

# 智能化产品占比提升，竞争加剧致盈利承压

2023 年 08 月 22 日

➤ **事件：**公司发布 23 年中报：23H1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 34.34/1.71/1.50 亿元，同比+3.84%/-28.24%/-30.78%。23Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 23.24/1.68/1.65 亿元，同比+6.69%/-20.84%/-18.96%。

➤ **促销抢占份额，家装、电商渠道稳健增长：**分产品看，公司实行积极的销售政策以期扩大市场份额，23H1 卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖/浴缸浴房/定制橱柜分别实现收入 16.71/9.48/3.35/2.10/1.76/0.46 亿元，同比变动 +9.70%/+4.79%/-6.22%/-16.50%/-1.61%/-5.61%。其中，公司加大轻智能产品推广，23H1 智能坐便器收入 6.87 亿元，同增 13.84%，占营收 20.01%，同比 +1.75pct。分渠道看，23H1 经销零售/电商/家装/工程实现收入 13.35/7.16/5.09/8.49 亿元，同比变动-1.23%/+15.01%/+13.01%/-1.22%，其中，零售渠道持续推进渠道下沉，23H1 新开 1225 家网点，但由于降价促销，收入增速低于销量增速；电商渠道在持续投入天猫、京东等传统大平台的同时，加大对新兴电商平台的投入，取得较好增长；家装渠道与全国性头部家装公司达成战略合作，收入稳健成长；工程渠道协同经销商持续拓展地产核心客户和优质客户，形成较为合理的工程客户结构，在控制风险的前提下拓展业务。

➤ **促销致毛利率下滑，降本增效初见成效：**23H1 公司毛利率/净利率同比变动 -5.4/-2.23pct 至 29.44%/4.99%，23Q2 毛利率/净利率同比-5.33/-2.52pct 至 28.96%/7.24%，毛利率下行主要系公司为提高市占率加大促销力度；分业务看，23H1 公司卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具毛利率为 29.58%/27.85%/28.12%，同比变动-7.54/-4.77/-6.44pct，其中智能马桶毛利率同减 6.64pct 至 33.03%。费用方面，在景气承压背景下公司加大降本增效力度，23Q2 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 7.96%/6.46%/3.51%/-0.07%，同比变动-0.55/-0.31/-0.56/-0.30pct，销售费用率降低主要系经销商补贴减少及部分销售人员业绩未达标提成减少所致，管理费用率下降主要系公司均衡生产，停工损失减少所致。

➤ **收入端量价齐升，利润率回升可期：****收入端：**1) 加快下沉渠道招商，推进社区店、五金店、乡镇店建设，增加客户基数；2) 推动店面重装、局改，优化门店展示，提升客单值及连带率；3) 优化新品上市和推广效率，加强营销引流。**利润端：**1) 优化产品布局，加大中高端产品促销力度，提升毛利率；2) 提升自产比例，加快机械替代人工，推动供应链降本等降本增效措施；3) 从中长期看，公司持续完善智能卫浴品类，智能产品带动下客单值、毛利率将持续提升。

➤ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.82/8.25/9.97 亿元，同增 15.0%/21.0%/20.8%，当前股价对应 PE 分别为 23/19/15X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**渠道拓展不及预期；市场竞争加剧；房地产市场波动。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,513	8,661	10,093	11,648
增长率 (%)	-10.3	15.3	16.5	15.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	593	682	825	997
增长率 (%)	2.8	15.0	21.0	20.8
每股收益 (元)	0.61	0.70	0.85	1.03
PE	26	23	19	15
PB	3.3	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 22 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**15.91 元**

**分析师 徐皓亮**

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

**研究助理 谭雅轩**

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

## 相关研究

- 1.箭牌家居 (001322.SZ) 2023 年一季报点评：促销致盈利阶段性承压，乘智能化趋势全年业绩规划暂未调整-2023/04/26
- 2.箭牌家居 (001322.SZ) 2022 年报点评：疫情致 22 年经营承压，智能化加码带动长期成长-2023/04/12
- 3.箭牌家居 (001322.SZ) 公司深度报告：智能趋势助“弯道超车”，陶瓷卫浴龙头护城河稳固-2023/03/29

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,513	8,661	10,093	11,648
营业成本	5,046	6,020	6,923	7,915
营业税金及附加	82	94	110	127
销售费用	715	710	848	978
管理费用	653	693	818	943
研发费用	341	346	414	489
EBIT	704	849	1,042	1,242
财务费用	16	41	46	41
资产减值损失	-57	-66	-76	-87
投资收益	9	26	10	12
营业利润	694	768	930	1,125
营业外收支	0	6	6	6
利润总额	694	774	937	1,132
所得税	101	93	112	136
净利润	592	681	824	996
归属于母公司净利润	593	682	825	997
EBITDA	1,059	1,273	1,605	1,954

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,900	1,547	1,944	3,172
应收账款及票据	424	472	550	634
预付款项	32	38	44	50
存货	1,379	1,579	1,816	2,076
其他流动资产	113	42	46	50
流动资产合计	3,848	3,678	4,399	5,982
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	3,169	3,964	4,710	6,051
无形资产	950	948	943	939
非流动资产合计	6,231	7,659	8,020	7,870
资产合计	10,079	11,337	12,419	13,853
短期借款	300	300	300	300
应付账款及票据	2,734	3,261	3,751	4,288
其他流动负债	931	1,130	1,104	1,252
流动负债合计	3,965	4,692	5,155	5,840
长期借款	1,229	1,238	1,238	1,238
其他长期负债	142	155	155	155
非流动负债合计	1,371	1,394	1,393	1,393
负债合计	5,336	6,086	6,549	7,234
股本	966	970	970	970
少数股东权益	6	5	4	3
股东权益合计	4,743	5,251	5,871	6,619
负债和股东权益合计	10,079	11,337	12,419	13,853

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-10.27	15.27	16.54	15.40
EBIT 增长率	10.84	20.55	22.74	19.13
净利润增长率	2.75	15.01	21.02	20.80
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	32.85	30.49	31.41	32.05
净利润率	7.89	7.87	8.18	8.56
总资产收益率 ROA	5.88	6.02	6.65	7.20
净资产收益率 ROE	12.52	13.00	14.07	15.07
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.97	0.78	0.85	1.02
速动比率	0.59	0.44	0.49	0.66
现金比率	0.48	0.33	0.38	0.54
资产负债率 (%)	52.94	53.68	52.73	52.22
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	18.25	18.25	18.25	18.25
存货周转天数	99.75	99.75	99.75	99.75
总资产周转率	0.80	0.81	0.85	0.89
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.61	0.70	0.85	1.03
每股净资产	4.88	5.41	6.05	6.82
每股经营现金流	0.41	1.69	1.79	2.15
每股股利	0.18	0.21	0.26	0.31
<b>估值分析</b>				
PE	26	23	19	15
PB	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	14.89	12.39	9.83	8.07
股息收益率 (%)	1.16	1.33	1.60	1.94

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	592	681	824	996
折旧和摊销	354	424	563	712
营运资金变动	-672	420	204	220
经营活动现金流	401	1,639	1,735	2,084
资本开支	-1,276	-1,849	-918	-556
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,268	-1,819	-907	-545
股权募资	1,177	5	0	0
债务募资	503	56	-161	0
筹资活动现金流	1,596	-174	-430	-312
现金净流量	730	-353	397	1,228

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026