

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

箭牌家居(001322)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

箭牌家居(001322): 对标 TOTO, 国产智能卫浴龙头成长可期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

销售政策调整影响短期业绩, 下沉&出海加速布局

2024年04月21日

事件: 箭牌家居发布 2023 年报及 2024 年一季报, 公司 2023 年实现营业收入 76.48 亿元, 同比+1.79%; 实现归母净利润 4.25 亿元, 同比-28.43%; 实现扣非归母净利润 3.92 亿元, 同比-27.57%。4Q23 实现营业收入 23.68 亿元, 同比+5.41%; 实现归母净利润 1.37 亿元, 同比-19.61%, 实现扣非归母净利润 1.30 亿元, 同比-13.91%。1Q24 实现营业收入 11.35 亿元, 同比+2.26%; 实现归母净利润-0.9 亿元, 同比转亏, 扣非归母净利润-1.1 亿元, 同比-580%。2023 年公司拟每 10 股派发现金红利 1.32 元(含税)。

点评:

- **智能坐便器占比稳步提升, 直营电商、渠道下沉快速推进, 布局进军海外市场。** 公司 2023 年实现营业收入 76.48 亿元, 同比+1.79%, 4Q23 实现营业收入 23.68 亿元, 同比+5.41%, 1Q24 实现营业收入 11.35 亿元, 同比+2.26%。2023 年初, 公司基于对市场的判断和竞争的需要, 加速新品开发提高产品竞争力, 同时相应调整销售政策, 全渠道加大产品促销力度抢占市场份额, 价格因素对营收增长产生一定影响。**分产品,** 2023 年公司卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房分别实现收入 37.4 亿元、21.0 亿元、7.7 亿元、4.3 亿元、3.9 亿元, 分别同比+6.6%、+1.5%、-4.6%、-15.8%、-6.2%。其中, 公司智能坐便器实现收入 15.6 亿元, 同比+12.5%, 占营收比重达 20.4%, 同比+1.9pct。**分渠道,** 2023 年公司 1) 经销(含经销零售、电商、家装及工程) 收入为 65.6 亿元, 同比-0.76%, 其中经销零售、经销电商、家装、经销工程分别实现收入 29.5 亿元、8.1 亿元、11.4 亿元、16.6 亿元, 分别同比-3.5%、-0.7%、+9.4%、-2.2%。同时, 公司持续推动经销商进一步布局下沉市场, 截止 23 年底终端网点数量达 17,567 家, 较上年底增加 4189 家, 新增网点大部分为下沉渠道。2) 直销(含直营电商及直营工程) 收入为 10.4 亿元, 同比增+20.03%。其中直营电商实现收入 8.0 亿元, 同比+15.3%。公司在深耕天猫、京东等大型平台电子商务综合服务的同时, 加快在抖音、快手、拼多多、小红书等平台上的服务渗透, 加大新兴渠道的布局和投入力度, 同时积极开展新零售, 线上线下互补互融。**分地区,** 2023 年公司境内、境外分别实现收入 75.2 亿元、1.3 亿元, 分别同比+0.6%、+238.3%。公司规划 2024 年加快海外市场拓展, 推动内销和出口协同发展。
- **运输政策调整及价格政策影响毛利率, 积极推进降本自产率提升。1) 毛利率:** 公司 2023 年实现毛利率 28.34%, 同比-4.5pct, 1Q24 毛利率 24.4%, 同比-6.04pct。由于价格因素影响高于自产率提升的降本贡献, 23 年 7 月公司实行主要产品(不含瓷砖)统一配送的运输模式, 由公司统一安排物流配送至经销商指定仓库, 并由公司与物流承运商进行相关费用结算导致运输成本提升。**分产品**公司卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具毛利率分别为 28.52%、26.58%、26.77%, 分别同比-5.52pct、-3.91pct、-5.44pct, 其中智能坐便器毛利率为 30.34%, 同比-6.14pct。

2) 期间费用率: 公司 2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.9%、8.6%、4.5%、0.06%，分别同比-1.6pct、-0.06pct、-0.07pct、-0.15pct，其中销售费用率下降主要为 2023 年下半年将对经销商的补贴费用改为价格折扣，导致计提的经销商补贴减少。**3) 净利润:** 公司 2023 年实现归母净利润 4.25 亿元，同比-28.43%；实现扣非归母净利润 3.92 亿元，同比-27.57%，归母净利率 5.54%，同比-2.4pct；1Q24 实现归母净利润-0.9 亿元，同比转亏，扣非归母净利润-1.1 亿元，同比-580%。**4) 现金流:** 公司 2023 年实现经营活动现金流 11.7 亿元，同比+190.98%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加，以及支付各项税费减少；投资活动现金流-8.8 亿元，同比+30.9%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；筹资活动现金流-1.5 亿元，同比-109.7%，主要系公司 22 年收到募集资金以及 23 年偿还长期借款较上年增加及分配股利支付的现金增加。

- **盈利预测与投资评级:** 公司作为国产智能卫浴龙头近年积极把握行业趋势，智能产品占比提升产品结构优化，渠道多元布局把握全域流量，海外出口布局成长可期，自产率&自动化有望优化效率。发布股权激励彰显增长信心。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.89 亿元、5.65 亿元、6.50 亿元，分别同比增长 15.2%、15.4%、15.0%，目前股价对应 24 年 PE 为 17x，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 市场竞争加剧的风险、房地产市场波动风险、原材料价格上涨风险

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,513	7,648	8,522	9,483	10,444
增长率 YoY %	-10.3%	1.8%	11.4%	11.3%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	593	425	489	565	650
增长率 YoY%	2.8%	-28.4%	15.2%	15.4%	15.0%
毛利率%	32.8%	28.3%	28.5%	28.7%	29.5%
净资产收益率ROE%	12.5%	8.5%	8.9%	9.3%	9.7%
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.44	0.50	0.58	0.67
市盈率 P/E(倍)	14.37	20.08	17.43	15.10	13.12
市净率 P/B(倍)	1.80	1.70	1.55	1.41	1.27

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	3,848	3,813	4,910	6,050	7,450	
货币资金	1,900	1,970	2,765	3,752	5,058	
应收票据	49	78	95	105	116	
应收账款	376	375	420	440	441	
预付账款	32	38	43	47	52	
存货	1,379	1,274	1,513	1,627	1,703	
其他	113	78	75	78	81	
非流动资产	6,231	6,827	7,211	7,123	6,814	
长期股权投资	14	14	14	14	14	
固定资产(合计)	3,169	4,917	5,074	5,057	4,910	
无形资产	950	934	934	934	934	
其他	2,098	961	1,189	1,119	957	
资产总计	10,079	10,640	12,121	13,173	14,264	
流动负债	3,965	4,332	5,328	5,816	6,258	
短期借款	300	299	479	479	479	
应付票据	1,083	1,059	1,607	1,784	1,944	
应付账款	1,650	1,639	1,861	2,066	2,250	
其他	931	1,335	1,381	1,486	1,585	
非流动负债	1,372	1,300	1,297	1,297	1,297	
长期借款	1,229	1,151	1,151	1,151	1,151	
其他	143	150	147	147	147	
负债合计	5,336	5,633	6,626	7,113	7,556	
少数股东权益	6	5	4	4	3	
归属母公司	4,737	5,002	5,491	6,056	6,706	
负债和股东权益	10,079	10,640	12,121	13,173	14,264	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,513	7,648	8,522	9,483	10,444	
同比 (%)	-10.3%	1.8%	11.4%	11.3%	10.1%	
归属母公司净利润	593	425	489	565	650	
同比 (%)	2.8%	-28.4%	15.2%	15.4%	15.0%	
毛利率 (%)	32.8%	28.3%	28.5%	28.7%	29.5%	
ROE%	12.5%	8.5%	8.9%	9.3%	9.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.44	0.50	0.58	0.67	
P/E	14.37	20.08	17.43	15.10	13.12	
P/B	1.80	1.70	1.55	1.41	1.27	
EV/EBITDA	13.63	12.24	7.18	5.63	4.15	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,513	7,648	8,522	9,483	10,444	
营业成本	5,046	5,481	6,090	6,762	7,365	
营业税金及	82	97	108	120	132	
销售费用	715	603	618	686	783	
管理费用	653	660	728	810	892	
研发费用	341	342	358	398	439	
财务费用	16	5	17	21	15	
减值损失合计	-57	-35	-60	-60	-80	
投资净收益	9	9	9	9	10	
其他	81	34	13	17	2	
营业利润	694	469	565	653	752	
营业外收支	0	-1	3	3	3	
利润总额	694	468	568	656	755	
所得税	101	45	80	92	106	
净利润	593	424	489	564	649	
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1	
归属母公司净利润	593	425	489	565	650	
EBITDA	1,059	918	1,075	1,195	1,308	
EPS(当年)(元)	0.67	0.44	0.50	0.58	0.67	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	401	1,166	1,454	1,449	1,567	
净利润	593	424	489	564	649	
折旧摊销	354	441	490	518	539	
财务费用	32	36	42	44	44	
投资损失	-9	-9	-9	-9	-10	
营运资金变动	-672	292	354	245	218	
其它	103	-17	88	87	127	
投资活动现金流	-1,268	-875	-864	-418	-217	
资本支出	-1,276	-869	-877	-427	-227	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	8	-7	13	9	10	
筹资活动现金流	1,596	-154	205	-44	-44	
吸收投资	1,177	40	0	0	0	
借款	957	605	180	0	0	
支付利息或股息	-66	-246	-42	-44	-44	
现金流净增加额	730	137	795	987	1,306	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。