

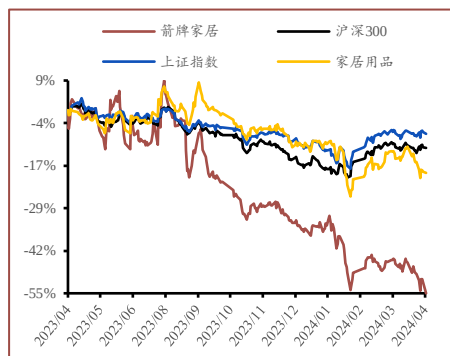
轻智能稳步推进，促销及策略调整影响利润

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)
基本数据
2024-04-22

收盘价(元)	8.17
流通股本(亿股)	1.66
每股净资产(元)	5.05
总股本(亿股)	9.70

最近 12 月市场表现


分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

- 《运输模式及产品结构调整，Q3 业绩短暂承压》 2023-10-29
- 《智能化+全渠道布局，回款良好现金流释放》 2023-08-23
- 《Q1 业绩短期承压，终端回暖下静待花开》 2023-04-25

核心观点

- ❖ **事件:** 公司 2023 年实现营收 76.48 亿元同增 1.79%，归母净利润 4.25 亿元同降 28.43%。2024Q1 营收 11.35 亿元同增 2.26%，归母净利润-0.90 亿元。
- ❖ **轻智能稳步推进，电商、家装渠道开拓成效显著:** 分业务，2023 年卫生陶瓷收入 37.42 亿元同增 6.61%，其中智能坐便器收入 15.62 亿元同增 12.48%，轻智能产品快速推广。龙头五金收入 21.00 亿元同增 1.50%，直销电商渠道推进带动龙头五金实现同增。浴室家具、瓷砖、浴缸浴房等配套产品收入同降。分渠道，经销收入 65.61 亿元同比-0.76%，其中零售/家装 29.52/11.43 亿元同比-3.47%/+9.40%，家装渠道开拓成效显著，同时布局社区营销深入下沉市场，截至 2023 年末终端门店网点合计 1.76 万家；直销收入 10.37 亿元同增 20.03%，其中电商收入 8.03 亿元同增 15.25%，新兴渠道加大投入促进电商发展。
- ❖ **促销加大、策略调整，全年利润率同比下行:** 2023 年促销力度较大，卫生陶瓷/龙头五金毛利率同比-5.52/-3.91pct，全年毛利率 28.34%同降 4.51pct。期间费用率 21.04%同降 1.92pct，系调整经销商补贴为价格折扣，销售费用降低。价格影响高于降本贡献，归母净利率同降 2.34pct 至 5.55%。经营现金流 11.66 亿元同增 190.98%:收现比 111.7%同增 6.7pct，付现比 89.1%同降 8.8pct。
- ❖ **Q1 需求承压收入微增，策略调整影响利润:** 2024Q1 营收同比+2.26%，主要系一季度需求较为平淡。公司延续 2023 年新销售策略，直接提供价格折扣，带动毛利率同降 6.04pct 至 24.40%，销售费用率同降 2.43pct 至 7.16%。需求承压、价格折扣影响下，Q1 归母净利润由正转负。2024 年公司将继续推进产品线调整，加速渠道下沉和海外出口，推进降本增效，提升盈利能力。
- ❖ **投资建议:** 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 4.53/5.63/6.98 亿元，同比增速 6.77%/24.22%/23.93%，对应 EPS 分别为 0.47/0.58/0.72 元/股，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别 17.48x/14.07x/11.36x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 行业竞争加剧；地产波动导致销售不及预期；渠道开拓不及预期。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7513	7648	8199	9163	10294
收入增长率(%)	-10.27	1.79	7.21	11.75	12.34
归母净利润(百万元)	593	425	453	563	698
净利润增长率(%)	2.80	-28.43	6.77	24.22	23.93
EPS(元/股)	0.67	0.44	0.47	0.58	0.72
PE	22.69	26.95	17.48	14.07	11.36
ROE(%)	12.53	8.49	8.60	10.04	11.58
PB	3.10	2.30	1.50	1.41	1.32

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 04 月 22 日收盘价计算)

❖ 箭牌家居 2023 年报及 2024 一季报点评全文

- ❖ **事件：**公司 2023 年实现营收 76.48 亿元同增 1.79%，归母净利润 4.25 亿元同降 28.43%。2024Q1 营收 11.35 亿元同增 2.26%，归母净利润-0.90 亿元。
- ❖ **轻智能稳步推进，电商、家装渠道开拓成效显著：**分业务，2023 年卫生陶瓷收入 37.42 亿元同增 6.61%，其中智能坐便器收入 15.62 亿元同增 12.48%，轻智能产品快速推广。龙头五金收入 21.00 亿元同增 1.50%，直销电商渠道推进带动龙头五金实现同增。浴室家具、瓷砖、浴缸浴房等配套产品收入同降。分渠道，经销收入 65.61 亿元同比-0.76%，其中零售/家装 29.52/11.43 亿元同比-3.47%/+9.40%，家装渠道开拓成效显著，同时布局社区营销深入下沉市场，截至 2023 年末终端门店网点合计 1.76 万家；直销收入 10.37 亿元同增 20.03%，其中电商收入 8.03 亿元同增 15.25%，新兴渠道加大投入促进电商发展。
- ❖ **促销加大、策略调整，全年利润率同比下行：**2023 年促销力度较大，卫生陶瓷/龙头五金毛利率同比-5.52/-3.91pct，全年毛利率 28.34%同降 4.51pct。期间费用率 21.04%同降 1.92pct，系调整经销商补贴为价格折扣，销售费用降低。价格影响高于降本贡献，归母净利率同降 2.34pct 至 5.55%。经营现金流 11.66 亿元同增 190.98%：收现比 111.7%同增 6.7pct，付现比 89.1%同降 8.8pct。
- ❖ **Q1 需求承压收入微增，策略调整影响利润：**2024Q1 营收同比+2.26%，主要系一季度需求较为平淡。公司延续 2023 年新销售策略，直接提供价格折扣，带动毛利率同降 6.04pct 至 24.40%，销售费用率同降 2.43pct 至 7.16%。需求承压、价格折扣影响下，Q1 归母净利润由正转负。2024 年公司将继续推进产品线调整，加速渠道下沉和海外出口，推进降本增效，提升盈利能力。
- ❖ **智能化持续贯彻，轻智能是大势所趋：**卫浴智能化是目前趋势，智能坐便器在我国的渗透率约为 4%-5%，相比日本近 90%、韩国约 60%、美国 60%的普及率仍有较大发展空间。目前产品朝轻智能方向发展，一方面价格门槛降低，据奥维云网，2023 年智能坐便器零售额 68.4 亿元同增 10.0%，零售量 308 万台同增 19.7%，由此可见零售价同比降低；另一方面技术迭代使得产品功能更加精简，契合消费者需求。公司持续推进智能产品研发和销售，2023 年智能坐便器收入占比 20.4%同增 1.9pct，毛利率 36.5%同降 6.1pct，轻智能产品放量显著。
- ❖ **投资建议：**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 4.53/5.63/6.98 亿元，同比增速 6.77%/24.22%/23.93%，对应 EPS 分别为 0.47/0.58/0.72 元/股，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别 17.48x/14.07x/11.36x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**行业竞争加剧；地产波动导致销售不及预期；渠道开拓不及预期

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7513.46	7648.18	8199.35	9162.93	10293.99	成长性					
减:营业成本	5045.65	5480.94	5943.39	6554.89	7300.89	营业收入增长率	-10.3%	1.8%	7.2%	11.8%	12.3%
营业税费	81.63	96.51	81.99	91.63	102.94	营业利润增长率	10.3%	-32.3%	8.1%	24.3%	24.0%
销售费用	715.33	602.81	631.35	700.96	787.49	净利润增长率	2.8%	-28.4%	6.8%	24.2%	23.9%
管理费用	653.39	660.25	696.94	778.85	874.99	EBITDA 增长率	11.1%	-13.3%	7.4%	15.4%	15.0%
研发费用	340.58	341.52	360.77	403.17	452.94	EBIT 增长率	10.8%	-32.2%	17.7%	23.0%	21.4%
财务费用	16.14	4.92	24.95	29.63	24.05	NOPLAT 增长率	4.4%	-28.2%	15.8%	23.0%	21.4%
资产减值损失	-56.84	-34.61	-14.34	-15.52	-16.92	投资资本增长率	55.1%	5.0%	1.0%	5.6%	5.0%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	59.4%	5.6%	5.3%	6.4%	7.5%
投资和汇兑收益	8.69	9.11	8.20	9.16	10.29	利润率					
营业利润	693.68	469.33	507.42	630.81	782.25	毛利率	32.8%	28.3%	27.5%	28.5%	29.1%
加:营业外净收支	0.09	-0.88	2.00	2.00	2.00	营业利润率	9.2%	6.1%	6.2%	6.9%	7.6%
利润总额	693.76	468.44	509.42	632.81	784.25	净利率	7.9%	5.5%	5.5%	6.1%	6.8%
减:所得税	101.14	44.84	56.04	69.61	86.27	EBITDA/营业收入	14.1%	12.0%	12.0%	12.4%	12.7%
净利润	593.32	424.64	453.38	563.20	697.98	EBIT/营业收入	9.4%	6.2%	6.9%	7.5%	8.2%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	1900.21	1969.72	1790.38	2024.63	2245.80	固定资产周转天数	154	235	221	199	178
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-83	-105	-91	-85	-78
应收帐款	375.70	374.58	387.81	402.24	429.86	流动资产周转天数	187	182	169	168	164
应收票据	48.54	78.36	81.08	97.09	91.63	应收帐款周转天数	17	18	17	16	15
预付帐款	31.77	37.87	41.60	45.88	51.11	存货周转天数	99	87	82	82	80
存货	1378.84	1273.91	1419.30	1536.96	1675.43	总资产周转天数	452	488	472	439	412
其他流动资产	85.12	48.77	63.77	78.77	93.77	投资资本周转天数	311	320	302	285	267
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	12.5%	8.5%	8.6%	10.0%	11.6%
长期股权投资	13.69	14.16	14.16	14.16	14.16	ROA	5.9%	4.0%	4.2%	4.9%	5.8%
投资性房地产	8.60	177.04	177.04	177.04	177.04	ROIC	9.4%	6.4%	7.4%	8.6%	9.9%
固定资产	3168.91	4917.42	4973.74	5007.57	5018.89	费用率					
在建工程	1725.84	393.08	593.08	693.08	793.08	销售费用率	9.5%	7.9%	7.7%	7.7%	7.7%
无形资产	950.33	933.60	928.60	923.60	918.60	管理费用率	8.7%	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%
其他非流动资产	23.44	32.32	50.00	75.00	100.00	财务费用率	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
资产总额	10079.17	10639.55	10861.02	11486.71	12066.11	三费/营业收入	18.4%	16.6%	16.5%	16.5%	16.4%
短期债务	300.22	298.99	348.99	398.99	348.99	偿债能力					
应付帐款	1650.22	1639.19	1662.69	1724.00	1764.20	资产负债率	52.9%	52.9%	51.4%	51.1%	50.0%
应付票据	1083.39	1059.43	1218.87	1293.84	1342.59	负债权益比	112.5%	112.5%	105.9%	104.7%	100.1%
其他流动负债	61.96	110.71	120.71	130.71	140.71	流动比率	0.97	0.88	0.86	0.89	0.94
长期借款	1228.79	1150.52	1130.52	1110.52	1090.52	速动比率	0.59	0.57	0.52	0.54	0.57
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	22.12	13.24	8.74	10.57	13.01
负债总额	5336.34	5632.54	5586.85	5874.61	6035.23	分红指标					
少数股东权益	6.25	5.22	5.22	5.22	5.22	DPS(元)	0.18	0.13	0.19	0.23	0.29
股本	965.61	970.12	970.12	970.12	970.12	分红比率					
留存收益	1737.05	1984.02	2256.05	2593.97	3012.75	股息收益率	1.2%	1.1%	2.3%	2.8%	3.5%
股东权益	4742.84	5007.00	5274.18	5612.10	6030.88	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.67	0.44	0.47	0.58	0.72
净利润	593.32	424.64	453.38	563.20	697.98	BVPS(元)	4.91	5.16	5.43	5.78	6.21
加:折旧和摊销	354.40	440.51	423.68	446.18	468.68	PE(X)	22.7	27.0	17.5	14.1	11.4
资产减值准备	23.35	-4.76	26.33	27.97	30.22	PB(X)	3.1	2.3	1.5	1.4	1.3
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	31.62	36.09	64.34	65.44	64.54	P/S	2.0	1.5	1.0	0.9	0.8
投资收益	-8.69	-9.11	-8.20	-9.16	-10.29	EV/EBITDA	13.6	12.2	7.8	6.5	5.5
少数股东损益	-0.70	-1.03	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-672.27	291.57	27.56	48.19	22.48	PEG	8.1	—	2.6	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	400.73	1166.07	1028.52	1077.80	1217.60	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1267.58	-875.42	-682.48	-588.84	-587.71	REP					
融资活动产生现金流量	1596.41	-154.27	-559.70	-254.72	-408.73						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 04 月 22 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。