



Research and  
Development Center

# 对标 TOTO，国产智能卫浴龙头成长可期

—箭牌家居(001322)公司深度报告

2023 年 07 月 27 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

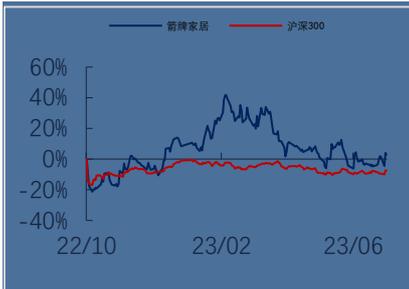
公司研究

公司深度报告

箭牌家居 (001322)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	17.53
52 周内股价波动区间 (元)	24.10-13.39
最近一月涨跌幅 (%)	9.70
总股本 (亿股)	9.70
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	170.06

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 对标 TOTO，国产智能卫浴龙头成长可期

2023 年 07 月 27 日

**主要观点：**

- **国内智能马桶渗透率处于提升期，国牌突围，崛起值得期待。** 1) 从行业成长性看，据智研咨询，2019-2022 年我国智能马桶销售额 CAGR 达 13%，2021 年我国智能马桶渗透率约 4%，未来增长驱动主要为渗透率提升。相比于非智能产品，智能马桶由于切实解决消费痛点、且近年通过不断技术迭代与非智能产品的价差持续缩小，在国内市场的渗透率持续提升。2) 从销售渠道看，2020 年起智能马桶电商渠道快速崛起，我们测算电商占品类销量比例已超 30%，22 年电商销售额前五名均为国产品牌，而精装修渠道前三名品牌均为外资。近年国产品牌凭借不断强化的产品品质、更快的迭代创新以及价格优势，在 to C 渠道快速发展。3) 从集中度看，22 年智能马桶电商渠道 CR5 约 37%，据经济学人 2017 年报道，TOTO、骊住智能马桶在日本市占率分别为 60%、30%。我们认为，以智能化、高潜渠道为抓手，我国卫浴行业集中度仍有较大提升空间。
- **回顾 TOTO 发展历程，卫浴企业核心竞争力来自产品的长期打磨，企业持续发展有赖于业务模式的迭代创新。** TOTO 作为全球智能马桶品类先行者，其成功发展离不开产品锐意创新、渠道成功变革与全球化扩展。1) **产品端**，TOTO 在 1980 年首创智能马桶盖板“卫洗丽”，引领日本如厕习惯从“擦拭”走向“水洗”，以旗舰单品为抓手引领日本智能马桶渗透率提升至 80%。在其他卫浴品类上，80 年代起 TOTO 推出多款功能创新的洗脸池、恒温浴缸等产品，并形成卫浴产品套系化销售，产品结构浴室家具、卫生陶瓷、水龙头等产品分布均衡。2) **渠道端**，90 年代后日本地产进入存量市场，TOTO 率先变革成立“改造事业部”，将本土经营重心转向存量房改建，TOTO 积极设立展示全浴改造效果的陈列室、与装修公司广泛合作建立“改造俱乐部”以及与头部建材门窗企业建立“TDY”联盟，改建业务成为业绩的有力支撑，改建营收占比从 2001 年的 46% 提升至 2022 年的 68%，近 10 年改建营收复合增速保持正增。3) **海外端**，公司自 80 年代进入海外市场，2001-2022 年海外营收占比自 8% 提至 23%，中国作为 TOTO 最大海外市场，凭借智能卫浴的高端定位，TOTO 在亚洲市场享有溢价，经营利润率显著高于集团整体，贡献增长第二极。
- **箭牌在产品、渠道布局上持续打造竞争优势，智能化+自产率提升有望增厚盈利。** 1) **产品端**：公司坚定产品智能化方向，据公司年报，22 年公司智能家居产品收入约 19 亿元，占比 25%，同比+1.6pct，其中智能马桶收入约 14 亿元，其均价约为卫生陶瓷整体均价的 4 倍，其他智能产品包括智能花洒、浴室镜等产品；22 年智能产品整体毛利率达 36.8%，高于公司整体毛利率 3.9pct。以智能马桶为抓手，公司亦通过整体卫浴空间的打造，提升浴室家具、龙头五金、浴缸等产品销售。2) **渠道端**：在家居行业渠道流量快速分流背景下，公司积极布局高潜力渠道，其中直营电商、经销家装渠道增长亮眼，19-22 年营收 CAGR 分别

达 95%、40%。当前经销渠道仍为公司主要销售渠道，而公司经销收入主要集中在经济水平较为发达的华南、华东区域，随着三四线城市、县乡地区及城市老旧社区对卫浴需求提升，公司加大下沉网点布局，19-22 年经销商门店数量从 8270 家提升至 13378 家，22 年公司新增加的网点类型主要为家装店及乡镇店。**3) 生产端：**自产率方面，当前公司五金龙头、智能马桶盖板仍有较大比例外协，随着公司上市募投项目有序推进，公司有望提升核心产品自产率，减少代工成本。自动化方面，公司积极推进数智化智能工厂建设提升生产数字化、自动化，19-22 年公司主营成本中的直接人工占比从 17% 降至 15%，成本持续优化。

- **发布首次股权激励，首次覆盖给予“买入”评级。**公司积极把握卫浴智能化与渠道流量变化趋势，智能产品占比提升产品结构优化，渠道多元布局把握全域流量，募投项目提升自产率&自动化有望优化效率。公司 5 月发布股权激励草案，彰显增长信心。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.03 亿元、8.45 亿元、9.98 亿元，同比分别增长 18.6%、20.1%、18.1%，目前股价对应 2023 年 PE 约 24X，考虑到公司作为智能卫浴龙头有望分享行业智能化趋势红利，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧的风险、房地产市场波动风险、原材料价格上涨风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,373	7,513	8,825	10,346	11,929
增长率 YoY %	28.8%	-10.3%	17.5%	17.2%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	577	593	703	845	998
增长率 YoY%	-1.9%	2.8%	18.6%	20.1%	18.1%
毛利率%	30.1%	32.8%	32.9%	33.1%	33.4%
净资产收益率ROE%	19.4%	12.5%	13.3%	14.3%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.61	0.73	0.87	1.03
市盈率 P/E(倍)	29.47	28.68	24.17	20.12	17.05
市净率 P/B(倍)	5.73	3.59	3.23	2.88	2.56

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 07 月 26 日收盘价

投资聚焦	6
一、公司概况：中国陶瓷卫浴龙头企业	7
1.1 产品布局广泛，立体品牌矩阵构筑发展动力	7
1.2 实控人持股比例高，发布股权激励彰显发展信心	10
1.3 财务概况：近年营收总体稳定发展	11
二、电商&国牌崛起，智能马桶引领卫浴智能化	13
2.1 中国卫浴行业稳增，智能马桶处于景气成长期	13
2.2 内资电商突围，外资工程渠道领先，行业集中度有待提升	14
三、TOTO复盘：百年卫浴龙头，立足“卫洗丽”，放眼全球	18
3.1 TOTO发展历程及业务简介	18
3.2 日本改建+海外业务驱动TOTO可持续增长	21
3.3 “卫洗丽”：智能马桶品类开拓者，创新领跑行业	26
四、箭牌家居：国产卫浴标杆，产品升级、渠道并进	28
4.1 产品：把握卫浴智能化趋势，产品+研发打造竞争优势	28
4.2 渠道：多点发力，积极布局潜力渠道	31
4.3 生产：募投有序推进，自产化+自动化提升释放效能	34
五、盈利预测与估值	37
六、风险因素	39

## 表目录

表 1: 公司主要产品	8
表 2: 公司主要品牌基本情况	9
表 3: 截止 23 年一季报公司前十大股东明细	10
表 4: 智能马桶行业主要竞争者情况	15
表 5: 主要智能马桶公司售后服务政策对比	31
表 6: 公司上市募投项目情况表	34
表 7: 公司收入预测简表	37
表 8: 公司盈利预测简表	38
表 9: 可比公司 2023 年 PE 约 26 倍	38

## 图目录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 2023-2025 年公司股权激励目标营业收入	10
图 3: 2023-2025 年公司股权激励目标扣非净利润	10
图 4: 2018-2023Q1 公司营业收入与同比增长率	11
图 5: 2018-2023Q1 公司归母净利润与同比增长率	11
图 6: 2018-2023 年 Q1 公司毛利率	11
图 7: 2019-2022 年公司营业成本结构	11
图 8: 2018-2022 年公司各项费用率	12
图 9: 2019-2022 年公司净利率	12
图 10: 2018-2022 年公司存货/应收/应付账款周转天数	12
图 11: 2018-2022 年公司经营性净现金流及与净利润比	12
图 12: 2013-2022 年中国卫浴行业市场规模与同比增长	13
图 13: 2022 年中国卫浴产品份额分布	13
图 14: 2019-2022 年我国智能马桶全渠道销售量	13
图 15: 2019-2022 年我国智能马桶全渠道销售额	13
图 16: 1992-2022 年日本温水冲洗马桶圈渗透率及新屋开工数	14
图 17: 2021 年各国智能马桶渗透率对比	14
图 18: 2019-2022 年智能马桶各渠道销售量	15
图 19: 2019-2022 年智能马桶线上销售占比提升	15
图 20: 2019-2022 年电商平台智能马桶销售量 (万台)	16
图 21: 2022 年智能马桶线上渠道销售额市占率	16
图 22: 2021 年智能马桶线上渠道销售额市占率	16
图 23: 2019-2022 年智能马桶线上渠道销售额 CR5 变化趋势	16

图 24: 2017-2022 年智能马桶天猫均价 (元/台) .....	17
图 25: 2019-2022 年智能马桶京东均价 (元/台) .....	17
图 26: 箭牌天猫轻智能马桶与智能马桶示意图 .....	17
图 27: 2017-2022 年精装修智能马桶项目数量 .....	17
图 28: 2022 年精装修智能马桶品牌竞争格局 .....	17
图 29: TOTO 主要发展历程示意图 .....	19
图 30: TOTO 1991-2022 年营业收入与同比增速 .....	20
图 31: 1989-2022 年日本新屋开工户数及同比增长 .....	20
图 32: TOTO 2001-2022 年海外业务占比持续提升 .....	20
图 33: TOTO 2007-2022 年各项业务收入结构 .....	20
图 34: 1991-2022 年 TOTO 毛利率与净利率 .....	21
图 35: TOTO 海外经营利润率高于日本 .....	21
图 36: TOTO 历史估值复盘 .....	21
图 37: TOTO 改建业务针对“客户”给出明确定义 .....	22
图 38: TOTO 日本陈列室示意图 .....	22
图 39: TOTO 日本改建业务占比较高 .....	23
图 40: TOTO 日本新屋改造及改建业务经营利润率 .....	23
图 41: 2022 年 TOTO 日本区域产品结构 .....	23
图 42: TOTO 中国区域收入与同比增速 .....	24
图 43: TOTO 中国地区收入增速与地产相关度较高 .....	24
图 44: TOTO 在中国各省份门店数量分布 .....	24
图 45: TOTO 在中国及亚洲的经营利润率较高 .....	24
图 46: 1991-2022 年日本温水冲洗马桶座圈渗透率 .....	26
图 47: 1980-2022 年 8 月卫洗丽累计出货量 .....	26
图 48: TOTO 智能坐便技术示意图 .....	27
图 49: TOTO 智能一体机产品系列及建议零售价 .....	27
图 50: TOTO 研发费用率持续提升 .....	27
图 51: 2019-2022 年公司分产品营收情况 .....	28
图 52: 2022 年公司主营业务分产品占比结构 .....	28
图 53: 2019-2022 年公司智能坐便器营收及同比增长 .....	29
图 54: 2019-2022 年公司智能坐便器营收、销量占比 .....	29
图 55: 2019-2022 年公司卫生陶瓷产品均价及智能坐便器均价 .....	29
图 56: 2019-2022 年卫生陶瓷及智能坐便器毛利率 .....	29
图 57: 2018-2022 年公司研发费用率逐步提升 .....	30
图 58: 公司四大自洁抑菌技术 .....	30
图 59: 公司部分智能技术示意图 .....	30
图 60: 2019-2022 年公司分渠道营收情况 .....	31
图 61: 2019-2022 年公司经销业务分渠道营收情况 .....	31
图 62: 2019-2022 年公司经销商数量及门店数量 .....	32
图 63: 2021 年公司经销模式收入按区域分布 .....	32
图 64: 2019-2022 年公司家装渠道营收快速增长 .....	32
图 65: 2019-2022 年公司直营业务分渠道营收情况 .....	33
图 66: 2019-2022 年公司直营电商增长迅速 .....	33
图 67: 2019-2022 年公司直营电商渠道毛利率高于直营业务整体 .....	34
图 68: 2017-2022 年公司电商平台费率有所下降 .....	34
图 69: 2019-2021 年公司分产品产能利用率 .....	35
图 70: 2019-2021 年公司五金龙头外采率较高 .....	35
图 71: 2021 年公司原材料采购金额占比情况 .....	35
图 72: 2019-2021 年公司智能盖板采购量变化 .....	35
图 73: 2022 年公司营业成本结构 .....	36
图 74: 2019-2022 年公司直接人工占营业成本比重下降 .....	36

## 投资聚焦

- **疫情及折扣政策延续影响，公司 23 年 Q1 业绩短期承压，股权激励彰显发展信心。** 23 年 Q1 公司实现营业收入 11.10 亿元，同比下降 1.67%，23 年 Q1 公司实现归母净利润 0.03 亿元，同比下降 88.15%，主要受竞争性产品折扣定价影响。23 年 5 月公司发布股权激励草案，初步解锁目标为 23 年、24 年、25 年营收同比增长率分别不低于 15%、10%、10%，扣非净利润同比增长率分别不低于 20%、15%、15%，上市后首次激励覆盖人员广泛，激发团队活力，彰显增长信心。
- **我国智能马桶行业处在渗透率提升红利期，国产品牌快速发展。**据智研咨询，2019-2022 年我国智能马桶销售额 CAGR 达 13%，2021 年我国智能马桶渗透率约 4%，未来增长驱动主要为渗透率提升。相比于非智能产品，智能马桶由于切实解决消费痛点、且近年通过不断技术迭代与非智能产品的价差持续缩小，在国内市场的渗透率持续提升。从销售渠道看，2020 年起智能马桶电商渠道快速崛起，我们测算电商占品类销量比例已超 30%，22 年电商销售额前五名均为国产品牌，而精装修渠道前三名品牌均为外资。近年国产品牌凭借不断强化的产品品质、更快的迭代创新以及价格优势，在 to C 渠道快速发展。从集中度看，22 年智能马桶电商渠道 CR5 约 37%，据经济学人 2017 年报道，TOTO、骊住智能马桶在日本市占率分别为 60%、30%，未来我国卫浴行业集中度仍有较大提升空间。
- **公司智能产品占比提升、多渠道拓展，自产率提升有望增厚盈利。**
  - 1) **智能产品**：公司坚定产品智能化方向，据公司年报，22 年公司智能家居产品收入约 19 亿元，占比 25%，同比+1.6pct；智能产品整体毛利率达 36.8%，高于公司整体毛利率 3.9pct。以智能马桶为抓手，公司亦通过整体卫浴空间的打造，提升浴室家具、龙头五金、浴缸等产品销售，新品智能浴室镜、智能花洒等有望贡献增量。
  - 2) **渠道拓展**：在家居行业渠道流量快速分流背景下，公司积极布局高潜力渠道，其中直营电商、经销家装渠道增长亮眼，19-22 年营收 CAGR 分别达 95%、40%。传统渠道方面，19-22 年经销商门店数量从 8270 家提升至 13378 家，新增网点主要为家装店及乡镇店，持续深化线下网点布局。
  - 3) **自产率提升**：当前公司五金龙头、智能马桶盖板仍有较大比例外协，随着公司上市募投项目有序推进代工成本有望逐步下降。自动化方面，公司积极推进数智化智能工厂建设提升生产数字化、自动化，人工成本有望逐步优化。
- **回顾日本 TOTO 发展，产品力为基石，渠道转型为助力，打造百年卫浴龙头企业。**
  - 1) **行业层面**，1990 年后日本新建住房年增速下行，后地产时代渗透率提升为品类增长核心驱动。据 E-stat 数据，1992 年日本温水冲洗马桶圈渗透率为 14.2%，2022 年渗透率已达到 80.3%。
  - 2) **公司层面**，TOTO 于 1980 年推出首创的智能马桶盖板“卫洗丽”，多年畅销日本，同时期开始公司逐步形成卫浴产品套系化，产品结构中浴室家具、卫生陶瓷、水龙头等产品分布均衡。90 年代后 TOTO 率先变革成立“改造事业部”，将经营重心转向存量房改建，通过设立展示全浴改造效果的陈列室、与装修公司广泛合作建立“改造俱乐部”以及与头部建材、门窗企业建立“TDY”联盟，日本改建业务成为公司业务的有力支撑，2007-2022 年，公司日本改建业务收入 CAGR 约 2%，而日本新屋业务收入 CAGR 则为-2%。

## 一、公司概况：中国陶瓷卫浴龙头企业

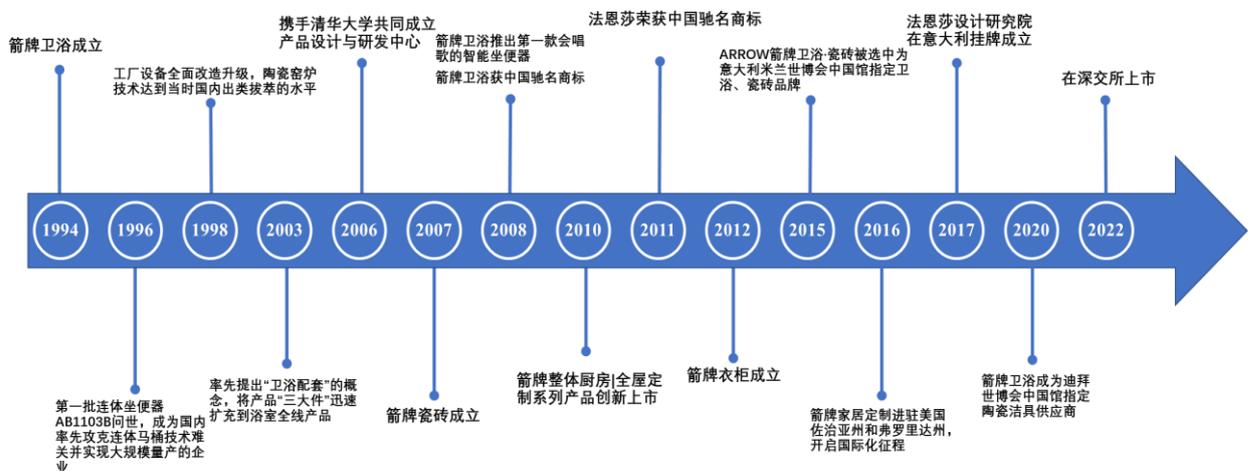
箭牌家居作为我国卫浴龙头，产品覆盖高品质卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱衣柜等全系列家居产品，致力于为消费者提供一站式智慧家居解决方案，目标是成为国际一流的智慧家居品牌。

### 1.1 产品布局广泛，立体品牌矩阵构筑发展动力

公司起源于卫浴品类，多年来不断拓展品牌矩阵、发展多元化产品。公司是国内较早进入陶瓷卫浴行业的企业之一，经过多年的产品研发、市场培育、品牌运营，公司已在国内市场拥有较高的市场占有率和良好的品牌美誉度，且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。公司深耕卫浴全品类，实现了卫浴品类全覆盖，并形成卫浴定制，在此基础上未来逐渐衍生瓷砖和全屋定制业务。

- **1994-2006 年 专注卫浴产品：**1994 年，箭牌卫浴正式建厂，同时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 正式投产，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。2003 年公司率先提出“卫浴配套”概念，将产品“三大件”扩充到浴室全线产品。2006 年，公司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。公司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。
- **2007-2011 年 拓展产品种类：**2007 年箭牌瓷砖成立，2010 年箭牌推出整体厨房为代表全屋定制系列产品。公司在传统卫浴产品以外拓展产品品类，开始尝试推出智能座便器、定制化产品等新方向。与此同时，公司的行业地位逐步确立。2008 年箭牌卫浴获中国驰名商标，2011 年旗下法恩莎瓷砖获中国驰名商标。在此期间，箭牌家居定制成为全国工商联家具装饰业商会橱柜专业委员会常务理事单位。
- **2012-至今 深化研发设计巩固优势：**2016 年，箭牌家居定制开展业务国际化，进驻美国佐治亚州和佛罗里达州。2017 年，法恩莎设计研究院在意大利挂牌成立。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。2022 年，公司在深交所上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司为当前国内陶瓷卫浴行业龙头之一，自设立以来始终坚持自主品牌发展。公司三大品牌 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三个品牌形象深入人心，并以良好形象、过硬品质和细致服务获得消费者的青睐，以核心产品洁具为例，2022 年，公司智能坐便器、连体坐便器和蹲便器的年销售数量近五百万台，每年服务超过百万级家庭用户；公司产品多次荣获德国红点奖、德国 iF 奖以及日本 GMark 设计奖、红棉中国设计奖等国际国内工业设计奖项；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，具有较高的品牌知名度。

公司在中国区域布有 10 大生产制造基地（其中 2 个在建），在中国市场拥有 10000 多家销售网点，是国内具有实力和影响力的综合性智慧大家居企业集团。当前，公司产品品类包含卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房及定制橱柜，2022 年上述产品营收占比分别约 47%、28%、11%、7%、6%、1%。

表 1: 公司主要产品

产品分类	产品图片			22 年产品营收及占总营收比重
卫生陶瓷	智能座便器	普通座便器	蹲便器	产品营收为 35 亿元， 占营业收入比重为 46.71%
				
	小便器	盆类	水箱及配件	
龙头五金	恒温花洒	淋浴花洒	水龙头	产品营收为 20.7 亿元，占营业收入比重为 27.55%
				
	挂件	智能晾衣架	地漏	
浴室家具	浴室柜			

				产品营收为 8.08 亿元，占营业收入比重为 10.75%
	浴缸	浴房	沐浴屏风	
浴缸浴房				产品营收为 4.1 亿元，占营业收入比重为 5.49%
	抛釉砖	仿古砖	瓷片	
瓷砖				产品营收为 5.1 亿元，占营业收入比重为 6.82%
				
	定制橱柜	定制衣柜	定制阳台柜	
定制橱柜衣柜				产品营收为 1.1 亿元，占营业收入比重为 1.40%
其他	全屋家居涉及的零部件及五金件等			

资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

表 2：公司主要品牌基本情况

标识	品牌定位	品牌愿景
 箭牌卫浴·瓷磚·家麗定制	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，正在向国际一流智能家居品牌进发。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。	智慧家居
 法恩莎卫浴·瓷磚	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。	艺术家居
 安华卫浴·瓷磚	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。	时尚家居

资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

## 1.2 实控人持股比例高，发布股权激励彰显发展信心

截止 23 年一季报，公司最大控股股东为佛山市乐华恒业实业投资有限公司，持有公司 49.71% 股权。公司实际控制人为谢岳荣、霍秋洁、谢安琪和谢炜，霍秋洁、谢安琪和谢炜为谢岳荣一致行动人。谢岳荣直接持有公司 21.54% 股权，并通过持有乐华恒业 16.25% 股权间接持有公司约 8% 股权。

表 3: 截止 23 年一季报公司前十大股东明细

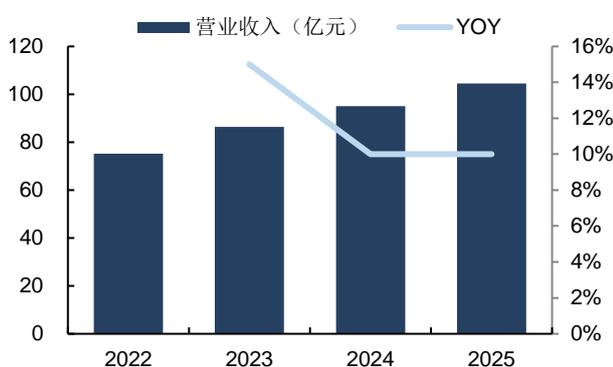
排名	股东名称	持股数量(股)	占比(%)	股本性质
1	佛山市乐华恒业实业投资有限公司	480,000,000	49.71	限售流通 A 股
2	谢岳荣	208,000,000	21.54	限售流通 A 股
3	佛山市霍陈贸易有限公司	80,000,000	8.28	限售流通 A 股
4	霍少容	32,000,000	3.31	限售流通 A 股
5	珠海香恒股权投资合伙企业(有限合伙)	25,679,046	2.66	限售流通 A 股
6	共青城乐华嘉悦投资合伙企业(有限合伙)	13,512,210	1.40	限售流通 A 股
7	北京居然之家家居连锁有限公司	8,690,033	0.90	限售流通 A 股
8	深圳市创新投资集团有限公司	6,657,721	0.69	限售流通 A 股
9	中信证券投资有限公司	4,695,597	0.49	限售流通 A 股
10	红星喜兆投资有限公司	4,116,758	0.43	限售流通 A 股
	合计	329,428,302	81.4	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**发布股权激励计划，彰显发展信心。**2023 年 5 月公司发布股权激励草案，拟授予的限制性股票数量为 600 万股，约占公司总股本约 0.62%，激励对象为中层管理人员、核心管理人员及核心技术(业务)人员共 180 人，首次授予部分限制性股票的授予价格为每股 9.13 元。

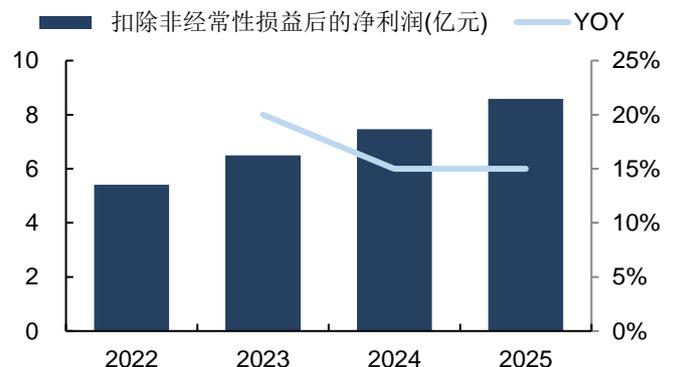
股权激励业绩考核年度为 2023 年、2024 年和 2025 年，解锁目标为 2023 年营收增长率不低于 15%、扣非净利润增长率不低于 20%；2024 年和 2025 年营收增长率不低于 10%，扣非净利润增长率不低于 15%。首次授予部分 23/24/25 年解锁比例分别为 30%/30%/40%。

图 2: 2023-2025 年公司股权激励目标营业收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3: 2023-2025 年公司股权激励目标扣非净利润

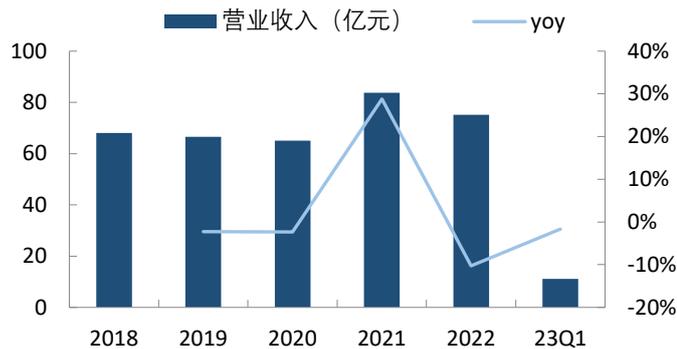


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 1.3 财务概况：近年营收总体稳定发展

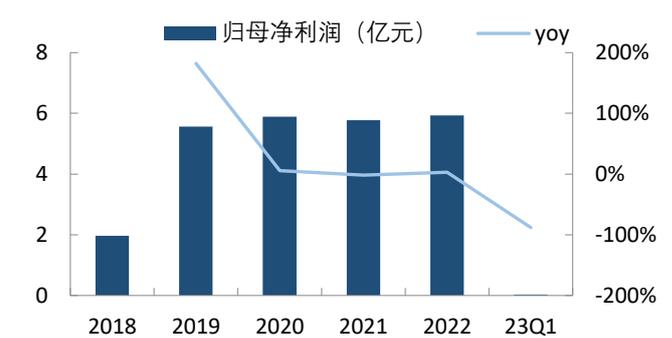
疫情影响叠加房地产行业下行，22年、23年Q1业绩有所承压。2022年公司实现营业收入75.13亿元，同比下降10.27%，23年Q1公司实现营业收入11.10亿元，同比下降1.67%。据年报，22年公司主要受房地产行业下行以及居民消费减弱影响，营业收入有所下降。2022年公司实现归母净利润5.93亿元，同比增长2.75%，据公司年报，主要受高毛利的智能产品销售占比提升所致。23年Q1公司实现归母净利润0.03亿元，同比下降88.15%，主要受竞争性产品折扣定价影响。

图 4：2018-2023Q1 公司营业收入与同比增长率



资料来源：wind，信达证券研发中心

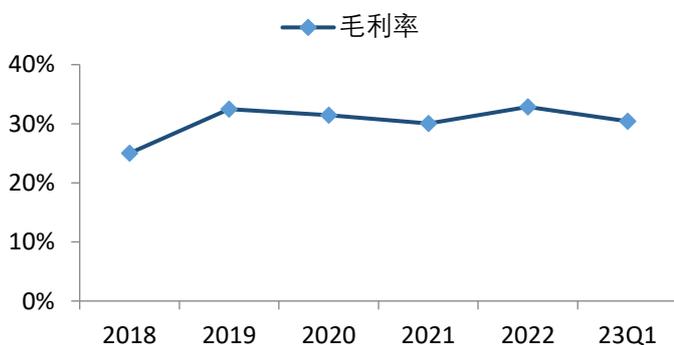
图 5：2018-2023Q1 公司归母净利润与同比增长率



资料来源：wind，信达证券研发中心

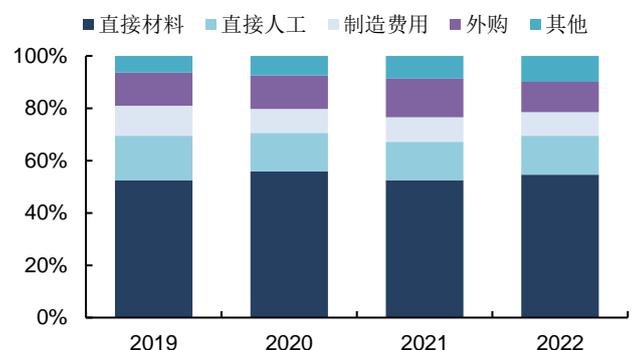
22年受益产品结构优化毛利率提升，卫生陶瓷毛利率受益智能产品提升保持较高水平。公司22年毛利率整体略有增长，主要受公司22年智能产品结构优化如智能座便器销售占比提升影响。23年Q1受竞争性优惠销售策略影响，公司毛利率略有回落。2019-2022年，在智能马桶带动下，公司卫生陶瓷种类产品毛利率维持在34%上下的相对高位。在公司营业成本中，直接材料和直接人工花费占据较大比例，22年分别为55%、15%，2019-2022年公司外购花费成本随产品需求变化整体在11%-15%间浮动，而直接人工占比则由于公司的生产优化占成本比重自19年的17%降至22年的15%。

图 6：2018-2023 年 Q1 公司毛利率



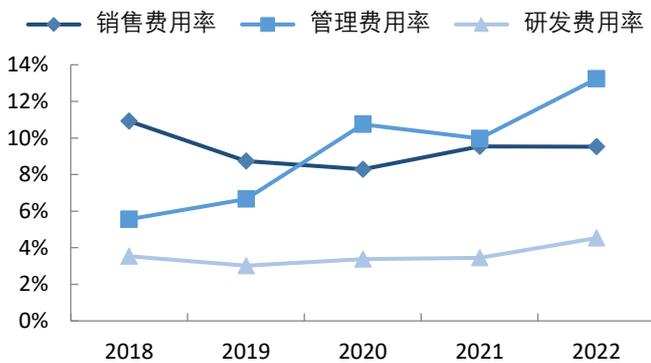
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2019-2022 年公司营业成本结构

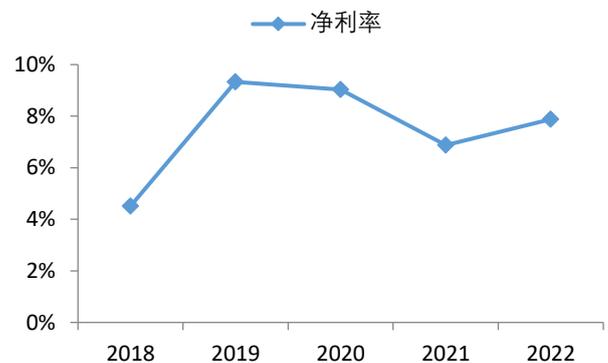


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

疫情影响导致公司管理费用率有所上浮，后续有望持续优化。据年报，2022年公司管理费用受疫情下公司停工、职工薪酬增加影响，22年管理费用率增长3.3pct至13%，后续随着疫情因素减弱，公司管理费用率有望回落至常态。销售费用率方面公司费用管控良好，近年来费率维持在9-10%左右。研发费用率则随着公司对智能化产品投入的加大呈逐年提升趋势，当前占比约为4%左右。净利率方面，公司2019-2022年净利率水平在7%-9%左右波动。

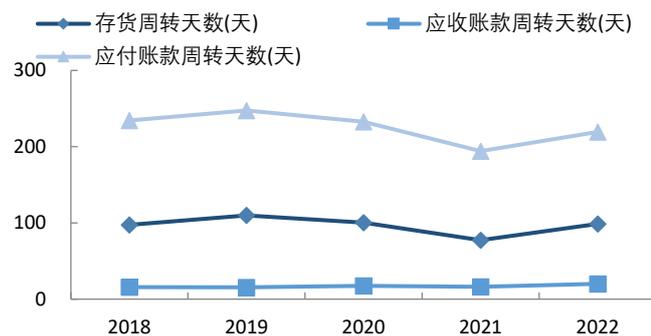
**图 8：2018-2022 年公司各项费用率**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

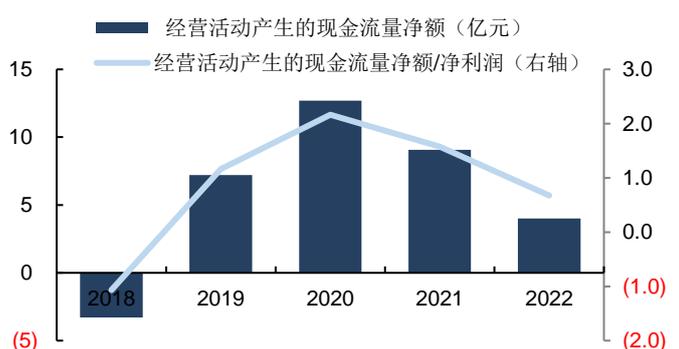
**图 9：2019-2022 年公司净利率**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司营运情况总体良好，22年疫情有所影响。22年公司存货/应收/应付账款周转天数分别为98/20/219天，我们认为主要由于公司的渠道仍以零售为主，线下渠道占比较大，因此年内受疫情影响较大，存货周转天数、应收账款周转天数有所上升。现金流方面，22年公司经营活动产生的现金流量净额同比减少56%降至4.01亿元，据年报，主要为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 10：2018-2022 年公司存货/应收/应付账款周转天数**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 11：2018-2022 年公司经营性净现金流及与净利润比**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

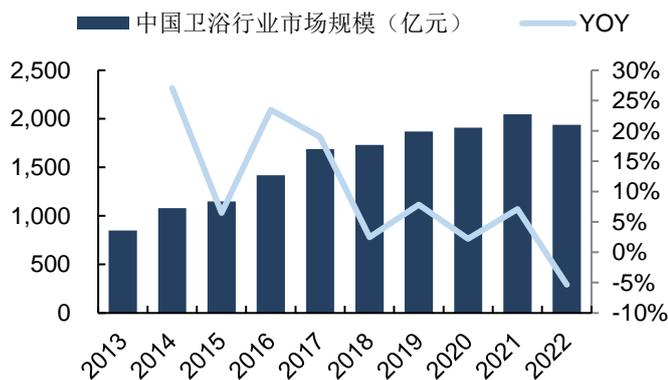
## 二、电商&国牌崛起，智能马桶引领卫浴智能化

我国智能坐便器行业正处在成长阶段，增长驱动主要为渗透率提升。分渠道看，智能马桶电商渠道快速崛起，我们测算 22 年电商销量占比已超 30%，其中电商前五均为国牌，而精装修渠道前三品牌均为外资。从行业集中度看，2022 年电商渠道 CR5 达 37%，对比日本 TOTO、骊住分别 60%、30% 的市占率，未来我国卫浴行业集中度仍有较大提升空间。

### 2.1 中国卫浴行业稳增，智能马桶处于景气成长期

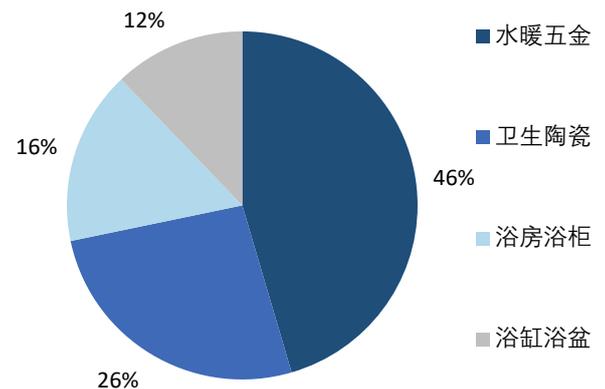
我国卫浴行业规模近 2000 亿元，近年来行业增长稳健。卫浴行业由卫生陶瓷、龙头五金、浴室浴柜、浴缸浴房等产品构成。行业主要伴随住房需求及装修改造需求的增长而增长。2022 年我国卫浴行业市场规模达 1937 亿元，同比下降 5.33%，行业 2017-2022 年复合增速达 2.8%。从细分市场来看，卫浴行业按品类划分，卫浴行业可分为水暖五金、卫生陶瓷、浴房浴柜、浴缸浴盆。其中水暖五金市场规模占比约为 45%，卫生陶瓷占比约为 26%，浴房浴柜占比约为 16%，浴缸浴盆占比约为 12%。卫生陶瓷主要涵盖坐便器、蹲便器、小便器等。

图 12: 2013-2022 年中国卫浴行业市场规模与同比增长



资料来源: 观研天下, 信达证券研发中心

图 13: 2022 年中国卫浴产品份额分布

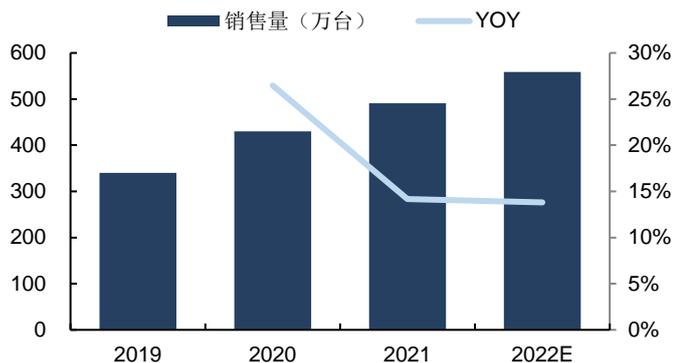


资料来源: 观研天下, 信达证券研发中心

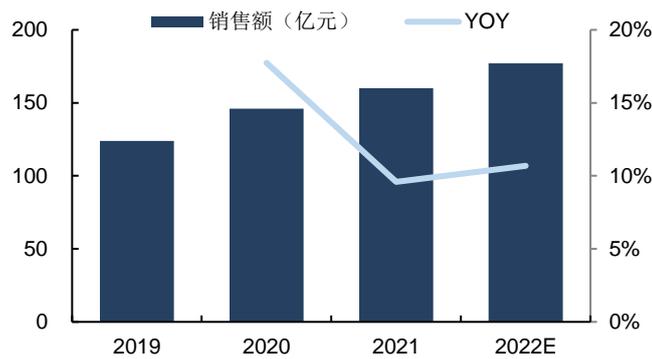
我国智能马桶销售额在 2019-2022 年维持较高增长。据奥维云网，2019-2021 年我国智能坐便器全渠道销售量分别为 340 万台、430 万台、491 万台，预计 2022 年销售量为 559 万台，2019-2022 年销售量 CAGR 约为 18%。我国智能坐便器销售额从 2019 年的 124 亿元增长至 2022 年的预计 177 亿元，预计 2019-2022 年销售额 CAGR 为 13%。

图 14: 2019-2022 年我国智能马桶全渠道销售量

图 15: 2019-2022 年我国智能马桶全渠道销售额



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

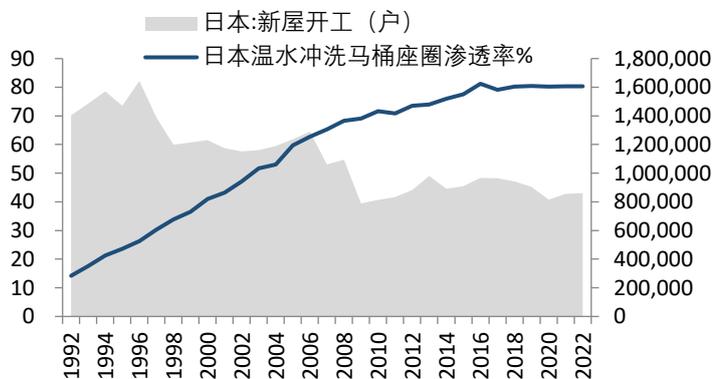


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

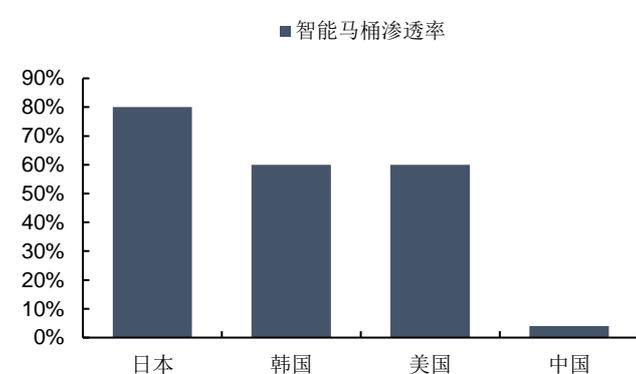
智能产品消费属性强，对标海外，我国智能坐便器渗透率仍有较大提升潜力。历史上日本温水冲洗马桶圈的渗透率提升与新房市场关联度有限，1997年起日本房地产市场新屋开工户数持续下滑，而智能马桶的渗透率仍保持持续提升的趋势，渗透率从1992年的14.2%提升至2016年的81.2%，随后几年维持在80%左右，当前全球主要经济发达国家的智能马桶渗透率均超50%。据观研天下，2021年我国智能马桶渗透率约4%，距日韩欧美等国家或地区有显著差距；我们认为，尽管近年国内新房市场放缓，对比海外国家及日本智能马桶发展趋势，我国智能马桶渗透率未来仍有较大的提升空间，品类增长仍在快速成长期。

图 16：1992-2022 年日本温水冲洗马桶圈渗透率及新屋开工数

图 17：2021 年各国智能马桶渗透率对比



资料来源：E-stat, wind, 信达证券研发中心

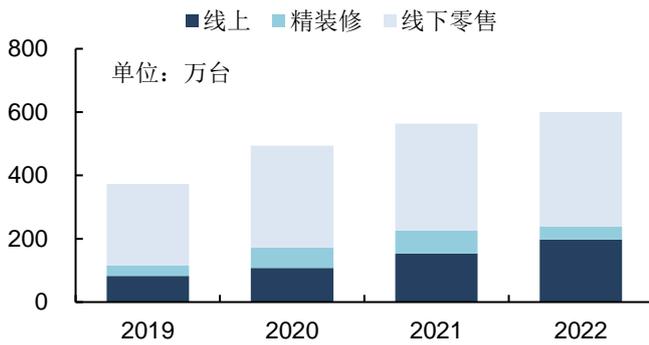


资料来源：观研天下，E-stat，信达证券研发中心（日本采用 E-stat 数据，其余采用观研天下）

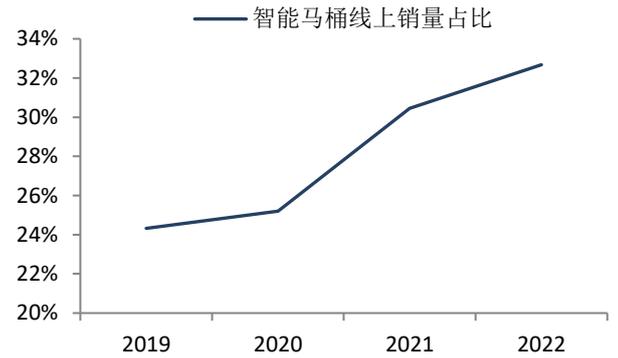
## 2.2 内资电商突围，外资工程渠道领先，行业集中度有待提升

目前我国智能马桶销售渠道主要为线上电商、精装修与线下零售渠道，近年来线上电商零售渠道提升显著。据奥维云网预测，2022年我国智能马桶零售全渠道销量约559万台。卫浴作为传统行业，当前的主流渠道仍是线下零售，但线上渠道作为新型营销渠道，其呈现快速上升的态势，据久谦中台统计，2022年天猫+京东+抖音的智能马桶年销售量合计约197万台。而智能马桶工程渠道主要配套于精装修项目，据奥维云网，2022年智能马桶精装修渠道的销售量约41.61万台。我们测算当前智能马桶的线上销售量占比提升至约33%。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>14

**图 18: 2019-2022 年智能马桶各渠道销售量**


资料来源: 久谦中台, 奥维云网, 智研咨询, 信达证券研发中心测算

**图 19: 2019-2022 年智能马桶线上销售占比提升**


资料来源: 久谦中台, 奥维云网, 智研咨询, 信达证券研发中心测算

从中国卫浴行业整体竞争情况看, 市场参与者主要分为国外品牌、国内知名品牌及国内区域性品牌, 我国卫浴行业集中度远远偏低, 随着高品质卫浴企业通过独到的品牌营销战略、高频产品迭代、智能化产品拓展、全方位渠道升级等方式开拓市场, 我国卫浴行业未来集中度提升空间较大。

**表 4: 智能马桶行业主要竞争者情况**

细分市场	参与者	客户群特征	市场特点	竞争力
国外品牌	以汉斯格雅、杜拉维特、唯宝、摩恩、高仪、乐家、伊奈为代表的外资高端品牌, 以及科勒、TOTO 为代表的大众消费品牌	注重品牌附加值和产品设计, 价格敏感度不强, 国内受众群体相对较小	主要布局于一线城市, 竞争对手相对较少	品牌悠久附加值高, 技术实力强, 设计水平高, 占领高端市场, 并逐步向中低端市场渗透
国内知名品牌	箭牌、惠达、恒洁、九牧为代表的全国性品牌	相对注重品牌附加值、产品设计和功能性, 价格敏感度相对不强	竞争格局稳定, 品牌知名度较高	品牌认知度和技术 水平加速提升, 渠道渗透率高, 逐步切入原有外资品牌为主导的高端市场
国内区域品牌	中宇、澳斯曼、阿波罗、四维等地方性品牌	价格敏感度高, 对品牌认知度低, 更注重功能性	生产企业众多且为中小企业, 构成我国二线以下城市卫生陶瓷市场的主要参与者	在局部区域优势, 但品牌、渠道、制造和研发方面劣势明显, 行业洗牌中将逐步整合

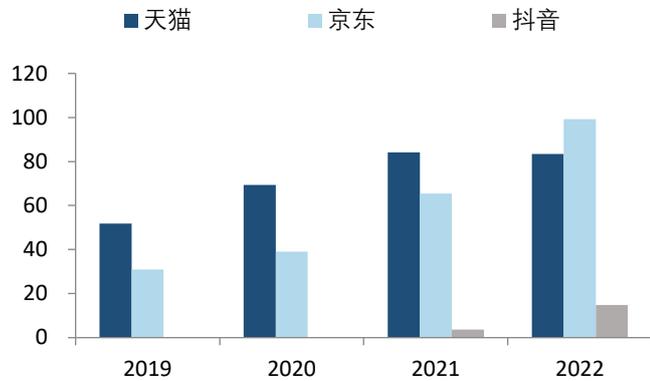
资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

**2022 年线上渠道国产品牌凭借较高性价比突围, 市占率领先外资品牌。**智能马桶线上销售渠道主要为天猫、京东和抖音, 其中天猫和京东为主要销售平台, 抖音于 2022 年起量, 有望逐步成为智能马桶线上主要销售渠道之一。

综合天猫、京东和抖音渠道各品牌销售额, 2022 年智能马桶线上销售额市占率排名前五的品牌分别为九牧 (15%)、恒洁 (11%)、箭牌 (6%)、自高 (3%)、瑞尔特 (2%), 均为国产品牌; 而 2021 年排名前五的品牌则分别为九牧 (16%)、恒洁 (11%)、箭牌 (7%)、松下 (4%)、TOTO (4%)。2022 年外资品牌在电商渠道市占率下滑, 国产品牌凭借较高的性价比在竞争中突围, 国产龙头品牌九牧、恒洁、箭牌维持头部份额, 新晋品牌如自高、瑞尔特快速上量。

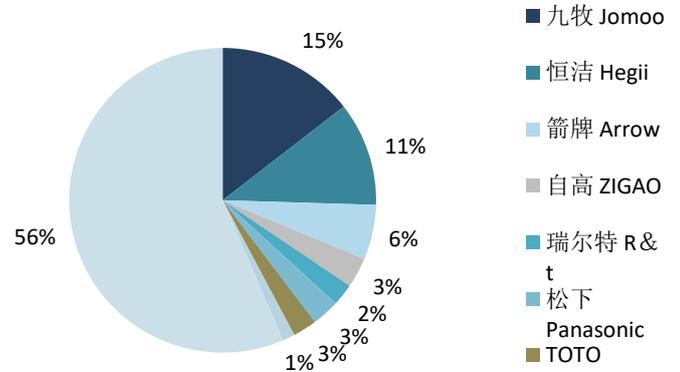
从线上渠道的集中度看，智能马桶线上渠道销售额 CR5 从 2019 年的 32% 提升至 2021 年 42%，2022 年在行业竞争下降低至 37%，行业集中度总体呈现提升趋势，头部国产品牌竞争力有望持续确立并巩固。

图 20: 2019-2022 年电商平台智能马桶销售量 (万台)



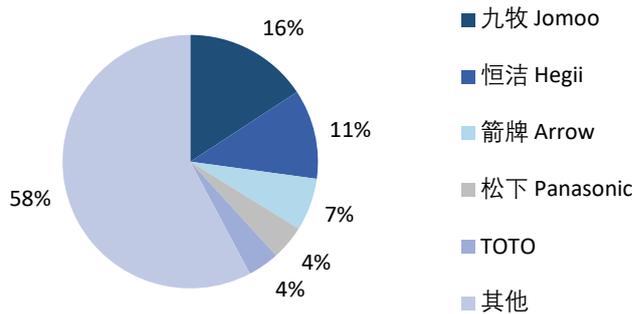
资料来源: 久谦中台, 信达证券研发中心测算

图 21: 2022 年智能马桶线上渠道销售额市占率



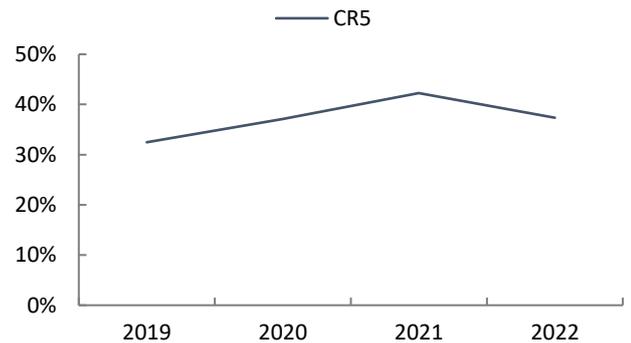
资料来源: 久谦中台, 信达证券研发中心

图 22: 2021 年智能马桶线上渠道销售额市占率



资料来源: 久谦中台, 信达证券研发中心

图 23: 2019-2022 年智能马桶线上渠道销售额 CR5 变化趋势



资料来源: 久谦中台, 信达证券研发中心 (2019-2020 年无抖音数据)

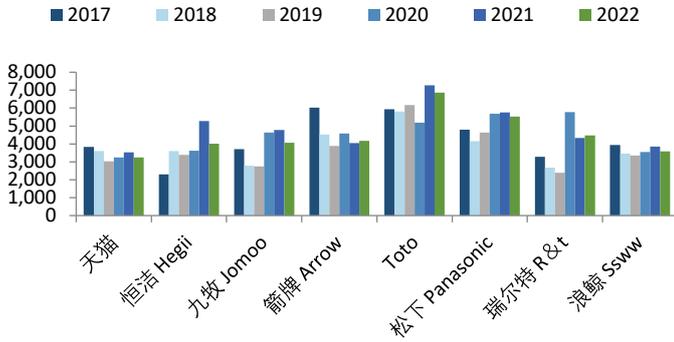
近几年线上智能马桶销售均价总体呈下降趋势，头部品牌均价相对平稳。天猫平台智能马桶总体均价从 2017 年的约 3840 元/台降低至 2022 年的 3240 元/台，排名前列的主要品牌销售均价均高于平均水平，销售额排名靠前的头部品牌近几年均价相对平稳，2022 年恒洁、九牧、箭牌、瑞尔特均价在 4000 元左右价格带，松下、TOTO 均价在 5000-7000 元左右价格带，浪鲸等均价在 3000 元左右价格带。

京东平台智能马桶总体均价从 2019 年的 4180 元/台降低至 2022 年的 3053 元/台，近几年京东平台销售增速较快，同时均价逐步向天猫平台收敛。其中 2022 年九牧、恒洁、箭牌均价在 3000-4000 元左右价格带，松下、TOTO 均价在 4000-6000 元左右价格带。

轻智能等性价比产品推出，驱动品类渗透率提升。智能马桶线上渠道均价下降与销售量快速增长相互印证。近年来线上渠道性价比较高的“轻智能”型马桶活跃于市场，从外观上看轻智能马桶和智能马桶区别不大，但功能方面更加简单，轻智能马桶保留加热、自动冲水等基础功能，智能马桶则具有清洗、烘干、按摩、除臭、杀菌等进阶功能。以箭牌为例，一款轻

智能马桶（型号：AKE1131）售价约 1600 元/台，而具备更全面功能的智能马桶（型号：AKE1138）售价约 5000 元/台。

图 24：2017-2022 年智能马桶天猫均价（元/台）



资料来源：久谦中台，信达证券研发中心

图 25：2019-2022 年智能马桶京东均价（元/台）



资料来源：久谦中台，信达证券研发中心

图 26：箭牌天猫轻智能马桶与智能马桶示意图



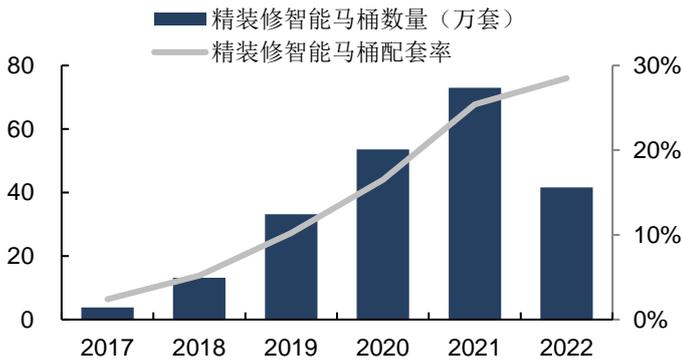
资料来源：箭牌天猫旗舰店，苏宁易购旗舰店，信达证券研发中心

**精装修智能马桶配套率逐年提升，竞争格局外资品牌领先。**根据奥维云网统计，受地产与宏观经济影响，2022 年精装修市场整体下降。2022 年精装修智能马桶配套规模达 41.61 套，同比 2021 年下降 43%。从配套来看，智能马桶精装修配套率在 2020-2022 年持续增长，配套率从 2017 年的 2.4% 提升至 2022 年的 28.5%。

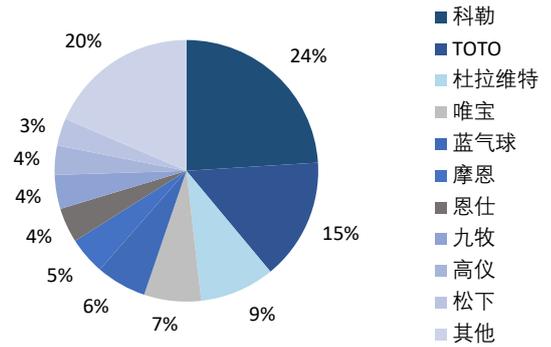
竞争格局方面，2022 年精装修配套智能马桶排名前五的品牌分别为科勒（24%）、TOTO（15%）、杜拉维特（9.2%）、唯宝（7%）、蓝气球（6.2%），CR5 达 61.4%，集中度相对较高。外资头部品牌美国科勒和日本 TOTO 在国内精装修市场份额占据相对领先的趋势，而众多国内品牌近年来也有逐步崛起的趋势。

图 27：2017-2022 年精装修智能马桶项目数量

图 28：2022 年精装修智能马桶品牌竞争格局



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心

### 三、TOTO 复盘：百年卫浴龙头，立足“卫洗丽”，放眼全球

TOTO 作为全球智能马桶品类先行者，其成功发展离不开产品锐意创新、渠道变革与全球化扩展。**1) 产品**，公司 1980 年推出首创的智能马桶盖板“卫洗丽”，引领日本如厕习惯从“擦拭”走向“水洗”，以旗舰单品为抓手引领日本智能马桶渗透率提升至 80%。在其他卫浴品类上，80 年代起公司逐步形成卫浴产品套系化，产品结构中浴室家具、卫生洁具、水龙头产品分布均衡。**2) 渠道**，90 年代后日本地产进入存量市场，公司率先变革成立“改造事业部”，将经营重心转向存量房改建，通过设立展示全浴改造效果的陈列室、与装修公司广泛合作建立“改造俱乐部”以及与头部建材、门窗企业建立“TDY”联盟，日本改建业务成为公司业绩的有力支撑。**3) 海外市场**，公司自 80 年代开始进入海外市场，凭借智能卫浴的高端定位，TOTO 在亚洲市场享有显著高于集团整体的经营利润率，贡献增长第二极。

#### 3.1 TOTO 发展历程及业务简介

TOTO 是全球卫浴设备龙头。截止 22 年 4 月，TOTO 在日本及中国、美国等全球 18 个国家和地区开展业务，为世界各地顾客提供舒适实用型厨卫洁具空间方案，公司旗舰产品智能马桶“卫洗丽”全球累计销售量突破 6000 万台，持续扩大其在全球的使用范围。

**日本冲水式坐便器首创者，研发基因深厚。**TOTO 公司由大仓和亲先生创立于 1917 年，最初名为东洋陶器株式会社。1912 年大仓先生成立制陶研究所，并于 1914 年研发出日本第一台国产冲水式坐便器，产品研究的基因植根于公司创立之初。

**1950-1970 年代，卫浴产品矩阵完善。**随着日本现代化的推进，公司产品矩阵持续丰富，陆续研发出龙头花洒、浴缸、整体浴室、洗脸化妆台等多样化浴室产品，基于卫浴场景的产品矩阵基本形成。

**1970-1980 年代，推出旗舰产品进入高速发展期。**1970 年公司更名为东陶机器株式会社 (TOTO LTD.)，本地工厂、展厅持续铺设；同时，公司于 1977 年在印度尼西亚成立合资子公司 P.T. Surya，迈出了国际化的第一步。1980 年，公司旗舰产品温水洗净式智能电子坐便器“卫洗丽”(WASHLET)上市，产品以水洗代替纸擦，为消费者带来全新的清洁、舒适卫浴体验。1981 年，公司将使用场景从卫浴拓展到厨房，产品类型进一步丰富。

**1990-2000 年代，日本地产进入后周期，海外市场发力。**随着日本经济泡沫破裂，日本地产

行业逐步下行，公司开始加大海外市场布局，1990年起公司开始在美国开展贸易，并将业务拓展至印尼、韩国、泰国、中国内地。1993年，公司推出了“卫洗丽”一体型坐便器“诺锐斯特”(NEOREST)，产品形态已与当前广泛使用的智能马桶类似。同年，公司针对日本国内市场提出“改造宣言”的全新商业模式，发力日本国内的住宅改建市场，在经历了1997-1998年营业收入双位数下滑后，在2000年代公司营收重新实现正向增长。2002年公司与大建工业、YKK三家联合成立“TDY联盟”，以整体空间出发全方位满足用户改造需求。

**2010年代-至今，致力于可持续发展。**公司经过多年发展，在日本国内改建业务与海外业务方面均取得了亮眼的业绩，公司在产品研发端不断精进，在旗舰产品“卫洗丽”基础上持续功能迭代，并加大产品在环保、节水方面的特色优势。进入2020年代，公司针对未来10年的发展提出了全新的愿景，产品端公司将继续加大环保、节水方面的功能改造，规划2030年营收规模超过9000亿日元(2020-2030年CAGR约5%)，经营利润率提升至10%以上，海外业务占比超过50%。

图 29: TOTO 主要发展历程示意图

	日本的现代	高速增长期	稳定增长期~泡沫经济	经济泡沫破裂，低迷的十年
商业活动	1917 东洋陶器株式会社成立	1970 公司更名为“东陶机器株式会社”	1980年代	1990年代 1993 发布住宅改建宣言
产品与技术	1962 制定了公司社训	1977 在印度尼西亚成立合资公司，成为海外第一家生产卫生陶器的东陶企业	1976 推出节水静音坐便器“CS系列” 	1980 “卫洗丽®”(WASHLET®)上市 1985 引领“晨浴”时尚的“洗发化妆台”上市(适合洗发的梳洗台) 1981 推出日本首个预制整体浴室 1985 开始批量生产精密陶瓷业务的“静电吸盘” 1993 “诺锐斯特”(NEOREST)上市  1995 发现“光触媒超亲水性”(TOTO和东京大学) 1999 开发EFIONTECT智洁技术
	停滞期	经济全球化		新局面
商业活动	2000年代 2002 TOTO、大建工业、DAIKEN和YKK AP展开 2003 新住宅改建宣言 2004 建立TOTO集团经营理念体系	2006 设立“UD研究所” 2007 公司更名为TOTO株式会社 2009 发表“TOTO V计划2017” 2010 发表“TOTO全球环境愿景2017” 2014 发表“TOTO全球环境愿景” 2017 发布新目标：“TOTO WILL 2022”中期经营计划	2010年代 2010 发表“TOTO全球环境愿景2017” 2014 发表“TOTO全球环境愿景” 2017 发布新目标：“TOTO WILL 2022”中期经营计划	2020年代 2020 发布针对新工作方式的倡议 2021 发布新目标：“TOTO WILL 2030”经营计划
产品与技术	2001 装载浴后易干的KARARI地板成套卫浴设备上市 2002 装载超漩冲洗功能的“诺锐斯特 (NEOREST) EX 系列”上市 	2004 具有超群保温功能的“Furopia 保温浴缸系列”上市 2008 通用设计公共卫生间“卫生间产品01”上市	2010 “Air in 气泡式淋浴”上市 2011 采用电解除菌水有智净技术功能的“卫洗丽®Apricot”(WASHLET®)上市	2010 3.8L水洗节水坐便器“Drakell 1G”(美国)上市 2010 “诺锐斯特(NEOREST)”系列产品累计销量超过300万台 2017 “诺锐斯特(NEOREST)NX”全球上市 

资料来源: TOTO 官网, 信达证券研发中心

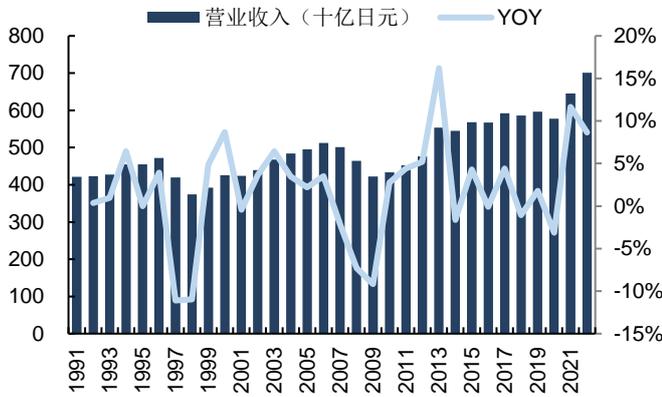
**日本改建及海外市场有效拉动增长，收入结构多元化。**TOTO的营业收入方面，1991-1998年期间，由于公司业务结构仍以日本国内新房市场为主，公司营收受日本新房建设景气度影响较大，1997、1998年公司营业收入分别同比下滑11.1%、10.97%，为历史最低收入增长水平。

随着1999年起公司改建事业正式启动，公司收入端实现反转。2000-2006年，在改建业务

持续发力之下，公司营收总体保持正增长，日本新房市场对业绩的影响逐步弱化。

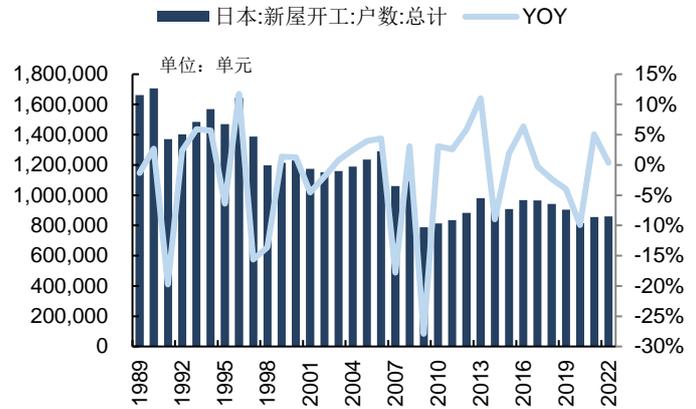
2010年后，随着公司海外业务占比的快速提升，公司营收受日本新房市场表现影响持续弱化，2001年公司海外业务占比为8%，2014年达23%，2022年该占比已达约27%，其中中国、美国、亚洲（除中国与日本）、欧洲占比分别约12%、8%、6%、1%。

图 30: TOTO 1991-2022 年营业收入与同比增速



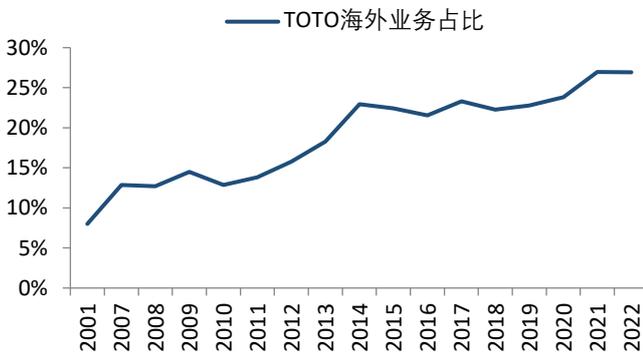
资料来源：彭博，信达证券研发中心

图 31: 1989-2022 年日本新屋开工户数及同比增长



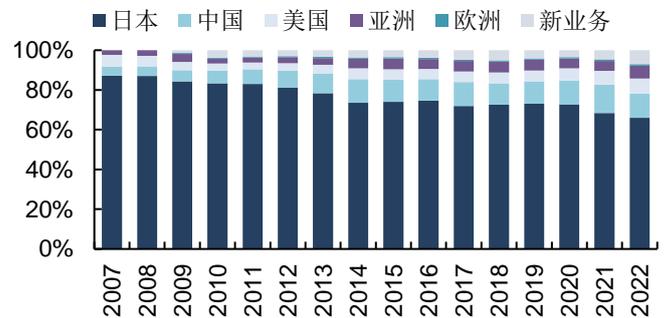
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 32: TOTO 2001-2022 年海外业务占比持续提升



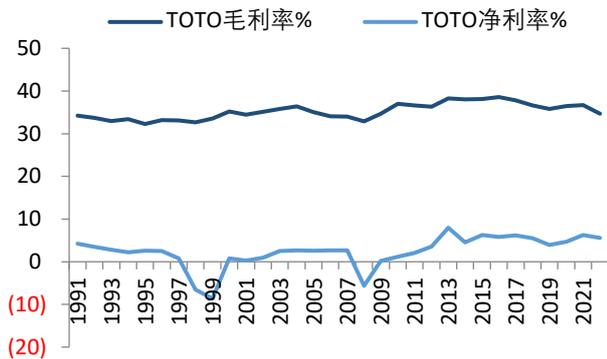
资料来源：TOTO 公司公告，信达证券研发中心

图 33: TOTO 2007-2022 年各项业务收入结构

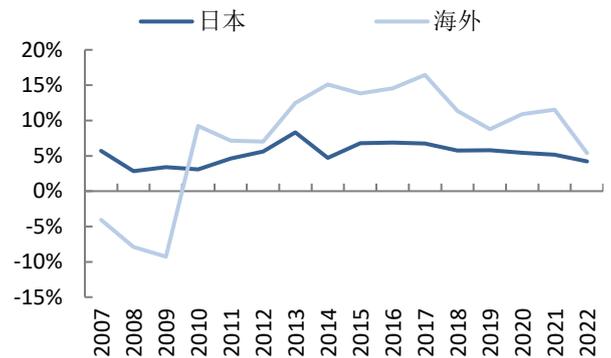


资料来源：彭博，信达证券研发中心

依托强大产品力、品牌力与海外市场开拓，公司盈利能力持续提升。TOTO 的盈利能力方面，1991年至今公司毛利率始终维持在35%左右。净利率方面，1991-2010年公司业务以日本国内为主，正常年份净利率在2%-3%左右。2010年之后随着海外业务占比的持续提升，净利率逐步提升至5%-7%，公司在海外市场的盈利能力高于日本本土，主要得益于公司在以中国、东南亚为主的海外市场较强的产品力及品牌溢价。

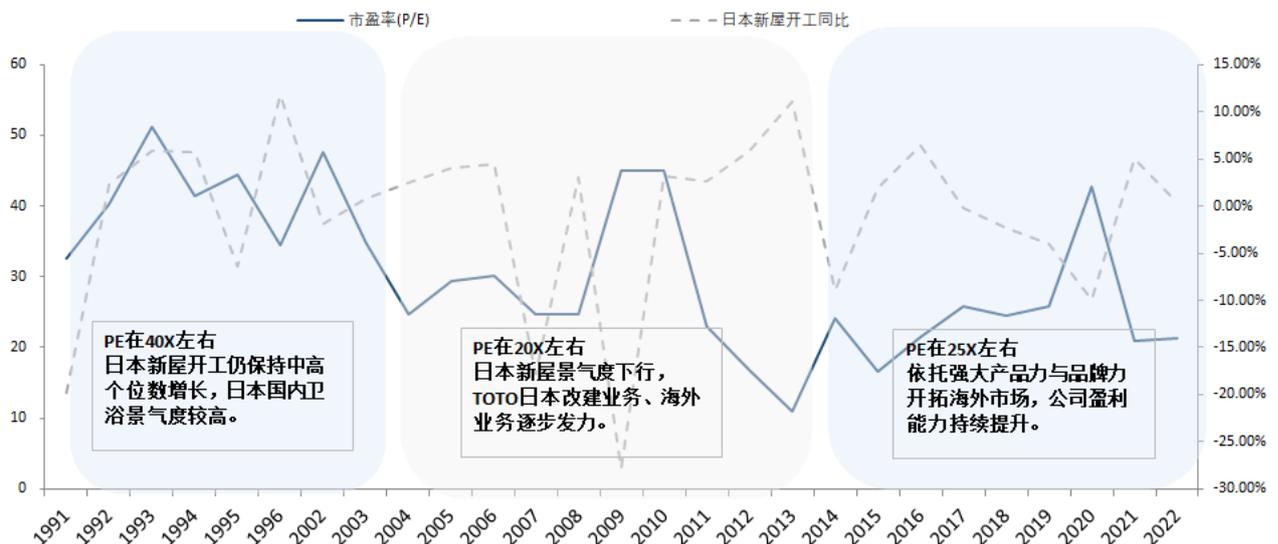
**图 34: 1991-2022 年 TOTO 毛利率与净利率**


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

**图 35: TOTO 海外经营利润率高于日本**


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

公司估值逐步摆脱日本地产影响, 体现 TOTO 品牌的全球价值。TOTO 的估值变化主要经历了三个阶段。1991-1996 年, 日本新屋市场同比增速仍保持较高水平, 公司业务仍以日本本土新房为主, 受益日本地产较高景气度, 公司估值中枢在 40X 左右。2000-2013 年, 日本新屋市场持续较低的景气度, 海外业务占比仍在提升阶段, 公司净利率在 2%-3% 之间, 公司估值中枢下探至 20X 左右。2013-至今, 随着公司日本国内改建业务健康发展及海外业务占比持续提升, 公司估值已逐步摆脱日本新屋景气度的影响, 同时受益于公司在海外市场的强大品牌力, 公司净利率水平提升至 5%-7%, 盈利水平的持续优化驱动公司估值中枢从 20X 逐步提升至 25X 左右。

**图 36: TOTO 历史估值复盘**


资料来源: 彭博, wind, 信达证券研发中心 (TTM, 剔除利润为负异常年份)

### 3.2 日本改建+海外业务驱动 TOTO 可持续增长

后地产时代, TOTO 日本业务成功完成从新屋向改建的结构转型。针对未来日本新屋景气下

行的趋势，TOTO 于 1993 年提出了“改造宣言”，新设立的翻新事业推进部（次年发展为改造事业部）于 1994 年正式启动，并积极推进和扩大了由装修公司参与的“改造俱乐部”的组织和建设。

1998 年公司财报出现上市以来第一次赤字，同时日本新屋开工户数连续两年减少 20 万户，公司以重塑改建为中心的商业模式转换已到了刻不容缓的状态，1998 年公司宣布“社长宣言”，再次强调向改建为主要的商业模式转变的必要性，在保持新建住宅动工市场占比的同时，快速扩展改造领域。

**陈列室与“改造俱乐部”共驱日本改建业务增长。**TOTO 提出“提升客户满意度才是恢复业绩的制胜王牌”，并明确定义了“客户”主要为建筑装修承包公司与项目分包商。

**在具体执行方面，TOTO 主要在门店、渠道与同业合作方面发力。**

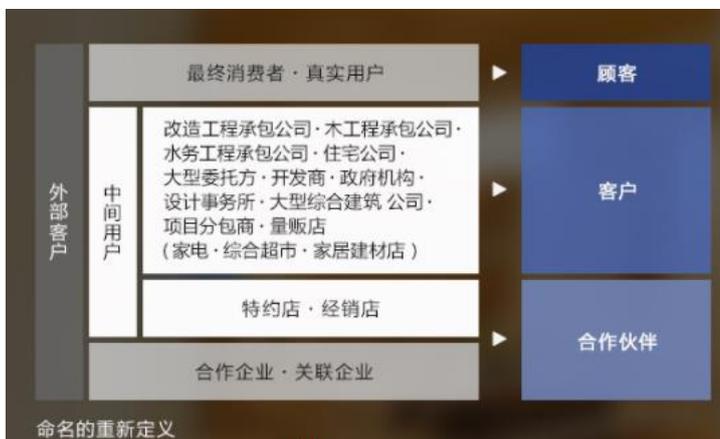
1) **门店推进陈列室店态。**公司积极在国内设立全新陈列室形态，过去的陈列室基本是单纯展示产品，而针对改建业务设立的陈列室面积更大，能够展示改建整体空间的效果；另外公司专门培训了销售和陈列室顾问，尝试让客户在陈列室进行商业谈判；销售考核方面则不再仅考核销售额，与连接顾客的媒介——“交易客户”（建筑承包公司等）之间的接触程度、完成改造提案数量也成为了重要的考核指标。

2) **与装修公司广泛合作。**公司在行业内率先推出“改造俱乐部”，1994 年“改造宣言”发布之初大约有 600 家公司加入改造俱乐部，2005 年加入公司突破 5000 家。改造俱乐部内的装修公司能够为顾客提供从设计方案、施工到售后的全流程服务。

陈列室与改造俱乐部协同效果明显。当地新陈列室的设立，促进了装修公司加入改造俱乐部；俱乐部成员利用陈列室提升业绩，也驱动了新加盟店设立。TOTO 还会根据当地具体情况增加陈列室顾问人数和加强培训。

3) **成立 TDY 联盟，实现厨卫改造全品类协同。**2002 年，TOTO 与大建工业、YKKAP 三家联合成立了“TDY 联盟”。大建工业主要从事生态材料、木质室内建筑材料和家用设备的制造和销售，YKKAP 则专注于室内金属门窗、建材等的制造和销售。以厨卫洁具为中心的改造需要从整体空间考虑，不仅有卫生洁具商品，也有地板、墙壁、天花板和门窗的配套建设；基于此，三家公司通过联盟，将各自擅长的陶瓷卫浴、木作建材、金属门窗等领域相结合，发挥协同作用，为顾客提供超越期待的满意度。

图 37: TOTO 改建业务针对“客户”给出明确定义



资料来源：TOTO 官网，信达证券研发中心

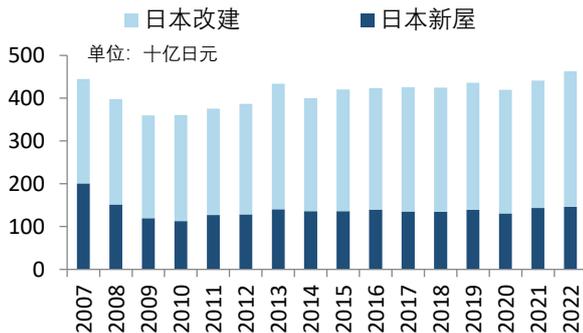
图 38: TOTO 日本陈列室示意图



资料来源：TOTO 官网，信达证券研发中心

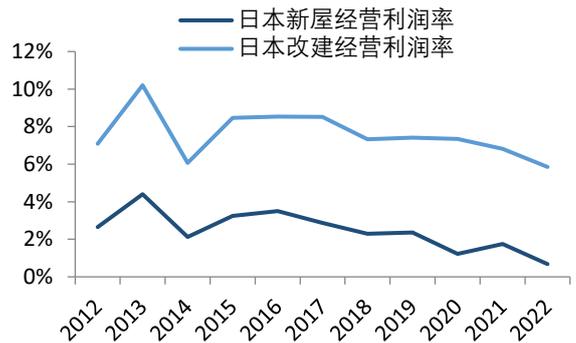
根据 TOTO 公司年报，2001 年日本改建业务占公司日本区域收入的约 46%，2022 年占比则达到 68%，营收规模达 3160 亿日元。2007-2022 年，公司日本改建业务收入 CAGR 约 2%，而日本新屋业务收入 CAGR 则为-2%。经营利润率方面，日本新屋业务主要由建筑公司选择合作的建材家具品牌，TOTO 凭借拳头产品“卫洗丽”的成功，在改建业务中能够体现更高的品牌附加值，2012-2022 年，TOTO 日本新屋业务经营利润率约在 2%左右，而改建业务经营利润率则在 7%左右。

图 39: TOTO 日本改建业务占比较高



资料来源: TOTO 年报, 信达证券研发中心

图 40: TOTO 日本新屋改造及改建业务经营利润率

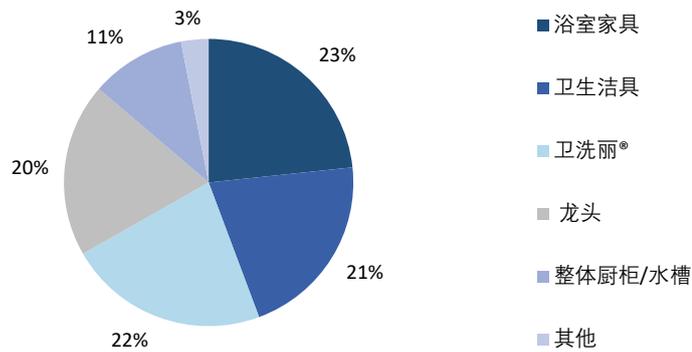


资料来源: TOTO 年报, 信达证券研发中心

**浴室配套产品矩阵完善，以创新为基引领日本浴室空间定制化。**在日本市场，TOTO 的产品主要聚焦在浴室空间，核心产品包括浴室家具、卫生洁具（陶瓷马桶）、卫洗丽、龙头及少部分整体厨柜。60 年代在日本大量建造酒店和住宅的背景下，浴室成套设备逐步成为卫浴空间的必要配套产品，同时 TOTO 逐步将洗脸化妆台向一般住宅推广，到了 80 年代日本市场趋于成熟，消费者的需求更加多元化，公司洗脸化妆台产品在竞争中不断寻求差异化，并开发出新款“洗发梳妆台”，年轻女性在上学/上班前洗头发形成新的热潮。1985 年公司进一步推出成套浴室设备，通过风格、颜色统一的地板、墙面、浴缸、洗手池等产品，让顾客以单独定制的形式挑选成套浴室设备。进入 21 世纪，TOTO 在浴室空间内继续推出创新产品，如易干燥的“KARARI 地板”、“保温浴缸”。截止 2017 年，日本卫浴市场成套设备比例已达 90%。

从 TOTO 产品结构看，得益于日本卫浴市场的高度套系化销售，公司卫浴产品的配比均衡，浴室家具（包含浴室柜、洗面池等）卫生洁具、水龙头的销售份额占比基本相同。

图 41: 2022 年 TOTO 日本区域产品结构



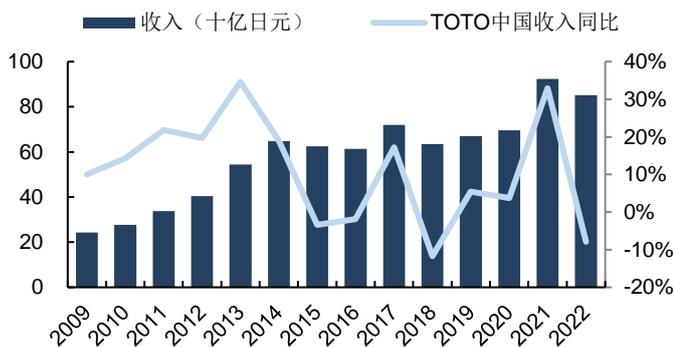
资料来源：彭博，信达证券研发中心

**近年中国区域为公司营收、利润增长的重要驱动。**1984年TOTO创立海外事业部，次年公司在定位为最重要市场之一的中国地区设立了营业网点，并在以北京为中心开展的高档酒店建设中获得了大量厨卫洁具产品订单，众多著名楼盘、酒店等选择了TOTO产品。此后，中国区成为持续驱动公司业绩增长的核心区域，2009年-2022年，TOTO在中国地区的收入从243亿日元增长至851亿日元（约43亿人民币），TOTO中国区域收入同比增速变化与中国竣工数据变化之间相关性较强，我们认为，可能与公司在中国工程渠道较强有关。

据公司官网门店公开信息，TOTO在国内的门店主要集中在华东、华南经济发达省市地区。从门店形态看，数量较多的零售店、专卖店主要开在红星、居然等家具建材卖场与建材街，全国门店总数超800家。

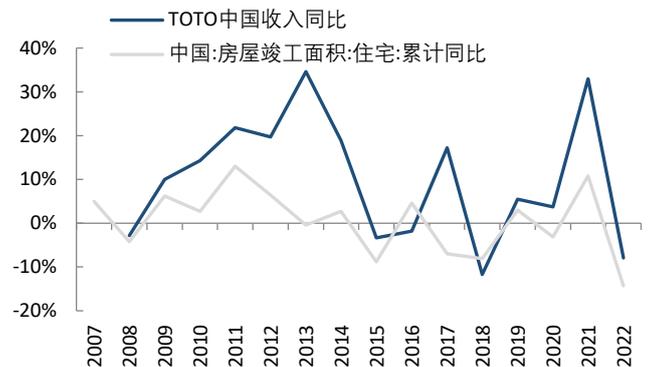
公司在海外地区的产品策略主要以高端定位为主。经营利润率方面，TOTO在亚洲（主要为中国、东南亚）地区享有较高利润率，而在美国由于当地本土卫浴企业经营历史悠久，TOTO的经营利润率相对较低。

图 42: TOTO 中国区域收入与同比增速



资料来源：彭博，信达证券研发中心

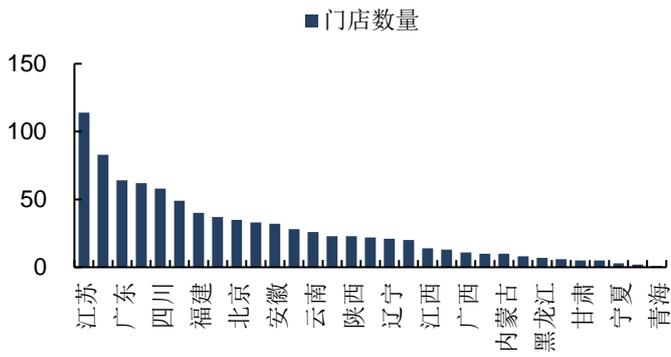
图 43: TOTO 中国地区收入增速与地产相关度较高



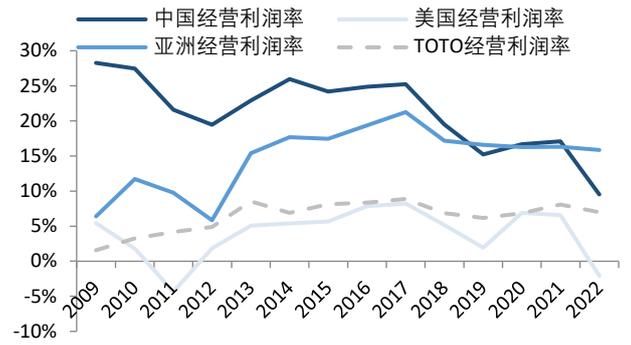
资料来源：彭博，wind，信达证券研发中心

图 44: TOTO 在中国各省份门店数量分布

图 45: TOTO 在中国及亚洲的经营利润率较高



资料来源: TOTO 官网, 信达证券研发中心



资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

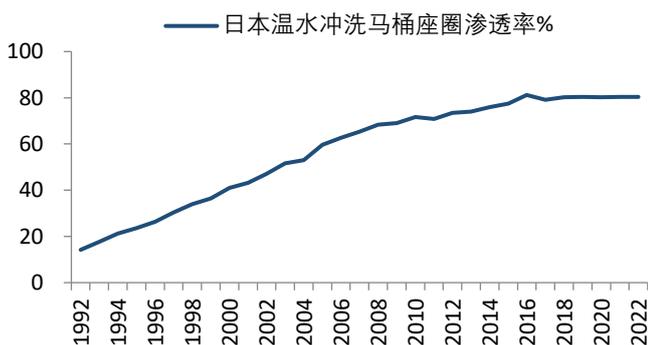
### 3.3 “卫洗丽”：智能马桶品类开拓者，创新领跑行业

“卫洗丽”是 TOTO 旗下的智能马桶盖板品牌，TOTO 也显著推动了智能马桶盖板在日本的普及。世界上第一台智能马桶盖诞生于 1964 年的美国，产品形态为由脚踏板控制的集冲洗和烘干为一体的智能马桶盖，并取得专利，但并未能在美国消费市场成功推广，随后便将专利授权给 TOTO。TOTO 在原始产品的基础上优化了电机控制的水温调节、烘干、喷嘴等功能及组件。

1970 年大阪世博会后日本卫生间开始从日式明显转为西式，1980 年 TOTO 以“卫洗丽”品牌首次将电动温水冲洗马桶盖推向日本市场，在对如厕文化、如厕清洁重视的日本，能够彻底清洁如厕后污秽的智能冲洗马桶圈大受欢迎。1982 年 TOTO 在日本全国播放的电视广告，引起积极反响，卫洗丽成功引领日本如厕习惯从“擦拭”向“水洗”转变。1993 年，TOTO 推出了“诺瑞斯特”系列智能一体机，诺瑞斯特采用无水箱设计，并具有卫洗丽便盖产品的水洗、保温便盖等多种功能，是搭载卫洗丽的智能马桶旗舰产品。据经济学人 2017 年的报道，TOTO 在日本智能马桶行业市占率约 60%，骊住市占率则约 30%。

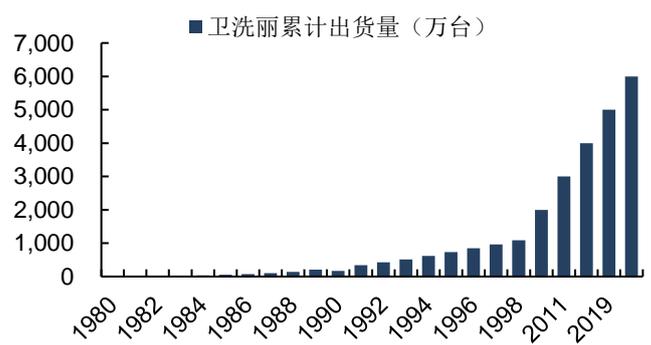
根据 E-stat 数据，1992 年日本温水冲洗马桶圈渗透率为 14.2%，2022 年渗透率已达到 80.3%。截至 2022 年 8 月，卫洗丽产品出货量突破 6000 万台。截止 2020 年 10 月，诺瑞斯特智能马桶累计出货量突破 300 万台。

图 46：1991-2022 年日本温水冲洗马桶座圈渗透率



资料来源：e-stat，信达证券研发中心

图 47：1980-2022 年 8 月卫洗丽累计出货量

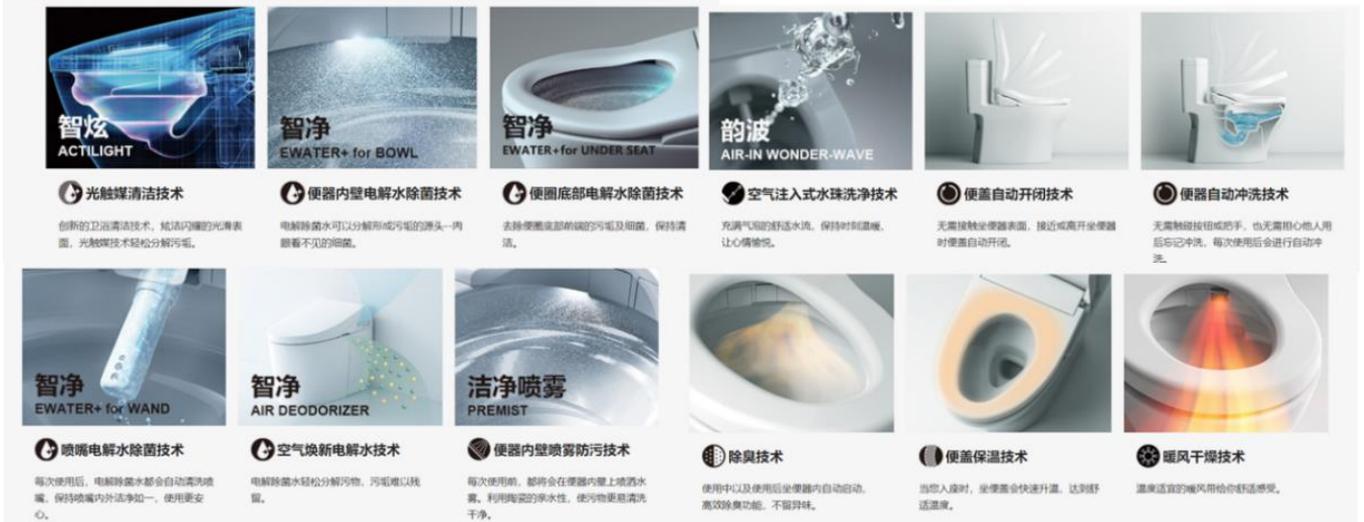


资料来源：TOTO 官网，信达证券研发中心

目前在产品功能方面，TOTO 智能坐便器核心技术包括便器清洁除菌、韵波空气注入式水珠洗净、自动开闭/冲洗、除臭、便盖保温、暖风干燥等技术。设计方面，诺瑞斯特历年来获得 IF 设计奖、红点设计奖等多项国际知名设计奖项。研发投入方面，TOTO 研发费用率持续提升，从 2006 年的 2.4% 提升至 2022 年的 3.7%。

TOTO 在海外市场的产品策略为建立高端的品牌形象，2017 年 TOTO 在全球统一推出智能一体机全新系列诺瑞斯特 NX，该产品为诺瑞斯特系列的旗舰产品，建议零售价约 57 万日元（约 2.8 万元人民币），较先前推出的产品系列（31 万日元，约 1.5 万元人民币）有较大提升，体现了较高的产品溢价。

图 48: TOTO 智能坐便技术示意图



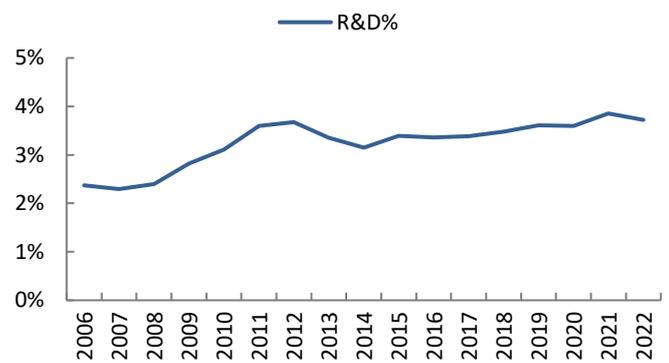
资料来源: TOTO 官网, 信达证券研发中心

图 49: TOTO 智能一体机产品系列及建议零售价

产品	推出时间	建议零售价 (日元)
NEOREST EX1	2002	¥397,000
NEOREST AH	2007	¥335,000
NEOREST AH1	2009	¥311,000
NEOREST RH1	2012	¥311,000
NEOREST NX	2017	¥570,000

资料来源: TOTO 年报, 信达证券研发中心

图 50: TOTO 研发费用率持续提升



资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

## 四、箭牌家居：国产卫浴标杆，产品升级、渠道并进

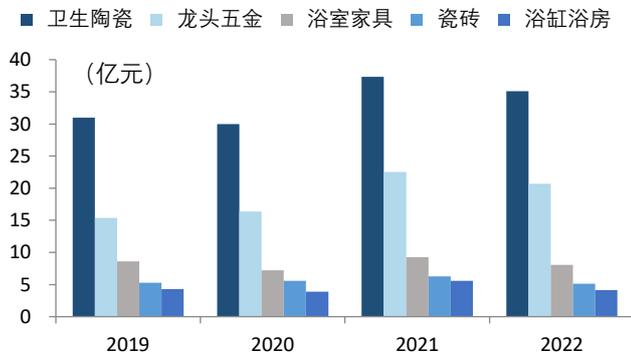
我们认为，对标 TOTO，箭牌家居在产品、渠道布局上持续积累竞争优势，智能化+自产率提升有望增厚盈利。1) **产品端**：公司坚定产品智能化方向，智能产品毛利率高于公司整体毛利率。以智能马桶为抓手，公司亦通过整体卫浴空间的打造，提升浴室家具、龙头五金、浴缸等产品销售。2) **渠道端**：公司积极布局高潜力渠道，其中直营电商、经销家装渠道增长亮眼。3) **生产端**：当前公司五金龙头、智能马桶盖板仍有较大比例外协，随着公司上市募投项目有序推进代工成本有望逐步下降。自动化方面，公司积极推进数智化智能工厂建设提升生产数字化、自动化。

### 4.1 产品：把握卫浴智能化趋势，产品+研发打造竞争优势

当前公司产品结构以卫生陶瓷、龙头五金为主，近年来新品智能化驱动营收稳增。2022 年公司主要三个产品品类：卫生陶瓷、龙头五金和浴室家具的营收分别为 35.1 亿元、20.7 亿元和 8.1 亿元，分别占总营收比例为 46.7%、27.6%和 10.8%，近年来卫生陶瓷营收占比稳定。

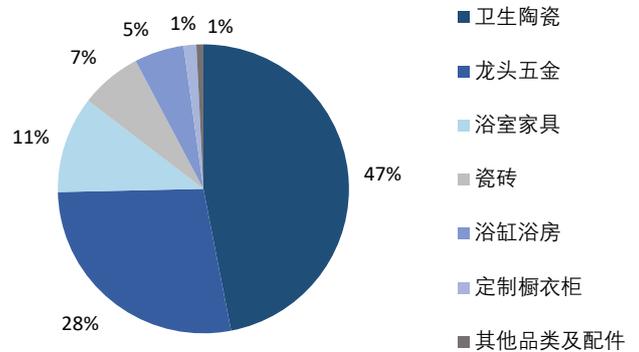
卫生陶瓷是公司的传统优势产品，经过数十年的经营发展和技术积淀，公司卫生陶瓷产品在国内市场已具备了较为广泛的品牌知名度，产品的品类丰富，包括传统陶瓷坐便器、蹲便器及智能坐便器等产品。龙头五金产品主要包括淋浴花洒、水龙头等产品，近年来公司龙头产品保持快速增长，主要受益于电商渠道的拓展，同时恒温厨房龙头和面盆龙头新品的推出带动销售提升。

图 51：2019-2022 年公司分产品营收情况



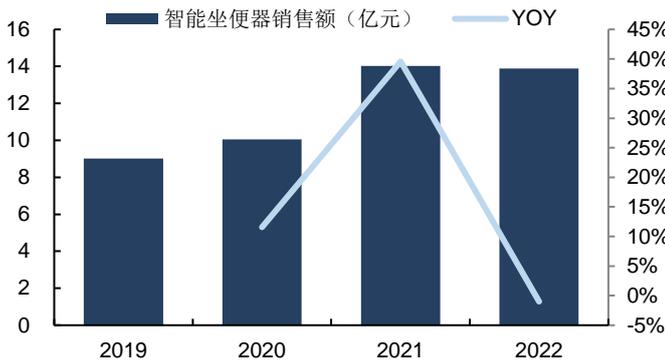
资料来源：公司公告，公司招股书，信达证券研发中心

图 52：2022 年公司主营业务分产品占比结构

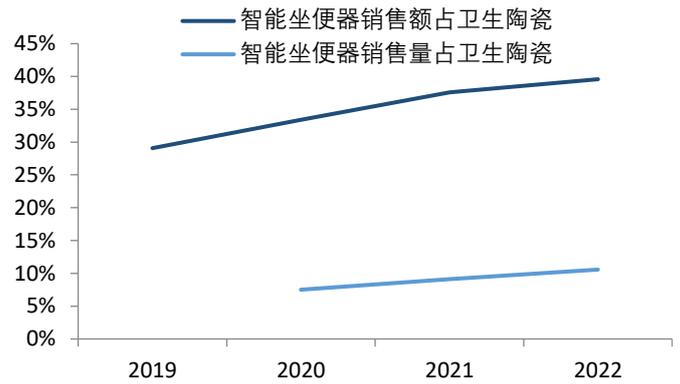


资料来源：公司公告，公司招股书，信达证券研发中心

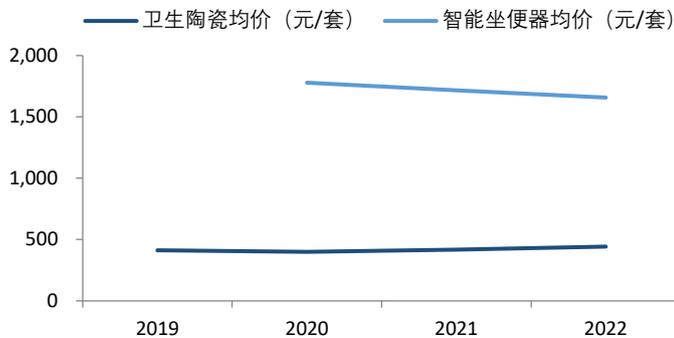
**智能坐便器销售占比持续提升，带动产品均价、毛利率增长。**公司智能坐便器产品营收从 2019 年的约 9 亿元增长到 2022 年的 14 亿元，增长 CAGR 达 15.5%。占比方面，智能坐便器占卫生陶瓷销售额从 2019 年的 29%提升至 2022 年的 40%，销售量占比 2020 年的从 8%提升至 2022 年的 11%。产品均价方面，公司卫生陶瓷整体出厂均价约在 400 元/套左右，而智能坐便器产品出厂均价则约在 1600 元-1700 元/套之间，近年随智能坐便器占比提升公司卫生陶瓷产品均价亦呈现稳步提升趋势。毛利率方面，公司智能坐便器毛利率较卫生陶瓷整体毛利率约高 1pct。

**图 53: 2019-2022 年公司智能坐便器营收及同比增长**


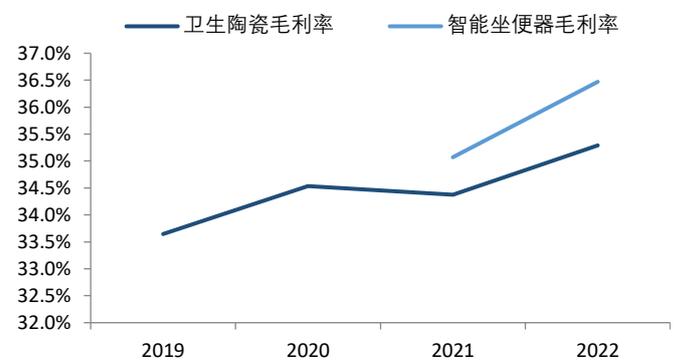
资料来源: 公司公告, 公司招股书, 信达证券研发中心

**图 54: 2019-2022 年公司智能坐便器营收、销量占比**


资料来源: 公司公告, 公司招股书, 信达证券研发中心

**图 55: 2019-2022 年公司卫生陶瓷产品均价及智能坐便器均价**


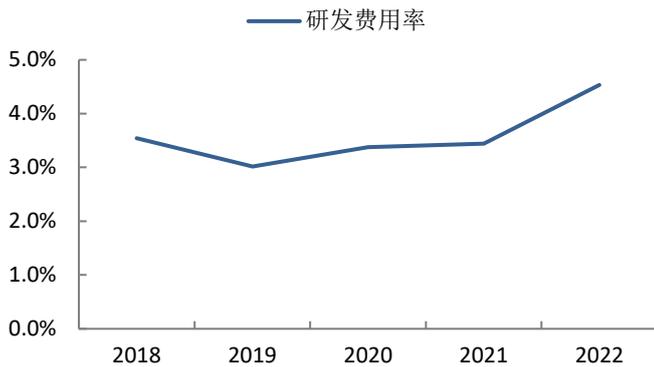
资料来源: 公司公告, 公司招股书, 信达证券研发中心

**图 56: 2019-2022 年卫生陶瓷及智能坐便器毛利率**


资料来源: 公司公告, 公司招股书, 信达证券研发中心

**研发+生产并重共助智能卫浴升级, 打造产品竞争力壁垒。**公司核心技术大部分来源于自主研发, 多年的技术优势为公司持续保持卫浴行业的领先地位提供了有力支撑。公司自 2006 年研发智能坐便器开始, 持续推动智慧家居产品研发, 陆续推出了智能花洒、智能浴室镜等, 智能龙头、智能浴室柜、智能淋浴房等智能产品也将陆续上市, 持续完善智能卫浴品类。同时, 公司成立智能家居研究院, 搭建基于物联网平台的智能家居产品开发系统, 不断研发适配智能家居产品, 同时也积极与华为 Harmony OS Connect 及天猫精灵等专业平台开展合作, 共同为用户提供智慧家居全场景新体验。公司研发费用率在 3%-5% 之间, 近年来随着智能化产品投入加大, 研发费用率呈逐步增长趋势。2022 年, 公司智能产品收入约为 19 亿元(其中智能马桶约 14 亿元), 占营收比重达 25%, 同比+1.84pct, 智能产品毛利率达 36.77%, 同比+1.51pct, 高于公司整体毛利率 3.9pct。

**公司卫生陶瓷核心技术包括四大自洁抑菌技术、节水技术。**洁净技术方面, 公司借助原料配方和产品结构的技术革新, 综合运用抑菌蓝光釉、银离子抗菌材质、水路 3 重自洁、G3 双擎冲洗四大自洁抑菌技术, 推出多款“超洁净”系列智能马桶, 实现产品自洁抑菌功能, 打造产品洁净体验。节水技术方面, 公司拥有包括 G3 曲率排污管道技术、360°瀑布式冲水技术、低水压冲洗技术等节水冲洗技术群, 目前公司主要连体座便器产品均实现一级水效。截止 22 年报, 公司拥有授权发明专利 70 项、实用新型 1554 项、外观设计 719 项, 合计 2343 项。

**图 57: 2018-2022 年公司研发费用率逐步提升**


资料来源: 公司公告, 公司招股书, 信达证券研发中心

**图 58: 公司四大自洁抑菌技术**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

**图 59: 公司部分智能技术示意图**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

**产品售后、服务体系完善, 提升消费者体验。**智能卫浴产品内含电子部件, 同时长期放置于卫浴潮湿环境, 因此相较非智能卫浴产品, 智能卫浴产品需要厂商提供更完善的售后保修政策保证消费者购物体验。从行业内头部公司的产品保修政策看, 国产头部品牌如箭牌、九牧、恒洁智能马桶的保修期均在 6 年, 而外资品牌如 TOTO 保修期为 3 年。

公司持续优化消费者服务, 截止 2022 年报, 已在全国主要的省会城市建立了 20 家自营客户服务中心, 直接线下对接 C 端消费者, 也为零售、电商、工程、家装渠道提供高效的服务支持; 同时, 通过第三方城市服务商网络建设, 作为二三级市场服务网络的重要补充, 提高网络覆盖率, 持续提升安装、维修服务工单的服务质量。公司在总部建立专业的安装培训维修中心, 对全国各地的安装维修人员进行技能培训, 提升整体安装服务技能。

目前, 公司主要产品都设有唯一的识别二维码, 客户利用产品识别码通过微信小程序咨询或者报修, 能得到实时的回应, 提高解决问题的效率。2022 年公司推出“用心焕新装”服务模式, 为顾客提供“送+拆+装”一站式服务, 满足客户的旧房局部升级改造或全卫换装需求。

**表 5: 主要智能马桶公司售后服务政策对比**

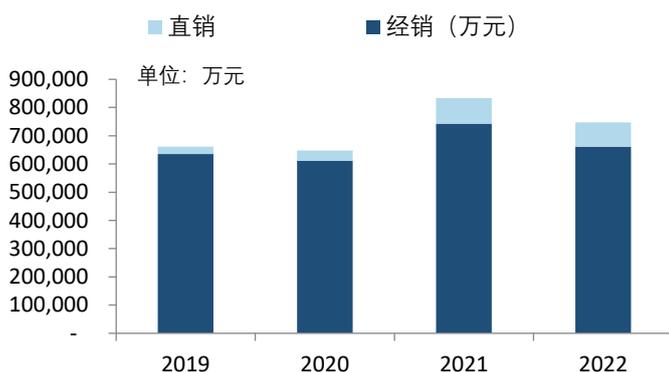
品牌	保修产品	保修期限	保修说明
箭牌家居	智能坐便器、智能坐便盖	3+3 年	2023 年 3 月 1 日后购买延长 3 年，此前购买保修期限为 3 年，延长后共 6 年。
九牧集团	智能卫浴	5/6 年	2022 年 5 月 1 日起购买的产品保修 6 年；2022 年 5 月 1 日前购买的产品保修 5 年；
恒洁卫浴	智能盖板、智能一体机	2/6 年	6 年；2016 年 9 月 1 日前购买质保 2 年。
TOTO	智能组合坐便器	1-3 年	陶瓷部保修 1 年；机能部（含自动冲洗单元）赠送 2 年延保。

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

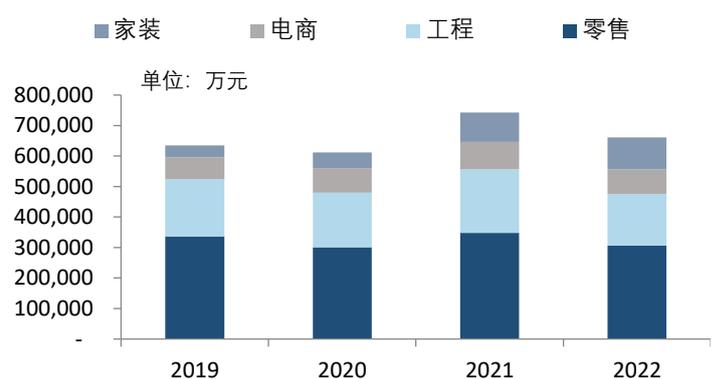
## 4.2 渠道：多点发力，积极布局潜力渠道

公司经营模式分为经销和直销，经销零售为主要渠道。公司主要通过经销的模式对外销售，2022 年经销模式实现收入 66 亿元，同比下降 11%，占主营业务收入的比例为 88%。经销模式主要为公司与经销商签订买断式销售协议，给予经销商在特定区域销售其产品的权利，经销商自行承担经营风险，公司适时给予经销商人员培训、经营管理等方面的帮助。经销模式有利于公司借助经销商的区域资源优势快速拓展营销网络，在各层级市场迅速扩大品牌知名度，提高产品的市场占有率。

把握行业渠道变革之势，经销电商&家装占比持续提升。经销模式按渠道可继续细分为零售、工程、电商、家装，2022 年上述渠道分别占经销模式营收的 46%、26%、12%、16%，2019-2022 年零售、工程渠道占比整体呈下降趋势，而电商、家装渠道的收入占比呈增长的趋势。在精装修、装配式建筑新政以及消费群体年轻化等因素作用下，消费场景不断升级、消费群体快速迭代，家居建材行业快步进入变革期，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。

**图 60: 2019-2022 年公司分渠道营收情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 61: 2019-2022 年公司经销业务分渠道营收情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

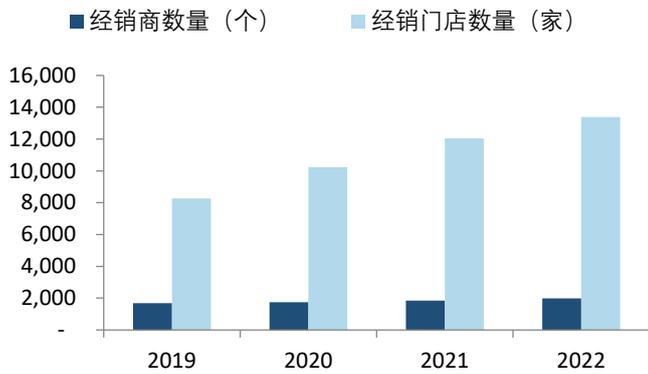
公司近年来经销商及门店数量稳步提升，持续扩大家装、乡镇店覆盖网络。经销商数量方面，2019-2022 年公司经销商数量从 1677 个提升至 1980 个；门店数量方面，2019-2022 年公司经销商门店数量从 8270 家提升至 13378 家，公司的门店主要分为专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店 6 种。公司经销收入主要集中在经济水平较为发达的华南区域

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>31

广东省，华东区域浙江省、江苏省、山东省，以及华北区域河南省，2021年上述省份占当期经销收入比重约50%。

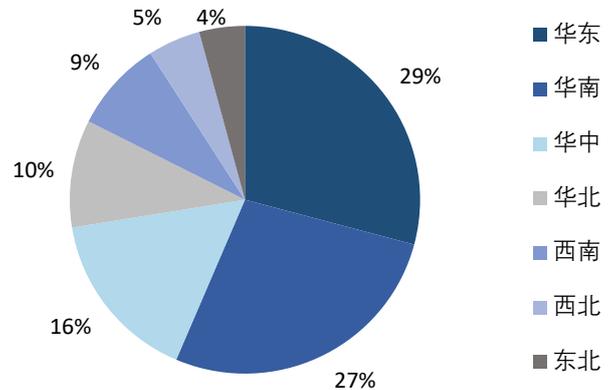
随着城乡居民消费水平的提升，城乡一体化建设以及旧房改造需求的提升，广大三四线城市、县乡地区及城市老旧社区对卫浴的需求持续增长，公司持续推动经销商进一步布局销售空白区域，2022年公司新增加的网点类型主要为家装店及乡镇店。

图 62：2019-2022 年公司经销商数量及门店数量



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

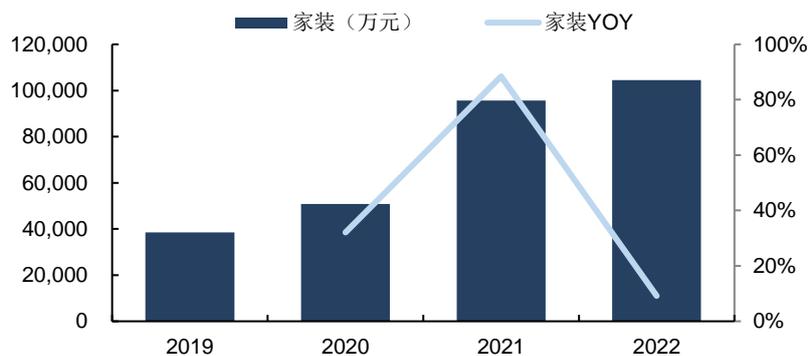
图 63：2021 年公司经销模式收入按区域分布



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

公司积极拓展家装渠道，与全国性头部家装公司达成战略合作并由各地经销商落地实施，同时，公司各区域服务人员协同经销商开展“家装城市合伙人”等活动以开拓当地中小微家装企业，并提供专项产品方案。2019-2022年公司经销家装渠道营收从3.8亿元提升至10.5亿元，三年CAGR达40%，为公司经销模式营收增长的主要驱动。

图 64：2019-2022 年公司家装渠道营收快速增长



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

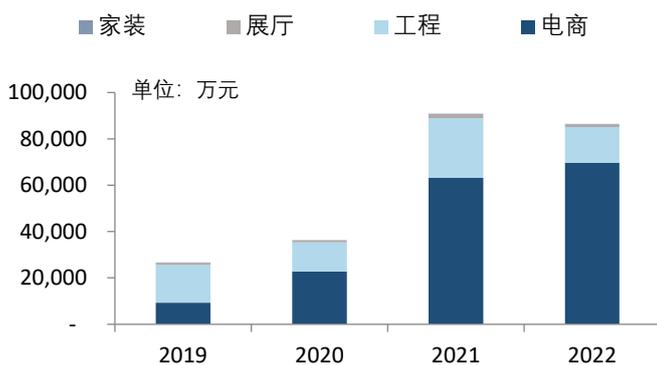
公司直营模式以直营电商为主，近年来增长迅速。2022年直营模式实现收入8.6亿元，同比下降5%，占主营业务收入的比例约为12%。公司的直销模式主要包括直营展厅、直营工程、直营电商三种模式，2022年占直营收入比重分别为1%、18%、81%。公司在佛山设有箭牌、法恩莎、安华三个品牌的综合性展厅，主要作为向经销商展示的窗口，展厅设有全系列新产品展示，提供全屋装饰空间的沉浸式体验，为品牌赋能。直营工程为公司直接参与房企招投标合作，占比较小。

**把握消费年轻化、场景线上化趋势，公司直营电商渠道快速增长。**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，在行业趋势推动下，公司于2018年成立电商公司拓展线上销售渠道，加大了对电商渠道的投入力度，并不断通过线上线下联动、与其他泛家居品牌合作等方式对直营电商业务进行推广，使得直营电商渠道销售收入不断增长。

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，公司负责从货物发出到安装服务、售后保障等全链条服务，销售产品主要为淋浴花洒/水龙头及卫生陶瓷产品，合作平台包括天猫、京东等。近年来公司直营电商增长亮眼，2019-2022年营收从0.9亿元快速增长至7亿元，三年CAGR达95%。

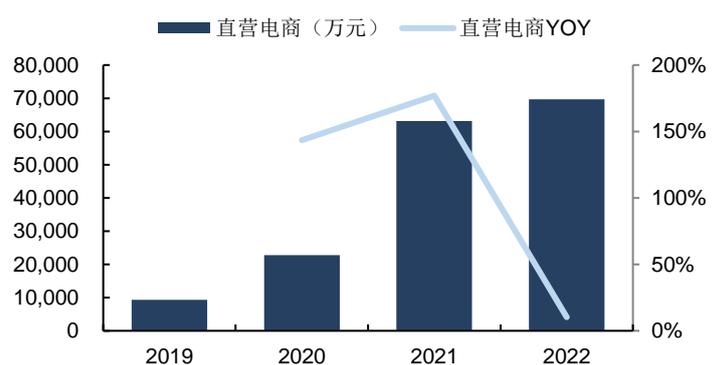
**电商直营+经销、1+N多店铺运营，扩大新型平台服务渗透。**公司自建电商运营团队并同时和电商经销商长期合作，开展直营电商和经销商电商业务，为此，公司制定了“1+N”多店铺矩阵战略，即1家全品类官方旗舰店和多家品类专卖店联动。全品类旗舰店用以展示公司最具核心竞争力的、技术领先的品牌产品；专卖店则从产品功能、产品款式以及价格区间来对产品品类进行充分细分，并提供全流程的专业化服务，从而全方位满足一个家庭在该品类的所有购物和服务需求。另外，公司在深耕天猫、京东等大型平台电子商务综合服务的同时，加快在抖音、快手、拼多多、小红书等平台上的服务渗透，加大新兴渠道的布局和投入力度。

图 65: 2019-2022 年公司直营业务分渠道营收情况



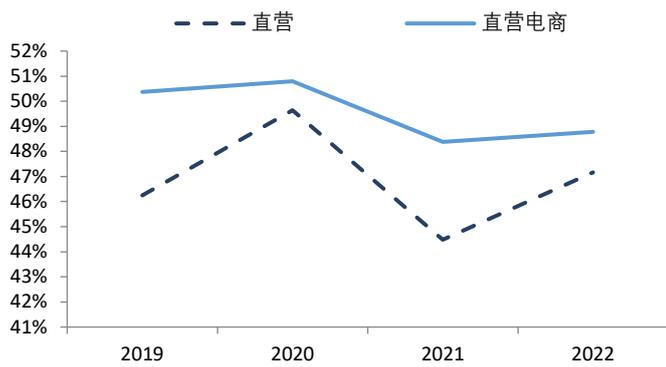
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 66: 2019-2022 年公司直营电商增长迅速

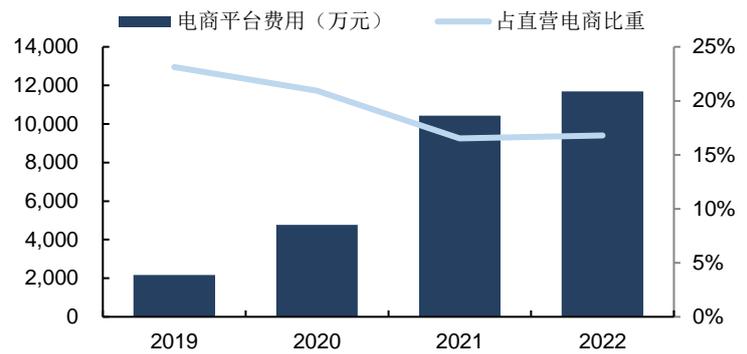


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

直营毛利率方面，直营电商毛利率高于直营模式整体水平，近年来保持在 50%左右。从费用投入方面看，随着公司直营电商规模的快速提升，电商平台费用率近年来呈现下降趋势，平台费用占直营电商比重约 17%。

**图 67: 2019-2022 年公司直营电商渠道毛利率高于直营业务整体**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 68: 2017-2022 年公司电商平台费率有所下降**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 4.3 生产: 募投有序推进, 自产化+自动化提升释放效能

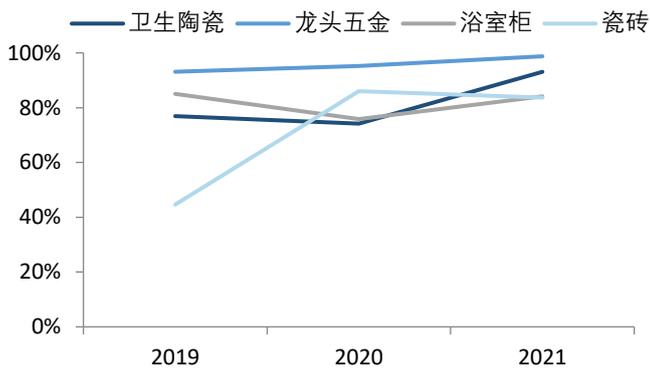
公司上市后募投项目主要为智能家居产品产能技术改造项目、扩大五金龙头产能项目、智能家居研发中心改造项目、数智化升级技术改造项目及新零售营销服务网络升级和品牌建设, 合计计划投资资金约 20.3 亿元, 拟使用募集资金 11.6 亿元。

**表 6: 公司上市募投项目情况表**

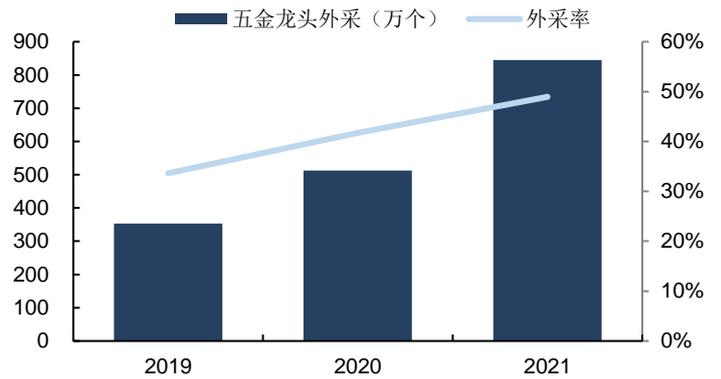
项目	达产后产能	达产后产值 (亿元)	投资金额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
智能家居产品产能技术改造项目	-	12.6	4.8	4.5
年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目	1000 万套水龙头, 300 万套花洒	11.7	6.8	3.6
智能家居研发检测中心技术改造项目	-	-	1.7	1.0
数智化升级技术改造项目	-	-	0.9	0.5
基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设项目	-	-	2.6	-
补充资金项目	-	-	3.4	2.0
<b>合计</b>		<b>24.3</b>	<b>20.3</b>	<b>11.6</b>

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

募投项目有望扩大公司五金龙头自产率, 提升产品竞争力。产能利用率方面, 2021 年公司各类主要产品的产能利用率均高于 80%, 产销情况旺盛。产销情况方面, 公司五金龙头产品当前仍有较大比例的外采量, 2021 年外采量达 845 万个, 外采率为 49%。募投项目中的年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目完全投产后将使公司五金龙头产能从 2021 年的 959 万个扩大至 2259 万个, 随着募投项目推进, 公司将逐步降低 OEM 比例, 甚至全部回收龙头五金产品的所有生产工序, 同时扩大盈利能力较强的智能龙头洁具产品生产, 有效提升龙头自主制造能力, 强化公司产品竞争实力。

**图 69: 2019-2021 年公司分产品产能利用率**


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

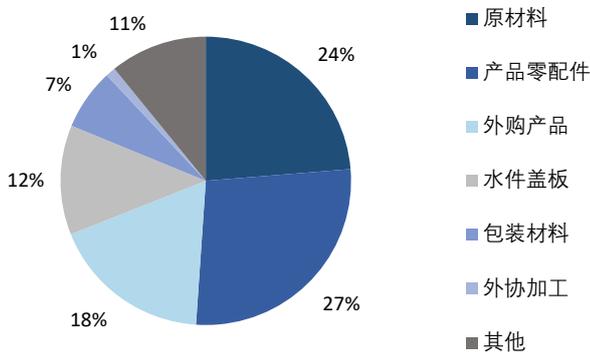
**图 70: 2019-2021 年公司五金龙头外采率较高**


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

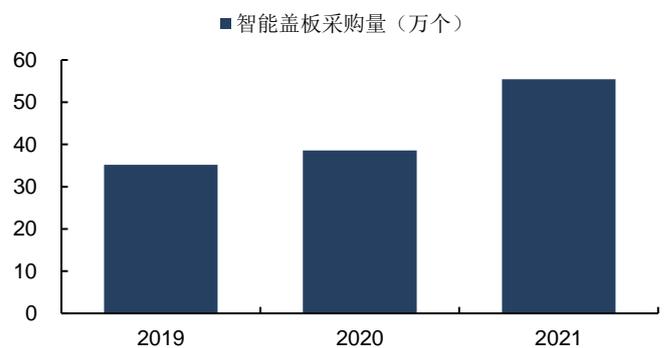
**募投项目有望提升智能盖板自产率, 完善智能产品全链条生产布局。**目前国内主流品牌较多, 竞争格局混乱, 但真正能够独立完成智能座便器整体生产制造的配套企业较少, 形成了由专业智能座便器企业提供技术和生产, 传统卫浴或家电企业提供品牌和渠道的产业格局。

从原材料采购看, 2021 年公司采购构成主要为原材料 (泥沙、铜材、木材、陶瓷化工等)、产品零配件、水件盖板、包装材料等。其中采购的智能盖板包含了高级智能盖板和组件、分体智能盖板和组件、轻智能盖板和组件, 2021 年采购智能盖板数量约为 55 万个, 据公司智能马桶当年约 82 万个的销售量测算, 智能盖板的外采率 68%。

当前公司智能马桶采取自产+代工结合, 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则通过外采或者外协生产, 包括直接外购成品和采购部件进行组装。募投项目将购进智能盖板、马桶圈的生产设备, 建设智能产品生产线, 改变智能座便器现有生产模式, 逐步减少委外比重, 有利于公司实现产业链优化延伸, 统一生产工艺, 提高产品品质, 提升智能座便器自产规模。

**图 71: 2021 年公司原材料采购金额占比情况**


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

**图 72: 2019-2021 年公司智能盖板采购量变化**


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

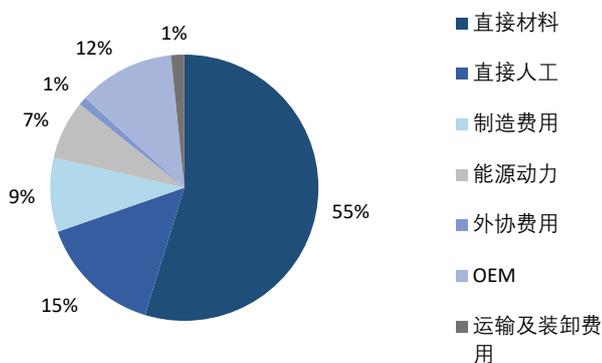
**公司持续推进产品自动化生产, 改善生产效率。**公司以自动化、智能制造技术持续驱动公司生产技术迭代。公司在生产线上引进机器人, 充分运用到卫生陶瓷的喷釉环节、五金制品的

抛光打磨环节，结合工艺需求对机器人进行编程控制开发、配套设备，实现机器人自动化成型、喷釉、抛光打磨、码放取件等应用。

同时，公司积极推进数智化智能工厂建设，顺应卫浴行业发展趋势，在 MES 制造执行、PLM 研发管理、CRM 营销管理、SRM 供应链管理、BI 大数据分析等模块加速投入，旨在通过建立部门间的信息共享平台，推动企业内部一体化协作，提高公司的运行效率，提升精细化管理水平。同时，公司采用信息化软件，打通销售端与生产端，橱衣柜、浴室柜、淋浴房等产品实现定制化生产，既满足了消费者需求，又提高了生产效率。近年来，公司持续加大信息化、数字化投入，近三年累计投入超 1.82 亿元，其中 22 年投入超过 7000 万元。目前，公司的信息系统基本上能支撑公司各关键领域“主干业务流程”的准确、高效运转，初步实现对重点领域（定制品制造、经销/电商/工程渠道销售管理等）的覆盖。

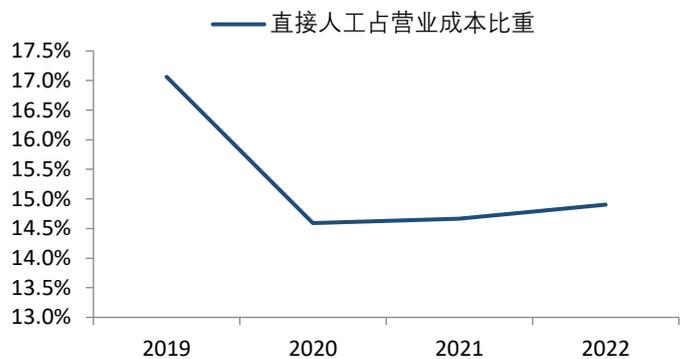
从财报角度看，2022 年公司主营业务成本构成中直接人工占比约 15%，而 2019 年该项占比为 17%，随着智能化生产推进，公司人工成本有望实现持续优化。

图 73：2022 年公司营业成本结构



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 74：2019-2022 年公司直接人工占营业成本比重下降



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

## 五、盈利预测与估值

**收入预测假设：1) 经销：**我们预计随着零售渠道经销商数量拓展及单商提货恢复，2023-2025 年同比增速约 15%。我们预计工程渠道随竣工修复，2023-2025 年分别实现 10%左右增长。我们预计 2023-2025 年经销电商维持疫情前 10%左右增长速度。家装渠道作为行业新型流量入口适应二次装修、城市旧改需求，我们预计家装渠道实现较高增长 2023-2025 年营收增速分别为 38%、35%、35%。

**2) 直营：**据卫浴新闻，618 期间箭牌在天猫、苏宁两大平台排名家装主材类目品牌榜单第一，天猫成交额同比 22 年增长达 60%，我们预计 2023-2024 年直营电商实现 40%左右较快增长。我们预计 2023 年直营工程伴随保交付下竣工端景气回升，实现 25%左右的较快增长，当前智能马桶精装修渗透率仍不到 30%，我们预计随着精装修渗透率持续提升，2024-2025 年增速回稳至 15%左右。

基于以上收入预测假设，我们预计 2023-2024 年公司营业收入分别为 88.3 亿元、103.5 亿元、119.3 亿元，同比分别增长 17.5%、17.2%、15.3%。

表 7: 公司收入预测简表

万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经销收入</b>	<b>611,446</b>	<b>742,342</b>	<b>661,160</b>	<b>759,884</b>	<b>872,461</b>	<b>1,002,315</b>
yoy	-3.71%	21.41%	-10.94%	15%	15%	15%
零售	301,044	348,041	305,849	339,949	374,167	405,183
yoy	-11%	16%	-12%	11%	10%	8%
工程	179,400	208,658	169,615	187,291	206,020	226,623
yoy	-4%	16%	-19%	10%	10%	10%
电商	80,203	89,924	81,187	88,594	97,808	107,980
yoy	11%	12%	-10%	9%	10%	10%
家装	50,799	95,719	104,509	144,049	194,466	262,529
yoy	32%	88%	9%	38%	35%	35%
<b>直销收入</b>	<b>36,322</b>	<b>90,698</b>	<b>86,370</b>	<b>118,826</b>	<b>158,288</b>	<b>186,798</b>
yoy	36.57%	149.71%	-4.77%	37.58%	33.21%	18.01%
电商	22,804	63,158	69,647	97,376	133,892	184,102
yoy	143%	177%	10%	40%	38%	38%
工程	12,498	25,766	15,466	19,276	21,975	25,579
yoy	-23%	106%	-40%	25%	14%	16%
展厅	1,020	1,740	1,218	2,135	2,382	2,657
yoy	1%	71%	-30%	75%	12%	12%
家装		34	39	39	39	39
yoy			14%	0%	0%	0%
<b>营业总收入</b>	<b>650,238</b>	<b>837,348</b>	<b>751,346</b>	<b>882,526</b>	<b>1,034,565</b>	<b>1,192,929</b>
yoy	-2.34%	28.78%	-10.27%	17.46%	17.23%	15.31%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**毛利率和费用率假设：1) 毛利率：**我们预计 2023-2025 年随着公司智能产品提升、自产化率提升，公司毛利率稳步提升。

**2) 期间费用率：**我们预计 2023-2025 年销售费用率、管理费用率、研发费用率均基本稳定。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>37

**3) 非经常损益:** 我们预计 2023-2025 年公司无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。综合以上考虑, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.03 亿元、8.45 亿元、9.98 亿元, 同比分别增长 18.6%、20.1%、18.1%。

**表 8: 公司盈利预测简表**

百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,502	8,373	7,513	8,825	10,346	11,929
%增长率	-2.30%	28.80%	-10.30%	17.50%	17.20%	15.30%
毛利	2,046	2,517	2,468	2,899	3,420	3,984
%销售收入	31.50%	30.10%	32.80%	32.90%	33.10%	33.40%
销售费用	539	799	715	830	983	1,132
%销售收入	8.29%	9.54%	9.52%	9.40%	9.50%	9.49%
管理费用	479	547	653	732	859	990
%销售收入	7.37%	6.53%	8.70%	8.30%	8.30%	8.30%
研发费用	220	288	341	371	435	501
%销售收入	3.38%	3.44%	4.53%	4.20%	4.20%	4.20%
财务费用	53	16	16	20	24	16
%销售收入	0.81%	0.19%	0.21%	0.22%	0.23%	0.13%
归属于母公司股东的净利润	589	577	593	703	845	998
净利率	9.05%	6.89%	7.89%	7.97%	8.17%	8.36%
%增长率	5.80%	-1.93%	2.75%	18.63%	20.13%	18.06%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

**发布首次股权激励, 首次覆盖给予“买入”评级。**公司积极把握卫浴智能化与渠道流量变化趋势, 智能产品占比提升推动营收、毛利率上行, 渠道多元布局把握全域流量, 募投项目提升自产率&自动化优化盈利。公司 5 月发布股权激励草案, 彰显增长信心。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.03 亿元、8.45 亿元、9.98 亿元, 同比分别增长 18.6%、20.1%、18.1%, 目前股价对应 2023 年 PE 约 24X, 考虑到公司作为智能卫浴龙头有望分享行业智能化趋势红利, 首次覆盖给予“买入”评级。

**表 9: 可比公司 2023 年 PE 约 26 倍**

公司	股价	市值 (亿元)	-- 归母净利 (亿元) --		--- PE ---		PB (MRQ)
	2023/7/26		2023E	2024E	2023E	2024E	
石头科技	255.0	334.5	13.9	16.6	24.1	20.2	3.4
坚朗五金	61.5	197.8	5.8	8.4	34.2	23.6	4.1
小熊电器	67.2	105.3	5.0	5.9	20.9	17.7	4.4
科沃斯	73.2	422.3	19.3	22.6	21.9	18.6	6.5
飞科电器	72.7	316.7	10.9	13.5	29.0	23.5	8.7
<b>平均</b>					<b>26.0</b>	<b>20.7</b>	<b>5.4</b>
<b>箭牌家居</b>	<b>17.5</b>	<b>170.1</b>	<b>7.0</b>	<b>8.5</b>	<b>24.2</b>	<b>20.1</b>	<b>3.6</b>

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (箭牌家居为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind 一致预期)

## 六、风险因素

**1、市场竞争加剧的风险：**目前卫浴行业集中度较低，市场竞争较为激烈，注重品牌建设和绿色环保制造、持续加大研发投入的优秀企业或将脱颖而出，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，或将给公司的生产、销售及盈利水平带来不利影响。

**2、房地产市场波动风险：**公司产品所处行业与房地产行业具有一定的相关性，若房地产回暖不及预期，一定程度上可能影响公司工程渠道的销售。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，我们认为，未来住宅装修装饰市场的需求有望保持增长。

**3、原材料价格上涨风险：**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。若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，若出现采购价格大幅上升而公司不能将相关成本及时向下游转移的情况，公司盈利水平将面临下降的风险。

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3,523	3,848	4,939	6,314	8,052
货币资金	1,562	1,900	2,780	3,879	5,370
应收票据	93	49	98	115	133
应收账款	320	376	436	486	520
预付账款	38	32	41	48	56
存货	1,389	1,379	1,471	1,669	1,853
其他	121	113	112	117	122
<b>非流动资产</b>	5,247	6,231	6,697	6,681	6,433
长期股权投资	13	14	14	14	14
固定资产(合计)	2,659	3,169	3,950	4,325	4,431
无形资产	954	950	950	950	950
其他	1,620	2,098	1,783	1,393	1,039
<b>资产总计</b>	8,770	10,079	11,635	12,996	14,485
<b>流动负债</b>	4,765	3,965	4,979	5,709	6,454
短期借款	213	300	480	480	480
应付票据	1,747	1,083	1,564	1,828	2,097
应付账款	1,667	1,650	1,811	2,116	2,428
其他	1,138	931	1,124	1,284	1,450
<b>非流动负债</b>	1,030	1,371	1,378	1,378	1,378
长期借款	892	1,229	1,229	1,229	1,229
其他	139	142	149	149	149
<b>负债合计</b>	5,795	5,336	6,357	7,087	7,832
少数股东权益	7	6	5	4	2
归属母公司股东权益	2,968	4,737	5,273	5,905	6,651
<b>负债和股东权益</b>	8,770	10,079	11,635	12,996	14,485

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,373	7,513	8,825	10,346	11,929
同比(%)	28.8%	-10.3%	17.5%	17.2%	15.3%
归属母公司净利润	577	593	703	845	998
同比(%)	-1.9%	2.8%	18.6%	20.1%	18.1%
毛利率(%)	30.1%	32.8%	32.9%	33.1%	33.4%
ROE%	19.4%	12.5%	13.3%	14.3%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.61	0.73	0.87	1.03
P/E	29.47	28.68	24.17	20.12	17.05
P/B	5.73	3.59	3.23	2.88	2.56
EV/EBITDA	-0.44	13.63	12.99	10.31	8.15

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	8,373	7,513	8,825	10,346	11,929
营业成本	5,856	5,046	5,926	6,926	7,945
营业税金及附加	85	82	96	114	131
销售费用	799	715	830	983	1,132
管理费用	547	653	732	859	990
研发费用	288	341	371	435	501
财务费用	16	16	20	24	16
减值损失合计	-86	-57	-60	-60	-80
投资净收益	11	9	9	10	12
其他	-80	81	14	22	10
<b>营业利润</b>	629	694	814	978	1,155
营业外收支	6	0	3	3	3
<b>利润总额</b>	636	694	817	981	1,158
所得税	59	101	114	137	162
<b>净利润</b>	576	592	702	844	996
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	577	593	703	845	998
EBITDA	953	1,059	1,236	1,450	1,652
EPS(当年)(元)	0.66	0.67	0.73	0.87	1.03

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	906	401	1,764	1,775	2,005
净利润	576	592	702	844	996
折旧摊销	318	354	399	446	478
财务费用	34	32	45	46	46
投资损失	-11	-9	-9	-10	-12
营运资金变动	-150	-672	534	363	369
其它	140	103	93	87	127
<b>投资活动现金流</b>	-1,214	-1,268	-860	-417	-215
资本支出	-1,105	-1,276	-877	-427	-227
长期投资	-122	0	0	0	0
其他	13	8	17	10	12
<b>筹资活动现金流</b>	343	1,596	-24	-260	-298
吸收投资	7	1,177	11	0	0
借款	877	957	180	0	0
支付利息或股息	-48	-66	-222	-260	-298
<b>现金流净增加额</b>	36	730	880	1,099	1,491

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲航	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

华南区销售

张佳琳

13923488778

zhangjialin@cindasc.com

华南区销售

宋王飞逸

15308134748

songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。