

箭牌家居 (001322)

证券研究报告

2023年10月30日

全面推进智能马桶销售策略与结构优化

23Q3 收入同减 5.8%，归母净利同减 37%

公司 23Q1-3 收入 52.8 亿，同增 0.2%，23Q1、Q2、Q3 收入及同比增速分别为 11.1 亿（同比-1.7%），23.2 亿（同比+6.7%），18.5 亿（同比-5.8%）；

23Q3 收入减少系运输模式切换所致，公司自 2023 年 7 月 1 日起实行主要产品（瓷砖除外）统一配送，由经销商到公司仓库自行提货变为公司安排运输送到经销商仓库；由于运输模式切换，商品控制权转移节点由公司仓库出库确认延至送达经销商仓库签收后确认，以成本计价发出商品金额增加约 0.77 亿元，此部分发出商品对应的收入确认也相应延后。

收入分月度来看，由于运输模式切换的影响，7 月收入同比减少，8、9 月开始恢复并实现增长；同时主要产品品类（包括智能坐便器）的销售数量保持增长，均价同比有所减少但环比基本稳定。

23Q1-3 归母净利 2.9 亿，同减 32%，主要系销售毛利率减少，23Q1、Q2、Q3 归母净利及同比增速分别为 0.03 亿（同比-88.2%），1.7 亿（同比-20.8%），1.2 亿（同比-36.9%）；

23Q1-3 扣非归母净利 2.6 亿，同减 32.8%，23Q1、Q2、Q3 扣非归母净利及同比增速分别为-0.2 亿（同比-225.8%），1.7 亿（同比-19%），1.1 亿（同比-35.4%）。

23Q1-3 毛利率 29.4%同减 4.6pct，净利率 5.4%同减 2.6pct

23Q3 公司对部分产品的促销政策进行调整、产品结构优化，各个品类的毛利率环比均有所改善，产品均价基本稳定，公司将继续延续调整思路，更加全面地推进销售政策的调整与产品结构优化，进一步改善毛利率水平。

23Q1-3 销售费用率 8.4%，同减 1.2pct；管理费用率（包含研发费用率）13.7%，同增 0.1pct；财务费用率-0.1%，同减 0.4pct，主要系产生募集资金利息收入所致。公司有效精简 SKU、零部件标准化以及外购转自产等举措推动降本取得一定成效，未来将继续落实上述工作，进一步实现降本增效目标。

持续拓展轻智能马桶价格带，布局全智能马桶高端市场

智能马桶的毛利率环比略有下降，主要是受到运输模式切换的影响以及 Q3 电商渠道的销售结构影响；而 Q3 全智能以及轻智能马桶的均价环比均有所上升。随着轻智能产品在非住宅物业渗透率的提升，轻智能产品的占比将略有提升，但未来占比仍将低于全智能产品。未来，公司将持续通过产品创新等措施进一步拓展轻智能马桶的价格带，全功能智能马桶则持续增加高端产品布局和推广，从而推动智能马桶整体均价稳定以及收入增加。

经销零售渠道进一步赋能

公司通过产品结构的调整，为经销商提供更有竞争力的产品；同时进一步加强经销商的精细化运营管理，优化产品布局、新品上市流程和产品推广效率，优化门店布局提升店效，推动门店重装或局装，开展各种形式的营销活动，同时，持续推动经销商进一步布局销售空白区域，完善现有终端门店的布局，推动渠道下沉，从而促进零售渠道的增长。

调整盈利预测，给予“买入”评级

公司坚持加大研发投入，继续围绕“智能化”、“个性化”、“定制化”进行产品布局和技术升级；在市场方面，坚持零售为主推进全渠道营销，持续探索服务创新模式，提高品牌服务体验。根据公司业绩，23Q1-Q3 归母净利 2.9 亿同减 32%，因此调整盈利预测。预计 23-25 公司归母净利分别为 5.12/5.89/7.16 亿元（前值为 6.70/8.20/9.66 亿元），EPS 分别为 0.53/0.61/0.74

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.04 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	970.12
流通 A 股股本(百万股)	152.58
A 股总市值(百万元)	12,650.39
流通 A 股市值(百万元)	1,989.61
每股净资产(元)	5.02
资产负债率(%)	51.85
一年内最高/最低(元)	25.35/12.12

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《箭牌家居-半年报点评:智能化表现亮眼,产品策略持续优化》2023-08-23
- 《箭牌家居-公司点评:推出股权激励,绑定团队加速成长》2023-05-22
- 《箭牌家居-年报点评报告:强势品类领跑,智慧赋能生活》2023-04-13

元/股，PE 分别为 25/21/18x。

风险提示：市场竞争加剧；房地产市场波动以及消费者需求放缓；原材料价格波动风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,373.48	7,513.46	8,218.23	9,387.68	11,279.30
增长率(%)	28.78	(10.27)	9.38	14.23	20.15
EBITDA(百万元)	1,462.67	1,399.51	1,105.42	1,216.38	1,424.67
归属母公司净利润(百万元)	577.15	593.03	511.63	589.18	716.34
增长率(%)	(1.93)	2.75	(13.73)	15.16	21.58
EPS(元/股)	0.59	0.61	0.53	0.61	0.74
市盈率(P/E)	21.92	21.33	24.73	21.47	17.66
市净率(P/B)	4.26	2.67	2.43	2.21	2.00
市销率(P/S)	1.51	1.68	1.54	1.35	1.12
EV/EBITDA	0.00	10.05	8.96	8.79	5.78

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,561.80	1,900.21	3,816.35	2,932.28	5,291.12
应收票据及应收账款	412.75	424.24	393.99	550.64	620.85
预付账款	38.22	31.77	40.50	45.87	57.53
存货	1,389.26	1,378.84	1,520.90	1,769.25	2,289.81
其他	121.27	112.70	103.68	122.22	120.28
流动资产合计	3,523.29	3,847.77	5,875.42	5,420.26	8,379.60
长期股权投资	13.10	13.69	13.69	13.69	13.69
固定资产	2,659.28	3,168.91	3,296.28	3,866.45	4,236.49
在建工程	1,150.85	1,725.84	1,799.90	1,409.65	1,167.86
无形资产	953.85	950.33	909.87	869.42	828.96
其他	469.64	372.09	372.98	359.55	343.22
非流动资产合计	5,246.72	6,230.86	6,392.72	6,518.76	6,590.22
资产总计	8,770.01	10,078.62	12,268.14	11,939.02	14,969.82
短期借款	213.27	300.22	270.20	243.18	218.86
应付票据及应付账款	3,413.58	2,733.61	4,042.57	3,670.36	5,658.55
其他	896.54	664.28	1,475.19	1,143.42	1,715.94
流动负债合计	4,523.40	3,698.11	5,787.95	5,056.96	7,593.35
长期借款	891.69	1,228.79	1,105.91	995.32	895.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	138.62	142.41	141.80	140.94	141.72
非流动负债合计	1,030.30	1,371.20	1,247.71	1,136.26	1,037.51
负债合计	5,794.83	5,335.79	7,035.66	6,193.23	8,630.86
少数股东权益	6.95	6.25	17.98	20.51	24.51
股本	869.00	965.61	970.12	970.12	970.12
资本公积	955.05	2,033.60	2,046.64	2,046.64	2,046.64
留存收益	1,144.01	1,737.04	2,197.58	2,708.30	3,297.46
其他	0.17	0.33	0.16	0.22	0.23
股东权益合计	2,975.18	4,742.83	5,232.48	5,745.79	6,338.96
负债和股东权益总计	8,770.01	10,078.62	12,268.14	11,939.02	14,969.82

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	576.21	592.33	511.63	589.18	716.34
折旧摊销	310.87	348.35	363.07	410.06	448.98
财务费用	33.68	31.62	5.87	15.08	16.37
投资损失	(11.19)	(8.69)	(12.87)	(10.92)	(10.83)
营运资金变动	(293.15)	(689.16)	1,807.13	(1,137.71)	1,966.66
其它	289.56	126.29	13.03	2.92	4.86
经营活动现金流	905.97	400.73	2,687.85	(131.39)	3,142.39
资本支出	1,177.39	1,394.41	524.66	550.37	536.01
长期投资	(1.49)	0.59	0.00	0.00	0.00
其他	(2,389.48)	(2,662.58)	(1,035.83)	(1,088.97)	(1,061.96)
投资活动现金流	(1,213.59)	(1,267.58)	(511.17)	(538.60)	(525.95)
债权融资	378.63	489.23	(225.53)	(135.29)	(129.57)
股权融资	15.17	997.64	(35.01)	(78.78)	(128.03)
其他	(50.44)	109.53	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	343.36	1,596.41	(260.54)	(214.08)	(257.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	35.74	729.57	1,916.14	(884.07)	2,358.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,373.48	7,513.46	8,218.23	9,387.68	11,279.30
营业成本	5,856.06	5,045.65	5,663.18	6,623.01	7,818.81
营业税金及附加	84.62	81.63	88.76	99.42	121.27
销售费用	798.74	715.33	764.30	844.89	1,015.14
管理费用	546.72	653.39	657.46	751.01	902.34
研发费用	288.21	340.58	386.26	337.96	524.49
财务费用	15.50	16.14	5.87	15.08	16.37
资产/信用减值损失	(203.27)	(23.35)	(61.19)	(54.02)	(57.61)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.19	8.69	12.87	10.92	10.83
其他	346.54	(18.28)	0.00	0.00	0.00
营业利润	629.16	693.68	604.09	673.21	834.10
营业外收入	19.16	13.92	14.08	15.72	11.00
营业外支出	12.72	13.84	21.66	16.07	17.19
利润总额	635.60	693.76	596.51	672.86	827.91
所得税	59.39	101.43	71.85	80.76	106.71
净利润	576.21	592.33	524.66	592.10	721.20
少数股东损益	(0.94)	(0.70)	13.03	2.92	4.86
归属于母公司净利润	577.15	593.03	511.63	589.18	716.34
每股收益(元)	0.59	0.61	0.53	0.61	0.74

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	28.78%	-10.27%	9.38%	14.23%	20.15%
营业利润	-9.84%	10.25%	-12.92%	11.44%	23.90%
归属于母公司净利润	-1.93%	2.75%	-13.73%	15.16%	21.58%
获利能力					
毛利率	30.06%	32.85%	31.09%	29.45%	30.68%
净利率	6.89%	7.89%	6.23%	6.28%	6.35%
ROE	19.44%	12.52%	9.81%	10.29%	11.34%
ROIC	45.76%	29.03%	13.02%	24.50%	19.69%
偿债能力					
资产负债率	66.08%	52.94%	57.35%	51.87%	57.66%
净负债率	-14.06%	-5.30%	-45.62%	-28.25%	-64.60%
流动比率	0.74	0.97	1.02	1.07	1.10
速动比率	0.45	0.62	0.75	0.72	0.80
营运能力					
应收账款周转率	22.00	17.95	20.09	19.88	19.26
存货周转率	6.66	5.43	5.67	5.71	5.56
总资产周转率	1.04	0.80	0.74	0.78	0.84
每股指标(元)					
每股收益	0.59	0.61	0.53	0.61	0.74
每股经营现金流	0.93	0.41	2.77	-0.14	3.24
每股净资产	3.06	4.88	5.38	5.90	6.51
估值比率					
市盈率	21.92	21.33	24.73	21.47	17.66
市净率	4.26	2.67	2.43	2.21	2.00
EV/EBITDA	0.00	10.05	8.96	8.79	5.78
EV/EBIT	0.00	12.98	13.35	13.26	8.44

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com