量	36	1,403	897	1,751

## 插图目录

图 1: 箭牌家居发展历程	3
图 2: 箭牌家居主营产品	3
图 3: 箭牌家居分产品收入增速	4
图 4: 箭牌家居主营产品毛利率	4
图 5: 箭牌家居股权结构图 (截至 2022 年 9 月 30 日)	4
图 6: 箭牌家居营收增速处于较快水平	5
图 7: 箭牌家居归母净利润增速领先	5
图 8: 22Q1-Q3 公司毛利率领先行业	5
图 9: 箭牌家居 ROE 持续领先	6
图 10: 箭牌家居归母净利率稳定	6
图 11: 箭牌家居权益乘数较高	6
图 12: 箭牌家居总资产周转率较高	6
图 13: 可比公司销售费用率对比	7
图 14: 可比公司管理费用率对比	7
图 15: 可比公司研发费用率对比	7
图 16: 可比公司财务费用率对比	7
图 17: 行业龙头应收账款周转率对比	8
图 18: 行业龙头存货周转率对比	8
图 19: 2021 年各国智能马桶渗透率	10
图 20: 2018 年中国卫浴行业竞争格局	11
图 21: 2023 年卫浴洁具十大品牌指数	11
图 22: 2022 年智能马桶一体机线上销售额市占率	11
图 23: 2021 和 2022 年智能马桶一体机线上市占率	11
图 24: 线上智能马桶一体机和马桶盖销售额及增速	12
图 25: 线上一体机和马桶盖占比	12
图 26: 2022 年线上智能马桶盖销售额市占率	12
图 27: 中国房地产销售以新房为主	13
图 28: 美国房地产销售以成屋为主	13
图 29: 2022 年各品牌一体机、马桶盖线上销售均价 (元)	14
图 30: 2022 年箭牌、TOTO 一体机及马桶盖线上均价 (元)	14
图 31: 分品牌线上智能马桶一体机销售均价 (元)	15
图 32: 线上一体机和马桶盖销售均价 (元)	15
图 33: 全球智能手机渗透率复盘	17
图 34: 全球智能手机出货量及增速	17
图 35: 全球智能手机其他品牌市占率变化 (%)	17
图 36: 主要国内外手机品牌在售手机 SKU 数 (个)	18
图 37: 小米、华为智能手机出货量全球市占率变化 (%)	19
图 38: 日本智能马桶渗透率及增速复盘	20
图 39: 卫浴装修流程图	21
图 40: 卫浴企业电商 SKU 数量少 (截至 2023 年 3 月 22 日, 单位: 个)	21
图 41: 中国卫生陶瓷行业 CR3 持续提升	22
图 42: 中国规模以上卫生陶瓷企业数量呈下降趋势	22
图 43: 箭牌家居分产品收入占比	22
图 44: 箭牌家居品类拓展历程	23
图 45: 箭牌家居卫浴空间系列布局	23
图 46: 箭牌家居卫浴空间场景布局	23
图 47: 箭牌浴室柜+坐便器+花洒套装	24
图 48: 任两件满 1500 送 50, 满 4000 送 200 活动	24
图 49: 中国花洒行业市场规模及同比增速	24
图 50: 中国花洒产量及同比增速	24
图 51: 龙头五金主要产品配套率	25
图 52: 我国瓷砖产量逐年略有波动	26
图 53: 建筑陶瓷行业大、企业数众多	26
图 54: 规模以上企业数持续下滑	26

图 55: 箭牌瓷砖配套率较为稳定	27
图 56: 箭牌家居浴缸浴房品类配套率	27
图 57: 箭牌家居浴室柜配套率	28
图 58: 公司销售渠道主要分为 6 种 (2021 年)	29
图 59: 公司销售以经销渠道为主	29
图 60: 经销渠道收入较为稳定	29
图 61: 公司经销网络覆盖面广且持续提升 (家)	30
图 62: 公司网点数持续增长 (个)	31
图 63: 箭牌卫浴及箭牌定制网点同比增速较高	31
图 64: 公司直营业务收入及增速	31
图 65: 公司直营展厅销售金额 (万元)	31
图 66: 公司直营电商业务发展迅速	32
图 67: 公司电商授权网店较多 (2021 年, 单位: 个)	32
图 68: 公司直营工程业务发展较为谨慎	32
图 69: 公司直营工程客户质量有提升趋势	32
图 70: 公司拥有丰富的专利 (截至 2022 年 9 月 15 日)	33
图 71: 公司研发费用率持续提升	33
图 72: 公司部分产品产能利用率高	34
图 73: 公司分品类外购比例	34

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 智能马桶与普通马桶功能对比	9
表 2: 智能马桶行业规模测算 (零售口径)	9
表 3: 智能马桶一体机和智能马桶盖对比	13
表 4: 国内外品牌智能马桶性能对比	15
表 5: 苹果及小米手机对比	18
表 6: 中国花洒行业企业众多、竞争充分	25
表 7: 公司门店类别丰富	30
表 8: 公司各品牌进行差异化定位	33
表 9: 公司生产基地布局	35
表 10: 箭牌家居营收拆分	37
表 11: 费用预测表	37
表 12: 可比公司估值数据对比	38
公司财务报表数据预测汇总	40

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026