

001322.SZ

增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 13.41

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.1)	(10.0)	(18.1)	
相对深圳成指	(6.6)	(8.2)	(8.8)	

发行股数 (百万)	970.12
流通股 (百万)	96.61
总市值 (人民币 百万)	13,009.34
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	102.90
主要股东	
佛山市乐华恒业实业投资有限公司	49.71

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 10 月 13 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造：家居用品

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

证券分析师：肖遥

yao.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090001

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

箭牌家居

乘行业东风，国产卫浴龙头扶摇直上

公司深耕卫浴陶瓷产品近 30 年，市占率处于国内品牌第一梯队。公司顺应卫浴行业产品智能化及销售渠道的变化，重点发展智能卫浴产品，通过套系化销售提升销量及客单值，同时积极布局线下零售网点、开发电商业务，渠道布局领先同业。随着公司年产 1,000 万套水龙头、300 万套花洒 IPO 项目的落地，公司将能够降低外协依赖并实现产业链优化延伸。首次覆盖，给予公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **卫浴陶瓷驰名企业，子品牌丰富涵盖各类客群：**公司在行业内深耕近 30 年，知名度高、品牌影响力强，市占率处于国内品牌第一梯队。公司旗下拥有箭牌、安华、法恩莎三个知名子品牌分别定位智能家居、时尚家居、艺术家居市场，能够有效满足当今消费群体的多样化需求。
- **智能化产品及套系化销售驱动业绩增长：**我国智能卫浴产品普及率低，2021 年渗透率仅为 4%，与发达国家存较大差距。在消费者对智能产品偏好提升及人口老龄化背景下，渗透率有望进一步提升。公司大力发展智能卫浴产品，通过自主研发掌握多项核心技术，智能马桶业务表现亮眼，2019-2022 年收入由 8.9 亿元提升至 13.9 亿元，CAGR 为 15.9%；2023H1 营收 6.9 亿元，占总收入的 20.0%。同时，公司通过套系化销售提高了卫生陶瓷及五金龙头产品的配套率，有力驱动业绩增长并提高内部协同。
- **渠道优势明显，C 端 B 端、线上线下同时发力：**我国房地产现处于下行阶段，卫浴产品市场需求近六成以存量为主。在该行业背景下，公司采取以经销为主的销售模式，公司经销网络发达，优势显著，截至 2023H1，公司销售网点数量达 14,603 家，覆盖范围广且下沉力度深，领先同业。从 C 端和 B 端拆分来看，公司 C 端销售收入占比达到六成以上，在工程渠道投入则较为谨慎。2023H1，公司零售/工程/电商/家装收入占比分别为 38.9%/24.7%/20.9%/14.8%。
- **IPO 项目或将进一步优化产能及成本：**公司已在国内布局 10 个生产基地，生产线涵盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室柜、浴缸、瓷砖及定制橱柜。2021 年，公司龙头五金和卫生陶瓷品类产能利用率分别为 98.8%和 93.1%，需要通过 OEM 及外协来满足市场需求。随着公司年产 1,000 万套水龙头、300 万套花洒 IPO 募投项目逐步投产，产能紧张问题将得到缓解，且能够进一步提高自主生产比例。

估值

- 公司顺应行业变化，积极调整产品结构及渠道布局，我们看好公司品牌影响力及未来成长性，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 84.3、98.6、109.7 亿元，归母净利润分别为 6.4、7.6、9.4 亿元，EPS 分别为 0.66、0.78、0.97 元，PE 分别为 20.5/17.1/13.8 倍。首次覆盖，给予公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 下游需求波动，行业竞争加剧，原材料及能源价格上涨。

投资摘要

年结日:12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币百万)	8,373	7,513	8,427	9,860	10,967
增长率(%)	28.8	(10.3)	12.2	17.0	11.2
EBITDA(人民币百万)	916	1,007	1,206	1,433	1,673
归母净利润(人民币百万)	577	593	636	761	940
增长率(%)	(1.9)	2.8	7.2	19.7	23.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.59	0.61	0.66	0.78	0.97
市盈率(倍)	22.5	21.9	20.5	17.1	13.8
市净率(倍)	4.4	2.7	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA(倍)	0.4	15.6	11.7	8.9	7.1
每股股息(人民币)		0.2	0.2	0.2	0.3
股息率(%)		1.2	1.5	1.8	2.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

公司简介	6
卫浴行业龙头“箭”指智能家居	6
收入稳中有增，新增长点智能马桶表现亮眼	9
股权结构集中，管理层产业经验深厚	11
股权激励彰显业绩增长信心	13
卫浴陶瓷行业简述	14
卫生陶瓷行业简介	14
国内外品牌各占山头，市场集中度有所提升	16
与时俱进，构筑全方位核心竞争力	19
品牌力	19
智能化	22
套系化	26
渠道战略	28
产销管理精益求精，降本增效箭指未来	40
财务分析：价格战下盈利能力承压，信用风险可控，偿债压力减轻	44
盈利预测及估值	46

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.发展历程.....	6
图表 2.产品种类丰富，覆盖整个卫浴空间.....	7
图表 3.旗下三个子品牌面向不同客户群体.....	8
图表 4.公司股权结构.....	8
图表 5.2022 年营收受疫情影响下降，2023H1 回暖.....	9
图表 6.2023H1 利润受价格战影响下降较多.....	9
图表 7.2018-2023H1 公司盈利水平复盘.....	9
图表 8.2018-2023H1 公司费用率情况复盘.....	9
图表 9.近五年卫生陶瓷与龙头五金占公司营收七成.....	10
图表 10.卫生陶瓷毛利率较高，其中智能马桶毛利率更高.....	10
图表 11.公司季度营收占比分析，一季度通常为淡季.....	10
图表 12.分地区销售占比中，华南及华东共占 6 成左右.....	10
图表 13.2023H1 公司股权结构.....	11
图表 14.管理层主要人员基本情况.....	12
图表 15.公司 2023 年限制性股权激励计划情况.....	13
图表 16.单位层面解除限售系数 X 确定方法.....	13
图表 17.个人层面解除限售系数 P 确定方法.....	13
图表 18.卫浴陶瓷行业产业链.....	14
图表 19.2018-2022 年全国卫生陶瓷规模以上企业数.....	15
图表 20.2015-2022 年规模以上卫生陶瓷企业主营收入.....	15
图表 21.2015-2022 年全国卫生陶瓷产量.....	15
图表 22.行业主要政策法规.....	16
图表 23.国内卫生陶瓷市场主要企业基本信息.....	17
图表 24.2013-2018 年我国卫浴行业 CR3 变化情况.....	18
图表 25.2021 年我国卫浴行业各企业市占率.....	18
图表 26.国内卫浴行业品牌金字塔.....	19
图表 27.2022 年天猫平台卫浴品牌价格带分布.....	20
图表 28.近年部分外资企业国内下沉市场动向.....	20
图表 29.同业企业销售费用情况（单位：亿元）.....	21
图表 30.同业企业销售人员数量情况.....	21
图表 31.公司近年参与编制的标准.....	21
图表 32.2021 年各国家及区域市场渗透率.....	22
图表 33.2016-2022 年全国智能一体机销售额占比.....	22
图表 34.2016-2022 年全国智能一体机销售量占比.....	22

图表 35.2022 年研发人员数量及占比（单位：人）	23
图表 36.2022 年研发投入及研发费用率	23
图表 37.2021-2023H1 公司有效专利数量	23
图表 38.2023H1 业内主要企业有效专利数量	23
图表 39.研发成果	24
图表 40.智能坐便器与普通卫生陶瓷毛利率对比	25
图表 41.2019-2023H1 智能坐便器销售收入及其占比	25
图表 42.公司智能产品矩阵	26
图表 43.公司 2018-2021 年卫浴产品配套率（以马桶及蹲便器销量为基数计算）	27
图表 44.公司线上展示空间，可通过 VR 设备游览	27
图表 45.公司新零售门店云货架区域	27
图表 46.新开工、施工与竣工增速比较	28
图表 47.商品房销售面积与金额比较（销售面积在左）	28
图表 48.2022 年部分主要城市二手房、新房销售套数比例（二手房/新房）	28
图表 49.卫浴市场需求结构	29
图表 50.家居消费行业近期政策动向	29
图表 51.经销与直销模式的比较	30
图表 52.公司 2018-2023H1 经销模式与直销模式销售收入与同比变化	30
图表 53.公司 2018-2023H1 经销模式与直销模式总收入占比	31
图表 54.公司 2021-2023H1 经销模式与直销模式毛利率对比	31
图表 55.公司 2018-2023H1 各渠道总收入占比	32
图表 56.2018-2023H1 公司 C 端与 B 端总收入占比	32
图表 57.公司 2018-2021 年各销售渠道毛利率情况	33
图表 58.公司 2018-2023H1 经销零售营收规模及 YoY	33
图表 59.2018-2023H1 经销零售营收在总营收中占比情况	33
图表 60.公司经销商与分销商对比	34
图表 61.公司 2018-2022 年经销商与分销商数量情况（单位：家）	34
图表 62.经销商培训	34
图表 63.市面上主要同业企业在国内门店数量对比（红框内为国内品牌）	35
图表 64.门店根据客户群体分级明确	35
图表 65.公司 2021-2023H1 销售网点数量变化	36
图表 66.售后服务模式	36
图表 67.公司 2018-2023H1 电商模式营收规模及 YoY	37
图表 68.2018-2023H1 电商渠道营收在总营收中占比情况	37
图表 69.2018-2022 年直营电商营收规模及 YoY	37
图表 70.电商营收中直营电商和经销电商占比变化情况	37
图表 71.公司销售额在 2022 年“双十一”线上购物节中排名靠前	38
图表 72.2018-2023H1 工程渠道营收规模及 YoY	38
图表 73.2018-2023H1 工程渠道营收在总营收中占比	39

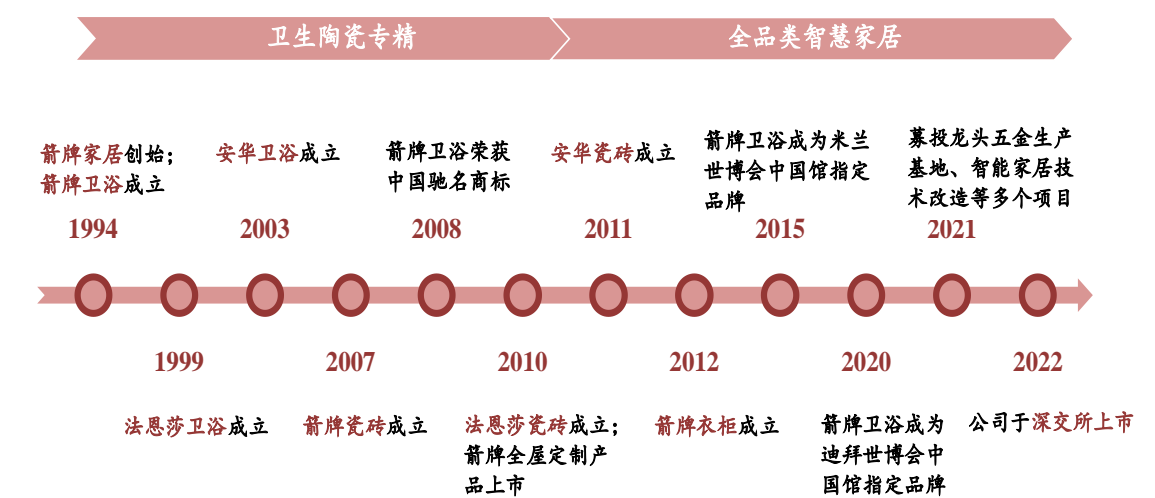
图表 74.工程渠道营收中经销工程和直营工程占比情况.....	39
图表 75.TOP500 房企首选卫浴洁具供应商排名.....	39
图表 76.公司地产渠道部分战略合作情况.....	39
图表 77.公司 2018-2023H1 家装渠道营收规模及 YoY.....	40
图表 78.2018-2023H1 家装渠道营收在总营收中占比情况	40
图表 79.2019-2022 年卫生陶瓷产量、销量及产销率	40
图表 80.2019-2022 年龙头五金产量、销量及产销率	40
图表 81.2019-2022 年浴室家居产量、销量及产销率	41
图表 82.2019-2022 年公司存货周转率.....	41
图表 83.公司产能情况.....	41
图表 84.公司产能利用率	41
图表 85.龙头五金 OEM 占比较高	42
图表 86.募投项目概况	42
图表 87.公司 2018-2022 年成本结构情况.....	43
图表 88.公司 2022 年成本结构拆分.....	43
图表 89.剔除 OEM 费用后公司成本结构变化	43
图表 90.2023H1 毛利率下滑较明显.....	44
图表 91.净利率出现下滑	44
图表 92.费用率基本稳定	44
图表 93.ROE 下滑，主因公司上市后净资产增长	44
图表 94.应收账款周转率领先同行	45
图表 95.净营运周期（天）	45
图表 96.资产负债率不断下降	45
图表 97.速动比率逐步优化	45
图表 98.公司盈利预测拆分	46
图表 99.相对估值.....	47
损益表(人民币百万).....	49
现金流量表(人民币百万).....	49
财务指标.....	49
资产负债表(人民币百万).....	49

公司简介

卫浴行业龙头“箭”指智慧家居

卫浴行业老牌领军企业：箭牌家居集团创立于1994年，曾用名乐华家居集团，总部位于广东佛山。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，已成长为集研发、生产、销售与服务于一体的大型现代化制造企业。公司作为国内陶瓷卫浴行业头部企业，致力于为消费者提供一站式智慧家居解决方案，在国内市场拥有较高的市场占有率和良好的品牌美誉度，曾多次被选为世博会中国馆指定卫浴供应商。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。近年来，公司继续深耕智慧家居产品，凭借卫生陶瓷资深制造经验发力智能马桶赛道。2022年，公司于深圳证券交易所成功上市。

图表 1.发展历程



资料来源：公司公告，箭牌家居官网，中银证券




产品、品牌丰富：公司在创立之初主要以座便器起家，如今已经形成了丰富的产品光谱，主要产品涵盖整个卫浴空间，包括高品质卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜衣柜等全系列家居产品。品牌方面，公司旗下拥有 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三个子品牌，分别定位智慧家居、艺术家居、时尚家居市场，能够有效满足当今消费群体的多样化需求。

图表 2.产品种类丰富，覆盖整个卫浴空间

分类	产品图示					
卫生陶瓷						
	智能坐便器	普通坐便器	蹲便器	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 橱衣柜						
	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，中银证券

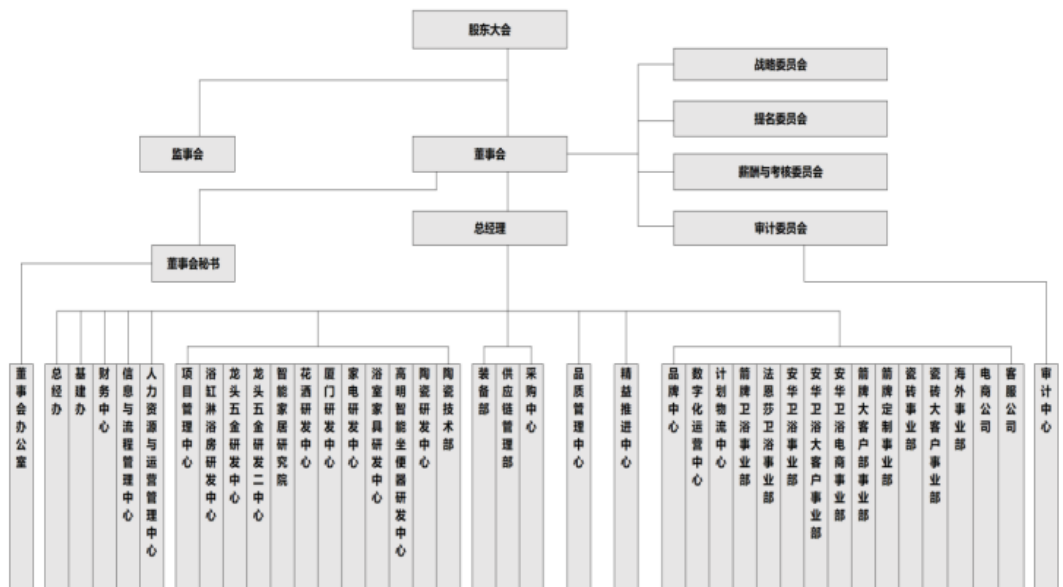
图表 3.旗下三个子品牌面向不同客户群体

品牌	创立时间	简介
 箭牌卫浴·瓷砖·家居定制	1994	品牌愿景为智慧家居，致力于改善家居生活品质、创新智慧生活空间。2008 年被国家工商行政管理总局认定为驰名商标。
 法恩莎卫浴·瓷砖	1999	品牌愿景为艺术家居，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 年被国家工商行政管理总局认定为驰名商标。
 安华卫浴·瓷砖	2003	品牌愿景为时尚家居，致力于打造年轻时尚的生活方式，聚焦智能科技、时尚设计、人性化功能和优质服务。

资料来源：公司公告，中银证券

组织架构划分精细，重研发与营销：组织架构上，公司主要对研发中心和销售部门进行了精细化的划分。在研发领域，公司建立了 11 个专注于不同业务类型的研发中心，如龙头五金、浴缸淋浴房、智能坐便器和浴室家具等，可见公司对研发工作的重视程度。至于销售部门，公司则根据其旗下的三个品牌及其目标客户群进行了划分。每个品牌都拥有独立的事业部，并设立了专门负责大客户和电商渠道的事业部。此外，公司还成立了品牌中心和数字化运营中心，以能够更加精确地制定营销策略和渠道选择，满足市场需求。

图表 4.公司股权结构

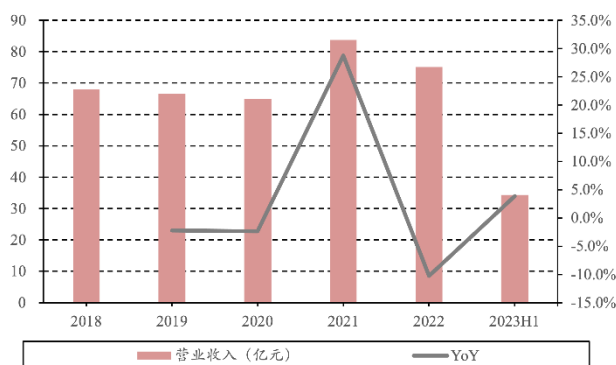


资料来源：公司公告，中银证券

收入稳中有增，新增长点智能马桶表现亮眼

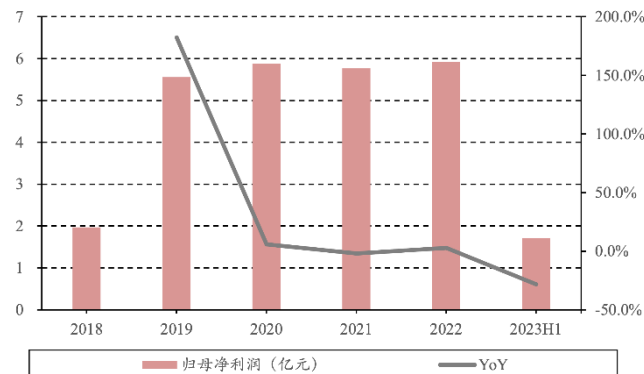
收入稳中有增，利润受行业价格战影响有所下滑：公司营业收入从 2018 年的 68.1 亿元增加至 2022 年的 75.1 亿元，CAGR 为 2.5%；归母净利润从 2018 年的 2.0 亿元增加至 2022 年的 5.9 亿元，CAGR 为 31.7%，其中 2019-2022 年归母净利润一直保持在 5.5 亿左右，业绩较为平稳。2023H1 公司营业收入 34.3 亿元，同比增加 3.8%，较 2021 年同期提升 2.9%；归母净利润 1.7 亿元，同比减少 28.2%，下滑幅度较大，较 2021 年同期提升 8.5%。净利润下滑原因系公司为扩大市场份额采取了较为积极的销售策略，2023 年上半年促销力度较大。

图表 5.2022 年营收受疫情影响下降，2023H1 回暖



资料来源：iFind，中银证券

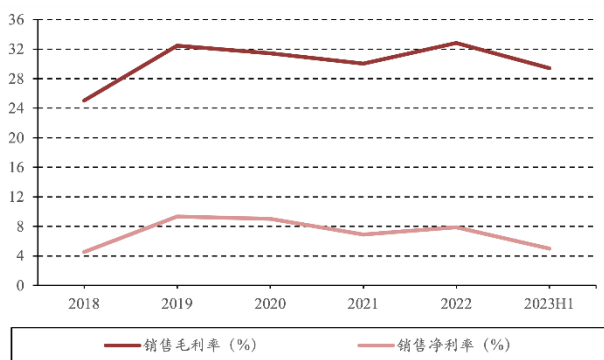
图表 6.2023H1 利润受价格战影响下降较多



资料来源：iFind，中银证券

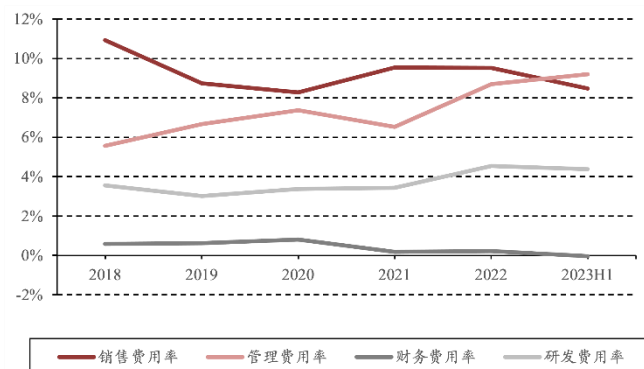
盈利能力、费用管控总体稳定：2018-2022 年公司盈利能力稳定增长，毛利率由 25.0% 增长至 32.8%，净利率由 4.5% 增长至 7.9%。2023H1 毛利率 29.4%，同比减少 5.4pct，主要系公司对主要产品实行降价促销以抢占市场份额，2023H1 毛利率较 2021 年同期增加 0.7pct；净利率 5.0%，同比减少 2.2pct，较 2021 年同期增加 0.3pct，盈利能力基本上与 2021 年相当。2018-2023H1 年公司管理/研发费用率从 5.6/3.5% 提升至 9.2/4.3%，分别提升 3.6/0.9pct，销售费用率从 10.9% 减少 2.4pct 至 8.5%，财务费用率常年低于 0.8%，偿债压力较小，期间费用率整体较为稳定。

图表 7.2018-2023H1 公司盈利水平复盘



资料来源：iFind，中银证券

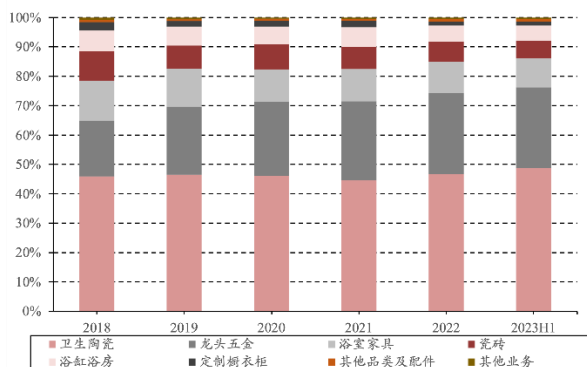
图表 8.2018-2023H1 公司费用率情况复盘



资料来源：iFind，中银证券

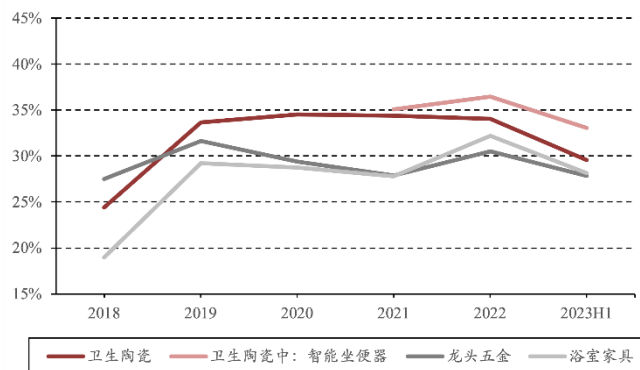
主营业务占比提升，智能马桶表现亮眼：公司收入来源主要来自于卫生陶瓷、龙头五金、浴室家居以及瓷砖业务，其中卫生陶瓷常年占据近五成营收；龙头五金营收占比逐年提升，由 2018 年的 19.0% 提升至 2023H1 的 27.6%，提升幅度达 8.6pct。2018-2023H1 公司业务出现集中化趋势，卫生陶瓷与龙头五金合计营收占比由 64.9% 稳定提升至 76.3%，其中智能马桶 2019-2023H1 营收占比由 13.4% 提升至 20.0%。各项主营业务中卫生陶瓷业务毛利率最高，2019-2022 年一直保持在 34.0% 左右，其中智能马桶 2022 年毛利率达到 36.5%。2023H1 由于公司促销力度较大，各主营业务毛利率均有 4-7pct 幅度的同比下滑。

图表 9.近五年卫生陶瓷与龙头五金占公司营收七成



资料来源：iFind，中银证券

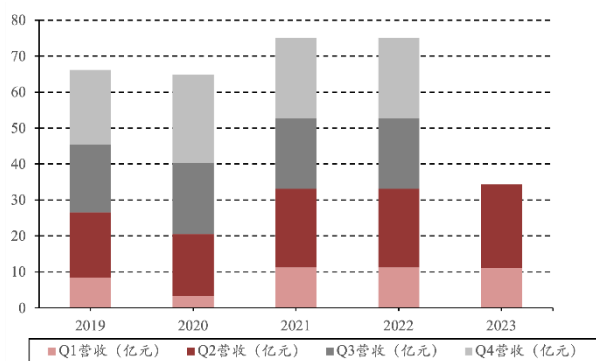
图表 10.卫生陶瓷毛利率较高，其中智能马桶毛利率更高



资料来源：iFind，中银证券

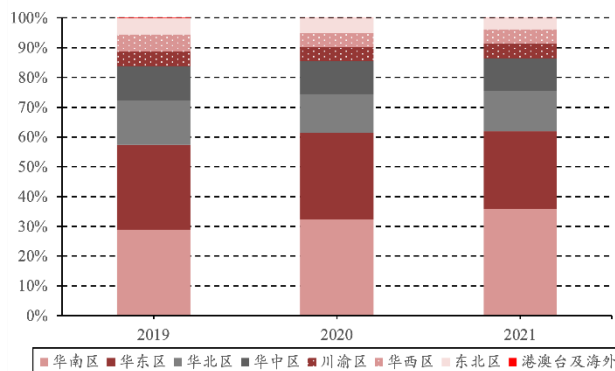
一季度为销售淡季，市场集中于华南华东：一季度因春节原因消费者较少进行家装施工，同时建筑卫生陶瓷企业需进行停窑检修，故一季度为传统销售淡季。2019-2022 年公司 Q1-Q4 营收平均占比分别为 12.0%/28.0%/27.8%/32.2%，2021-2022 年 Q1-Q4 净利润平均占比分别为 3.4%/29.7%/31.6%/35.3%。受“618”、“金九银十”、“双十一”等购物季影响，通常二季度开始公司产品销量会有所提升。区域性方面，公司在华南地区网点布局完善，销售网络完备，且该地区居民消费水平较高，为公司主要经营地，经济较为发达的华东地区同样为公司重点经营区域，华南华东地区销售额常年占据公司营收 6 成左右。

图表 11.公司季度营收占比分析，一季度通常为淡季



资料来源：iFind，中银证券

图表 12.分地区销售占比中，华南及华东共占 6 成左右

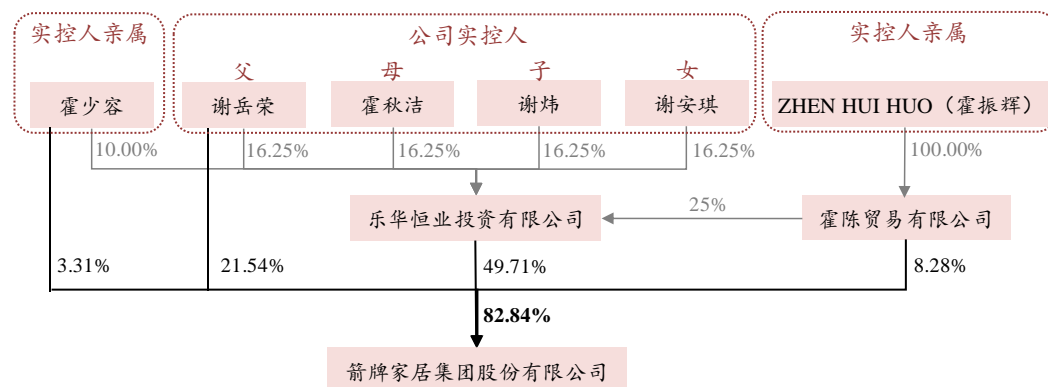


资料来源：iFind，中银证券

股权结构集中，管理层产业经验深厚

家族企业，股权结构集中：截至 2023H1，公司实控人为谢岳荣、霍秋洁、谢炜、谢安琪，四人共控制公司 53.85% 的股份，并于 2020 年 10 月签订了《一致行动协议》。谢岳荣先生与霍秋洁女士为夫妻关系，谢炜先生与谢安琪女士系其子女。此外，公司的第二大股东霍陈贸易有限公司系公司实控人霍秋洁女士的哥哥 ZHENHUIHUO（霍振辉）的全资子公司，控制公司 20.71% 的股份；第二大股东霍少容女士为霍秋洁女士的姐姐，共控制公司 8.28% 的股份。实控人家族合计控制公司 82.84% 的股份，股权集中度较高。

图表 13.2023H1 公司股权结构



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

管理层结构稳定，行业经验丰富：公司高级管理人员构成较为稳定，近年来未有重大变化。董事长谢岳荣毕业于景德镇陶瓷大学，于 1984 年至 1992 年进入东平陶瓷厂（东鹏控股前身）先后任助理工程师及副厂长，并于 1994 年创立箭牌集团，至今在陶瓷行业从业近 40 年，行业经历较为丰富。公司多名董事及副总经理均有陶瓷行业技术背景，研发及管理经验丰富。

图表 14.管理层主要人员基本情况

姓名	职务	学历	简介
谢岳荣	董事长、 总经理	硕士	毕业于景德镇陶瓷大学； 1984.8-1992.7，任东平陶瓷厂（东鹏控股前身）助理工程师、副厂长； 1992.8-1994.8，任荣达铝合金厂厂长； 1994.8-1997.8，任顺德市乐华陶瓷洁具厂总经理； 1997.8-2013.4，任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司总经理； 2013.4-2019.12，任箭牌有限董事长、总经理； 2019.12 至今，任公司董事长、总经理
ZHENHUIH UO (霍振辉)	董事、 副总经理	大专	加拿大国籍； 1982-1986，任东平陶瓷厂工程师； 1987-1992，任佛山市石湾鹰牌集团工程师； 2010 至今，任佛山市乐华陶瓷洁具有限公司副总经理、董事； 2013.4-2019.12 月，任箭牌有限董事、副总经理； 2019.12 至今，任公司董事、副总经理
霍秋洁	董事、 副总经理	大专	1986-1991，任佛山市永利坚铝型材有限公司会计； 1991-1993，任佛山环球家具有限公司财务负责人； 1994.8-1997.8，任顺德市乐华陶瓷洁具厂财务主管； 1997.8-2013.4，任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司财务主管； 2013.4-2019.12，任箭牌有限董事、副总经理； 2019.12 至今，任公司董事、副总经理
谢炜	董事、 副总经理	本科	毕业于加利福尼亚大学伯克利分校； 2017.6-2019.12，任公司总经理助理； 2019 至今，任公司董事、副总经理
严邦平	副总经理	本科	1993-1998，任浙江建筑卫生陶瓷厂副厂长、总工程师； 1999-2003，任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司厂长； 2004-2012，任佛山市法恩洁具有限公司事业部总经理； 2013-2015，任佛山市乐华陶瓷洁具有限公司事业部总经理； 2016-2022.7，任公司副总经理
刘广仁	副总经理	本科	1988.7-1994.7，任洛阳建筑陶瓷厂技术员、技术科长； 1994.7-1997.9，任河南兆峰陶瓷有限公司总工程师； 1997.10-2002.8，任浙江温州西山特种陶瓷集团有限公司洁具分公司经理； 2002.9-2019.12，历任法恩品管部经理、安华卫浴事业部总经理。 2019.12 至今，任公司副总经理。
杨伟华	副总经理、 董事会秘书	硕士	2008.12-2017.11，任广州珠江钢琴集团股份有限公司董事会秘书； 2017.12-2019.12，任箭牌有限副总经理； 2019.12 至今，任公司副总经理、董事会秘书。 2018.6 至今，任广州圣博融投资有限公司监事。
卢金辉	副总经理	硕士	2004-2016，任美的集团冰洗事业部中心经理、美的集团安徽销售公司副总经理、美的集团冰箱事业部销售总监； 2016-2018，任美国惠而浦（中国）冰箱公司总经理； 2018-2019，任台湾鸿海富士康集团 H 次集团副总经理； 2019.3-2019.12，任箭牌有限副总经理； 2019.12 至今，任公司副总经理。
彭小内	财务总监	本科	2005.8-2013.9，任广东美的生活电器制造有限公司财务经理、副总监； 2013.9-2015.4，任美的清湖净水设备有限公司财务经理； 2015.10-2016.7，任广东海鸥卫浴股份有限公司预算及成本经理； 2016.7-2017.7，任广东上风环保科技有限公司财务总监； 2017.8-2019.12，任箭牌有限财务中心副总监； 2019.12-今，任公司财务总监。

资料来源：公司公告，中银证券

股权激励彰显业绩增长信心

员工持股吸引人才，股权激励凸显增长信心：据公司招股说明书，2019 年公司便成立了乐华嘉瑞投资合伙企业作为员工持股平台，截至 2023H1，其持股数共占公司总股本的 1.4%。2023 年 5 月，公司公告 2023 股权激励计划，拟向激励对象授予 600.0 万股限制性股票，约占公司总股本的 0.6%，首次授予 514.92 万股，预留授予 85.08 万股，激励对象为公司中层管理人员、核心管理人员及核心技术、核心业务人员共 180 人左右。本次激励计划 2023 年、2024 年、2025 年每个会计年度考核一次，以达到业绩考核目标作为解除限售条件之一。以 2022 年度营业收入为基数，若公司 2023/2024/2025 年营业收入增长率分别不低于 20.0%/15.0%/15.0%，扣非净利润增长不低于 20%/15%/15%，则依次解除三个限售期。相当于 2025 年营收/扣非净利润目标达到 119.2/8.6 亿元，对应三年营收/扣非净利润 CAGR 为 16.6%/16.6%。员工个人及所在单位亦有绩效考核，能够有效激发员工积极性，吸引人才，也彰显了公司对于业绩稳定增长的信心。

图表 15.公司 2023 年限制性股权激励计划情况

解除限售期	考核年度	首次授予比例	预留授予比例	首次授予考核要求	预留授予考核要求
第一个解除限售期	2023/2024	30%	30%	以 2022 年营业收入、扣非净利润为基数，2023 年营业收入、扣非净利润增长率不低于 15%/20%	以 2023 年营业收入、扣非净利润为基数，2024 年营业收入、扣非净利润增长率不低于 10%/15%
第二个解除限售期	2024/2025	30%	30%	以 2023 年营业收入、扣非净利润为基数，2024 年营业收入、扣非净利润增长率不低于 10%/15%	以 2024 年营业收入、扣非净利润为基数，2025 年营业收入、扣非净利润增长率不低于 10%/15%
第三个解除限售期	2025/2026	40%	40%	以 2024 年营业收入、扣非净利润为基数，2025 年营业收入、扣非净利润增长率不低于 10%/15%	以 2025 年营业收入、扣非净利润为基数，2026 年营业收入、扣非净利润增长率不低于 10%/15%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 16.单位层面解除限售系数 X 确定方法

考核得分	80 分（含）以上	60 分（含）-80 分	60 分以下
单位解除限售系数(X)	1.0	0.8	0.5

资料来源：公司公告，中银证券

图表 17.个人层面解除限售系数 P 确定方法

考核得分	85 分（含）以上	60 分（含）-85 分	60 分以下
个人解除限售系数(P)	1.0	实际得分/100	0

资料来源：公司公告，中银证券

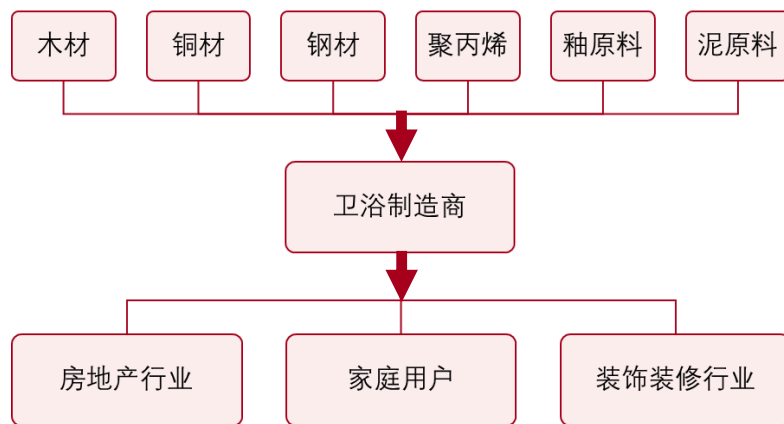
卫浴陶瓷行业简述

卫生陶瓷行业简介

卫浴陶瓷行业产品种类丰富：卫浴用品与卫生陶瓷指供使用者便溺、洗浴、盥洗等日常卫生活动的用品，主要包括坐便器、蹲便器、面盆、浴缸等。根据种类划分，卫浴陶瓷用品可归类为卫生陶瓷、浴室家具、淋浴房以及龙头五金等。

行业兼备地产后周期属性及消费属性：卫浴和陶瓷产业链的上游主要指原材料的开采，包括各类泥材料、釉材料、聚丙烯、铜材和木材等。此类材料供应相对充足，行业内竞争充分，交易一般按照市场价格进行，对中下游环节的影响有限。位于产业链中游的卫浴制造商通常会与上游供应商签署长期合作协议，并保持一定库存，以确保原材料供应稳定并保障产品品质。上游供应的材料经过中游加工，制造成坐便器、面盆、浴缸、浴室柜和龙头等卫浴产品，然后通过多种销售渠道流向下游客户。增量市场（包括新增的房地产投资和精装修）以及存量市场（针对旧房重装修和换修）共同构成产业链下游的需求端，因此卫浴行业兼备地产后周期属性及消费属性。

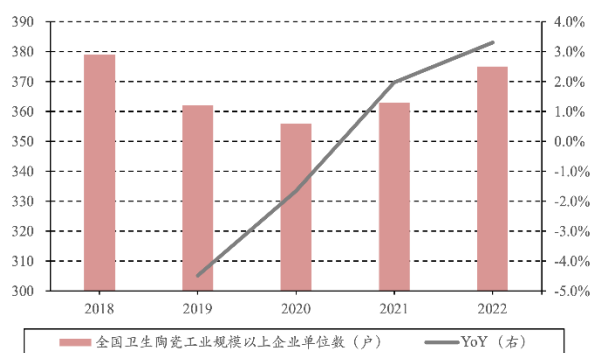
图表 18.卫浴陶瓷行业产业链



资料来源：公司公告，中银证券

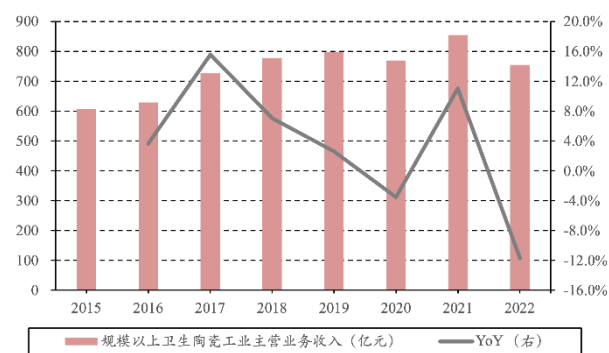
2022 年我国卫生陶瓷行业承压，竞争有所激化：据华经情报网及立鼎产业研究数据，我国 2022 年规模以上卫生陶瓷企业 375 家，较 2021 年新增 12 家；2022 年全国卫生陶瓷产量 2.0 亿件，同比减少 12.0%；规模以上卫生陶瓷企业营收承压，总营收从 2021 年的 855.0 亿元降低 754.9 亿元，降幅为 11.7%。房地产下行背景下，企业数量增加叠加总产量下降致使行业竞争有所激化。同时，近年来我国颁布多项陶瓷行业相关政策，提高了行业准入标准、规定了行业能效标杆水平和基准水平，为提高行业集中度、加速小企业出清提供了条件。

图表 19.2018-2022 年全国卫生陶瓷规模以上企业数



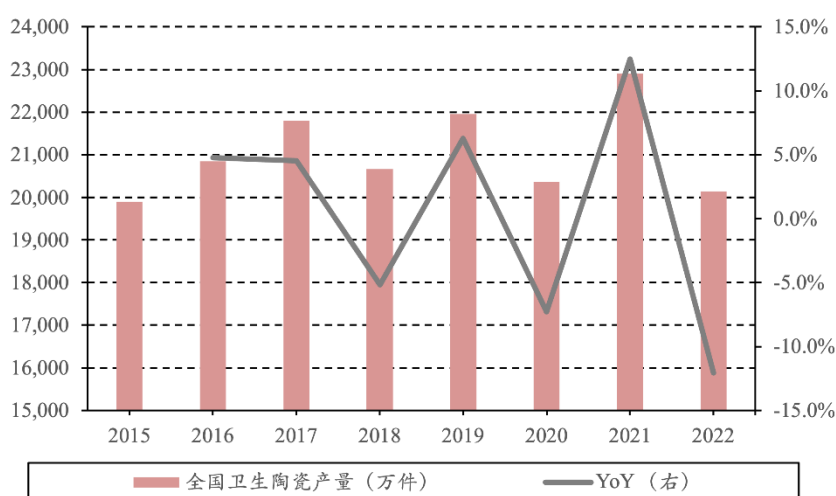
资料来源：华经情报网，公司公告，中银证券

图表 20.2015-2022 年规模以上卫生陶瓷企业主营收入



资料来源：立鼎产业研究，公司公告，中银证券

图表 21.2015-2022 年全国卫生陶瓷产量



资料来源：华经情报网，公司公告，中银证券

图表 22.行业主要政策法规

颁布时间	颁布部门	法规名称	陶瓷行业相关要求
2012	工业和信息化部、科技部、财政部	《建材行业节能减排先进适用技术目录》	通过编制建材行业节能减排先进适用技术目录，其目的是通过对国内外建材行业先进节能减排技术的适用条件、节能减排效果、成本效益分析、技术水平、技术知识产权状况、技术应用情况等内容的系统介绍，为企业开展节能减排工作提供参考，提供的节能减排技术对生产线建设或现有生产线改造具有指导意义，加快建材行业节能减排技术的推广应用。在“十二五”期间，推广应用目录中先进适用技术，可以达到国家规定的节能减排效果。
2013	工业和信息化部	《建筑卫生陶瓷行业准入标准》	为防止低水平重复建设，遏制产能过快增长，促进转型升级，加快转变发展方式，提高建筑卫生陶瓷工业发展质量和效益，依据《中华人民共和国节约能源法》、《中华人民共和国清洁生产促进法》和《工业转型升级规划（2011-2015 年）》等法律法规和规划政策，制定本准入标准。
2019	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	在陶瓷、卫浴产业相关内容的调整上，更加注重新型陶瓷材料、科技陶瓷、清洁技术、节约和节能等方面，涉及鼓励类 15 条、限制类 2 条、淘汰类 4 条。其中，鼓励类包括一次冲洗用水量 6 升及以下的坐便器、蹲便器，节水型生活用水器具及节水控制设备，智能坐便器、卫浴集成系统，满足装配式要求的整体卫浴部品开发与生产
2022	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部、住房和城乡建设部	《建材行业碳达峰实施方案》	实施方案结合建材行业实际情况提出了“十四五”“十五五”两个阶段的主要目标。“十四五”期间，水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度不断下降，水泥熟料单位产品综合能耗降低 3% 以上。“十五五”期间，建材行业绿色低碳关键技术产业化实现重大突破，原燃料替代水平大幅提高，基本建立绿色低碳循环发展的产业体系。
2023	国家发改委	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》	文件规定：卫生陶瓷制品单位产品综合能耗标杆水平为 300 千克标准煤/吨，基准水平为 630 千克标准煤/吨
2023	中共中央、国务院	《质量强国建设纲要》	文件指出：要提高建筑材料质量水平。加快高强度高耐久、可循环利用、绿色环保等新型建材研发与应用，推动钢材、玻璃、陶瓷等传统建材升级换代，提升建材性能和品质。大力发展绿色建材，完善绿色建材产品标准和认证评价体系，倡导选用绿色建材。

资料来源：工业和信息化部，科技部，财政部，国家发改委，中共中央，国务院等，中银证券

国内外品牌各占山头，市场集中度有所提升

行业内公司较多：我国卫生陶瓷行业企业数量较多，国内已上市公司有箭牌、惠达卫浴、帝欧家居、瑞尔特、海鸥住工等企业，其中瑞尔特与海鸥住工主要以代工生产为主，未上市但规模较大的国内企业有恒洁卫浴、九牧等知名品牌。外资企业中科勒、东陶（TOTO）、美标、汉斯格雅、杜拉维特、唯宝、摩恩、高仪、乐家等一众品牌均在国内市场有所布局。

图表 23.国内卫生陶瓷市场主要企业基本信息

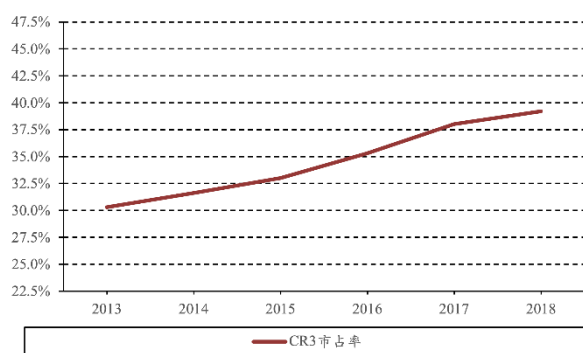
公司名称	品牌地区	成立时间	营收规模 (2021/2022/2023H1) (单位: 亿元)	主要销售地区	国内门店数量
箭牌	国内	1994	83.7/75.1/34.3	华南、华东, 2021-2023H1 海外营收占 0.5%	14,603 家
九牧	国内	1990	未上市, 未有数据披露	未披露	全球门店数量 10,000 家以上
恒洁卫浴	国内	1998	未上市, 未有数据披露	华南、华东	3,000 家以上
惠达卫浴	国内	1982	38.9/34.2/16.4	二线以下城市, 2021-2023H1 海外营收占 24.6%	1,934 家
帝欧家居	国内	1994	41.3/32.9/13.8	华南、华东 2021-2023H1 海外营收占 0.1%	未披露
瑞尔特	国内	1999	18.7/19.6/9.7	未披露, 2021-2023H1 海外营收占 28.3%	100 家以下
海鸥住工	国内	1998	41.3/32.9/13.8	海外, 2021-2023H1 海外营收占 58.8%	未披露
东鹏控股	国内	1972	79.8/69.3/36.3	华南、华中 2021-2023H1 海外营收占 3.0%	6,000-7,000 家
科勒	美国	1873	未上市, 2021 年营收超过 516.1 亿人民币	一、二线城市	800 家以上
美标	美国/日本	1875	90.8/91.1/22.9 (Q2) (美国公司, 2013 年被日本骊住集团收购) (日本财年 4 月开始)	一、二线城市	约 600 家
东陶	日本	1917	379.0/411.8/79.8 (Q2) (日本财年 4 月开始)	一、二线城市	500-1,000 家
高仪	德国/日本	1936	135.5/125.9/28.4 (Q2) (德国公司, 2013 年被日本骊住集团收购) (日本财年 4 月开始)	一、二线城市	100 家以下
汉斯格雅	德国	1901	104.1/108.1/未披露	一、二线城市	300-500 家

资料来源: 公司公告, 中银证券

市场集中度上升, 提升空间仍较大: 从细分市场来看, 我国卫浴行业高端市场多为国外品牌占据, 国内品牌主要集中于中端及低端市场, 其中低端市场有大量中小企业以及代工企业参与竞争。在陶瓷行业标准提升、我国供给侧改革及国内企业多年技术积累的推动下, 行业内落后产能逐渐出清, 市场集中度有所上升。根据华经情报网数据, 2013-2018 年我国卫浴行业 CR3 由 30.3% 提升至 39.2%, 而日本 CR3 接近 90% 水平, 市场集中度存较大差距。

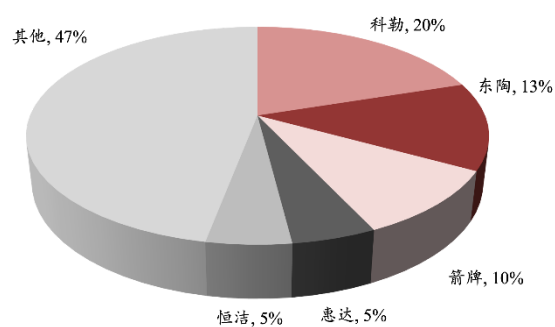
公司市占率较高: 我国卫浴行业中占比最高的企业为科勒、东陶两家外资企业, 规模较大的内资企业主要有箭牌家居、九牧、恒洁卫浴、惠达卫浴。根据华经情报网数据, 2021 年科勒与东陶市占率分别为 20/13%, 合计占据约三分之一的市场份额。箭牌市占率达 10%, 仅次于两家外资品牌, 较其他内资品牌领先较多, 市占率较高。

图表 24.2013-2018 年我国卫浴行业 CR3 变化情况



资料来源：华经情报网，中银证券

图表 25.2021 年我国卫浴行业各企业市占率



资料来源：华经情报网，中银证券

与时俱进，构筑全方位核心竞争力

品牌力

高端市场外资据守，中高端市场国货突围

国外品牌占据高端市场：我国卫浴行业品牌分层较为明显，可大致分为国外品牌、国内知名品牌、国内区域品牌。其中，国外品牌主打高端市场，品牌附加值较高，产品设计较为领先，主要布局于一线城市，目前竞争对手较少。代表品牌有欧洲的杜拉维特（Duravit）、汉斯格雅（Hansgrohe）、高仪（Grohe），美国的科勒（KOHLER）、美标（AmericanStandard）、以及日本的东陶（TOTO）等。

国内品牌占据中、低端市场：卫浴行业中端市场目前由以箭牌、惠达、恒洁、九牧为代表的全国性品牌把控。中端市场用户对品牌附加值及产品设计有一定的认可度，各品牌竞争格局也相对稳定，渠道渗透率高，个别品牌在近年也逐渐切入中高端市场。中宇、澳斯曼、阿波罗、四维等国内区域品牌主打高价格敏感度市场，厂家众多，体量一般较小，多分布于二线及以下城市的下沉市场，区域优势较大，但研发、渠道能力均一般。

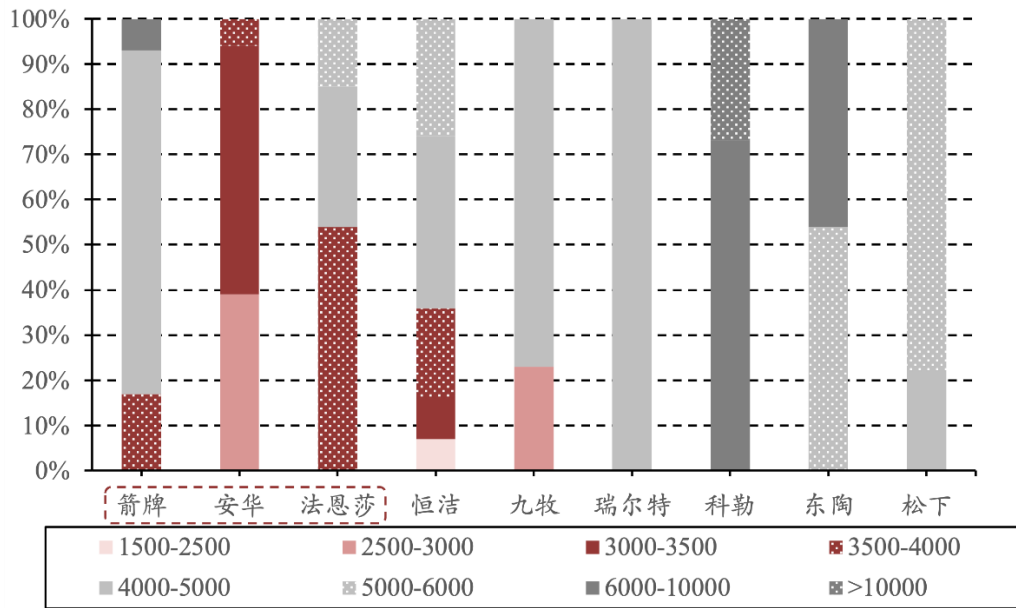
图表 26.国内卫浴行业品牌金字塔



资料来源：嘉世咨询，中银证券

国产品牌开始渗透中高端市场：虽然我国的高端卫浴市场往年一直由国外品牌所垄断，但近年来，国内品牌开始进军中高端市场，国外品牌也逐步开始开发下沉市场，行业内竞争有所加剧。与行业内其他竞争对手相比，公司旗下的箭牌、安华、法恩莎三个子品牌拥有不同目标用户，产品分别主打智能家居、时尚家居、艺术家居，在产品类型及价格上均实现了较为全面的覆盖，箭牌及法恩莎旗下产品逐渐向盈利能力更强的中高端市场渗透，发展潜力可期。

图表 27.2022 年天猫平台卫浴品牌价格带分布



资料来源：嘉世咨询，中银证券

图表 28.近年部分外资企业国内下沉市场动向

新闻时间	相关企业	动向概述
2021 年 6 月	汉斯格雅	2020 年在中国市场的销售收入同比上升了 7%，其中来自二、三、四线市场的业务增量较多，旗下入门级产品销量呈现翻倍式增长
2022 年 4 月	汉斯格雅	2021 年中国市场销售收入同比提升超过 47%，增幅主要来自于零售、工程与电商渠道的建设及对三、四线市场的扩展
2022 年 9 月	科勒	与红星美凯龙签订战略合作协议，深化布局终端，全国范围内升级“展店联动”战略，加速开拓科勒三、四线城市渠道下沉
2023 年 9 月	科勒	与红星美凯龙达成 2024 年战略签约，完成营销合作和规模双升级、进一步明确下沉市场门店拓展，加速推进在全国全渠道门店的市场增长，联手在分级下沉市场的拓展扩容

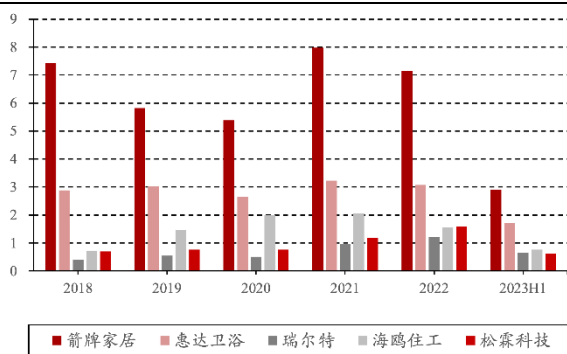
资料来源：网易，搜狐，界面新闻，中银证券

抓住渠道份额变化或为国货突围关键：国产品在电商及零售渠道拥有较高优势。2023 年“618”期间，天猫与京东平台家装主材品类 TOP3 均为国产品牌，且在 TOP10 中占比超过一半。线下销售方面，国外品牌虽然占据高端市场并在一线城市布局，但在下沉市场与渗透率方面与国产品牌相比落后较多，网点数量差距较大，难以在较短时间内追回。根据奥维云网数据，2023H1 国产品牌市场份额已达到 32.2%，较 2016 年增长 21.0pct，增速较快，且伴随房地产下行周期，外资企业在工程渠道的布局优势预计将进一步缩小。国产品牌依靠巩固渠道优势以及提升技术、设计水平，预计能够实现市场份额的进一步扩大。

技术实力弓强弩劲，企业声誉全国驰名

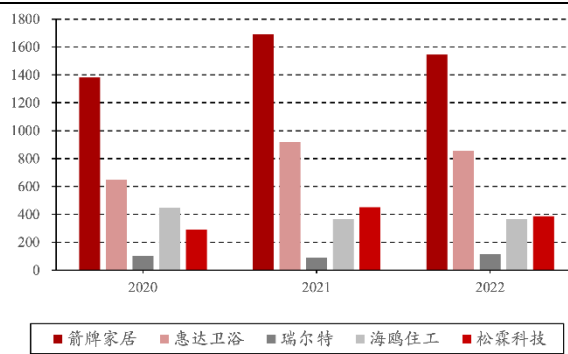
销售团队强大，营销投入较高：与同业可比公司相比，公司销售投入较大，2018-2022 年平均销售费用为 6.8 亿元，惠达卫浴、瑞尔特、海鸥住工、松霖科技则分别为 3.0/0.7/1.6/0.9 亿元。截至 2022 年底，公司销售人员数量自 2020 年的 1,380 人增加至 1,545 人，相比之下惠达卫浴为 856 人，瑞尔特仅有 116 人，海鸥住工和松霖科技则都不足 400 人，公司在销售团队规模上领先较多。

图表 29. 同业企业销售费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 30. 同业企业销售人员数量情况



资料来源: 公司公告, 中银证券

品牌知名度高, 影响力较大: 公司的三个子品牌箭牌、法恩莎、安华发展历史均超过 15 年, 屡屡登上行业知名榜单, 获得奖项包括家居行业科学技术奖、泛家居行业优秀品牌, 旗下产品多次斩获德国红点奖、中国设计红星奖、红棉产品设计奖等。2020 年, 箭牌家居被评为 2010-2020 家居金狮奖十年卓越卫浴品牌; 2021 年, 法恩莎帕斯卡智能座便器获德国红点奖; 同年, 安华多款龙头及智能马桶获德国 IF 设计大奖。公司知名度较高且获得奖项众多, 多年经营下形成了优质的品牌形象及美誉度。

深度参与国标制定: 公司是中国建筑卫生陶瓷协会、中国建筑装饰协会住宅装饰装修和部品产业分会、中国家用电器协会智能卫浴电器专业委员会、广东陶瓷协会等多个行业组织的会员。同时, 公司曾多次参与国家标准、行业标准的编制, 包括 GB/T6952-2015 卫生陶瓷、GB/T23131-2019 家用和类似用途电坐便器便座、GB38448-2019 智能坐便器能效水效限定值及等级等国家标准。2022 年, 公司参与起草了 GB/T18916.64-2022 取水定额第 64 部分: 建筑卫生陶瓷、GB/T41863-2022 非接触式给水器具节水性能通用技术条件两项国标, 及 JC/T2698-2022 卫生陶瓷行业绿色工厂评价要求行业标准; 2023 年, 公司参与了 GB/T23447-2023 卫生洁具淋浴用花洒、GB/T12956-2023 卫生间配套设备要求、GB/T22769-2023 浴室电加热器具(浴霸)共三项国标的起草与制定。通过制定国标输出技术标准, 公司进一步奠定了在卫浴家居行业的领先技术地位。

图表 31. 公司近年参与编制的标准

类别	标准号	标准名称	发布日期	实施日期	标准状态
国家标准	GB/T12956-2023	卫生间配套设备要求	2023-08-06	2024-03-01	即将实施
国家标准	GB/T12956-2023	卫生洁具淋浴用花洒	2023-08-06	2023-03-01	即将实施
国家标准	GB/T12956-2023	浴室电加热器具(浴霸)	2023-03-17	2023-10-01	即将实施
国家标准	GB/T12956-2023	取水定额第 64 部分: 建筑卫生陶瓷	2022-12-30	2023-04-01	现行
国家标准	GB/T41863-2022	非接触式给水器具节水性能通用技术条件	2022-10-12	2022-10-12	现行
行业标准	GB/T41863-2022	卫生陶瓷行业绿色工厂评价要求	2022-09-30	2023-04-01	现行
地方标准	DB4406/T16-2022	佛山标准产品评价通用规范	2022-05-24	2022-05-24	现行

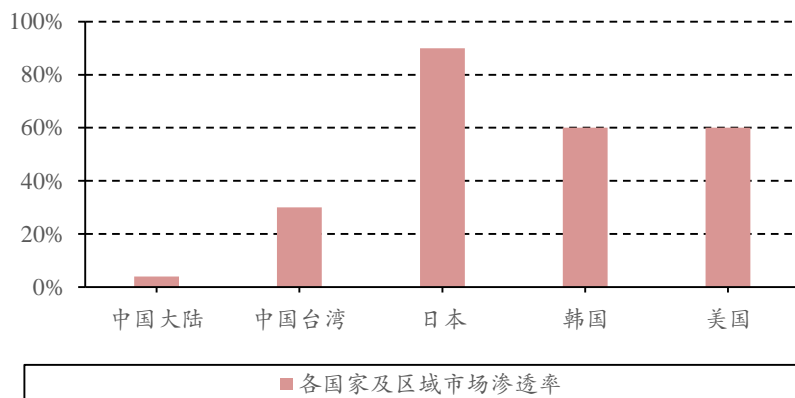
资料来源: 全国标准信息公共服务平台, 中银证券

智能化

卫浴消费升级如箭在弦，智能化浪潮一触即发

智能卫浴行业处于初级发展阶段，市场潜力较大：据国家电网于 2021 年 12 月发布的《中国智能坐便器行业发展白皮书》，2021 年智能坐便器在一线城市如北京、上海、广州等的普及率约为 5-10%，新一线城市为 3-5% 左右，三四线城市和乡镇市场几乎没有普及，全国市场的普及率仅为 4% 左右。与发达国家如日本（90%）和韩国（60%）相比，我国智能卫浴的市场渗透率还有很大提升空间。

图表 32.2021 年各国家及区域市场渗透率

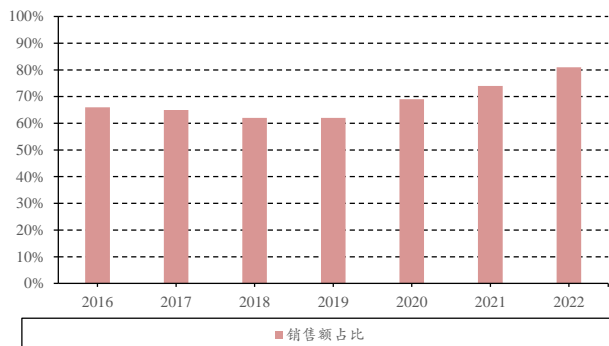


资料来源：奥维云网，中银证券

智能生活浪潮、人口老龄化带动市场需求：根据《2022 年天猫“618”新消费趋势》，近一半的消费者更倾向于全屋智能型家装。市场对于单一智能产品的满足度逐渐降低，转而寻求整体场景智能和全屋智能的升级。此外，随着人口老龄化趋势的加深，老年人群体在经济中所扮演越来越重要的角色。智能坐便器因其便捷的操作方式和智能健康功能，成为众多老年人的选择，智能座便器市场趋势明朗。

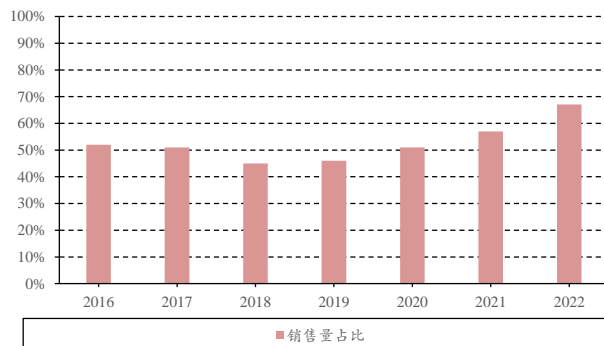
智能一体机需求旺盛，智能盖市场受挤压：外观和实用性更胜一筹的智能一体机在智能坐便器市场中增长迅速，其零售额占比从 2017 年的 65.5% 上升至 2022 年的 81.0%，零售量占比也从 2017 年的 51.4% 增长至 67.1%，意味着购买智能坐便器的消费者中，约有 7 成选择购买智能一体机而不是智能马桶盖。据奥维云网预计，到 2023 年，智能坐便器的零售额规模将达到 70.2 亿元，同比增长 12.9%；零售规模将达到 296.5 万台，同比增长 15.4%。

图表 33.2016-2022 年全国智能一体机销售额占比



资料来源：奥维云网，中银证券

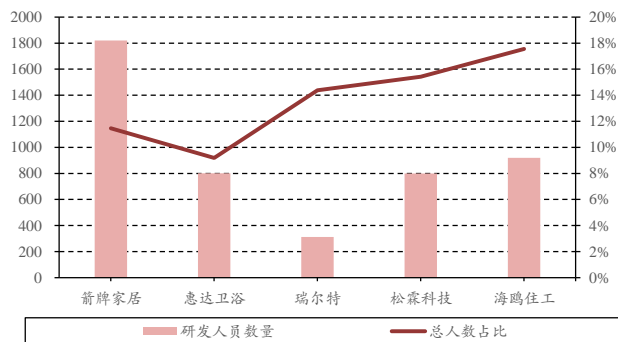
图表 34.2016-2022 年全国智能一体机销售量占比



资料来源：奥维云网，中银证券

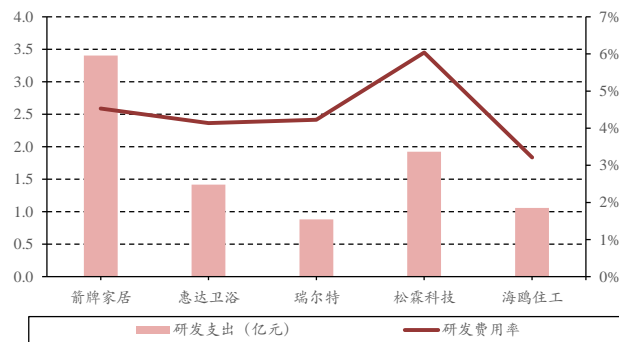
研发投入业界领先，构筑技术护城河：为保证高水平的研发能力，公司在相关领域投入了可观的资源。2022 年，公司研发投入 3.4 亿元，同比增长 18.2%，占营业收入的 4.5%。2022 年，公司的研发团队共有 1,820 人，同比增长 8.5%，其中高学历（本科或以上）人员的占比达到 29.8%，同比上升 0.8pct。与同行业的竞争对手对比，公司的研发投入及研发人员数量都处于领先水平。

图表 35.2022 年研发人员数量及占比（单位：人）



资料来源：公司公告，中银证券

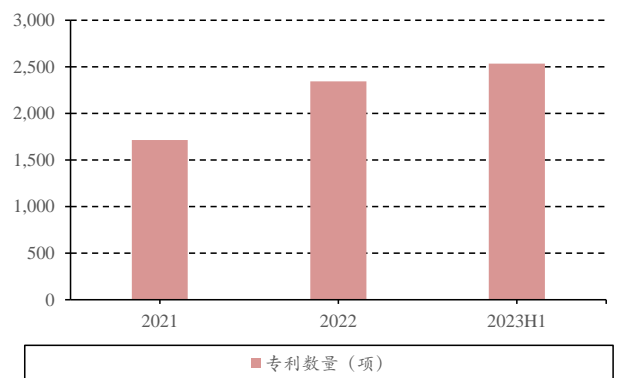
图表 36.2022 年研发投入及研发费用率



资料来源：公司公告，中银证券

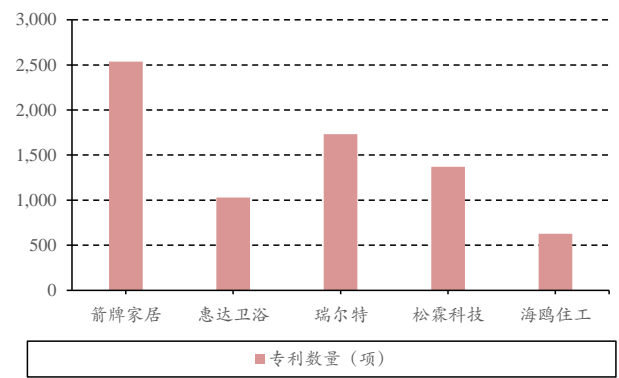
研发成果转换率高：截至 2023 年 H1，公司总共拥有专利 2,535 项，其中实用新型 1,661 项、外观设计 785 项、发明专利 89 项。有效专利数量领先行业。

图表 37.2021-2023H1 公司有效专利数量



资料来源：公司公告，中银证券

图表 38.2023H1 业内主要企业有效专利数量



资料来源：公司公告，中银证券

图表 39.研发成果

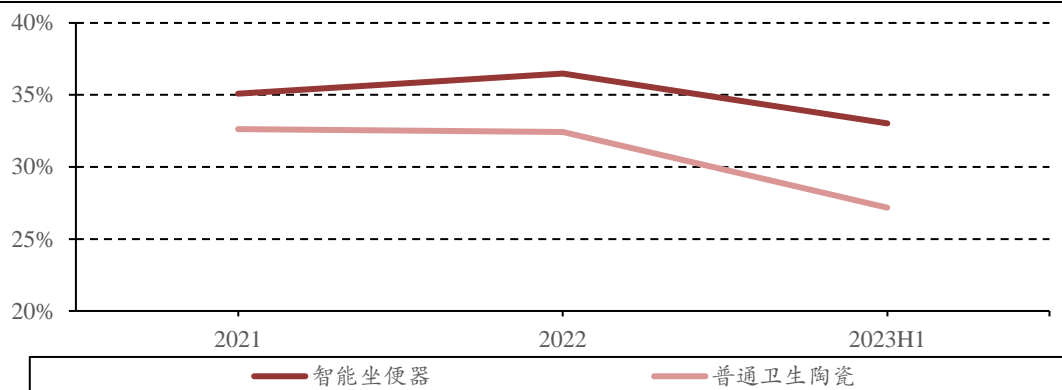
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对未来发展的影响
墙排地排通用小便器的研发	使产品通配性更强	在研	全国不同地区不同的场景都合适安装	产品通配性强，更具市场竞争力
室内自动模式控制的新风浴霸的研发	技术储备	在研	全功能技术样机的完成	为构建浴室空间的 IOT 提供产品的支持
淋浴花洒防阻滞出水切换装置的研发	构建自主知识产权的推扭类花洒功能切换平台。	在研	突破行业技术壁垒，平台化应用花洒产品	未来持续性多平台、系列化应用和拓展，为新技术迭代和拓展奠定基础
全半排补水控制装置及排水阀的研发	技术储备	在研	进一步降低用水量	进一步降低用水量，提升产品的节水性能
可缓解内水压防锤延时阀的研发	降低大冲阀及水击噪音	已完成	降低大冲阀及水击噪音	机械大冲阀的综合性能得以提升，提高产品的竞争力
基于水感应的开关装置及其控制方法的研发	解决现有触控开关易受水等液体的干扰而失灵的问题	已完成	新技术运用，增加产品竞争力	引入新技术，创新提升产品功能，增强公司产品竞争力
智能镜控制方法及系统的研发	提高产品与用户的智能交互体验	已完成	每个技术模块都量产上市，植入产品运用，促进智能镜品类的技术革新	提高了用户体验，推动品牌升级，有效提高智能镜品类的竞争力
磁悬浮的淋浴门和淋浴房的研发	补充智能类浴房屏风产品线	已完成	增加智能类浴房屏风产品，并实现量产销售	增加智能类浴房屏风产品，并实现量产销售
坐便器高压注浆智能连体机器人工作站的研发	提升智能制造水平	已完成	以智能机器人工作站代替传统的石膏模产线	提升制造系统智能制造水平
高效率低成本工业机器人码垛技术的研发	提升智能制造水平	已完成	低成本工业机器人混流柔性码垛技术，多产线多品种产品混流柔性包装	公司产品制造线后端包装将全面实现智能物流仓储系统。
高精度恒温龙头自动测试技术的研发	提升产品品质，和用户体验感。	已完成	全面高精度检测恒温系列龙头，花洒产品	提升产品竞争力，提升用户体验感
坐便器高压成型无人化生产系统的研发	提升智能制造水平	已完成	在卫生洁具板块制造系统形成以无人化高压成型车间级的生产系统单元，并规模化应用	提升制造系统智能制造水平
高压成型系统高效自动化返板技术的研发	提升智能制造水平	已完成	在卫生洁具注浆成型工序实现无人化的成型托板的流转	提升制造系统智能制造水平
便器高效冲洗系统的研发	提升冲洗能力，高效节水	已完成	产品达水效领跑者或一级水效水平	产品功能优势，更具市场竞争力

资料来源：公司公告，中银证券

完善的研发体系，实现研发与市场需求的融合：公司在内部设立了 16 个研发部门，涵盖了智能家居研究院、创新设计中心等领域。同时，公司积极与外部组织合作，通过设立或共同建设院士工作站、中科院新材料应用基地、清华大学联合研发中心等，开展自主研发和产学研合作，将内外部优势相结合。此外，公司还拥有 1 个国家级 CNAS 认证的中心实验室，以及 8 大检测中心和 1 个用户体验研究中心，获得了中国首批坐便器水效标识备案实验室。这些实验能力不仅为研发成果提供了支持和保障，还有助于有效地将研发成果与市场需求相结合。

智能产品毛利率水平较高：受到轻智能产品的快速推广与占比提升影响，公司智能坐便器的毛利率在 2023H1 有所下降，但与普通产品相比始终有着更高的毛利率，其 2021/2022/2023H1 毛利率分别为 35.1%/36.5%/33.0%，与普通卫生陶瓷产品的毛利率差分别为 2.5/4.0/5.9pct。

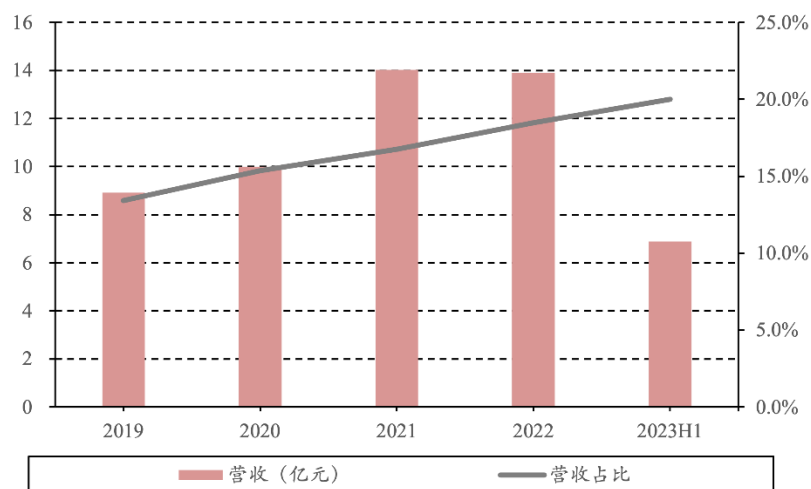
图表 40.智能坐便器与普通卫生陶瓷毛利率对比



资料来源：公司公告，中银证券

智能坐便器营收占比稳步上升：2022 年，公司智能产品的总收入达到了 18.9 亿元，在总收入中占比 25.1%，同比增加了 1.8pct；智能产品毛利率 36.8%，同比增加 1.5pct。智能产品中智能坐便器的占比最大，盈利水平较高，是公司目前主要的战略性产品。公司智能坐便器业务近年来发展较快，营收占比稳步提升，其 2022 年收入 13.9 亿元，占所有智能产品收入的 73.6%，占总收入的 18.5%，同比增加 1.7pct；2023H1 收入占比为 20.0%，同比上升 1.8pct。

图表 41.2019-2023H1 智能坐便器销售收入及其占比



资料来源：公司公告，中银证券

套系化

套系化销售提升客单值、增强业务协同一箭双雕

智能单品带动卫浴空间整体智能化：现阶段我国卫浴市场的智能化产品需求尚处于起步阶段，市面上销售的产品主要集中在智能坐便器，智能花洒等核心单品上。随着家居智能化程度的提高以及人民群众对于高品质便捷生活的追求，诸如智能龙头、智能浴室镜、智能淋浴房等一系列配套产品将能够进入市场，实现产品之间的互联互通。

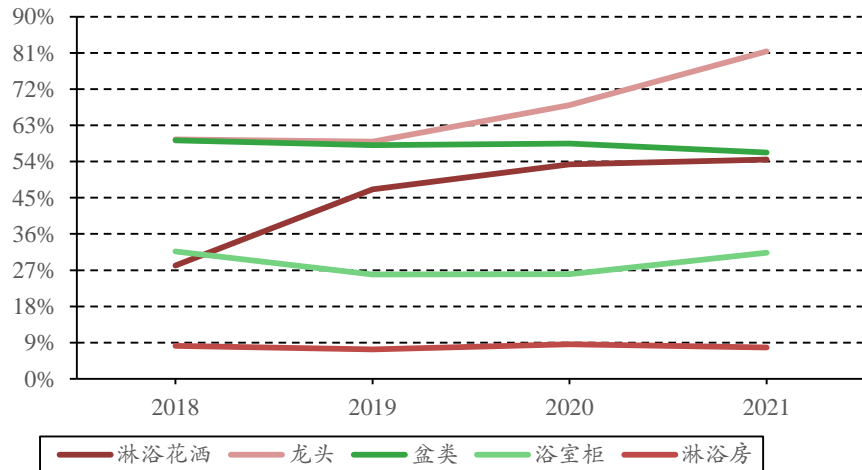
图表 42.公司智能产品矩阵

产品类型	图例	介绍
智能坐便器		一体化设计；具备清洗、座圈加温、暖风烘干除臭、水温调节、离座感应/遥控器冲水系统等功能
普通坐便器+智能盖		后装坐便器盖；具备清洗、座圈加热、暖风烘干、除臭、速热出水等功能
智能恒温花洒		根据出水口的种类及数量，分为三/四功能花洒；具备恒定水温、可拆洗阀芯、按键式开关等功能
智能毛巾架		具备变频发热、IPX5 级防水设计、漏保插头等功能
智能镜浴室柜		陶瓷一体盆、配备智能镜、IPX5 级防水板材

资料来源：京东官网，中银证券

配套率仍有提升空间：以公司核心产品马桶及蹲便器的销量基数来计算，2018 年至 2021 年公司各产品配套率整体上缓步提升，潜力依然较高。现阶段公司智能产品收入主要集中于智能坐便器以及恒温花洒，未来随着公司门店展示模式的优化，线上线下套系化展现空间的增加以及家居设计师队伍的深度建设，公司将能够将智能浴室柜、智能龙头、智能淋浴房等产品一并带入市场，提升消费者一站式消费体验，进一步提升卫浴空间产品配套率。

图表 43.公司 2018-2021 年卫浴产品配套率（以马桶及蹲便器销量为基数计算）



资料来源：公司公告，中银证券

终端渠道迎合数字化发展，门店展示空间与时俱进：据公司招股说明书，公司的 IPO 项目中包含了投资 2.6 亿元建设基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设项目，其中数字化营销及品牌建设部分约占 0.7 亿元。公司在线上渠道中进一步加大 VR 直播渠道的投入力度，在线下门店则积极引入新兴技术，利用云屏 VR、云样板间和 3D 虚拟场景等虚拟技术为消费者提供互动式、场景化购物体验，并可通过引入全景云货架和电子屏使消费者能快速对接线上产品资源，提供更丰富的选择。展示空间的升级拓展也能利用智能马桶等核心单品的优势带动公司其他产品的曝光与销售，提高配套率。

图表 44.公司线上展示空间，可通过 VR 设备游览



资料来源：720 云 VR 全景，公司公告，中银证券

图表 45.公司新零售门店云货架区域



资料来源：房天下，公司公告，中银证券

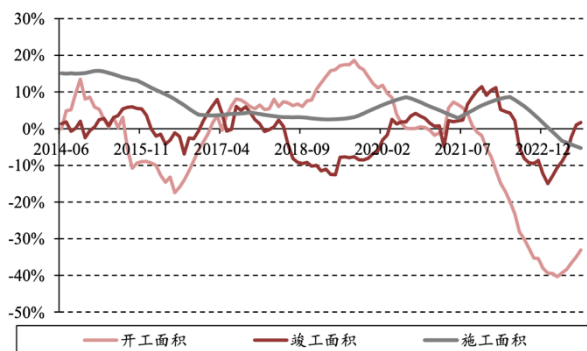
渠道战略

地产后周期属性弱化，存量换新市场空间可观

地产开工及施工同比均下滑，竣工表现相对较好：2023 年 1-8 月地产新开工面积合计 6.4 亿平，同减 24.9%，较 2018-2021 年同期降幅均超过 50%；1-8 月地产施工面积合计 80.6 亿平，同减 7.2%，累计同比增幅较 1-7 月继续扩大；1-8 月地产竣工面积合计 4.37 亿平，同增 18.6%，较 2021 年同期有小幅下滑。

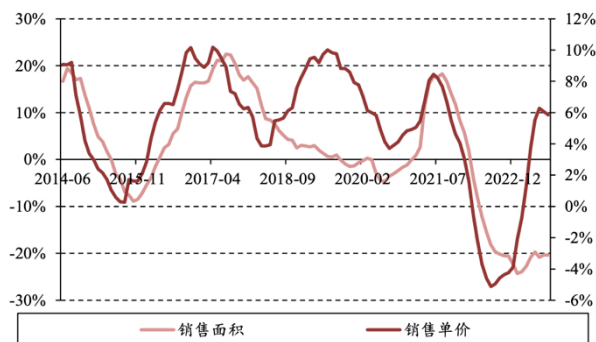
商品房销售面积同比延续下滑：2023 年 8 月商品房销售面积为 0.7 亿平，同减 23.8%，环比 7 月上升 4.8%；平均销售单价为 10,435.5 元/平，同增 0.3%，环比减 0.05%。1-8 月商品房销售面积合计 7.4 亿平，同减 15.9%；销售单价为 10,569.2 元/平，同增 799.1 元/平。8 月商品房销售面积同比继续下降，销售单价同比小幅上涨。

图表 46.新开工、施工与竣工增速比较



资料来源：国家统计局，中银证券

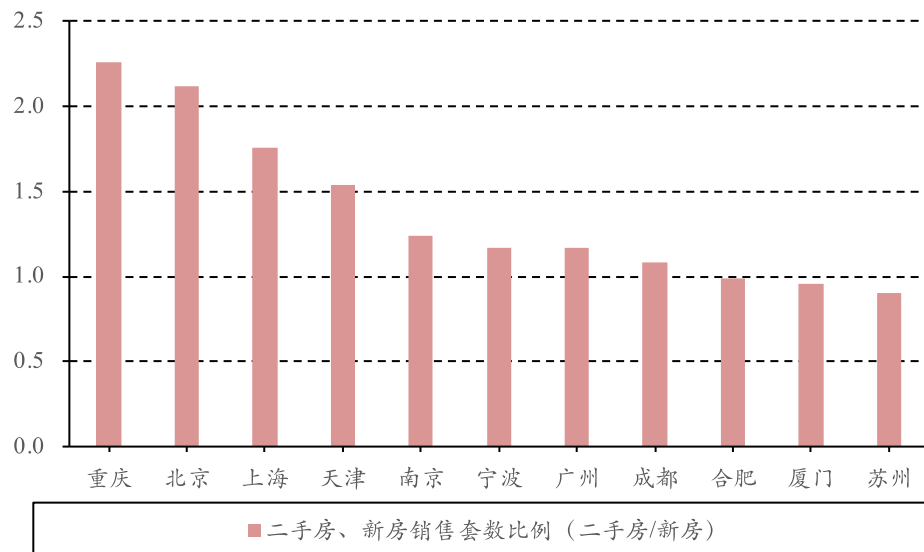
图表 47.商品房销售面积与金额比较（销售面积在左）



资料来源：国家统计局，中银证券

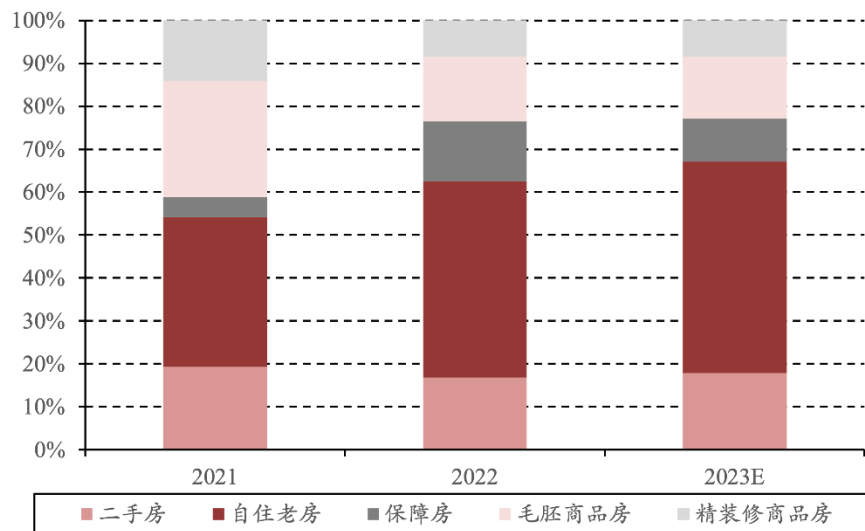
存量房翻新成为家居消费重要的需求来源：据公司公告，2010-2022 年，我国销售商品房面积均超过 10 亿 m²；我国已进入存量房时代，存量房的更新/二次装修已成为市场需求重要源泉；据公司测算，2022 年我国二次装修面积超 6 亿 m²；根据《保利 2022-2023 年房地产行业白皮书》，2022 年北京、上海、广州等重点城市二手房交易套数已经超过了新房的交易套数。据奥维云网数据，卫浴市场需求结构中，存量房需求占比约 6 成。

图表 48.2022 年部分主要城市二手房、新房销售套数比例（二手房/新房）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 49.卫浴市场需求结构



资料来源：奥维云网，中银证券

家居消费获政策支持：2023 年 7 月，商务部、住房和城乡建设部等 13 部门印发《关于促进家居消费的若干措施》，从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境四方面提出 11 条具体措施。同月，国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会，介绍“促进家居消费，着力扩大内需”有关情况。

图表 50.家居消费行业近期政策动向

颁布时间	颁布部门	文件/会议名称	相关要求
2023.07	商务部	《商务部等 13 部门关于促进家居消费若干措施》	商务部等 13 部门印发关于促进家居消费若干措施的通知。其中提到，组织开展家居焕新活动，鼓励有条件的地区出台针对性政策措施，引导企业提高家居消费供给质量和水平，提供更多高品质、个性化、定制化家居产品，加大优惠力度，支持居民更换或新购绿色智能家居产品、开展旧房装修。
2023.07	住建部	国务院政策例行吹风会	鼓励各地结合老旧小区改造，支持居民开展旧房装修和局部升级改造。这次发布的若干措施，将居民提取公积金用于家装电梯等自住住房改造政策的支持范围。

资料来源：商务部，住房和城乡建设部，中银证券

庞大经销团队打造密集销售网络，线上线下发展左右开弓

公司销售模式经销为主，直销为辅：公司销售模式以经销为主，辅以直销，其中经销模式包括经销零售、电商、家装及工程，直销模式主要为直营电商及直营工程。经销模式中，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，由公司直接向其供货，并允许经销商在特定区域使用公司统一的商标、品牌等，经销商自行承担经营风险，是行业内主流的销售模式。

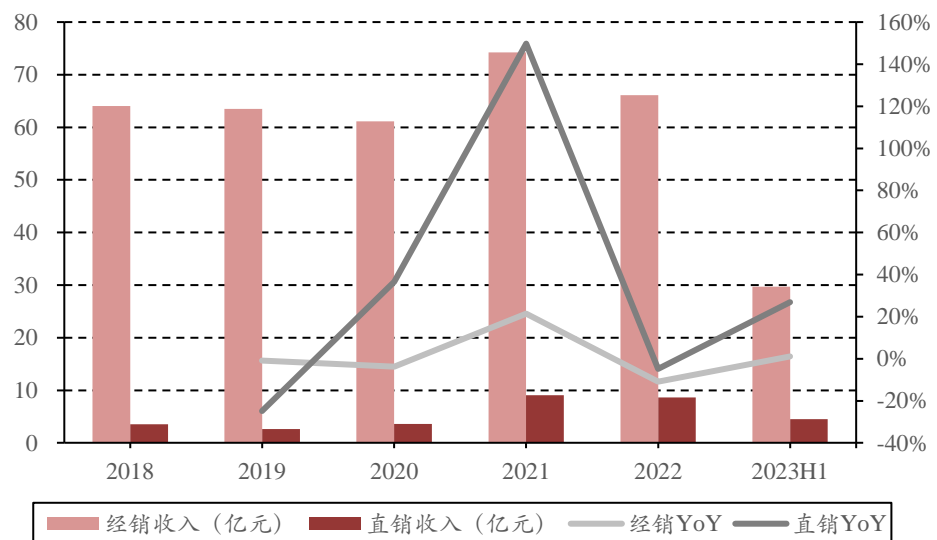
图表 51.经销与直销模式的比较

	经销模式		直销模式	
	公司权利义务	经销商权利义务	公司权利义务	直销客户权利义务
定价	产品定价主要由产品成本、市场策略和品牌定位所决定。公司设立定价委员会对产品价格进行规范管理，并给予经销商终端指导销售价	经销商接受发行人定价；定价中不含运费，通常由经销商承担运输安装义务	产品定价主要由产品成本、市场策略和品牌定位所决定。公司设立定价委员会对产品价格进行规范管理，并给予经销商终端指导销售价	面对 C 端直销客户接受公司定价，面对 B 端客户通常根据合同协商协商定价；定价中包含运费，通常由发行人提供运输安装服务
折扣	通常为终端指导销售价的四折，并结合经销商享受的次年折扣率进行折让	经销商接受公司的折扣安排	直营工程模式下，通常为终端指导销售价的四折；直营展厅和直营电商模式下，通常结合特定节日等进行折让	直销客户接受发行人的折扣安排
销售渠道	包括门店零售、分销商、终端工程、终端家装、经销商电商等	经销商自行开拓销售渠道，接受发行人的监督	包括直营展厅、直营工程、直营电商等	-
竞争规避	公司要求不同经销商只能在指定授权区域销售授权品牌的特定产品	经销商可进行归属地工程报备等手段，提前锁定基本确立合作关系终端房地产开发项目	公司直接管控，通常不存在竞争	-

资料来源：公司公告，中银证券

经销体系已然成熟，直销提供增长空间：经过多年的经营与发展，公司已建立起完善的经销网络体系，覆盖了国内的 31 个省份和直辖市。2021 年，公司在全国的经销商和二级分销商数量分别为 1,854 家和 6,609 家；截至 2023H1，全国营业网点约 14,603 个。2018-2022 年，公司的经销收入从 64.1 亿元增至 66.1 亿元，CAGR 为 0.8%。直销方面，公司 2018 年成立电商公司拓展线上销售渠道，直销业务自此进入高速成长阶段，直销收入从 2018 年的 3.5 亿元增长到 2022 年的 8.6 亿元，CAGR 为 25.0%。

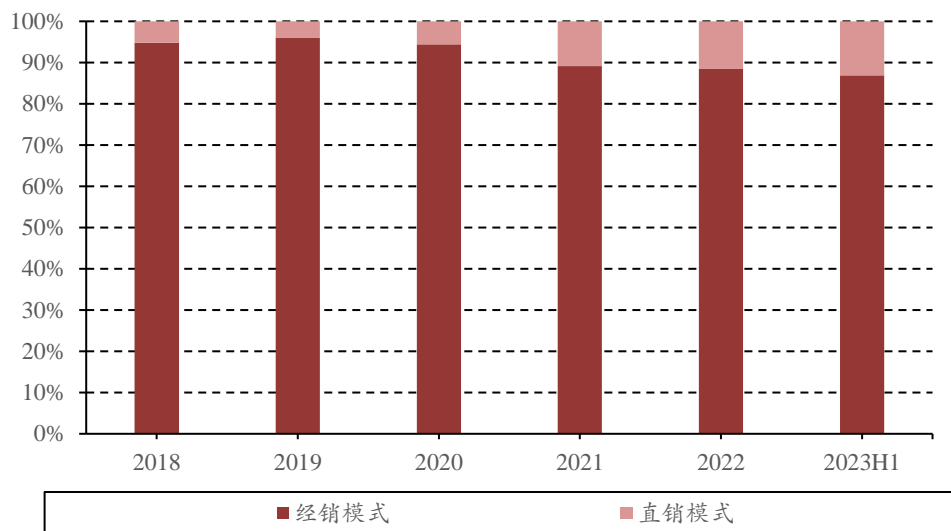
图表 52.公司 2018-2023H1 经销模式与直销模式销售收入与同比变化



资料来源：公司公告，中银证券

直销占比逐年增大，经销仍为主要营收来源：经销模式在公司总收入中一直占据主导地位，而随着直销渠道迅速铺开，经销模式的收入占比逐年下降，从 2018 年的 94.8% 降至 2022 年的 86.4%，共下降 8.4pct。主流消费群体的年轻化导致家居建材销售逐渐从传统实体店面向电商渠道转移，为了迎合这一渠道偏好的变更，公司积极通过线上线下联动和与其他品牌合作等方式推广直营电商业务，该模式销售收入不断增长。

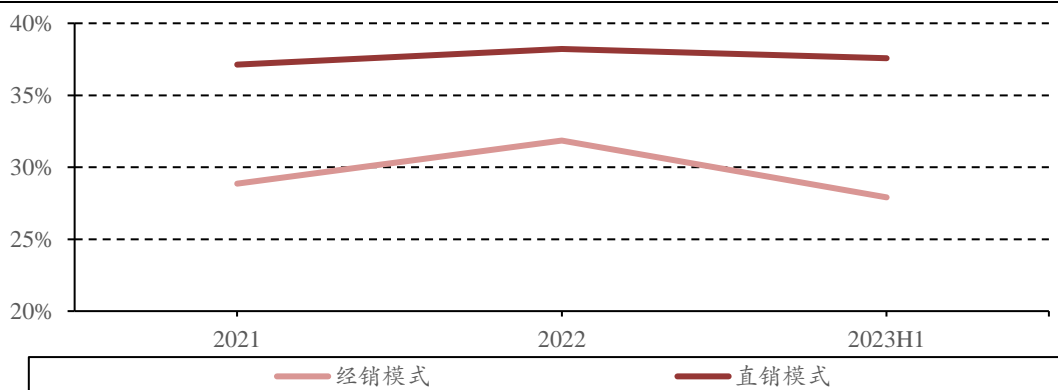
图表 53. 公司 2018-2023H1 经销模式与直销模式总收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

直面终端市场，直销释放更多毛利空间：直销模式的毛利率明显高于经销模式。2021-2023H1，公司的直销模式平均毛利率为 37.6%，较经销模式高出 8.1pct，主要系两种模式存在定价机制差异。直销模式下，商品经过的中间环节较少，公司拥有更多的定价自由。此外，公司的直销模式主要通过电商平台直接面向终端消费者，定价通常基于零售指导价，并综合考虑竞品价格、产品定位以及线上客户特点等因素来确定。而经销模式下，经销商购买产品后，自行负责销售、推广、客户服务、运输和安装等环节，公司需要为经销商留出合理的毛利空间。因此，公司通常会以低于终端销售指导价四折的价格向经销商销售产品。

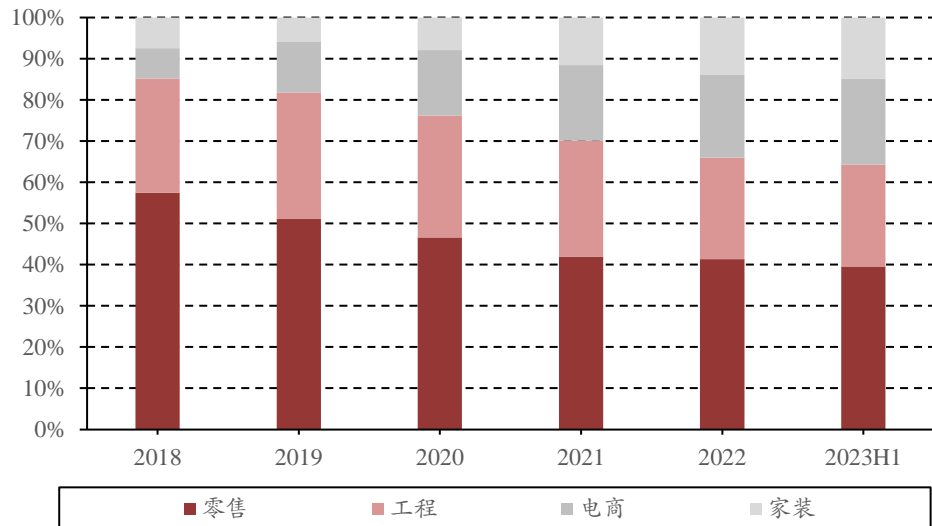
图表 54. 公司 2021-2023H1 经销模式与直销模式毛利率对比



资料来源：公司公告，中银证券

分渠道来看，电商、家装增长迅速，占比逐年提升：2018-2023H1，公司门店零售端（包括经销及直销）的收入占比逐年下降，从 57.5% 减至 39.6%。与此同时，电商渠道的占比迅速攀升，从 2018 年的 7.4% 上升至 20.9%，反映了消费者逐渐转向线上消费的趋势。工程渠道于 2022 年出现了明显的下滑，主要受房地产市场拖累。尽管居民消费在近年来也有所减弱，但庞大的重装修存量市场仍然为公司提供了增长的机会。在公司积极的推动下，家装渠道营收占比逐年上升，从 2018 年的 7.4% 增至 14.8%。

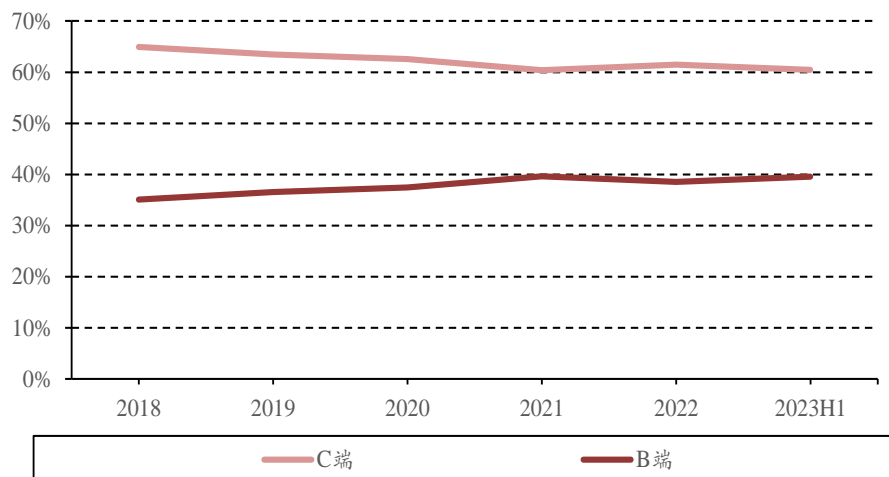
图表 55. 公司 2018-2023H1 各渠道总收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

C 端营收占比约六成：公司自成立以来便一直专注于零售渠道，并在此基础上推动全渠道的发展，2018-2023H1，公司 C 端营收贡献约六成的总收入。公司家装渠道近年来不断扩张，推动 B 端总收入占比小幅提升，B 端收入占比从 2018 年的 35.1% 增至 2023H1 的 39.6%。

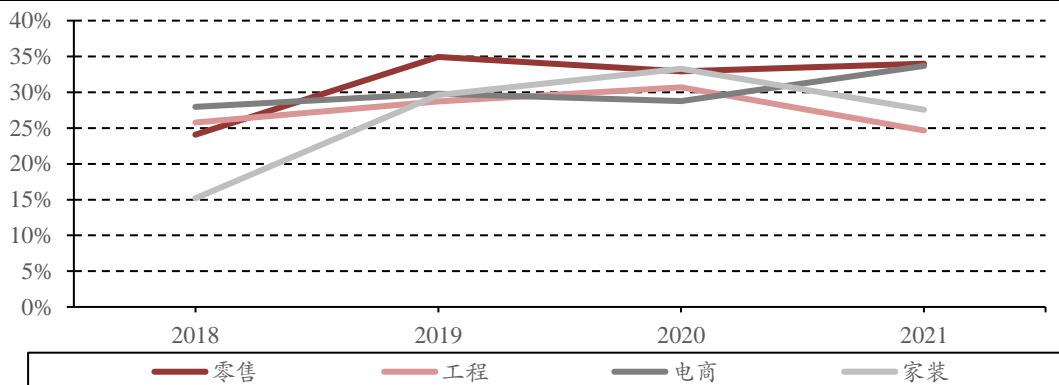
图表 56. 2018-2023H1 公司 C 端与 B 端总收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

C 端盈利能力较优，B 端盈利承压：2018-2021 年，公司各销售渠道的毛利率呈现不同的变化趋势。零售渠道的毛利率自 2018-2019 年上升后开始趋于稳定，于 2021 年达到了 34.0%，在所有渠道中毛利率最高。另一方面，电商渠道经由公司数年的积极拓展后，其毛利率也在 2021 年明显上升至 33.7%，接近零售渠道的水平。受房地产行业低迷影响，工程和家装渠道的毛利率均在 2021 年出现明显下滑，分别降至 24.6% 和 27.6%。

图表 57.公司 2018-2021 年各销售渠道毛利率情况

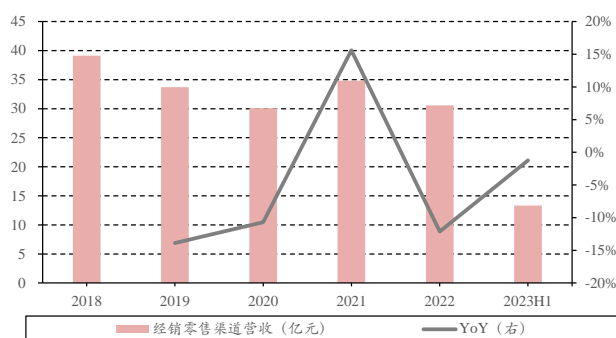


资料来源：公司公告，中银证券

1) 经销零售

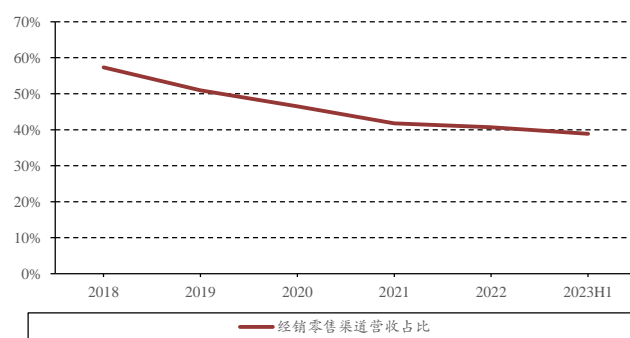
线上消费日益普及，门店零售收入受挤压：2018-2022 年，公司从经销零售渠道获得的收入以及其在总收入中的占比呈下降趋势，销售收入从 39.1 亿元下降至 30.6 亿元，总收入占比也从 2018 年的 57.3% 下降至 2023H1 的 38.9%。其在总收入占比中逐年下滑的主要原因为消费者消费偏好的转变，部分销售转为线上，挤占了线下门店的收入空间。另一方面，公司积极推动经销商扩大销售区域，优化现有终端门店布局，并迅速推进渠道下沉以充分挖掘存量市场，致力于构建覆盖范围更广的终端销售网络。

图表 58.公司 2018-2023H1 经销零售营收规模及 YoY



资料来源：公司公告，中银证券

图表 59.2018-2023H1 经销零售营收在总营收中占比情况



资料来源：公司公告，中银证券

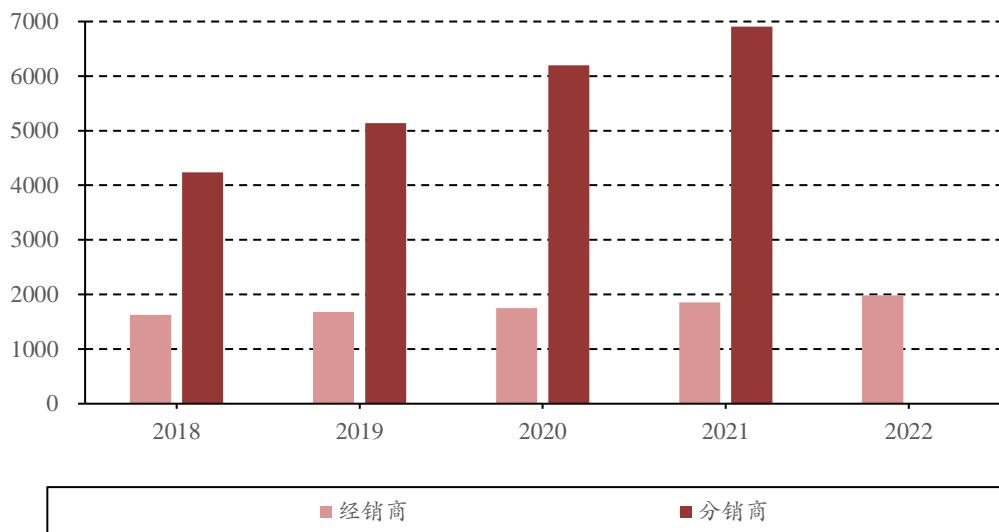
以分销商为辅的两级经销模式：公司的经销模式允许经销商开发自身的二级分销商，以提升区域市场的销售能力。分销商不会与公司进行交易和结算，而是直接从经销商处提货并结算。此外，分销商也需要满足与经销商一样的装修标准、经营要求，同时接受公司的监督与管理，以确保整个经销渠道的一致性。经销商与分销商共同构筑起公司庞大的零售网点网络。2018-2022 年，公司的经销商数量从 1,623 家升至 1,980 家，分销商数量也在持续迅速增长，从 2018 年的 4,239 家升至 2021 年的 6,909 家。

图表 60.公司经销商与分销商对比

类别	业务	资金流向	人员
经销商	从发行人处采购陶瓷卫浴、龙头五金、浴室家具、瓷砖等产品，通过零售门店、二级分销商、工程业务、电商等方式实现终端销售	直接与发行人结算	经销商自行招聘，人员与发行人独立
分销商	从发行人的经销商处按需采购卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖等产品，继续向下沉市场进行销售，或者直接对接终端消费者	与经销商结算，不与发行人结算	分销商自行招聘，人员与发行人独立

资料来源：公司公告，中银证券

图表 61.公司 2018-2022 年经销商与分销商数量情况（单位：家）



资料来源：公司公告，中银证券

提供培训支持，确保经销商能力水平合格：经销模式下，公司的盈利能力在很大程度上受经销商的服务水平影响。在双方所签订的年度经销合同中设有固定的经销区域、年度销售任务、新开发网点数量、特定品类经销任务等指标。为了确保经销商及其员工能够贯通品牌理念及掌握产品卖点，公司在各事业部设立了培训中心，并积极提供相关的支持。公司不仅会在经销商加盟初期提供开业培训，还会定期提供免费的培训课程和知识辅导，课程包括产品知识、店面管理、导购技巧、主动营销、设计技巧、安装技巧等。

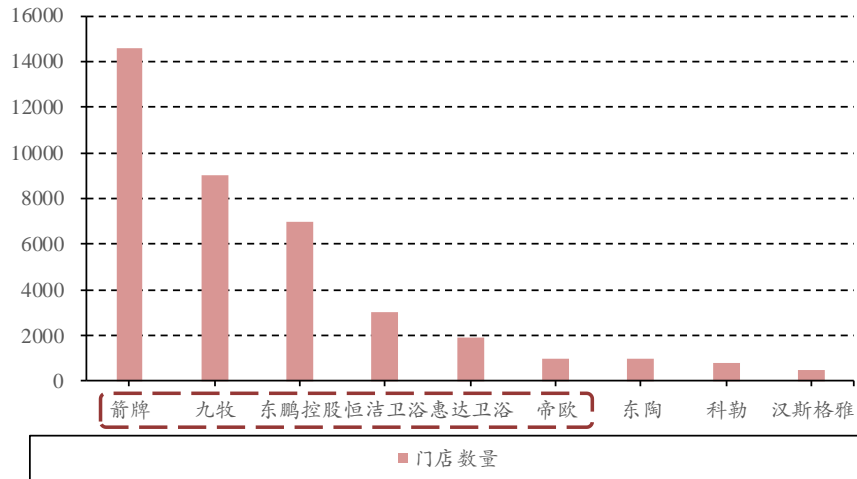
图表 62.经销商培训



资料来源：公司公告，中银证券

门店布局星罗棋布，网点数量遥遥领先：国内卫浴企业较国外同业企业线下布局更加充分，而在国内企业中，公司在线下 C 端的布局领先同业。东陶、科勒及汉斯格雅等外资品牌在国内门店数量普遍不超过 1,000 家；国内品牌中，截至 2023 年 6 月末，惠达卫浴拥有 1,934 家门店，恒洁卫浴有约 3,000 家门店，东鹏控股瓷砖及卫浴板块在国内共约有 6-7,000 家门店，而公司在全国共布局 14,603 家门店网点，覆盖范围广泛，数量上较同业企业有断层式的领先，在销售上拥有充足的先发优势。

图表 63. 市面上主要同业企业在国内门店数量对比（红框内为国内品牌）



资料来源：各公司公告，九牧官网，恒洁官网，科勒官网，中华卫浴网，中银证券

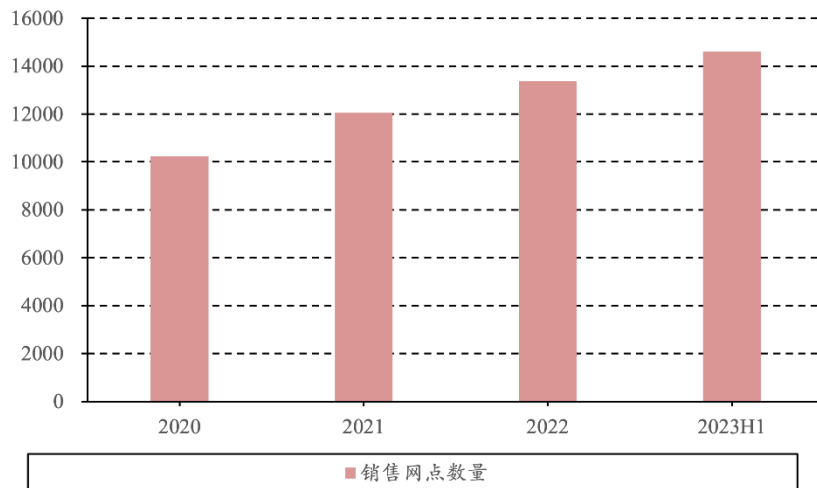
下沉市场布局充分迅速，门店作用分门别类：为扩大门店覆盖范围，适应不同销售环境与场景，公司拥有专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店共 6 种不同种类的门店，其中家装店以家装公司的消费者为主，能够和公司的套系化销售策略产生较好协同；社区店及乡镇店则聚焦于消费者教育及下沉市场。城乡一体化建设以及旧房改造需求的不断提升可以带动广大三四线城市、县乡地区及城市老旧社区对家居卫浴产品的需求，为下沉渠道提供了拓展空间。为此，公司计划在保持专卖店数量平稳增长的同时，继续加大社区店和乡镇店的建设力度，以实现对市场的深度覆盖，进而挖掘存量房市场客户。2020 年年末，公司共有终端销售网点 10,239 家，至 2023H1 已增加至 14,603 家。2023 年上半年增加的网点类型主要为家装店、社区店及乡镇店。随着经销网络的不断扩大及下沉，公司对客户的覆盖能力增强，有助于把握后续消费复苏的机会。

图表 64. 门店根据客户群体分级明确

门店级别	划分标准
专卖店	专一经营某品牌产品（卫浴或瓷砖、定制衣柜、定制橱柜）的专营店，服务对象不限
家装店	在家装公司内开设的专卖区域，服务对象以家装公司的消费者为主
商超店	在百安居等超市内开设的专卖区域，服务对象不限
异业店	在苏宁电器、国美、五星等专业家电卖场或百货商场内开设的专卖区域，服务对象以家电或百货商场的消费者为主
社区店	店设在小区楼盘边或小区内的专卖区域，以服务该小区及周边小区业主为主
乡镇店	地点设置在乡镇的所有门店，以服务该乡镇及以下级市场消费者为主

资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 65.公司 2021-2023H1 销售网点数量变化



资料来源：公司公告，中银证券

广设自营服务中心，强化整体服务品质：近年来，公司陆续在全国主要区域建立了 20 多家自营客户服务中心，直接线下对接 C 端消费者，同时也为零售、电商、工程、家装渠道提供服务支持。每家服务中心都配备了公司的资深安装人员，以便带动经销商和第三方的安装人员，向他们输出统一标准和规范，并通过公司售后系统进行下单、跟踪和回访，持续提高公司服务水平。公司也将重点推进 24 小时换新服务，为消费者提供标准化、专业化、多元化的一站式安装售后服务。

图表 66.售后服务模式

FAENZA 法恩莎	ARROW 箭牌家居	ANNWA 安华
服务热线: 400-101-3862 服务时间: 8:15-22:00 售后电邮: 4001013862@arrowgroup.com.cn 品牌官网: https://www.faenza.com.cn/	服务热线: 400-8301-831 服务时间: 8:15-22:00 售后电邮: 4008301831@arrowgroup.com.cn 品牌官网: https://www.arrow-home.cn	服务热线: 400-1066-828 服务时间: 8:15-22:00 售后电邮: 4001066828@arrowgroup.com.cn 品牌官网: https://www.annwa.cn/







服务规范

- 及时**
 - 响应快
 - 上门快
 - 解决快
- 亲近**
 - 积极主动
 - 热情周到
 - 彬彬有礼
- 专业**
 - 形象标准
 - 工具齐全
 - 技能全面

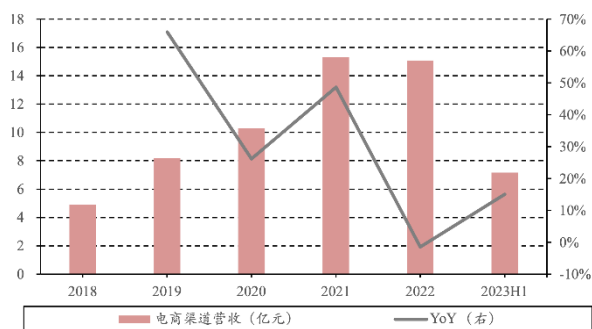
资料来源：2022 年公司社会责任报告，中银证券

2) 电商

电商渠道分为直营和经销两种模式：2023H1 公司电商收入 71,598.68 万元，同比增长 15.0%。公司电商渠道分为直营和经销两种模式，区别如下：1) 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。该模式下，从货物发出到安装服务、售后保障等均由公司负责。2) 经销电商模式是公司授权部分具备电商运营资质和经验的经销商在各大电商平台开设网店进行销售，经公司授权的经销商允许使用公司商号和品牌标识开设“旗舰店”和“专卖店”，但不能开设“官方店”，截至 2021 年 12 月末，授权网店数量合计为 364 家。

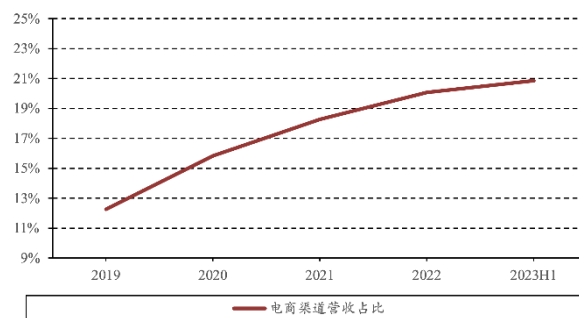
电商渠道营收快速增长，直营电商占比提升较快：2018-2022 年，公司电商渠道收入由 4.9 亿元提升至 15.1 亿元，CAGR 达 32.3%；在总营收中占比从 2018 年的 7.2% 提升至 2023H1 的 20.9%，重要性逐年提升。随着公司直营电商店铺运营时间增长，其在电商平台的搜索排名、曝光率等指标上逐渐积累优势，近年来公司直营电商的营收及占比均有明显提升。2018 年直营电商营收仅为 1,039.1 万元，占电商营收的 2.1%；2022 年已增长至 7.0 亿元，CAGR 达 186.1%，占电商营收 46.2%。

图表 67.公司 2018-2023H1 电商模式营收规模及 YoY



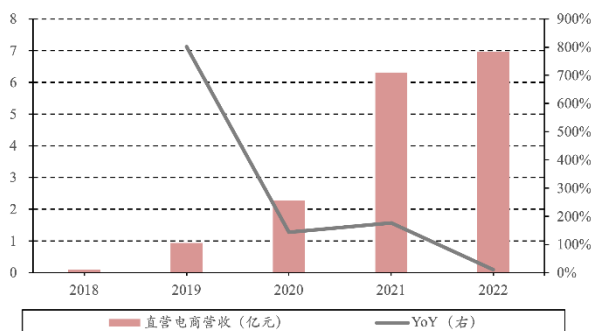
资料来源：公司公告，中银证券

图表 68.2018-2023H1 电商渠道营收在总营收中占比情况



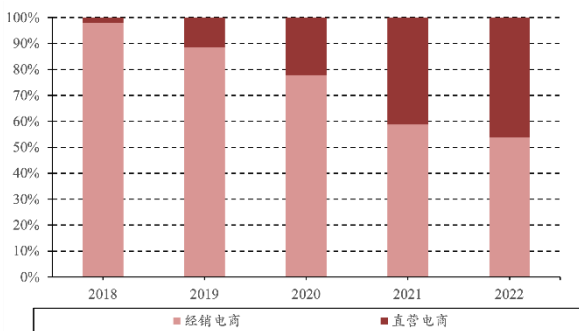
资料来源：公司公告，中银证券

图表 69.2018-2022 年直营电商营收规模及 YoY



资料来源：公司公告，中银证券

图表 70.电商营收中直营电商和经销电商占比变化情况



资料来源：公司公告，中银证券

线上销售厚积薄发，屡创佳绩：公司针对线上销售投入了专项资源进行运营及规划，确保售后服务水平向线下看齐，针对重大节日会推出在功能和价格上都有吸引力的专门产品，对线上线下产品进行有效区分。除了传统电商模式外，公司同样积极投入新零售模式，结合线上大数据模式以及线下高品质购物体验的优点，在天猫、京东、拼多多、抖音等重要平台进行直播带货，并通过线上引流到线下成交。2022 年“双 11 购物节”期间，公司在天猫、京东和抖音上均有优异表现，卫浴产品成交额/销售额排名均位列前 4 名；在世研指数发布的《2022 中国卫浴品牌影响力指数报告》中，公司名列第二，仅次于九牧。

图表 71.公司销售额在 2022 年“双十一”线上购物节中排名靠前

排名	天猫双 11 卫浴家具/陶瓷成交额排行榜	京东双 11 厨房卫浴成交额排行榜	抖音双 11 卫浴用品销售额排行榜
1	九牧	九牧	九牧
2	恒洁	箭牌	瑞尔特
3	箭牌	科勒	吉德莫
4	松下	恒洁	箭牌
5	科勒	四季沐歌	希箭
6	TOTO	汉斯格雅	恒洁
7	希箭卫浴	TOTO	潜水艇
8	瑞尔特	潜水艇	顾家家居
9	东芝	顾家家居	浪鲸
10	浪鲸	摩恩	-

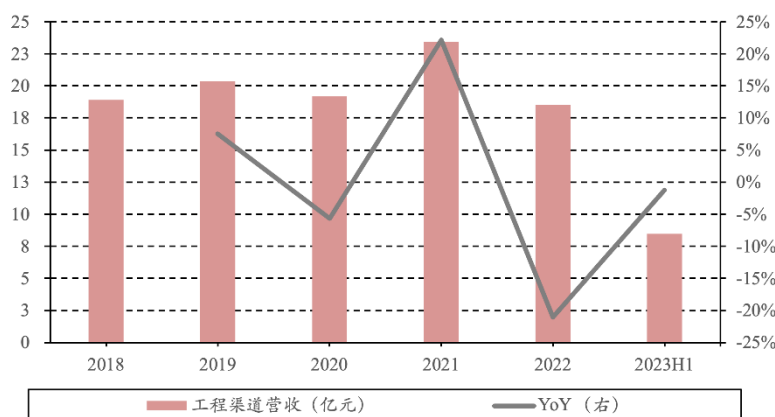
资料来源：新浪 VR，中银证券

经销直营齐头并进：公司 C 端营收规模较大的渠道主要有线下经销、电商经销、电商直营三个渠道，为避免不同渠道之间产生内部竞争关系损害公司盈利能力，除了对线上线下产品进行区分外，公司还和电商经销商积极展开长期合作，直营电商和经销电商在产品品类和型号上做到各有侧重，以此来对客户进行分流，并且公司营销事业部会负责每年的营销节点规划并分季度推进实施，推动公司产品整体销量增长的同时保证经销商的客户数量及收入。

3) 工程渠道

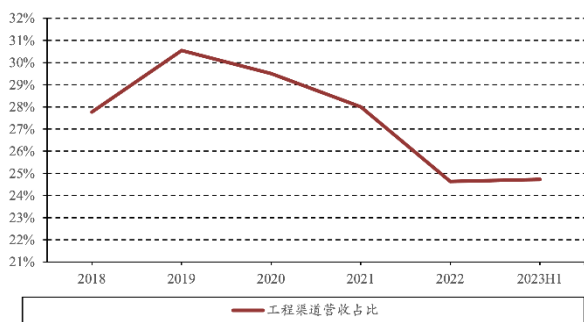
工程渠道发展较为谨慎：公司工程渠道营收在 2021 年达到高点 23.4 亿元，2022 年因房地产下行周期收入减少 21.0% 至 18.5 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 -0.5%。2023H1 公司工程营收 8.5 亿元，同比下降 1.2%。公司主要销售渠道为零售，出于风险控制的目的对资金占用周期较长的工程渠道投入较为谨慎，工程营收在总营收中占比在 2019 年提升至 30.5% 后逐年下降至 2022 年的 24.7%，对于公司未来发展影响相对较小。此外，公司工程项目主要通过经销商开展，2018-2022 年工程渠道营收中经销工程平均占比达到 89.8%，直营工程营收规模较小。公司是以经销模式为主的品牌企业，在工程业务上也更注重通过一系列的支持政策协助经销商拓展工程业务，而非自主开发工程业务。

图表 72.2018-2023H1 工程渠道营收规模及 YoY



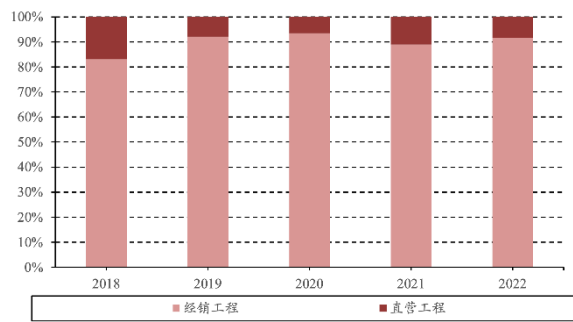
资料来源：公司公告，中银证券

图表 73.2018-2023H1 工程渠道营收在总营收中占比



资料来源：公司公告，中银证券

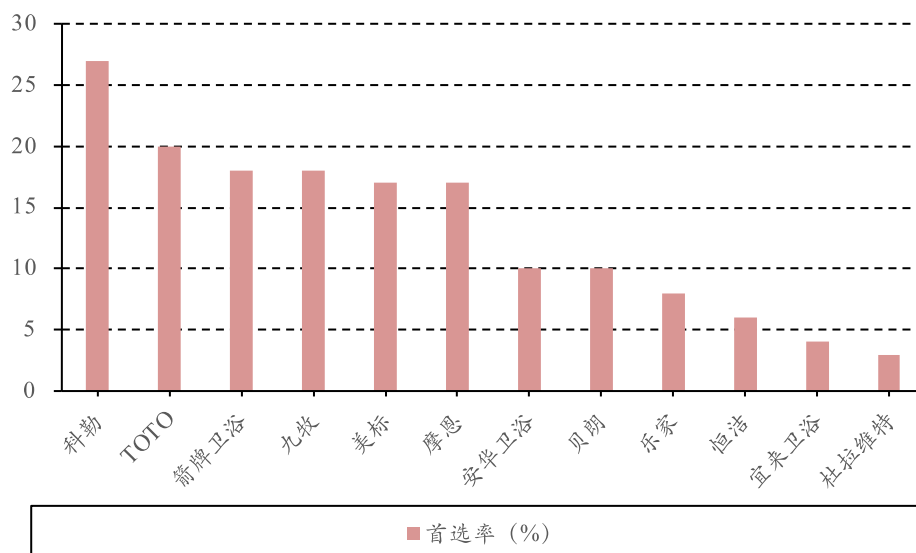
图表 74.工程渠道营收中经销工程和直营工程占比情况



资料来源：公司公告，中银证券

获得众多房地产企业认可，首选率排名第三：根据中国房地产业协会和上海易居房地产研究院中国房地产测评中心联合发布的《2023 房建供应链综合实力 TOP500-首选供应商服务商品品牌测评研究报告》，公司在 TOP500 房企卫浴洁具供应商首选率排名中位于第三，首选率为 18.0%，仅次于国外品牌科勒和东陶。

图表 75.TOP500 房企首选卫浴洁具供应商排名



资料来源：公司公告，中银证券

图表 76.公司地产渠道部分战略合作情况

甲方名称	战略类别	战略合作名称	战略合作期限
中海地产	卫浴陶瓷	陶瓷洁具、卫浴五金战略采购	2021-2023
华润置地	卫浴陶瓷	陶瓷洁具、卫浴五金、浴房屏风战略采购	2020-2023
越秀地产	卫浴陶瓷	陶瓷洁具、卫浴五金、浴房屏风战略采购	2019-2023
越秀地产	淋浴屏	2022 年度普通档淋浴屏供货、安装及配套服务	2012-2024
万科地产	卫浴陶瓷	浴房屏风战略采购	2022-2024
碧桂园	卫浴陶瓷	陶瓷洁具、卫浴五金战略采购	2021-2023

资料来源：优采云，公司公告，中银证券

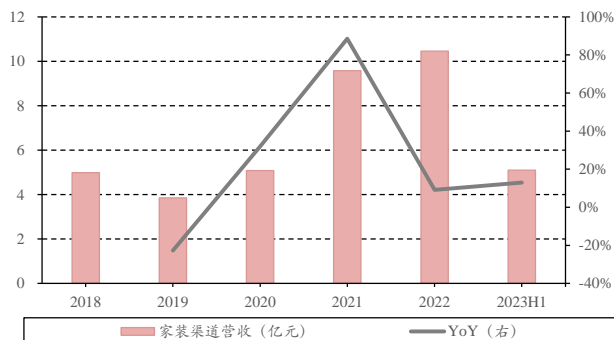
客户结构多样，行业口碑良好：为更好地控制工程项目风险，公司注重客户结构的优化，持续开发了教育、医疗机构、企业、酒店和政府工程等多元化优质业务。虽然工程渠道是外资品牌的优势渠道，但在多年耕耘下公司与多家核心地产企业建立了稳定的战略合作关系，其中包括华侨城、华润置地、华住酒店、如家酒店等多家知名酒店，旗下产品在荆州高铁站、深圳北站、浙江大学儿童医院等大型公共工程中得到广泛使用，是酒店联盟的推荐采购品牌，行业美誉度高。

4) 家装渠道

家装渠道收入增长迅速：2018-2022 年，家装渠道的销售收入从 5.0 亿元增长至 10.5 亿元，CAGR 高达 20.3%；家装渠道在总收入中的占比也从 2018 年的 7.4% 逐年上升至 2023H1 的 14.8%。

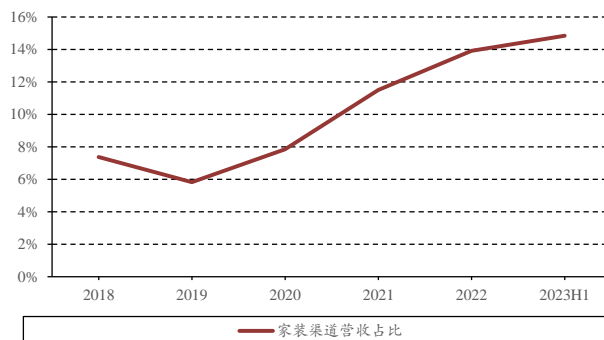
积极拓展家装渠道，抢占存量市场：在存量房重装修市场，面对多元化的消费需求，家装公司渠道扮演重要的角色。公司积极扩展家装渠道，对于全国性的家装公司，公司会与其签署合作协议，具体合作则由经销商落实；对于地方性家装公司，则由当地经销商与其直接开展合作。目前，公司已与多家全国知名的家装公司建立战略合作伙伴关系，同时也通过开展“家装城市合伙人”等活动，积极拓展与地方性的中小微家装企业合作。

图表 77.公司 2018-2023H1 家装渠道营收规模及 YoY



资料来源：公司公告，中银证券

图表 78.2018-2023H1 家装渠道营收在总营收中占比情况



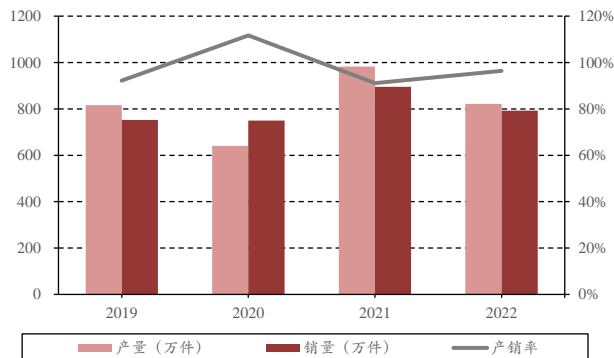
资料来源：公司公告，中银证券

开展家装设计师培训：为了提升终端门店设计师的专业水平，公司积极展开培训活动。2023 年 3 月，公司在佛山举办了名为《设计创造价值——2023 箭牌家居定制设计培训营》的活动，为来自全国各地的设计师提供了为期五天的集体培训。优秀的设计团队这意味着更出色的全屋定制服务，这有助于推动产品的套系化销售，进而扩大公司在家装渠道市场中的份额。

产销管理精益求精，降本增效箭指未来

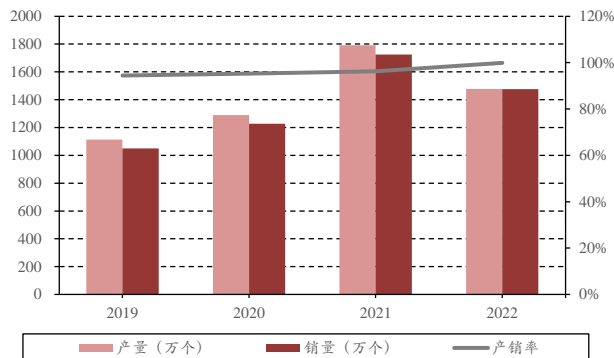
以销定产叠加精益化管理，公司产销率及库存周转率较优：2022 年，公司整体业务规模受市场经济环境下滑的影响而有所萎缩，公司的主要产品卫生陶瓷、龙头五金以及浴室家居的产量和销量均出现同比下降。在以销定产模式下，2019-2022 年，公司主要产品的产销率保持在 90% 以上。同时，通过推行精益化管理生产模式，公司的存货周转率有所提升，从 2019 年的 2.9 上升至 2023H1 的 3.8。

图表 79.2019-2022 年卫生陶瓷产量、销量及产销率



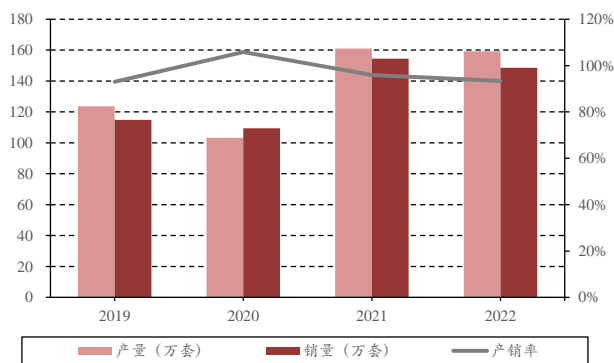
资料来源：公司公告，中银证券

图表 80.2019-2022 年龙头五金产量、销量及产销率



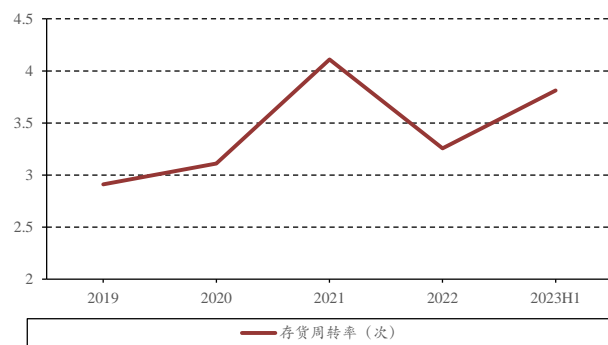
资料来源：公司公告，中银证券

图表 81.2019-2022 年浴室家居产量、销量及产销率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 82.2019-2022 年公司存货周转率



资料来源：公司公告，中银证券

自有产能分布广泛：公司已在国内布局 10 个生产基地，生产线涵盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室柜、浴缸、瓷砖及定制橱柜。其中的 8 个生产基地分布于佛山高明（三洲）、佛山三水、肇庆四会（下茆、龙甫）、韶关南雄、江西景德镇、山东德州、湖北应城等地；佛山顺德（乐从北围）与佛山高明（更合）2 个基地正在建设中。

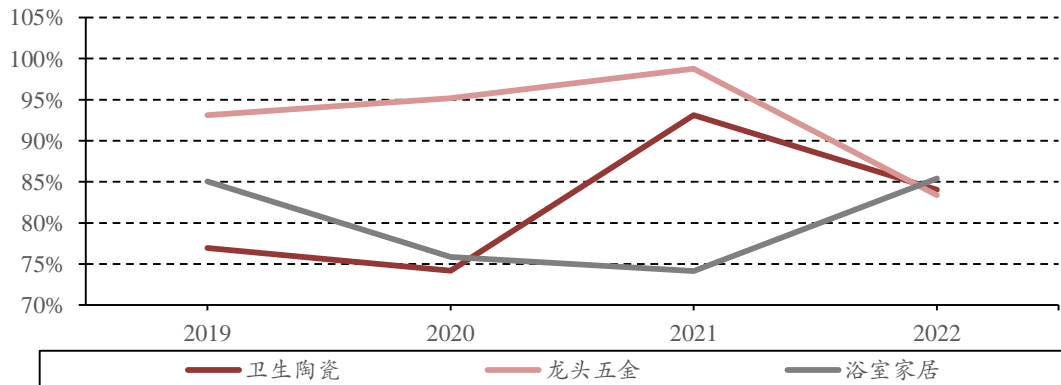
图表 83.公司产能情况

产品类别	单位	2021	2020	2019
卫生陶瓷	万件	1055.38	863.49	1060.96
龙头五金	万个	959.12	815.60	815.60
浴室柜	万套	186.45	130.82	139.86
浴缸	万件	11.55	10.53	11.70
瓷砖	万平方米	2108.70	1847.48	1898.10
定制厨衣柜	万套	13.20	11.69	11.10

资料来源：公司公告，中银证券

产能承压，扩产在即：2019-2021 年，公司龙头五金产能利用率持续上升，2021 年接近 99%，因而公司需要通过 OEM 外购模式来满足市场的需求；卫生陶瓷品类的产能利用率在 2021 年也达到 93.1% 的高位。随着公司 IPO 募投项目逐步投产，产能紧张问题将得到缓解，且能够进一步提高自主生产比例。2022 年，受产品销量下滑影响，公司产能利用率出现波动。卫生陶瓷、龙头五金的产能利用率分别下滑至 84.0% 及 83.4%，而浴室家具无明显变化。

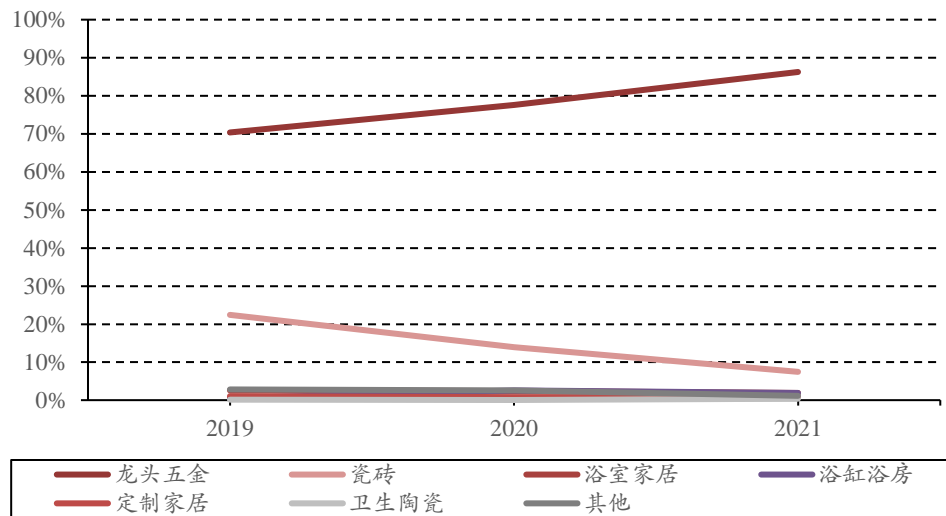
图表 84.公司产能利用率



资料来源：公司公告，中银证券

龙头五金 OEM 占比较高，瓷砖 OEM 占比持续下降：2019-2021 年，公司龙头五金的 OEM 占比从 70.3% 上升至 86.2%，而瓷砖的 OEM 的占比从 22.5% 下降至 7.5%，其他产品 OEM 占比相对保持稳定，2019-2021 年均维持在 3% 以下。

图表 85.龙头五金 OEM 占比较高



资料来源：公司公告，中银证券

IPO 项目扩充产能，“箭”指智能家居：2021 年 7 月，公司公告拟募集资金及投资总计 20.3 亿元，主要用于智能家居产品产能技术改造项目、年产 1,000 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以及补充流动资金项目。其中，水龙头及花洒增产项目能够缓解公司目前的龙头五金产能瓶颈，降低外协依赖；其余多个项目均与智能家居产品有关，包括对智能座便器、智能盖板、智能晾衣机及感应器产品以自主生产为目标进行产能建设，实现产业链优化延伸。

图表 86.募投项目概况

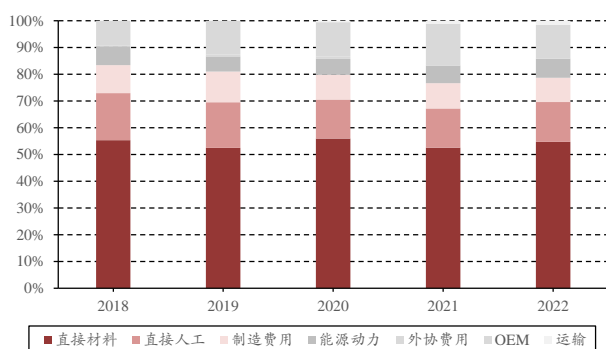
项目	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	项目简介
智能家居产品产能技术改造项目	4.8	4.5	建设自动、高效的智能产品生产线，布局智能家居产品产能，对现有的电子产品代工生产模式进行逐步替代，改为自主生产模式为主
年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目	6.8	3.6	引进先进制造设备，大幅提升公司在龙头洁具方面的产品供应能力，突破现有产能瓶颈，提升龙头自主制造能力
智能家居研发检测中心技术改造项目	1.7	1.0	深化对家居卫浴产品新材料、新产品、新技术、新工艺等的研究，持续研发智能化、节能环保、抗污抗菌、环境友好、使用体验良好等高端产品，同时在集团总部加大高规格研发机构的投入
数智化升级技术改造项目	0.9	0.5	引进信息系统开发专业顾问，招聘系统开发及运营人员，实现核心系统自主化开发，提高信息系统建设整体效率，兼顾各部门日常提出的琐碎化应用需求，提高公司整体信息化建设能力
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	-	推动经销商建设渠道终端门店，扩大全国销售覆盖范围，提高重点地区和市场空白区域的销售和服务能力，实现国内市场广度和深度覆盖；与新零售战略相结合，为消费者提供互动式、场景化购物体验，引入数字化技术创新营销方式，提升客户消费体验
补充流动资金	3.4	2.0	改善公司资本结构，提高公司盈利能力。

资料来源：公司公告，中银证券

各项成本占比基本稳定：公司的营业成本主要包括原材料、直接人工成本、制造费用、能源动力、外协等部分，2018-2022 年原材料是最大的成本项，平均占比约为 54.2%。随着原材料占比较高的智能坐便器和龙头五金的业务规模逐步扩大，直接材料成本占比呈上升趋势。2019-2022 年，受到天然气价格上涨的影响，能源费用占比也在逐渐增加。在产品结构变化、生产线自动化提升以及疫情期间减免部分员工社保支出优惠政策影响下，公司生产成本中直接人工成本的占比从 2018 年的 17.6% 降至 2022 年的 14.9%。

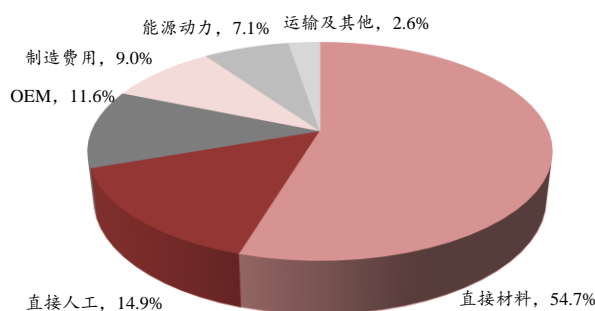
直接材料在生产成本中实际占比超 6 成：外协费用指的是公司基于整体生产效率考虑，将龙头五金的抛光打磨、电镀等技术附加值较低的工序外包给外协供应商进行生产而产生的成本。而 OEM 成本主要是公司为缓解部分产品的产能瓶颈压力，将产品生产交由 OEM 厂商所发生的成本，主要也是来自于龙头五金品类。OEM 成本金额的变动对公司各项营业成本占比变动影响较大，剔除 OEM 影响后，公司直接材料/直接人工/制造费用/能源动力/外协费用 2019-2021 年平均成本占比分别为 62.4%/17.9%/11.7%/7.1%/1.0%。

图表 87.公司 2018-2022 年成本结构情况



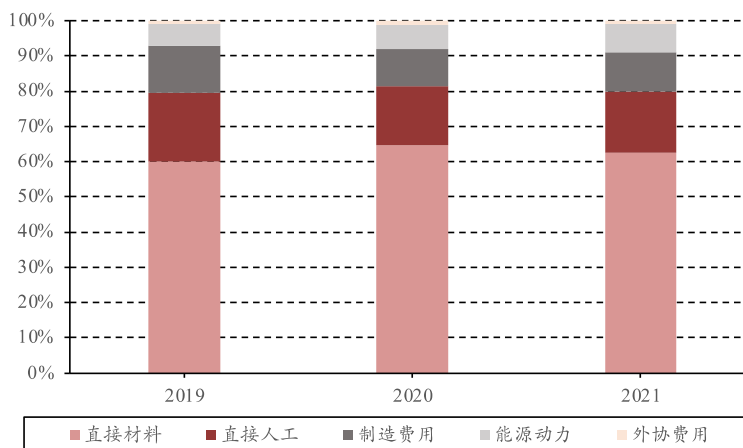
资料来源：公司公告，中银证券

图表 88.公司 2022 年成本结构拆分



资料来源：公司公告，中银证券

图表 89.剔除 OEM 费用后公司成本结构变化



资料来源：公司公告，中银证券

生产运营数智化，实现一体协作效应：生产制造方面，公司积极推进智能制造和精益生产策略作为降本的措施之一。结合多年的生产制造经验，公司引入了高压注浆成型机、机器人施釉、机器人修坯、自动装卸窑等自动化、智能化生产设备，并将其广泛应用于产品的生产和流程环节，不断提升生产制造的自动化和智能化水平。另外，为了顺应新时代下的发展趋势，公司也在持续推进生产与运营的数智化。2020 至 2022 年的三年间，公司用于推进信息与数字化的投入已累计超过 1.8 亿元。通过在 MES 制造执行、PLM 研发管理、CRM 营销管理、SRM 供应链管理、BI 大数据分析等方面的投入与应用，公司建立起部门间的信息共享平台。同时，信息化软件的应用，更是连接了销售端与生产端，实现了产品的定制化生产，拓展市场需求。公司内部形成一体，互相协作，进而有效提升运行效率与管理水平。

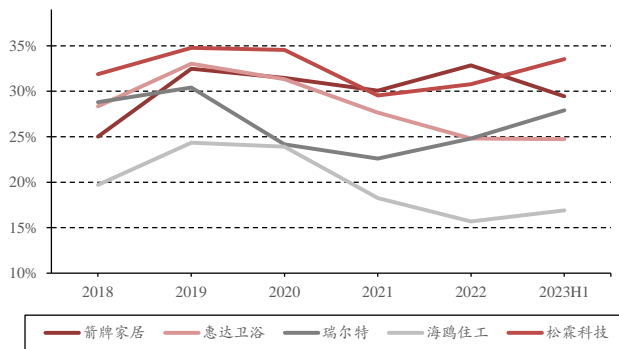
财务分析：价格战下盈利能力承压，信用风险可控，偿债压力减轻

行业竞争加剧，盈利能力出现下滑

盈利能力有所下滑：2018-2023H1，公司毛利率从 25.0% 上升至 29.4%。其中，2018-2019 年提升尤为明显，从 25.0% 上升至 32.5%，提升了 7.5pct，主要系公司持续推动产品升级、精益管理和智能制造。2019 年之后，公司毛利率相对平稳，维持在 30.0% 左右。公司 2023H1 毛利率同比下降 5.4pct，主要系公司实施了积极的销售政策，加大市场促销力度。公司净利率从 2018 年的 4.5% 增加至 2023H1 的 5.0%，其中公司净利率 2020 年出现较大下滑，主要系新冠疫情冲击、公司产品销售结构变动、消费者偏好变动、市场竞争加剧、个别客户坏账等因素的叠加影响。

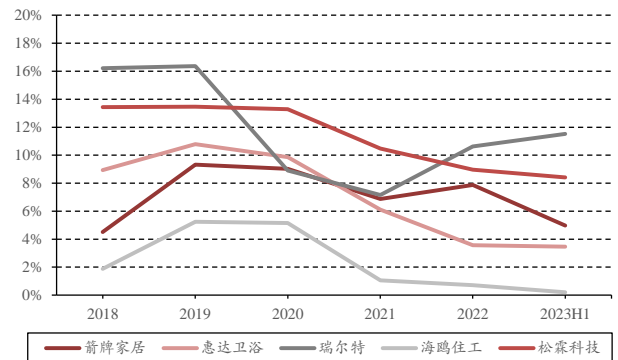
费用率较为平稳：2018-2023H1，公司费用率从 20.6% 上升至 22.0%，提升 1.4pct。公司 ROE 从 2018 年的 23.8% 下降至 2023H1 的 3.6%，主要原因是公司受新冠疫情冲击，净利润有所下降，以及 2022 年公司上市后，公司股本、净资产有所增长，致公司净资产收益率及每股收益被摊薄。

图表 90.2023H1 毛利率下滑较明显



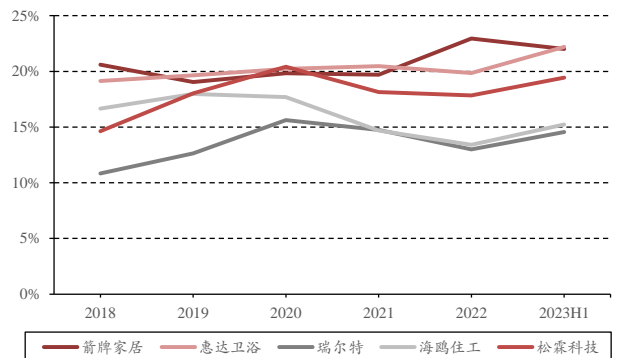
资料来源：公司公告，中银证券

图表 91.净利率出现下滑



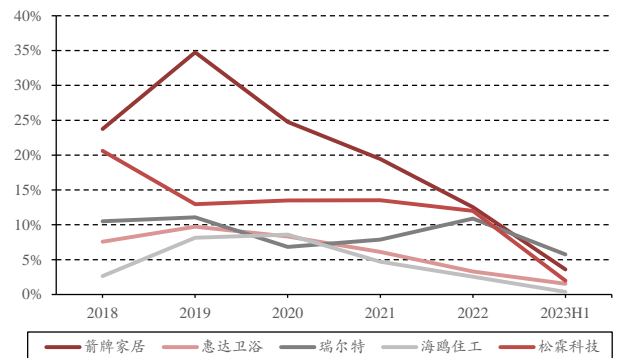
资料来源：公司公告，中银证券

图表 92.费用率基本稳定



资料来源：公司公告，中银证券

图表 93.ROE 下滑，主因公司上市后净资产增长

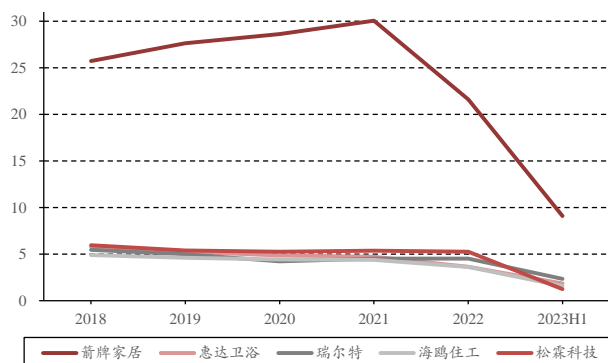


资料来源：公司公告，中银证券

工程渠道占比低，回款风险总体可控

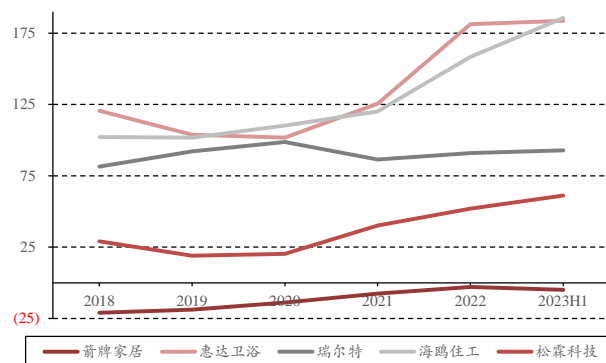
信用风险总体可控：2018-2023H1，公司应收账款周转率远高于同业水平，主要原因是公司对经销商采用先款后货的销售政策，应收账款规模较小，且公司直销渠道收入占比较低，应收账款余额相应较低。2021 年后公司应收账款周转率出现明显下滑，主要系 2021 年公司直营工程业务收入同比增长 106.2%，应收账款余额增加，同时受恒大地产流动性危机影响，对恒大地产的应收账款尚未收回所致（2022 年末对恒大地产的应收账款账面余额 9,291.8 万元，计提比例 100%）。

图表 94.应收账款周转率领先同行



资料来源：公司公告，中银证券

图表 95.净营运周期（天）

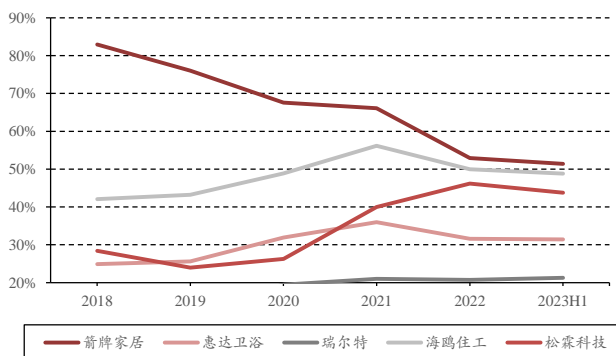


资料来源：公司公告，中银证券

2022 年上市后公司偿债压力明显下降

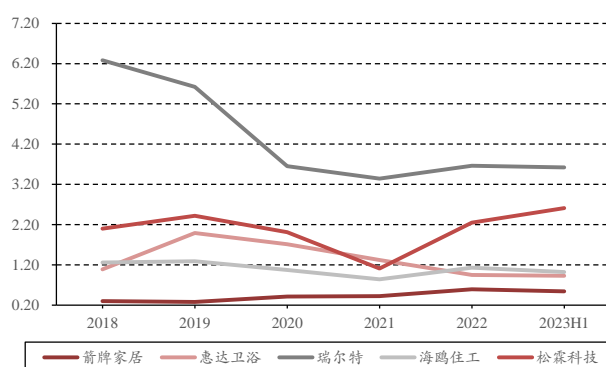
资本结构获改善：2018-2023H1，公司资产负债率从 83.0% 下降至 51.4%，速动比率从 0.3 上升到 0.5，主要系公司盈利能力持续增强，经营活动净现金流不断改善，且公司上市后净资产增加。公司资产负债率高于同行业可比公司，速动比率低于同行业可比公司，主要系公司前期经营积累较少，且在 2022 年前尚未上市，融资渠道相对有限，股权融资规模较少；此外，公司的经营积累大量投入长期资产的购置和建设，流动资产规模相对较低。

图表 96.资产负债率不断下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 97.速动比率逐步优化



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测及估值

核心假设：

1) 卫生陶瓷业务：需求方面，随着消费者偏好变更及人口老龄化带来的便捷操作需求，智能化卫浴产品渗透率有望进一步提升。销售方面，公司线上线下渠道持续扩张，我们预计公司 2023 年的产品销量将延续 2023H1 的增长势头，但行业竞争加剧下产品均价及盈利能力或将受到一定影响。随着公司 IPO 自动化生产项目的落地及智能化产品占比提升，我们预计公司卫生陶瓷业务的盈利能力将获修复。

2) 龙头五金业务：公司龙头五金产品产销率一直保持在高位，产能限制下公司部分依赖 OEM。我们预计公司的产品销量将延续 2023H1 的增长势头，且随着 IPO 产能逐步落地，公司有望降低外协依赖，增强成本控制力。

3) 浴室家具业务：随着公司产品智能化及销售套系化，我们看好公司通过智能马桶及恒温花洒等核心智能产品带动其他智能产品进入卫浴空间的潜力，旗下智能柜产品的增量可期。

我们预计公司 2023-2025 年营收增长率分别为 12.2%/17.0%/11.2%，毛利率为 31.5%/32.0%/32.4%，归母净利润为 6.4/7.6/9.4 亿元。

图表 98.公司盈利预测拆分

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
卫生陶瓷						
收入	百万	3,734.29	3,509.89	3,899.94	4,622.85	5,250.65
yoy		24.58	(6.01)	11.11	18.54	13.58
毛利率	%	34.38	34.03	32.32	32.85	33.37
龙头五金						
收入	百万	2,250.77	2,069.76	2430.93	2870.61	3202.17
yoy		37.58	(8.04)	17.45	18.09	11.55
毛利率	%	27.90	30.50	30.00	31.00	31.00
浴室家具						
收入	百万	923.94	807.80	880.53	1004.84	989.03
yoy		28.33	(12.57)	9.00	14.12	(1.57)
毛利率	%	27.79	32.21	31.00	31.00	32.00
其他业务						
收入	百万	1,464.48	1,126.01	1216.09	1362.02	1525.47
yoy		27.48	(23.11)	8.00	12.00	12.00
毛利率	%	23.84	33.92	68.00	68.00	68.00
合计						
收入	百万	8373.48	7513.46	8427.49	9860.33	10967.31
yoy		28.78	(10.27)	12.17	17.00	11.23
毛利率	%	30.06	32.85	31.47	32.01	32.37
归母净利润	百万	577.15	593.03	635.81	761.02	940.00
yoy		-1.93	2.75	7.21	19.69	23.52

资料来源：公司公告，中银证券测算

我们选取卫浴行业上市公司瑞尔特、海鸥住工、松霖科技作为可比公司，其中瑞尔特为座便器代工厂家，主营业务为马桶盖板及水箱配件的制造；海鸥住工主营厨卫类产品，2022 五金龙头营收占比为 57.5%；松霖科技主营厨卫龙头类产品。公司估值水平低于可比公司平均值，2023-2024 年公司 PE 分别为 20.5、17.1 倍，而可比公司平均值为 17.1、14.1 倍。考虑公司作为国内卫浴行业第一梯队企业，国内智能卫浴渗透率提升空间可期，且渠道布局优势明显，新产能释放后有望实现降本，营收及盈利能力预计能够持续增长。首次覆盖，给予公司增持评级。

图表 99.相对估值

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
瑞尔特	002790.SZ	11.91	49.77	0.51	0.62	0.75	23.35	19.23	15.82	未有评级
海鸥住工	002084.SZ	3.91	25.45	0.07	0.25	0.32	53.27	15.62	12.12	未有评级
松霖科技	603992.SH	13.72	55.02	0.65	0.83	0.96	21.11	16.51	14.31	未有评级
平均值							32.58	17.12	14.08	未有评级
箭牌家居	001322.SZ	13.41	130.09	0.61	0.66	0.78	21.94	20.46	17.09	增持

资料来源: Wind, 中银证券

注:股价与市值截止日 2023 年 10 月 13 日, 瑞尔特、海鸥住工、松霖科技数据选自万得一致预期

风险提示

下游需求波动：卫浴产品需求主要受新房增量及存量房翻新相关消费驱动，若房地产行业新房销售持续低迷，消费者旧房翻新改造意愿较低，将对卫浴产品销售带来不利影响。

行业竞争加剧：若行业内竞争加剧，同业企业均采取用降价争夺份额的策略，公司销售均价及毛利将收到不利影响。

原材料及能源价格上涨：公司生产成本中直接材料和能源成本占比较大，若原材料或燃料成本上升，公司毛利率将受到不利影响。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,373	7,513	8,427	9,860	10,967
营业收入	8,373	7,513	8,427	9,860	10,967
营业成本	5,856	5,046	5,776	6,704	7,418
营业税金及附加	85	82	92	107	119
销售费用	799	715	716	838	932
管理费用	547	653	716	838	932
研发费用	288	341	362	424	472
财务费用	16	16	23	20	6
其他收益	38	48	48	48	48
资产减值损失	(86)	(57)	(100)	(150)	(100)
信用减值损失	(118)	33	35	45	45
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	11	9	9	9	9
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	629	694	734	880	1,090
营业外收入	19	14	25	25	25
营业外支出	13	14	14	14	14
利润总额	636	694	745	891	1,101
所得税	59	101	109	130	161
净利润	576	592	636	761	940
少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0
归母净利润	577	593	636	761	940
EBITDA	916	1,007	1,206	1,433	1,673
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.59	0.61	0.66	0.78	0.97

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,523	3,848	4,317	5,064	5,449
现金及等价物	1,562	1,900	2,107	2,465	2,742
应收账款	320	376	327	495	419
应收票据	93	49	45	64	57
存货	1,389	1,379	1,669	1,869	2,046
预付账款	38	32	48	45	58
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	121	113	121	126	127
非流动资产	5,247	6,231	6,528	6,476	6,314
长期投资	181	182	182	182	182
固定资产	2,659	3,169	4,239	4,622	4,646
无形资产	954	950	955	954	949
其他长期资产	1,452	1,930	1,152	719	538
资产合计	8,770	10,079	10,845	11,540	11,763
流动负债	4,765	3,965	4,245	4,997	4,734
短期借款	213	300	596	824	479
应付账款	1,667	1,650	1,559	1,980	1,729
其他流动负债	2,884	2,014	2,091	2,193	2,526
非流动负债	1,030	1,371	1,403	813	641
长期借款	892	1,229	1,263	672	500
其他长期负债	139	142	140	141	141
负债合计	5,795	5,336	5,648	5,810	5,374
股本	869	966	970	970	970
少数股东权益	7	6	6	6	6
归属母公司股东权益	2,968	4,737	5,191	5,724	6,382
负债和股东权益合计	8,770	10,079	10,845	11,540	11,763

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	576	592	636	761	940
折旧摊销	321	354	506	590	633
营运资金变动	89	(954)	(237)	115	(17)
其他	(79)	409	(32)	34	(14)
经营活动现金流	906	401	872	1,501	1,542
资本支出	(1,113)	(1,278)	(760)	(560)	(460)
投资变动	3	13	(1)	(1)	(1)
其他	(104)	(3)	9	9	9
投资活动现金流	(1,214)	(1,268)	(751)	(551)	(451)
银行借款	357	424	330	(363)	(517)
股权融资	(34)	1,111	(181)	(228)	(282)
其他	20	61	(62)	(0)	(16)
筹资活动现金流	343	1,596	86	(591)	(814)
净现金流	36	730	207	358	277

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	28.8	(10.3)	12.2	17.0	11.2
营业利润增长率(%)	(9.8)	10.3	5.7	20.0	23.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(1.9)	2.8	7.2	19.7	23.5
息税前利润增长(%)	(8.6)	9.7	7.1	20.5	23.2
息税折旧前利润增长(%)	(0.2)	9.9	19.7	18.9	16.7
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(1.9)	2.8	7.2	19.7	23.5
获利能力					
息税前利润率(%)	7.1	8.7	8.3	8.6	9.5
营业利润率(%)	7.5	9.2	8.7	8.9	9.9
毛利率(%)	30.1	32.8	31.5	32.0	32.4
归母净利润率(%)	6.9	7.9	7.5	7.7	8.6
ROE(%)	19.4	12.5	12.2	13.3	14.7
ROIC(%)	16.0	9.7	9.5	13.0	17.0
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.3)
流动比率	0.7	1.0	1.0	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	30.1	21.6	24.0	24.0	24.0
应付账款周转率	5.3	4.5	5.3	5.6	5.9
费用率					
销售费用率(%)	9.5	9.5	8.5	8.5	8.5
管理费用率(%)	6.5	8.7	8.5	8.5	8.5
研发费用率(%)	3.4	4.5	4.3	4.3	4.3
财务费用率(%)	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	0.4	0.9	1.5	1.6
每股净资产(最新摊薄)	3.1	4.9	5.4	5.9	6.6
每股股息	0.0	0.2	0.2	0.2	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	22.5	21.9	20.5	17.1	13.8
P/B(最新摊薄)	4.4	2.7	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	0.4	15.6	11.7	8.9	7.1
价格/现金流(倍)	14.4	32.5	14.9	8.7	8.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371