

箭牌家居 (001322.SZ) 2024Q1 业绩短期承压，渠道及产品布局持续加速

2024年04月24日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

骆扬（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

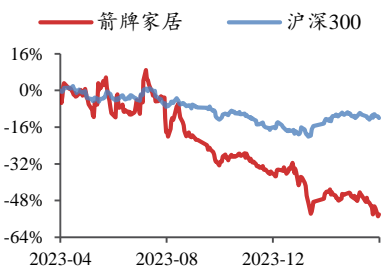
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120029

日期	2024/4/23
当前股价(元)	8.30
一年最高最低(元)	20.08/7.72
总市值(亿元)	80.52
流通市值(亿元)	13.75
总股本(亿股)	9.70
流通股本(亿股)	1.66
近3个月换手率(%)	170.61

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2023H1 业绩阶段承压，智能化+全渠道持续推进—公司信息更新报告》-2023.8.23
- 《发布股权激励草案，彰显对未来规模和盈利能力提升信心—公司信息更新报告》-2023.5.23
- 《2023Q1 业绩阶段性承压，产品结构持续优化—公司信息更新报告》-2023.4.26

● 收入保持稳定增长，竞争加剧影响毛利率短期承压，维持“买入”评级

公司 2023 全年实现营业收入 76.5 亿元（同比+1.8%，下同），归母净利润 4.25 亿元（-28.4%），扣非归母净利润 3.92 亿元（-27.6%）；2024Q1 实现营业收入 11.3 亿元（+2.3%），归母净利润-0.9 亿元，扣非归母净利润-1.06 亿元，2024Q1 亏损主要系主营业务毛利率下降、长期资产折旧摊销增加和存货跌价损失增加等原因所致。考虑卫浴行业价格竞争持续加剧，我们下调 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 4.80/5.71/6.56 亿元（2024/2025 年原值为 7.12/8.47 亿元），对应 EPS 为 0.49/0.59/0.68 元，当前股价对应 PE 26.0/21.9/19.0 倍，多因素共振推动公司成长，维持“买入”评级。

● 收入：智能坐便器收入占比稳步提升，家装、电商渠道同步发力

分产品看，卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖/浴缸浴房收入分别为 37.4/21.0/7.7/4.3/3.9 亿元，分别同比变动+6.61%/+1.50%/-4.56%/-15.84%/-6.15%，其中卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具毛利率分别为 28.52%/26.58%/26.77%，卫生陶瓷仍为公司营收支柱。智能坐便器实现收入 15.6 亿元（+12.48%），营收占比 20.43%（+1.94pct），毛利率为 30.34%（-6.14pct），收入占比稳步提升。分销售模式看，经销/直销收入分别为 65.6/10.4 亿元，分别同比-0.76%/+20.03%，收入占比分别为 85.79%/13.55%，毛利率分别为 27.14%/33.65%。2023 年公司电商实现营业收入 16.1 亿元，同比+6.65%；同时，公司积极把握渠道流量变化趋势，积极拓展家装渠道，2023 年家装实现收入 11.4 亿元，同比+9.49%。

● 盈利能力：产品促销政策导致毛利率下滑，营销政策调整影响销售费用率

毛利率方面，2023 年公司整体毛利率为 28.3%（-4.5pct），毛利率同比下滑主要系公司调整销售政策，全渠道加大产品促销力度抢占市场份额，同时加快推进内部降本工作，但价格因素影响高于降本贡献。费用率方面，期间费用率为 21.0%（-1.9pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.9%/8.6%/4.5%/0.1%，分别同比-1.6/-0.1/-0.1/-0.2pct，销售费用率下滑主要系公司根据市场情况调整营销政策，2023 年下半年起，将对经销商的补贴费用改为价格折扣，计提的经销商补贴减少。综合影响下，2023 年公司销售净利率为 5.5%（-2.3pct）。单季度看，公司 2024Q1 公司毛利率 24.4%（-6.0pct）；期间费用率为 30.9%（+0.1pct），毛利率因促销政策持续下滑，费用控制平稳，2024Q1 销售净利率为-8.0%（-8.3pct）。

● 渠道下沉进一步提升网点密度，智能化产品收入占比预计持续增高

渠道端：公司深耕零售渠道，持续推动经销商进一步完善现有终端门店的布局，加快渠道下沉，扩大销售覆盖范围。截至 2023 年末，公司终端门店网点同比增长 4189 家至 17,567 家，成功实现逆势扩张，增加的网点类型主要为家装店和下沉渠道网点。产品端：公司坚定产品智能化方向，继续加大相关研发投入，2023 年公司研发投入同比仍增加 0.27%至 3.42 亿元；同时，以智能坐便器为核心陆续推出智能花洒、智能浴室镜、智能龙头、智能浴室柜等智能产品，持续完善智能卫浴品类。我们预计，2024 年公司将继续推动智能产品迭代出新，以此带动公司智能产品价格带环比提升、抢占市场份额。

● 风险提示：市场竞争加剧、原材料价格波动大、下游房地产行业恢复不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,513	7,648	8,581	9,568	10,640
YOY(%)	-10.3	1.8	12.2	11.5	11.2
归母净利润(百万元)	593	425	480	571	656
YOY(%)	2.8	-28.4	13.0	19.0	14.9
毛利率(%)	32.8	28.3	28.5	28.7	28.9
净利率(%)	7.9	5.5	5.6	6.0	6.2
ROE(%)	12.5	8.5	8.7	9.5	10.0
EPS(摊薄/元)	0.61	0.44	0.49	0.59	0.68
P/E(倍)	21.1	29.4	26.0	21.9	19.0
P/B(倍)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3848	3813	5253	4775	6697
现金	1900	1970	2915	2464	3865
应收票据及应收账款	424	453	516	573	633
其他应收款	28	25	34	32	41
预付账款	32	38	40	47	50
存货	1379	1274	1694	1606	2053
其他流动资产	85	53	53	53	53
非流动资产	6231	6827	6913	7031	7168
长期投资	14	14	15	17	18
固定资产	3169	4917	5026	5144	5277
无形资产	950	934	922	889	854
其他非流动资产	2098	961	949	982	1020
资产总计	10079	10640	12166	11806	13865
流动负债	3965	4332	5599	4946	6646
短期借款	300	299	299	465	299
应付票据及应付账款	2734	2699	3975	3093	4933
其他流动负债	931	1335	1325	1388	1414
非流动负债	1372	1300	1080	863	646
长期借款	1229	1151	931	713	496
其他非流动负债	143	150	150	150	150
负债合计	5336	5633	6680	5809	7292
少数股东权益	6	5	4	3	2
股本	966	970	970	970	970
资本公积	2034	2098	2098	2098	2098
留存收益	1737	1984	2415	2910	3514
归属母公司股东权益	4737	5002	5482	5993	6570
负债和股东权益	10079	10640	12166	11806	13865

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	401	1166	1680	162	2402
净利润	593	424	479	570	655
折旧摊销	348	438	461	459	502
财务费用	16	5	-48	-61	-87
投资损失	-9	-9	-10	-9	-9
营运资金变动	-688	280	834	-787	1371
其他经营现金流	140	28	-37	-10	-30
投资活动现金流	-1268	-875	-538	-567	-630
资本支出	1278	869	547	575	638
长期投资	0	0	-1	-1	-1
其他投资现金流	10	-7	10	9	9
筹资活动现金流	1596	-154	-196	-212	-205
短期借款	87	-1	0	166	-166
长期借款	337	-78	-220	-217	-217
普通股增加	97	5	0	0	0
资本公积增加	1079	65	0	0	0
其他筹资现金流	-3	-144	23	-161	179
现金净增加额	730	137	945	-617	1568

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7513	7648	8581	9568	10640
营业成本	5046	5481	6132	6819	7561
营业税金及附加	82	97	96	111	125
营业费用	715	603	794	981	1070
管理费用	653	660	818	730	876
研发费用	341	342	409	475	518
财务费用	16	5	-48	-61	-87
资产减值损失	-57	-35	-64	-62	-66
其他收益	48	58	48	51	52
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	9	10	9	9
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	694	469	537	646	734
营业外收入	14	9	14	13	12
营业外支出	14	10	12	12	12
利润总额	694	468	539	646	735
所得税	101	45	60	76	80
净利润	593	424	479	570	655
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	593	425	480	571	656
EBITDA	1084	942	987	1081	1191
EPS(元)	0.61	0.44	0.49	0.59	0.68

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-10.3	1.8	12.2	11.5	11.2
营业利润(%)	10.3	-32.3	14.5	20.2	13.7
归属于母公司净利润(%)	2.8	-28.4	13.0	19.0	14.9
获利能力					
毛利率(%)	32.8	28.3	28.5	28.7	28.9
净利率(%)	7.9	5.5	5.6	6.0	6.2
ROE(%)	12.5	8.5	8.7	9.5	10.0
ROIC(%)	9.6	6.6	6.6	7.3	7.9
偿债能力					
资产负债率(%)	52.9	52.9	54.9	49.2	52.6
净负债比率(%)	-2.5	-2.4	-23.9	-15.1	-40.9
流动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	21.6	20.4	21.0	20.7	20.8
应付账款周转率	3.0	3.3	3.2	3.3	3.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.44	0.49	0.59	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.20	1.73	0.17	2.48
每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.16	5.65	6.18	6.77
估值比率					
P/E	21.1	29.4	26.0	21.9	19.0
P/B	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.4	13.1	11.3	10.7	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn