

箭牌家居 (001322)

证券研究报告

2023 年 04 月 13 日

强势品类领跑，智慧赋能生活

22Q4 公司收入 22.5 亿 (yoy-19%)，归母净利润 1.7 亿 (yoy-33%)，疫情扰动下 Q4 业绩承压；22 年收入 75.1 亿 (yoy-10%)，归母净利润 5.9 亿 (yoy+3%)，归母净利率 7.9% (yoy+1pct) 稳步提升。

提价+高毛利产品占比提升，推动毛利率水平向上。

22 年公司强势品类卫生陶瓷收入 35 亿 (yoy-6%)，毛利率提升 0.5pct 至 34%，龙头五金收入 21 亿 (yoy-8%)，毛利率提升 3.8pct 至 30.5%；浴室家具收入 8 亿 (yoy-13%)，毛利率提升 4.8pct 至 32.2%。22 年公司智能产品收入 18.9 亿元，其中智能坐便器收入 13.9 亿 (yoy-1%)，毛利率提升 1.4pct 至 36.5%，同时持续拓展恒温花洒、智能浴室镜等产品。公司自 21H2 起提升产品销售单价，展望 23 年公司智能化产品占比有望继续提升，叠加降本增效持续推进，盈利水平有望逐步提升。

经销零售渠道有望量价齐升，直营电商及家装增速或将领跑。

① 22 年受地产波动等因素影响，公司**经销零售**收入 31 亿 (yoy-12%)，网点 13378 家，新增约 1300 家，增量主要为家装及乡镇店，提价落地及智能产品占比提升共同提振毛利率，23 年公司将通过渠道下沉获取更多流量，专卖店重装升级推动智能产品销售，客单值有望提升，或将实现量价同增。

② 22 年**大宗渠道**收入 18.5 亿 (yoy-21%)，在控制工程项目风险的前提下，公司协同经销商持续拓展地产核心客户和优质客户，并注重多元化客户结构开发，拓展教育、医疗机构、企业、酒店和政府工程业务，形成较为合理的工程客户结构。

③ 22 年**家装渠道**收入 10 亿 (yoy+9%)，持续增加合作伙伴数量和专项产品及产品套系组合，增加家装市场份额。

④ 22 年**电商**收入 15 亿 (yoy-1%)，其中直营电商收入 7 亿 (yoy+10%)，后续将扩大电商产品品类、产品组合以及增加电商新兴平台销售渠道，推动电商渠道增长。

降本增效持续推进，费用率有望优化。

22 年公司期间费用率为 23%，同比+3.3pct，其中管理费用率同比+2.2pct，主要系停工损失、折旧摊销、职工薪酬增加，研发费用率同比+1.1pct，主要系职工薪酬、材料消耗增加。未来公司将加强企业运营管理，提升运行效率、推进精益生产，持续推动降本增效。此外，公司已设立智能家居研究院、创新设计中心等 16 个研发部门，截至 22 年年底，公司拥有专利 2343 项，其中发明专利 70 项，研发人员 1820 人 (yoy+8.5%)，将围绕“智能化”、“个性化”、“定制化”进行产品布局和技术升级。

盈利估值与预测：公司作为国产卫浴龙头，渠道布局逐步完善、智能化产品占比提升，品牌力不断巩固，考虑到公司 22 年收入承压、费用端调整效果需逐步体现，我们调整盈利预测，预计 23-25 年归母净利 7.4/9.2/11.2 亿 (23-24 年前值为 8.9/11.2 亿)，对应 PE 28x/23x/18x，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；房地产市场波动；原材料价格波动；技术和产品创新滞后等。

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 轻工制造/家居用品 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 21.5 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 965.61 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 96.61 |
| A 股总市值(百万元) | 20,760.68 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,077.10 |
| 每股净资产(元) | 4.91 |
| 资产负债率(%) | 52.94 |
| 一年内最高/最低(元) | 25.35/13.31 |

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《箭牌家居-首次覆盖报告:卫浴陶瓷行业领军，开启智慧家居新征程》
2022-11-13

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 8,373.48 | 7,513.46 | 8,817.77 | 10,359.66 | 12,185.40 |
| 增长率(%) | 28.78 | (10.27) | 17.36 | 17.49 | 17.62 |
| EBITDA(百万元) | 1,462.67 | 1,399.51 | 1,366.75 | 1,588.75 | 1,884.96 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 577.15 | 593.03 | 738.05 | 920.88 | 1,124.55 |
| 增长率(%) | (1.93) | 2.75 | 24.46 | 24.77 | 22.12 |
| EPS(元/股) | 0.60 | 0.61 | 0.76 | 0.95 | 1.16 |
| 市盈率(P/E) | 35.97 | 35.01 | 28.13 | 22.54 | 18.46 |
| 市净率(P/B) | 6.99 | 4.38 | 3.78 | 3.24 | 2.76 |
| 市销率(P/S) | 2.48 | 2.76 | 2.35 | 2.00 | 1.70 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 10.05 | 12.81 | 11.37 | 7.88 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,561.80 | 1,900.21 | 4,335.72 | 3,673.49 | 6,798.47 |
| 应收票据及应收账款 | 412.75 | 424.24 | 453.69 | 588.76 | 676.85 |
| 预付账款 | 38.22 | 31.77 | 44.41 | 47.11 | 62.13 |
| 存货 | 1,389.26 | 1,378.84 | 1,677.83 | 1,808.34 | 2,479.90 |
| 其他 | 121.27 | 112.70 | 107.15 | 124.10 | 123.67 |
| 流动资产合计 | 3,523.29 | 3,847.77 | 6,618.79 | 6,241.79 | 10,141.02 |
| 长期股权投资 | 13.10 | 13.69 | 13.69 | 13.69 | 13.69 |
| 固定资产 | 2,659.28 | 3,168.91 | 3,296.28 | 3,866.45 | 4,236.49 |
| 在建工程 | 1,150.85 | 1,725.84 | 1,799.90 | 1,409.65 | 1,167.86 |
| 无形资产 | 953.85 | 950.33 | 909.87 | 869.42 | 828.96 |
| 其他 | 469.64 | 372.09 | 372.98 | 359.55 | 343.22 |
| 非流动资产合计 | 5,246.72 | 6,230.86 | 6,392.72 | 6,518.76 | 6,590.22 |
| 资产总计 | 8,770.01 | 10,078.62 | 13,011.52 | 12,760.55 | 16,731.24 |
| 短期借款 | 213.27 | 300.22 | 270.20 | 243.18 | 218.86 |
| 应付票据及应付账款 | 3,413.58 | 2,733.61 | 4,409.30 | 3,763.17 | 6,092.48 |
| 其他 | 896.54 | 664.28 | 1,571.76 | 1,179.87 | 1,812.13 |
| 流动负债合计 | 4,523.40 | 3,698.11 | 6,251.25 | 5,186.23 | 8,123.48 |
| 长期借款 | 891.69 | 1,228.79 | 1,105.91 | 995.32 | 895.79 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 138.62 | 142.41 | 141.80 | 140.94 | 141.72 |
| 非流动负债合计 | 1,030.30 | 1,371.20 | 1,247.71 | 1,136.26 | 1,037.51 |
| 负债合计 | 5,794.83 | 5,335.79 | 7,498.96 | 6,322.49 | 9,160.98 |
| 少数股东权益 | 6.95 | 6.25 | 25.05 | 29.61 | 37.24 |
| 股本 | 869.00 | 965.61 | 965.61 | 965.61 | 965.61 |
| 资本公积 | 955.05 | 2,033.60 | 2,046.64 | 2,046.64 | 2,046.64 |
| 留存收益 | 1,144.01 | 1,737.04 | 2,475.10 | 3,395.98 | 4,520.53 |
| 其他 | 0.17 | 0.33 | 0.16 | 0.22 | 0.23 |
| 股东权益合计 | 2,975.18 | 4,742.83 | 5,512.56 | 6,438.06 | 7,570.26 |
| 负债和股东权益总计 | 8,770.01 | 10,078.62 | 13,011.52 | 12,760.55 | 16,731.24 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 576.21 | 592.33 | 738.05 | 920.88 | 1,124.55 |
| 折旧摊销 | 310.87 | 348.35 | 363.07 | 410.06 | 448.98 |
| 财务费用 | 33.68 | 31.62 | 3.22 | 8.63 | 4.87 |
| 投资损失 | (11.19) | (8.69) | (12.87) | (10.92) | (10.83) |
| 营运资金变动 | (293.15) | (689.16) | 2,046.42 | (1,328.06) | 2,193.77 |
| 其它 | 289.56 | 126.29 | 18.79 | 4.56 | 7.63 |
| 经营活动现金流 | 905.97 | 400.73 | 3,156.67 | 5.16 | 3,768.98 |
| 资本支出 | 1,177.39 | 1,394.41 | 524.66 | 550.37 | 536.01 |
| 长期投资 | (1.49) | 0.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (2,389.48) | (2,662.58) | (1,035.83) | (1,088.97) | (1,061.96) |
| 投资活动现金流 | (1,213.59) | (1,267.58) | (511.17) | (538.60) | (525.95) |
| 债权融资 | 378.63 | 489.23 | (222.88) | (128.84) | (118.07) |
| 股权融资 | 15.17 | 1,175.32 | 12.88 | 0.06 | 0.02 |
| 其他 | (50.44) | (68.14) | 0.00 | (0.00) | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 343.36 | 1,596.41 | (210.00) | (128.78) | (118.05) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 35.74 | 729.57 | 2,435.51 | (662.23) | 3,124.98 |

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 8,373.48 | 7,513.46 | 8,817.77 | 10,359.66 | 12,185.40 |
| 营业成本 | 5,856.06 | 5,045.65 | 5,969.67 | 7,017.61 | 8,260.28 |
| 营业税金及附加 | 84.62 | 81.63 | 94.39 | 109.38 | 130.50 |
| 销售费用 | 798.74 | 715.33 | 811.23 | 953.09 | 1,121.06 |
| 管理费用 | 546.72 | 653.39 | 670.15 | 782.15 | 852.98 |
| 研发费用 | 288.21 | 340.58 | 352.71 | 393.67 | 463.05 |
| 财务费用 | 15.50 | 16.14 | 3.22 | 8.63 | 4.87 |
| 资产/信用减值损失 | (203.27) | (23.35) | (61.19) | (54.02) | (57.61) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 11.19 | 8.69 | 12.87 | 10.92 | 10.83 |
| 其他 | 346.54 | (18.28) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 629.16 | 693.68 | 868.07 | 1,052.03 | 1,305.90 |
| 营业外收入 | 19.16 | 13.92 | 14.08 | 15.72 | 11.00 |
| 营业外支出 | 12.72 | 13.84 | 21.66 | 16.07 | 17.19 |
| 利润总额 | 635.60 | 693.76 | 860.49 | 1,051.68 | 1,299.71 |
| 所得税 | 59.39 | 101.43 | 103.65 | 126.23 | 167.53 |
| 净利润 | 576.21 | 592.33 | 756.85 | 925.45 | 1,132.18 |
| 少数股东损益 | (0.94) | (0.70) | 18.79 | 4.56 | 7.63 |
| 归属于母公司净利润 | 577.15 | 593.03 | 738.05 | 920.88 | 1,124.55 |
| 每股收益(元) | 0.60 | 0.61 | 0.76 | 0.95 | 1.16 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 28.78% | -10.27% | 17.36% | 17.49% | 17.62% |
| 营业利润 | -9.84% | 10.25% | 25.14% | 21.19% | 24.13% |
| 归属于母公司净利润 | -1.93% | 2.75% | 24.46% | 24.77% | 22.12% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 30.06% | 32.85% | 32.30% | 32.26% | 32.21% |
| 净利率 | 6.89% | 7.89% | 8.37% | 8.89% | 9.23% |
| ROE | 19.44% | 12.52% | 13.45% | 14.37% | 14.93% |
| ROIC | 45.76% | 29.03% | 18.60% | 41.79% | 30.74% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 66.08% | 52.94% | 57.63% | 49.55% | 54.75% |
| 净负债率 | -14.06% | -5.30% | -52.72% | -36.73% | -74.01% |
| 流动比率 | 0.74 | 0.97 | 1.06 | 1.20 | 1.25 |
| 速动比率 | 0.45 | 0.62 | 0.79 | 0.85 | 0.94 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 22.00 | 17.95 | 20.09 | 19.88 | 19.26 |
| 存货周转率 | 6.66 | 5.43 | 5.77 | 5.94 | 5.68 |
| 总资产周转率 | 1.04 | 0.80 | 0.76 | 0.80 | 0.83 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.60 | 0.61 | 0.76 | 0.95 | 1.16 |
| 每股经营现金流 | 0.94 | 0.42 | 3.27 | 0.01 | 3.90 |
| 每股净资产 | 3.07 | 4.91 | 5.68 | 6.64 | 7.80 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 35.97 | 35.01 | 28.13 | 22.54 | 18.46 |
| 市净率 | 6.99 | 4.38 | 3.78 | 3.24 | 2.76 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 10.05 | 12.81 | 11.37 | 7.88 |
| EV/EBIT | 0.00 | 12.98 | 17.44 | 15.33 | 10.34 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |