

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.45
总股本/流通股本(亿股)	9.70 / 0.97
总市值/流通市值(亿元)	140 / 14
52 周内最高/最低价	24.10 / 13.39
资产负债率(%)	52.9%
市盈率	21.57
第一大股东	佛山市乐华恒业实业投资有限公司

研究所

分析师: 杨维维
SAC 登记编号: S1340522090007
Email: yangweiwei@cnpsec.com

箭牌家居(001322)

坚持智能化升级，智能产品收入贡献持续提升

● 事件：

公司发布 2023 年半年度报告：

2023H1 公司实现收入 34.34 亿元，同比+3.84%；归母净利润 1.71 亿元，同比-28.24%。其中，2023Q2 公司实现收入 23.24 亿元，同比+6.69%；归母净利润 1.68 亿元，同比-20.84%。收入端稳步增长，而利润端受促销力度加大影响表现承压。

● 坚定智能化方向，智能坐便器稳步增长

分产品看，2023H1 公司卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜衣柜业务分别实现收入 16.71、9.48、3.35、2.10、1.76、0.46 亿元，同比分别+9.70%、+4.79%、-6.22%、-16.50%、-1.60%、-5.61%，公司主要业务卫生陶瓷、龙头五金保持稳步增长，其他业务有所下滑。公司坚持智能化升级，2023 年上半年公司智能坐便器实现收入 6.87 亿元，同比+13.84%，占营业收入比重同比+1.75pct 至 20.01%，其中，上半年智能坐便器销售量同比+37.15%，价格端略有承压，预计主要为公司促销力度加大，轻智能产品推出加大等。

毛利率方面，2023H1 公司卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具毛利率分别为 29.58%、27.85%、28.12%，同比分别-7.54pct、-4.77pct、-6.44pct，其中，智能坐便器毛利率为 33.03%，同比-6.64pct，毛利率短期承压。

● 全渠道营销持续推进，电商及家装渠道表现靓丽

分渠道看，2023H1 公司经销零售（门店）、电商、家装、工程渠道收入分别为 13.35、7.16、5.09、8.49 亿元，同比分别-1.23%、+15.01%、+13.01%、-1.22%，其中电商和家装渠道表现靓丽。门店方面，公司稳步扩张终端门店网点，截至 2023 年 6 月底，公司终端门店网点合计 14603 家，相较于 2022 年底增加 1225 家，增加网点主要为家装店、社区店及乡镇店。电商方面，公司制定“1+N”多店铺矩阵战略，在深耕天猫、京东等传统电商渠道的同时，加快在其他平台的布局 and 投入，促进电商渠道发展。家装方面，与全国性头部家装公司达成战略合作，并开拓当地中小微家装企业，提供专项产品方案，家装渠道取得稳步增长。工程方面，公司聚焦核心地产客户和优质客户，着重控制工程项目风险，工程渠道略有下滑。

● 盈利水平短期承压，期间费用率管控良好

2023H1 公司整体毛利率、净利率分别为 29.44%、4.97%，同比分别-5.40pct、-2.24pct，其中 Q2 单季度公司毛利率、净利率分别为 28.96%、7.23%，同比分别-5.33pct、-2.51pct，盈利水平短期承压，

主要与公司促销力度加大有关。

期间费用率方面，2023H1 公司期间费用率为 22.02%，同比-2.19pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 8.49%、9.20%、4.37%、-0.04%，分别同比-1.04pct、-0.84pct、-0.03pct、-0.27pct，整体费用率管控良好。

● 投资建议：

持续看好公司作为国产卫浴领先企业，全渠道积极布局，智能品类持续完善。考虑到公司短期受市场促销力度影响，调整此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润由 7.15/8.58/10.25 亿元调整至 6.36/7.77/8.92 亿元，同比分别+7.30%/+22.11%/+14.83%，PE 分别为 23/19/16 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期风险，业务、渠道推广或下沉不及预期风险，行业竞争加剧风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7513	8648	9913	11243
增长率	-10.27%	15.09%	14.63%	13.42%
EBITDA（百万元）	1059	1060	1338	1509
归属母公司净利润（百万元）	593	636	777	892
增长率	2.75%	7.30%	22.11%	14.83%
EPS（元/股）	0.61	0.66	0.80	0.92
市盈率（P/E）	24.65	22.97	18.82	16.38
市净率（P/B）	3.09	2.81	2.45	2.13
EV/EBITDA	13.63	12.72	11.08	9.15

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	7513	8648	9913	11243	营业收入	-10.3%	15.1%	14.6%	13.4%
营业成本	5046	6033	6835	7720	营业利润	10.3%	7.2%	22.1%	14.8%
税金及附加	82	93	106	120	归属于母公司净利润	2.8%	7.3%	22.1%	14.8%
销售费用	715	735	892	1034	获利能力				
管理费用	653	761	848	961	毛利率	32.8%	30.2%	31.1%	31.3%
研发费用	341	363	406	450	净利率	7.9%	7.4%	7.8%	7.9%
财务费用	16	15	25	32	ROE	12.5%	12.3%	13.0%	13.0%
资产减值损失	-57	8	8	8	ROIC	9.4%	8.9%	9.8%	10.1%
营业利润	694	744	908	1043	偿债能力				
营业外收入	14	14	14	14	资产负债率	52.9%	58.2%	53.2%	56.0%
营业外支出	14	14	14	14	流动比率	0.97	0.92	0.77	0.80
利润总额	694	744	909	1043	营运能力				
所得税	101	109	133	153	应收账款周转率	21.61	21.15	21.13	21.14
净利润	592	635	776	891	存货周转率	5.43	5.60	5.67	5.69
归母净利润	593	636	777	892	总资产周转率	0.80	0.77	0.79	0.79
每股收益(元)	0.61	0.66	0.80	0.92	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.61	0.66	0.80	0.92
货币资金	1900	2889	1634	2772	每股净资产	4.88	5.35	6.15	7.07
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	424	595	574	751	PE	24.65	22.97	18.82	16.38
预付款项	32	42	47	53	PB	3.09	2.81	2.45	2.13
存货	1379	1710	1790	2163	现金流量表				
流动资产合计	3848	5385	4172	5903	净利润	592	635	776	891
固定资产	3169	3399	4368	4886	折旧和摊销	354	336	442	470
在建工程	1726	2301	2876	3452	营运资本变动	-672	1248	-577	1251
无形资产	950	948	946	944	其他	126	-12	-9	-3
非流动资产合计	6231	7044	8593	9692	经营活动现金流净额	401	2208	632	2608
资产总计	10079	12429	12766	15596	资本开支	-1276	-1138	-1983	-1561
短期借款	300	400	500	600	其他	9	15	19	18
应付票据及应付账款	2734	4338	3674	5375	投资活动现金流净额	-1268	-1124	-1964	-1543
其他流动负债	931	1120	1246	1385	股权融资	1177	0	0	0
流动负债合计	3965	5858	5420	7361	债务融资	503	100	100	100
其他	1371	1371	1371	1371	其他	-84	-195	-23	-28
非流动负债合计	1371	1371	1371	1371	筹资活动现金流净额	1596	-95	77	72
负债合计	5336	7230	6792	8732	现金及现金等价物净增加额	730	989	-1255	1138
股本	966	966	966	966					
资本公积金	2034	2034	2034	2034					
未分配利润	1617	1979	2639	3396					
少数股东权益	6	5	4	2					
其他	120	216	332	466					
所有者权益合计	4743	5199	5974	6864					
负债和所有者权益总计	10079	12429	12766	15596					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048