

海外收入高增，国内业务暂时承压

2024 年 08 月 23 日

➤ **事件：**公司发布 2024 年半年报：2024 年公司上半年实现营收/归母净利润/扣非净利润 30.88/0.38/0.13 亿元，同比减少 10.07%/77.82%/91.02%。24Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 19.53/1.28/1.19 亿元，同比减少 15.96%/23.69%/27.85%。

➤ **海外收入高增，国内业务暂时承压：**公司收入下滑主要系卫浴行业竞争加剧、房地产市场持续调整以及消费预期转弱。**分产品看**，24 年上半年卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/浴缸浴房/瓷砖/其他品类及配件实现收入 15.70/8.33/3.34/1.51/1.32/0.38 亿元，同比减少 6.08%/12.13%/0.17%/14.15%/37.44%/50.03%，其中智能坐便器销售数量同比增长 2.55%，低价轻智能占比提升下，收入下降 7.66%，占公司营收 20.55% (+0.54pct)。**分渠道看**，24H1 公司经销/直销分别实现收入 26.80/3.78 亿元，同比减少 9.69%/15.88%，公司在 24 年上半年加速渠道下沉，深挖家装渠道、工程渠道细分机会，其中公司经销零售/电商/家装/工程分别实现收入 12.50/6.25/4.79/6.98 亿元，同比减少 6.33%/12.64%/5.96%/17.73%，经销方面，截至 2024 年 6 月末，公司经销终端门店 19621 家，较年初增加 2054 家。24H1 公司持续推进国际化战略，加快海外市场拓展，实现境外收入 1.62 亿元，同增 178.25%。

➤ **产品价格下行，盈利能力承压：**24H1/24Q2 公司毛利率 27.03%/28.56%，同比下降 2.41/0.4pct，主要系产品价格持续走低；分业务看，24 年上半年卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具毛利率为 25.31%/26.86%/25.49%，同比下降 4.27/0.99/2.63pct。费用方面，24H1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 7.60%/11.22%/5.48%/0.64%，同比变动-0.89/+2.02/+1.11/+0.68pct。24Q2 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 7.85%/8.39%/4.78%/0.48%，同比变动-0.11/+1.93/+1.27/+0.55pct。其中管理和研发费用率提升主要系收入下降无法摊薄固定支出所致，财务费用率提升主要系 23 年在建工程转固后部分转向贷款利息无法资本化所致。24H1/24Q2 公司归母净利率分别为 1.23%/6.57%，同比变动-3.76/-0.67pct。

➤ **加强海外布局+多渠道挖掘，营收有望企稳：**1) 海外：公司持续加强海外事业部人才、产品等资源投入，重点布局发达国家市场和一带一路国家市场，有望实现海外市场的更快速增长。2) 国内：持续推进经销商开店、门店重装，强化对经销商的培训赋能，提升存量房开拓能力，挖掘抖音、家装等新兴渠道，收入有望企稳。

➤ **投资建议：**看好智能坐便器渗透率及国产龙头市占率提升，预计公司 24-26 年归母净利润 3.6/4.4/5.2 亿元，对应 PE 为 18/15/12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧；渠道拓展不及预期；房地产市场波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,648	7,306	7,937	8,517
增长率 (%)	1.8	-4.5	8.6	7.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	425	357	437	517
增长率 (%)	-28.4	-15.8	22.3	18.3
每股收益 (元)	0.44	0.37	0.45	0.53
PE	15	18	15	12
PB	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.62 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

- 1.箭牌家居 (001322.SZ) 2023 年报及 2024 年一季报点评：智能坐便器拉动营收增长，静待盈利回暖-2024/04/22
- 2.箭牌家居 (001322.SZ) 2023 年三季报点评：加码渠道精细管理，智能化产品占比持续提升-2023/10/30
- 3.箭牌家居 (001322.SZ) 2023 年中报点评：智能化产品占比提升，竞争加剧致盈利承压-2023/08/22
- 4.箭牌家居 (001322.SZ) 2023 年一季报点评：促销致盈利阶段性承压，乘智能化趋势全年业绩规划暂未调整-2023/04/26
- 5.箭牌家居 (001322.SZ) 2022 年年报点评：疫情致 22 年经营承压，智能化加码带动长期成长-2023/04/12

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,648	7,306	7,937	8,517
营业成本	5,481	5,232	5,663	6,061
营业税金及附加	97	92	100	107
销售费用	603	566	611	651
管理费用	660	657	698	732
研发费用	342	343	365	383
EBIT	478	445	533	618
财务费用	5	27	26	20
资产减值损失	-35	-30	-33	-35
投资收益	9	9	9	10
营业利润	469	396	484	573
营业外收支	-1	-2	-2	-2
利润总额	468	394	482	571
所得税	45	38	46	55
净利润	424	357	436	516
归属于母公司净利润	425	357	437	517
EBITDA	918	895	988	1,067

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,970	2,166	2,673	2,814
应收账款及票据	453	407	442	475
预付款项	38	36	39	42
存货	1,274	1,186	1,283	1,374
其他流动资产	78	73	76	54
流动资产合计	3,813	3,868	4,514	4,758
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	4,917	4,917	4,917	4,917
无形资产	934	934	934	934
非流动资产合计	6,827	6,807	6,802	6,808
资产合计	10,640	10,674	11,316	11,566
短期借款	299	299	299	299
应付账款及票据	2,699	2,576	2,788	2,984
其他流动负债	1,335	1,313	1,414	1,083
流动负债合计	4,332	4,188	4,501	4,367
长期借款	1,151	1,151	1,151	1,151
其他长期负债	150	148	148	148
非流动负债合计	1,300	1,299	1,299	1,299
负债合计	5,633	5,487	5,800	5,665
股本	970	969	969	969
少数股东权益	5	4	3	2
股东权益合计	5,007	5,187	5,516	5,901
负债和股东权益合计	10,640	10,674	11,316	11,566

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.79	-4.48	8.64	7.31
EBIT 增长率	-32.16	-6.79	19.69	15.94
净利润增长率	-28.43	-15.83	22.30	18.34
盈利能力 (%)				
毛利率	28.34	28.38	28.65	28.83
净利润率	5.55	4.89	5.51	6.07
总资产收益率 ROA	3.99	3.35	3.86	4.47
净资产收益率 ROE	8.49	6.90	7.93	8.77
偿债能力				
流动比率	0.88	0.92	1.00	1.09
速动比率	0.57	0.62	0.70	0.75
现金比率	0.45	0.52	0.59	0.64
资产负债率 (%)	52.94	51.40	51.26	48.98
经营效率				
应收账款周转天数	17.66	17.76	16.39	16.48
存货周转天数	87.12	84.62	78.48	78.90
总资产周转率	0.74	0.69	0.72	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.37	0.45	0.53
每股净资产	5.16	5.35	5.69	6.09
每股经营现金流	1.20	0.87	1.14	0.79
每股股利	0.13	0.11	0.14	0.16
估值分析				
PE	15	18	15	12
PB	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.86	8.06	7.31	6.76
股息收益率 (%)	1.99	1.67	2.05	2.42

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	424	357	436	516
折旧和摊销	441	450	455	449
营运资金变动	292	-57	115	-301
经营活动现金流	1,166	840	1,104	766
资本开支	-869	-440	-450	-454
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-875	-418	-440	-444
股权募资	40	0	0	0
债务募资	64	0	0	0
筹资活动现金流	-154	-226	-157	-181
现金净流量	137	196	507	141

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026