

# 箭牌家居 (001322.SZ)

## 乘卫浴智能化东风，产品升级驱动盈利扩张

买入

### 核心观点

**公司概况：国产卫浴龙头，向智能化与大家居迈进。**箭牌家居创立于1994年，覆盖以卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具等以卫浴为主的家居产品，2022年收入规模75亿元，毛利率32.8%。主要品牌包括箭牌/法恩莎/安华，分别定位智慧/艺术/时尚家居。渠道以经销零售为主，直销电商快速增长。在中国拥有1.2万余家销售网点，十大生产基地。

**行业分析：卫浴行业品牌与功能属性利于龙头集中，智能化趋势推动国产品牌份额提升。**1) 卫浴在家居细分行业中集中度较高，美国CR2约40%，日本CR3约30%，海外龙头骊住、科勒、TOTO等均具有数百亿收入规模；2) 消费者认可品牌与功能性溢价，我国零售市场高端国际品牌份额居前，国货龙头箭牌位列第三，市占率约9.8%；线上平台国产品牌居前，且集中度逐年提升；3) 智能坐便器行业市场增速较快，国内目前渗透率、集中度较低；消费者对于产品功能性有需求，进而推动产品智能化升级进程，渗透率与精装房配套率持续提升；4) 随渠道变革、产品技术迭代，国货龙头优势渐显，竞争格局呈国产替代与强者恒强趋势。

**公司分析：成长性品类及渠道带动收入利润同步增长。**产品端，智能产品占比提升拉动单价和毛利率。2019-2022年智能产品收入占比从20%提升至25%，智能马桶价格约为传统马桶价格的4.3倍，毛利率较普通卫生陶瓷产品高4pp。渠道端，经销家装及直销电商渠道引领增长。渠道结构变化拉动净利率提升；传统线下经销零售渠道经销商人数/店数/提货额快速增长；专卖店渠道发展较好，家装店和下沉市场成长性高。产能方面，八大生产基地分布广东江西等地，自产比例较高。

**成长性：智能坐便器行业增长可期，公司市占率及利润率持续提升。**卫浴行业成长性在于替换需求与产品智能化升级，未来5年复合增速约中个位数；智能坐便器行业渗透率年均提升2pp，驱动行业快速增长，有望实现双位数复合增长。公司成长性在于渠道及品类多元化，产品升级及智能化带动收入增长，大力拓展的经销家装及直销电商渠道引领增长；同时产品结构及渠道结构改善、自产比例提升拉动毛利率和净利率增长。

**风险提示：**疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

**投资建议：看好行业与公司成长性。**我们看好智能卫浴行业发展，公司经营增长带动市占率提升，以及盈利能力改善。预计2023-2025年的净利润分别为7.4/9.5/12.1亿元，同比+25.0%/28.5%/27.1%；首次覆盖给予“买入”评级，合理估值区间25.0~27.6元，对应2024年25~28x PE。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,373	7,513	8,893	10,489	12,263
(+/-%)	28.8%	-10.3%	18.4%	17.9%	16.9%
净利润(百万元)	577	593	741	953	1211
(+/-%)	-1.9%	2.8%	25.0%	28.5%	27.1%
每股收益(元)	0.66	0.61	0.77	0.99	1.25
EBIT Margin	9.5%	9.0%	9.7%	10.6%	11.5%
净资产收益率(ROE)	19.4%	12.5%	13.7%	15.1%	16.4%
市盈率(PE)	30.3	32.7	26.2	20.4	16.0
EV/EBITDA	21.6	24.9	19.7	15.7	13.2
市净率(PB)	5.89	4.10	3.58	3.09	2.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

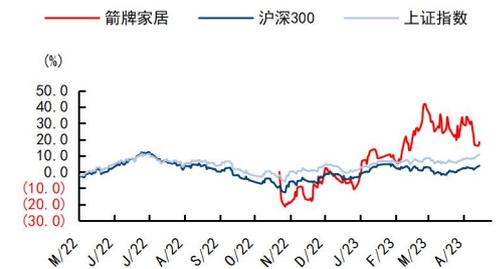
#### 轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘佳琪  
0755-81981391 010-88005446  
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn  
S0980520040004

#### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	25.00 - 27.60元
收盘价	20.11元
总市值/流通市值	19418/1943百万元
52周最高价/最低价	25.35/13.31元
近3个月日均成交额	108.51百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>公司概况：国产卫浴龙头，向智能化与大家居迈进</b>	<b>5</b>
业务分析：传统业务增长稳健，智能产品进一步增长，C 端渠道重点发力	5
发展历史：国产卫浴领先品牌，向国际一流智慧家居企业迈进	7
股权结构：股权稳定集中，组织架构完善，管理层经验丰富	8
<b>行业分析：智能坐便器渗透率提升，国货龙头增长势头足</b>	<b>11</b>
总述	11
行业概况：卫浴行业增速稳定市场集中度有待提升，智能坐便器行业渗透率快速提升	11
国产优势 1：线上渠道快速发展，本土品牌线上占有率高	21
国产优势 2：国货产品技术追赶，性价比优势强	24
国产龙头优势：箭牌家居产销量规模领先，盈利能力较强	27
存量房装修需求占比逐渐提升，卫浴系老房翻新重点空间	30
<b>公司拆分分析：成长性品类及渠道带动收入利润同步增长</b>	<b>31</b>
品类拆分：2021 年销售量价增长，2022 年量减价增，智能产品占比提升拉动毛利率及单价	31
渠道拆分：经销家装及直销电商渠道引领增长，渠道结构变化拉动净利率提升	36
八大生产基地分布广东江西等地，自产比例较高	40
<b>成长性：智能坐便器行业增长可期，公司市占率及利润率持续提升</b>	<b>42</b>
行业成长性：卫浴行业增速放缓，智能坐便器行业增长可期	42
公司成长性：量价增长推动市占率提升，三重因素拉动盈利增长	44
<b>财务分析：财务风格保守稳健，营运效率高/应收账款低/现金流充足</b>	<b>48</b>
<b>盈利预测</b>	<b>51</b>
假设前提	51
未来三年业绩预测	53
盈利预测情景分析	54
<b>估值与投资建议</b>	<b>54</b>
绝对估值：25.0~29.5 元	54
相对估值：24.7~27.6 元	55
投资建议	56
<b>风险提示</b>	<b>57</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>59</b>
<b>免责声明</b>	<b>60</b>

## 图表目录

图 1: 箭牌家居集团主要业务 .....	5
图 7: 箭牌家居集团发展历史 .....	8
图 8: 箭牌家居集团股权结构 (截至 2022 年末) .....	9
图 9: 箭牌家居集团组织架构 .....	9
图 14: 高端酒店合作卫浴品牌 .....	13
图 32: 线上平台卫浴行业品牌市占率 .....	23
图 33: 线上平台坐便器行业品牌市占率 .....	24
图 34: 天猫平台卫浴品牌价格带分布 .....	25
图 35: 2017-2022 年线上平台智能坐便器价格带分布变化 (销量占比/销量增速) .....	25
图 52: 箭牌家居天猫平台 2018-2022 年产品价格带分布 .....	35
图 53: 箭牌家居京东平台 2020-2022 年产品价格带分布 .....	35
图 56: 箭牌家居各渠道毛利率 .....	38
图 57: 箭牌家居线上/线下收入及毛利率 .....	38
图 58: 箭牌家居分渠道净利率 .....	39
图 59: 直销电商的平台费占比下降 .....	39
图 60: 箭牌家居经销商/分销商数量 .....	39
图 61: 箭牌家居经销/分销网点数量及平均开店数 .....	39
图 62: 分类型网点结构及单网点提货额 .....	40
图 63: 公司生产基地布局 .....	40
图 64: 箭牌家居分品类自产/外协产量/外协比例 .....	41
图 65: 卫浴行业市场规模测算 .....	42
图 66: 智能坐便器行业市场规模测算 .....	43
图 67: 坐便器行业市场规模测算 .....	43
表 1: 箭牌家居集团董事会与高管基本情况 .....	10
表 2: 陶瓷卫浴行业相关政策 .....	14
表 3: 世界陶瓷卫浴 20 强 .....	17
表 4: 东陶、箭牌业绩及估值对比 .....	17
表 6: 国内主流坐便器品牌产能/销量 .....	21
表 10: 箭牌家居营收拆分 (按品类) .....	32
表 11: 箭牌家居 2019-2021 年销量拆分 .....	33
表 12: 箭牌家居 2019-2021 年分品类单价 .....	34
表 13: 箭牌家居 2021-2022 量价拆分 .....	35
表 14: 智能产品收入/量/价拆分 .....	36
表 15: 箭牌家居营收拆分 (按渠道) .....	37
表 16: 箭牌家居生产基地 .....	41
表 17: 卫浴及坐便器产品单价对比 .....	44

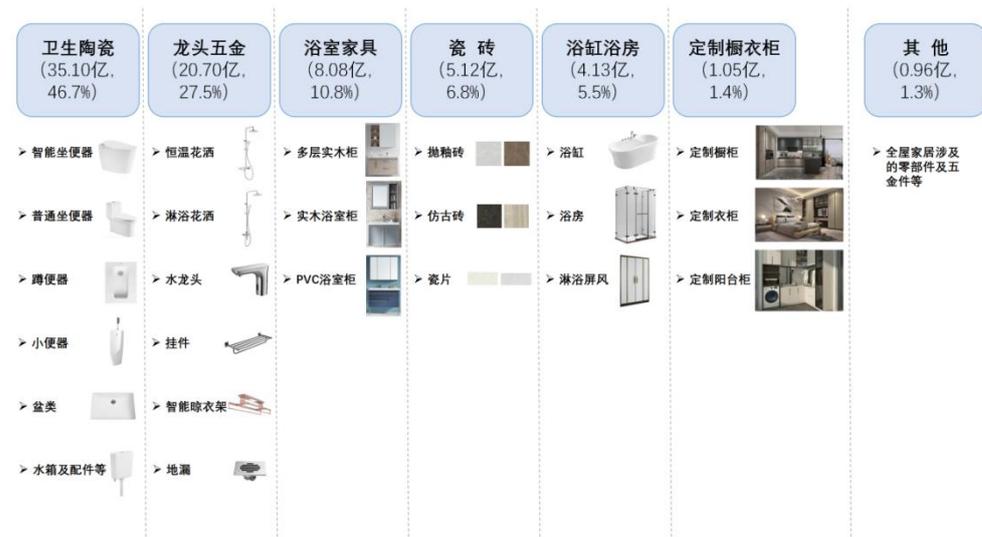
表 18: 分渠道增长来源拆分 .....	45
表 19: 箭牌家居分渠道盈利预测 .....	45
表 20: 箭牌家居分品类盈利预测 .....	46
表 21: 箭牌家居市占率 .....	46
表 22: 箭牌家居毛利率预测 (假设一) .....	47
表 23: 箭牌家居毛利率预测 (假设二) .....	47
表 24: 箭牌家居分渠道毛利率净利率预测 .....	48
表 26: 箭牌家居盈利拆分 .....	52
表 27: 箭牌家居盈利预测假设条件 .....	53
表 28: 箭牌家居盈利预测及市场重要数据 .....	53
表 29: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	54
表 30: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	55
表 31: 资本成本假设 .....	55
表 32: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	55
表 33: 可比公司估值 .....	56

## 公司概况：国产卫浴龙头，向智能化与大家居迈进

### 业务分析：传统业务增长稳健，智能产品进一步增长，C端渠道重点发力

箭牌家居创立于1994年，2022年10月在深交所上市，2022年实现营收75亿元。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，生产产品品类覆盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等以卫浴为主的家居产品，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。公司主要品牌包括ARROW箭牌、FAENZA法恩莎、ANNWA安华，三个品牌具有不同的市场定位，能够满足不同消费群体的需求。公司掌握具有自主知识产权的研发及制造核心技术，是卫生陶瓷、节水型卫生洁具行业标准起草单位之一。公司品牌多次被评为中国十大卫浴品牌、十大瓷砖品牌，产品相继获得德国红点设计奖、德国IF产品设计金奖、红棉中国设计奖，并于2015年、2020年连续两届被指定为世博会中国馆陶瓷洁具供应商。同时，公司拥有十大生产基地（包含两个在建），北部北方地区主要为山东德州，中部为湖北应城与江西景德镇，其他基地主要分布在广东省内，包括佛山、肇庆以及韶关。

图1：箭牌家居集团主要业务



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图2：箭牌家居集团主要品牌

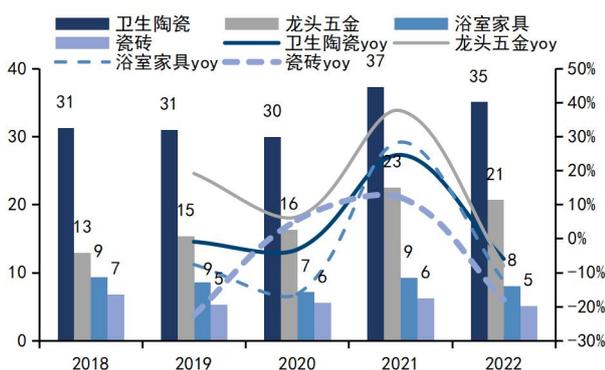
品牌	标识	品牌愿景	品牌定位	天猫价格带	销售网点
箭牌家居		智慧家居	ARROW箭牌创建于1994年，致力于改善家居生活品质、创新智慧生活空间，历经二十多年的快速发展，已逐步成长为具有较高知名度的民族卫浴品牌，正在向国际一流智慧家居品牌进发。2008年，国家工商行政管理总局商标局认定ARROW商标为驰名商标。	50-15000	截至21年底，全国销售网点6510家；其中经销网点2439家，分销网点4071家
法恩莎		艺术家居	FAENZA法恩莎创建于1999年，致力于引领国际化的艺术家居生活方式，营造生活仪式感，提供艺术与生活统一的产品和服务。2011年，国家工商行政管理总局商标局认定FAENZA商标为驰名商标。	50-30000	截至21年底，全国销售网点2340家；其中经销网点1057家，分销网点1283家
安华		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。	50-20000	截至21年底，全国销售网点1996家；其中经销网点1076家，分销网点920家

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

### 产品以卫生陶瓷为主，龙头五金增速快带动收入增长

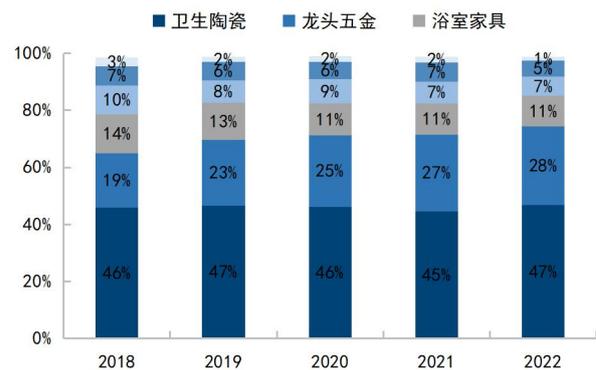
从产品品类来看，2022年卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖分别营收35/21/8/5亿元，同比减少6%/8%/13%/18%，主要受新冠疫情冲击、经济形势变化等因素影响；卫生陶瓷、浴室家具营收在2019-2020年出现小幅下滑，主要受公司产品销售结构变动、市场竞争加剧、新冠疫情冲击等因素叠加影响。按品类拆分收入结构，2018-2022年卫生陶瓷类产品收入始终占比第一，数值在45%-47%的区间内浮动，是公司收入最主要的产品品类，4年复合增速3%；其中又以坐便器为主，占全部收入的30%以上（2021年）。第二增长曲线龙头五金，2018-2022年占比从19%增长至28%，4年复合增速13%；主要产品为淋浴花洒和水龙头，合计收入占中收入20%以上（2021年）。其他品类占比和增速均较低，公司品类收入结构较为稳定。

图3：公司主要品类收入及增速(亿元)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司收入结构（按品类）



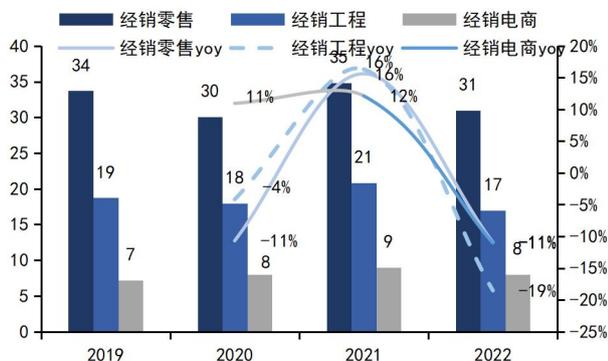
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 经销零售为第一销售渠道，直销电商占比快速提升

从业务渠道来看，2022年经销零售/经销工程/经销电商分别收入31/17/8亿元，同比减少11%/19%/11%，出现下坡滑动主要是受到新冠疫情负面影响。按渠道拆分收入结构，经销零售为第一销售渠道，在2022年占比41%；零售渠道的收入占比在报告期内整体呈下降的趋势，而直销电商、经销家装渠道的收入占比整体呈

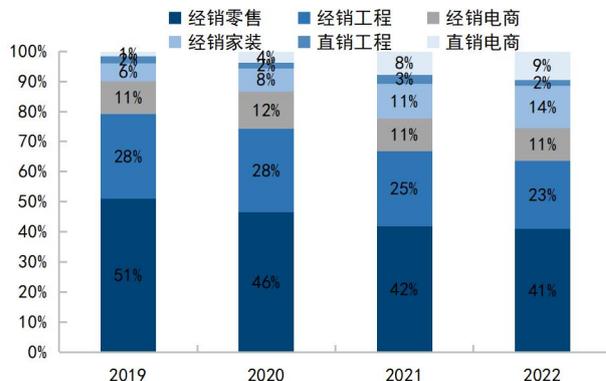
增长的趋势，主要受行业销售渠道的变革影响：精装、整装、“互联网+”家装、设计师渠道、电商渠道等销售渠道快速崛起，引起公司渠道收入结构变化。

图5：公司主要渠道收入及增速（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司收入结构（按渠道）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 发展历史：国产卫浴领先品牌，向国际一流智慧家居企业迈进

箭牌家居集团创立于1994年，旗下拥有ARROW箭牌、FAENZA法恩莎、ANNWA安华三大品牌；中国区域布有十大生产制造基地（2个在建），在中国市场拥有12000多家销售网点，产品远销全球多个国家和地区，是国内具有实力和影响力的综合性智慧大家居企业集团。公司秉承“持续改善人们的智慧家居生活品质”的企业使命，坚持科技创新和理念，不断开发满足和超越客户需求的产品和服务；追求客户极致体验，保持质量、服务、成本、性能、环保等方面的持续领先，引领中国智慧家居行业发展；通过实施全球化、智能化、物联化打造智慧家居集团，运用多品牌多品类协同，打造智慧家居全产业链；为客户提供高品质的智慧家居整体解决方案，向“成为国际一流的智慧家居整体解决方案提供商”的愿景迈进。

**1、第一阶段（1994-2007）崛起阶段。**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。1995年，箭牌第一批自主研发的坐便器AB1102正式生产。1996年，第一批连体坐便器AB1103B问世，箭牌成为国内率先攻克连体马桶技术难关并实现大规模量产的企业。1998年，工厂设备全面改造升级，箭牌的陶瓷窑炉技术达到当时国内出类拔萃的水平，并初次在国内卫浴界提出“三年免费维修，终身护”的服务措施。1999年，法恩莎卫浴成立。2003年，安华卫浴成立。率先提出“卫浴配套”的概念，将产品“三大件”迅速扩充到浴室全线产品。2006年，携手清华大学共同成立产品设计与研发中心，展开“人体工程学”的研究，开创东方“人文卫浴”文化与国际设计机构意大利福莱美设计公司实现强强联合，提升产品的设计理念和评审新产品外观质量。

**2、第二阶段（2007-2016）多品类发展阶段。**2007年，箭牌瓷砖成立，提出整体人居空间的解决方案。2008年，箭牌卫浴推出第一款会唱歌的智能坐便器。2010年，法恩莎瓷砖成立。箭牌整体厨房|全屋定制系列产品创新上市。2011年，安华瓷砖成立。2012年，箭牌衣柜成立。箭牌瓷砖在销售终端推出上品生活馆。2014年，箭牌家居签约国际钢琴家郎朗为品牌形象代言人。2015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。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。

**3、第三阶段（2016-2022）智能化升级阶段。**2016年，箭牌家居定制进驻美国佐治亚州和佛罗里达州，开启国际化征程。2017年，箭牌止滑砖横空出世，采用创新防滑表层技术，创新解决瓷砖湿滑的安全问题。法恩莎设计研究院在意大利挂牌成立。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7：箭牌家居集团发展历史

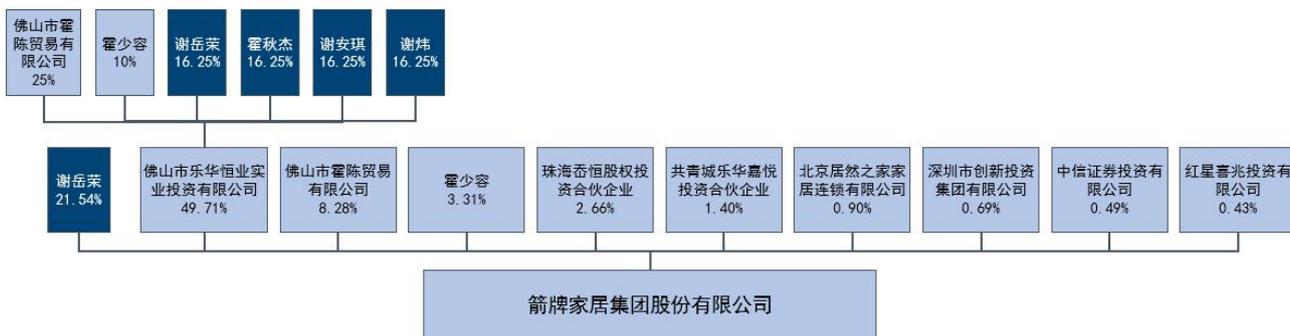


资料来源：公司官网，招股说明书，国信证券经济研究所整理

### 股权结构：股权稳定集中，组织架构完善，管理层经验丰富

**股权稳定集中，实际控制人家族成员控股 74.56%。**截至 2022 年末，公司董事长谢岳荣先生直接持有 21.54% 的股份，其妻子的姐姐霍少容女士直接持有 3.31% 股份，其妻子的哥哥霍振辉先生通过 100% 持股的佛山市霍陈贸易有限公司间接持有 8.28% 股份；谢岳荣先生及其妻子霍秋洁女士、女儿谢安琪女士、儿子谢炜先生合计持有 65.00% 乐华恒业投资的股权，乐华恒业投资持有发行人 49.71% 的股份；六人合计持有公司 74.56% 股份，谢岳荣先生合计持有 29.62% 股份，股权稳定集中。集中且长期保持稳定的股权保障了公司的高效率决策制订及执行。同时众多机构跻身公司前十大股东，体现箭牌家居作为具有良好成长性的龙头企业受到市场青睐。

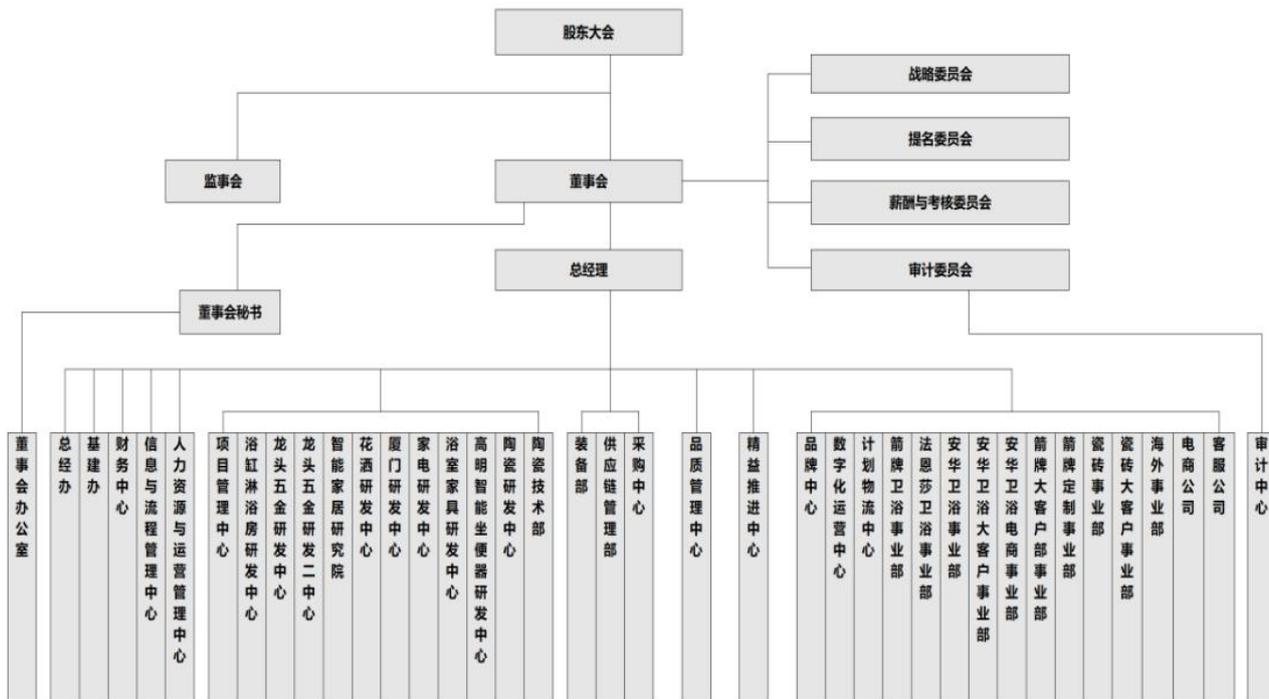
图8: 箭牌家居集团股权结构（截至 2022 年末）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

**组织架构完善，运营效率高。**箭牌家居的组织架构十分完善，各部门分工明确，为业务长远发展提供了支撑。人力资源与运营管理中心负责从公司的战略目标和实际需要出发，全面统筹和推动公司的人员招聘、员工培训、绩效管理等工作，衔接劳资关系。基建办负责参与制定各建设项目规划方案，对各建设工程项目进度、质量、成本、安全进行控制。信息与流程管理中心主要负责制定集团信息化管理规划，设计和建设业务信息系统、财务信息系统、管理信息系统。以上事业部均直接对集团总经理负责，确保业务战略、经营目标的达成。

图9: 箭牌家居集团组织架构



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**公司管理层经验丰富，任职经历多元。**核心高管团队中包含公司自主培养人才和职业经理人，早期在陶瓷洁具和合金材料等家居建材行业深耕多年，对行业模式理解透彻。其他高管人员早期履历覆盖家电、能源、科技、制造类企业，能从多角度考虑问题，推进公司业务多元发展，做出最优战略决策。董事长的儿子谢炜、

女儿谢安琪分别主管公司研发和财务；董秘杨伟华、营销副总卢金辉和财务总监彭小内、品质副总张德华、审计总监陈浩杰，曾分别就职于珠江钢琴、美的、海尔、富士康等企业。

**表1: 箭牌家居集团董事会与高管基本情况**

姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
谢岳荣	董事长, 董事, 总经理	2019/1/1	1964	中国国籍, 无境外永久居留权, 高级工商管理硕士。谢岳荣先生毕业于景德镇陶瓷大学, 1984年8月至1992年7月, 谢岳荣先生任东平陶瓷厂助理工程师、副厂长; 1992年8月至1994年8月, 任荣达铝合金厂厂长; 1994年8月至1997年8月, 任顺德市乐华陶瓷洁具厂总经理; 1997年8月至2013年4月, 任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司总经理; 2013年4月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司董事长、总经理。2015年8月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司控股股东佛山市乐华恒业实业投资有限公司(简称“乐华恒业投资”)的董事长。
李胜兰	独立董事	2019/12/13	1960	中国国籍, 无境外永久居留权, 博士学位。现任中山大学岭南学院经济学教授、博士生导师, 兼任广东省经济学会常务副会长。2019年12月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司独立董事。此外, 李胜兰女士还兼任广东广弘控股股份有限公司独立董事、广州好莱客创意家居股份有限公司独立董事、广西粤桂广业控股股份有限公司独立董事、润建股份有限公司独立董事、惠州农村商业银行股份有限公司(非上市公司)独立董事等职务。
王晓华	独立董事	2019/12/13	1961	中国国籍, 无境外永久居留权, 法律硕士研究生, 一级律师。2019年12月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司独立董事。1993年1月起创办并任职于广东广信君达律师事务所, 现担任事务所名誉主任, 同时担任广东省政协常委、广东省人大常委会监督司法咨询专家、广东省人民政府法律顾问服务团队成员、广东省公安厅法律顾问等。王晓华先生还兼任珠海格力电器股份有限公司独立董事、广东世荣兆业股份有限公司独立董事及广州塔旅游文化发展股份有限公司(非上市公司)独立董事等职务。
饶品贵	独立董事	2019/12/13	1975	中国国籍, 无境外永久居留权, 会计学博士, 会计学教授。2019年12月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司独立董事(会计专业人士)。饶品贵先生现任暨南大学管理学院会计学系主任、教授、博士生导师、广东省珠江学者特聘教授、暨南大学学术委员会委员、广州市注册会计师协会专业及人才委员会委员。此外, 饶品贵先生还兼任广州白云机场股份有限公司独立董事、佛山市国星光电股份有限公司独立董事、金三江(肇庆)硅材料股份有限公司独立董事、东莞市凯格精机股份有限公司独立董事、珠海农村商业银行股份有限公司(非上市公司)外部监事。
谢安琪	董事	2019/12/13	1992	中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 非执业注册会计师。谢安琪女士毕业于加拿大多伦多大学, 2015年6月至2018年1月, 谢安琪女士任箭牌家居集团股份有限公司总经理助理; 2018年2月至2021年4月任箭牌家居集团股份有限公司财务中心部门经理; 2019年12月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司董事; 2021年5月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司财务共享服务中心总监。
谢炜	董事, 副总经理	2019/12/13	1993	中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。谢炜先生毕业于加利福尼亚大学伯克利分校, 2017年6月至2019年12月, 谢炜先生任箭牌家居集团股份有限公司总经理助理; 2019年12月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司董事、副总经理。
霍少容	董事	2019/12/13	1960	中国国籍, 拥有加拿大永久居留权, 高中学历。2001年1月至2005年12月, 霍少容女士任南庄镇醒群陶瓷有限公司管理人员; 2006年1月至2013年3月, 任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司管理人员; 2013年4月至2019年12月, 任箭牌家居集团股份有限公司监事。2019年12月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司董事。2015年8月至今, 担任箭牌家居集团股份有限公司控股股东乐华恒业投资监事。
霍振辉	董事, 副总经理	2019/1/1	1958	加拿大籍, 大专学历。1982年至1986年, ZHEN HUI HUO 先生任东平陶瓷厂工程师; 1987年至1992年, 任佛山市石湾鹰牌集团工程师; 2010年至今, 任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司副总经理、董事; 2013年4月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司董事、副总经理。2015年8月至今, 在箭牌家居集团股份有限公司控股股东乐华恒业投资任董事; 2018年11月至今, 在股东佛山市霍陈贸易有限公司任执行董事。
霍秋洁	董事, 副总经理	2019/1/1	1964	中国国籍, 无境外永久居留权, 大专学历。1986年至1991年, 霍秋洁女士任佛山市永利坚铝型材有限公司会计; 1991年至1993年, 任佛山环球家具有限公司财务负责人; 1994年8月至1997年8月, 任顺德市乐华陶瓷洁具厂财务主管; 1997年8月至2013年4月, 任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司财务主管; 2013年4月至今任箭牌家居集团股份有限公司董事、副总经理。2013年8月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司控股股东乐华恒业投资的董事。
霍志标	监事会主席, 职工监事	2019/12/13	1966	中国国籍, 无境外永久居留权, 高中学历。1983年12月至1985年4月, 任石湾商业公司员工; 1985年4月至2004年6月, 任广东佛陶集团股份有限公司管理人员; 2004年7月至2019年12月任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司总经办主任; 2019年12月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司监事会主席、职工代表监事、总经办主任。霍志标先生现兼任广东埃汇智能装备有限公司董事、佛山市中盛置业有限公司监事、陕西格兰威尔房地产开发有限公司监事、陕西德富恒昌实业股份有限公司监事会主席、佛山市同创致远商业管理有限公司监事、佛山市霍陈贸易有限公司监事、佛山市乐华恒业房地产开发有限公司监事。
孔斌斌	监事	2019/12/13	1984	中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。曾任美的集团部品事业部人力资源部长、惠州雷士光电科技有限公司人力资源总监。2018年3月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司人力资源总监; 2019年12月至今, 任箭牌家居集团股份有限公司监事。
陈浩杰	监事	2022/12/15	1979	中国国籍, 无境外永久居留权, 在读博士。陈浩杰先生于2002年7月至2005年12月, 任TCL科技集团股份有限公司海外事业部审计部专业经理; 2006年1月至2010年12月, 任

				<p>富士康国际控股有限公司内部审计处经理；2011年1月至2013年12月，任酷派集团有限公司审计部高级经理；2014年1月至2016年4月，任舒华体育股份有限公司审计中心总经理；2016年4月至2020年6月，任三胞集团万威国际有限公司风控中心总经理；2020年7月至2022年2月，任贝发集团股份有限公司审计中心总监；2022年3月至今，任箭牌家居集团股份有限公司审计中心总监；2022年8月至今，兼任深圳市启然电子科技有限公司监事。</p> <p>中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1988年7月至1994年7月，刘广仁先生历任洛阳建筑陶瓷厂技术员、技术科长；1994年7月至1997年9月，任河南兆峰陶瓷有限公司总工程师；1997年10月至2002年8月，任浙江温州西山特种陶瓷集团有限公司洁具分公司经理；2002年9月至2019年12月，历任法恩品管部经理、安华卫浴事业部总经理。2019年12月至今，任箭牌家居集团股份有限公司副总经理。</p>
刘广仁	副总经理	2019/1/1	1966	<p>中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2004年至2016年，卢金辉先生历任美的集团冰洗事业部中心经理、美的集团安徽销售公司副总经理、美的集团冰箱事业部销售总监；2016年至2018年，任美国惠而浦（中国）冰箱公司总经理；2018年至2019年，任台湾鸿海富士康集团H次集团副总经理；2019年3月至今，任箭牌家居集团股份有限公司副总经理。</p>
卢金辉	副总经理	2019/12/13	1974	<p>中国国籍，无境外永久居留权，西南交通大学工商管理硕士研究生学习。2001年7月至2005年10月，历任东莞三星视界有限公司经营革新负责人等职务；2006年2月至2017年2月，任海尔集团六西格玛管理总监、质量创新总监；2017年3月至2019年9月，任超威集团质量总监；2020年2月至2021年6月，任天能电池集团股份有限公司总裁助理兼质量总监；2022年2月至今，任箭牌家居集团股份有限公司董事长助理兼品质管理中心品质总经理。目前张德华先生兼任中国质量协会全国精益六西格玛管理工作委员会专家委员、青岛市质量管理协会副秘书长、郑州航空工业管理学院质量管理与质量工程方向硕士导师、郑州大学商学院兼职教授、北京信息科技大学专业学位研究生校外兼职导师、全国统计方法应用标准化技术委员会委员、广东省质量协会副会长、广东省质量促进会协会副会长、中国中小企业协会质量品牌工作委员会精益管理专家组成员等职务。</p>
张德华	副总经理	2022/12/15	1978	<p>中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级工商管理硕士。2008年12月至2017年11月，杨伟华先生任广州珠江钢琴集团股份有限公司董事会秘书；2017年12月至今任箭牌家居集团股份有限公司副总经理、董事会秘书。</p>
杨伟华	副总经理, 董事会秘书	2019/1/1	1976	<p>中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2005年8月至2013年9月，任广东美的生活电器制造有限公司财务经理、副总监；2013年9月至2015年4月，任美的清湖净水设备有限公司财务经理；2015年10月至2016年7月，任广东海鸥卫浴股份有限公司预算及成本经理；2016年7月至2017年7月，任广东上风环保科技有限公司财务总监；2017年8月至2019年12月，任箭牌家居集团股份有限公司财务中心副总监；2019年12月至今，任箭牌家居集团股份有限公司财务总监。</p>
彭小内	财务总监	2019/1/1	1979	

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

## 行业分析：智能坐便器渗透率提升，国货龙头增长势头足

### 总述

卫浴行业具有以下几大特征：1) 品牌属性与功能性利于龙头集中，卫浴行业集中度较高，海外卫浴龙头体量大；2) 消费认可品牌溢价，我国市场高端国际龙头品牌市场份额高；3) 消费者对于产品功能性有需求，进而推动产品智能化升级进程；4) 存量房替换需求与其他家居细分行业相比较较高。

我国卫浴行业起步较晚，相较于海外成熟市场，市场集中度、智能产品渗透率仍有较大的提升空间。此外国际龙头品牌进入我国市场较早、产品技术早年间较为领先，但后期一方面随国际品牌产品技术迭代进程放缓、国货龙头产品升级进程加速；另一方面渠道变革，线上、工程、家装渠道占比逐渐提升，国产品牌渠道优势更强，国产替代有望成为行业一大趋势。

### 行业概况：卫浴行业增速稳定市场集中度有待提升，智能坐便器行业渗透率快速提升

#### 一、卫浴行业：中国市场空间大增速趋于稳定，国际品牌位列市占率前端

**2021 年中国卫浴市场达 2046 亿元，同比增长 7%。**近 8 年市场规模始终保持增长，在 2014、2016-2017 年均实现约 20% 的双位数增速，其间 2015 年滑落至 6%，波动幅度较大；2018 年起增速逐渐放缓至单位数并趋于稳定，整体市场保持在 2%-8% 的区间内浮动。

**2021 年箭牌家居市占率第三，前两名系国际龙头科勒/TOTO。**根据欧睿统计，2021 年中国卫浴行业市占率前五的公司分别为科勒(20.7%)，TOTO(13%)，箭牌(9.8%)，惠达(5.2%)，恒洁(4.6%)；近 10 年国际品牌科勒和 TOTO 持续位于行业市占率前端且份额有所提升，2012-2021 年占比从 23% 提升至 34%，证明中国消费者愿意为卫浴产品支付品牌与功能溢价，给国货替代打开价格天花板；箭牌、惠达、恒洁紧随其后，近年来份额也有所提升，整体市场集中度提升，CR5 从 2012 年的 36% 提升到 2021 年的 53%，集中度距发达国家仍有较大差距。

图 10: 卫浴行业市场规模及增速 (亿元)



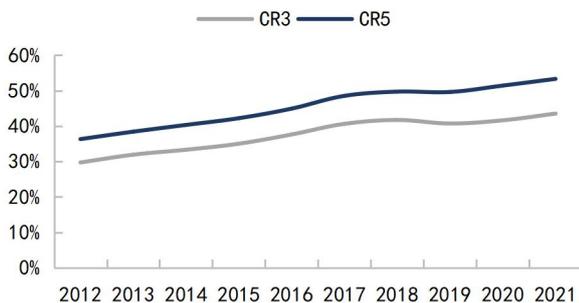
资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图 11: 中国卫生陶瓷行业零售市场规模 (亿元)



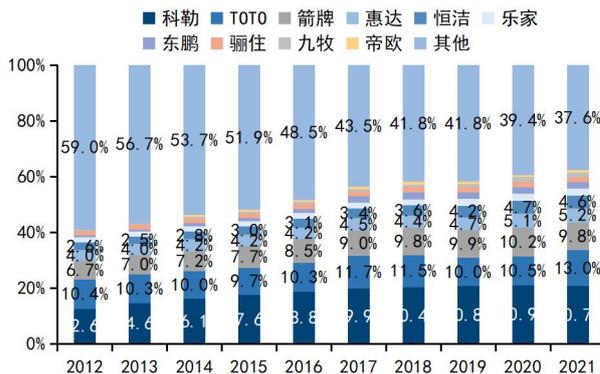
资料来源: 公司招股书, euromonitor, 国信证券经济研究所整理  
注: 渠道仅包含零售市场, 产品不包含花洒、五金龙头

图 12: 中国卫生陶瓷行业零售市场集中度



资料来源: 公司招股书, euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 13: 中国卫生陶瓷行业零售市场市占率



资料来源: 公司招股书, euromonitor, 国信证券经济研究所整理  
注: 渠道仅包含零售市场, 产品不包含花洒、五金龙头

**卫浴产品品牌性与功能性兼备，利于龙头集中。**一方面，卫浴产品品牌属性强，所有坐便器、花洒、龙头产品都有外露的品牌 logo；高端酒店的洁具配置均以高端卫浴品牌为主，例如五星级酒店淋浴花洒多用汉斯格雅，智能坐便器以 TOTO 为主。另一方面，消费者对于卫浴产品功能性需求较高，例如对陶瓷洁具的釉面平整度易清洁度、坐便器的冲水和马桶盖板、花洒龙头的出水和水温控制等功能，

均有一定程度的要求。

图 14: 高端酒店合作卫浴品牌

项目	TOTO-宝格丽酒店	TOTO-北京大兴国际机场木棉花酒店	科勒-丽芮酒店	科勒-高端酒店	汉斯格雅-高端酒店
简介	最高端的诺锐斯特NX产品和Smart Trip入住平台；宝格丽酒店的总统套房内，采用了TOTO品牌高端的诺锐斯特产品。	木棉花酒店是华润集团旗下具有国际品牌视野的高端民族酒店品牌，酒店客房内还特别使用了TOTO的高端智能产品，项目选用的诺锐斯特系列坐便器是TOTO的旗舰系列。	广州南站丽芮酒店及昆明翠湖丽芮酒店两家店相继登陆科勒红鹰套房。房间设计以2018-2019赛季曼联主场战袍为设计灵感，以红黑双色为主，运用行业领先的彩色镀膜技术，打造专属卫浴空间。	科勒精选系列成为全球众多文化空间、商场和住宅的首选，也是高端酒店如三亚亚特兰蒂斯酒店、上海佘山世茂深坑酒店、上海静安瑞吉酒店、重庆北碚悦榕庄等的最佳搭档，共同打造了冠绝群伦的精致生活典范。	进驻米兰宝格丽酒店、纽约YOO公寓、Sackmann浪漫酒店、青岛洲际酒店、三亚凤凰岛、澳门新葡京等。



品牌酒店品牌合作 TOTO NEOREST 智能马桶

资料来源：TOTO 东陶中国，科勒 KOHLER，汉斯格雅 hansgrohe，国信证券经济研究所整理

**政策推动下市场集中度加速提升，加快培育国产品牌。** 1) 2014年3月10日，中国建筑材料联合会与中国建筑卫生陶瓷协会联合发布《建筑卫生陶瓷行业兼并重组的指导意见》。文件指出，通过兼并重组，到2015年建筑卫生陶瓷前10家企业产业集中度达到20%；到2020年达到40%，形成3-5家产业链完整的、具有核心竞争力和国际影响力的建筑卫生陶瓷大企业集团，带动全行业转型升级。2) 我国建筑卫生陶瓷工业“十三五”发展规划也明确提出，要加快培育国产品牌，开展技术创新，稳定提升产品质量，推进行业供给侧结构性改革，真正满足市场对建筑陶瓷及卫生洁具产品的消费需求，加强行业创新化、创意化、品牌化、绿色化、信息化建设，促进建筑卫生陶瓷工业转型升级，实现可持续发展。3) 同时，由于在低端市场，我国卫生洁具中小杂牌居多，设备技术落后，环保设施尚不完善，因此随着行业标准的进一步规范，将持续推动行业中企业的优胜劣汰，加速中小产能的出清。

**表2: 陶瓷卫浴行业相关政策**

文件名称	发布主体	时间	主要内容
建筑卫生陶瓷行业兼并重组的指导意见	中国建材联合会、中国建筑卫生陶瓷协会	2014	计划到 2015 年, 建筑卫生陶瓷前 10 家企业产业集中度达到 20%, 到 2020 年, 达到 40%, 形成 3~5 家产业链完整的、具有核心竞争力和国际影响力的建筑卫生陶瓷大企业集团的, 带动全行业转型升级。
建筑陶瓷、卫生洁具行业“十三五”发展指导意见	中国建筑卫生陶瓷协会	2016	加快产品结构调整优化, 进一步加大设计研发创新力度, 着力开发节水便器、智能便器等智能卫生洁具新产品。加强建筑陶瓷、卫生洁具生产关键工艺技术、装备的研发与产业化。重点研究开发新型原料制备、陶瓷砖短流程生产工艺、环保及循环利用新技术等
轻工业发展规划(2016-2020年)	工信部	2016	推进个性化定制, 开发绿色、智能、健康的多功能中高端产品。利用限流技术、恒温技术、延时自闭技术、触控技术制造节水节能型水龙头产品
“十三五”装配式建筑行动方案	住建部	2017	2020 年装配式建筑在新建建筑中的占比达 15%, 新建城镇住宅必须全装修交付, 卫生间防水设计需达 20 年
绿色产品评价卫生陶瓷	市场监管总局	2017	该标准规定了卫生陶瓷绿色产品评价技术要求, 对产品的取水量、单件质量、综合能耗、废釉浆回收利用率等指标进行了界定
全国旅游厕所建设管理新三年行动计划(2018-2020)	国家旅游局	2018	落实《厕所革命技术与设备指南》, 推进厕所生态化、低碳化、智能化、人性化发展, 实现我国厕所全面升级
产业结构调整指导目录(2019年本)	国家发改委	2019	在陶瓷、卫浴产业相关内容的调整上, 更加注重新型陶瓷材料、科技陶瓷、清洁技术、节约和节能等方面, 涉及鼓励类 15 条、限制类 2 条、淘汰类 4 条。其中, 鼓励类包括一次冲洗用水量 6 升及以下的坐便器、蹲便器, 节水型生活用水器具及节水控制设备, 智能坐便器、卫浴集成系统, 满足装配式要求的整体卫浴部品开发与生产
关于政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升试点工作的通知	财政部、住建部	2020	在政府采购工程中推广可循环可利用建材、高强度高耐久建材、绿色部品部件、绿色装饰装修材料、节水节能建材等绿色建材产品, 积极应用装配式、智能化等新型建筑工业化建造方式, 鼓励建成二星级及以上绿色建筑。到 2022 年, 基本形成绿色建筑和绿色建材政府采购需求标准, 政策措施体系和工作机制逐步完善, 政府采购工程建筑品质得到提升, 绿色消费和绿色发展的理念进一步增强。
关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知	商务部等 12 部门	2021	提出促进大家电家装消费。激活大家电市场, 鼓励有条件的地区对淘汰旧大家电并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴。首次将家具家装纳入促进消费范畴, 对家居行业零售需求起到提振作用

资料来源: 中国轻工业信息网, 观研报告网, 国信证券经济研究所整理

**国内卫浴行业起步晚, 海外品牌进入早占据中高端市场, 国货品牌从低端市场逐步向上延伸。**国内卫浴企业发展可大致分为起步期、初步发展期、高速增长期和稳步发展期。20 世纪 90 年代海外卫浴品牌科勒、TOTO 相继进入中国市场, 并在随后十几年迅速占领中高档市场; 国内企业起步较晚, 仍主要服务于中低端市场; 直至 2005-2013 年的高速增长期, 国内涌现出一批以箭牌、惠达为代表的民族卫浴品牌。现今本土品牌逐渐向中高端市场拓展, 而国际品牌也在向中低端市场渗透; 智能卫浴的兴起也吸引其他品牌跨界加入卫浴赛道, 行业竞争进一步加剧。**相较于中国卫浴行业在 90 年代才开始起步, 日本卫浴在二战后 1945 年就出现萌芽,**住房紧缺催生大批公共住宅, 为保证质量政府提出卫浴标准化; 随后伴随东京奥运会, 日本卫浴正式开始初步发展, 并在 70 年代迅速走红, 进入高速增长期, 相较于中国提前 30 年以上; 1998 年后日本卫浴技术已较为成熟, 普通传统卫浴已经不再纳入国家的管理范畴。

图15：中国、日本卫浴行业发展史



资料来源：招股说明书，华经情报网，国信证券经济研究所整理

## 二. 他山之石：成熟市场行业集中度高，国际龙头收入远超国内龙头

卫浴产品兼具功能性与品牌属性，行业易于集中，能够孕育多家大型龙头企业。美国、日本卫浴市场成熟，拥有多家大型龙头企业，据欧睿统计，1) 美国卫浴市场 TOP2 的集中度过去十年最高达到 45%，2021 年下降至 36%，其中以科勒为首，占比在 21%以上；2) 日本市场 TOP3 接近 90%，以东陶 (TOTO)、骊住、松下为代表，其中 TOTO 自身占比在一半以上；3) 我国 TOP5 科勒、TOTO、箭牌、惠达、恒洁的市占率合计约 53%，且前两名是国际龙头科勒、东陶，占比 33%。参考成熟市场，卫浴行业较其他家居细分行业集中度较高，未来我国市场集中度仍有较大提升空间，且目前国产品牌的市占率低于国际龙头。

图16：美国卫生陶瓷行业零售市场规模



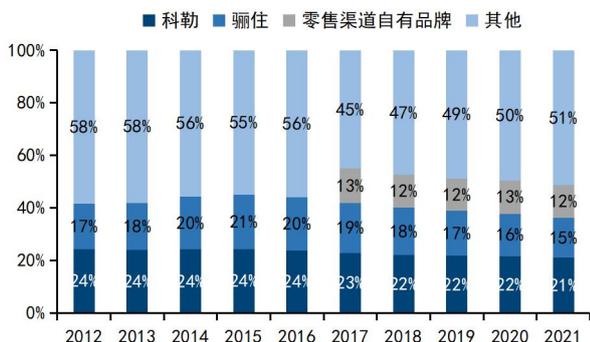
资料来源：公司招股书，euromonitor，国信证券经济研究所整理  
注：渠道仅包含零售市场，产品不包含花洒、五金龙头

图17：日本卫生陶瓷行业零售市场规模



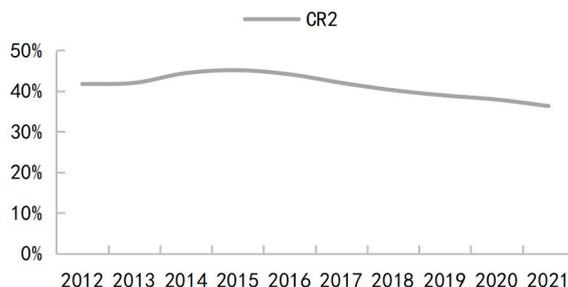
资料来源：公司招股书，euromonitor，国信证券经济研究所整理  
注：渠道仅包含零售市场，产品不包含花洒、五金龙头

图18: 美国卫生陶瓷行业零售市场市占率



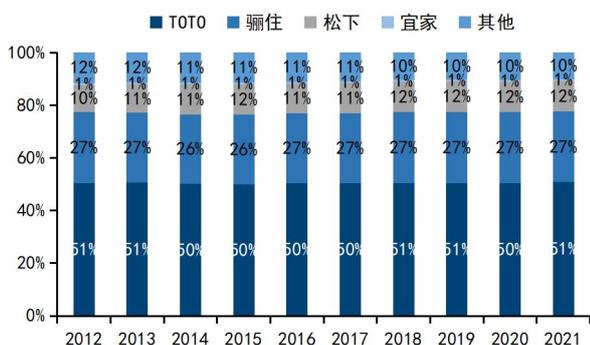
资料来源: 公司招股书, euromonitor, 国信证券经济研究所整理  
注: 渠道仅包含零售市场, 产品不包含花洒、五金龙头

图19: 美国卫生陶瓷行业零售市场集中度



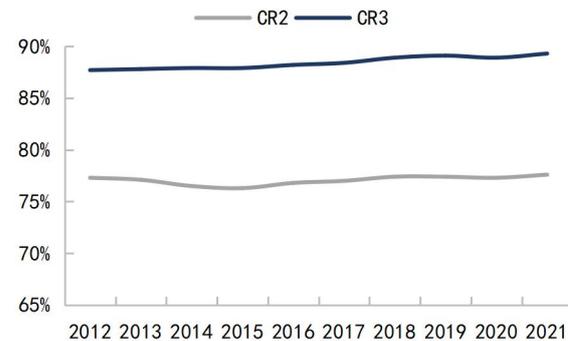
资料来源: 公司招股书, euromonitor, 国信证券经济研究所整理  
注: 渠道仅包含零售市场, 产品不包含花洒、五金龙头

图20: 日本卫生陶瓷行业零售市场市占率



资料来源: 公司招股书, euromonitor, 国信证券经济研究所整理  
注: 渠道仅包含零售市场, 产品不包含花洒、五金龙头

图21: 日本卫生陶瓷行业零售市场集中度



资料来源: 公司招股书, euromonitor, 国信证券经济研究所整理  
注: 渠道仅包含零售市场, 产品不包含花洒、五金龙头

**国际龙头收入远超国内龙头。**根据世界陶瓷卫浴 100 强统计排行榜, 日本、美国企业包揽榜单前五, 骊住、马斯科、富俊、科勒、东陶的最新年度营收分别为 764/534/488/446/358 亿人民币; 我国上榜企业中, 排名最靠前的箭牌位列第 9, 营收 84 亿元; 其余我国上榜企业营收均在 50 亿元以下, 与国际龙头差距较大。

**表3: 世界陶瓷卫浴 20 强**

企业名称	市值 (亿人民币)	营收 (亿人民币)	企业总部
骊住集团 (LIXIL)	325.5	763.8	日本
马斯科 (MASCO)	871.9	533.96	美国
富俊集团 (FORTUNE)	573.5	488.38	美国
科勒 (KOHLER)	未上市	446.3	美国
东陶 (TOTO)	406.3	357.58	日本
吉博力 (GEBERIT)	1,513.1	241.46	瑞士
乐家 (ROGA)	未上市	121.58	西班牙
德克斯科 (DEXCO)	209.8	93.5	巴西
箭牌 (ARROW)	207.4	83.73	中国
埃扎西巴斯 (EXZACIBASI)	未上市	77.16	土耳其
唯宝 (VILLEROY&BOCH)	77.1	68.23	德国
理想标准 (IDEAL STANDARD)	未上市	51.88	比利时
建霖家居 (RUNNER)	55.5	47	中国
成霖企业	12.8	44.9	中国台湾
海鸥住工 (SEAGULL)	29.3	41.26	中国
惠达卫浴 (HUIDA)	31.3	38.93	中国
松霖科技 (SOLEX)	66.7	29.77	中国
瑞尔特卫浴 (R&T)	40.6	18.68	中国
HSIL	23.2	15.87	印度
和成	13.7	12.24	中国台湾

资料来源: 世界陶瓷卫浴 100 强统计排行榜, wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

**箭牌处于成长期, 业绩增速与东陶比较高, 估值相比较低。**海外卫浴龙头上市公司东陶(TOTO), 成立于 1917 年, 发展已较为成熟, 近年来业绩增速放缓, 2018-2022 年复合增速 1.7%, 平均市盈率达 30.95; 2022-2024 年预期复合增速-1.6%。相较东陶, 我国卫浴市场和箭牌公司均处于成长期, 发展势头足, 业绩成长性高, 2018-2022 年复合增速 24.6%, 2022-2024 年预期复合增速 26.7%, 当前股价对应 2023 年和 2024 年 PE 分别为 26x 和 20x。

**表4: 东陶、箭牌业绩及估值对比**

	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	2023E	2024E		
<b>东陶</b>												<b>2018-2022</b>	<b>2022-2024</b>
净利润 (十亿日元)	44.12	24.81	35.72	33.84	36.8	32.38	23.58	27.2	40.13	38.63	38.82	1.7%	-1.6%
YOY	160%	-44%	44%	-5%	12%	-12%	-27%	15%	49%	-0.6%	0.5%		
净利率	8.2%	4.8%	6.4%	6.1%	6.4%	5.7%	4.0%	4.8%	6.3%	5.5%	5.4%	<b>2018-2022</b>	<b>2022-2024</b>
PE	29.87	14.32	25.04	21.48	29.34	22.58	19.65	51.03	32.14	21.07	20.97	30.95	24.73
<b>箭牌</b>												<b>2018-2022</b>	<b>2022-2024</b>
净利润 (亿人民币)					1.97	5.56	5.89	5.77	5.93	7.41	9.53	24.6%	26.7%
YOY						182.2%	5.8%	-1.9%	2.8%	25.0%	28.5%		
净利率					2.9%	8.4%	9.1%	6.9%	7.9%	8.3%	9.0%	<b>2022-2024</b>	<b>平均 PE</b>
PE									24.75	26.19	20.38		23.77

资料来源: wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

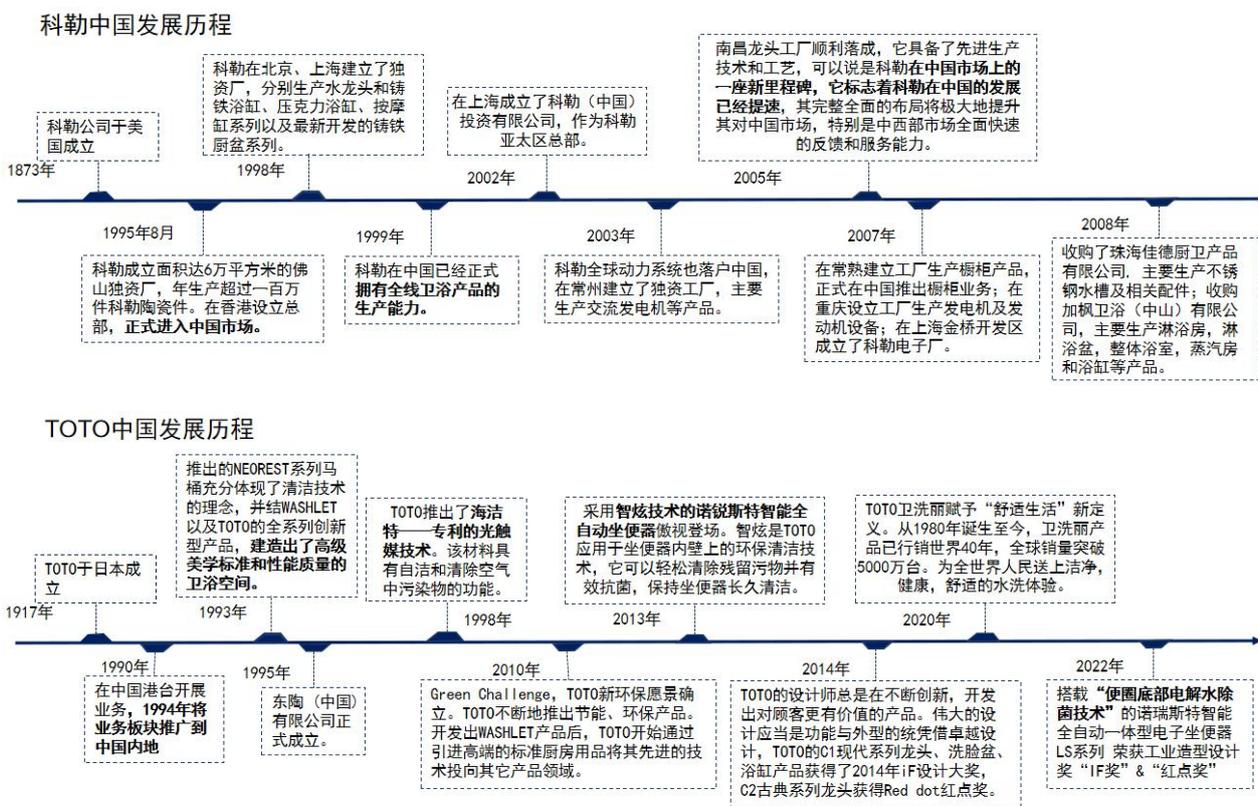
### 科勒、TOTO 等国际品牌进入市场较早, 产品技术与产业链已达成熟

科勒公司于 1873 年成立, 上世纪末进入中国市场, 在接下来的 3 年间建立了北京上海等地的独资厂, 生产水龙头等五金产品以及浴缸、按摩缸等卫浴产品; 1999 年已拥有全线卫浴产品的生产能力。2003 年继续投资独资厂生产发电机等产品。经过开设工厂、建立产线的几年, 2005 年科勒龙头工厂落成, 市场拓展进入高速

阶段；2007年科勒再次设立工厂生产橱柜等产品。至2008年，科勒又相继收购两家公司，用于生产不锈钢水槽和淋浴房、浴缸浴盆等厨卫产品，产品线类型进一步完善，自身生产产业链达到成熟。

TOTO公司于1917年成立，1994年将业务板块推广到中国内地，在此之前已拥有较成熟的卫浴产品产业链和生产技术。1993年通过清洁技术等产品建造出高性能美学的卫浴空间；1998年升级专利技术，产品的自洁等功能进一步增强；2013年推出智炫技术智能全自动坐便器，能够轻松去除污渍，保持卫浴环境清洁。2010-2020年间公司还提出了节能环保、舒适生活等产品理念；注重功能迭代的同时改善产品外形设计，并获得国际设计奖项。2022年产品技术进一步更新至“电解水除菌”。

图22：科勒、TOTO中国发展历程



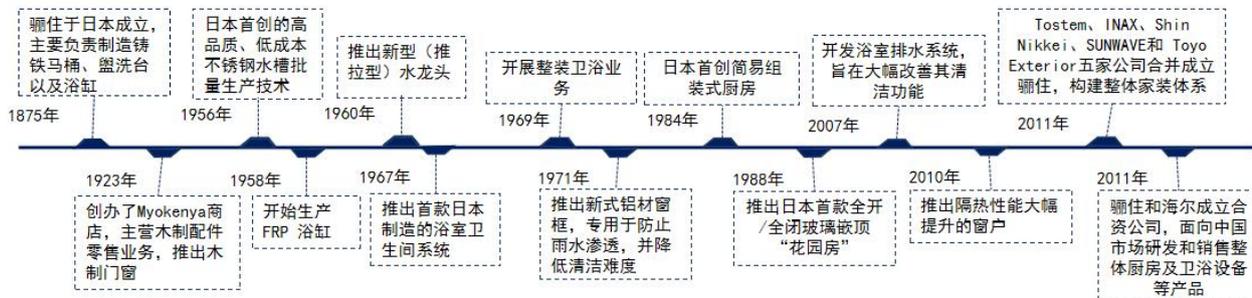
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 骊住主要发展日本本土市场，通过套系化销售和整装实现增长

日本骊住集团创立于1875年，成立之初主要负责制造铸铁马桶、盥洗台以及浴缸等卫浴产品。1923年拓宽产品线木制零售业务，推出木制门窗。1956年首创不锈钢水槽批量生产技术，印证了日本厨房中采用优质、低成本不锈钢水槽的趋势。1958年研发生产出FRP浴缸；1960年推出新型推拉水龙头；卫浴产品逐步迭代升级。1967年推出首款日本制造的浴室卫生间系统，1969年正式开展整装卫浴业务。随后骊住进一步拓宽产品线，1971年推出新式铝材窗框，专用于防止雨水渗透，并降低清洁难度；1984年推出简易组装式厨房；1988年推出日本首款全开/全闭玻璃嵌顶“花园房”；2010年推出隔热性能大幅升级的隔热窗户。2011年，Tostem、INAX、Shin Nikkei、SUNWAVE和Toyo Exterior五家公司合并，成立骊住株式会社。

社，构建整体家装体系。同年骊住与海尔合作成立合资公司，在中国市场推出整体厨房和整体卫浴业务。

图23：日本骊住发展史



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 三. 智能坐便器行业：市场规模稳定增长，国内目前渗透率较低

智能坐便器作为智能卫浴的主要产品，在2022年市场规模达到312亿元，同比增长5%。过去5年内均保持正增长，其中2022年在疫情压力、行业增速下滑的背景下市场规模逆势增长5%；销量增长8%。预计未来5年销量和市场规模将保持11%的复合增速，2027年市场规模有望达到500亿以上。

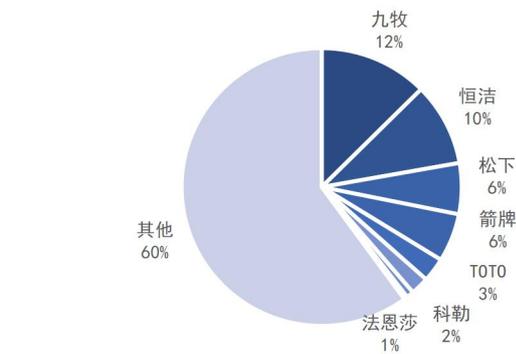
智能坐便器现有市场集中度较低。2021年市占率前五的企业分别为九牧（10%）、松下（9%）、恒洁（9%）、箭牌（7%）、东陶（5%），共计占有40%的市场，排名前5-10的企业各占有约3%的市场，市场集中度较低。

图24：智能坐便器行业市场销量及增速（万台）



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图25：2022年天猫平台智能坐便器市占率



资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

**线上渗透率持续增长。**2022年天猫平台智能坐便器/普通坐便器销量分别为117.5/69.9万套，受房地产市场低迷和疫情影响，低于2021年的销量137.1/94.2万套。渗透率在2017-2022年从31.5%快速增长至62.7%，销量增速显著高于普通坐便器；普通坐便器销量在2020年后出现持续下滑；智能坐便器除2022年发生小幅下降，其余年份均保持快速增长。

**精装房配套率持续提升。**2022年我国智能坐便器精装修配套套数达41.61万套房；受房地产市场低迷和疫情影响，普通坐便器、智能坐便器的配套数绝对值均有所下降；但智能坐便器渗透率仍呈保持增长：2017-2022年智能坐便器渗透率从2.4%

快速增长至 20%以上，表明智能坐便器在房地产精装修市场的发展向好，精装修消费者对于该类产品的认可度增加。同时，我国城镇新房的大规模建设集中于 1998 年房改之后，竣工面积的大幅增长集中在 2009-2019 年，预计 2019 年起进入存量房屋大规模更新期，随着居民可支配收入的不断增加，许多存量房的卫浴产品也会逐渐替换为智能卫浴，带动智能卫浴市场持续增长。

**全渠道销量稳定增长。**2017-2020 年，智能坐便器全渠道销量从 552 万台稳步增长至 821 万台，2016-2020 年复合增长率达 23.91%，销售市场持续扩大；预计 2021 年销量达到 910 万台。销量渗透率从 2017 年 16%提升至 2021 年 26%。

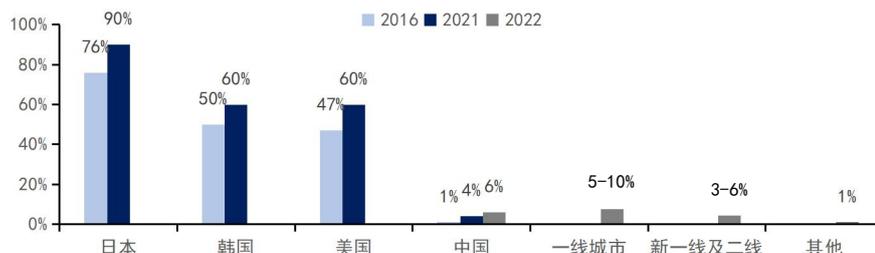
表5: 坐便器销量与智能坐便器渗透率

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
线上	智能坐便器销量 (万台)	48.2	57.8	84.8	116.0	137.1	117.5
	YOY		20.1%	46.5%	36.9%	18.2%	-14.3%
	普通坐便器销量 (万台)	104.7	87.2	133.5	99.6	94.2	69.9
	YOY		-16.7%	53.0%	-25.4%	-5.4%	-25.8%
	<b>渗透率</b>	<b>31.5%</b>	<b>39.9%</b>	<b>38.8%</b>	<b>53.8%</b>	<b>59.3%</b>	<b>62.7%</b>
精装房	智能坐便器配套套数 (万套)	3.83	13.2	33.2	53.57	72.96	41.61
	YOY		244.6%	151.5%	61.4%	36.2%	-43.0%
	普通坐便器配套套数 (万套)	158.48	252.97	325.49	323.2	263.01	132.86
	YOY		59.6%	28.7%	-0.7%	-18.6%	-49.5%
	<b>渗透率</b>	<b>2.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>9.3%</b>	<b>14.2%</b>	<b>21.7%</b>	<b>23.8%</b>
全渠道	智能坐便器销量 (万台)	552	674	754	821	910 (预测)	986 (预测)
	YOY		22.1%	11.9%	8.9%	10.8%	8.4%
	普通坐便器配套套数 (万套)	2,832	2,639	2,708	2,607	2,653	2,401
	YOY		-6.8%	2.6%	-3.7%	1.8%	-9.5%
	<b>渗透率</b>	<b>16%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>26%</b>	<b>29%</b>

资料来源：阿里第三方平台，奥维云网，艾媒数据中心，国信证券经济研究所整理

**相较于发达国家，国内智能坐便器目前渗透率较低。**根据现有家庭使用智能马桶的情况，按照保有量（存量）测算，《中国智能坐便器行业发展白皮书》（2021）及中国电器研究院调研显示 2016-2022 年我国智能坐便器的市场渗透率从 1%增加至 6%；其中一线城市渗透率较高，约为 5-10%；相比于 2021 年的日本（90%）、韩国（60%）、美国（60%）、美国（60%）等国家仍有较大提升空间，市场前景广阔。

图 26: 2016-2021 年部分国家智能坐便器市场渗透率



资料来源：《中国智能坐便器行业发展白皮书》，中国电器研究院，国信证券经济研究所整理

**九牧产能领先，箭牌、瑞尔特拟扩大智能坐便器产能。**根据九牧数智卫浴战略发布会数据公布，2021年潮州市智能坐便器产量已达到400万台，占全国总产量的30%以上，全国智能坐便器产量约在1000万台以上。目前九牧产能遥遥领先，其科牧智能马桶工厂年产能达350万套，年销量约150万套，其中自有品牌占70%，为其他品牌代工占30%。智能马桶制造公司瑞尔特拥有产能60万套，加上募投项目120万套产能，最大能达到180万套的产能。箭牌家居2021、2022年智能马桶销量均在80万套以上，其中约50%为自产，其他为代工，随募投项目陆续投产，预计自产比率将逐渐提升至100%。

表6: 国内主流坐便器品牌产能/销量

公司	九牧	瑞尔特	箭牌
产能/销量	年产能350万套;销量150万套,其中自有品牌占70%	年产能60万套,募投项目120万套产能	2022销量约84万套,约50%自产;募投项目投产后预计可支持未来销量增长,实现100%自产

资料来源:公司公告,公司新闻,国信证券经济研究所整理

### 国产优势1: 线上渠道快速发展, 本土品牌线上占有率高

**卫浴行业线上渠道快速发展, 增速高于行业整体。**2019-2021年, 天猫平台销售额分别为120/135/162亿元, 同比实现28%/12.5%/20%的双位数增长, 高于行业整体增速8%/2%/7%; 京东2021年销售额同比增长17%, 同样显著高于同期行业增速(7%)。随线上销售额快速增长, 线上渠道销售额占比逐步扩大。

**2020-2021年线上主流平台销售额占比增加。**2021年天猫和京东平台的销售额占行业总销售额10.9%。2021年箭牌家居线上销售额占比18%, 相较于2020年的16%占比进一步扩大; 瑞尔特线上渠道开发较少, 2021年线上收入仅占总营收1%。

图27: 天猫平台卫浴行业销售额及增速



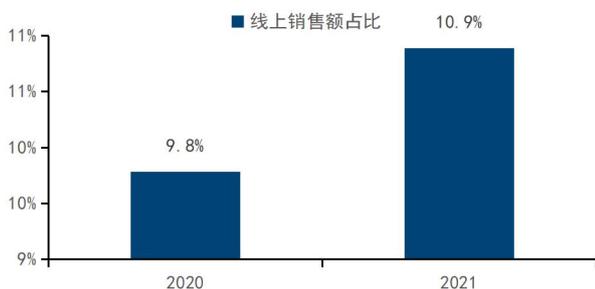
资料来源: 阿里第三方平台, 国信证券经济研究所整理

图28: 京东平台卫浴行业销售额及增速



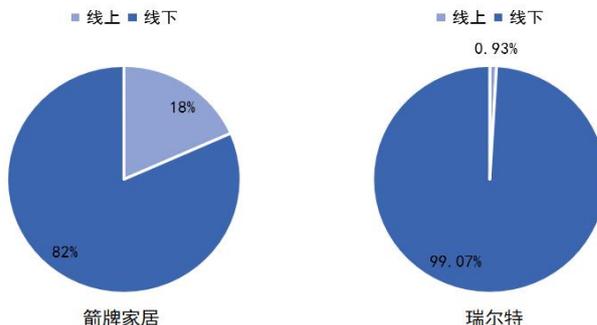
资料来源: 京东第三方平台, 国信证券经济研究所整理

图29: 卫浴行业京东+天猫平台销售额占比



资料来源: 阿里第三方平台, 京东第三方平台, 国信证券经济研究所整理

图30: 2021年卫浴行业主要公司销售额结构

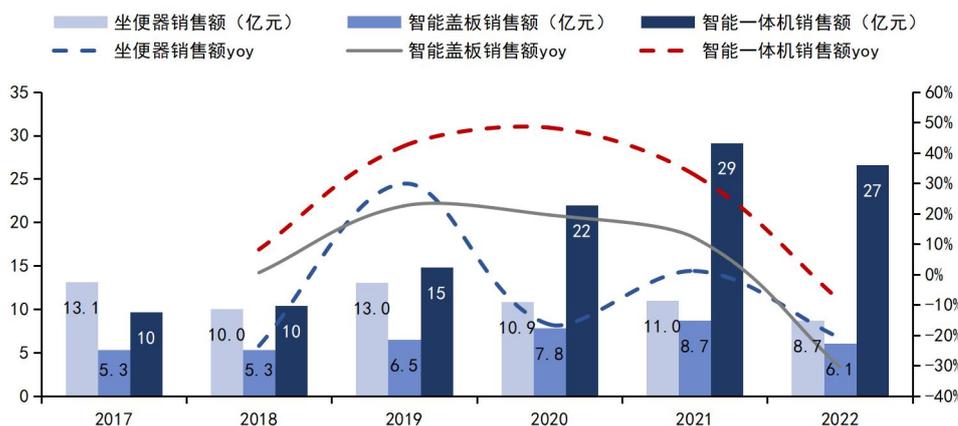


资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

**智能坐便器行业: 以智能一体机为主的线上销售额快速增长。**根据天猫平台的线上销售数据, 2022年, 智能一体机、智能盖板销售额分别为27亿元和6亿元。2018-2021年, 智能一体机的销售额同比增速为8%/42%/48%/33%, 始终高于智能盖板的增速1%/23%/20%/12%, 相对分体机盖板, 智能坐便器一体机具有一体化、契合度高、更美观的优势, 对于重视卫生间的用户尤其是新房装修而言是更好的选择方案, 越来越多的消费者在购买智能产品时直接选择一体机。

2022年普通坐便器天猫平台销售额仅8.7亿元。2018-2022年, 普通坐便器的销售额增速始终低于智能坐便器。其中在疫情较严重的2020和2022年, 普通坐便器分别出现16.5%/21%的双位数下滑; 而智能坐便器在2020年逆势增长48%, 2022年虽也出现单位数下滑(8.7%)。

图31: 天猫平台智能一体机、智能盖板与普通坐便器销售数据



资料来源: 阿里第三方平台, 国信证券经济研究所整理

**卫浴行业箭牌、九牧等本土品牌线上市占率较高且逐年增加。**2019-2022年天猫京东平台卫浴全品类销售额复合增速为11.1%。品牌前五名中, 国产品牌箭牌、九牧、恒洁的市占率从17.9%提升至21.8%, 海外品牌科勒、TOTO市占率从4.6%下滑至4.0%。具体来看, 2022年, 天猫平台卫浴行业市占率前五的公司分别为九牧(7%)、箭牌(6%)、恒洁(5%)、潜水艇(4%)、奥普(2%), 均为本土品牌, 在2017-2022年间该五家公司始终位于天猫市占率前列; 科勒(2%)、TOTO

(1%) 位列第六第七。2022 年，京东平台卫浴行业市占率前五的公司分别为箭牌 (14%)、九牧 (12%)、雷士 (5%)、欧普照明 (4%)、潜水艇 (4%)，均为本土品牌；箭牌家居在 2020-2022 年均位列行业京东市占率第一，市场占比在 13%-15% 的区间内浮动；科勒 (4%) 位列第六，TOTO (1%) 排名相对较低。

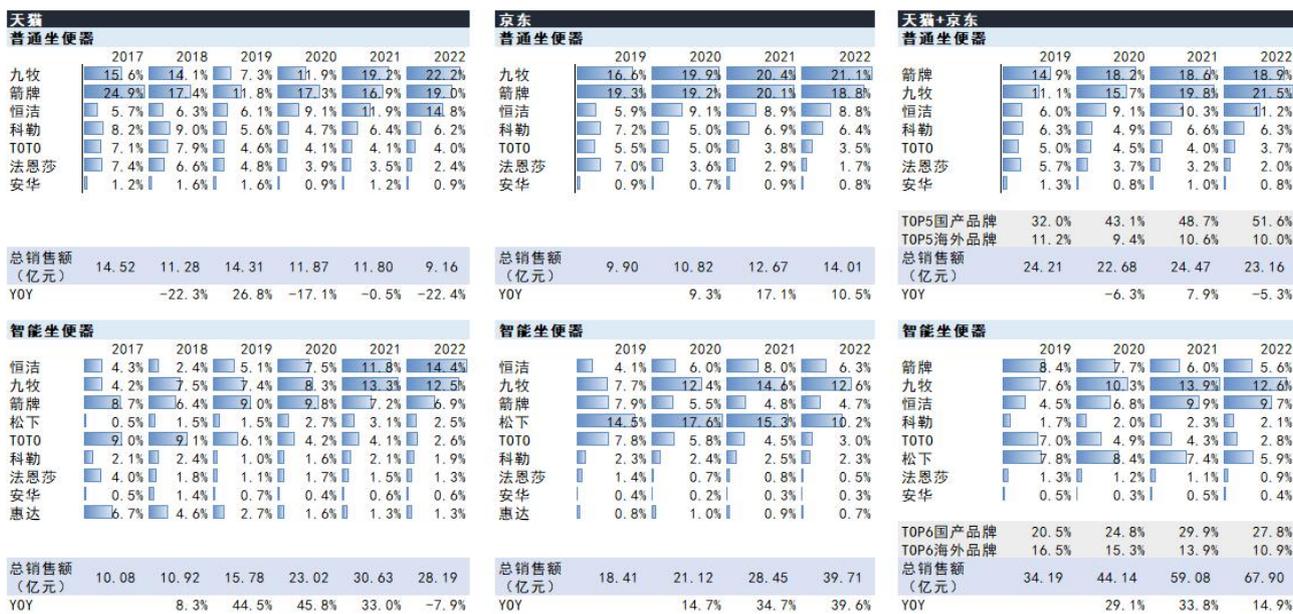
图 32: 线上平台卫浴行业品牌市占率

天猫卫浴							京东卫浴					天猫+京东卫浴				
	2017	2018	2019	2020	2021	2022		2019	2020	2021	2022		2019	2020	2021	2022
九牧	10.7%	8.0%	5.8%	5.7%	7.8%	7.4%	箭牌	13.1%	14.8%	15.1%	13.8%	箭牌	8.8%	9.8%	9.1%	8.2%
箭牌	7.9%	8.0%	7.4%	7.9%	6.8%	6.4%	九牧	10.8%	11.0%	11.3%	11.9%	九牧	7.1%	7.2%	8.8%	8.2%
恒洁	1.9%	1.6%	2.0%	2.9%	4.2%	5.0%	雷士	4.0%	4.4%	4.0%	4.5%	恒洁	2.0%	2.9%	3.9%	4.3%
潜水艇	3.9%	4.6%	4.7%	3.9%	3.6%	3.8%	欧普照明	7.4%	8.1%	6.9%	3.9%	科勒	2.5%	2.2%	2.6%	2.6%
奥普	3.9%	3.0%	2.5%	2.1%	2.6%	2.4%	潜水艇	2.0%	2.7%	3.8%	3.9%	TOTO	2.1%	1.8%	1.7%	1.4%
科勒	3.5%	3.1%	1.9%	1.8%	2.2%	2.2%	科勒	4.2%	3.2%	3.7%	3.6%	法恩莎	1.8%	1.2%	0.9%	0.6%
TOTO	3.0%	3.0%	2.1%	1.9%	1.8%	1.3%	恒洁	2.3%	3.1%	3.2%	2.8%	安华	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
法恩莎	2.1%	1.5%	1.3%	1.0%	0.8%	0.5%	TOTO	2.2%	1.8%	1.6%	1.4%	TOP5 国产品牌	17.9%	20.0%	21.8%	21.8%
安华	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	法恩莎	3.4%	1.6%	1.3%	0.7%	TOP5 海外品牌	4.6%	4.0%	4.4%	4.0%
总销售额 (亿元)	92.06	93.41	119.70	134.72	161.80	150.23	安华	0.8%	0.3%	0.3%	0.2%	总销售额 (亿元)	157.66	186.85	222.79	216.50
YOY		1.5%	28.2%	12.5%	20.1%	-7.2%	总销售额 (亿元)	37.96	52.13	60.99	66.26	YOY	18.5%	19.2%	-2.8%	
							YOY	37.3%	17.0%	8.7%						

资料来源：阿里第三方平台，京东第三方平台，国信证券经济研究所整理

**普通坐便器行业线上集中度高，提升速度快，国内龙头品牌占据半壁江山。**2019-2022 年天猫京东平台普通坐便器销售额负增长，复合增速为-1.5%。品牌前五名中，国产品牌箭牌、九牧、恒洁的市占率从 32.0% 快速提升至 51.6%，海外品牌科勒、TOTO 市占率从 11.2% 下滑至 10.0%。具体来看，2022 年前三名的九牧、箭牌、恒洁，天猫市占率分别为 22%/19%/15%，京东市占率分别为 21%/19%/9%；科勒、TOTO 排名第四第五，天猫和京东市占率均为 6%/4%。**智能坐便器行业品牌市占率变化较大，国产集中度提升，海外品牌市占率下滑明显。**2019-2022 年天猫京东平台智能坐便器销售额快速增长，复合增速为 25.7%。品牌前六名中，国产品牌箭牌、九牧、恒洁的市占率从 20.5% 提升至 27.8%，海外品牌科勒、TOTO、松下市占率从 16.5% 下滑至 10.9%。具体来看，2017 年天猫平台智能坐便器市占率前两名分别是箭牌 (9%) 和 TOTO (9%)；近 5 年 TOTO 市占率大幅下滑，2022 年仅为 3%；2022 年天猫排名前三的分别是恒洁 (14%)、九牧 (13%)、箭牌 (7%)。2019 年京东平台智能坐便器市占率前四名分别是松下 (15%)、箭牌 (8%)、TOTO (8%)、九牧 (8%)；2022 年九牧、恒洁份额持续提升至 13% 和 6%；松下、箭牌、TOTO 份额下滑至 10%、4% 和 3%。

图33：线上平台坐便器行业品牌市占率



资料来源：阿里第三方平台，京东第三方平台，国信证券经济研究所整理

## 国产优势 2：国货产品技术追赶，性价比优势强

国货产品技术追赶，抗菌抗污相关技术系国货卫浴企业研发重点。国货卫浴产品升级方面注重抗菌抗污相关技术，如箭牌家居的新型抗菌自洁釉技术、惠达卫浴的防吸污瞬洁 2.0 技术、恒洁卫浴的微晶抗污釉面技术、TOTO 的电解水除菌技术、科勒的无水冲洗技术等。

表7：卫浴行业主要企业核心技术

品牌	核心技术
箭牌家居	高压注浆成型技术、高压注浆成型工艺下的自动化生产线开发技术、适用高压成型的坐便器新型结构开发技术、宽体隧道窑节能烧成技术、卫生陶瓷泥浆釉浆配制技术、新型抗菌自洁釉技术、智能坐便器 V 型开发平台技术、智能坐便器变频宽幅清洗技术、智能坐便器低压冲水技术、旋冲虹吸式坐便器新型结构开发技术、G3 超顺滑防堵管道技术、双重感应技术应用、电磁阀防堵塞技术
惠达卫浴	双重水过滤技术、智能变频恒温控制系统、燃气恒温花洒、太阳能恒温花洒、高硬度纳米自洁釉技术、自动除雾镜、精陶质卫生陶瓷制造技术、空气能技术、防吸污瞬洁 2.0 技术、拉丝表面处理技术
恒洁卫浴	专利手触翻盖技术、感应翻盖技术、专利导流导压设计、微晶抗污釉面技术、环保银镜处理技术、精密恒温技术、畅霖-水旋动专利技术、乐氧-水氧混合技术、AUTO-CLEAN 自洁技术、AIR-MIX 空气注入技术、ECO 节水技术
TOTO	光触媒清洁技术、电解水除菌技术、空气焕新电解水技术、喷雾防污技术、空气注入式水珠洗净技术、纳米抗污釉面技术、双重高效冲洗系统、魔力按摩浴缸技术、动能水珠淋浴技术
科勒	DTV 技术和水魔方龙头、无水冲洗（排污管系统设计独特，隔离液可生物降解，异味和细菌无法生存）、G3 清舒宝智能座便盖集多项功能为一体（温水洗净、按摩、暖圈、夜光等）、PSD 超锐测距（采用对位置敏感的新型红外感应技术）

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

国际品牌溢价高，国货产品性价比优势明显。根据天猫平台数据，横向来看，国内品牌的价格带和均价均显著低于国际品牌科勒和 TOTO：1) 科勒和 TOTO 在 5000 元以上价格带占据主要份额。TOTO 的主力价格带在 5000~10000，科勒的主力价格带在 6000 元以上，二者在 5500 元以上产品中占据主要份额；2) 国货品牌普遍价

格定位中低端，4000 左右系主力价格带。国产品牌价格带以 3000~5000 元为主，其中箭牌在该价格端内市占率较为均衡；子品牌法恩莎与箭牌定位类似，安华价格带较低。恒洁、九牧在中低端价格带市占率均较高。

图 34：天猫平台卫浴品牌价格带分布

各品牌不同价格带销量占比										
	箭牌	安华	法恩莎	恒洁	九牧	瑞尔特	科勒	TOTO	松下	
0~1499	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
1500~2499	0%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	0%	0%	0%
2500~2999	0%	39%	0%	0%	24%	0%	0%	0%	0%	0%
3000~3499	0%	56%	0%	9%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3500~3999	17%	6%	53%	21%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4000~4499	46%	0%	23%	38%	33%	99%	0%	0%	10%	0%
4500~4999	30%	0%	8%	0%	44%	0%	0%	0%	12%	0%
5000~5499	0%	0%	15%	26%	0%	0%	0%	20%	33%	0%
5500~5999	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	34%	45%	0%
6000~9999	6%	0%	0%	0%	0%	0%	73%	46%	0%	0%
>10000	0%	0%	0%	0%	0%	0%	27%	0%	0%	0%

不同价格带各品牌销量占比										
	箭牌	安华	法恩莎	恒洁	九牧	瑞尔特	科勒	TOTO	松下	
1500~2499	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2500~2999	0%	12%	0%	0%	88%	0%	0%	0%	0%	0%
3000~3499	0%	36%	0%	64%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3500~3999	31%	1%	22%	46%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4000~4499	30%	0%	4%	31%	29%	5%	0%	0%	1%	0%
4500~4999	32%	0%	2%	0%	64%	0%	0%	0%	2%	0%
5000~5499	0%	0%	7%	64%	0%	0%	0%	17%	11%	0%
5500~5999	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	65%	35%	0%
6000~9999	19%	0%	0%	0%	0%	0%	21%	60%	0%	0%
>10000	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%
产品价格定位	中端	低端	中端	中低端	中低端	中端	高端	高端	中高端	

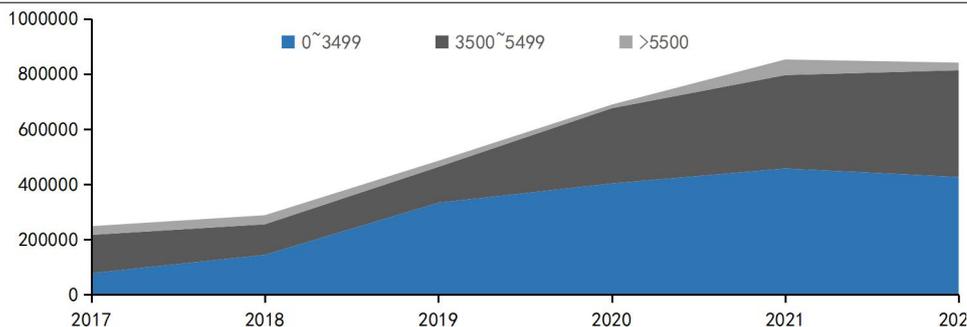
资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

智能马桶主力价格带下移。纵向来看，近年来国产产品主力价格带，5500 元以下产品占比逐渐提升；尤其 3500 元以下产品 2018-2019 年占比提升明显，销售量快速增长，CAGR5 为 40.5%；2020 年后，3500-5500 元产品成为主要成长性产品，CAGR5 为 22.8%。国际品牌主力价格带，5500 元以上产品占比下滑明显，从 2017 年的 12.7% 下滑至 2022 年的 3.3%，CAGR5 为-2.7%。

由于国际品牌技术成熟、迭代迟缓，随国货产品力追赶，性价比优势逐步凸显。

图 35：2017-2022 年线上平台智能坐便器价格带分布变化（销量占比/销量增速）

占比		2018	2019	2020	2021	2022	合计占比
低端	0~3499	50.1%	68.7%	58.5%	53.6%	50.7%	55.9%
中端	3500~5499	38.4%	26.8%	39.6%	39.7%	46.0%	39.3%
高端	>5500	11.4%	4.6%	1.9%	6.6%	3.3%	4.8%
增速		2018	2019	2020	2021	2022	CAGR5
低端	0~3499	85.4%	130.8%	21.0%	13.5%	-6.7%	40.5%
中端	3500~5499	-20.2%	17.3%	110.1%	24.1%	14.3%	22.8%
高端	>5500	4.1%	-32.5%	-40.8%	331.0%	-51.3%	-2.7%
合计		16.0%	68.5%	42.0%	23.7%	-1.3%	27.6%



资料来源：阿里第三方平台，国信证券经济研究所整理

注：下图为各价格带产品销售量，单位为（件）

**同等功能配置下，国货产品性价比高。**在天猫旗舰店几款热门智能马桶产品中，箭牌卫浴的智能马桶标价 5598 元，低于其他品牌的热销马桶价格。箭牌和松下的智能马桶产品主要采用超漩式冲水，相比虹吸式噪音小、冲力强且更省水。本土品牌中，九牧产品标价 7699，恒洁标价 7450 元；除冲水方式外，两个本土品牌产品的功能与箭牌产品相比仅有座圈加热档数调节的不同，但价格相差约 2000 元。科勒的智能马桶标价 15000 元，显著高于箭牌、九牧、恒洁等本土品牌，但产品主要亮点在于外型艺术设计，其主要功能与箭牌马桶差异较小；松下智能马桶售价 4380 元，相比于箭牌产品缺少水箱；水箱缺失可能导致产品功能效果受到老式住宅、高层、用水高峰的限制，房屋普适性降低。因此，综合产品价格与功能多样性，箭牌家居的智能马桶拥有更高的性价比。

表8: 天猫平台主流品牌智能马桶主销款对比

品牌	箭牌	九牧	恒洁	科勒	松下
型号	AKE1138	S760	QS2	8340	CH2667
标价	5598	7699	7450	15000	4380
活动价	2966	4299	5200	10000	3580
产品图					
座圈加热	√	√	√	√	√
座温等级	3 档	5 档	6 档	3 档	3 档
自动翻盖				√	√
自带水箱	√	√	√	√	
水温调节	√	√	√	√	√
冲水方式	超漩式	虹吸式	虹吸式	虹吸式	超漩式
暖风烘干	√	√	√	√	√
储水冲水	√	√	√	√	√
喷头自洁	√	√	√	√	√
水路设计	双水路	双水路	双水路	双水路	双水路
臀洗妇洗	√	√	√	√	√
自动除臭	√	√	√	√	√
夜灯照明	√	√	√	√	
水压调节	√	√	√	√	√
语音操控	√	√	√	√	√
防水防电	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4
无线遥控	√	√	√	√	√

资料来源：天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

箭牌天猫旗舰店智能马桶产品价格带宽。其中入门级产品标价约 3000 元，拥有座温等级、离座冲水等基本智能功能。中端产品标价约 6398 元，相比入门款增加了自洁、抑菌等卫生除菌功能以及烘干、按摩冲洗等提高舒适度的冲洗功能，可以脚感翻盖。高端产品价格 10000 元以上，系线下门店同款，在抑菌方面升级了泡沫盾和陶瓷材质；同时增加停电时充电宝供电和外界天猫精灵等附加功能。

表9：箭牌家居不同价格带智能坐便器对比

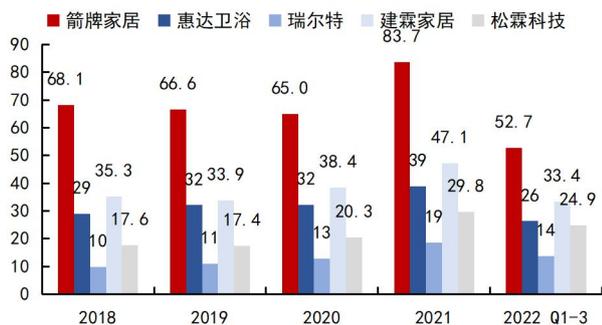
产品类型	入门级产品	中端产品	高端产品（门店同款）
型号	AKE1131	AKE1133	AKB1322
标价	3398	6398	11998
活动价	1800	3390	6350
产品图			
座圈加热	√	√	√
座温等级	3 档	3 档	3 档
自动翻盖		脚感翻盖	
离座冲水	√	√	√
夜灯照明	√	√	√
水压调节	√	√	√
防水防电	IPX4	IPX4	IPX4
冲水方式	虹吸式	漩涡虹吸式	虹吸式
喷头自洁		√	√
紫外线抑菌		√	√
暖风烘干		√	√
按摩冲洗		√	√
自带水箱			√
泡沫盾抑菌			√
充电宝供电			√
抗菌蓝光釉			√
天猫精灵			√

资料来源：天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

### 国产龙头优势：箭牌家居产销量规模领先，盈利能力较强

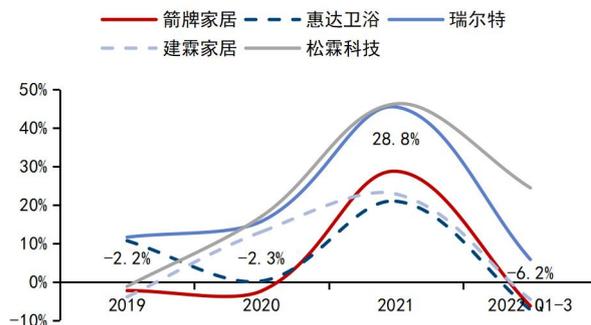
箭牌家居营收规模领先其他本土卫浴上市公司。本土卫浴上市公司中，箭牌家居和惠达卫浴为自主研发品牌，其余均为代工品牌。2021 年箭牌家居总营收 83.7 亿元，显著高于行业内其他本土上市公司惠达卫浴（39 亿）、瑞尔特（19 亿）、建霖家居（47.1 亿）和松霖科技（29.8 亿）。在 2018-2022 年 Q3，箭牌家居始终保持总营收首位；2019-2020 年箭牌家居由于疫情等因素，营收出现负增长，低于其他同业竞争者；在 2021 年箭牌家居实现 28.8% 的营收增长，增速处于同业竞争者的中间位置，低于基数较小的瑞尔特（45.5%）和松霖科技（46.3%）。

图36: 卫浴行业主要公司总营收 (单位: 亿元)



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

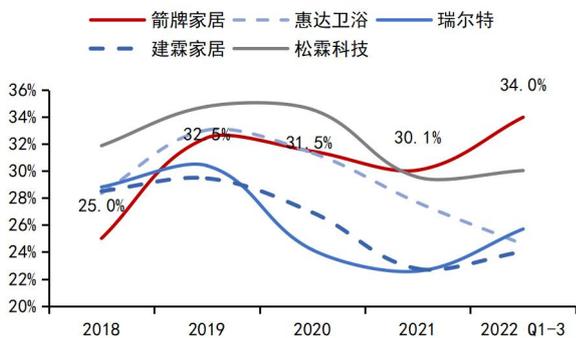
图37: 卫浴行业主要公司总营收同比增长率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

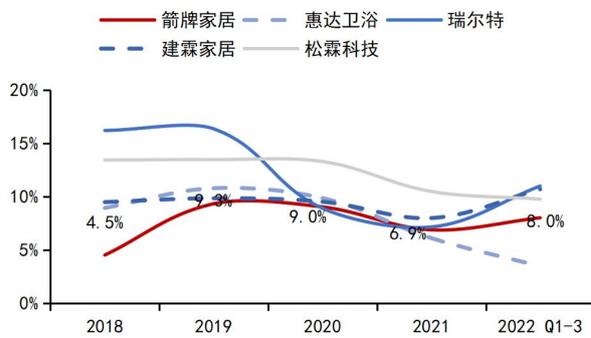
**箭牌家居作为自主品牌毛利率领先。**2021年箭牌家居毛利率为30%，位列同业竞争者第一；2022年Q1-3箭牌毛利为34%，与第二名差距进一步增大；而2018年箭牌毛利率仅25%，位于竞争者最后一名；2018-2021年箭牌毛利率净增加5%，毛利结构显著改善。2021年箭牌净利率为6.9%，除松霖科技外，其他公司均处于7%-8%的净利率空间；2022年Q1-3箭牌净利率升至8%，虽仍低于大多数同业竞争者，但相比于2018年的4.5%已有显著增长改善。

图38: 卫浴行业主要公司毛利率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

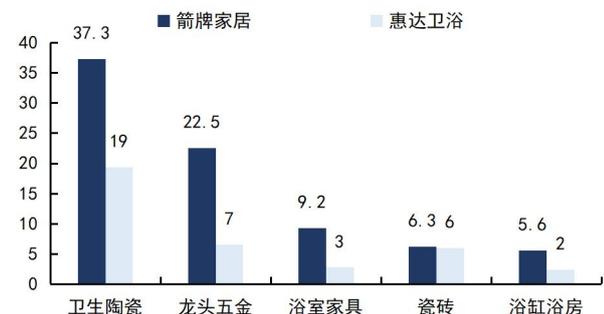
图39: 卫浴行业主要公司净利率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

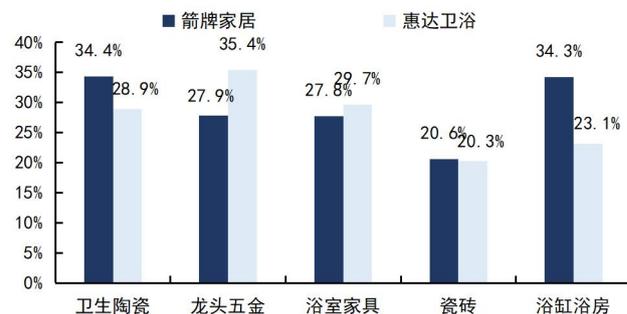
**公司在卫生陶瓷、龙头五金等产品营收显著高于同业竞争者，浴缸浴房实现同业高毛利率。**2021年公司在卫生陶瓷类/龙头五金类产品收入37.3/22.5亿元，其数值显著高于可比公司惠达卫浴的19亿/7亿；浴室家居虽然体量较小，公司在该类产品的销售额达到惠达卫浴3倍+。两家公司在浴室家具与瓷砖类产品的毛利率方面差距较小；箭牌家具在卫生陶瓷(34.4%)和浴缸浴房(34.3%)的毛利率高于惠达卫浴(28.9%/23.1%)；惠达则在龙头五金类产品具有毛利优势(35.4%)。

图40：2021年卫浴行业主要公司分产品营收（亿元）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

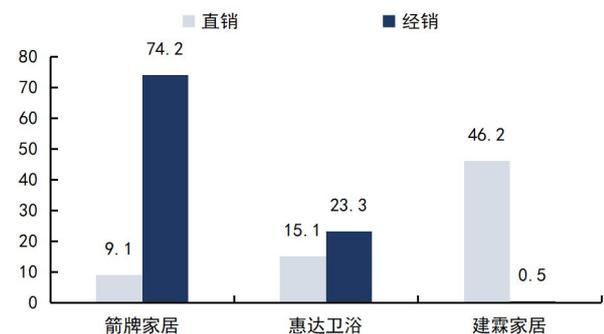
图41：2021年卫浴行业主要公司分产品毛利率



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

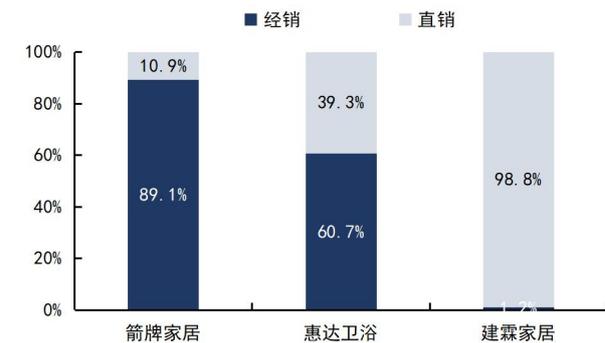
**自营品牌企业以经销渠道为主。**主营自有品牌的箭牌家居和惠达卫浴，2021年箭牌在直销/经销渠道营收分别为9.1/74.2亿元，其中经销收入占比89.1%，是主要营收来源；惠达卫浴在直销/经销渠道分别营收15.1/23.3亿元，其中经销收入60.7%，直销渠道收入占比较小。建霖家居为卫浴代工企业，直销/经销收入46.2/0.5亿元，其中直销占比98.8%，是主要营收来源。

图42：2021卫浴行业主要公司分渠道营收（亿元）



资料来源：招股说明书，公司年报，国信证券经济研究所整理

图43：2021卫浴行业主要公司分渠道营收结构

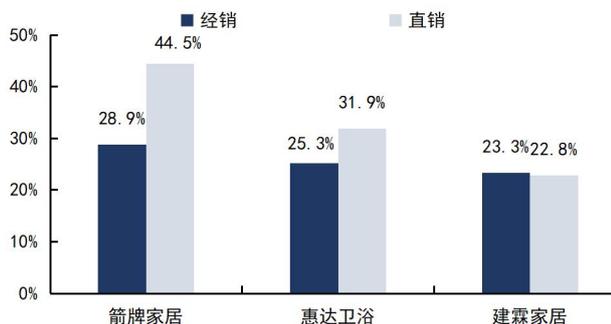


资料来源：招股说明书，公司年报，国信证券经济研究所整理

**箭牌同类渠道毛利率高于同业竞争者。**箭牌直销毛利率显著高于经销渠道的毛利率，经销/直销毛利率分别为28.9%/44.5%，高于同业竞争者惠达卫浴（25.3%/31.9%），建霖家居（23.3%/22.8%），拥有更优的渠道利润结构。

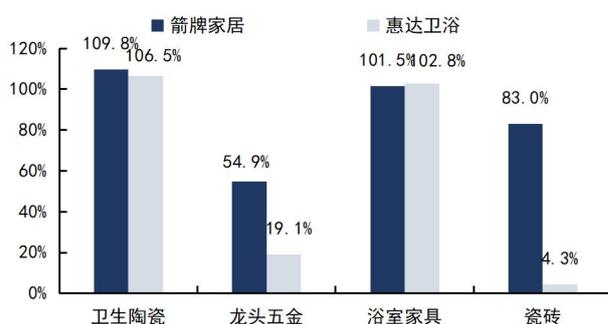
**卫浴公司卫生陶瓷及浴室家具产销比高，龙头五金产销比低。**箭牌家居与惠达卫浴在卫生陶瓷与浴室家具类产品的产销比均达到100%+；而龙头五金产销比箭牌家居为54.9%，销量仅为产量一半；惠达卫浴为19.1%，销量仅达到产量1/5。箭牌在瓷砖类产品的产销比达到83%，而惠达卫浴仅有4.3%。

图44: 2021 卫浴行业主要公司分渠道毛利率



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

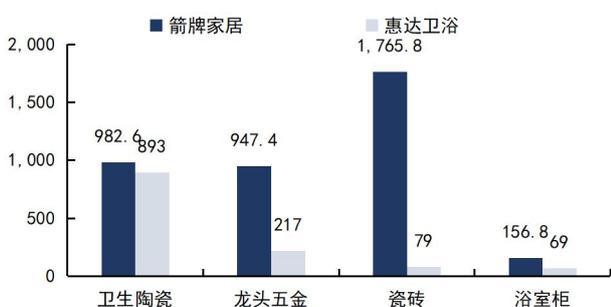
图45: 2021 卫浴行业主要公司产销比



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

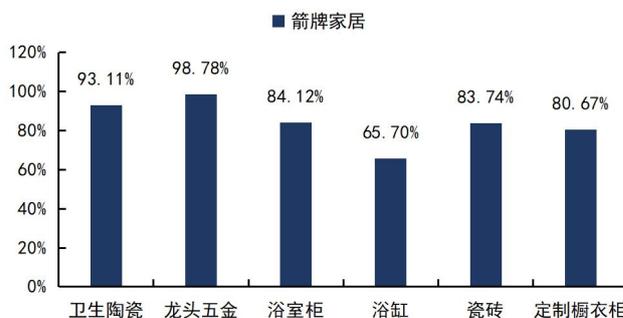
**箭牌家居产量及产能利用率较高。**箭牌与惠达的卫生陶瓷产量差异较小; 箭牌在五金洁具、陶瓷砖等产品的产量远高于同业竞争者, 拥有更强的生产能力。尽管受到疫情影响, 2021 年箭牌家居各品类的产能利用率均达到 50%+, 其中卫生陶瓷、龙头五金的产能利用率达 90%+。近年来箭牌持续扩大优势产品产能, 新建龙甫基地和北围总部基地两个生产基地, 并逐步推进现有生产基地的产能及配套设施建设。同业竞争者惠达卫浴为了进一步完善公司产品体系, 补齐瓷砖高端制造板块的短板, 于 2021 年收购广西新高盛, 进一步完善自身生产体系。箭牌未来将继续扩大智能坐便器、智能盖板等智能产品的产能, 优化公司产品结构, 把握智能家居快速发展的市场机遇; 扩大龙头五金、陶瓷洁具等产品的产能, 借助工程配套、新零售、渠道下沉等方式进一步扩大公司业务规模。

图46: 2021 卫浴行业主要公司产品产量 (单位: 万件/平米)



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图47: 2021 年箭牌家居产能利用率



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

### 存量房装修需求占比逐渐提升, 卫浴系老房翻新重点空间

**老房翻新为卫浴市场的主要需求来源。**根据家装市场住宅供给结构, 2020 年存量房改造套数为 892 万套, 占比 39%; 未来随新房销售量逐渐减少, 预计存量房装修需求占比将不断提升。

由于卫浴空间长时间与潮湿空气接触, 各个角落可能被水渗入、难清洁, 陶瓷卫浴易留水渍, 金属用品易生锈, 因此卫浴空间产品使用周期往往短于其他空间, 自住老房翻新周期与他空间比较短; 同时二手房消费者基于卫生角度考虑, 洁具替换需求高。

2022 年卫浴市场需求房屋数量为 1728 万套，2023 年预计回升至 1785 万套。拆分需求结构来看，2022 年毛坯房和精装修商品房需求数量显著减少，而自住老房数量持续增加，预计在 2023 年达到 880 万套，同时 2021-2022 年，自住老房的需求占比始终最大，是卫浴市场的主要客户构成；卫浴市场老房翻新和二手房装修需求与整体装修市场相比占比较高，未来预计占比将进一步提升。

图48：我国家装市场住宅供给结构（万套）



资料来源：政府官网，国家统计局，奥维云网，亿欧智库，国信证券经济研究所整理

图49：卫浴市场需求结构及预测（单位：万套）



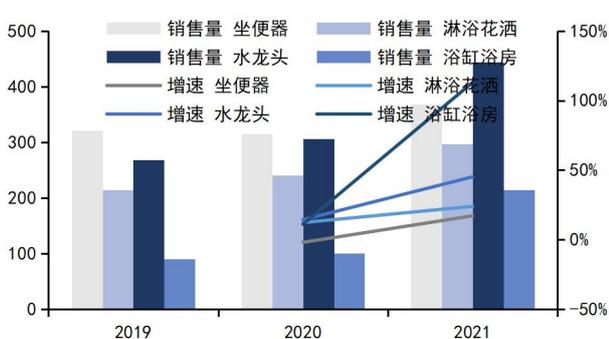
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

## 公司拆分分析：成长性品类及渠道带动收入利润同步增长

**品类拆分：2021 年销售量价增长，2022 年量减价增，智能产品占比提升拉动毛利率及单价**

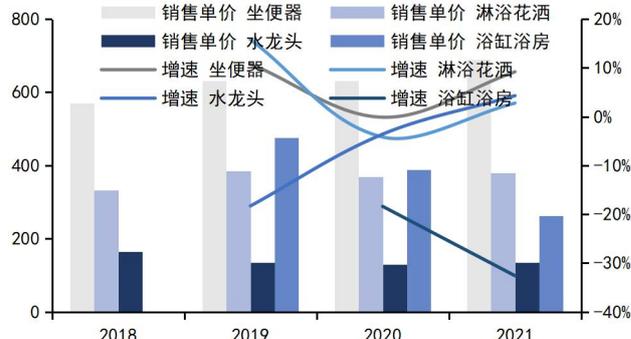
2019-2021 年卫浴产品销量、配套率持续增长。公司产品以洁具为主，坐便器收入占比 30%；淋浴花洒、浴室柜、龙头收入占比次之，分别占总收入的 13%/11%/7%。成长性方面，公司优势洁具品类增速稳健，近年来淋浴花洒、浴室柜、龙头、淋浴房等卫浴配套品收入快速增长，一方面基于销售量快速提升，在洁具销售量持续增长的基础上，其他卫浴产品配套率均有提升，截至 2021 财年，淋浴花洒、水龙头、浴室柜的配套率分别为 55%/81%/31%，较 2019 年分别提升 7%/22%/5%。

图50：主要产品销售量及增速（万件、万套、万平方米/%）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图51：主要产品单价及增速（元/%）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

**表 10: 箭牌家居营收拆分 (按品类)**

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>营业总收入(百万元)</b>	<b>6810.48</b>	<b>6657.95</b>	<b>6502.38</b>	<b>8373.48</b>	<b>7,513.46</b>
卫生陶瓷	3128.99	3098.52	2997.59	3734.29	3,509.89
其中:					
坐便器	2063.12	2029.19	1985.23	2536.41	
龙头五金	1291.32	1538.17	1636	2250.76	
其中:					
淋浴花洒	473.16	823.09	884.69	1125.92	
水龙头	497.1	360.78	397.37	601.09	
浴室家具	932.11	860.61	719.95	923.94	807.80
瓷砖	682.55	528.98	557.5	624.8	512.43
浴缸浴房	469.23	430.19	389.53	559.12	412.60
其中:					
浴房屏风	266.76	259.95	243.69	376.71	
浴缸	183.03	151.86	128.13	147.3	
定制橱柜	199.5	119.38	129.4	183.87	104.98
<b>占比:</b>					
卫生陶瓷	46%	47%	46%	45%	47%
其中:					
坐便器	30%	30%	31%	30%	
龙头五金	19%	23%	25%	27%	28%
其中:					
淋浴花洒	7%	12%	14%	13%	
水龙头	7%	5%	6%	7%	
浴室家具	14%	13%	11%	11%	11%
瓷砖	10%	8%	9%	7%	7%
浴缸浴房	7%	6%	6%	7%	5%
其中:					
浴房屏风	4%	4%	4%	4%	
浴缸	3%	2%	2%	2%	
定制橱柜	3%	2%	2%	2%	1%
<b>增速:</b>		<b>-2.2%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>28.8%</b>	<b>-10.3%</b>
卫生陶瓷		-1.0%	-3.3%	24.6%	-6%
其中:					
坐便器		-1.6%	-2.2%	27.8%	
龙头五金		19.1%	6.4%	37.6%	-8%
其中:					
淋浴花洒		74.0%	7.5%	27.3%	
水龙头		-27.4%	10.1%	51.3%	
浴室家具		-7.7%	-16.3%	28.3%	-13%
瓷砖		-22.5%	5.4%	12.1%	-18%
浴缸浴房		-8.3%	-9.5%	43.5%	-26%
其中:					
浴房屏风		-2.6%	-6.3%	54.6%	
浴缸		-17.0%	-15.6%	15.0%	
定制橱柜		-40.2%	8.4%	42.1%	-43%

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

**表11：箭牌家居 2019-2021 年销量拆分**

	2019	2020	2021
<b>销售量（万件、万套、万平方米）</b>			
卫生陶瓷	1167.08	1154.76	1337.52
其中：			
坐便器	321.28	314.72	368.29
龙头五金	1375.35	1668.07	2357.1
其中：			
淋浴花洒	213.98	240.03	297.25
水龙头	267.84	305.99	443.85
浴室家具	117.68	117.17	170.84
瓷砖	1674.76	2184.78	2133.19
浴缸浴房	90.39	100.3	213.61
其中：			
浴房屏风	33.37	38.75	42.37
浴缸	7.9	6.99	7.47
定制橱衣柜	6.23	9.84	13
<b>配套率：</b>			
洁具	100%	100%	100%
淋浴花洒	47%	53%	55%
水龙头	59%	68%	81%
浴室家具（浴室柜）	26%	26%	31%
浴房屏风	7%	9%	8%
浴缸	2%	2%	1%
<b>增速：</b>			
卫生陶瓷		-1.1%	15.8%
其中：			
坐便器		-2.0%	17.0%
龙头五金		21.3%	41.3%
其中：			
淋浴花洒		12.2%	23.8%
水龙头		14.2%	45.1%
浴室家具		-0.4%	45.8%
瓷砖		30.5%	-2.4%
浴缸浴房		11.0%	113.0%
其中：			
浴房屏风		16.1%	9.3%
浴缸		-11.5%	6.9%
定制橱衣柜		57.9%	32.1%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

**坐便器价格带持续上移，线上高价产品占比提升。**收入增长另一方面基于单价的提升，2019-2021 年坐便器单价年平均增长 4.4%，单价的增长主要基于产品升级及智能产品销售占比的提升。根据天猫平台数据统计，2018-2022 年箭牌家居 2000 元以上产品销量占比逐渐高于 2000 元以下产品销量占比；根据京东平台数据统计，2020-2022 年箭牌家居 4000 元以上产品销量占比逐渐提升，千元以下产品销量占比逐渐下降。

**表 12: 箭牌家居 2019-2021 年分品类单价**

	2018	2019	2020	2021
<b>销售单价 (元)</b>				
卫生陶瓷		265.49	259.59	279.2
其中:				
坐便器	570.16	631.6	630.79	688.69
龙头五金		111.84	98.08	95.49
其中:				
淋浴花洒	332.26	384.66	368.57	378.78
水龙头	164.89	134.7	129.86	135.43
浴室家具	581.5	731.33	614.45	540.81
瓷砖		31.59	25.52	29.29
浴缸浴房		475.93	388.38	261.75
其中:				
浴房屏风		778.94	628.95	889.21
浴缸	1677.61	1923.05	1834.35	1972.91
定制橱柜		1915.61	1314.57	1413.99
<b>增速:</b>				
卫生陶瓷			-2.2%	7.6%
其中:				
坐便器		10.8%	-0.1%	9.2%
龙头五金			-12.3%	-2.6%
其中:				
淋浴花洒		15.8%	-4.2%	2.8%
水龙头		-18.3%	-3.6%	4.3%
浴室家具		25.8%	-16.0%	-12.0%
瓷砖			-19.2%	14.8%
浴缸浴房			-18.4%	-32.6%
其中:				
浴房屏风			-19.3%	41.4%
浴缸		14.6%	-4.6%	7.6%
卫生陶瓷			-31.4%	7.6%

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

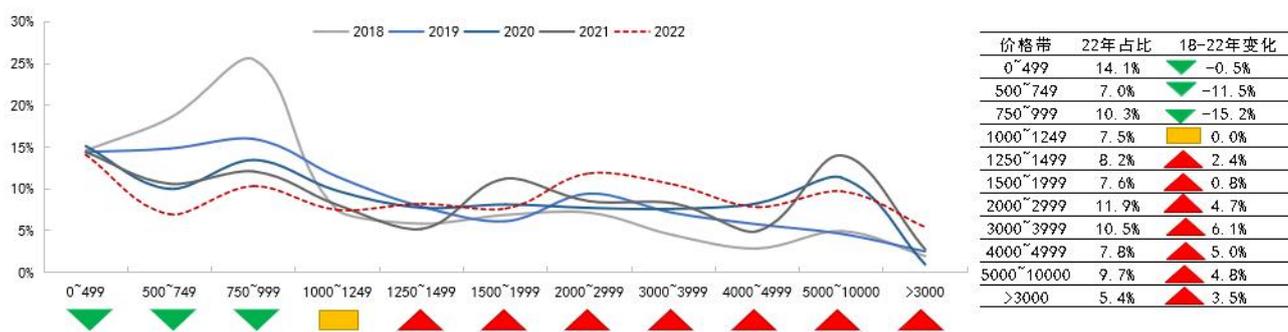
**2022 年主要品类伴随行业趋势销量缩减, 智能产品带动下价格提升。**2022 年行业整体受宏观因素影响, 销量下滑。公司主品类卫生陶瓷和龙头五金品类销量分别下滑 11%和 14%; 同时伴随智能产品占比提升, 包括卫生陶瓷中的智能坐便器, 及龙头五金中的恒温花洒, 卫生陶瓷和龙头五金品类单价分别提升 6%和 7%。

表13: 箭牌家居 2021-2022 量价拆分

		2021	2022
<b>卫生陶瓷</b>	销量 (万)	895.20	792.67
	收入 (百万)	3,734.29	3,509.89
	单价 (元)	417.15	442.79
<b>yoy</b>	销量 yoy		-11.45%
	收入 yoy		-6.01%
	单价 yoy		6.15%
<b>龙头五金</b>	销量 (万)	1,725.29	1,476.06
	收入 (百万)	2,250.76	2,069.76
	单价 (元)	130.46	140.22
<b>yoy</b>	销量 yoy		-14.45%
	收入 yoy		-8.04%
	单价 yoy		7.49%
<b>浴室家具</b>	销量 (万)	154.46	148.62
	收入 (百万)	923.94	807.80
	单价 (元)	598.17	543.53
<b>yoy</b>	销量 yoy		-3.78%
	收入 yoy		-12.57%
	单价 yoy		-9.13%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

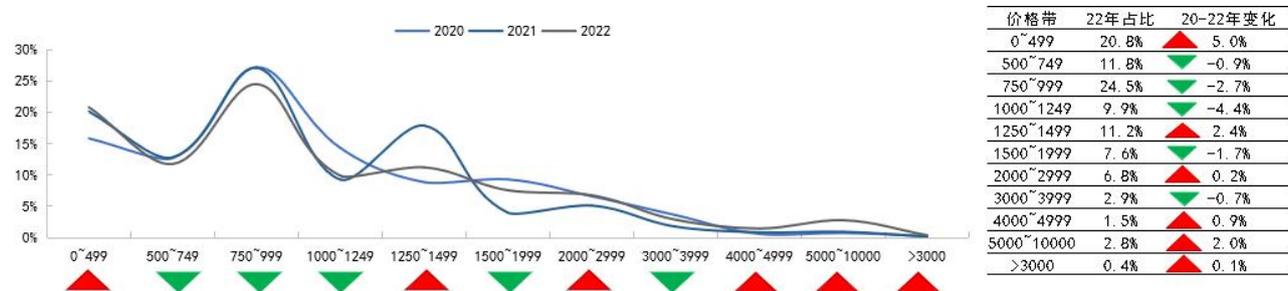
图52: 箭牌家居天猫平台 2018-2022 年产品价格带分布



资料来源: 阿里第三方平台, 国信证券经济研究所整理

注: 占比为销量占比

图53: 箭牌家居京东平台 2020-2022 年产品价格带分布



资料来源: 京东第三方平台, 国信证券经济研究所整理

注: 占比为销量占比

**智能产品占比提升, 带动单价及毛利率增长。**随行业智能化转型推动及消费者需求提升, 智能马桶渗透率逐渐提升。公司智能马桶销量在公司全部洁具产品销

量中的占比从 2019 年的 9%提升至 2021 年的 15%；收入占比从 2018 年的 36%提升至 2021 年的 52%。单价方面，智能马桶价格约为传统马桶价格的 4.3 倍；毛利率方面，2022 年公司智能马桶毛利率为 36.5%，较普通卫生陶瓷产品 32.4%的毛利率高出 4 个百分点。因此随智能产品占比的提升，公司整体价格带和毛利率都有望实现持续增长。

表 14: 智能产品收入/量/价拆分

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>智能产品（智能马桶+恒温花洒）</b>					
收入（百万）		1,301.43	1,446.47	1,949.00	1,888.00
毛利率		35.00%	34.00%	35.26%	36.77%
收入占比/总收入		19.67%	22.33%	23.28%	25.13%
YoY			11.14%	34.74%	-3.13%
<b>普通产品</b>					
收入（百万）		5,356.51	5,055.91	6,424.47	5,625.46
毛利率		31.85%	30.74%	28.49%	31.53%
收入占比/总收入		80.45%	77.75%	76.72%	74.87%
YoY			-5.61%	27.07%	-12.44%
<b>智能马桶</b>					
收入（百万）	781.37	895.19	1,001.45	1,403.12	1,389.13
量		42.43	56.31	81.78	83.80
价（元）		2,109.79	1,778.46	1,715.72	1,657.67
量占比/洁具		9.34%	12.51%	15.00%	
量占比/卫生陶瓷（2022 新口径）				9.14%	10.57%
收入占比/洁具	35.73%	41.45%	47.37%	51.81%	
收入占比/总收入	11.56%	13.53%	15.46%	16.76%	18.49%
毛利率				35.07%	36.47%
毛利润				492.07	506.61
收入 YoY		14.57%	11.87%	40.11%	-1.00%
量 YoY			32.71%	45.23%	2.47%
价 YoY			-15.70%	-3.53%	-3.38%
<b>普通马桶</b>					
收入（百万）	1,281.75	1,134.00	983.78	1,133.29	
量		278.85	258.41	286.51	
价（元）		406.67	380.71	395.55	
量占比/洁具		61.37%	57.43%	52.55%	
收入占比/洁具	58.60%	52.51%	46.53%	41.85%	
YoY		-11.53%	-13.25%	15.20%	
<b>普通卫生陶瓷</b>					
收入（百万）	2,347.62	2,203.33	1,996.14	2,331.17	2,120.76
量（2022 年报新口径）				813.42	708.87
价（元）				286.59	299.18
量占比/洁具				90.86%	89.43%
收入占比/洁具				62.43%	60.42%
毛利率				32.64%	32.43%
毛利润				760.78	687.80
收入 YoY					-9.03%
量 YoY					-12.85%
价 YoY					4.39%

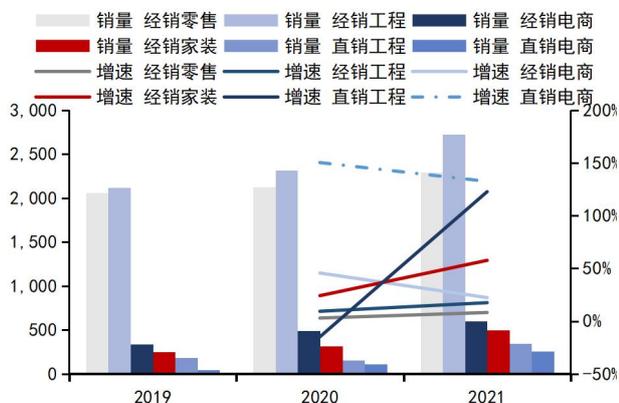
资料来源：招股说明书，公司年报，国信证券经济研究所整理

## 渠道拆分：经销家装及直销电商渠道引领增长，渠道结构变化拉动净利率提升

**传统渠道增长稳健，经销家装及直销电商渠道引领增长。**公司主要拥有六大渠道：经销零售、经销工程、经销电商、经销家装、直销工程、直销电商。以经销渠道为主、直销为辅，经销和直销渠道收入占比分别为 88%和 11%。经销渠道中，又以零售渠道为主，经销零售收入占比 41%；经销工程、经销电商、经销家装次之，

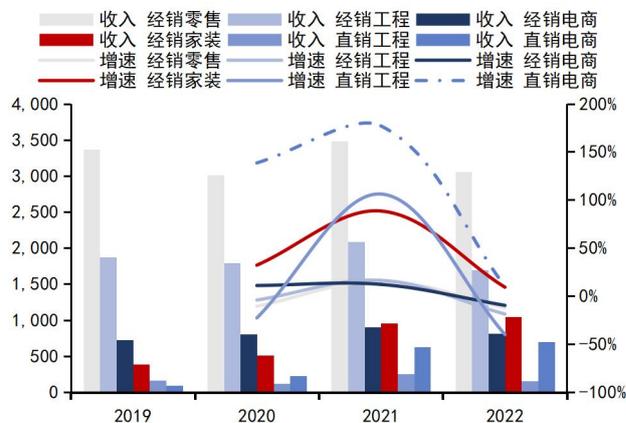
收入占比分别为 23%/11%/14%。从收入增速来看，2022 年仅经销家装、直销电商维持正增长，增速分别为 9%、10%。

图54: 主要渠道销售量及增速 (万件、万套、万平方米/%)



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图55: 主要渠道营收及增速 (百万元/%)



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

分渠道毛利率提升与渠道结构变化共同推升综合毛利率。分渠道毛利率来看，直销渠道毛利率普遍高于经销渠道；六大渠道中，直销电商渠道毛利率最高，约 50% 左右；直销零售渠道毛利率次之，约 40% 左右；收入占比最高的经销零售渠道毛利率在 35% 左右，未来预计有较大提升空间；经销家装渠道毛利率在 30% 左右，未

表 15: 箭牌家居营收拆分 (按渠道)

		2019	2020	2021	2022
<b>营业收入 (百万元)</b>		6616.30	6477.68	8330.40	7,475.30
<b>六大渠道</b>	经销零售	3370.85	3010.44	3480.41	3,058.49
	经销工程	1872.09	1794.00	2086.58	1,696.15
	经销电商	722.88	802.03	899.24	811.87
	经销家装	384.53	507.99	957.19	1,045.09
	直销工程	161.81	124.98	257.57	154.66
	直销电商	95.63	228.04	629.64	696.47
<b>其他</b>	直销零售	10.22	10.20	17.27	12.18
	直销家装	0.46	0.00	0.34	0.39
<b>占比</b>					
<b>六大渠道</b>	经销零售	51%	46%	42%	41%
	经销工程	28%	28%	25%	23%
	经销电商	11%	12%	11%	11%
	经销家装	6%	8%	11%	14%
	直销工程	2%	2%	3%	2%
	直销电商	1%	4%	8%	9%
<b>其他</b>	直销零售	0%	0%	0%	0%
	直销家装				
<b>YoY</b>			-2%	29%	-10%
<b>六大渠道</b>	经销零售		-11%	16%	-12%
	经销工程		-4%	16%	-19%
	经销电商		11%	12%	-10%
	经销家装		32%	88%	9%
	直销工程		-23%	106%	-40%
	直销电商		138%	176%	10%
<b>其他</b>	直销零售		0%	69%	-29%
	直销家装				13%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

来预计提升空间与经销零售渠道比较小。综合而言，一方面各细分渠道毛利率随产品结构变化仍有提升空间；另一方面随毛利率较高的直销电商渠道收入占比提升，渠道结构变化推升综合毛利率提升。

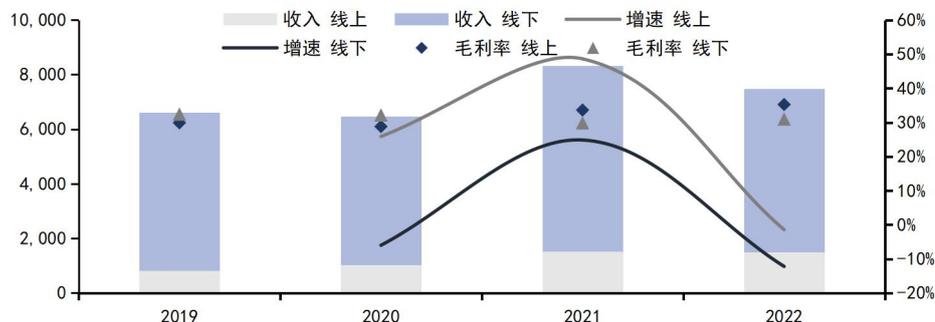
图56: 箭牌家居各渠道毛利率



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

**线上电商渠道占比提升带动毛利率增长。**2019-2022年，线上电商渠道占比从12%提升至20%，主要受到直销电商收入快速增长带动。同时由于直销电商渠道毛利率较高，线上渠道毛利率逐年提升。

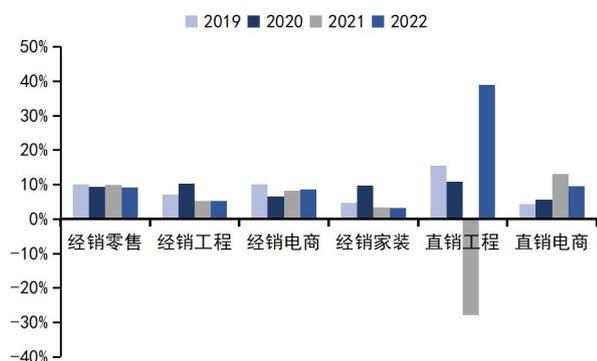
图57: 箭牌家居线上/线下收入及毛利率



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

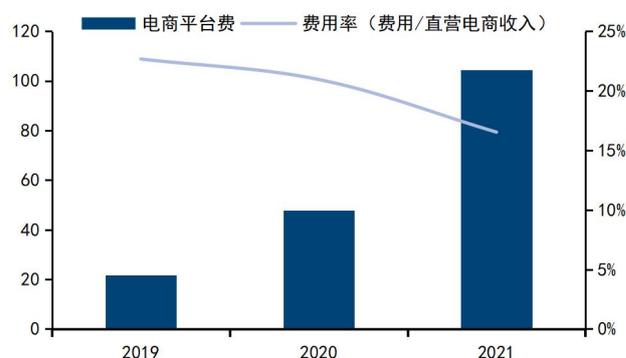
**经销零售与电商渠道净利率较高。**根据费用分摊测算，2021年经销零售渠道净利率最高可达10%，且历年净利率水平较为稳定；经销电商、直销电商净利率次之，2021年为别为8%和13%，经销电商净利率较为稳定，直销电商随规模快速扩大规模效益渐显，净利率逐年提升至经销电商相同水平；工程渠道历年净利率较好，但直销工程渠道应收账款较多，一方面现金流较差；另一方面减值风险高，2021年直营工程净利率为负主要系信用减值损失的计提。

图58: 箭牌家居分渠道净利率



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图59: 直销电商的平台费占比下降



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

**经销体系分两级，经销商人数/店数/提货额快速增长。**公司经销体系包含经销商和二级分销商，经销商可在经销区域内开发二级分销商。经销商直接与公司结算，分销商与经销商结算。1) **经销商数量方面**，近年来公司经销商、分销商数量快速增长，截至2021年底，经销商合计1854家，分销商6609家；经销商平均发展的分销商从2018年的2.61提升至2021年的3.56。2) **从线下网点来看**，截至2021年底，终端线下网点数量超1.2万家，其中包含经销网点5429家，分销网点6623家；2021年新增网点近2000家。3) **经销商扁平化改革下，经销商人均店数和提货额同步增长。**公司近年来对经销体系进行扁平化变革，对大区域拆分，一些二级经销商发展为一级经销商；对规模小的区域分销商进行整合。经销商平均开店数从2018年的0.78家/人提升至2021年的2.93家/人；单经销商提货额从2019年的224万元提升至2021年的239万元。

图60: 箭牌家居经销商/分销商数量



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图61: 箭牌家居经销/分销网点数量及平均开店数



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

**专卖店渠道发展较好，家装店和下沉市场成长性高。**公司网点分类型来看，以专卖店为主，约占五成左右；近年来一方面大力发展家装渠道，家装公司合作数量和家装门店上千家；另一方面公司大力发展下沉市场，不断加大对三四线城市及乡镇地区的经销网络拓展力度，快速拓展社区店、五金店、乡镇店数量。由于下沉网点占比逐渐提升，单店提货额有所下降，2019-2021年，单店提货额从45.4万元下降至36.8万元。

图 62: 分类型网点结构及单网点提货额



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

### 八大生产基地分布广东江西等地, 自产比例较高

八大生产基地, 主要分布于广东江西等地。公司在全国拥有八个在产的生产基地和两个在建的生产基地, 布局基于资源和市场的有效覆盖。所在地以广东省为主, 拥有在产基地包括佛山高明三洲 (2003 年)、佛山三水 (2015 年)、肇庆四会下茆 (2007 年)、肇庆四会龙甫 (2022 年)、韶关 (2010 年) 五大基地, 及两个在建的佛山顺德北围和佛山高明更合基地。其余三家基地分布在江西景德镇 (2007 年)、山东德州 (2010 年)、湖北应城 (2013 年)。各基地主要产品以陶瓷、卫浴、定制三大块业务中的任意两块, 或其中一细分业务板块为主。产值及销售规模方面, 高明三洲基地、三水基地、景德镇基地领先, 生产产品约占总销售额的五成以上。

图 63: 公司生产基地布局



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

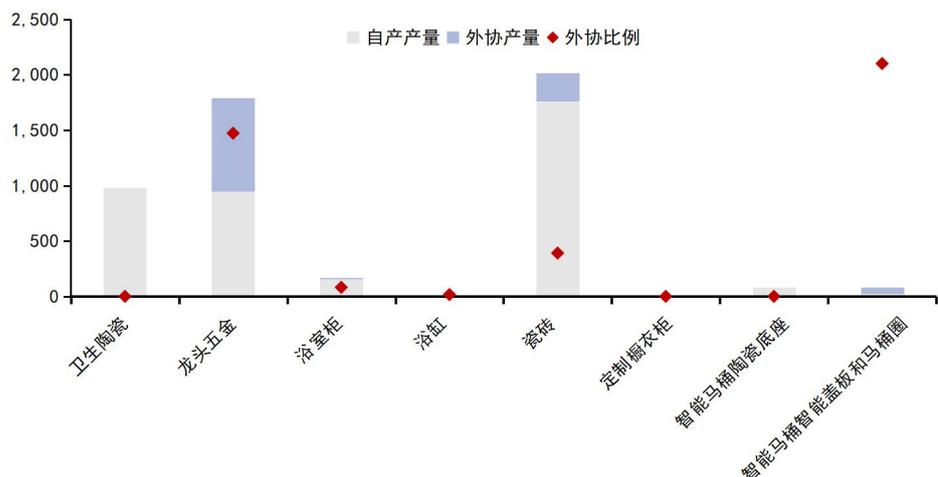
表 16: 箭牌家居生产基地

所在省份	生产基地	投产时间	主要覆盖市场	主要产品	定位	所属主体	2021 年对内销售金额 (百万元)
广东	三水基地	2015	东南及全国	龙头五金、浴缸浴房、浴室家具、定制衣柜	卫浴、定制	箭牌家居	1,367.27
广东	高明三洲基地	2003	东南及全国	卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具	陶瓷、卫浴	法恩洁具、高明安华	2,295.77
广东	四会下茆基地	2007	东南及全国	瓷砖	瓷砖	肇庆乐华	389.57
广东	四会龙甫基地	2022	东南及全国	龙头五金	龙头五金	恒业五金(肇庆五金)	12.14
广东	韶关基地	2010	东南及全国	卫生陶瓷	卫生陶瓷	韶关乐华	287.62
广东	佛山顺德北围基地	在建	东南及全国				
广东	佛山高明更合基地	在建	东南及全国				
江西	景德镇基地	2007	中部	瓷砖、卫生陶瓷、浴室家具	陶瓷、卫浴	景德镇乐华	1,014.45
湖北	应城基地	2013	中部	定制衣柜、浴室家具	定制、卫浴	德州乐华	730.49
山东	德州基地	2010	北方	浴室家具、卫生陶瓷	陶瓷、卫浴	应城乐华	200.60

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

大部分产品自产为主, 龙头五金及智能马桶盖外协比例较高。2021 年, 公司卫生陶瓷、定制衣柜、智能马桶陶瓷底座产品全部自产; 浴室家具产品基本全部自产; 瓷砖产品外协产量较低占 13%; 龙头五金、智能马桶智能盖板和马桶圈外协比例较高, 约在 50%左右。根据公司募投项目计划, 一方面公司将进行智能家居产品产能技术改造项目, 提升智能产品零件和电子部件的自产比例; 另一方面公司将投资年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目, 高于当前外协产量, 预计未来龙头五金产品有望实现全部自产。截至 2022 年底, 乐从基地厂房建设项目(即“智能家居产品产能技术改造项目”)进度达 86.86%, 项目达产后预计年均增加营收 12.59 亿元, 净利润 1.41 亿元。

图 64: 箭牌家居分品类自产/外协产量/外协比例



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

# 成长性：智能坐便器行业增长可期，公司市占率及利润率持续提升

## 行业成长性：卫浴行业增速放缓，智能坐便器行业增长可期

**卫浴行业：替换需求与产品智能化升级共同支撑卫浴行业规模增长。**未来卫浴行业增长动力主要在于：1) 量增：住宅、酒店等商用存量房数量和翻新需求增加，卫浴家具基于其特殊性，自住老房翻新周期与他空间比较短；同时二手房消费者基于卫生角度考虑，洁具替换需求高。2) 价增：随产品智能化升级、品类多元化和配套率提升推动价格增长。二者叠加未来定制行业总规模有望一定程度上抵御新房增速下滑。我们通过模型测算，2022 年卫浴零售规模约为 1921 亿元，总需求量（包含住宅和酒店）2176 万套；2027 年预计规模 2356 亿元，需求量规模基本持平，价格推动未来 5 年复合增长率 4.2%。

图 65：卫浴行业市场规模测算

年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	增长来源
<b>新房</b>																
竣工																
新房装修套数	万套	924	855	781	800	771	849	723	896	808	702	710	718	705	671	639
新房套数占比	%	54%	49%	46%	44%	42%	45%	41%	48%	44%	41%	43%	42%	42%	39%	39%
<b>存量房</b>																
二手房销售套数	万套	412	431	430	426	432	393	362	369	376	414	422	464	487	507	527
8年前住宅竣工套数	万套	494	555	602	722	764	749	766	705	746	677	623	645	598	647	558
老房卫浴翻新率	%	72%	74%	74%	74%	74%	76%	76%	77%	77%	78%	78%	79%	79%	80%	80%
旧房更换套数+二手房装修套数	万套	790	874	920	1,037	1,084	1,048	1,041	989	1,035	1,000	952	1,012	983	1,052	980
存量房更换套数占比	%	46%	51%	54%	56%	58%	55%	59%	52%	56%	59%	57%	58%	58%	61%	61%
需求装修住宅套数	万套	1,715	1,729	1,701	1,837	1,855	1,897	1,764	1,885	1,844	1,702	1,662	1,730	1,688	1,723	1,619
住宅平均需求量	套/套间	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>酒店</b>																
新增面积	万平方米	3,223	2,950	2,711	2,683	2,358	2,265	2,084	2,105	2,126	2,147	2,168	2,190	2,212	2,234	2,256
YOY	%	-3.6%	-8.4%	-8.1%	-1.0%	-12.1%	-3.9%	-8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
酒店平均面积	平方米/套	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
酒店翻新套数	万套	43	39	36	36	31	30	28	28	28	29	29	29	29	30	30
<b>存量面积</b>																
8年前竣工面积	万平方米				3,053	3,192	3,653	3,353	3,344	3,223	2,950	2,711	2,683	2,358	2,265	2,084
YOY	%				4.5%	14.4%	-8.2%	-0.3%	-3.6%	-8.4%	-8.1%	-1.0%	-12.1%	-3.9%	-8.0%	
酒店平均面积	平方米/套				75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
翻新率	%				68%	68%	70%	70%	70%	70%	72%	72%	72%	72%	74%	74%
酒店翻新套数	万套	24	26	28	28	29	34	31	31	30	28	26	26	23	22	21
住宅平均需求量	套/套间	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>卫浴规模(零售额)</b>	亿元	1,420	1,690	1,732	1,868	1,910	2,046	1,921	2,132	2,168	2,105	2,158	2,356	2,434	2,633	2,624
规模增长	%	23%	19%	2%	8%	2%	7%	-6%	11%	2%	-3%	3%	9%	3%	8%	0%
住宅平均需求量	套/套间	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
住宅需求套数	万套	2,058	2,074	2,042	2,205	2,226	2,276	2,116	2,262	2,212	2,042	1,995	2,076	2,025	2,068	1,942
酒店平均需求量	套/套间	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
酒店需求套数	万套	67	65	64	63	60	64	59	59	58	57	55	55	52	52	51
总需求套数	万套	2,124	2,139	2,106	2,268	2,286	2,341	2,176	2,322	2,271	2,099	2,050	2,131	2,077	2,120	1,993
价格	元/套	6,684	7,899	8,226	8,236	8,355	8,741	8,828	9,181	9,549	10,026	10,527	11,054	11,717	12,420	13,165
YOY	%	14%	18%	4%	0%	1%	5%	1%	4%	4%	5%	5%	5%	6%	6%	6%

资料来源：国家统计局，wind，国信证券经济研究所预测和整理

## 智能坐便器行业：渗透率提升驱动行业快速增长。

我们通过模型测算，近年来我国坐便器每年需求套数约为 4000 万套，市场规模约为 1000 亿元以上，其中住宅需求量占比约在 68%。未来替换需求和价格增长主要来自智能产品的快速发展，未来智能坐便器的发展趋势在于：

1) **量增**：智能坐便器目前渗透率较低，我们根据模型测算，2016-2021 年产品家庭保有量渗透率从 1%提升到 4%，预计未来每年渗透率提升 2%左右；2016-2021 年商用需求中智能产品销量占比从约 23%提升至 34%，我们预计未来占比还会持续增长；伴随更换需求的增加、居民消费能力的提升，以及供给端产品升级叠加国产品牌崛起下产品性价比的提升，未来产品渗透率、替换率有望加速增长，进而带动需求量快速增长；根据测算，未来五年销量的复合增速约为 11.1%；2) **价增**：当前智能产品仍处于市场导入期，产品价格预计基本持平。2022 年智能坐便器销售端规模约为 312.6 亿元，2027 年预计规模 545.1 亿元，未来 5 年复合增长率 11.8%。

图66: 智能坐便器行业市场规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	增长要素	
总人口	亿人	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14		
平均每家住户人口	人/户	3.13	3.08	3.03	2.98	2.93	2.88	2.83	2.78	2.73	2.68	2.63	2.58	2.53	2.48	2.43	家庭小型化
中国家庭户数	亿户	4.44	4.54	4.63	4.73	4.81	4.90	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6	5.7	5.8	
坐便器配比		1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	
坐便器销量	万套	53,331	54,499	55,607	56,727	57,778	58,800	59,802	60,876	61,990	63,145	64,345	65,590	66,885	68,232	69,634	
智能坐便器销量(住宅)	万套	2,058	2,074	2,042	2,205	2,226	2,276	2,116	2,262	2,212	2,042	1,995	2,076	2,025	2,068	1,942	
智能坐便器渗透率	%	1.0%	1.4%	1.8%	2.4%	3.1%	3.8%	6.0%	8.4%	9.6%	11.2%	12.7%	14.3%	16.0%	17.8%	19.5%	家庭渗透率提升
智能坐便器家庭保有量	万套	533	736	1,001	1,333	1,762	2,234	3,588	4,276	5,059	5,905	6,830	7,835	8,927	10,104	11,306	
智能坐便器销量(住宅)	万套	164	210	268	340	430	491	559	688	783	846	926	1,005	1,092	1,177	1,202	
智能坐便器销售占比	%	8%	10%	13%	15%	19%	22%	26%	30%	35%	41%	46%	48%	54%	57%	62%	家庭销售占比提升
坐便器销量(商用)	万套	1,203	1,244	1,207	1,193	1,142	1,222	1,212	1,225	1,246	1,262	1,223	1,202	1,144	1,168	1,157	
智能坐便器销量(商用)	万套	275	342	406	414	391	419	428	469	527	597	627	664	690	728	767	
智能坐便器销售占比	%	23%	27%	34%	35%	34%	34%	35%	38%	42%	47%	51%	55%	60%	62%	66%	酒店销售占比提升
总销量	万套	439	552	674	754	821	910	986	1,157	1,310	1,442	1,553	1,669	1,781	1,905	1,969	
YOY	%		26%	22%	12%	9%	11%	8%	17%	13%	10%	8%	7%	7%	7%	3%	
单价	元	3,996	3,876	3,760	3,647	3,395	3,259	3,169	3,169	3,069	3,201	3,233	3,265	3,331	3,397	3,465	
YOY	%		-3%	-3%	-3%	-7%	-4%	-3%	0%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	市场导入期后单价提升
市场规模	亿元	175.43	213.96	253.41	274.99	278.76	296.54	312.65	366.62	415.20	461.72	502.09	545.12	593.34	647.03	682.41	
YOY	%		22%	18%	8%	1%	6%	5%	17%	13%	11%	9%	9%	9%	9%	5%	

资料来源: 国家统计局, wind, 国信证券经济研究所预测和整理

图67: 坐便器行业市场规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	增长要素	
坐便器套数(住宅)	万套	2,058	2,074	2,042	2,205	2,226	2,276	2,116	2,262	2,212	2,042	1,995	2,076	2,025	2,068	1,942	
酒店																	
新增面积	万平方米	3,223	2,950	2,711	2,683	2,358	2,265	2,084	2,105	2,126	2,147	2,168	2,190	2,212	2,234	2,256	
YOY	%		-8.4%	-8.1%	-1.0%	-12.1%	-3.9%	-8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
酒店平均面积	平方米/套	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	
新酒店装修套数	万套	43	39	36	36	31	30	28	28	28	29	29	29	29	30	30	
存量面积																	
8年前竣工面积	万平方米				3,053	3,192	3,653	3,353	3,344	3,223	2,950	2,711	2,683	2,358	2,265	2,084	
YOY	%					4.5%	14.4%	-8.2%	-0.3%	-3.6%	-8.4%	-1.0%	-12.1%	-3.9%	-8.0%		
酒店平均面积	平方米/套				75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	
翻新率	%				68%	68%	70%	70%	70%	72%	72%	72%	72%	74%	74%	74%	翻新率提升
酒店翻新套数	万套	24	26	28	28	29	34	31	31	30	28	26	26	23	22	21	
住宅平均需求套数	套/平方米/套	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
坐便器套数(酒店)	万套	67	65	64	63	60	64	59	59	58	57	55	55	52	52	51	
其他商业及服务房屋(除酒店)																	
竣工面积	万平方米	27,096	26,650	25,695	25,924	23,344	22,995	21,155	21,367	21,581	21,796	22,014	22,235	22,457	22,681	22,908	
翻新面积	万平方米	7,646	9,646	11,646	13,646	18,627	22,272	24,290	25,378	27,096	26,650	25,695	25,924	23,344	22,995	21,155	
翻新率	%	63%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	67%	67%	67%	67%	69%	69%	
每百平需求套数	套/平方米/套	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	
坐便器套数(商业)	万套	351	362	366	383	386	412	406	416	431	436	432	436	419	424	413	
办公用房																	
竣工面积	万平方米	23,539	23,325	20,955	19,187	16,284	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	
翻新面积	万平方米	16,997	18,642	19,787	20,639	21,604	23,328	23,035	23,215	23,539	23,325	20,955	19,187	16,284	16,654	16,654	
翻新率	%	53%	55%	55%	55%	55%	57%	57%	57%	57%	59%	59%	59%	59%	61%	61%	
每百平需求套数	套/平方米/套	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
坐便器套数(办公)	万套	423	437	414	397	366	389	387	389	391	395	377	364	341	349	349	
科研、教育和医疗用房																	
竣工面积	万平方米	17,692	18,757	18,414	18,053	18,181	20,902	20,902	20,902	20,902	20,902	20,902	20,902	20,902	20,902	20,902	
翻新面积	万平方米	11,248	12,248	13,248	14,248	15,412	16,532	16,407	16,595	17,692	18,757	18,414	18,053	18,181	20,902	20,902	
翻新率	%	53%	55%	55%	55%	55%	57%	57%	57%	57%	59%	59%	59%	59%	61%	61%	
每百平需求套数	套/平方米/套	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
坐便器套数(科研教育医疗)	万套	71	76	77	78	80	91	91	91	93	96	95	95	95	101	101	
文化、体育和娱乐用房																	
竣工面积	万平方米	23,539	23,325	20,955	19,187	16,284	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	16,654	
翻新面积	万平方米	16,997	18,642	19,787	20,639	21,604	23,328	23,035	23,215	23,539	23,325	20,955	19,187	16,284	16,654	16,654	
翻新率	%	53%	55%	55%	55%	55%	57%	57%	57%	57%	59%	59%	59%	59%	61%	61%	
每百平需求套数	套/平方米/套	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	
坐便器套数(文化、体育和娱乐)	万套	358	369	350	336	310	329	328	329	331	335	319	308	289	295	295	
坐便器总套数	万套	3,328	3,384	3,313	3,462	3,428	3,563	3,388	3,546	3,517	3,361	3,273	3,333	3,222	3,289	3,150	
单价	元	881	952	1,045	997	1,053	1,147	1,175	1,269	1,396	1,556	1,699	1,798	1,978	2,096	2,274	价格增长:
YOY	%		8%	10%	-5%	6%	9%	2%	8%	10%	12%	9%	6%	10%	6%	9%	产品智能化升级
坐便器市场规模	亿元	293	322	346	345	361	409	398	450	491	523	556	599	637	689	716	
YOY	%		10%	7%	0%	5%	13%	-3%	13%	9%	7%	6%	6%	6%	6%	4%	

资料来源: 国家统计局, wind, 国信证券经济研究所预测和整理

套系化销售提升客单价, 打开市场空间。根据测算, 马桶的单价为 2000 元以内(含智能马桶), 整套卫浴的单价在 8000 元以上, 参考日本骊住集团, 通过套系化销售提升卫浴产品配套率, 进而有望实现客单价增长。

表 17: 卫浴及坐便器产品单价对比

	单位	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>卫浴市场零售规模</b>	亿元	1,420	1,690	1,732	1,868	1,910	2,046	1,921	2,132	2,168	2,105
<b>总需求套数</b>	万套	2,124	2,139	2,106	2,268	2,286	2,341	2,176	2,322	2,271	2,099
<b>单价</b>	元/套	6,684	7,899	8,226	8,236	8,355	8,741	8,828	9,181	9,549	10,026
<b>坐便器市场规模</b>	亿元		106	113	117	135	147	164	187	222	261
<b>坐便器总套数</b>	万套		552	674	754	821	910	1,011	1,147	1,344	1,551
<b>单价</b>	元/套		1,918	1,675	1,557	1,644	1,618	1,618	1,634	1,650	1,683

资料来源: 国家统计局, wind, 国信证券经济研究所预测和整理

### 公司成长性: 量价增长推动市占率提升, 三重因素拉动盈利增长 渠道及品类多元化, 产品升级及智能化带动收入增长。

1) **线下网点数量增长:** 公司过去专卖店渠道占主导, 店数占总店数的 50%以上; 未来线下渠道随公司加速渠道下沉以及加强与家装渠道的合作, 家装店和社区店五金店乡镇店等有望实现快速增长, 预计未来每年专卖店增长 200 家左右, 社区店等下沉店及家装店每年增长 1000 家左右;

2) **线下单店提货额增长: 品类智能化及多元化带动量价齐增。**在公司智能化、多品类、大家居的发展战略下, 第一智能坐便器及恒温花洒等智能产品有望快速增长; 第二洁具外其他卫浴品类产品配套率有望提升; 第三进一步公司将从卫浴空间向全屋空间拓展, 定制橱柜收入增长空间较大。预计未来三年, 单店提货额年均增长 6%;

3) **电商渠道快速增长:** 公司将电商渠道逐渐从经销转为直营, 同时伴随行业电商渠道成长性较高, 故直销电商渠道有望快速增长。我们预计线上营收占比有望平均每年提升 1%。

表 18: 分渠道增长来源拆分

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>营收 (百万元)</b>					
<b>线下 c 端营收合计</b>	<b>4,116.15</b>	<b>4,943.26</b>	<b>5,968.44</b>	<b>7,096.22</b>	<b>8,265.52</b>
零售	3,070.67	3,531.88	4,063.13	4,590.79	5,049.86
家装	1,045.48	1,411.38	1,905.31	2,505.43	3,215.66
<b>线上营收合计</b>	<b>1,508.34</b>	<b>1,873.88</b>	<b>2,324.20</b>	<b>2,860.41</b>	<b>3,466.03</b>
<b>线下网点合计 (个)</b>					
专卖店	7000	7200	7400	7600	7800
社区店五金店乡镇店	2000	2800	3600	4400	5200
家装店	3000	4000	5000	6000	7000
<b>单店提货额 (万元)</b>					
零售提货额	34.12	35.32	36.94	38.26	38.85
专卖店	42.72	47.50	52.96	58.09	62.08
社区店五金店乡镇店	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
家装店提货额	34.85	35.28	38.11	41.76	45.94
<b>YOY</b>					
<b>线下 c 端营收合计</b>		<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>
零售		15%	15%	13%	10%
家装		35%	35%	31%	28%
<b>线上营收合计</b>		<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>
<b>线下网点合计 (个)</b>					
专卖店		3%	3%	3%	3%
社区店五金店乡镇店		40%	29%	22%	18%
家装店		33%	25%	20%	17%
<b>单店提货额 (万元)</b>					
零售提货额		4%	5%	4%	2%
家装店提货额		1%	8%	10%	10%
<b>占比</b>					
<b>线下 c 端营收合计</b>	<b>55%</b>	<b>56%</b>	<b>57%</b>	<b>58%</b>	<b>59%</b>
零售	41%	40%	39%	38%	36%
家装	14%	16%	18%	21%	23%
<b>线上营收合计</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所预测和整理

分渠道看, 我们预计未来公司六大渠道中, 经销家装渠道和直销电商渠道将成为推动公司收入增长的主要引擎。

表 19: 箭牌家居分渠道盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入 (百万元)</b>								
经销零售	3370.85	3010.44	3480.41	3,058.49	3,517.26	4,044.85	4,570.68	5,027.75
经销工程	1872.09	1794.00	2086.58	1,696.15	1,865.76	1,959.05	2,057.01	2,159.86
经销电商	722.88	802.03	899.24	811.87	933.65	1,073.70	1,234.75	1,401.44
经销家装	384.53	507.99	957.19	1,045.09	1,410.88	1,904.68	2,504.66	3,214.73
直销工程	161.81	124.98	257.57	154.66	170.13	195.64	205.43	215.70
直销电商	95.63	228.04	629.64	696.47	940.23	1,250.51	1,625.66	2,064.59
直销零售	10.22	10.20	17.27	12.18	14.62	18.27	20.10	22.11
直销家装	0.46	0.00	0.34	0.39	0.50	0.63	0.77	0.93
<b>YOY</b>								
经销零售		-11%	16%	-12%	15%	15%	13%	10%
经销工程		-4%	16%	-19%	10%	5%	5%	5%
经销电商		11%	12%	-10%	15%	15%	15%	14%
经销家装		32%	88%	9%	35%	35%	32%	28%
直销工程		-23%	106%	-40%	10%	15%	5%	5%
直销电商		138%	176%	10%	35%	33%	30%	27%
直销零售		0%	69%	-29%	20%	25%	10%	10%
直销家装				13%	30%	25%	23%	20%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所预测和整理

表 20：箭牌家居分品类盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>6,657.94</b>	<b>6,502.38</b>	<b>8,373.47</b>	<b>7,513.46</b>	<b>8,893.11</b>	<b>10,489.42</b>	<b>12,263.24</b>	<b>14,153.49</b>
卫生陶瓷	3,098.52	2,997.59	3734.29	3,509.89	4,237.47	5,088.06	6,055.56	7,058.85
龙头五金	1,538.17	1,636.00	2250.76	2,069.76	2,474.32	2,941.80	3,466.79	4,041.18
浴室家具	860.61	719.95	923.94	807.80	965.69	1,148.15	1,353.04	1,577.22
瓷砖	528.98	557.50	624.80	512.43	562.06	600.01	627.90	653.91
浴缸浴房	430.19	389.53	559.12	412.60	461.69	492.11	514.02	550.79
定制橱柜	119.38	129.40	183.87	104.98	124.25	146.56	171.34	197.75
其他品类及配件	40.45	47.71	53.62	57.84	27.56	30.65	30.41	27.41
其他业务	41.64	24.70	43.07	38.16	40.07	42.08	44.18	46.39
<b>YoY</b>	<b>-2%</b>	<b>-2%</b>	<b>29%</b>	<b>-10%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>
卫生陶瓷	-1%	-3%	25%	-6%	21%	20%	19%	17%
龙头五金	19%	6%	38%	-8%	20%	19%	18%	17%
浴室家具	-8%	-16%	28%	-13%	20%	19%	18%	17%
瓷砖	-22%	5%	12%	-18%	10%	7%	5%	4%
浴缸浴房	-8%	-9%	44%	-26%	12%	7%	4%	7%
定制橱柜	-40%	8%	42%	-43%	18%	18%	17%	15%
其他品类及配件	-27%	18%	12%	8%	-52%	11%	-1%	-10%
其他业务	-19%	-41%	74%	-11%	5%	5%	5%	5%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所预测和整理

**市占率有望提升。**我们根据对市场规模和公司业绩的预测，2021 年公司卫浴产品和智能坐便器产品收入的市占率分别为 8.2%和 9.5%；2022 年分别为 7.8%和 8.9%到 2026 年公司两类产品市占率有望提升到 13.1%和 12.1%；按销售量口径看，智能马桶销量占有率从 2021-2026 年有望从 9.0%提升到 12.5%，国货替代及马太效应明显。

表 21：箭牌家居市占率

		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>箭牌家居营收*2</b>	亿元	<b>136.21</b>	<b>133.16</b>	<b>130.05</b>	<b>167.47</b>	<b>150.27</b>	<b>177.86</b>	<b>209.79</b>	<b>245.26</b>	<b>283.07</b>
<b>市占率</b>	%	7.9%	7.1%	6.8%	8.2%	7.8%	8.3%	9.7%	11.7%	13.1%
<b>箭牌家居智能马桶营收*2</b>	亿元	<b>15.63</b>	<b>17.90</b>	<b>20.03</b>	<b>28.06</b>	<b>27.78</b>	<b>35.10</b>	<b>44.31</b>	<b>53.51</b>	<b>60.60</b>
<b>市占率</b>	%	6.2%	6.5%	7.2%	9.5%	8.9%	9.6%	10.7%	11.6%	12.1%
<b>箭牌家居智能马桶销量</b>	万套		<b>42.43</b>	<b>56.31</b>	<b>81.78</b>	<b>83.80</b>	<b>109.13</b>	<b>140.61</b>	<b>171.51</b>	<b>194.24</b>
<b>市占率</b>	%		5.6%	6.9%	9.0%	8.5%	9.4%	10.7%	11.9%	12.5%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所预测和整理

**盈利能力提升来自三重因素拉动。**1) **产品结构改善拉动毛利率：**智能产品毛利率高于普通产品 5-10%，假设 2021-2026 年公司智能产品收入比例从 23%提升到 33%；假设智能产品、普通产品毛利率不变，仅因产品结构变化，智能产品收入占比提升 10 个百分点，综合毛利率五年有望从 2021 年的 30.06%提升到 2026 年的 30.73%。

表22: 箭牌家居毛利率预测 (假设一)

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>智能产品 (智能马桶+恒温花洒)</b>	<b>收入 (百万)</b>	<b>1,301.43</b>	<b>1,446.47</b>	<b>1,949.00</b>	<b>1,888.00</b>	<b>2,412.54</b>	<b>3,055.38</b>	<b>3,817.33</b>	<b>4,688.80</b>
	毛利率	35.00%	34.00%	35.26%	35.26%	35.26%	35.26%	35.26%	35.26%
	收入占比/总收入	19.67%	22.33%	23.28%	25.13%	27.13%	29.13%	31.13%	33.13%
	YoY		<b>11.14%</b>	<b>34.74%</b>	<b>-3.13%</b>	<b>27.78%</b>	<b>26.65%</b>	<b>24.94%</b>	<b>22.83%</b>
<b>普通产品</b>	<b>收入 (百万)</b>	<b>5,356.51</b>	<b>5,055.91</b>	<b>6,424.47</b>	<b>5,625.46</b>	<b>6,480.56</b>	<b>7,434.04</b>	<b>8,445.91</b>	<b>9,464.69</b>
	毛利率	31.85%	30.74%	28.49%	28.49%	28.49%	28.49%	28.49%	28.49%
	收入占比/总收入	80.45%	77.75%	76.72%	74.87%	72.87%	70.87%	68.87%	66.87%
	YoY		-5.61%	27.07%	-12.44%	15.20%	14.71%	13.61%	12.06%
<b>合计</b>	<b>总收入</b>	<b>6,657.95</b>	<b>6,502.38</b>	<b>8,373.48</b>	<b>7,513.46</b>	<b>8,893.11</b>	<b>10,489.42</b>	<b>12,263.24</b>	<b>14,153.49</b>
	总毛利润	2,161.53	2,045.80	2,517.42	2,268.29	2,696.84	3,195.13	3,752.06	4,349.57
	总毛利率	32.47%	31.46%	30.06%	30.19%	30.33%	30.46%	30.60%	30.73%

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所预测和整理

**2) 自产比例提升拉动毛利率:** 目前公司智能坐便器产品的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外采或外协; 龙头五金产品外协比例较高, 新募投项目将提高智能盖板、马桶圈、以及龙头五金产品自产比例。假设自产比例提升带动分品类毛利率增长, 综合毛利率五年有望从 2021 年的 30.06% 提升到 2026 年的 35.69%。

表23: 箭牌家居毛利率预测 (假设二)

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>智能产品 (智能马桶+恒温花洒)</b>	<b>收入 (百万)</b>	<b>1,301.43</b>	<b>1,446.47</b>	<b>1,949.00</b>	<b>1,888.00</b>	<b>2,412.54</b>	<b>3,055.38</b>	<b>3,817.33</b>	<b>4,688.80</b>
	毛利率	35.00%	34.00%	35.26%	36.77%	38.27%	39.77%	41.27%	42.47%
	收入占比/总收入	19.67%	22.33%	23.28%	25.13%	27.13%	29.13%	31.13%	33.13%
	YoY		<b>11.14%</b>	<b>34.74%</b>	<b>-3.13%</b>	<b>27.78%</b>	<b>26.65%</b>	<b>24.94%</b>	<b>22.83%</b>
<b>普通产品</b>	<b>收入 (百万)</b>	<b>5,356.51</b>	<b>5,055.91</b>	<b>6,424.47</b>	<b>5,625.46</b>	<b>6,480.56</b>	<b>7,434.04</b>	<b>8,445.91</b>	<b>9,464.69</b>
	毛利率	31.85%	30.74%	28.49%	31.53%	31.73%	31.93%	32.13%	32.33%
	收入占比/总收入	80.45%	77.75%	76.72%	74.87%	72.87%	70.87%	68.87%	66.87%
	YoY		-5.61%	27.07%	-12.44%	15.20%	14.71%	13.61%	12.06%
<b>合计</b>	<b>总收入</b>	<b>6,657.95</b>	<b>6,502.38</b>	<b>8,373.48</b>	<b>7,513.46</b>	<b>8,893.11</b>	<b>10,489.42</b>	<b>12,263.24</b>	<b>14,153.49</b>
	总毛利润	2,161.53	2,045.80	2,517.42	2,467.82	2,979.44	3,588.67	4,288.92	5,051.09
	总毛利率	32.47%	31.46%	30.06%	32.85%	33.50%	34.21%	34.97%	35.69%

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所预测和整理

**3) 渠道结构改善及运营效率提升拉动毛利率和净利率:** 根据费用分摊测算, 六大渠道中, 经销零售、直销电商渠道净利率最高, 且历年净利率水平较为稳定; 经销电商净利率次之, 我们预计一方面未来随直销电商渠道收入占比提升, 综合毛利率和净利率有望提升; 另一方面分渠道的毛利率在产品智能化替代和自产比例提升的趋势推动下, 也有望实现同步增长。

表 24：箭牌家居分渠道毛利率净利率预测

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入（百万元）</b>		<b>6616.30</b>	<b>6477.68</b>	<b>8330.40</b>	<b>7,475.30</b>	<b>8,853.03</b>	<b>10,447.34</b>	<b>12,219.06</b>	<b>14,107.10</b>
<b>六大渠道</b>	经销零售	3370.85	3010.44	3480.41	3,058.49	3,517.26	4,044.85	4,570.68	5,027.75
	经销工程	1872.09	1794.00	2086.58	1,696.15	1,865.76	1,959.05	2,057.01	2,159.86
	经销电商	722.88	802.03	899.24	811.87	933.65	1,073.70	1,234.75	1,401.44
	经销家装	384.53	507.99	957.19	1,045.09	1,410.88	1,904.68	2,504.66	3,214.73
	直销工程	161.81	124.98	257.57	154.66	170.13	195.64	205.43	215.70
	直销电商	95.63	228.04	629.64	696.47	940.23	1,250.51	1,625.66	2,064.59
<b>其他</b>	直销零售	10.22	10.20	17.27	12.18	14.62	18.27	20.10	22.11
	直销家装	0.46	0.00	0.34	0.39	0.50	0.63	0.77	0.93
<b>综合毛利润</b>		<b>2,124.03</b>	<b>2,049.01</b>	<b>2,480.56</b>	<b>2,444.80</b>	<b>2,963.13</b>	<b>3,578.75</b>	<b>4,273.14</b>	<b>5,025.32</b>
<b>综合毛利率</b>		<b>32.10%</b>	<b>31.63%</b>	<b>29.78%</b>	<b>32.71%</b>	<b>33.47%</b>	<b>34.26%</b>	<b>34.97%</b>	<b>35.62%</b>
<b>六大渠道</b>	经销零售	34.93%	32.95%	33.49%	35.49%	36.40%	37.30%	38.20%	39.10%
	经销工程	27.37%	29.39%	22.79%	26.79%	27.43%	28.07%	28.72%	29.36%
	经销电商	27.14%	22.51%	22.83%	26.83%	26.47%	26.10%	25.73%	25.37%
	经销家装	29.62%	33.26%	27.06%	29.56%	29.64%	29.73%	29.82%	29.91%
	直销工程	44.33%	49.39%	32.45%	35.45%	36.36%	37.27%	38.18%	39.09%
	直销电商	50.34%	50.80%	45.38%	45.78%	46.62%	47.47%	48.31%	49.16%
<b>其他</b>	直销零售	39.87%	26.91%	33.08%	36.08%	36.87%	37.65%	38.43%	39.22%
	直销家装	36.50%	29.26%	29.26%	32.26%	32.81%	33.36%	33.90%	34.45%
<b>综合净利润</b>		<b>593.98</b>	<b>597.86</b>	<b>574.09</b>	<b>601.23</b>	<b>772.32</b>	<b>963.40</b>	<b>1249.04</b>	<b>1494.44</b>
<b>综合净利率</b>		<b>8.98%</b>	<b>9.23%</b>	<b>6.89%</b>	<b>8.04%</b>	<b>8.72%</b>	<b>9.22%</b>	<b>10.22%</b>	<b>10.59%</b>
<b>六大渠道</b>	经销零售	10.06%	9.42%	9.89%	9.13%	10.04%	10.94%	12.44%	13.34%
	经销工程	7.12%	10.30%	5.33%	5.31%	5.95%	6.59%	7.84%	8.48%
	经销电商	10.11%	6.57%	8.19%	8.62%	8.26%	7.89%	8.12%	7.76%
	经销家装	4.75%	9.73%	3.46%	3.19%	3.27%	3.36%	4.05%	4.14%
	直销工程	15.54%	10.92%	-27.90%	38.89%	49.80%	50.71%	52.22%	53.13%
	直销电商	4.30%	5.61%	13.03%	9.60%	10.44%	11.29%	12.73%	13.58%
<b>其他</b>	直销零售	10.06%	9.42%	9.89%	12.89%	13.68%	14.46%	15.84%	16.63%
	直销家装	4.75%	9.73%	3.46%	6.46%	7.01%	7.56%	8.70%	9.25%

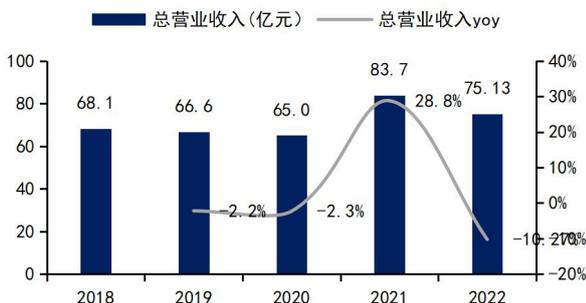
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所预测和整理

## 财务分析：财务风格保守稳健，营运效率高/应收账款低/现金流充足

2022 年公司总营业收入 75.1 元，同比回归负增长（-10.27%）。公司总营收在 2019-2020 年出现小幅下滑，主要受公司产品销售结构变动、市场竞争加剧、新冠疫情冲击、个别客户坏账等因素叠加影响。2022 年总营收再次出现 10.27% 的同比下滑，主要受 2022 年疫情反复对线下门店的不利影响。2022 年公司主营业务收入占营业收入比例 99.49%，营业收入主要源于主营业务的贡献。其他业务收入主要为品牌授权、废料销售、对外出租等产生的收入。

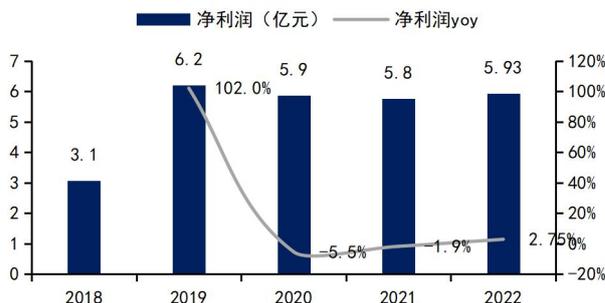
2022 年净利润增速回归正增长，同比增加 2.75%。2020 年净利润下滑 5.5%，主要受营业收入减少影响，营收下降主系当年受疫情影响，公司放宽了经销商折扣提货审批，当年各品类产品的销售单价有所下滑所致。2021 年公司净利润持续下滑至 5.8 亿，同比减少 1.9%；主要是受资产减值损失和信用减值损失以及期间费用同比增加的影响。2022 年净利润增速回归正增长，同比增加 2.75%，主要系公司在前期通过价格政策优化应对原材料上涨，由于年内原材料价格整体平稳，使得产品销售毛利率维持在较高水平所致，其中第四季度疫情因素对净利润有负面影响。

图68: 箭牌家居营业总收入及增速



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图69: 箭牌家居净利润与增速

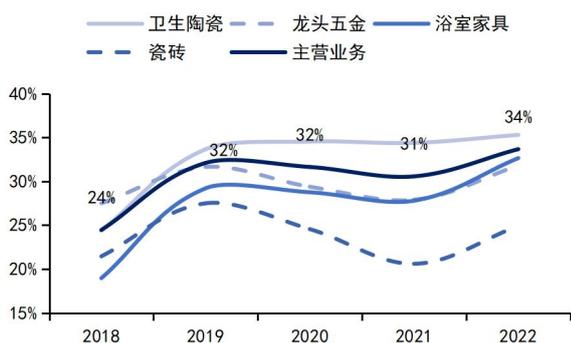


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

**2019年后分品类毛利率提升, 产品毛利结构改善。**2019年低价产品占比快速减少的同时, 各品类毛利率显著提升; 2019-2022年除瓷砖外其余品类毛利率均保持稳定。2022年箭牌主营业务毛利率为33.66%, 显著高于2018年的24%, 较2021年提升3.1pp; 分品类看, 卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖产品毛利率分别为35%/31%/33%/25%, 相比于2018年的24%/27%/19%/21%, 分品类毛利率得到显著改善。

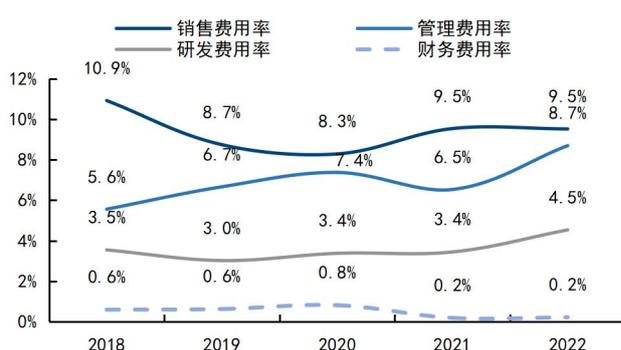
**各项费用投入稳定, 近几年浮动不超过3%。**销售费用率从2018年的10.9%下降至2022年9.5%, 2022年受市场环境和消费情况影响, 公司市场费用投入同比减少。管理费用率在2022年上浮至8.7%, 主要受职工薪酬同比大幅增长影响。2018-2022年间公司研发费用不断增长, 主系为顺应公司智能化发展战略, 满足公司各产品线的新品研发需要。财务费用率仅在2020年出现小幅增加至0.8%, 主系新冠疫情影响下, 公司增加了银行借款融资规模, 使得利息费用有所增加, 同时减少了使用现金结算供应商货款, 当年收取的现金折扣及贴息金额减少所致。

图70: 箭牌家居各产品毛利率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图71: 箭牌家居各项费用率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

**净利率快速增长, 除减值因素外盈利能力显著改善。**2018年箭牌家居净利率约4.5%, 显著低于惠达卫浴的8.9%。随着盈利能力的快速提高, 产品利润结构改善, 2019年快速提升至9.3%, 2021年因计提减值出现小幅波动后再次在2022Q1-3回升至8%; 惠达卫浴净利率在2021年后快速下降, 2021年净利率降至6.1%, 首次低于箭牌家居(6.9%)并持续下滑, 在2022年Q1-3仅达3.5%。

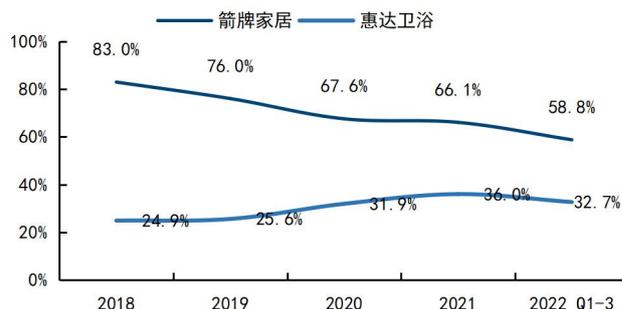
**资产负债率高于同行，但呈下降趋势。**2018年箭牌家居资产负债率达83%，显著高于同行惠达卫浴的24.9%。高负债率主系流动负债数值较大，其中应付账款占比30%以上，主要为原材料采购款、费用款以及设备、工程款项，在2018-2020年间应付账款金额呈显著下降趋势（从18.8亿降至14.4亿）。2019-2022年间，随着箭牌盈利能力持续增强，经营活动净现金流不断改善，内部积累增加，公司负债规模不断减少；同时2019年和2020年，公司增资扩股融资引入投资者，资本结构得到了改善，因此至2022年Q1-3，箭牌资产负债率持续下滑至58.8%，数值仍高于惠达卫浴同期（32.7%），但差距进一步缩小，负债率总体呈下降趋势。

图72：箭牌家居与惠达卫浴净利率



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图73：箭牌家居与惠达卫浴资产负债率



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

**应收账款低，营运效率显著优于同行并持续提升。**2018-2021年，箭牌家居的应收账款周转天数始终保持在15天内，显著低于惠达卫浴（始终60+），流动资金使用效率高于同行。箭牌应收账款周转天数始终维持在较低水平，主要系公司对经销商采用先款后货的销售政策，使得应收账款规模较小所致。2018-2021年，箭牌存货周转天数始终低于惠达卫浴，体现更优的存货管理能力；同时，箭牌存货周转天数从2018年的98天持续下降至2021年的77天，主系期间主要产品客户稳定，销售渠道通畅，存货结构进一步改善。2019-2021年间箭牌1年以上存货占比从31%减小至22%，存货货龄结构显著改善。2021年箭牌家居存货跌价计提比例为11.51%，对于存货跌价准备的计提较为谨慎，显著高于可比公司惠达卫浴的2.19%和行业平均4.16%。箭牌家居与惠达卫浴的减价计提标准相同，均是通过测算期末存货成本与可变现净值孰低来计量。

图74：箭牌家居与惠达卫浴应收账款周转天数



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图75：箭牌家居与惠达卫浴存货周转天数



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

表 25: 箭牌家居与惠达卫浴存货减价相关测算

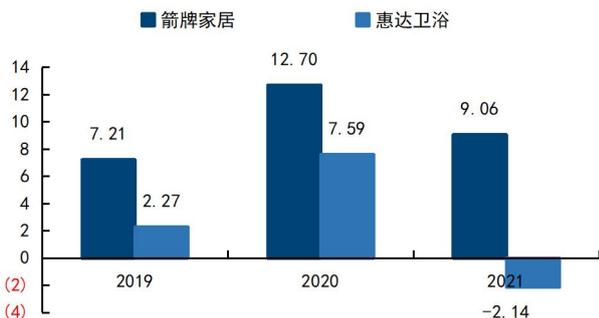
		2019	2020	2021
存货货龄结构	箭牌家居	1 年以上存货占比 31.29%	1 年以上存货占比 30.81%	1 年以上存货占比 22.06%
	惠达卫浴	-	-	-
存货跌价计提比例	箭牌家居	14.05%	11.98%	11.51%
	惠达卫浴	2.54%	1.96%	2.19%
	行业	4.48%	4.59%	4.16%
减价计提标准	箭牌家居	存货期末按照成本与可变现净值孰低计量,当存货的可变现净值低于成本时,计提存货跌价准备。		
	惠达卫浴	年末对存货进行全面清查后,按存货的成本与可变现净值孰低提取或调整存货跌价准备。		

资料来源:招股说明书,国信证券经济研究所整理

**财务风格保守,经营性现金流充足。**基于稳健保守的财务风格,2019-2021 年,箭牌家居经营性现金流净额维持在 7.2 亿元以上,经营性现金流充足,现金流情况显著好于惠达卫浴;惠达卫浴于 2021 年出现净流出 2.14 亿元。

**ROE 显著优于同行,波动后趋于稳定。**2018-2022 年 Q1-3 间,箭牌家居 ROE 保持 19%+,显著高于惠达卫浴(始终低于 10%)。2018 年箭牌 ROE 为 23.7%,2019 年增加至 34.7%,随后主要受到负债率降低,以及 2021 年计提减值的影响,ROE 下滑至 2021 年 19.4%,但仍好于同行。2022 年 Q1-3 公司 ROE 为 19.8%,未来随盈利能力和营运效率的持续提升,ROE 有望进一步提升。

图 76: 箭牌家居与惠达卫浴经营性现金流净额



资料来源:ifind,国信证券经济研究所整理

图 77: 箭牌家居与惠达卫浴 ROE



资料来源:ifind,国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

按假设前提,我们预计公司未来 3 年年归母净利润分别为 7.41/9.53/12.11 亿元,同比增速 25.0%、28.5%和 27.1%;EPS 为 0.77/0.99/1.25 元。

**收入:** 预计 2023-2025 年的收入分别为 88.93/104.89 和 122.63 亿元,同比增速 18.4%、17.9%、16.9%。

1) 高占比渠道:经销零售系公司最主要渠道,预计 2023~2025 年收入分别增长 15%/15%/13%。经销工程为公司第二大销售渠道,预计 2023~2025 年收入分别增长 10%/5%/5%,增速在回正后逐步放缓。经销零售与经销工程渠道已较为成熟,且基数较大,故给予中等增速。

2) 成长性渠道:经销家装预计 2023~2025 年收入分别增长 35%/35%/32%;直销电

商预计 2023~2025 年收入分别增长 35%/33%/30%。在家具渠道流量前置和多元化的趋势下，家装成为卫浴行业新兴重点渠道；疫情后消费场景的变化，电商渠道增长明显，同时公司加大对直销电商的投入，故给予经销家装与直销电商较高增速。

3) 经销电商预计 2023~2025 年收入分别增长 15%/15%/15%；直销工程预计 2023~2025 年收入分别增长 10%/15%/5%。电商与工程渠道属大趋势下行业渠道变革方向，但公司更注重通过一系列的支持政策协助经销商拓展工程业务，而非自主开发工程业务；更注重对直营电商的投入，而非经销电商，故给予直营工程和经销电商中等增速。

**毛利率：预计 2023~2025 年分别为 33.2%/33.9%/34.6%。**

考虑到公司业务稳步发展，各类产品销售渠道格局基本稳定，线上渠道处于扩张期，我们预计各渠道毛利率基本维持稳定；同时公司产品价格带上移，产品毛利提高，部分渠道毛利率可能小幅上升。体量前三的渠道经销零售/经销工程/经销电商未来三年毛利率分别为 36.4%/37.3%/38.2%左右；27.4%/28.1%/28.7%左右；26.5%/26.1%/25.7%左右。

表 26: 箭牌家居盈利拆分

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入 (百万元)	合计	6477.68	8330.40	7,475.30	8,853.03	10,447.34	12,219.06	
	六大渠道	经销零售	3010.44	3480.41	3,058.49	3,517.26	4,044.85	4,570.68
		经销工程	1794.00	2086.58	1,696.15	1,865.76	1,959.05	2,057.01
		经销电商	802.03	899.24	811.87	933.65	1,073.70	1,234.75
		经销家装	507.99	957.19	1,045.09	1,410.88	1,904.68	2,504.66
		直销工程	124.98	257.57	154.66	170.13	195.64	205.43
		直销电商	228.04	629.64	696.47	940.23	1,250.51	1,625.66
	其他	直销零售	10.20	17.27	12.18	14.62	18.27	20.10
直销家装		0.00	0.34	0.39	0.50	0.63	0.77	
营收占比	线上渠道占比	16%	18%	20%	21%	22%	23%	
	六大渠道	经销零售	46%	42%	39%	40%	39%	37%
		经销工程	28%	25%	24%	21%	19%	17%
		经销电商	12%	11%	12%	11%	10%	10%
		经销家装	8%	11%	13%	16%	18%	20%
		直销工程	2%	3%	3%	2%	2%	2%
		直销电商	4%	8%	9%	11%	12%	13%
	其他	直销零售	0%	0%	0%	0%	0%	0%
直销家装					40%	39%	37%	
YoY	合计	-2%	29%	-8%	18%	18%	17%	
	六大渠道	经销零售	-11%	16%	-14%	15%	15%	13%
		经销工程	-4%	16%	-13%	10%	5%	5%
		经销电商	11%	12%	4%	15%	15%	15%
		经销家装	32%	88%	2%	35%	35%	32%
		直销工程	-23%	106%	-10%	10%	15%	5%
		直销电商	138%	176%	5%	35%	33%	30%
	其他	直销零售	0%	69%	0%	20%	25%	10%
直销家装		36%	111%	13%	30%	25%	23%	
毛利率	合计	31.5%	30.1%	32.8%	33.2%	33.9%	34.6%	
	六大渠道	经销零售	33.0%	33.5%	35.5%	36.4%	37.3%	38.2%
		经销工程	29.4%	22.8%	26.8%	27.4%	28.1%	28.7%

	经销电商	22.5%	22.8%	26.8%	26.5%	26.1%	25.7%
	经销家装	33.3%	27.1%	29.6%	29.6%	29.7%	29.8%
	直销工程	49.4%	32.4%	35.4%	36.4%	37.3%	38.2%
	直销电商	50.8%	45.4%	45.8%	46.6%	47.5%	48.3%
其他	直销零售	26.9%	33.1%	36.1%	36.9%	37.6%	38.4%
	直销家装		29.3%	32.3%	32.8%	33.4%	33.9%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

### 费用率：

- 1) 销售费用率：考虑到公司新产品、新品牌的营销投入，以及国民品牌形象的打造，假设未来三年销售费用率继续维持较高投入水平，分别为 9.4%/9.3%/9.2%。
- 2) 管理费用率：考虑公司业务规模的快速增长，管理团队相应扩容；同时对员工股权激励的摊销，我们假设未来三年管理费用率会上浮后逐步下降，未来三年分别为 8.6%/8.5%/8.4%。
- 3) 研发费用率：考虑到公司将继续丰富产品矩阵，提高智能产品性能，研发投入增加，我们假设未来三年研发费用率分别为 4.5%/4.4%/4.4%。
- 4) 财务费用率：外部投资者增资后，公司流动资金相对充裕，短期借款到期偿还后会减少短期借款规模，故我们假设财务费用率会维持在较低水平，未来三年分别为 0.2%/0.2%/0.2%。

表 27：箭牌家居盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	-2.2%	-2.3%	28.8%	-10.3%	18.4%	17.9%	16.9%
毛利率	32.5%	31.5%	30.1%	32.8%	33.2%	33.9%	34.6%
销售费用率	8.7%	8.3%	9.5%	9.5%	9.4%	9.3%	9.2%
管理费用率	6.7%	7.4%	6.5%	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%
研发费用率	3.0%	3.4%	3.4%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%
财务费用率	0.6%	0.8%	0.2%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 未来三年业绩预测

预计 2023-2025 年的收入分别为 88.93/104.89/122.63 亿元，同比增速 18.4%、17.9%、16.9%；预计 2023-2025 年的净利润分别为 7.41/9.53/12.11 亿元，同比增速 25.0%、28.5%和 27.1%；EPS 为 0.77/0.99/1.25 元。

表 28：箭牌家居盈利预测及市场重要数据

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,513	8,893	10,489	12,263
(+/-%)	-10.3%	18.4%	17.9%	16.9%
净利润(百万元)	593	741	953	1211
(+/-%)	2.8%	25.0%	28.5%	27.1%
每股收益(元)	0.61	0.77	0.99	1.25
EBIT Margin	9.0%	9.7%	10.6%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	12.5%	13.7%	15.1%	16.4%
市盈率 (PE)	32.2	25.7	20.0	15.8
EV/EBITDA	24.6	19.4	15.5	13.0
市净率 (PB)	4.03	3.52	3.03	2.58

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测情景分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司 2023~2025 年净利润分别为 7.54/9.72/12.39 亿元；2) 中性假设下，公司 2023~2025 年净利润分别为 7.41/9.53/12.11 亿元；3) 悲观假设下，公司 2023~2025 年净利润分别为 7.04/8.86/11.04 亿元。

表 29：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	8,373	7,513	8,934	10,586	12,430
(+/-%)	28.8%	-10.3%	18.9%	18.5%	17.4%
净利润(百万元)	577	593	754	972	1239
(+/-%)	-1.9%	2.8%	27.1%	28.9%	27.5%
摊薄 EPS	0.66	0.61	0.78	1.01	1.28
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	8,373	7,513	8,893	10,489	12,263
(+/-%)	28.8%	-10.3%	18.4%	17.9%	16.9%
净利润(百万元)	577	593	741	953	1211
(+/-%)	-1.9%	2.8%	25.0%	28.5%	27.1%
摊薄 EPS(元)	0.66	0.61	0.77	0.99	1.25
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	8,373	7,513	8,686	10,011	11,450
(+/-%)	28.8%	-10.3%	15.6%	15.3%	14.4%
净利润(百万元)	577	593	704	886	1104
(+/-%)	-1.9%	2.8%	18.7%	25.9%	24.6%
摊薄 EPS	0.66	0.61	0.73	0.92	1.14
总股本(百万股)	869	966	966	966	966

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 25.0~27.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：25.0~29.5 元

公司在卫浴行业、卫生陶瓷行业市占率领先，龙头优势明显。卫浴行业成长性在于替换需求与产品智能化升级共同支撑卫浴行业规模增长；智能坐便器行业渗透率提升驱动行业快速增长。公司成长性在于渠道及品类多元化，产品升级及智能化带动收入增长；产品结构改善、渠道结构改善、自产比例提升拉动毛利率和净利率增长。

我们预计公司未来收入和净利润端保持一定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表30：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	-2.2%	-2.3%	28.8%	-10.3%	18.4%	17.9%	16.9%	15.4%
毛利/营业收入	32.5%	31.5%	30.1%	32.8%	33.2%	33.9%	34.6%	35.3%
管理费用/营业收入	6.7%	7.4%	6.5%	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%	8.4%
销售费用/销售收入	8.7%	8.3%	9.5%	9.5%	9.4%	9.3%	9.2%	9.1%
营业税及附加/营业收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税税率	11.0%	12.2%	9.3%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率		88.3%	8.3%	11.2%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表31：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	15.00%
无风险利率	3.00%	Ka	10.80%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.27
公司股价（元）	19.76	Ke	11.26%
发行在外股数（百万）	966	E/(D+E)	93.49%
股票市值(E, 百万元)	19081	D/(D+E)	6.51%
债务总额(D, 百万元)	1329	WACC	10.82%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 25.0~29.5 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表32：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.8%	10.3%	10.82%	11.3%	11.8%
永续 增长 率变 化	2.5%	37.52	34.50	31.86	29.53	27.47
	2.0%	35.79	33.04	30.61	28.47	26.55
	<b>1.5%</b>	34.27	31.75	<b>29.51</b>	27.51	25.72
	1.0%	32.93	30.59	28.51	26.65	24.97
	0.5%	31.72	29.56	27.61	25.87	24.29

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：24.7~27.6 元

箭牌家居系我国卫浴行业龙头企业，我们选取业务有可比性的定制家居、软体家具、卫浴公司作比较。

未来 12 个月预测 PE 估值横向来看，近两年家居标的估值中枢在 20xPE 左右，我们主要参考定制家居行业龙头欧派家居的估值中枢为 28x；民用电工行业龙头公牛集团 2020/2021/2022 未来 12 个月预测 PE 的中枢分别为 36/35/24x，净利润增速分别为 0.4%/20%/11%。2022 年家居板块作为地产后周期板块，主要受到地产链整体基本面和预期的影响，估值下滑至历史低位。

我们认为卫浴行业相较于其他传统家居行业来说，成长性较高，主要基于卫浴智

能化渗透率快速提升；此外竞争格局好，集中度相对较高，且头部玩家以海外品牌为主，国产替代趋势加速。从公司角度看，公司渠道和品类均有快速增长的部分，量价、收入、利润率均有望提升，业绩成长性与同类公司相比较高，未来三年净利润有望实现 27% 的复合增速。

我们看好箭牌家居在传统业务强大的竞争实力以及新业务上的成长空间，以及未来消费复苏和地产回暖使得整个家居板块估值中枢修复，主要参考同业中欧派家居、公牛集团估值，以及未来净利润较快的复合增速，给予箭牌家居 2024 年 25-28x PE，对应 24.7~27.6 元的合理估值区间。

表 33: 可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
001322	箭牌家居	买入	19.8	0.7	0.6	0.8	1.0	29.9	32.4	25.7	20.0
<b>同类公司</b>											
603195	公牛集团	买入	151.6	4.6	5.2	6.0	7.0	32.7	29.4	25.2	21.7
603833	欧派家居	买入	123.8	4.4	4.5	5.2	6.1	28.1	27.7	23.6	20.2
603816	顾家家居	买入	41.0	2.7	2.2	2.5	2.9	15.5	18.8	16.6	14.1
002572	索菲亚	买入	20.4	0.1	1.2	1.4	1.6	156.9	17.4	14.4	12.4
603801	志邦家居	买入	33.9	1.6	1.8	2.1	2.4	20.9	19.2	16.5	14.0
300616	尚品宅配	买入	23.9	0.5	0.7	1.1	1.3	53.1	32.8	22.7	18.1
603008	喜临门	买入	29.5	1.5	1.5	1.7	2.1	20.4	20.2	17.1	14.2
603208	江山欧派	增持	61.6	2.5	0.7	2.7	3.2	25.1	93.3	23.1	19.4
1999	敏华控股	无评级	6.1	0.5	0.7	0.8	0.9	13.3	9.2	7.6	7.2
603313	梦百合	无评级	10.6	-0.6	0.4	0.7	0.9	-18.7	29.7	15.4	7.2
603818	曲美家居	无评级	6.5	0.3	0.4	0.7	0.9	20.8	16.7	9.5	6.9
301061	匠心家居	无评级	31.7	4.6	2.6	2.9	3.6	6.9	12.3	11.0	8.8
603180	金牌厨柜	无评级	37.2	2.3	2.4	2.7	3.3	16.1	15.7	13.6	11.2
603898	好莱客	无评级	11.5	0.2	1.4	1.1	1.3	54.6	8.1	10.2	8.9
603992	松霖科技	无评级	17.4	0.8	0.8	1.0	1.4	23.2	21.8	18.1	12.4
603408	建霖家居	无评级	12.0	0.8	1.0	1.2	1.3	14.2	11.9	10.4	9.0
002790	瑞尔特	无评级	9.1	0.3	0.5	0.6	0.7	26.9	18.3	15.0	12.4

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

注: 无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

## 投资建议

公司渠道成长性在于经销零售渠道加大下沉渠道布局，同时直营电商、经销家装渠道维持较快增速。品类成长性在于智能产品，尤其是智能座便器产品伴随行业发展快速增长，以及其他智能产品如恒温花洒、智能镜柜等 sku 的丰富，带动公司收入增长及毛利率、客单价提升。

我们看好智能卫浴行业发展，公司营收增长带动市占率提升，以及盈利能力改善。预计 2023-2025 年的收入分别为 88.93/104.89/122.63 亿元，同比增速 18.4%、17.9%、16.9%；预计 2023-2025 年的净利润分别为 7.41/9.53/12.11 亿元，同比增速 25.0%、28.5%和 27.1%；首次覆盖给予“买入”评级，根据相对估值和绝对估值方法给予合理估值区间 25.0~27.6 元，合理估值对应 2024 年 25~28x PE。

## 风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

### 估值的风险

我们采取绝对估值相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为3.0%、风险溢价6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为1.5%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,同时考虑公司增发的因素、公司成长性,对行业平均动态PE进行修正,最终给予公司25-28倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对量价、品类扩张、渠道拓展、财务比率的假设。其中涉及的公司销量与售价、品类扩张速度、渠道拓展进度等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

### 经营风险

公司在新市场的进入、培育、扩张上可能无法适应新的环境与挑战,导致扩张受阻,无法支撑量价成长。

公司研发和推出的产品存在不能适应市场需求,导致销量和价格下降、品牌影响力减弱的可能。

公司成本主要为多种原材料,其中一类或者多种原材料价格大幅上涨将对公司成本产生压力。若原材料价格上涨速度过快或幅度过大,销售端无法有效对冲,则可能会使公司利润率低于我们预期并产生大幅波动。

公司可能无法如我们预期那样持续有效提高管理运营效率,优化各类成本与费用,导致费用率高于我们预期,从而使得盈利预测和实际结果产生偏差。

### 财务风险

公司可能失去政府补助等非经常性收入,对盈利产生负面影响。

公司的应收账款可能因下游大客户或经销商无法付款而造成损失,存在坏账风险。

### 行业风险

卫浴行业市场竞争激烈，且泛家居行业逐渐融合，以及部分互联网平台加入家装业务竞争，带来竞争进一步加剧交错。

### 市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1562	1900	2663	3102	4134	营业收入	8373	7513	8893	10489	12263
应收款项	431	452	496	586	702	营业成本	5856	5046	5937	6934	8021
存货净额	1389	1379	1479	1721	2041	营业税金及附加	85	82	89	105	121
其他流动资产	141	117	141	169	194	销售费用	799	715	838	979	1133
<b>流动资产合计</b>	<b>3523</b>	<b>3848</b>	<b>4780</b>	<b>5577</b>	<b>7072</b>	管理费用	580	694	804	932	1073
固定资产	3810	4895	5484	6097	6640	研发费用	288	341	399	466	539
无形资产及其他	954	950	912	874	836	财务费用	16	16	16	19	23
投资性房地产	470	372	372	372	372	投资收益	11	9	4	5	6
长期股权投资	13	14	14	14	15	资产减值及公允价值变动	(84)	(203)	(23)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8770</b>	<b>10079</b>	<b>11563</b>	<b>12934</b>	<b>14934</b>	其他收入	(216)	(138)	32	59	63
短期借款及交易性金融负债	252	420	100	100	200	营业利润	629	694	871	1119	1422
应付款项	3414	2734	3440	3859	4446	营业外净收支	6	0	0	0	0
其他流动负债	1099	811	1210	1270	1454	<b>利润总额</b>	<b>636</b>	<b>694</b>	<b>871</b>	<b>1119</b>	<b>1422</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4765</b>	<b>3965</b>	<b>4750</b>	<b>5229</b>	<b>6101</b>	所得税费用	59	101	131	168	213
长期借款及应付债券	892	1229	1229	1229	1229	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	139	142	162	182	202	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>577</b>	<b>593</b>	<b>741</b>	<b>953</b>	<b>1211</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1030</b>	<b>1371</b>	<b>1391</b>	<b>1411</b>	<b>1431</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>5795</b>	<b>5336</b>	<b>6141</b>	<b>6640</b>	<b>7532</b>	净利润	577	593	741	953	1211
少数股东权益	7	6	5	4	2	资产减值准备	21	(62)	14	5	4
股东权益	2968	4737	5417	6290	7401	折旧摊销	279	317	435	551	627
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8770</b>	<b>10079</b>	<b>11563</b>	<b>12934</b>	<b>14934</b>	公允价值变动损失	(86)	57	0	0	0
						财务费用	16	16	16	19	23
关键财务与估值指标						营运资本变动	34	(915)	971	146	333
每股收益	0.66	0.61	0.77	0.99	1.25	其它	(22)	62	(15)	(6)	(6)
每股红利	0.05	0.07	0.06	0.08	0.10	<b>经营活动现金流</b>	<b>803</b>	<b>51</b>	<b>2146</b>	<b>1648</b>	<b>2169</b>
每股净资产	3.42	4.91	5.61	6.51	7.66	资本开支	0	(1242)	(1001)	(1131)	(1137)
ROIC	20%	11%	12%	15%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	19%	13%	14%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>(1242)</b>	<b>(1002)</b>	<b>(1130)</b>	<b>(1137)</b>
毛利率	30%	33%	33%	34%	35%	权益性融资	0	1177	0	0	0
EBIT Margin	10%	9%	10%	11%	12%	负债净变化	496	337	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	15%	16%	17%	支付股利、利息	(48)	(66)	(61)	(79)	(100)
收入增长	29%	-10%	18%	18%	17%	其它融资现金流	(1589)	(188)	(320)	0	100
净利润增长率	-2%	3%	25%	28%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(692)</b>	<b>1530</b>	<b>(382)</b>	<b>(79)</b>	<b>(0)</b>
资产负债率	66%	53%	53%	51%	50%	<b>现金净变动</b>	<b>113</b>	<b>338</b>	<b>763</b>	<b>439</b>	<b>1032</b>
息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	1449	1562	1900	2663	3102
P/E	30.3	32.7	26.2	20.4	16.0	货币资金的期末余额	1562	1900	2663	3102	4134
P/B	5.9	4.1	3.6	3.1	2.6	企业自由现金流	0	(1262)	1140	511	1026
EV/EBITDA	21.6	24.9	19.7	15.7	13.2	权益自由现金流	0	(1113)	787	490	1112

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032