

# 疫情致 22 年经营承压，智能化加码带动长期成长

2023 年 04 月 12 日

**事件：**公司发布 22 年年报：公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 75.13/5.93/5.41 亿元，同比-10.27%/+2.75%/+1.52%。22Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 22.47/1.70/1.51 亿元，同比-18.50%/-32.57%/-37.55%。

**渠道持续扩张，家装渠道表现良好：**22 年卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖/浴缸浴房/定制橱柜分别实现收入 35.10/20.70/8.08/5.12/4.13/1.05 亿元，同比变动-6.01%/-8.04%/-12.57%/-17.98%/-26.21%/-42.91%，主要系 22 年受疫情影响门店销售压力较大，其中浴室家具降幅更大主要系疫情扰动服务半径和终端购买力。公司持续大力推进智能卫浴销售，22 年公司智能坐便器收入 13.89 亿元，表现出一定韧性(同降 1%)，占营收比重 18.49%，同比+1.73pct。分渠道看，22 年公司经销零售/电商/家装/工程实现收入 30.58/15.08/10.45/18.51 亿元，同比变动 -12.12%/-1.47%/+9.19%/-21.05%。22 年公司持续推动经销商布局销售空白区域、完善现有终端门店的布局，加快渠道下沉，扩大销售覆盖范围，公司经销商/终端网点数同比增加 126/1326 个至 1980/13378 个。

**智能产品收入占比提升推动毛利率上行，Q4 促销致当期利润承压：**受益于智能产品占比提升，22 年公司毛利率同比+2.78pct 至 32.85%，其中 22Q4 为缓解疫情压力，公司对部分产品降价促销，导致 22Q4 毛利率同比-2.77pct 至 30.18%；分业务看，22 年公司卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具毛利率为 34.03%/30.50%/32.21%，同比变动+0.49/+3.80/+4.79pct，其中智能马桶毛利率同增 1.40pct 至 36.47%。费用方面，22 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 9.52%/8.70%/4.53%/0.21%，同比变动-0.02/+2.17/+1.09/+0.03pct，主要系 22Q4 疫情影响停工导致管理费用提升。

**短期来看，渠道量价齐增，降本增效助力利润提升：**渠道端，1) 持续推动渠道下沉，加快社区店、乡镇店扩张速度，提升渠道覆盖面，获取更多客流；2) 推进现有专卖店重装升级，优化智能定制产品展示方式，提升客单值；3) 持续推进装企合作，优化产品结构，提供更多高端化产品。4) 工程方面，受益于 22 年疫情影响下低基数及工程业务无库存周期，预计 23Q1 工程业务回暖明显。**研发端**，推进降本增效，研发无人化高压注浆成型工作站系统并在生产线上引进机器人，提高生产效率，降低人工成本，22 年公司研发投入 3.4 亿元，同增 18.17%。

**长期来看，智能卫浴趋势下公司增长逻辑不变。**公司已推出智能马桶、智能花洒、智能浴室镜等，此外智能龙头、智能浴室柜、智能淋浴房等产品也将陆续上市，持续完善智能卫浴品类，智能产品带动下公司客单值、毛利率将持续提升。

**投资建议：**我们调整 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.13/8.59/10.26 亿元，同增 20.3%/20.4%/19.4%，当前股价对应 PE 分别为 30/25/21X，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,513	9,030	10,780	12,767
增长率 (%)	-10.3	20.2	19.4	18.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	593	713	859	1,026
增长率 (%)	2.8	20.3	20.4	19.4
每股收益 (元)	0.61	0.74	0.89	1.06
PE	36	30	25	21
PB	4.5	4.1	3.6	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

22.27 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：liyanyang\_jy@mszq.com

## 相关研究

1.箭牌家居 (001322.SZ) 公司深度报告：智能趋势助“弯道超车”，陶瓷卫浴龙头护城河稳固-2023/03/29

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,513	9,030	10,780	12,767
营业成本	5,046	6,085	7,268	8,613
营业税金及附加	82	98	117	139
销售费用	715	840	1,003	1,187
管理费用	653	731	862	1,021
研发费用	341	406	485	575
EBIT	704	908	1,091	1,287
财务费用	16	41	47	40
资产减值损失	-57	-67	-80	-95
投资收益	9	10	12	15
营业利润	694	811	977	1,168
营业外收支	0	-1	-2	-3
利润总额	694	810	975	1,165
所得税	101	97	117	140
净利润	592	713	858	1,025
归属于母公司净利润	593	713	859	1,026
EBITDA	1,059	1,332	1,654	2,000

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,900	1,435	1,995	3,365
应收账款及票据	424	492	587	695
预付款项	32	38	46	54
存货	1,379	1,596	1,906	2,259
其他流动资产	113	110	115	120
流动资产合计	3,848	3,671	4,650	6,494
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	3,169	3,964	4,710	6,051
无形资产	950	948	943	939
非流动资产合计	6,231	7,663	8,024	7,874
资产合计	10,079	11,334	12,674	14,368
短期借款	300	300	300	300
应付账款及票据	2,734	3,297	3,938	4,666
其他流动负债	931	1,083	1,138	1,336
流动负债合计	3,965	4,680	5,376	6,303
长期借款	1,229	1,229	1,229	1,229
其他长期负债	142	148	148	148
非流动负债合计	1,371	1,377	1,377	1,377
负债合计	5,336	6,057	6,752	7,680
股本	966	966	966	966
少数股东权益	6	5	4	3
股东权益合计	4,743	5,277	5,921	6,689
负债和股东权益合计	10,079	11,334	12,674	14,368

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-10.27	20.18	19.38	18.43
EBIT 增长率	10.84	28.94	20.14	17.99
净利润增长率	2.75	20.30	20.41	19.44
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	32.85	32.61	32.58	32.54
净利润率	7.89	7.90	7.97	8.04
总资产收益率 ROA	5.88	6.29	6.78	7.14
净资产收益率 ROE	12.52	13.53	14.52	15.35
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.97	0.78	0.86	1.03
速动比率	0.59	0.42	0.49	0.65
现金比率	0.48	0.31	0.37	0.53
资产负债率 (%)	52.94	53.44	53.28	53.45
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	18.25	18.25	18.25	18.25
存货周转天数	99.75	99.75	99.75	99.75
总资产周转率	0.80	0.84	0.90	0.94
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.61	0.74	0.89	1.06
每股净资产	4.91	5.46	6.13	6.92
每股经营现金流	0.42	1.67	1.94	2.32
每股股利	0.18	0.22	0.27	0.32
<b>估值分析</b>				
PE	36	30	25	21
PB	4.5	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	20.07	16.31	12.72	9.84
股息收益率 (%)	0.83	1.00	1.20	1.43

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	592	713	858	1,025
折旧和摊销	354	424	563	712
营运资金变动	-672	341	297	332
经营活动现金流	401	1,617	1,872	2,242
资本开支	-1,276	-1,857	-926	-566
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,268	-1,846	-914	-551
股权募资	1,177	0	0	0
债务募资	503	6	-120	-0
筹资活动现金流	1,596	-236	-398	-322
现金净流量	730	-465	560	1,369

## 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。本报告清晰准确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