

2023年04月17日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

智能化布局持续推进，龙头企业扩产集中度提升

—箭牌家居（001322.SZ）公司事件点评报告

买入（维持） 事件

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

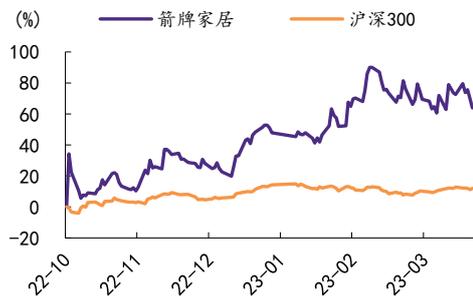
箭牌家居发布 2022 年年度报告：公司 2022 年营业收入 75.13 亿元，同比下降 10.27%，归母净利润为 5.93 亿元，同比上升 2.77%，扣非净利润为 5.41 亿元，同比上升 1.50%。

基本数据

2023-04-14

当前股价（元）	19.84
总市值（亿元）	192
总股本（百万股）	966
流通股本（百万股）	97
52 周价格范围（元）	13.39-24.1
日均成交额（百万元）	157.12

市场表现



相关研究

1、《箭牌家居（001322）：地产竣工端复苏在即，产品+渠道优势助推卫浴龙头业绩回升》2023-01-02

投资要点

■ 营收端不及预期，利润端表现平稳

2022 年全年营业收入 75.13 亿元，同比-10.27%，归母净利润/扣非净利润为 5.93/5.41 亿元，同比+2.77%/+1.50%。全年毛利率/销售净利率为+32.85%/+7.88%，同比变动 2.79pct/1pct，优于行业平均水平，超过蒙娜丽莎（23.65%/-5.57%）、惠达卫浴（24.48%/3.46%）等同业公司。全年经营性现金净流入为 4.01 亿元，同比下降 55.74%，主要原因：2022 年为帮助供应商度过疫情困难，公司的商业票据付款期限缩短且市场费用兑现增加。

Q4 单季度公司营收为 22.74 亿元，同比-18.5%，环比+14.64%；毛利率 30.18%，环比下降 2.35pct，主要原因：为对冲疫情导致的收入端下降压力，公司采取促销政策；归母净利润/扣非净利润为 1.7/1.51 亿元，归母净利润同比-32.81%，环比-7.61%；经营性现金流净流入额为 5.64 亿元，同比-32.21%，环比+18.74%。**公司 Q4 单季度业绩低于预期。**主要原因：1) 2022 年下游房地产行业面临经济下行压力，中长期住房需求减弱；2) 公司线下渠道缺乏下沉力度；3) 受第四季度疫情放开冲击，线下消费复苏受阻。

行业层面，随着保交楼政策带来的竣工侧修复以及二手房交易的回暖，行业边际向好的预期较强。**渠道布局上**，2022 年公司经销渠道终端门店网点合计 13,378 家（增加的网点类型主要为家装店及乡镇店），预计 2023 年公司将并继续布局下沉渠道，新增 500-1000 家专卖店、2000 家乡镇五金社区网点。此外，**短期疫情冲击**已在 2023 年完全修复。我们认为公司未来有望摆脱 22 年的发展桎梏，前景仍保持乐观。

■ 智慧家居为核心，产能扩张助力行业集中度提升

产品方面，公司持续加大研发投入，围绕智能化，定制化进行产品布局和升级。2022 年，公司智能产品收入 18.88 亿元，占营收 25.12%，同比增加 1.84%，毛利率 36.77%，其中智能坐便器收入 13.89 亿元，占公司营业收入比例为 18.49%，同比增加 1.73%，毛利率为 36.47%。（智能坐便器 22 年主流价格延续小幅下降，公司将通过高端产品、降本增

效等方式保持利润稳定。) 2022 年研发投入 3.4 亿元, 同比增加 18.4%, 并在同年 10 月完成 IPO, 募资 11.56 亿元, 其中 5.5 亿元将用于智能家居相关项目, 有望在实现自动化生产, 提高产能的同时, 通过研发成果转化, **植入各类传感器、AI 算法、5G/NB-IOT 网络传输等, 实现卫浴产品之间的互联互通**, 进而实现卫浴空间乃至全屋空间的智能化。长期来看, 智能坐便器、恒温花洒、智能浴室柜等智能产品销量提升空间极大, 且毛利率相对较高, 公司有望持续保持良好的盈利能力, 形成经营发展的良性正反馈效应。

产能方面, 公司产能稳定, 规模优势将显。目前拥有 8 个生产基地和 2 个在建生产基地, 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低。2022 年卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具产量分别为 821.94、1477.39、159.25 万件, 产能利用率分别为 84.04%/83.38%/85.41%。预计 2023 年整体供应链自制比例有望提升至 70%以上 (2022 年为 50%-60%), 除集热器和芯片等零部件以外逐步实现全面自制, 待公司未来突破现有产能瓶颈并提高自产率时, 将进一步扩大规模优势。

我们预计随经济回暖, 卫浴陶瓷等产品市场空间将进一步拓展, 公司前瞻布局高品质和智能化产品研发、生产和销售渠道, 有望进一步夯实市场地位, 提升盈利能力。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.04、8.59、10.29 亿元, EPS 分别为 0.73、0.89、1.07 元, 当前股价对应 PE 分别为 27.2、22.3、18.6 倍。我们根据公司年报对公司未来的盈利表现进行修正, 考虑到公司是家居领域的龙头, 特别是智能家居的布局, 我们仍然给予“买入”评级。

■ 风险提示

1) 下游地产市场波动风险; 2) 市场竞争加剧风险; 3) 原材料价格波动风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	7,513	9,229	10,732	12,104
增长率 (%)	-10.3%	22.8%	16.3%	12.8%
归母净利润 (百万元)	593	704	859	1,029
增长率 (%)	2.8%	18.8%	22.0%	19.7%
摊薄每股收益 (元)	0.61	0.73	0.89	1.07
ROE (%)	12.5%	13.1%	14.0%	14.6%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	7,513	9,229	10,732	12,104
现金及现金等价物	1,900	2,509	3,479	4,959	营业成本	5,046	6,235	7,191	8,043
应收款	452	506	588	663	营业税金及附加	82	100	117	132
存货	1,379	1,562	1,802	2,016	销售费用	715	879	1,022	1,152
其他流动资产	117	144	167	188	管理费用	653	803	933	1,053
流动资产合计	3,848	4,721	6,036	7,826	财务费用	16	11	-12	-48
非流动资产:					研发费用	341	418	486	549
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,725	2,111	2,429	2,706
固定资产	3,169	3,993	4,626	4,886	资产减值损失	33	30	0	-30
在建工程	1,726	1,499	947	379	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	950	903	855	810	投资收益	9	10	10	10
长期股权投资	14	14	14	14	营业利润	694	824	1,005	1,204
其他非流动资产	372	372	372	372	加:营业外收入	14	14	14	14
非流动资产合计	6,231	6,781	6,814	6,461	减:营业外支出	14	14	14	14
资产总计	10,079	11,502	12,850	14,287	利润总额	694	824	1,005	1,204
流动负债:					所得税费用	101	120	147	176
短期借款	300	300	300	300	净利润	592	703	858	1,028
应付账款、票据	2,734	3,471	4,004	4,479	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	664	664	664	664	归母净利润	593	704	859	1,029
流动负债合计	3,965	4,763	5,349	5,873					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	1,229	1,229	1,229	1,229	成长性				
其他非流动负债	142	142	142	142	营业收入增长率	-10.3%	22.8%	16.3%	12.8%
非流动负债合计	1,371	1,371	1,371	1,371	归母净利润增长率	2.8%	18.8%	22.0%	19.7%
负债合计	5,336	6,134	6,721	7,244	盈利能力				
所有者权益					毛利率	32.8%	32.4%	33.0%	33.6%
股本	966	966	966	966	四项费用/营收	23.0%	22.9%	22.6%	22.4%
股东权益	4,743	5,368	6,130	7,043	净利率	7.9%	7.6%	8.0%	8.5%
负债和所有者权益	10,079	11,502	12,850	14,287	ROE	12.5%	13.1%	14.0%	14.6%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	52.9%	53.3%	52.3%	50.7%
净利润	592	703	858	1028	营运能力				
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
折旧摊销	317	259	311	351	应收账款周转率	16.6	18.3	18.3	18.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.7	4.1	4.1	4.1
营运资金变动	-507	535	241	213	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	401	1496	1409	1591	EPS	0.61	0.73	0.89	1.07
投资活动现金净流量	-1268	-598	-81	308	P/E	32.3	27.2	22.3	18.6
筹资活动现金净流量	1476	-79	-96	-115	P/S	2.5	2.1	1.8	1.6
现金流量净额	609	820	1,233	1,784	P/B	4.0	3.6	3.1	2.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。