

箭牌家居 (001322)

智能化持续渗透，国产卫浴龙头加速崛起

增持 (首次)

2023年07月02日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,513	8,760	10,022	11,229
同比	-10%	17%	14%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	593	707	853	997
同比	3%	19%	21%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.61	0.73	0.88	1.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.26	22.87	18.96	16.21

关键词: #消费升级

投资要点

- 箭牌家居创始于1994年，已发展成为国产卫浴领军企业，旗下箭牌、法恩莎、安华三大品牌覆盖不同消费群体。公司未来产品朝向智能化发展，同时深入推进全渠道营销，品牌影响力持续提升。
- 产品智能化、套系化升级，全渠道营销扩展渠道纵深。1) 产品及品牌: 产品体系齐全，加大智能化和套系化开发提升客单价。公司在巩固陶瓷卫浴产品的优势同时，优化产品结构发展智能化，加强相关品类配套提升客单价。2) 渠道: 公司经销+分销体系优势突出，掌握行业优质经销资源。2022年底公司ARROW箭牌、FAENZA法恩莎、ANNWA安华三个品牌的经销商分别为1105家、450家、425家，终端门店网点合计13378家，经销范围覆盖全国。未来公司继续加强线上线下、直销经销全渠道营销。3) 产能: 加码智能家居投入，扩充龙头五金产能降低OEM比例。公司募投项目重点拓展龙头五金产能，降低OEM占比，同时加大智能化投入，将智能家居作为公司业务发展重心之一。
- 智能马桶渗透空间仍大，直营电商渠道快速发展驱动盈利提升: 1) 智能产品加速发展: 从日本的发展经验来看，日本智能坐便器渗透率从1992年的14.2%提升到2021年的80.3%，我国智能坐便器渗透率提升空间仍大。公司在智能家居业务上已具备相当规模，智能马桶2022年收入13.89亿元，同比下降约1%。2) 直营电商渠道快速增长: 得益于公司在电商渠道的投入和推广，公司直营电商渠道占比从2019年的1.42%提升到2022年的9.27%，直营电商渠道毛利率水平在48%-50%，远远高于其他渠道。同时，线下经销渠道公司不断推动专卖店优化升级和渠道下沉布局，全渠道营销共同发展。
- 盈利预测与投资评级: 公司是国内卫浴龙头，在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。公司积极应对行业趋势变化发展智能化家居产品品类，智能坐便器等品类快速放量，未来公司有望借助产品智能化优化产品结构、产品销售套系化带动客单价提升、渠道线上化和精细化运作进一步夯实公司在卫浴行业的核心竞争力。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.07/8.53/9.97亿元，对应PE分别为23X/19X/16X。考虑到公司未来智能家居发展潜力较大，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示: 下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.74
一年最低/最高价	13.31/25.35
市净率(倍)	3.41
流通 A 股市值(百万元)	1,617.24
总市值(百万元)	16,164.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.91
资产负债率(% ,LF)	49.04
总股本(百万股)	965.61
流通 A 股(百万股)	96.61

相关研究

内容目录

1. 箭牌家居：国产卫浴龙头，发展智慧家居全产业链	4
1.1. 产品体系齐全，打造综合性智慧家居品牌	4
1.2. 盈利能力回升，经销模式为主运营效率较高	5
1.3. 股权结构稳定集中	6
2. 行业：国产品牌份额有望提升，产品持续迭代升级	7
2.1. 卫浴行业：本土企业品牌认知度逐步提升，智能化趋势渗透加快	7
2.1.1. 卫生洁具：本土品牌逐渐向中高端市场进军，产品套系化、智能化发展	7
2.1.2. 龙头五金：国内企业 OEM/ODM 模式为主，技术及制造能力逐步提升	8
2.2. 智能化：智能产品渗透率提升潜力大，龙头加快布局	8
3. 箭牌：产品智能化、套系化升级，全渠道营销扩展渠道纵深	10
3.1. 品牌及产品：品牌知名度高，智能产品占比提升带动盈利优化	10
3.1.1. 产品体系齐全，加大套系化产品开发和销售提升客单价	10
3.1.2. 把握智能家居快速发展机遇，加快智能产品发展	12
3.2. 渠道：深入推进全渠道营销，家装、电商渠道发展速度较快	14
3.2.1. 经销渠道：经销+分销体系优势突出，家装渠道快速增长	16
3.2.2. 直销渠道：直营电商渠道快速增长，直营工程渠道客户结构优化	18
3.3. 产能：加码智能家居投入，扩充龙头五金产能降低 OEM 比例	19
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1. 盈利预测假设	21
4.2. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1:	箭牌家居集团产品线发展历程.....	4
图 2:	箭牌家居旗下三大品牌具有不同的市场定位.....	4
图 3:	箭牌家居营业收入及增速情况.....	5
图 4:	箭牌家居归母净利润及增速情况.....	5
图 5:	箭牌家居分产品毛利率情况.....	5
图 6:	箭牌家居期间费用率情况.....	5
图 7:	箭牌家居分产品业务结构.....	6
图 8:	箭牌家居分区域业务结构.....	6
图 9:	公司经营性现金流量净额及净现比情况.....	6
图 10:	公司销售毛利率及销售净利率变动情况.....	6
图 11:	箭牌家居股权结构图（截至 2022 年末）.....	7
图 12:	智能坐便器精装渗透率快速提升.....	9
图 13:	智能马桶盖及一体机线上销售规模及变动.....	10
图 14:	智能马桶盖及一体机线上销售数量及变动.....	10
图 15:	日本智能坐便器普及率变动情况.....	10
图 16:	日本智能坐便器保有量变动情况（台/100 户）.....	10
图 17:	箭牌家居产品体系一览图.....	11
图 18:	箭牌家居智能坐便器收入及占比.....	13
图 19:	箭牌家居坐便器单价变动情况.....	13
图 20:	箭牌家居研发费用及研发费率.....	14
图 21:	箭牌家居技术合作伙伴.....	14
图 22:	箭牌家居渠道结构一览.....	15
图 23:	箭牌家居分渠道毛利率情况一览.....	16
图 24:	箭牌家居家装合作伙伴（部分）.....	17
图 25:	箭牌家居电商渠道销售规模变动（百万元）.....	18
图 26:	箭牌家居电商平台费用及占销售费用比重.....	18
图 27:	箭牌家居十大生产基地.....	19
图 28:	箭牌家居 OEM 品类占比情况.....	20
图 29:	箭牌家居龙头五金产品外协占比持续提升.....	20
图 30:	箭牌家居自产产品成本构成情况.....	21
表 1:	龙头花洒和卫浴配件行业内企业类型及特点.....	8
表 2:	2018-2021 年公司产品配套率情况（以销量计算，相对于坐便器+蹲便器）.....	11
表 3:	箭牌家居主要产品单价变动情况.....	12
表 4:	箭牌家居产品技术发展史.....	12
表 5:	卫浴瓷砖企业渠道结构变动情况.....	14
表 6:	箭牌家居各类型终端门店划分标准.....	16
表 7:	经销商超额完成任务后奖励比例和次年折扣率计算方式.....	17
表 8:	公司募投项目规划情况.....	19
表 9:	箭牌家居分业务预测.....	21
表 10:	可比公司估值比较（截至 2023 年 6 月 30 日）.....	23

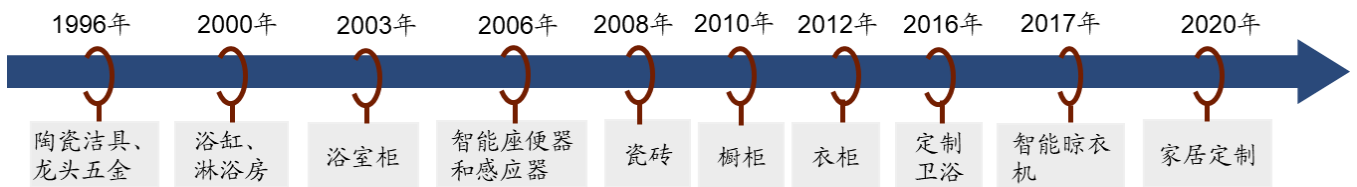
1. 箭牌家居：国产卫浴龙头，发展智慧家居全产业链

1.1. 产品体系齐全，打造综合性智慧家居品牌

箭牌家居创始于 1994 年，历经二十多年发展，目前公司已成为集研发、生产、销售与服务于一体的大型现代化制造企业。公司产品品类范围覆盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱衣柜等全系列家居产品，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 10000 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。

图1：箭牌家居集团产品线发展历程



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司旗下的主要产品品牌包括 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华，三个品牌具有不同的市场定位：ARROW 箭牌品牌定位为全球智慧家居大家；FAENZA 法恩莎，品牌定位为高端艺术生活品牌；ANNWA 安华品牌定位为年轻时尚的卫浴品牌。三个品牌的设计、功能和推广方式等进行区隔，从而可以覆盖更多的消费群体。三个品牌产品涵盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱衣柜等全系列家居产品。

图2：箭牌家居旗下三大品牌具有不同的市场定位

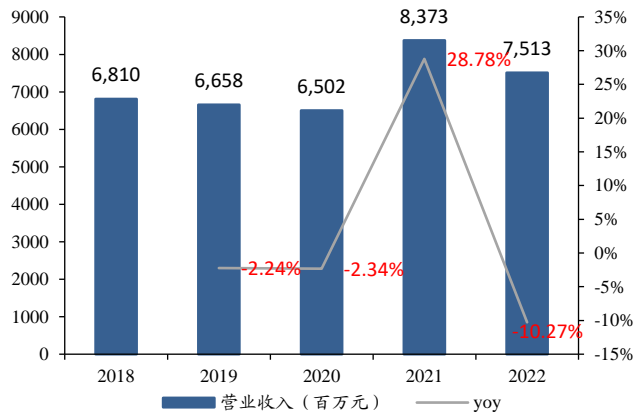
标识	品牌愿景	品牌定位
	智慧家居	ARROW箭牌创建于1994年，致力于改善家居生活品质、创新智慧生活空间，历经二十多年的快速发展，已逐步成长为具有较高知名度的民族卫浴品牌，正在向国际一流智慧家居品牌金发。2008年，国家工商行政管理总局认定ARROW商标为驰名商标。
	艺术家居	FAENZA法恩莎创建于1999年，致力于引领国际化的艺术家居生活方式，营造生活仪式感，提供艺术与生活统一的产品和服务。2011年，国家工商行政管理总局商标局认定FAENZA商标为驰名商标。
	时尚家居	ANNWA安华创建于2003年，致力于打造年轻时尚的生活方式，通过产品的智能科技、时尚设计、人性化功能和优质服务，成为更懂年轻人的时尚家居品牌。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 盈利能力回升，经销模式为主运营效率较高

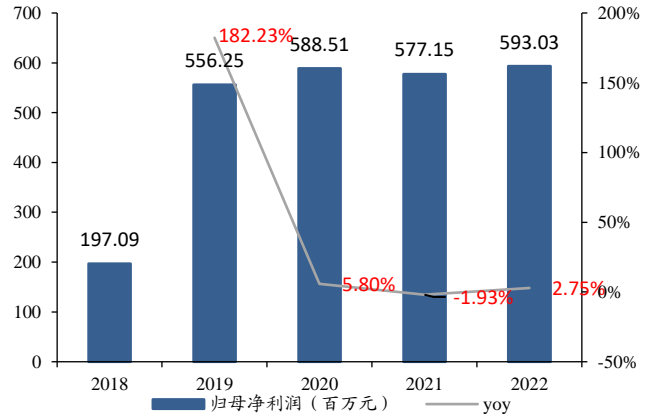
营收小幅下降，盈利能力回升。公司 2022 年实现营收 75.13 亿元，同比下降 10.27%，主要是受房地产行业下行、疫情扰动影响家装消费等因素影响；归母净利 5.93 亿元，同比增长 2.75%，盈利能力已有修复。

图3：箭牌家居营业收入及增速情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

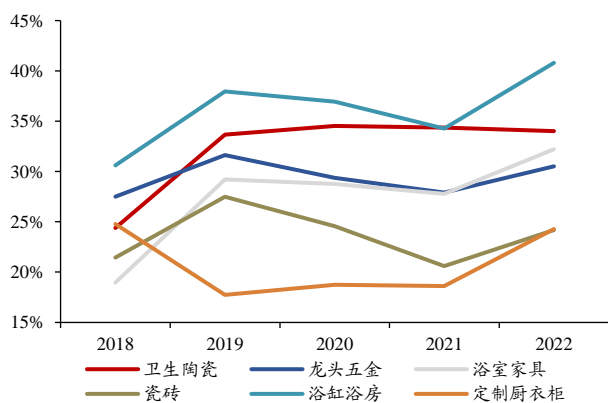
图4：箭牌家居归母净利润及增速情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

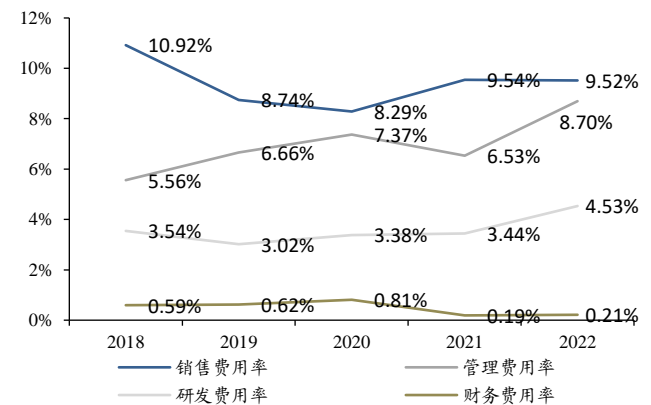
提价落实及产品结构优化，22年毛利率水平回升。公司卫生陶瓷产品 2022 年毛利率为 34.03%，总体保持稳定，贡献了公司 37.26%的毛利。2022 年龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱衣柜毛利率分别为 30.50%、32.21%、24.17%、40.80%、24.27%，同比均有所改善。由于公司在 2021 年下半年进行了提价使得产品销售单价提升，同时产品结构持续优化，2022 年公司销售毛利率回升至 32.85%，同比提升 2.79pct。期间费用率方面，公司费用总体保持稳定，2022 年期间费用率有所增长，主要系疫情及地产景气压力之下收入下滑费用摊薄减少。

图5：箭牌家居分产品毛利率情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图6：箭牌家居期间费用率情况

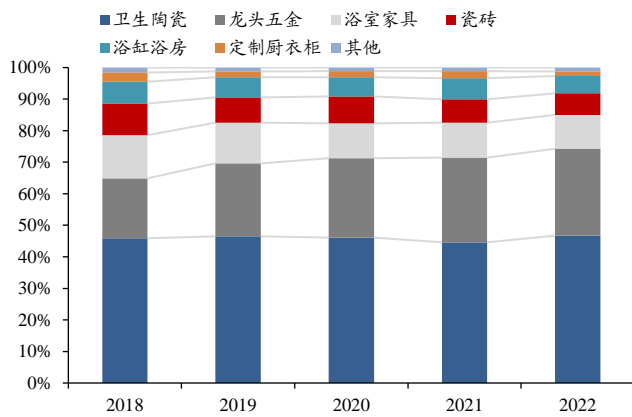


数据来源：WIND，东吴证券研究所

卫生陶瓷、龙头五金为主要业务，华南及华东区域业务占比较高。从业务结构来看，1) 分业务看，2022 年公司卫生陶瓷业务占比 46.71%，近年来占比保持稳定；龙头五金产品方面随着公司加大产品体系开拓及新兴渠道拓展，收入快速增长，其收入占比由

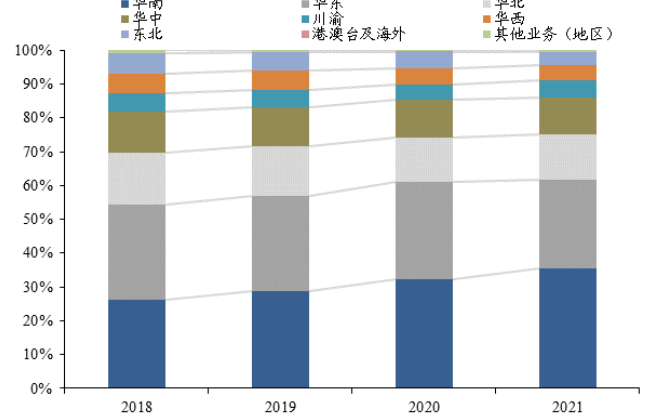
2018 年的 18.96% 快速提升至 2022 年的 27.55%。2) 分区域看, 公司华南区域收入占比最高, 2021 年达到 35.57%, 其次华东、华北、华中区域占比分别为 26.04%、13.38% 和 11.07%。

图7: 箭牌家居分产品业务结构



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

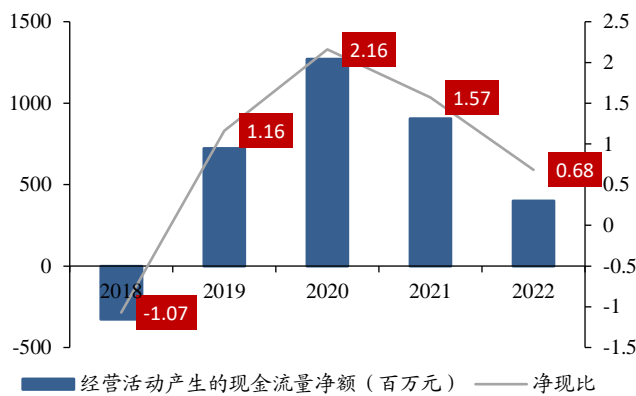
图8: 箭牌家居分区域业务结构



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

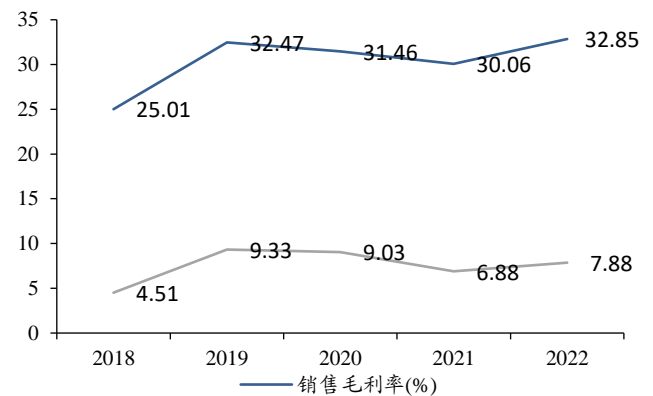
公司业务模式以零售经销模式为主, 因此现金流状况好于工程业务占比较高的公司。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 4.01 亿元, 同比下滑 55.77%, 主要系 2022 年支付给供应商的商业票据付款期限缩短和市场费用兑现增加所致。

图9: 公司经营性现金流量净额及净现比情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图10: 公司销售毛利率及销售净利率变动情况

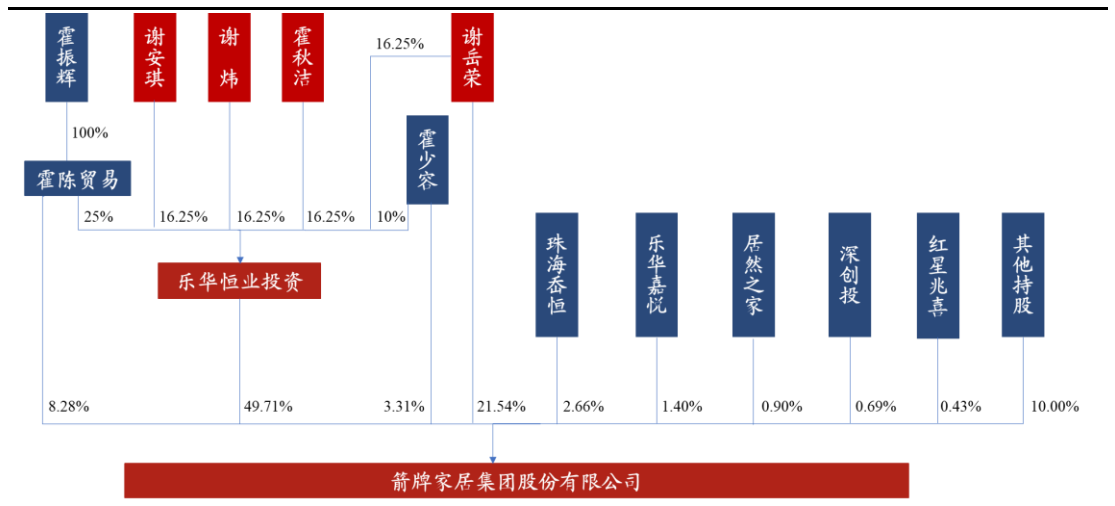


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

1.3. 股权结构稳定集中

股权结构稳定集中。公司董事长谢岳荣直接持有公司 21.54% 的股份, 公司实际控制人为谢岳荣、霍秋洁、谢安琪和谢炜, 其中谢岳荣和霍秋洁为夫妻关系, 谢安琪为谢岳荣与霍秋洁之女, 谢炜为谢岳荣与霍秋洁之子, 四人通过乐华恒业投资控制公司 49.71% 的股份, 四人合计控制公司 71.25% 的股份。

图11: 箭牌家居股权结构图 (截至 2022 年末)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2. 行业: 国产品牌份额有望提升, 产品持续迭代升级

2.1. 卫浴行业: 本土企业品牌认知度逐步提升, 智能化趋势渗透加快

2.1.1. 卫生洁具: 本土品牌逐渐向中高端市场进军, 产品套系化、智能化发展

陶瓷卫生洁具一般指卫生陶瓷和卫浴用品, 陶瓷卫生洁具主要包括卫生陶瓷和卫浴, 卫生陶瓷主要涵盖坐便器、蹲便器、小便器等, 卫浴则主要包括面盆、淋浴房、浴缸等。2022 年, 全国规模以上卫生陶瓷企业 375 家, 比上年同期增加 12 家; 我国卫生陶瓷产量 1.67 亿件, 比上年同期减少 25.1%; 规模以上卫生陶瓷企业主营业务收入累计 754.88 亿元, 比上年同期降低 7.3%。我国卫生洁具行业兴起于上世纪 70 年代, 主要经历了起步、快速发展和稳步发展三个阶段:

起步阶段 (上世纪 70 年代至 90 年代中期): 美标、科勒和 TOTO 等外资品牌相继进入中国市场, 依托技术优势和品牌优势在沿海地区高档宾馆、高档写字楼、高档住宅大量使用, 成为高端的代名词, 我国卫生洁具行业刚起步, 本土卫浴尚未形成大规模生产, 产品种类单一、生产效率低下, 主要面向中低端市场。

快速发展阶段 (上世纪 90 年代中期至 21 世纪初期): 中国卫生洁具的产销量迅速增长, 卫浴产品呈现多样化和个性化的特征, 整体市场呈高速增长态势。与此同时, 众多本土卫浴企业也发展崛起, 但尚未出现全国性的本土品牌, 主要服务对象还是中低端市场。而外资品牌在占领高端市场的同时, 也开始逐渐向中端市场渗透。

稳步发展阶段 (2013 年以后至今): 国家不断优化调整产业结构, 推进深化供给侧结构性改革。自此卫浴行业加速洗牌, 步入品牌集中化阶段, 箭牌、惠达、九牧等一批本土卫浴品牌逐渐发展为全国性品牌, 资金、人才、技术、渠道、生态链等都在向头部厂家靠拢, 整个市场逐渐进入相对良性的发展阶段。随着多年技术积累和市场开拓, 本

土品牌逐渐向中高端市场进军，与逐步下沉的外资品牌形成正面交锋，市场竞争趋于激烈。

目前，全球已经形成了三大知名卫生洁具品牌群：以杜拉维特(Duravit)、高仪(Grohe)、乐家(Roca)、汉斯格雅(Hansgrohe)为代表的欧洲品牌，以科勒(Kohler)、摩恩(Moen)、美标(American Standard)为代表的美国品牌，以东陶(TOTO)、伊奈(INAX)、箭牌、惠达、九牧等为代表的亚洲品牌。随着卫生洁具行业的技术进步，卫生洁具产品逐步朝整体配套化、产品节能化和智能化发展。

2.1.2. 龙头五金：国内企业 OEM/ODM 模式为主，技术及制造能力逐步提升

卫浴龙头五金主要包括水龙头、五金挂件、水槽和花洒等产品，以及相配套的软管、阀芯、支撑管组件、升降杆等，是卫生洁具的重要组成部分。我国的卫浴五金行业自上世纪九十年代中期开始，其发展经历了代工生产、自主品牌、整体家装三大发展阶段。

龙头花洒和卫浴配件行业内企业众多，各企业间竞争充分，市场化程度高。行业内企业大致可以划分为三类：国外品牌、国内知名品牌及区域性品牌。外资品牌主要定位于中高端市场，国内知名品牌逐步向中高端市场扩张，区域性品牌主要集中在中低端市场。

表1: 龙头花洒和卫浴配件行业内企业类型及特点

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

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 智能化：智能产品渗透率提升潜力大，龙头加快布局

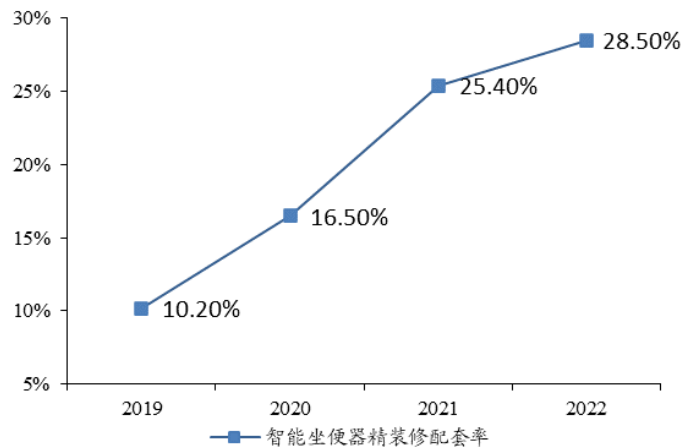
随着国民生活水平提高，消费者的生活习惯、健康意识逐渐转变，对于家居产品的人性化、舒适化以及健康环保的要求越来越高，智能化已经成为家居行业的主要发展趋势

势，智能坐便器、智能晾衣机、智能花洒等多元化的智能家居产品，以其便捷、安全、功能丰富等特点，成为越来越多家庭消费升级的选择。

而在众多智能家居产品中，智能坐便器是其中重点代表产品，分为智能马桶分体机（智能马桶盖）和智能马桶一体机。2010 年前后，智能坐便器进入中国市场；2015 年前后，赴日本旅游的游客背智能马桶盖回国成为一种时尚，智能坐便器逐步开始走进大众视野，经过几年的渗透和发展，智能坐便器被越来越多的家庭所接受，增速远高于其他卫浴品类，但其渗透程度仍然较低，对标日韩等国家，智能坐便器渗透率有望高达 80% 以上，内外资卫浴龙头企业也竞相开发相关产品。

线上渠道快速发展，精装配套率持续提升。从智能坐便器的销售渠道来看，线上渠道及线下零售占据了大部分的智能马桶销售渠道。从精装修配套情况来看，2022 年智能坐便器配套数量为 41.61 万套，配套率 28.5%，比 2021 年配套率提升了 3 个百分点，精装楼盘中的智能马桶应用比例也快速提升。

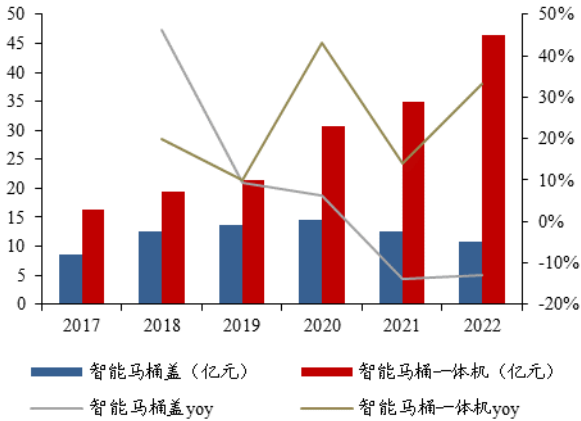
图12: 智能坐便器精装渗透率快速提升



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

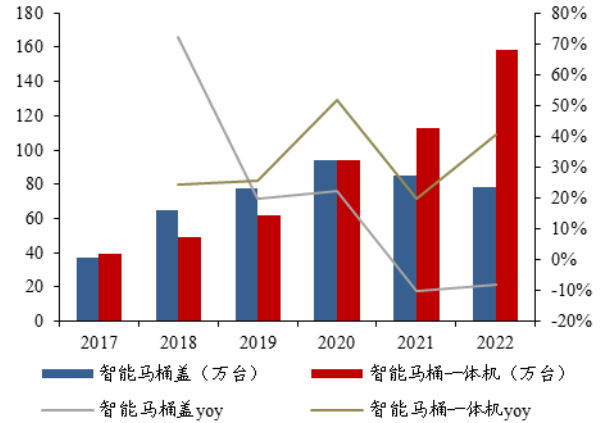
智能盖板销售规模收缩，单值更高的一体机逐步成为主流产品。从线上智能马桶分体机（智能马桶盖）和智能马桶一体机的销售情况来看，智能一体机的渗透速度远快于智能马桶盖，成为智能马桶消费中的主流产品。

图13: 智能马桶盖及一体机线上销售规模及变动



数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

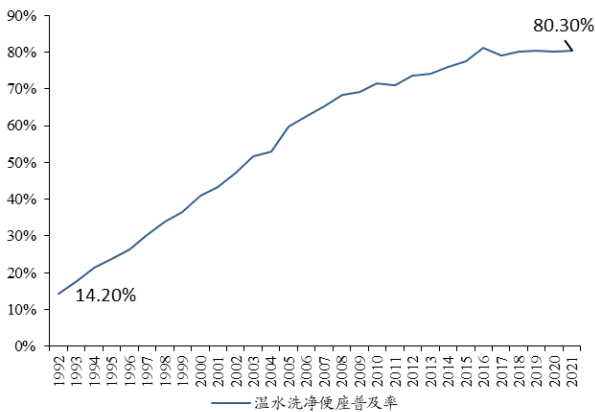
图14: 智能马桶盖及一体机线上销售数量及变动



数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

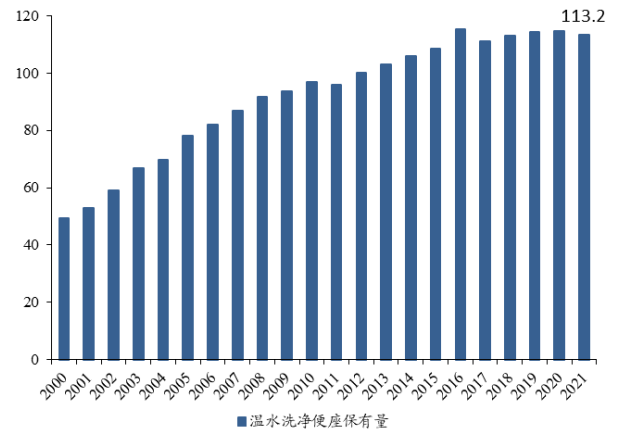
日本智能坐便器渗透率从1992年的14.2%提升到2021年的80.3%。根据日本政府发布2021年主要耐用消费品普及情况,日本智能坐便器普及率从1992年的14.2%提升到2021年日本智能马桶普及率(户/两人及以上家庭)达到80.3%,2021年每100户的智能坐便器家庭保有量达到113.2台。参考日本智能坐便器的渗透率提升过程,我们认为当前国内智能马桶仍处于渗透初期,未来提升空间仍大。

图15: 日本智能坐便器普及率变动情况



数据来源: 日本内阁府, 东吴证券研究所

图16: 日本智能坐便器保有量变动情况(台/100户)



数据来源: 日本内阁府, 东吴证券研究所

3. 箭牌: 产品智能化、套系化升级, 全渠道营销扩展渠道纵深

3.1. 品牌及产品: 品牌知名度高, 智能产品占比提升带动盈利优化

3.1.1. 产品体系齐全, 加大套系化产品开发和销售提升客单价

三大品牌差异化定位, 品牌效应显著。公司旗下三大品牌“箭牌 ARROW”“法恩莎 FAENZA”“安华 ANNWA”知名度较高, 并多次被评为中国十大卫浴品牌、十大瓷

砖品牌，产品多次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，并分别于 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亮相米兰世博会、迪拜世博会，品牌效应显著。

产品体系齐全，应用场景广泛。公司致力于成为国际一流的智慧家居整体解决方案提供商，产品体系齐全，主要分为卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱衣柜、其他共七大类，使用场景包括卫浴空间、厨房空间、客厅空间、阳台空间等家居生活场所，以及写字楼、医院、学校、车站、景区等公共场所，应用场景广泛。

图17：箭牌家居产品体系一览表

产品图示					
智能坐便器	普通坐便器	蹲便器	小便器	盆类	水箱及配件等
卫生陶瓷					
恒温花洒	淋浴花洒	水龙头	挂件	智能晾衣架	地漏
龙头五金					
浴室柜	浴室柜	浴室柜	浴缸	浴房	淋浴屏风
浴室家具			浴缸浴房		
抛釉砖	仿古砖 瓷砖	瓷片	定制橱柜	定制衣柜 定制橱衣柜	定制阳台柜
其他：全屋家居涉及的零部件及五金件等					

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

卫浴空间内相关产品配套率有较大提升空间。以 2021 年为例，以公司核心产品陶瓷洁具（包括智能马桶）销售数量 545 万台为基数，卫浴空间产品中，配套率分别为淋浴花洒 55%，面盆 56%，浴室柜 31%，淋浴房 8%，目前部分品类配套率仍低。

表2：2018-2021 年公司产品配套率情况（以销量计算，相对于坐便器+蹲便器）

	2018	2019	2020	2021
淋浴花洒配套率	28.13%	47.10%	53.35%	54.52%
浴室柜配套率	31.66%	25.90%	26.04%	31.34%

水龙头配套率	59.55%	58.95%	68.01%	81.41%
浴房屏风配套率	8.19%	7.34%	8.61%	7.77%
面盆配套率	59.24%	58.12%	58.45%	56.22%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

加大套系化产品开发和推广，提升销售客单值。目前公司坐便器产品的出厂平均单价约为 689 元/件，若叠加上淋浴花洒、水龙头、浴室柜等单品，则客单价能够有翻倍以上扩大空间。未来公司将通过加大套系化产品开发，加速各品类产品的功能升级，增强卫浴空间套系化产品竞争力；同时优化门店展示模式，增加套系化产品展示空间，加大设计师队伍建设，提升消费者体验感，进一步提升卫浴空间产品配套率、定制化以及智能化产品的占比，从而提升客单值。

表3：箭牌家居主要产品单价变动情况

分类		单位	2018年	2019年	2020年	2021年
卫生陶瓷	坐便器	元/件	570.16	631.6	630.79	688.69
	盆类	元/件	140.71	147.76	135.79	135.85
	蹲便器	元/件	85.87	98.07	95.37	97.18
	小便器	元/件	251.68	255.89	245.67	244.46
龙头花洒	淋浴花洒	元/个	332.26	384.66	368.57	378.78
	水龙头	元/个	164.89	134.7	129.86	135.43
浴室家具	浴室柜	元/套	581.5	731.33	614.45	540.81
瓷砖	有釉类瓷砖	元/平方米	31.15	32.03	26.6	29.53
浴缸浴房	浴缸	元/件	1677.61	1923.05	1834.35	1972.91

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.1.2. 把握智能家居快速发展机遇，加快智能产品发展

箭牌卫浴也是国内智能卫浴行业的先驱者之一。2006 年箭牌卫浴率先推出第一台储热式智能马桶——“智能小王子”AKB1108，此后公司智能化产品不断迭代升级、推陈出新，逐步发展出智能坐便器、智能盖板、智能晾衣机、感应器、智能龙头、智能花洒、智能浴室柜等系列智能产品体系。未来公司将持续把智能化作为公司重点业务发展方向，提升智能产品业务占比。

表4：箭牌家居产品技术发展史

年份	新产品推出
1995	连体马桶 AB1102
1996	6L 节水马桶 AB1103
2006	箭牌第一台储热式智能马桶 AKB1108
2008	箭牌仿古砖，抛光砖，瓷片相继问世
2009	361°真石系列
2010	空气注入式节水花洒 AMG13S805
2012	热带雨林系列超凡节水马桶 AB1271
2013	木化瓷系列

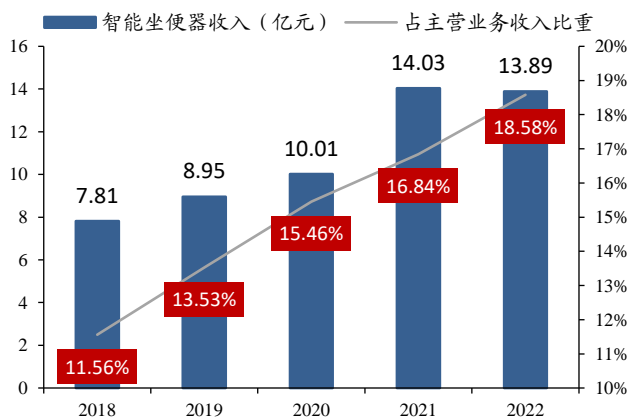
2014	智能音乐播放浴室柜 APGM10G4139
2015	柔光真石大璞系列
2016	纤薄一体 2.7L 节水智能坐便器 AKB1199、定制卫浴
2017	空气注入式智能恒温花洒、通体大理石瓷砖、遇水更防滑的止滑砖、16°光泽蜡光砖横空出世、智能晾衣机
2018	风尚系列大板、无水压智能马桶帕斯卡系列
2019	大尺寸饰面砖 750x1500mm、400x800mm、300x600mm

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司在智能家居业务上已具备相当规模，**2022 年智能家居产品收入 18.88 亿元，占比 25.12%，同比下降 3.18%，其中智能马桶 2022 年同比下降约 1%。**2018-2022 年智能坐便器收入占主营业务收入的比例分别为 11.56%、13.53%、15.46%、16.84%和 18.58%。**2022 年公司智能坐便器收入 13.89 亿元。**随着公司智能坐便器占比的提升，坐便器平均单价也从 2018 年的 570 元/件提升到 2021 年的 689 元/件。

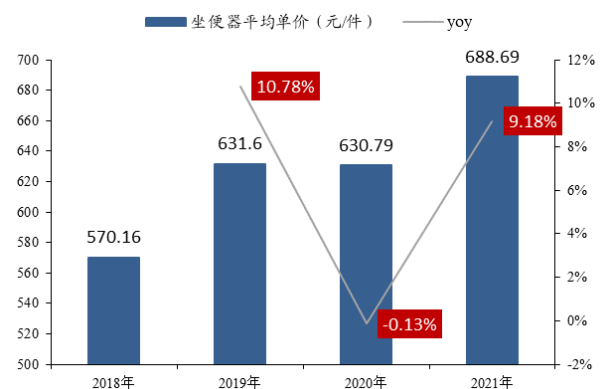
未来公司在智能家居领域的开拓方向主要在于：**(1) 对现有智能产品进行更深度的开发**，开发更多的满足消费者需求的功能，通过不断研发赋予智能产品更多功能升级，从而实现产品品质和竞争力的提升。**(2) 扩大智能产品品类**，目前智能产品中的智能坐便器和智能花洒是智能产品收入的主要来源，2021 年智能马桶销售数量占坐便器（含蹲便器）数量比例约为 15%，智能花洒数量占花洒数量比例约为 11%，智能马桶和智能花洒还有较大的升级迭代空间。未来随着智能浴室镜、智能龙头等智能产品的持续上市，智能产品品类会进一步增加。

图 18：箭牌家居智能坐便器收入及占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 19：箭牌家居坐便器单价变动情况

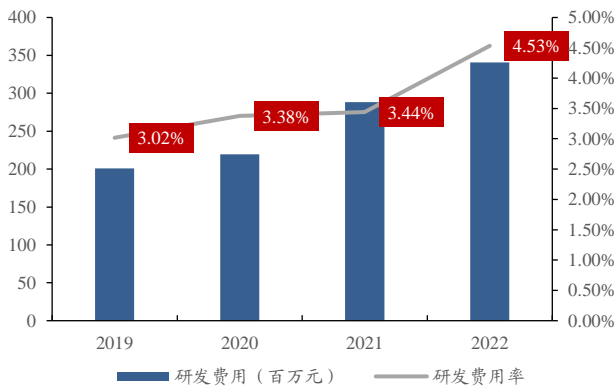


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司注重研发创新，加大智能化投入，夯实公司智能化战略定位。公司研发费用率保持在 3%以上，研发投入规模行业领先。2022 年末公司共有研发人员 1820 人，占比 11.46%，远高于同业可比公司。目前公司在集团内部设置了十个研发部门，分别为智能家居研究院、高明智能坐便器研发中心、陶瓷研发中心、龙头五金研发中心、龙头五金研发二中心、花洒研发中心、厦门研发中心、家电研发中心、浴室家具研发中心、浴缸淋浴房研发中心。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。根据 2022 年年报，公司拥有专利 2343 项，另外尚有大量专利在申请中，持续深化公司在家居领域的技术地位。

图20: 箭牌家居研发费用及研发费率



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图21: 箭牌家居技术合作伙伴



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.2. 渠道: 深入推进全渠道营销, 家装、电商渠道发展速度较快

公司坚持以零售为主的全渠道营销, 门店、电商、家装在内的销售渠道是公司收入的主要来源和核心渠道。不同于其他瓷砖、卫浴公司, 箭牌的经销占比远高于其他公司, 占比达到九成。从公司销售模式占比来看, 2022 年经销模式占比达到 88.45%, 直销模式占比达到 11.55%。分渠道结构来看, 零售渠道占比最高, 2022 年达到 40.71%, 近年来公司电商、家装等新兴渠道占比持续提升, 2022 年电商渠道占比达到 20.08%, 家装渠道占比达到 13.91%, 渠道发展更加多元。

表5: 卫浴瓷砖企业渠道结构变动情况

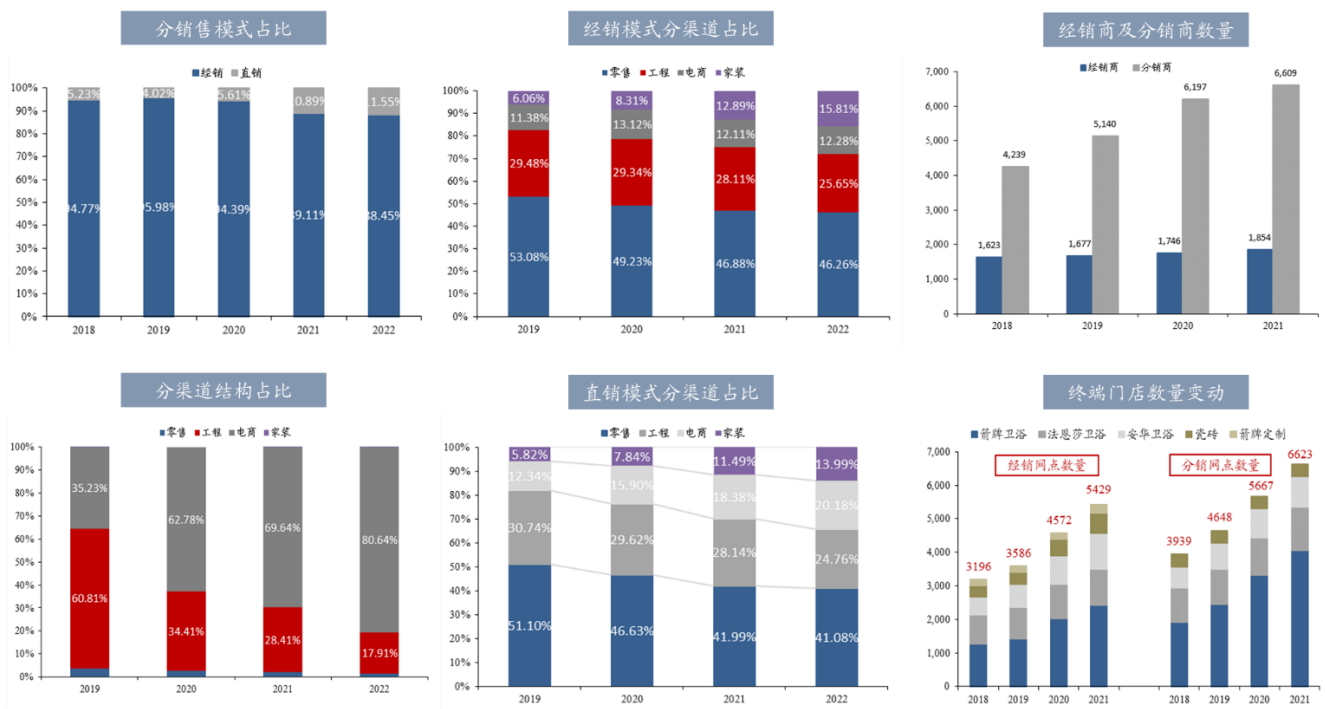
公司	渠道	2019	2020	2021	2022
箭牌家居	经销	95.98%	94.39%	89.11%	88.45%
	直销	4.02%	5.61%	10.89%	11.55%
新明珠	经销	70.58%	70.90%	73.25%	74.16%
	直销	29.42%	29.10%	26.75%	25.84%
惠达卫浴	经销	68.40%	65.99%	69.78%	62.06%
	直销	31.60%	34.01%	30.22%	37.94%
东鹏控股	经销	59.40%	57.89%	60.48%	60.80%
	直销	40.60%	42.11%	39.52%	39.20%
马可波罗	经销	40.15%	41.83%	53.87%	53.35%
	直销	59.85%	58.17%	46.13%	46.65%
蒙娜丽莎	经销	59.31%	56.60%	51.10%	57.87%
	直销	40.69%	43.40%	48.90%	42.13%
帝欧家居	经销	29.85%	33.82%	40.00%	53.38%
	直销	70.15%	66.18%	60.00%	46.62%

数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：惠达卫浴为国内业务渠道结构）

经销模式下，家装渠道占比快速提升。经销零售渠道的收入占比由2019年的53.08%下降至2022年的46.26%，而经销家装渠道的收入占比由2019年的6.06%提升到2022年的15.81%。

直销模式下，直营电商渠道收入不断增长。随着家居建材的主流消费群体的年轻化，家居建材的销售场景逐步从家居建材商城分流至电商渠道，公司直营电商渠道占比从2019年的1.42%提升到2022年的9.27%。

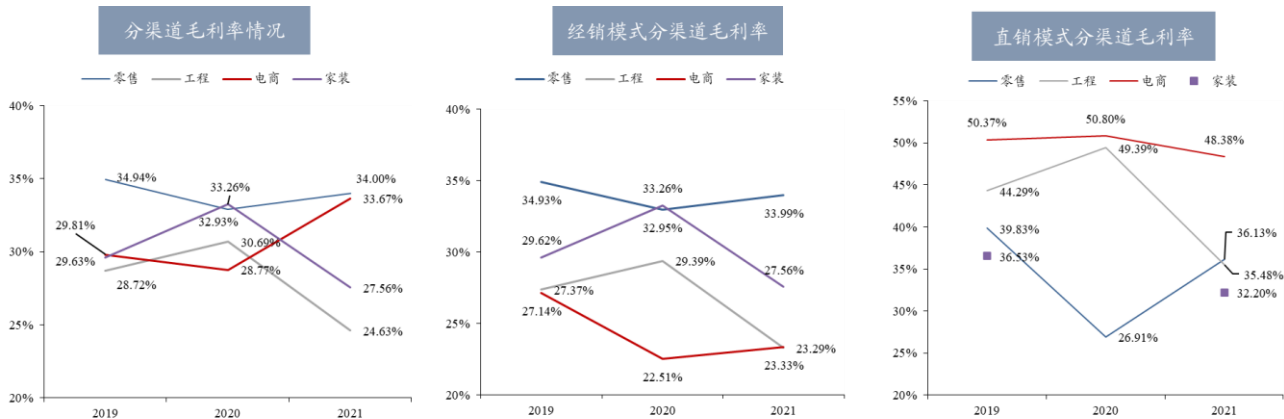
图22：箭牌家居渠道结构一览



数据来源：公司年报，招股说明书，东吴证券研究所

直销模式下电商渠道盈利水平最高。从盈利能力的对比来看，公司在不同模式和渠道的毛利率水平存在较大分化，2022年公司直销/经销业务的毛利率水平分别为38.21%/31.85%，2021年公司直销/经销业务的毛利率水平分别为44.48%/28.86%；2021年零售/工程/电商/家装渠道的毛利率分别为34.00%/24.63%/33.67%/27.56%。其中，经销模式下零售渠道毛利率最高，直销模式下电商渠道盈利性最高。

图23: 箭牌家居分渠道毛利率情况一览



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

3.2.1. 经销渠道: 经销+分销体系优势突出, 家装渠道快速增长

公司在 20 多年的发展历程中, 建设了覆盖广、数量多、下沉深的庞大经销网络。公司目前经销层级分为 2 层, 经销商和分销商, 截至 2022 年底, 公司 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三个品牌的经销商分别为 1105 家、450 家、425 家, 终端门店网点合计 13378 家, 经销范围覆盖全国。

■ **经销零售渠道: 推动专卖店优化升级和渠道下沉布局。** 专卖店重点是提升卫浴产品配套率和智能产品销售占比, 下沉渠道主要是扩大县级市场份额和社区旧改市场份额。

经销+分销并行开拓, 渠道管控力较强。 经销商可在经销区域内开发二级分销商, 以提高区域市场销售能力。分销商不与发行人进行交易和结算, 分销商直接从经销商处提货并结算。除此之外, 分销商的装修标准、经营要求与公司对经销商的管理要求一致。分销商需要接受公司的监督与管理。公司建立了严格的《经销商考核制度》, 每年根据经销商实际经营情况对经销商进行考核, 及时淘汰未达考核目标的经销商。

制定统一装修标准, 推动专卖店优化升级。 公司的门店主要分为专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店六种。公司对门店的管理主要通过通过对经销商的管理而实现, 主要体现在门店装修补贴等。公司按照门店不同规格, 统一制定了规范装修样板, 经销商/分销商的门店均需要按照标准统一装修, 维护统一的标识和对外形象。2019-2021 年公司分别投入 1.45/1.29/0.58 亿元用于经销商装修补贴。

表6: 箭牌家居各类型终端门店划分标准

门店级别	划分标准
专卖店	专一经营某品牌产品(卫浴或瓷砖、定制衣柜、定制橱柜)的专营店, 服务对象不限
家装店	在家装公司内开设的专卖区域, 服务对象以家装公司的消费者为主
商超店	在百安居等超市内开设的专卖区域, 服务对象不限

异业店	在苏宁电器、国美、五星等专业家电卖场或百货商场内开设的专卖区域，服务对象以家电或百货商场的消费者为主
社区店	店设在小区楼盘边或小区内的专卖区域，以服务该小区及周边小区业主为主。
乡镇店	地点设置在乡镇的所有门店，以服务该乡镇及以下级市场消费者为主。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

渠道利润丰厚，经销商激励充分。根据招股说明书，公司 2019-2021 年经销商的销售折扣率（实际销售价/出厂标准价）分别为 0.34、0.32 和 0.34，保障了经销商的渠道利润水平。同时为进一步激励经销商，公司对经销商实行销售奖励政策，在完成公司指定的销售任务后，超额部分能够给予一定的返点以及获取次年折扣率。

表7：经销商超额完成任务后奖励比例和次年折扣率计算方式

超额完成率	X<10%	10% ≤ X<20%	20% ≤ X<30%	X ≥ 30%
奖励比例	0%	2%	4%	6%
次年折扣率	100%	98%	96%	94%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

（注：超额完成率（X）=（实际出货额-经销任务×100%）

积极布局社区营销，深入下沉到社区和乡镇家装领域。公司近年来大力推行渠道下沉战略，不断加大对三四线城市及乡镇地区的经销网络拓展力度，有效实现了公司产品从一线城市到乡镇地区的全方位销售网络覆盖。

- **经销家装渠道：占比快速提升，三年复合增速 58%。**箭牌与家装公式的业务往来主要通过经销模式开展，业务规模从 2019 年的 3.85 亿元迅速提升到 2022 年的 10.45 亿元，年均复合增幅 39%。一方面公司将继续扩大与各地前十大家装公司的合作覆盖率；另一方面，公司将加大与中小家装公司的合作。同时在产品端，在家装公司渠道销售的产品更为丰富，品类进一步扩大，增加专项产品及产品套系组合，增加家装市场份额。公司与东易日盛、业之峰、圣都、土巴兔等装企均有广泛的业务合作，**公司经销家装渠道占比从 2019 年的 5.81% 提升到 2022 年的 13.99%。**

图24：箭牌家居家装合作伙伴（部分）



数据来源：箭牌官方公众号，东吴证券研究所

3.2.2. 直销渠道：直营电商渠道快速增长，直营工程渠道客户结构优化

公司的直销模式主要包括直营展厅、直营工程、直营电商三种模式，其中直营电商渠道贡献持续增加；直营工程方面公司风控优先，逐步扩大市场规模。

■ 直营电商：规模快速增长，带动公司毛利率提升

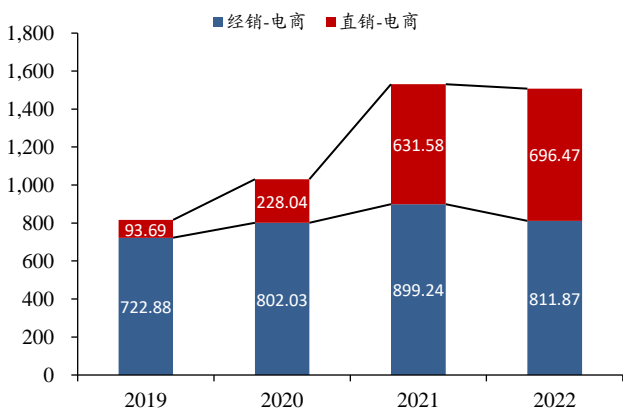
直营电商销售模式是公司依托于第三方综合电商平台，开设官方旗舰店进行销售的模式。公司目前直营网络销售的主要产品为龙头五金、卫生陶瓷、浴室家具、浴缸浴房等，直营电商合作的第三方电商平台包括天猫、京东等。

公司 2018 年正式成立电商子公司，开始在淘宝、京东等电商平台开展直营电商业务。公司重视直营电商业务发展，在 2019 年和 2020 年投入了较多的资源对电商业务进行宣传、推广和引流，电商平台费用不断增长，电商平台费用从 2018 年 278 万元增加到 2022 年 1.17 亿元，占销售费用的比重也从 2018 年的 0.37% 增加到 2022 年的 16.34%。

目前公司授权平台包括京东、阿里巴巴(含天猫、淘宝、国际站、1688)、国美、苏宁、唯品会、小米有品、亚马逊、网易考拉等。2021 年底公司阿里巴巴/京东/其他平台授权网店数量分别为 192/88/84 家。

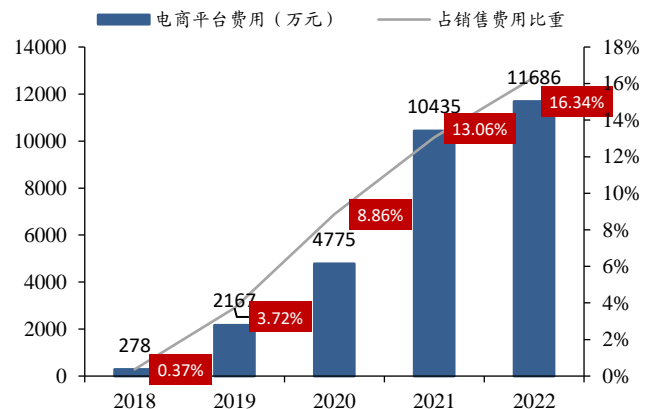
得益于公司在电商渠道的投入和推广，**直营电商销售额从 2019 年的 9369 万元快速增长到 2022 年 6.96 亿元，直营电商渠道占比从 2019 年的 1.42% 提升到 2022 年的 9.27%**。直营电商渠道毛利率水平在 48%-50%，远远高于其他渠道，未来随着直营电商渠道占比提升，有望进一步带动公司毛利率水平上升。

图25：箭牌家居电商渠道销售规模变动（百万元）



数据来源：公司年报，招股说明书，东吴证券研究所

图26：箭牌家居电商平台费用及占销售费用比重



数据来源：公司年报，招股说明书，东吴证券研究所

■ 直营工程：直营工程业务风控为主，逐步提高业务规模

直营工程模式主要面向房地产商、政府和事业单位等大客户。公司 2022 年直营工程业务收入规模为 1.55 亿元，总体规模较小；并且公司主要通过经销商开展工程业务，2022 年公司直营工程和经销工程业务占比分别为 2.06% 和 22.57%。外资品牌在直营工程渠道优势较大，头部地产精装项目较偏好外资卫浴品牌，因此公司承接的地产集采项

目相对较少。公司在严格控制应收风险的前提下，积极拓展精装房和公共工程项目，使工程渠道实现相对合理的收入结构。

3.3. 产能：加码智能家居投入，扩充龙头五金产能降低 OEM 比例

十大生产基地辐射重点销售区域，快速响应市场需求。公司目前拥有佛山高明（三洲）、佛山三水、肇庆四会（下茆、龙甫）、韶关南雄、江西景德镇、山东德州、湖北应城等 8 个生产基地和佛山顺德（乐从北围）、佛山高明（更合）2 个在筹备中基地，满足全国各地经销需求。

图27：箭牌家居十大生产基地



数据来源：箭牌官方公众号，东吴证券研究所

积极扩充智能家居产品和龙头五金产能，提高自主生产能力。公司募集资金投向包括投资 6.8 亿建设年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目，目前龙头五金 OEM 占比较高，公司加强产能建设，提高供应能力。同时，公司募投项目重点投入智能化方向，投入 4.8 亿元建设智能家居产品产能技术改造项目。公司未来计划新建智能坐便器、智能盖板、智能晾衣机、感应器、智能龙头、智能花洒等智能产品的生产线，通过扩大智能化产品的产能，顺应家居卫浴行业向智能化、高端化、节能环保等方向发展的趋势，优化公司产品结构，提升公司的盈利能力。

表8：公司募投项目规划情况

募投项目名称	计划投资额(万元)	拟使用募集资金(万元)
智能家居产品产能技术改造项目	48,192.30	45,000.00
年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目	68,000.00	36,000.00
智能家居研发检测中心技术改造项目	17,364.00	10,000.00

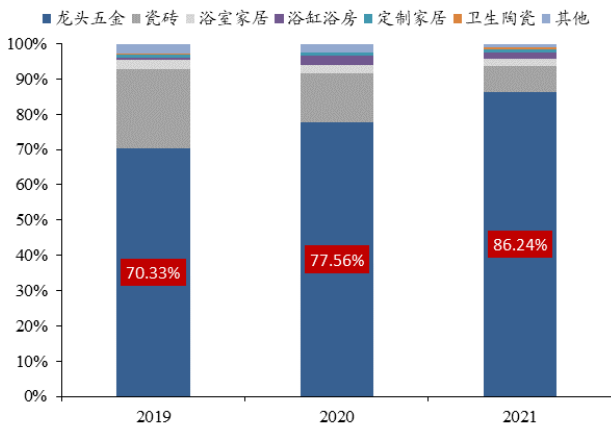
数智化升级技术改造项目	9,054.75	5,000.00
基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设项目	26,310.38	—
补充流动资金	34,000.00	19,587.29

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

龙头五金产品 OEM 占比较高。2021 年 OEM 成本占营业成本的比重达 14.69%，其中龙头五金 OEM 占比最高，2021 年龙头五金在 OEM 产品中占比达到 86.24%。龙头五金产品的外协占比从 2018 年的 22%提升到 2021 年的 47%。

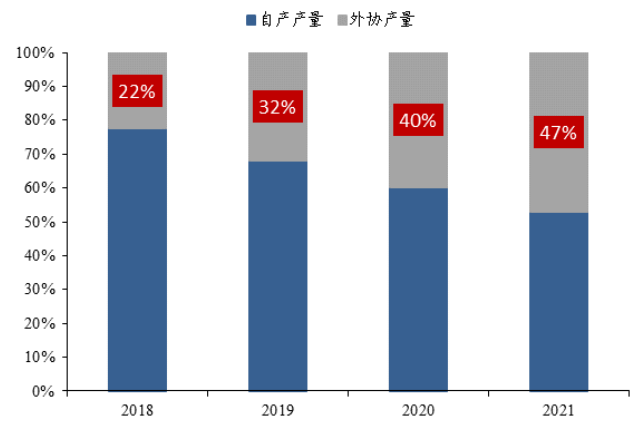
募投项目提升自主生产能力，突破现有产能瓶颈。公司募投项目包括拟投入 6.8 亿元建设年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目，项目投产后将大大提升公司在龙头五金方面的产品供应能力，突破现有产能瓶颈，强化在卫浴、厨房、阳台等家居空间的整体产品配套能力。自主生产能够有效控制生产制造成本，为产品创造更大盈利空间，预计随着新增产能投产，盈利水平有望提升。

图28：箭牌家居 OEM 品类占比情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

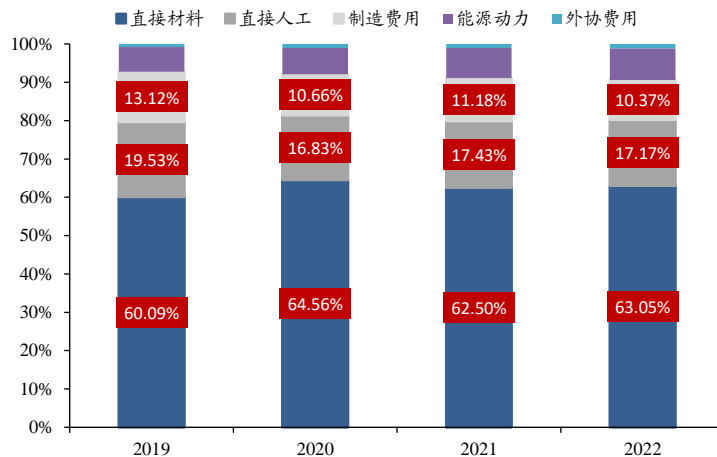
图29：箭牌家居龙头五金产品外协占比持续提升



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

数智化升级提升生产效率，降低生产成本。2022 年公司自产产品成本构成中人工占比 17.17%，制造费用占比 10.37%，自动化水平提升将会提升生产效率，大大降低生产水平。公司大力推行智能制造和精益生产，结合自身多年的生产制造经验，引入、研发并应用高压注浆工作站、机器人施釉、机器人修坯、机器人抛光打磨、自动装卸窑等自动化、智能化生产装备，充分运用到产品的生产环节和流转环节，不断提升生产制造的自动化、智能化水平，降低产品生产成本。

图30: 箭牌家居自产产品成本构成情况



数据来源: 公司年报, 招股说明书, 东吴证券研究所 (注: 不含运输及装卸费)

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测假设

(1) 卫浴业务: 包括卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、浴缸浴房等。公司是国内瓷砖卫浴龙头, 品牌力和产品力突出。近年来公司加大智能化和套系化产品开发力度, 渠道端深入推进全渠道营销, 卫浴产品的市场地位和规模优势得以巩固和加强。公司我们预计公司 2023-2025 年卫生陶瓷产品收入增速-15%/+13.5%/+11.5%; 龙头五金产品收入增速+18%/+15.5%/+12%; 浴室家具产品收入增速+18%/+15%/+12%。

(2) 瓷砖: 公司近年来推出的以复合轻纹砖为代表的瓷砖品类逐步取得市场认可, 成为瓷砖产品新的收入增长点。我们预计公司瓷砖业务 2023-2025 年的收入增速分别为+10%/+10%/+10%。

(3) 定制橱柜: 公司的定制橱柜业务起步较晚、规模较小, 目前尚处于培育期, 预计未来低基数下能获得相对快速增长。我们预计公司定制橱柜业务 2023-2025 年的收入增速分别为+40%/+20%/+17%。

表9: 箭牌家居分业务预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
卫生陶瓷					
收入 (百万元)	3,734.29	3,509.89	4036.37	4581.28	5108.13
成本 (百万元)	2,450.61	2,315.41	2643.82	2996.16	3336.63
毛利率(%)	34.38	34.03	34.5	34.60	34.68
龙头五金					
收入 (百万元)	2,250.77	2,069.76	2442.32	2820.88	3159.39
成本 (百万元)	1,622.82	1,438.57	1690.09	1946.41	2173.66

毛利率(%)	27.90	30.50	30.80	31.00	31.20
浴室家具					
收入(百万元)	923.94	807.80	953.20	1096.18	1227.73
成本(百万元)	667.21	547.58	645.32	741.02	828.72
毛利率(%)	27.79	32.21	32.30	32.40	32.50
瓷砖					
收入(百万元)	624.80	512.43	563.67	620.04	682.04
成本(百万元)	496.06	388.57	425.57	466.27	510.17
毛利率(%)	20.60	24.17	24.5	24.8	25.2
浴缸浴房					
收入(百万元)	559.12	412.60	515.75	618.90	730.31
成本(百万元)	367.53	244.26	306.87	368.25	434.53
毛利率(%)	34.27	40.80	40.5	40.5	40.5
定制橱柜					
收入(百万元)	183.87	104.98	146.97	176.36	206.34
成本(百万元)	149.62	79.50	110.96	133.15	155.17
毛利率(%)	18.63	24.27	24.5	24.5	24.8
合计					
收入(百万元)	8,373.48	7,513.46	8,760.08	10,021.80	11,229.08
成本(百万元)	5,856.05	5,045.65	5,877.98	6,709.47	7,500.23
毛利率(%)	30.06%	32.85%	32.90%	33.05%	33.21%

数据来源: WIND, 东吴证券研究所(注: 合计数据包括其他品类及配件和其他业务)

4.2. 投资建议

考虑到公司是国内卫浴龙头, 产品涵盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等全系列家居产品, 加之公司销售渠道以零售经销为主, 我们选取卫浴企业瑞尔特、瓷砖龙头东鹏控股和蒙娜丽莎、零售经销管道龙头伟星新材作为公司的可比公司。

公司是国内卫浴龙头, 在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。公司积极应对行业趋势变化发展智能化家居产品品类, 智能坐便器等品类快速放量, 未来公司有望借助产品智能化优化产品结构、产品销售套系化带动客单价提升、渠道线上化和精细化运作进一步夯实公司在卫浴行业的核心竞争力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.07/8.53/9.97 亿元, 对应 PE 分别为 23X/19X/16X。考虑到公司未来智能家居发展潜力较大, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表10: 可比公司估值比较 (截至 2023 年 6 月 30 日)

代码	公司	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE				ROE (TTM)
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	(%)
002790.SZ	瑞尔特	9.60	2.11	2.45	3.02	3.61	16.90	16.34	13.30	11.12	10.90
003012.SZ	东鹏控股	8.09	2.02	6.92	8.92	10.66	45.64	13.71	10.64	8.90	2.81
002918.SZ	蒙娜丽莎	15.44	-3.81	5.47	7.01	8.59	—	11.73	9.15	7.46	—
002372.SZ	伟星新材	20.54	12.97	15.81	18.41	21.08	26.19	20.69	17.76	15.52	24.36
	平均值						29.58	15.62	12.71	10.75	12.69
001322.SZ	箭牌家居	16.74	5.77	7.07	8.53	9.97	27.26	22.87	18.96	16.21	12.52

数据来源: WIND, 东吴证券研究所 (可比公司数据来自 WIND 一致预期)

5. 风险提示

下游需求波动的风险

公司主营卫生陶瓷、龙头五金和浴室家具等家居产品的研发、生产和销售, 产品所处行业与房地产行业具有一定的相关性。随着城镇化的推进、老旧小区改造等因素释放的刚需性住房和改善性住房需求进一步扩大, 预计在未来住宅装修装饰市场的需求将保持增长, 但若我国房地产政策趋于收紧, 将导致消费者的购房和装修需求增长放缓, 进而对公司的产品销售带来不利影响。

市场竞争加剧的风险

公司所处的陶瓷卫浴行业整体集中度较低, 市场竞争较为激烈。随着房地产行业调控的持续以及环保标准不断趋严, 市场竞争将进一步加剧。未来市场竞争中, 若公司不能在新产品研发和迭代、产能规模、品牌建设、渠道布局、绿色制造等方面保持现有竞争优势, 将会给公司的生产、销售及盈利水平带来不利影响。

原材料及能源价格大幅波动的风险

公司的主要原材料包括水件盖板、泥砂、金属材料、化工材料、木质材料、包装材料等, 生产经营过程所需能源包括水、电、天然气等。报告期内, 原材料成本占公司生产成本的平均比重超过 50%, 水、电、天然气等能源成本占公司生产成本的平均比重约为 5%。若未来公司主要原材料及能源价格出现波动, 将会给公司生产经营及盈利水平带来较大影响。

箭牌家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,848	3,694	4,246	4,990	营业总收入	7,513	8,760	10,022	11,229
货币资金及交易性金融资产	1,900	1,431	1,607	2,089	营业成本(含金融类)	5,046	5,878	6,709	7,500
经营性应收款项	456	564	594	692	税金及附加	82	96	108	124
存货	1,379	1,593	1,925	2,097	销售费用	715	802	902	999
合同资产	0	0	0	0	管理费用	653	745	832	926
其他流动资产	113	106	120	113	研发费用	341	381	426	472
非流动资产	6,231	7,033	7,599	8,071	财务费用	16	39	53	48
长期股权投资	14	14	14	14	加:其他收益	48	57	60	62
固定资产及使用权资产	3,172	3,675	4,067	4,431	投资净收益	9	13	15	17
在建工程	1,726	2,019	2,184	2,281	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	950	955	965	975	减值损失	-23	-65	-70	-75
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	55	55	55	55	营业利润	694	824	996	1,164
其他非流动资产	315	315	315	315	营业外净收支	0	-2	-3	-3
资产总计	10,079	10,727	11,846	13,061	利润总额	694	822	993	1,161
流动负债	3,965	4,085	4,352	4,572	减:所得税	101	117	142	165
短期借款及一年内到期的非流动负债	420	420	420	420	净利润	592	706	851	996
经营性应付款项	2,734	2,655	2,788	2,879	减:少数股东损益	-1	-1	-1	-1
合同负债	266	247	282	315	归属母公司净利润	593	707	853	997
其他流动负债	544	763	863	958	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.73	0.88	1.03
非流动负债	1,371	1,371	1,371	1,371	EBIT	704	915	1,105	1,270
长期借款	1,229	1,229	1,229	1,229	EBITDA	1,059	1,299	1,528	1,738
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.85	32.90	33.05	33.21
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	7.89	8.07	8.51	8.88
其他非流动负债	141	141	141	141	收入增长率(%)	-10.27	16.59	14.40	12.05
负债合计	5,336	5,456	5,724	5,943	归母净利润增长率(%)	2.75	19.17	20.64	16.98
归属母公司股东权益	4,737	5,266	6,118	7,115					
少数股东权益	6	5	4	2					
所有者权益合计	4,743	5,271	6,122	7,118					
负债和股东权益	10,079	10,727	11,846	13,061					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	401	978	1,251	1,504	每股净资产(元)	4.91	5.45	6.34	7.37
投资活动现金流	-1,268	-1,174	-978	-926	最新发行在外股份(百万股)	966	966	966	966
筹资活动现金流	1,596	-274	-96	-96	ROIC(%)	11.44	11.80	12.88	13.17
现金净增加额	730	-469	177	481	ROE-摊薄(%)	12.52	13.42	13.93	14.02
折旧和摊销	354	383	423	468	资产负债率(%)	52.94	50.86	48.32	45.50
资本开支	-1,276	-1,187	-993	-943	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.26	22.87	18.96	16.21
营运资本变动	-672	-261	-178	-118	P/B(现价)	3.41	3.07	2.64	2.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>