

加码渠道精细管理，智能化产品占比继续提升

2023 年 10 月 29 日

➤ **事件：**公司发布 23 年三季度报，2023 年单 Q3 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 18.46/1.16/1.12 亿元，同比变动-5.81%/-36.85%/-35.39%。23 年前三季度实现营收/归母净利润/扣非净利润 52.80/2.87/2.61 亿元，同比变动+0.25%/-31.99%/-32.83%。

➤ **发货方式变更&竞争依然激烈，收入承压：**23Q3 公司收入同比下降 5.81%，主要系 1) 未来稳定终端价格，7 月开始由经销商到公司仓库自行提货变更为公司安排运输送到经销商仓库，部分收入确认延后，预计对收入影响约 1 亿元，剔除影响后收入同比基本持平；2) 从量价拆分，我们预计单价受到市场竞争叠加公司积极的促销策略，同比略有承压；就销量来看，随着渠道扩张和品类拓展的延续，销量延续稳步增长态势。**分品类看：**智能产品或实现小幅增长，在轻智能马桶占比提升带来单价承压背景下，公司通过持续推出新品&加速线下渠道升级，带来市占率稳步提升。**分渠道看：**公司持续推进直营电商发展，一方面增加轻智能马桶新品，另一方面，通过加码线上直营推动，带动线上渠道较快增长。

➤ **毛利率同比承压，但环比进入改善区间：**23Q3 公司实现毛利率 29.36%，同比/环比分别变动-3.17/+0.40pct，归母净利率 6.29%，同比/环比分别下降 3.09/0.94pct。其中**毛利率方面：**2023 单 Q3 同比承压主要系加大促销力度所致，环比提升主因高毛利率新品推出带动产品结构优化，同时公司持续提升自产率，实现降本增效；**费用方面，**2023 年单 Q3 公司期间费用率 22.03%，同比减少 0.03pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 8.35%/8.97%/4.81%/-0.10%，同比变动-1.23/+1.43/+0.23/-0.46pct，销售费用率下降主要系经销商补贴减少、经销商部分补贴费用由原来的广告费报销调整为直接价格折让所致；**现金流方面：**2023 单 Q3 同比降低 38%，主因去年同期税费返还及三季度增加备货，截至 9 月底，公司存货为 15.79 亿元，相比上半年提升约 3.5 亿元。

➤ **终端价格管理效率提升，利润率回升可期：**公司发货方式完成改革，对终端价格控制力提升，利好经销商规模扩张。收入端：1) 公司持续推进渠道下沉，下沉渠道门店稳健增长；2) 公司推进抖音、快手直播团队建设，多平台发展实现增长；3) 公司新品陆续上市，拉动终端销售。利润端：1) 公司持续推进自产，自产率持续提升，实现降本增效，拉动毛利率上行，缓解价格战对毛利率的影响。2) 高毛利率新品持续推出，产品结构持续优化，预计明年均价、毛利率压力减弱。远期智能马桶渗透率提升逻辑不变，公司持续研发新品、拓展渠道，**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.98/6.38/7.62 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25X/20X/16X，维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**渠道拓展不及预期；市场竞争加剧；房地产市场波动。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 7,513 | 7,752 | 8,931 | 10,277 |
| 增长率 (%) | -10.3 | 3.2 | 15.2 | 15.1 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 593 | 498 | 638 | 762 |
| 增长率 (%) | 2.8 | -16.1 | 28.2 | 19.4 |
| 每股收益 (元) | 0.61 | 0.51 | 0.66 | 0.79 |
| PE | 21 | 25 | 20 | 16 |
| PB | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
12.88 元

分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

- 箭牌家居 (001322.SZ) 2023 年中报点评：智能化产品占比提升，竞争加剧致盈利承压-2023/08/22
- 箭牌家居 (001322.SZ) 2023 年一季报点评：促销致盈利阶段性承压，乘智能化趋势全年业绩规划暂未调整-2023/04/26
- 箭牌家居 (001322.SZ) 2022 年报点评：疫情致 22 年经营承压，智能化加码带动长期成长-2023/04/12
- 箭牌家居 (001322.SZ) 公司深度报告：智能趋势助“弯道超车”，陶瓷卫浴龙头护城河稳固-2023/03/29

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 营业总收入 | 7,513 | 7,752 | 8,931 | 10,277 |
| 营业成本 | 5,046 | 5,442 | 6,203 | 7,125 |
| 营业税金及附加 | 82 | 85 | 98 | 113 |
| 销售费用 | 715 | 636 | 723 | 822 |
| 管理费用 | 653 | 659 | 750 | 853 |
| 研发费用 | 341 | 341 | 384 | 432 |
| EBIT | 704 | 635 | 826 | 973 |
| 财务费用 | 16 | 41 | 49 | 47 |
| 资产减值损失 | -57 | -60 | -68 | -78 |
| 投资收益 | 9 | 23 | 9 | 10 |
| 营业利润 | 694 | 558 | 717 | 858 |
| 营业外收支 | 0 | 6 | 6 | 6 |
| 利润总额 | 694 | 565 | 724 | 865 |
| 所得税 | 101 | 68 | 87 | 104 |
| 净利润 | 592 | 497 | 637 | 761 |
| 归属于母公司净利润 | 593 | 498 | 638 | 762 |
| EBITDA | 1,059 | 1,059 | 1,389 | 1,686 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 1,900 | 1,165 | 1,346 | 2,376 |
| 应收账款及票据 | 424 | 422 | 486 | 560 |
| 预付款项 | 32 | 34 | 39 | 45 |
| 存货 | 1,379 | 1,427 | 1,627 | 1,869 |
| 其他流动资产 | 113 | 63 | 66 | 70 |
| 流动资产合计 | 3,848 | 3,112 | 3,565 | 4,919 |
| 长期股权投资 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 固定资产 | 3,169 | 3,964 | 4,710 | 6,051 |
| 无形资产 | 950 | 948 | 943 | 939 |
| 非流动资产合计 | 6,231 | 7,662 | 8,023 | 7,874 |
| 资产合计 | 10,079 | 10,774 | 11,588 | 12,793 |
| 短期借款 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 应付账款及票据 | 2,734 | 2,948 | 3,360 | 3,860 |
| 其他流动负债 | 931 | 1,096 | 1,010 | 1,145 |
| 流动负债合计 | 3,965 | 4,344 | 4,670 | 5,306 |
| 长期借款 | 1,229 | 1,209 | 1,209 | 1,209 |
| 其他长期负债 | 142 | 155 | 154 | 154 |
| 非流动负债合计 | 1,371 | 1,364 | 1,363 | 1,363 |
| 负债合计 | 5,336 | 5,708 | 6,034 | 6,669 |
| 股本 | 966 | 970 | 970 | 970 |
| 少数股东权益 | 6 | 6 | 5 | 4 |
| 股东权益合计 | 4,743 | 5,067 | 5,554 | 6,124 |
| 负债和股东权益合计 | 10,079 | 10,774 | 11,588 | 12,793 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | -10.27 | 3.17 | 15.21 | 15.08 |
| EBIT 增长率 | 10.84 | -9.78 | 29.96 | 17.84 |
| 净利润增长率 | 2.75 | -16.10 | 28.20 | 19.44 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 32.85 | 29.80 | 30.55 | 30.67 |
| 净利润率 | 7.89 | 6.42 | 7.14 | 7.41 |
| 总资产收益率 ROA | 5.88 | 4.62 | 5.50 | 5.96 |
| 净资产收益率 ROE | 12.52 | 9.83 | 11.49 | 12.45 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 0.97 | 0.72 | 0.76 | 0.93 |
| 速动比率 | 0.59 | 0.37 | 0.40 | 0.56 |
| 现金比率 | 0.48 | 0.27 | 0.29 | 0.45 |
| 资产负债率 (%) | 52.94 | 52.97 | 52.07 | 52.13 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 18.25 | 18.25 | 18.25 | 18.25 |
| 存货周转天数 | 99.75 | 99.75 | 99.75 | 99.75 |
| 总资产周转率 | 0.80 | 0.74 | 0.80 | 0.84 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.61 | 0.51 | 0.66 | 0.79 |
| 每股净资产 | 4.88 | 5.22 | 5.72 | 6.31 |
| 每股经营现金流 | 0.41 | 1.29 | 1.55 | 1.89 |
| 每股股利 | 0.18 | 0.15 | 0.20 | 0.24 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 21 | 25 | 20 | 16 |
| PB | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 12.11 | 12.10 | 9.23 | 7.61 |
| 股息收益率 (%) | 1.43 | 1.19 | 1.53 | 1.83 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 净利润 | 592 | 497 | 637 | 761 |
| 折旧和摊销 | 354 | 424 | 563 | 712 |
| 营运资金变动 | -672 | 227 | 167 | 211 |
| 经营活动现金流 | 401 | 1,254 | 1,500 | 1,830 |
| 资本开支 | -1,276 | -1,849 | -918 | -556 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -1,268 | -1,824 | -909 | -546 |
| 股权募资 | 1,177 | 5 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 503 | 64 | -198 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 1,596 | -165 | -411 | -255 |
| 现金净流量 | 730 | -735 | 181 | 1,029 |

分析师承诺

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

评级说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

民生证券研究院：

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

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

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