

箭牌家居 (001322.SZ)

2023 年报&2024 年一季报点评： 收入维稳，业绩短期承压，期待后续盈利改善

买入

核心观点

受销售政策调整影响，收入维稳，盈利短期承压。2023 年公司实现营收 76.5 亿/+1.8%，归母净利润 4.2 亿/-28.4%，扣非归母净利润 3.9 亿/-27.6%；2023Q4 收入 23.7 亿/+5.4%，归母净利润 1.4 亿/-19.6%，扣非归母净利润 1.3 亿/-13.9%；2024Q1 营收 11.3 亿/+2.3%，归母净利润-0.9 亿，扣非归母净利润-1.1 亿。基于对市场的判断和竞争需要，公司加速新品开发提高产品竞争力，同时相应调整销售政策，全渠道加大促销抢占份额，收入实现小幅微增，利润端受价格因素影响较大，短期有所承压。

智能占比提升，智能坐便器实现较好增长。分产品看，2023 年卫生陶瓷收入 37.4 亿/+6.6%，其中智能坐便器收入 15.6 亿/+12.5%，考虑到产品均价有双位数下滑，预计量增幅度更高，全年智能坐便器占营收的比重+1.9pct 至 20.4%；2023 年龙头五金、浴室家具分别实现收入 21.0 亿/7.7 亿，收入同比+1.5%/-4.6%，对应销量同比+6.6%/+4.1%，预计收入端仍有价格下降的拖累；2023 年瓷砖、浴缸浴房与定制橱柜收入为 4.3 亿/3.9 亿/0.98 亿，分别同比-15.8%/-6.2%/-6.4%，均有不同程度下滑。

持续推进以零售为主的全渠道布局，直营增长亮眼。2023 年经销/直营模式收入分别为 65.6 亿/10.4 亿，同比-0.8%/+20.0%，直营渠道实现快速增长。1) 经销零售：持续加快渠道下沉、构建辐射能力更强的终端营销体系，2023 年经销零售收入同比-3.5%至 29.5 亿，终端门店网点合计 17567 家；2) 电商渠道：在深耕传统平台的同时加大抖音、小红书等新兴渠道的投入力度，2023 年电商收入同比+6.7%至 16.1 亿，其中直营/经销电商分别同比+15.3%/-0.7%；3) 家装渠道：积极与头部装企、地方中小微装企开展合作，2023 年家装收入同比+9.5%至 11.4 亿；4) 工程渠道：在控制风险的前提下持续拓展优质核心客户，全年收入同比+1.5%至 18.8 亿。

盈利短期承压，期待降本增效带来盈利改善。2023 年毛利率 28.3%/-4.5pct，净利率 5.6%/-2.3pct；2024Q1 毛利率 24.4%/-6.0pct，预计毛利率下滑主要系受价格因素与低盈利的订单拖累，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.2%/16.1%/6.7%/0.9%，同比-2.4pct/+1.2pct/+0.5pct/+0.9pct，毛利率下滑叠加费用率维持高位致 Q1 利润亏损，期待后续降本增效修复盈利。

风险提示：地产竣工不及预期；国内需求复苏不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到价格折让政策致利润率短期承压，调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 4.8/5.6/6.3 亿（前值为 8.8/10.8/-亿），同比增长 12%/18%/11%，对应 PE 为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,513	7,648	8,443	9,258	9,764
(+/-%)	-10.3%	1.8%	10.4%	9.6%	5.5%
归母净利润(百万元)	593	425	477	563	627
(+/-%)	2.8%	-28.4%	12.4%	18.0%	11.3%
每股收益(元)	0.61	0.44	0.49	0.58	0.65
EBIT Margin	9.0%	6.1%	6.8%	7.2%	7.7%
净资产收益率 (ROE)	12.5%	8.5%	9.2%	10.4%	11.2%
市盈率 (PE)	14.9	20.9	18.6	15.7	14.2
EV/EBITDA	14.3	16.7	17.3	15.8	14.6
市净率 (PB)	1.86	1.77	1.71	1.65	1.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 0755-81981518
lijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.07 元
总市值/流通市值	8799/1502 百万元
52 周最高价/最低价	20.08/7.72 元
近 3 个月日均成交额	45.21 百万元

市场走势



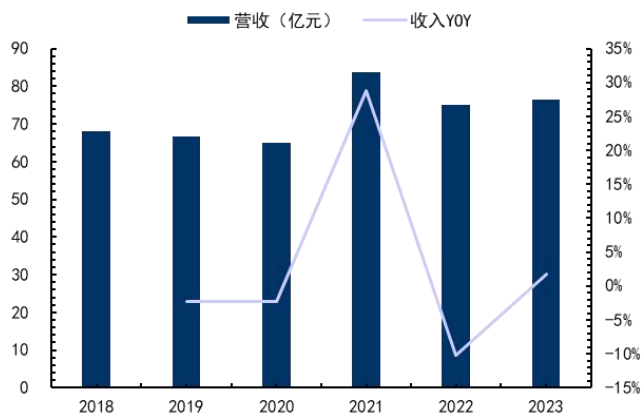
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《箭牌家居 (001322.SZ) - 2023 年一季度收入小幅下行，净利润短期承压》——2023-04-25

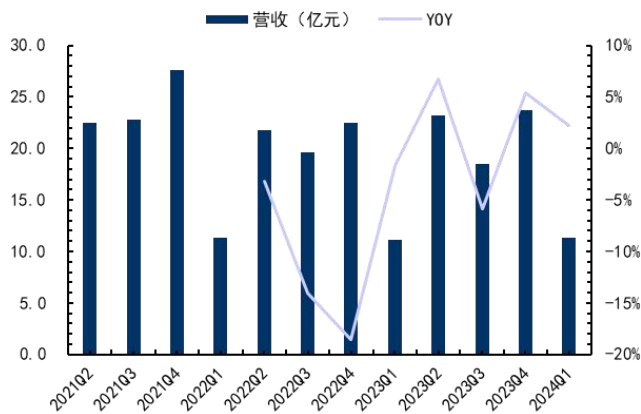
《箭牌家居 (001322.SZ) - 乘卫浴智能化东风，产品升级驱动盈利扩张》——2023-04-19

图1：公司营业收入及增速



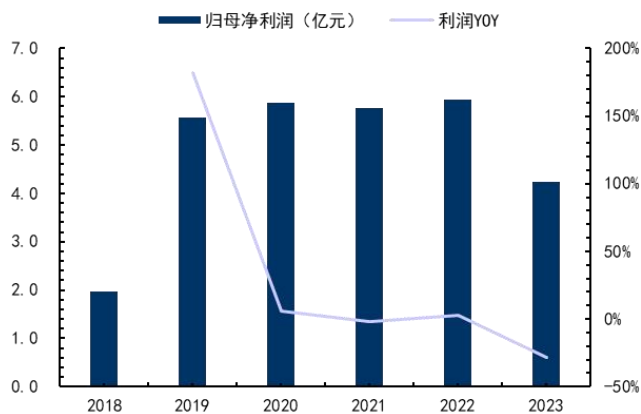
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



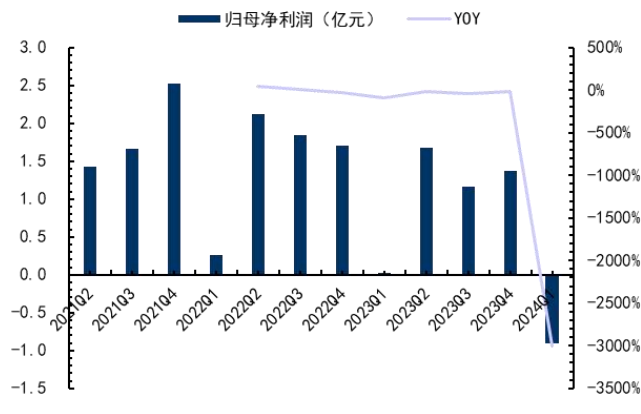
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



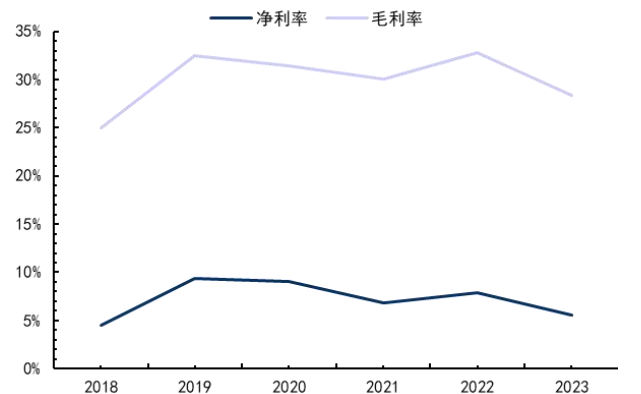
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



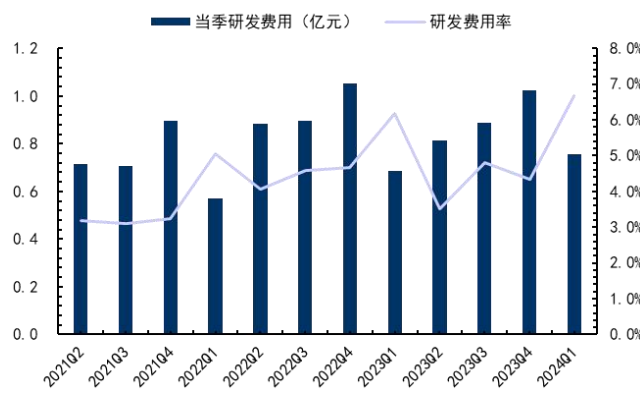
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



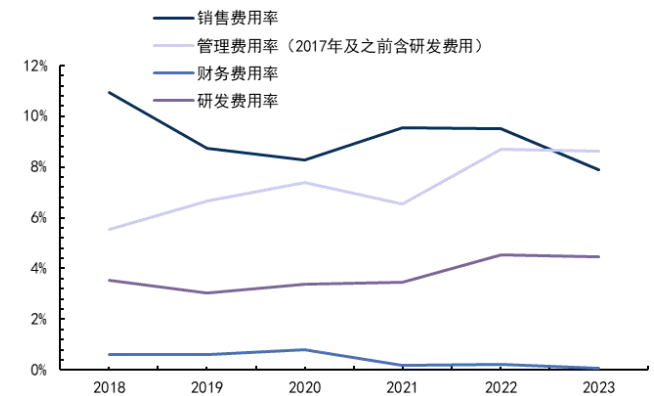
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(24E)		
002790. SZ	瑞尔特	11. 8	49. 4	0. 5	0. 7	0. 8	1. 0	22. 8	18. 2	14. 8	12. 1	0. 8	买入	
603833. SH	欧派家居	62. 4	380. 2	5. 0	5. 3	5. 8	6. 3	12. 5	11. 7	10. 8	10. 0	1. 5	买入	
002572. SZ	索菲亚	17. 1	165. 0	1. 3	1. 5	1. 7	2. 0	13. 1	11. 3	9. 9	8. 7	0. 8	买入	
001322. SZ	箭牌家居	9. 1	88. 7	0. 4	0. 5	0. 6	0. 7	20. 8	18. 7	15. 8	14. 1	1. 3	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1900	1970	2137	2596	3053	营业收入	7513	7648	8443	9258	9764
应收款项	452	478	490	558	588	营业成本	5046	5481	6003	6565	6892
存货净额	1379	1274	1474	1606	1688	营业税金及附加	82	97	101	116	122
其他流动资产	117	91	107	116	122	销售费用	715	603	675	731	762
流动资产合计	3848	3813	4207	4875	5452	管理费用	653	660	713	759	799
固定资产	4895	5311	5534	5541	5408	研发费用	341	342	380	417	439
无形资产及其他	950	934	897	861	825	财务费用	16	5	8	15	13
投资性房地产	372	568	568	568	568	投资收益	9	9	9	9	9
长期股权投资	14	14	15	15	16	资产减值及公允价值变动	(57)	(35)	(46)	(40)	(43)
资产总计	10079	10640	11222	11861	12269	其他收入	(259)	(308)	(380)	(417)	(439)
短期借款及交易性金融负债	420	556	488	522	505	营业利润	694	469	526	624	702
应付款项	2734	2699	3077	3362	3532	营业外净收支	0	(1)	0	0	0
其他流动负债	811	1078	1153	1271	1332	利润总额	694	468	526	624	702
流动负债合计	3965	4332	4719	5155	5369	所得税费用	101	45	50	62	77
长期借款及应付债券	1229	1151	1151	1151	1151	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
其他长期负债	142	150	155	161	167	归属于母公司净利润	593	425	477	563	627
长期负债合计	1371	1300	1306	1312	1318	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	5336	5633	6024	6467	6687	净利润	593	425	477	563	627
少数股东权益	6	5	5	4	4	资产减值准备	(62)	(28)	0	0	0
股东权益	4737	5002	5193	5390	5578	折旧摊销	317	400	289	302	315
负债和股东权益总计	10079	10640	11222	11861	12269	公允价值变动损失	57	35	46	40	43
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	16	5	8	15	13
每股收益	0.61	0.44	0.49	0.58	0.65	营运资本变动	(915)	119	232	201	117
每股红利	0.07	0.25	0.30	0.38	0.45	其它	62	28	(1)	(1)	(1)
每股净资产	4.91	5.16	5.35	5.56	5.75	经营活动现金流	51	978	1044	1106	1102
ROIC	11%	7%	8%	9%	11%	资本开支	0	(706)	(522)	(314)	(189)
ROE	13%	8%	9%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	33%	28%	29%	29%	29%	投资活动现金流	(1)	(706)	(523)	(314)	(189)
EBIT Margin	9%	6%	7%	7%	8%	权益性融资	0	40	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	10%	11%	11%	负债净变化	337	(78)	0	0	0
收入增长	-10%	2%	10%	10%	5%	支付股利、利息	(66)	(246)	(286)	(366)	(439)
净利润增长率	3%	-28%	12%	18%	11%	其它融资现金流	(253)	406	(68)	34	(17)
资产负债率	53%	53%	54%	55%	55%	融资活动现金流	288	(202)	(354)	(332)	(456)
股息率	0.7%	2.8%	3.2%	4.1%	4.9%	现金净变动	338	70	167	460	457
P/E	14.9	20.9	18.6	15.7	14.2	货币资金的期初余额	1562	1900	1970	2137	2596
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	货币资金的期末余额	1900	1970	2137	2596	3053
EV/EBITDA	14.3	16.7	17.3	15.8	14.6	企业自由现金流	0	235	516	792	911
						权益自由现金流	0	563	418	804	882

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032