

箭牌家居 (001322)

2023 年报及 2024 年一季报点评：智能产品持续渗透，竞争加剧毛利率承压

增持 (维持)

2024 年 04 月 22 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7,513	7,648	8,600	9,519	10,406
同比 (%)	(10.27)	1.79	12.45	10.69	9.31
归母净利润 (百万元)	593.32	424.64	447.75	566.17	663.52
同比 (%)	2.80	(28.43)	5.44	26.45	17.20
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.61	0.44	0.46	0.58	0.68
P/E (现价&最新摊薄)	14.37	20.08	19.04	15.06	12.85

股价走势



投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营收 76.48 亿元，同比+1.79%；归母净利润 4.25 亿元，同比-28.43%。2024Q1 公司 11.35 亿元，同比+2.26%；归母净利润-9035 万元，同比-3004%。
- **坚持深耕零售渠道，智能座便器持续稳定增长。**分产品看，2023 年公司卫生陶瓷实现营收 37.42 亿元，同比+6.61%；龙头五金 21.01 亿元，同比+1.50%；浴室家具 7.71 亿元，同比-4.56%。在卫生陶瓷中，智能坐便器 2023 年营收 15.62 亿元，同比+12.48%，占公司营收比重达到 20.43%。轻智能产品的快速推广，降低了智能化产品消费的门槛，加速了渗透率的提升。分销售模式看，2023 年经销业务 (包括经销零售、电商、家装及工程)收入 65.61 亿元，同比-0.76%，截至 2023 年末，终端门店网点合计 17,567 家，公司经销零售 (门店)收入同比下降 3.47%；直销模式 (主要为直营电商及直营工程)收入为 10.37 亿元，同比+20.03%。
- **行业价格竞争导致毛利率下降。**2023 年公司销售毛利率 28.34%，同比下降 4.51 个百分点，2024Q1 公司销售毛利率 24.40%，同比下降 6 个百分点，主要系公司全渠道加大产品促销力度抢占市场份额。受市场竞争加剧影响，产品价格有所下降，2023 年公司卫生陶瓷产品销售量同比增长 13.83%，但营收仅增长 6.61%。期间费用率方面，2023 年公司期间费用率合计 21.04%，同比变动-1.92pct，期间费用有所摊薄。2024Q1 期间费用率合计 30.86%，同比变动+0.12pct。
- **2023 年经营性现金流同比大幅改善，收现比提升，付现比下降。**2023 年公司经营活动产生的现金流量净额为 11.66 亿元，同比增加 190.98%。
1) 收现比：公司 2023 年收现比 111.74%，同比变动+6.68pct；
2) 付现比：公司 2023 年付现比 89.09%，同比变动-1.22pct。2024Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为-9.39 亿元，同比下降 61.70%，主要系支付购买材料和税费增加所致。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内卫浴龙头，在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。未来公司有望借助产品智能化优化产品结构、产品销售套系化带动客单价提升、渠道线上化和精细化运作进一步夯实公司在卫浴行业的核心竞争力。考虑到行业价格竞争加剧，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 4.48/5.66 亿元 (前值为 7.78/9.37 亿元)，新增预计公司 2026 年归母净利润为 6.64 亿元，对应 PE 分别为 19X/15X/13X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

市场数据

收盘价(元)	8.79
一年最低/最高价	7.72/20.08
市净率(倍)	1.74
流通 A 股市值(百万元)	1,455.74
总市值(百万元)	8,527.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.05
资产负债率(% ,LF)	49.07
总股本(百万股)	970.12
流通 A 股(百万股)	165.61

相关研究

《箭牌家居(001322)：2023 年半年报点评：智能坐便器加速渗透，推广力度加大短期盈利水平承压》

2023-08-22

《箭牌家居(001322)：智能化持续渗透，国产卫浴龙头加速崛起》

2023-07-02

箭牌家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,813	3,773	3,442	4,254	营业总收入	7,648	8,600	9,519	10,406
货币资金及交易性金融资产	1,970	1,272	1,081	1,173	营业成本(含金融类)	5,481	6,240	6,841	7,442
经营性应收款项	495	510	543	602	税金及附加	97	95	103	114
存货	1,274	1,920	1,739	2,403	销售费用	603	658	714	770
合同资产	0	0	0	0	管理费用	660	718	781	843
其他流动资产	74	71	79	76	研发费用	342	370	400	437
非流动资产	6,827	7,533	8,013	8,404	财务费用	5	32	53	59
长期股权投资	14	14	14	14	加:其他收益	58	56	57	57
固定资产及使用权资产	4,920	5,128	5,263	5,403	投资净收益	9	13	14	16
在建工程	393	887	1,221	1,463	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	934	939	949	959	减值损失	(59)	(55)	(65)	(70)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	59	59	59	59	营业利润	469	502	635	743
其他非流动资产	506	506	506	506	营业外净收支	(1)	(2)	(3)	(3)
资产总计	10,640	11,306	11,455	12,658	利润总额	468	500	632	740
流动负债	4,332	4,575	4,158	4,699	减:所得税	45	52	66	78
短期借款及一年内到期的非流动负债	556	556	556	556	净利润	424	447	565	663
经营性应付款项	2,699	2,918	2,403	2,848	减:少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
合同负债	365	262	287	313	归属母公司净利润	425	448	566	664
其他流动负债	713	839	911	983	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.46	0.58	0.68
非流动负债	1,300	1,300	1,300	1,300	EBIT	478	600	768	886
长期借款	1,151	1,151	1,151	1,151	EBITDA	918	1,079	1,279	1,435
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.34	27.44	28.13	28.48
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	5.55	5.21	5.95	6.38
其他非流动负债	148	148	148	148	收入增长率(%)	1.79	12.45	10.69	9.31
负债合计	5,633	5,875	5,458	5,999	归母净利润增长率(%)	(28.43)	5.44	26.45	17.20
归属母公司股东权益	5,002	5,427	5,993	6,657					
少数股东权益	5	5	4	3					
所有者权益合计	5,007	5,431	5,997	6,659					
负债和股东权益	10,640	11,306	11,455	12,658					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,166	590	878	1,111	每股净资产(元)	5.16	5.59	6.18	6.86
投资活动现金流	(875)	(1,174)	(979)	(927)	最新发行在外股份(百万股)	970	970	970	970
筹资活动现金流	(154)	(114)	(91)	(91)	ROIC(%)	6.59	7.76	9.26	9.87
现金净增加额	137	(698)	(191)	93	ROE-摊薄(%)	8.49	8.25	9.45	9.97
折旧和摊销	441	478	511	549	资产负债率(%)	52.94	51.96	47.65	47.39
资本开支	(869)	(1,187)	(993)	(943)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.08	19.04	15.06	12.85
营运资本变动	292	(471)	(342)	(248)	P/B (现价)	1.70	1.57	1.42	1.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>