

## 箭牌家居(001322.SZ)

## 国产卫浴品牌领军者，受益行业智能化风潮

## 推荐（首次）

股价：13.57元

## 主要数据

行业	建材
公司网址	www.arrowgroup.com.cn
大股东/持股	佛山市乐华恒业实业投资有限公司 /49.71%
实际控制人	谢岳荣, 谢安琪, 谢炜, 霍秋洁
总股本(百万股)	970
流通A股(百万股)	97
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	132
流通A股市值(亿元)	13
每股净资产(元)	4.89
资产负债率(%)	51.4

## 行情走势图



## 证券分析师

郑南宏 投资咨询资格编号  
S1060521120001  
ZHENG NANHONG873@pingan.com.cn

杨侃 投资咨询资格编号  
S1060514080002  
BQV514  
YANGKAN034@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **国产卫浴品牌领军者，股权激励彰显信心。**箭牌家居主营产品为卫生陶瓷、龙头五金等卫浴产品，2018年在国内卫生洁具市占率排名第三，仅次于科勒与东陶，每年服务百万级家庭。近年公司业绩相对平稳，由于业务以经销零售为主，毛利率长期较高、现金流较优。公司于2022年IPO上市，2023年5月推出股权激励，彰显管理层对未来发展信心。
- **卫生洁具兼具套系化+智能化，成长空间仍大。**陶瓷卫生洁具包括卫生陶瓷和卫浴用品，行业已步入成熟阶段，2022年受疫情与地产下行冲击较大。但一方面，消费者采购时往往从核心功能单品坐便器延伸至龙头五金等，具有套系化特征，为企业打开增长空间；另一方面，卫浴智能化趋势明显，智能坐便器在国内普及率仅4%，远低于美国。需求端，从消费群体看，源于年轻群体与银发群体消费升级，从房屋类型看，相比其他建材产品，智能坐便器需求结构更复杂，住宅更新需求及非住宅需求占比高，有效对冲地产下滑影响；供给端，智能坐便器价格持续亲民化，2017-2022年线上智能一体机均价从4092元降至2933元。从竞争格局看，外资品牌市占率领先，尤其是工程市场，内资品牌在线上渠道更占优。
- **智能产品增长亮眼，电商&家装齐发力。**从产品看，公司智能产品收入增长快速，2022年收入占比升至25%，毛利率高达37%。公司智能产品具备优势：针对外资品牌，公司产品性价比高，线上推广抢先布局；相比内资品牌，公司在品牌、产品、渠道、服务方面占优。从渠道看，2022年经销零售收入占41%，工程占25%，电商占20%，家装占14%。一方面公司持续拓展终端门店，目前终端门店网点高达1.4万个，每年增加1-2千个；另一方面紧抓行业趋势，积极发力直营电商与家装渠道，直营电商收入近四年从1千万到7亿元，毛利率亦高；家装渠道近三年从3.8亿元到10.5亿元。此外，公司于2022年IPO上市募集到充裕资金，有助于提升智能家居与龙头五金产能。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8373	7513	8034	9081	9948
YOY(%)	28.8	-10.3	6.9	13.0	9.6
净利润(百万元)	577	593	614	764	911
YOY(%)	-1.9	2.8	3.5	24.5	19.2
毛利率(%)	30.1	32.8	29.9	30.1	30.2
净利率(%)	6.9	7.9	7.6	8.4	9.2
ROE(%)	19.4	12.5	11.8	13.3	14.3
EPS(摊薄/元)	0.59	0.61	0.63	0.79	0.94
P/E(倍)	22.8	22.2	21.4	17.2	14.4
P/B(倍)	4.4	2.8	2.5	2.3	2.1

- **投资建议：**行业层面，短期宏观地产政策持续改善，楼市有望筑底修复，带动卫浴装修需求释放；中长期看，尽管地产规模趋于萎缩，但重装需求增长，叠加智能坐便器渗透率提升，卫浴行业空间犹大。公司层面，作为国产卫浴品牌领军者，公司一是智能产品凭借品牌、产品性价比、渠道优势，收入增长亮眼；二是终端网点门店逆势扩张，直营电商与家装渠道快速拓展；三是资本开支提速，IPO 募集资金加码智能家居投入，减少龙头五金代工。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.1 亿元、7.6 亿元、9.1 亿元，当前市值对应 PE 为 21.4 倍、17.2 倍、14.4 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）地产基本面恢复低于预期：当前地产处于弱复苏状态，若后续新房与二手房成交不及预期，将影响装修需求修复。（2）新业务拓展不达预期风险：当前公司积极发展恒温花洒等智能产品，但新业务拓展面临竞争激烈、品牌渠道培育需要时间等问题，导致业务拓展存在不及预期风险。（3）行业价格竞争激烈导致利润率下行风险：当前行业弱复苏背景下，以智能坐便器为代表的产品价格竞争激烈，若后续价格战进一步升级，将导致公司毛利率承压。

# 正文目录

<b>一、 国产卫浴品牌领军者，股权激励彰显信心</b> .....	<b>6</b>
1.1 国产卫浴品牌领军者，服务百万级家庭 .....	6
1.2 业绩增长平稳，以卫生陶瓷与龙头五金为主 .....	6
1.3 推行激励彰显发展信心，股权结构稳定 .....	7
<b>二、 卫生洁具兼具套系化+智能化，成长空间仍大</b> .....	<b>8</b>
2.1 卫生洁具品类多样，套系化采购助力客单价提升 .....	8
2.2 智能座便器渗透率低，受益消费升级与产品降价 .....	9
<b>三、 智能产品增长亮眼，电商&amp;家装齐发力</b> .....	<b>12</b>
3.1 智能产品发展迅速，性价比与品牌占优 .....	12
3.2 经销零售贡献最多，终端网点持续扩张 .....	14
3.3 直营电商持续引流，家装渠道加大合作 .....	16
3.4 加码智能家居投入，减少龙头五金代工 .....	18
<b>四、 投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>五、 风险提示</b> .....	<b>21</b>

# 图表目录

图表 1	公司主营产品类型	6
图表 2	公司历年营收利润	6
图表 3	公司历年利润率情况	6
图表 4	分产品收入结构	7
图表 5	分产品毛利率变化	7
图表 6	公司经营性现金流保持较高水平	7
图表 7	公司应收账款及票据情况（亿元）	7
图表 8	公司股权结构（2023 年中报）	8
图表 9	2022 年我国卫生陶瓷产量减少 25.1%	9
图表 10	2018 年国内卫生洁具市场市占率情况	9
图表 11	2014-2018 年中国花洒行业市场规模情况	9
图表 12	2014-2018 年我国花洒产量与消费量	9
图表 13	2021 年中国智能坐便器市场规模达 147 亿元	10
图表 14	2020 年国内智能坐便器市场销量 821 万台	10
图表 15	2015-2022 年智能坐便器线上销售规模变化	10
图表 16	2018 至今精装修市场智能马桶配置率走势图	10
图表 17	国内智能马桶渗透率较低	11
图表 18	2017-2022 年线上智能一体机均价变化	11
图表 19	用户选择智能马桶考虑因素排名	11
图表 20	中国线上市场智能一体机分价格段零售额占比	11
图表 21	2021 年智能座便器品牌整体市场占有率	11
图表 22	2021 年线上渠道智能坐便器市场占有率	11
图表 23	2021 年精装修智能坐便器配套品牌占比	12
图表 24	公司智能坐便器收入及毛利率	12
图表 25	智能产品收入及毛利率	12
图表 26	智能马桶盖产品对比	13
图表 27	京东各品牌智能坐便器销量前三产品价格（统计时间为 2023/9/28）	13
图表 28	箭牌家居在上市卫浴公司中收入利润规模领先	13
图表 29	箭牌家居在研发投入方面较多	14
图表 30	箭牌家居研发人员数量及占比较高	14
图表 31	公司产品单价情况	14
图表 32	营收分渠道占比	15
图表 33	营收分渠道（单位 亿元）	15
图表 34	公司经销/分销商数量变化（单位 家）	15
图表 35	公司每年增加 1000-2000 个终端门店网点	15
图表 36	四家国内卫浴品牌渠道情况	15

图表 37	公司对于经销商奖励政策 .....	16
图表 38	直营电商收入大幅攀升 .....	17
图表 39	直销电商业务毛利率领先其他渠道 .....	17
图表 40	直营电商模式下客户订单数量占比集中千元以下 .....	17
图表 41	直营电商模式下客户购买公司产品的次数分布 .....	17
图表 42	家装渠道收入增长快速 .....	18
图表 43	公司各产品产能利用率情况 .....	18
图表 44	各类产品 OEM 金额占比 .....	18
图表 45	公司生产基地布局 .....	18
图表 46	公司 IPO 募集资金用途 .....	19
图表 47	公司盈利预测 .....	20
图表 48	消费建材公司估值对比 .....	20

# 一、 国产卫浴品牌领军者，股权激励彰显信心

## 1.1 国产卫浴品牌领军者，服务百万级家庭

箭牌家居于 1994 年创建于广东佛山，是一家集研发、生产、销售与服务于一体的大型现代化制造企业，生产产品品类范围覆盖卫生陶瓷、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。

公司主要产品品牌包括ARROW箭牌(智慧家居)、FAENZA法恩莎(艺术家居, 创建于1999年)、ANNWA安华(时尚家居, 2003年成立), 三个品牌具有不同的市场定位, 能够满足不同消费群体的需求。公司掌握具有自主知识产权的研发及制造核心技术, 是卫生陶瓷、节水型卫生洁具行业标准起草单位之一。公司品牌多次被评为中国十大卫浴品牌、十大瓷砖品牌, 产品相继获得德国红点设计奖、德国IF产品设计金奖、红棉中国设计奖, 并于2015年、2020年连续两届被指定为世博会中国馆陶瓷洁具供应商。2022年公司智能坐便器、连体坐便器和蹲便器年销售近五百万台, 服务超过百万级家庭用户。参考 Euromonitor, 2018年我国卫生洁具市场份额中箭牌排名第三, 仅次于科勒与东陶。

图表1 公司主营产品类型

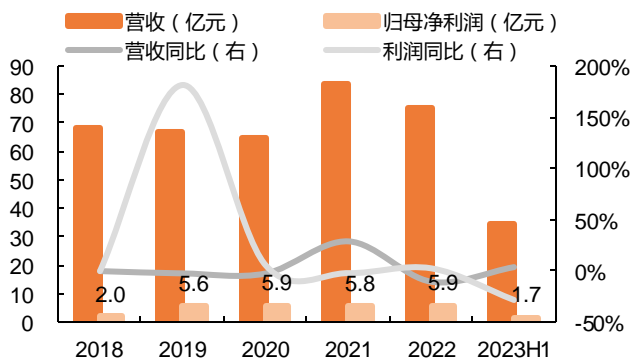
分类	产品细类
卫生陶瓷	智能坐便器、普通坐便器、蹲便小便器、盆类、水箱及配件等
龙头五金	恒温花洒、淋浴花洒、水龙头、挂件、智能晾衣架、地漏
浴室家具	浴室柜
浴缸浴房	浴缸、浴房、淋浴屏风
瓷砖	抛釉砖、仿古砖、瓷片
定制橱柜	定制橱柜、定制衣柜、定制阳台柜
其他	全屋家居涉及的零部件及五金件等

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## 1.2 业绩增长平稳，以卫生陶瓷与龙头五金为主

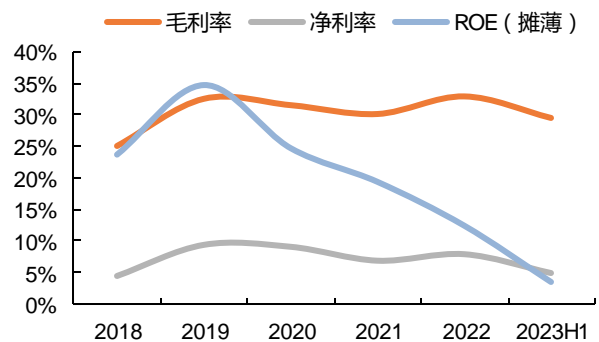
近年业绩增长平稳, 毛利率相对较高。受地产下行与新冠疫情影响, 2018-2022 年公司营收从 68.1 亿元升至 75.1 亿元、增幅不大, 但得益于毛利率改善, 归母净利润从 2.0 亿元升至 5.9 亿元。2023 年上半年公司营收 34.3 亿元, 同比增 3.8%, 归母净利润 1.7 亿元, 同比降 28.2%, 主要因需求恢复偏弱背景下, 行业竞争加剧导致毛利率承压, 但相比其他建材行业而言, 公司毛利率仍维持近 30% 的较高水平。

图表2 公司历年营收利润



资料来源: Wind, 平安证券研究所

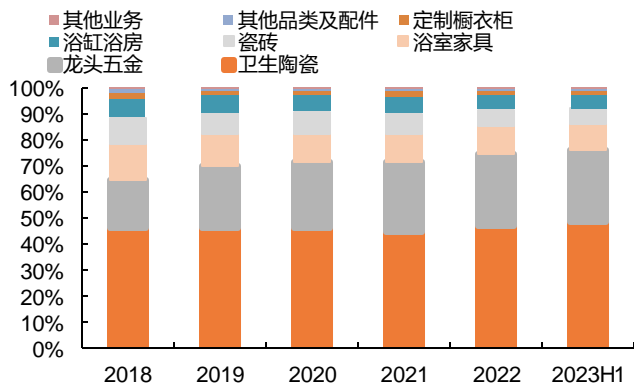
图表3 公司历年利润率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

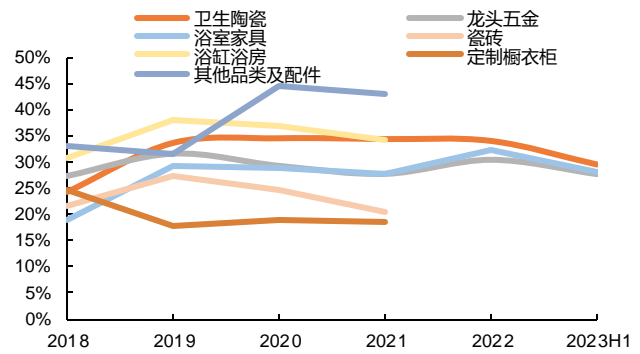
**收入以卫生陶瓷与龙头五金为主，其中智能坐便器占比 20%。**卫生陶瓷是公司传统优势产品，主要包括坐便器、盆类、蹲便器、感应器、小便器等产品。龙头五金产品主要包括淋浴花洒、水龙头等产品，公司近年不断加大智能恒温花洒、智能恒温龙头等智能产品研发和推广，进一步加大抖音、VR 直播、小程序、猫宁、线下新零售体验馆等新兴推广渠道的投入力度，带动龙头五金产品收入快速增长。近年浴室家具、瓷砖产品收入占比均有所下降，主要是消费者偏好变动较快、行业竞争更加激烈所致。2023H1 卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房收入分别占比 49%、28%、10%、6%、5%，卫生陶瓷中智能坐便器收入占营收比重约 20%。

图表4 分产品收入结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

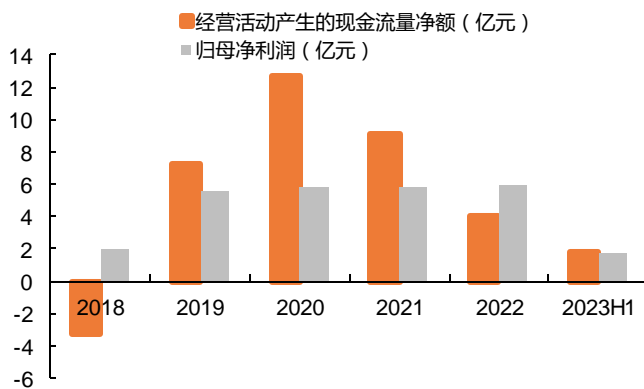
图表5 分产品毛利率变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

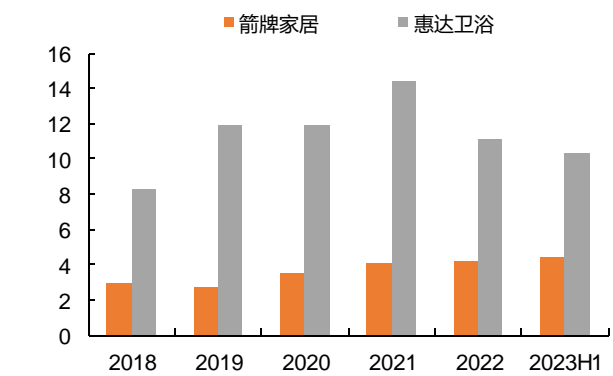
因公司经营模式以经销为主，现金流状况优于其他工程类建材企业，经营活动产生的现金流量净额常年高于归母净利润（2022 年下滑多主要因支付给供应商的商业票据付款期限缩短和市场费用兑现增加）。截至 2023/6/30，公司应收账款及票据仅 4.4 亿元。

图表6 公司经营性现金流保持较高水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 公司应收账款及票据情况 (亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 1.3 推行激励彰显发展信心，股权结构稳定

谢岳荣先生、霍秋洁女士、谢安琪女士、谢炜先生为一致行动人（谢岳荣先生、霍秋洁女士为夫妻，谢安琪女士、谢炜先生为谢岳荣先生、霍秋洁女士的子女），为公司的共同实际控制人，合计持有佛山市乐华恒业实业投资有限公司 65% 股权，佛山市霍陈贸易有限公司为公司董事、副总经理 ZHEN HUI HUO 先生 100% 持股的公司，ZHEN HUI HUO 先生、霍少容女士、霍秋洁女士为兄弟姐妹关系。



图表8 公司股权结构（2023年中报）

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	佛山市乐华恒业实业投资有限公司	49.71
2	谢岳荣	21.54
3	佛山市霍陈贸易有限公司	8.28
4	霍少容	3.31
5	珠海岙恒股权投资合伙企业(有限合伙)	2.66
6	共青城乐华嘉悦投资合伙企业(有限合伙)	1.40
7	香港中央结算有限公司	1.28
8	北京居然之家家居连锁有限公司	0.90
9	深圳市创新投资集团有限公司	0.69
10	中信证券投资有限公司	0.49
	合计	90.26

资料来源：公司公告，平安证券研究所

**2023年5月推出股权激励，彰显公司发展信心。**2023年5月公司发布限制性股票激励计划（草案），7月16日完成首次授予，采用定向增发方式（价格8.95元/股），向173名中层管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员授予450.92万股（占授予限制性股票总数80%），首次授予考核要求为：以2022、2023、2024年营业收入为基数，2023、2024、2025年营业收入增长率分别不低于15%、10%、10%；且以2022、2023、2024年扣非净利润为基数，2023、2024、2025年扣非净利润增长率分别不低于20%、15%、15%。未满足上述业绩考核目标的，所有激励对象对应考核当年计划解除限售的限制性股票均不得解除限售，由公司回购注销。

## 二、卫生洁具兼具套系化+智能化，成长空间仍大

### 2.1 卫生洁具品类多样，套系化采购助力客单价提升

**陶瓷卫生洁具一般指卫生陶瓷和卫浴用品**，是指供居住者便溺、洗浴、盥洗等日常卫生活动的用品。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。因卫浴产品体系相对独立，消费者在采购时往往会从核心功能单品的坐便器延伸至龙头五金、浴室柜、浴室镜等全空间部品，因此具有套系化采购特征，也为卫生陶瓷企业打开收入增长空间。

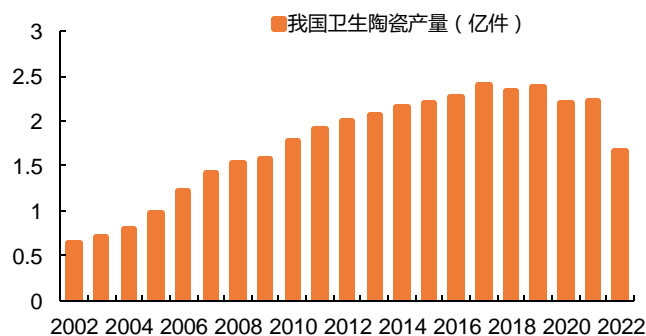
**卫生洁具行业经历起步、快速发展和稳步发展三个阶段。**1) 上世纪70年代至90年代中期，美标、科勒和TOTO等外资品牌相继进入中国市场，依托技术和品牌优势在沿海地区高档的宾馆、写字楼、住宅大量使用，国内本土企业尚未形成大规模生产，产品种类单一、生产效率低下，主要面向中低端市场。2) 上世纪90年代中期至21世纪初期，国内卫生洁具产销量迅速增长，同时消费升级下产品要求也相应提高，卫浴产品呈现多样化和个性化发展；期间众多本土卫浴企业加速发展，外资品牌则逐渐向中端市场渗透。3) 2013年以后卫浴行业增长放缓，行业加速洗牌、步入品牌集中化阶段，箭牌、惠达、九牧等本土企业发展为全国品牌，逐渐向中高端市场进军，与外资品牌竞争趋于激烈。“十三五”期间我国卫生洁具销售额前十家产业集中度达20%，提高5pct。公司招股书（申报稿）披露，据Euromonitor数据，2018年我国卫生洁具市场份额TOP5企业分别为科勒、东陶、箭牌、惠达、恒洁，市占率分别为20.4%、11.5%、7.3%、4.4%、3.6%。

**受新冠疫情、地产下行等影响，2022年国内卫生陶瓷产量下滑25%。**根据中国建筑卫生陶瓷协会，2022年我国卫生陶瓷产量1.67亿件，同比减少25.1%，为统计周期内（2002至2022年）出现的最大幅度下滑。出口方面降幅较小，2022年我国卫生陶瓷出口量为1.07亿件，同比下降3%。据《陶瓷世界评论》数据，2021年全球卫生陶瓷总出口量为390万吨，中国卫生陶瓷出口量为192.85万吨（约合1.07亿件），在全球总出口量和亚洲总出口量中分别占比49%和77%，继续保持



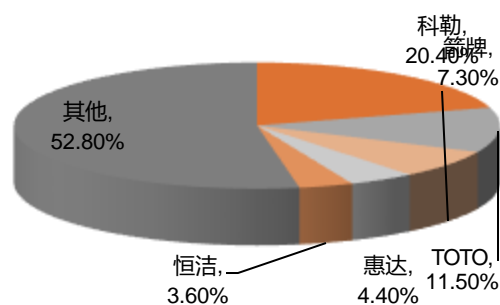
全球最大出口国的地位。截至 2022 年 12 月末，我国卫生陶瓷规模以上企业单位数 375 家，较 2021 年增加 12 家。

图表9 2022 年我国卫生陶瓷产量减少 25.1%



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，平安证券研究所

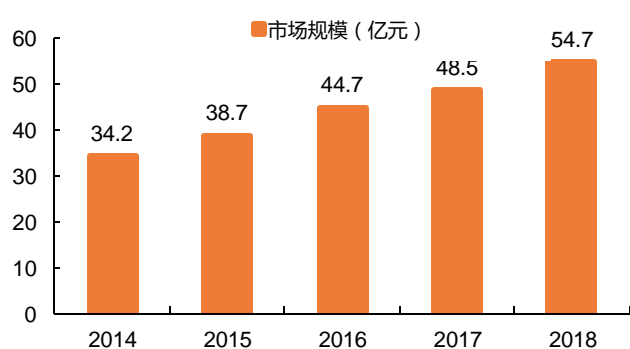
图表10 2018 年国内卫生洁具市场市占率情况



资料来源：箭牌招股书，Euromonitor，平安证券研究所

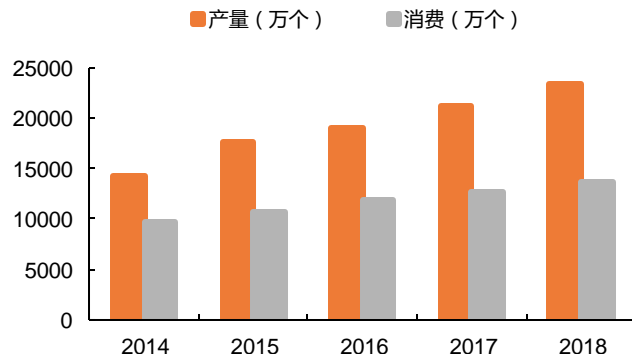
卫浴龙头五金方面，主要包括水龙头、五金挂件、水槽和花洒等产品，以及相配套的软管、阀芯、支撑管组件、升降杆等。卫浴龙头五金首选材质为黄铜，因其具有易加工铸造、良好的连接强度、抑菌性、耐蚀性、可回收性、使用寿命较长等特点。国内卫浴龙头五金厂家早期以代工生产为主，随着制造经验与技术积累，逐步创建、经营自有品牌，提升品牌附加值。据智研咨询，2018 年我国花洒行业市场规模约 55 亿元，产量 23383 万个，消费量 13628 万个。随着具有恒温、防烫、智慧节水、自动调节水压、自洁、温度/时间显示等功能的智能花洒普及，花洒市场规模有望进一步扩大。

图表11 2014-2018 年中国花洒行业市场规模情况



资料来源：智研咨询，平安证券研究所

图表12 2014-2018 年我国花洒产量与消费量

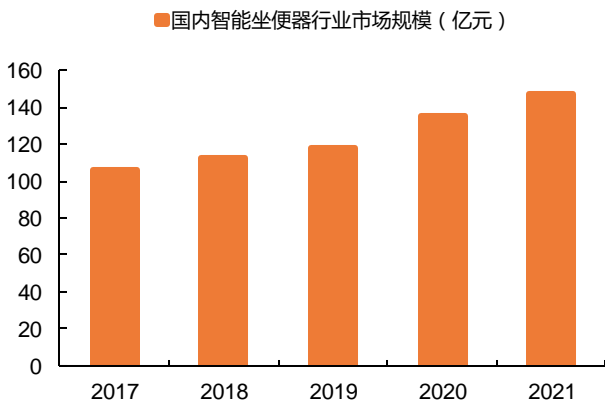


资料来源：智研咨询，平安证券研究所

## 2.2 智能座便器渗透率低，受益消费升级与产品降价

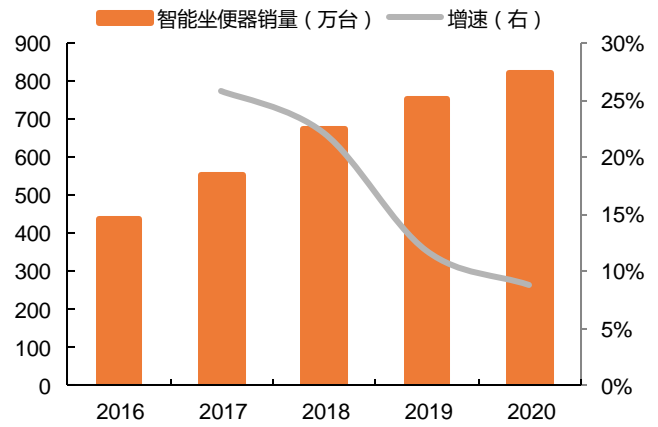
国内智能坐便器市场规模超百亿，年均增速近 10%。据华经产业研究院估计，2017-2021 年中国智能坐便器市场规模从 106 亿元升至 147 亿元，CAGR 为 9%，2026 年或将超过 200 亿元。另据艾媒数据中心研究显示，2016-2020 年国内智能坐便器市场销量从 439 万台升至 821 万台，CAGR 为 17%。

图表13 2021年中国智能坐便器市场规模达147亿元



资料来源：华经产业研究院，平安证券研究所

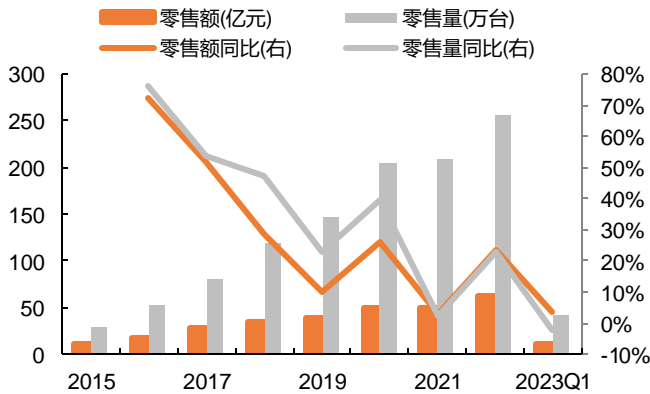
图表14 2020年国内智能坐便器市场销量821万台



资料来源：艾媒数据中心，平安证券研究所

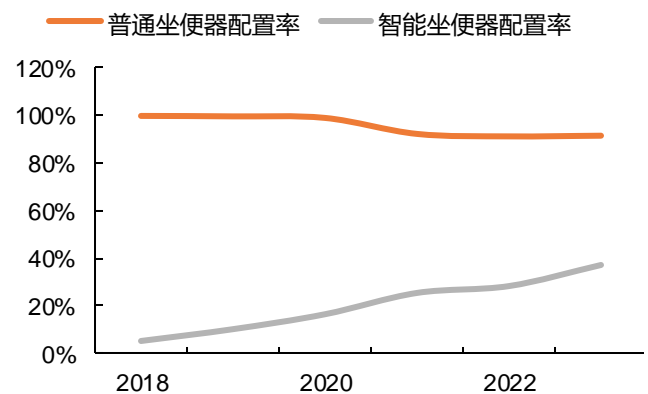
分渠道看，线上销售增长较快，精装修配套率稳步提升。据奥维云网，2015-2022年智能坐便器线上销售规模从10.5亿元增至62.3亿元，CAGR达29.0%，预计2023年为70.2亿元，同比增12.7%，零售量296.5万台，同比升15.4%。分细分类型看，智能一体机延续高增长，2022年零售额50.8亿元、零售量174.3万台，分别同比升36.5%、45.2%，智能马桶盖零售额11.5亿元、零售量82.6万台，分别同比降13.4%、7.6%。工程方面，2022年智能坐便器在精装修市场配套41.6万套，配套率28.5%，同比提升3pct；在酒店等非住领域亦呈现良好发展趋势。

图表15 2015-2023Q1智能坐便器线上销售规模变化



资料来源：奥维云网，平安证券研究所

图表16 2018至今精装修市场智能马桶配置率走势图



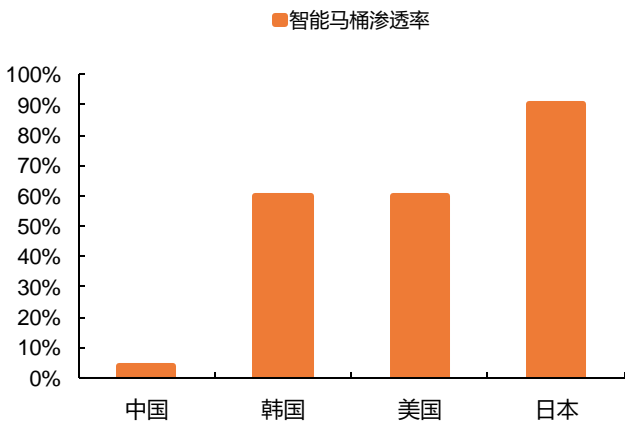
资料来源：奥维云网，平安证券研究所

据奥维云网(AVC)研究显示，目前智能坐便器在我国的市场普及率仅4%，相比发达经济体仍有较大提升空间。

需求端，从消费群体看，源于年轻群体与银发群体的消费升级。年轻群体对于新生事物接受能力强、对智能坐便器认可度较高，同时随着我国人口老龄化程度的进一步加深，银发群体在经济生活中扮演着越来越重要的角色，智能坐便器具有便捷、健康、体验良好等优秀特征，与老年人群适配性较高。从房屋类型看，相比其他建材产品，智能坐便器下游需求结构更复杂，住宅更新需求及非住宅需求占比更高，庞大的存量房屋重装修需求能够有效对冲新房规模大幅萎缩带来的冲击。

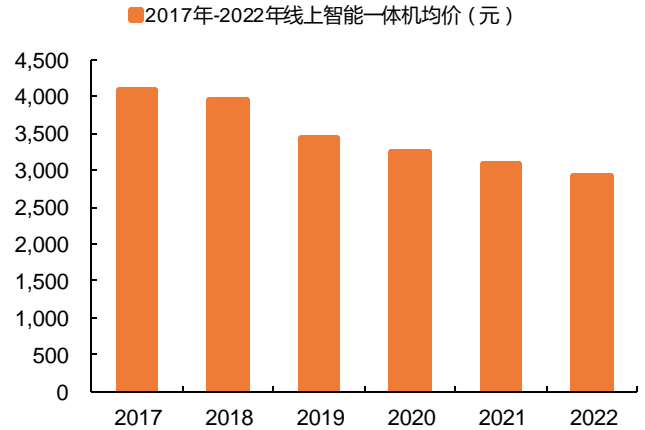
供给端，智能坐便器价格持续亲民化。随着技术愈发成熟，叠加行业竞争激烈，2017-2022年线上智能一体机均价从4092元降至2933元，消费门槛持续降低。

图表17 国内智能马桶渗透率较低



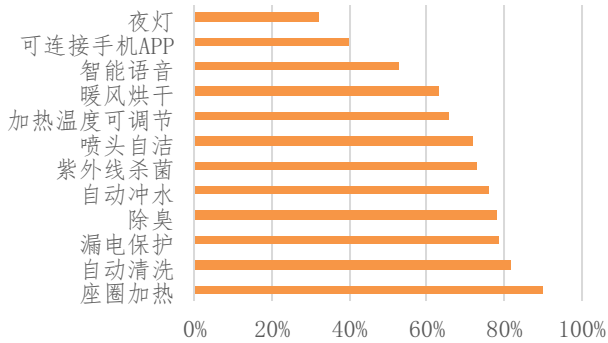
资料来源：奥维云网，中国家电网，平安证券研究所

图表18 2017-2022年线上智能一体机均价变化



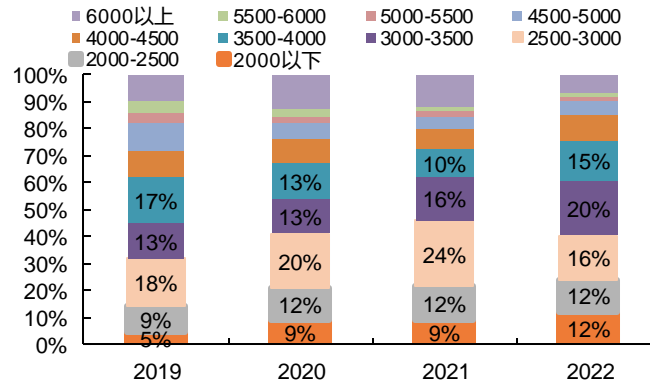
资料来源：奥维云网，平安证券研究所

图表19 用户选择智能马桶考虑因素排名



资料来源：嘉世咨询，平安证券研究所

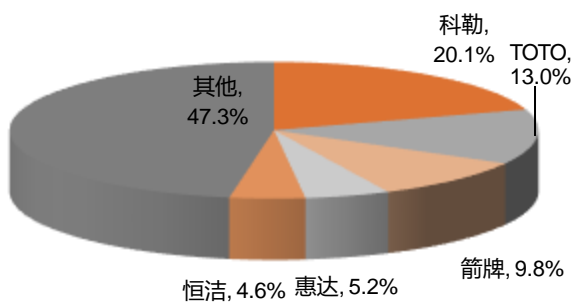
图表20 中国线上市场智能一体机分价格段零售额占比



资料来源：奥维云网，平安证券研究所

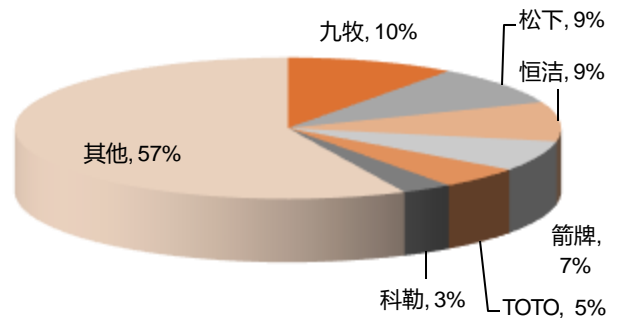
外资品牌市占率领先，尤其是工程市场，内资品牌在线上渠道更占优。科勒和 TOTO 凭借较强的品牌与客户渠道优势，市占率稳居行业前二，分别达 20.1%和 13.0%，尤其在工程市场明显领先。国产品牌近年积极培育品牌，利用产品性价比与发力线上渠道实现突破。2021 年线上渠道智能坐便器市占率 TOP5 品牌中有三家为国产品牌，分别为九牧、恒洁和箭牌。

图表21 2021年智能座便器品牌整体市场占有率



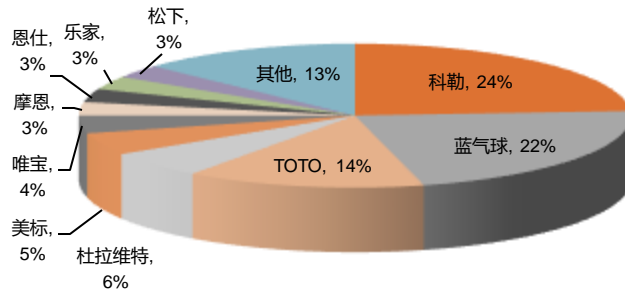
资料来源：嘉世咨询，平安证券研究所

图表22 2021年线上渠道智能坐便器市场占有率



资料来源：嘉世咨询，平安证券研究所

图表23 2021年精装修智能坐便器配套品牌占比



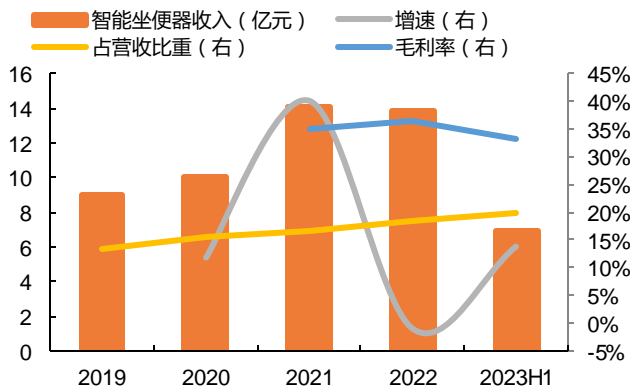
资料来源：嘉世咨询，平安证券研究所

### 三、智能产品增长亮眼，电商&家装齐发力

#### 3.1 智能产品发展迅速，性价比与品牌占优

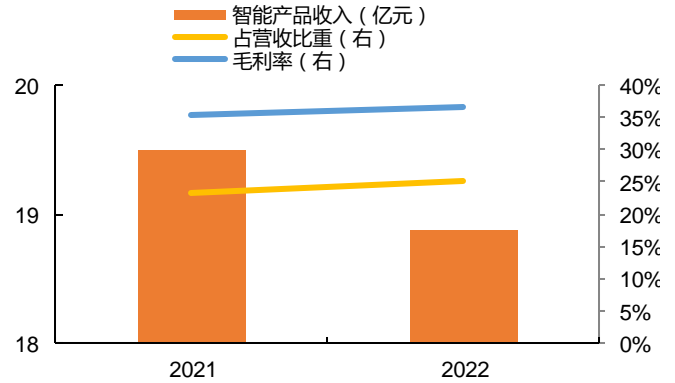
近三年公司智能坐便器收入 CAGR 超 15%，毛利率超 35%。2019-2022 年公司智能坐便器收入从 9.0 亿元升至 13.9 亿元，CAGR 达 15.8%，占营收比重从 13% 升至 18%。若加上智能花洒等产品，2022 年智能产品收入达 18.9 亿元，占营收比重 25%。2023H1 智能坐便器销售数量同比增长 37%，收入增长 14%。毛利率方面，2021-2022 年智能产品毛利率分别为 35%、37%，显著高于整体毛利率 30%、33%。2021 年智慧马桶销量占坐便器（含蹲便器）销量约 15%，恒温花洒销量占花洒销量约 11%，智能化产品提升空间仍大。

图表24 公司智能坐便器收入及毛利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表25 智能产品收入及毛利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

针对外资品牌，公司产品性价比高，线上推广抢先布局。相比外资品牌，以公司为代表的国产品牌更注重产品性价比、主流产品价格带低于外资品牌，以京东官网为例，箭牌的智能坐便器产品销量前三价格为 1999 元/3749 元/6587 元，而科勒与 TOTO 销量前三产品普遍超过 1 万元。同时公司积极利用抖音/小红书等渠道进行线上推广，2021 年线上渠道智能坐便器市占率为 7%、排名第四。

图表26 智能马桶盖产品对比

品牌	海尔	品牌	箭牌	品牌	松下
机型	C3	机型	AME1011	机型	DL-99TK280RS
上市月历	23.01	上市月历	23.01	上市月历	23.01
均价	800	均价	1934	均价	2899

<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 独立三水路;</li> <li>◆ 水电双变频, 即热零冷水;</li> <li>◆ 三重长效过滤;</li> <li>◆ 四种清洗模式;</li> <li>◆ 大手柄大按键式操作面板;</li> <li>◆ 水温座温多档调节;</li> <li>◆ 光感夜灯;</li> <li>◆ 喷嘴自洁</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 活性炭+小风扇双重除臭;</li> <li>◆ 弧形喷杆不易脏污;</li> <li>◆ 恒温出水, 温热不间断;</li> <li>◆ 四种清洗模式;</li> <li>◆ 大手柄大按键式操作面板;</li> <li>◆ 水温座温多档调节;</li> <li>◆ 光感夜灯;</li> <li>◆ 喷嘴自洁</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 漏电测试;</li> <li>◆ 双重长效滤芯;</li> <li>◆ 四种清洗模式;</li> <li>◆ 一键轻松拆卸;</li> <li>◆ 自动调温;</li> <li>◆ 水温座温水压多档调节;</li> <li>◆ 光感夜灯;</li> <li>◆ 喷嘴自洁</li> </ul>
---	--	---

资料来源: 奥维云网, 平安证券研究所

图表27 京东各品牌智能坐便器销量前三产品价格 (统计时间为 2023/9/28)

品牌	京东网站智能坐便器销量前三产品价格
九牧	4399 元/3399 元/6099 元
箭牌	1999 元/3749 元/6587 元
恒洁	3699 元/4099 元/6588 元
瑞尔特	4998 元/6999 元/8098 元
松下	4499 元/3680 元/4599 元
科勒	10609 元/13149 元/12856 元
TOTO	17949 元/11949 元/5949 元

资料来源: 京东, 平安证券研究所

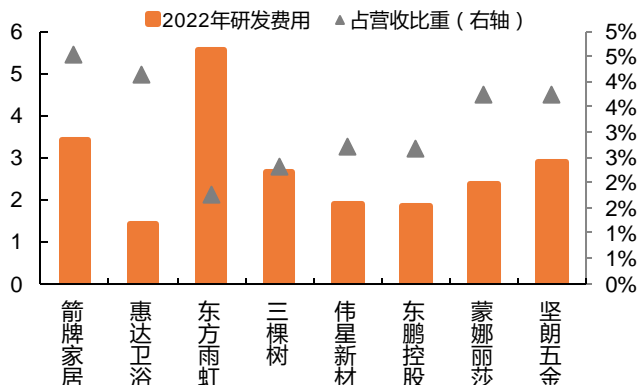
相比内资品牌, 公司在品牌、产品、渠道、服务方面占优。相比内资品牌, 公司一是品牌方面相对占优、市占率行业居前; 二是凭借上市公司优势持续布局渠道 (见后文); 三是积极投入研发新产品, 公司研发费用及占比、研发人数及占比均处于消费建材企业中较高水平, 未来公司将继续深耕卫浴空间产品的智能化, 一方面对现有智能产品进行更深度的开发, 赋予智能产品功能升级, 实现产品品质和竞争力的提升, 另一方面扩大智能产品品类, 目前已在浴室柜、浴室镜、龙头、淋浴房等品类上也研发相应智能产品; 四是售前售后服务完善, 2022 年公司推出“用心焕新装”服务模式, 为顾客提供送拆装一站式服务, 满足客户的旧房局部升级改造或全卫换装需求, 2023 年进一步优化旧房局部升级改造服务能力, 为消费者提供售前、售中、售后的全链路旧房改造服务, 并通过多重保障有效让客户安心尽享品牌服务体验。

图表28 箭牌家居在上市卫浴公司中收入利润规模领先

公司	2022 年营收 (亿元)	2022 年归母净利润 (亿元)	2019-2022 年收入 CAGR	2019-2022 年归母净利润 CAGR	2022 年毛利率	2022 年净利率	产品结构	2023H1 海外收入占比
箭牌家居	75.1	5.9	4.1%	2.2%	32.8%	7.9%	2023H1 卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房收入分别占比 49%、28%、10%、6%、5%	2%
惠达卫浴	34.2	1.3	2.1%	-26.9%	24.8%	3.6%	2022 年卫生陶瓷、五金洁具、陶瓷砖、浴室柜、浴缸浴房收入分别占比 51%、15%、17%、6%、4%	27%
瑞尔特	19.6	2.1	20.9%	5.1%	24.8%	10.6%	2023H1 静音缓降盖板、水箱及配件、隐藏式水箱分别占比:56%、31%、11%	29%
建霖家居	41.9	4.6	7.3%	11.1%	24.3%	10.9%	2022 年厨卫产品、净水产品、其他家居产品分别占比 66%、14%、15%	78%
松霖科技	31.8	2.6	22.3%	3.7%	30.8%	9.0%	2022 年厨卫品类、美容健康类产品、松霖家分别占比 89%、5%、4%	68%
海鸥住工	32.9	0.5	8.6%	-28.7%	15.7%	0.7%	2023H1 龙头及配件、瓷砖、智能家居类、浴缸陶瓷类、定制橱柜、整装卫浴分别占比 52%、22%、9%、7%、6%、3%	55%

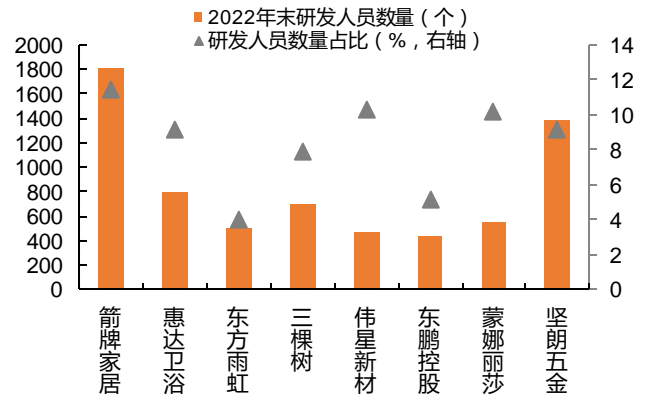
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表29 箭牌家居在研发投入方面较多



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 箭牌家居研发人员数量及占比较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

除智能产品成长空间较大外,公司产品配套率提升空间亦大,花洒及淋浴龙头不足六成。根据投资者交流纪要(2023-02-20),以2021年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,卫浴空间产品配套率方面,花洒及淋浴龙头为58%,面盆龙头46%,浴室柜30%,淋浴房8%,仍相对较低;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;同时优化门店展示模式,增加套系化产品展示空间,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。

图表31 公司产品单价情况

大类	细类	单位	2021年	2020年	2019年
卫生陶瓷	坐便器	元/件	689	631	632
	盆类	元/件	136	136	148
	蹲便器	元/件	97	95	98
	小便器	元/件	244	246	256
龙头花洒	淋浴花洒	元/个	379	369	385
	水龙头	元/个	135	130	135
浴室家具	浴室柜	元/套	541	614	731
瓷砖	釉类瓷砖	元/平方米	30	27	32
浴缸浴房	浴缸	元/件	1973	1834	1923
定制家居	定制橱柜	元/套	1322	1282	1902
	定制衣柜	元/套	2048	2082	2003

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

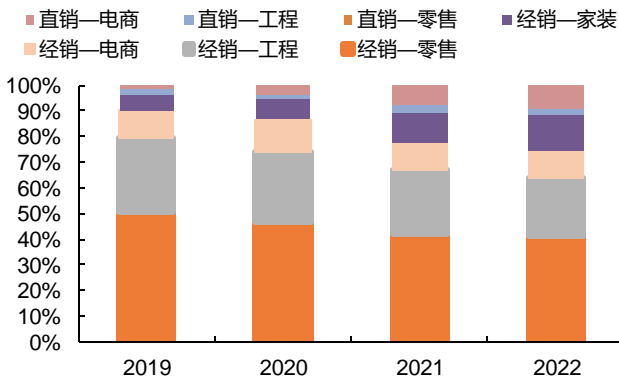
### 3.2 经销零售贡献最多, 终端网点持续扩张

分销售模式看,公司一直以经销为主、直销为辅。2022年度经销模式收入(包括经销零售、电商、家装及工程)占比88%;直销模式(主要为直营电商及直营工程)收入占比11.5%。

分销售对象看,2022年经销零售收入占41%,工程占25%,电商占20%,家装占14%。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,地产集采需求快速增长、消费场景不断升级、消费者群体快速迭代,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,大趋势下的行业渠道变革对行业内企业的影响愈加明显。从公司收入结构看,经销零售收入占经销模式总收入比例由2019年53.1%降至2021年46.9%,工程、电商和家装渠道的合计收入占经销模式总收入的比例则由2019年46.9%增至53.1%。据投资者调研交流纪要(2023-07-03),2022年经销零售(门店)收入占比40.7%,电商渠道收入占比20.1%,家装渠道收入占比13.9%,工程渠道收入占比24.6%。

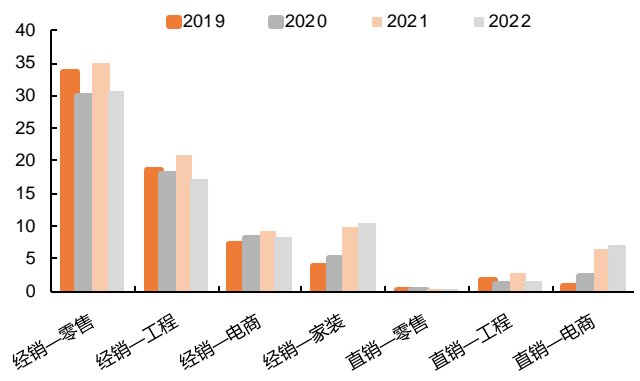


图表32 营收分渠道占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

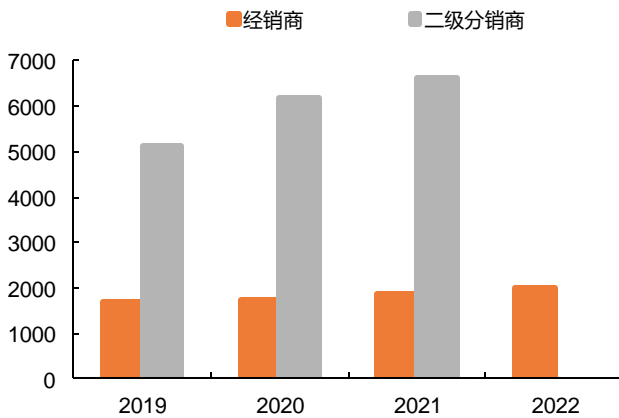
图表33 营收分渠道 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

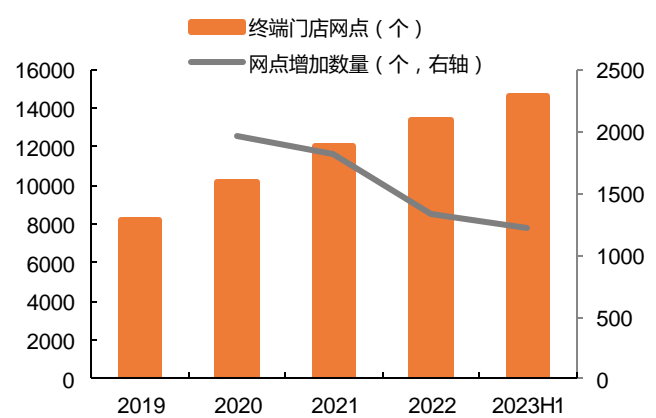
终端门店网点高达 1.4 万个, 每年增加 1-2 千个。随着城乡居民消费水平的提升, 城乡一体化建设以及旧房改造需求的提升, 广大三四线城市、县乡地区及城市老旧社区对家居卫浴产品的需求持续增长, 公司持续推动经销商进一步布局销售空白区域, 加快渠道下沉, 扩大销售覆盖范围。公司的门店主要分为专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店六种。截至 2022 年底公司 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三个品牌的经销商分别为 1105 家、450 家、425 家, 终端门店网点合计 13378 家。2023 年 6 月末终端门店网点增加至 14603 家 (增加的网点主要为家装店、社区店及乡镇店)。从网点类型看, 公司终端网点中专卖店占比一半左右, 据投资者调研纪要 (2023-03-06), 2021 年末超过 12000 家终端销售网点中, 专卖店数量超过 6000 家。从收入情况看, 2023 年上半年经销零售 (门店) 收入 13.3 亿元, 同比降 1%。

图表34 公司经销/分销商数量变化 (单位: 家)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 公司每年增加 1000-2000 个终端门店网点



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 四家国内卫浴品牌渠道情况

公司名称	公司简介	销售/服务网点情况
九牧	创立于 1990 年, 在德国、法国、泉州、厦门、武汉、滁州、成都设有 15 家高端数智工厂。2022 年逆势增长, 同比增长 20% 以上, 卫浴行业销量中国第一、世界前三。	全球销售网点 30 万个以上, 覆盖 120 多个国家
箭牌	1994 年创建于广东佛山, 是一家集研发、生产、销售与服务于一体的大型现代化制造企业, 生产产品品类范围覆盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等全系列家居产品	截至 2023 年 6 月末, 终端门店网点 14603 家。
恒洁	创立于 1998 年, 拥有智能产品、陶瓷洁具、浴室柜、五金龙头、淋浴房及浴缸等五大品类生产基地	拥有遍布全国的 3000 多个销售网点



惠达	始创于 1982 年, 2017 年上市, 拥有“HUIDA 惠达”、“DOFINY 杜菲尼”、“LA'BOBO”、“Porta”和“Creo”等品牌, 业务品类涉及卫生洁具、陶瓷砖、整体厨卫等。	截至 2023 年 6 月末, 拥有境内专卖店总数为 1,934 家; 主要合作 KA 卖场包括居然之家、红星美凯龙、月星、欧亚达等
----	--	--

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 平安证券研究所

**重视经销商激励考核, 激发其积极性。**为有效对经销商进行激励, 公司对经销商实行销售奖励政策。经销商在完成公司每年制定的销售任务后, 公司给予经销商一定比例的销售奖励, 奖励额度与经销商实际提货额挂钩。同时对经销商广告推广、终端门店装修方面给予支持, 重视人员培训, 保障产品销售、安装等阶段实现全流程标准化等。考核方面, 公司与经销商签订年度经销合同, 约定年度销售任务、新开发网点数量、工程和家装最低销售占比、特定品类经销任务等指标, 进行多维度综合考核。若经销任务未完成, 公司有权要求经销商支付一定比例的违约金, 且有权收回该区域的经销授权。2019-2021 年未完成任务违约金分别为 989 万元/840 万元/3228 万元。

图表 37 公司对于经销商奖励政策

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%

资料来源: 公司招股书, 平安证券研究所 注: 超额完成率 (X) = (实际出货额 - 经销任务) / 经销任务 × 100%

### 3.3 直营电商持续引流, 家装渠道加大合作

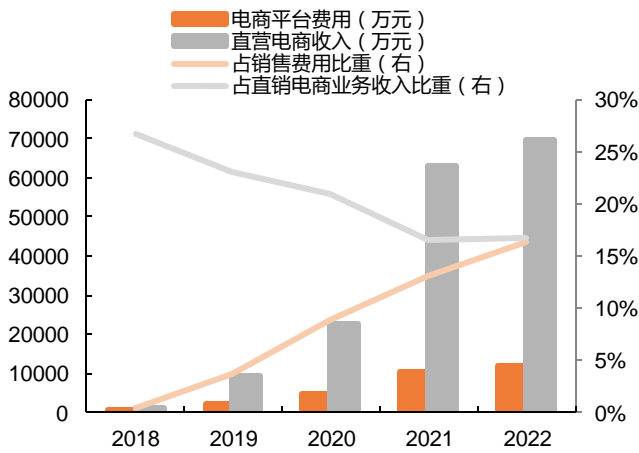
经销零售作为公司渠道“基本盘”, 近年受行业下行影响、营收相对平稳; 与此同时, 公司紧抓行业趋势, 积极发力直营电商与家装渠道, 收入增长较为亮眼。

**消费场景中电商分流明显, 公司同时发力直营与经销电商。**随着家居建材消费群体的年轻化, 销售场景从家居建材商城分流至电商渠道。公司自建电商运营团队并同时和电商经销商合作, 开展直营电商和经销商电商业务, 为此制定了“1+N”的多店铺矩阵战略, 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有核心竞争力的、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。

**经销电商近三年收入相对稳定, 占比 11%-12%。**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。2020-2022 年经销电商收入分别为 8.0 亿元、9.0 亿元、8.1 亿元, 占总营收比重分别为 12%、11%、11%。

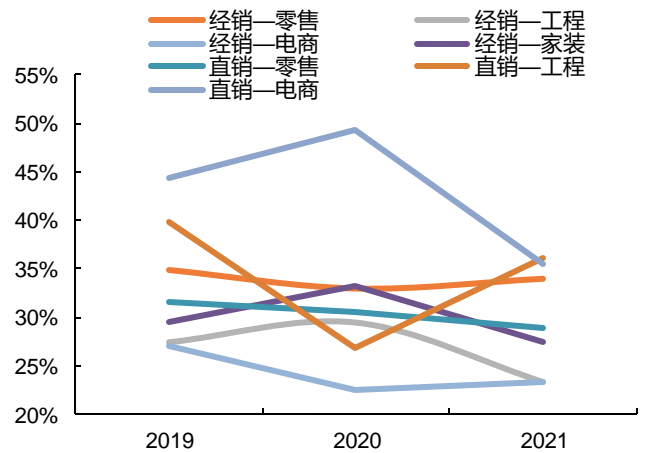
**直营电商收入四年从 1 千万到 7 亿元, 毛利率亦领先。**2018-2022 年电商平台费用 (为推广直营电商而向电商平台支付的引流、推广、交易佣金等) 从 278 万元增加到 1.17 亿元, 占销售费用比重也从 0.4% 增加到 16.3%。受益于此, 直营电商业务收入从 2018 年的 0.1 亿元快速增长到 2022 年 7.0 亿元, 占营收比重从 0.1% 升至 9.3%, 毛利率亦显著领先其他渠道。

图表38 直营电商收入大幅攀升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

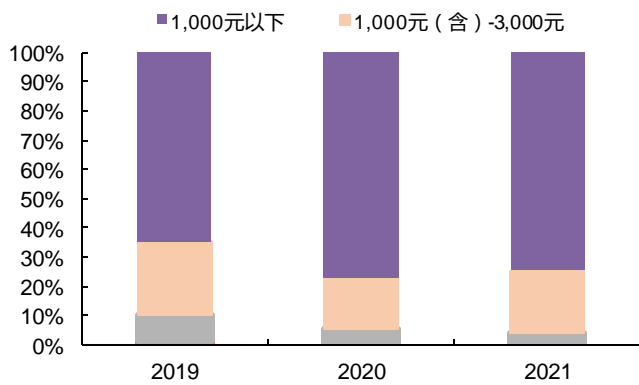
图表39 直销电商业务毛利率领先其他渠道



资料来源: Wind, 平安证券研究所

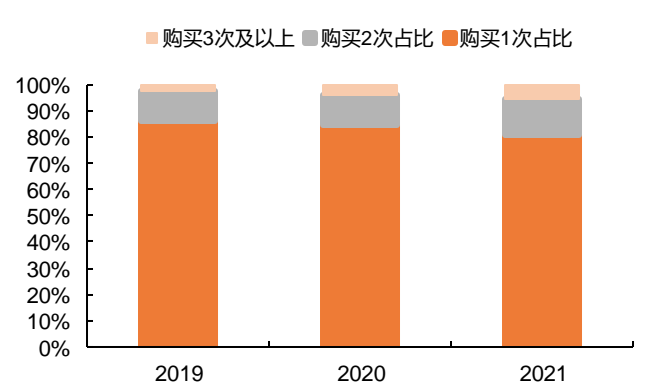
客户订单集中在千元以下,表明直营电商增长主要由龙头五金/普通坐便器带动。公司 1,000 元以下消费订单主要采购淋浴花洒、水龙头、普通坐便器等产品,单价相对较低;1000-3000 元订单主要采购智能坐便器、智能恒温花洒等单价高产品以及组合产品;3000 元以上订单主要系单个订单采购多个产品所致。随着公司智能坐便器推广,产品结构优化有望带动营收进一步增长。

图表40 直营电商模式下客户订单数量占比集中千元以下



资料来源: Wind, 平安证券研究所

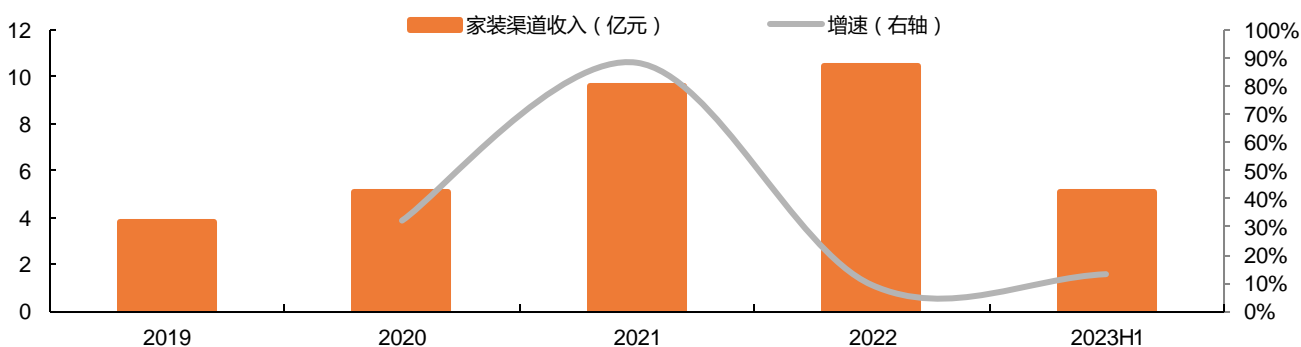
图表41 直营电商模式下客户购买公司产品的次数分布



资料来源: Wind, 平安证券研究所

家装渠道持续发力,近三年 CAGR 达 40%。毛坯房、存量房装修中,消费者的需求更为多元,家装公司、门店、工长、设计师等均会对消费者的决策产生一定影响,家装公司也是客流重要分流渠道之一,公司积极拓展家装渠道、增设家装网点,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,并推出专款产品及产品套系组合。2019-2022 年,公司经销渠道中家装收入从 3.8 亿元升至 10.5 亿元, CAGR 达 40%, 占总营收比重从 6%提升到 14%。2023 年上半年家装渠道收入同比增 13%至 5.1 亿元。

图表42 家装渠道收入增长快速



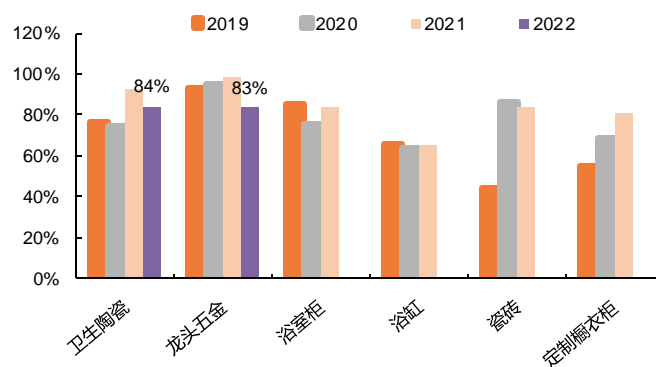
资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3.4 加码智能家居投入, 减少龙头五金代工

根据 2022 年年报, 公司在全国拥有十个生产基地, 包括广东佛山三水基地、广东佛山高明三洲基地、广东肇庆四会下茆基地、江西景德镇基地、广东韶关基地、山东德州基地、湖北应城基地、广东肇庆四会龙甫基地, 以及广东佛山顺德乐从基地、广东佛山高明更合基地 2 个在建中的基地。2022 年受销售规模下滑影响, 卫生陶瓷产能利用率为 84%, 龙头五金产能利用率为 83%, 浴室家具产能利用率为 85%。

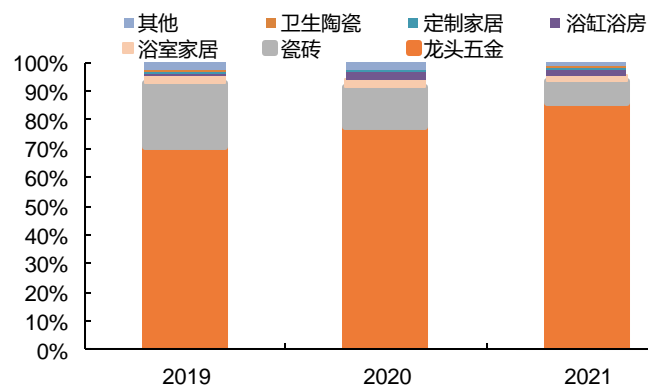
公司生产环节以自主生产为主, 实行订单式生产和备货式生产的生产模式; 同时, 部分五金龙头和卫浴产品组成部件 (如水龙头体、地漏、盖板、花洒、水箱及配件、瓷砖、岩板) 委托第三方进行 OEM 生产, 并将部分瓷砖抛光打磨、岩板切割打磨工序进行外协。2021 年 OEM 金额 8.4 亿元, 其中龙头五金占比 86%。

图表43 公司各产品产能利用率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表44 各类产品 OEM 金额占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表45 公司生产基地布局

序号	生产基地	位置	主要生产产品
1	三水基地	佛山市三水区南山镇漫江工业园	龙头五金、浴缸浴房、浴室家具、定制橱柜
2	高明三洲基地	佛山市高明区三洲镇沧江工业园	卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具

3	四会下茆基地	肇庆市四会市下茆镇电子产业集聚地	瓷砖
4	四会龙甫基地	肇庆市四会市龙甫循环经济金属产业基地	龙头五金
5	韶关基地	韶关市南雄市全安镇杨沥村	卫生陶瓷
6	景德镇基地	江西省景德镇市浮梁县三龙工业基地	瓷砖、卫生陶瓷、浴室家具
7	应城基地	湖北省孝感市应城经济技术开发区	定制橱柜、浴室家具
8	德州基地	山东省德州市经济技术开发区	浴室家具、卫生陶瓷
9	乐从北围基地（筹备中）	佛山市乐从镇北围产业区	-
10	高明更合基地（筹备中）	佛山市高明区更合镇合水（小洞）合和大道以北	-

资料来源：公司招股书，平安证券研究所

**2022年IPO募集资金，提升智能家居与龙头五金产能。**公司IPO募集资金计划用于智能家居产品产能技术改造项目、年产1000万套水龙头和300万套花洒项目、智能家居研发检测中心技术改造项目、数智化升级技术改造项目、基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设项目、补充流动资金。智能家居产品产能技术改造项目将投入4.5亿元，将提高智能坐便器、智能盖板、智能晾衣机等智能化家居产能规模，并逐步由电子产品代工生产模式转变为自主生产模式。年产1000万套水龙头、300万套花洒项目将大幅度提升公司龙头五金业务产能，突破现有产能瓶颈。

图表46 公司IPO募集资金用途

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）	预计建设时间	达产后年均贡献营业收入（亿元）	达产后年均净利润（亿元）	税后内部收益率	税后投资回收期（含建设期）
1	智能家居产品产能技术改造项目	48,192	45,000	3年	12.59	1.41	21.55%	6.12年
2	年产1000万套水龙头、300万套花洒项目	68,000	36,000	3年	11.71	1.34	20.50%	5.88年
3	智能家居研发检测中心技术改造项目	17,364	10,000	2年	/	/	/	/
4	数智化升级技术改造项目	9,055	5,000	2年	/	/	/	/
5	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	-	/	/	/	/	/
6	补充流动资金	34,000	19,587	/	/	/	/	/
	合计	202,921	115,587	/	/	/	/	/

资料来源：公司招股书，平安证券研究所

## 四、投资建议

盈利预测方面，假设如下

**1) 经销收入：**2023年地产与经济压力犹大背景下，卫浴行业需求疲弱，预计公司零售与工程业务收入相对平稳，而家装与电商作为重要发力渠道，预计实现两位数的良好增长。考虑2023H2地产宏观政策频繁出台，2024年市场环境有望改善，带动装修需求释放，同时公司零售网点、家装渠道持续扩张，判断2024年经销各渠道收入增长有望提速，尤其是家装业务；2025年随着基数上升、地产竣工压力加大，经销收入增长略有放缓。

**2) 直销收入：**直营电商业务近年持续引流、加大营销推广，预计未来三年有望保持20-30%的良好增长；零售与工程业务受益基数低，亦有望保持较快增速。

**3) 毛利率：**随着公司高毛利的智能产品收入与电商渠道收入占比提升，有望对冲行业价格竞争激烈带来的下行压力，预计2023-2025年毛利率逐步企稳。

**4) 期间费率：**2022年受行业下行影响、公司期间费率有所反弹。随着经营回归正轨，提质增效下期间费率有望逐步降低。

综上所述，预计公司2023-2025年收入分别为80.3亿元、90.8亿元、99.5亿元，增速分别为6.9%、13.0%、9.6%，归母

净利润 6.1 亿元、7.6 亿元、9.1 亿元，增速分别为 3.5%、24.5%、19.2%。

图表47 公司盈利预测

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经销	经销—零售 (亿元)	34.8	30.6	31.2	33.7	35.7
	增速	16%	-12%	2%	8%	6%
	经销—工程 (亿元)	20.9	17.0	16.5	17.3	17.8
	增速	16%	-19%	-3%	5%	3%
	经销—电商 (亿元)	9.0	8.1	8.9	10.3	11.3
	增速	12%	-10%	10%	15%	10%
	经销—家装 (亿元)	9.6	10.5	12.0	14.4	16.6
	增速	88%	9%	15%	20%	15%
直销	直销—零售 (亿元)	0.17	0.12	0.16	0.21	0.25
	增速	71%	-30%	30%	30%	20%
	直销—工程 (亿元)	2.6	1.5	2.5	3.2	3.9
	增速	106%	-40%	60%	30%	20%
	直销—电商 (亿元)	6.3	7.0	8.7	11.3	13.6
	增速	177%	10%	25%	30%	20%
其他业务 (亿元)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
总营收 (亿元)	83.7	75.1	80.3	90.8	99.5	
总营收增速	28.8%	-10.3%	6.9%	13.0%	9.6%	
毛利率	30.1%	32.8%	29.9%	30.1%	30.2%	
期间费率	19.7%	23.0%	20.7%	19.9%	19.2%	
归母净利润 (亿元)	5.8	5.9	6.1	7.6	9.1	
利润增速	-1.9%	2.8%	3.5%	24.5%	19.2%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

投资建议方面，行业方面，近期宏观地产政策持续改善，楼市有望筑底修复，带动卫浴装修需求释放；中长期看，尽管地产规模趋于萎缩，但重装需求增长，叠加智能坐便器渗透率提升，卫浴行业空间犹大。公司层面，作为国产卫浴品牌领军者，公司一是智能产品凭借品牌、产品性价比、渠道优势，收入增长亮眼；二是终端网点门店逆势扩张，直营电商与家装渠道快速拓展；三是资本开支提速，IPO 募集资金加码智能家居投入，减少龙头五金代工。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.1 亿元、7.6 亿元、9.1 亿元，当前市值对应 PE 为 21.4 倍、17.2 倍、14.4 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表48 消费建材公司估值对比(2023/10/11)

股票名称	股价(元)	PE ( 2022 )	PE ( 2023E )	PE ( 2024E )	PE ( 2025E )	投资评级
东方雨虹	24.95	29.6	17.3	12.7	10.3	推荐
科顺股份	7.06	47.1	27.2	14.7	11.4	推荐
伟星新材	17.38	21.3	19.8	17.7	15.7	推荐
坚朗五金	48.27	241.4	48.3	28.1	18.8	推荐
三棵树	64.26	73.0	37.1	26.1	20.1	暂无评级
东鹏控股	9.91	58.3	13.8	11.3	9.5	暂无评级
蒙娜丽莎	16.20	-17.6	12.3	9.7	8.0	暂无评级

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：三棵树、东鹏控股、蒙娜丽莎盈利预测来自 Wind 一致预测 (180 天)

## 五、 风险提示

- (1) 地产基本面恢复低于预期：当前地产处于弱复苏状态，若后续新房与二手房成交不及预期，将影响装修需求修复。
- (2) 新业务拓展不达预期风险：当前公司积极发展恒温花洒等智能产品，但新业务拓展面临竞争激烈、品牌渠道培育需要时间等问题，导致业务拓展存在不及预期风险。
- (3) 利润率进一步下行风险：当前行业弱复苏背景下，以智能坐便器为代表的产品价格竞争激烈，若后续价格战进一步升级，将导致公司毛利率承压。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3848	3983	4881	6085
现金	1900	1836	2459	3434
应收票据及应收账款	424	454	513	562
其他应收款	28	29	33	37
预付账款	32	34	38	42
存货	1379	1539	1735	1897
其他流动资产	85	91	103	113
<b>非流动资产</b>	6231	6452	6334	5873
长期投资	14	15	16	18
固定资产	3172	3198	3353	3537
无形资产	950	792	634	475
其他非流动资产	2095	2447	2332	1844
<b>资产总计</b>	10079	10435	11215	11958
<b>流动负债</b>	3965	4069	4588	5017
短期借款	300	0	0	0
应付票据及应付账款	2734	3051	3439	3761
其他流动负债	931	1019	1148	1255
<b>非流动负债</b>	1371	1153	881	558
长期借款	1230	1012	740	417
其他非流动负债	141	141	141	141
<b>负债合计</b>	5336	5223	5469	5575
少数股东权益	6	5	4	2
股本	966	970	970	970
资本公积	2034	2069	2069	2069
留存收益	1737	2167	2703	3341
<b>归属母公司股东权益</b>	4737	5207	5742	6380
<b>负债和股东权益</b>	10079	10435	11215	11958

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	395	1626	1930	2151
净利润	592	613	763	910
折旧摊销	348	780	919	1062
财务费用	16	33	10	-16
投资损失	-9	-13	-13	-13
营运资金变动	-688	206	243	201
其他经营现金流	134	7	7	7
<b>投资活动现金流</b>	-1268	-996	-796	-596
资本支出	1273	1000	800	600
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2541	-1996	-1596	-1196
<b>筹资活动现金流</b>	1596	-695	-511	-580
短期借款	87	-300	0	0
长期借款	336	-218	-272	-323
其他筹资现金流	1174	-176	-239	-257
<b>现金净增加额</b>	724	-64	623	976

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7513	8034	9081	9948
营业成本	5046	5631	6348	6943
税金及附加	82	86	97	106
营业费用	715	723	772	796
管理费用	653	605	684	749
研发费用	341	304	344	376
财务费用	16	33	10	-16
资产减值损失	-57	-40	-45	-50
信用减值损失	33	24	27	30
其他收益	48	55	55	55
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	13	13	13
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	694	704	875	1042
营业外收入	14	14	14	14
营业外支出	14	22	22	22
<b>利润总额</b>	694	697	867	1034
所得税	101	84	104	125
<b>净利润</b>	592	613	763	910
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
<b>归属母公司净利润</b>	593	614	764	911
EBITDA	1058	1510	1797	2081
EPS (元)	0.61	0.63	0.79	0.94

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-10.3	6.9	13.0	9.6
营业利润(%)	10.3	1.5	24.2	19.1
归属于母公司净利润(%)	2.8	3.5	24.5	19.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	32.8	29.9	30.1	30.2
净利率(%)	7.9	7.6	8.4	9.2
ROE(%)	12.5	11.8	13.3	14.3
ROIC(%)	19.0	13.1	15.5	18.9
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	52.9	50.1	48.8	46.6
净负债比率(%)	-7.8	-15.8	-29.9	-47.3
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	20.0	20.0	20.0	20.0
应付账款周转率	3.06	3.06	3.06	3.06
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.63	0.79	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.68	1.99	2.22
每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.37	5.92	6.58
<b>估值比率</b>				
P/E	22.2	21.4	17.2	14.4
P/B	2.8	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14	9	7	5



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层