

箭牌家居 (001322)

证券研究报告
2025年04月23日

积极把握国补政策机遇

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报

25Q1 公司收入 10.5 亿元, 同比-7.46%, 归母净利润-0.73 亿元, 扣非归母净利润-0.83 亿元;

24Q4 公司收入 23 亿元, 同比-2.89%, 归母净利润 0.35 亿元, 同比-74.65%, 扣非归母净利润 0.28 亿元, 同比-78.51%;

24 年公司收入 71.31 亿元, 同比-6.76%, 归母净利润 0.67 亿元, 同比-84.28%, 扣非归母净利润 0.29 亿元, 同比-92.59%。

24 年公司毛利率 25.24%, 同减 3.1pct; 归母净利率 0.94%, 同减 4.62pct。

受卫浴行业竞争加剧影响, 24 年收入及盈利下滑; 得益于消费品以旧换新政策的实施, 公司 24Q4 收入降幅环比略有收窄。

2025 年, 公司将以零售渠道建设为核心, 深耕零售渠道的精细化运营管理, 从而推动全渠道发展, 同时积极把握国补政策机遇, 实现业务增长。

品类结构积极调整, 把握国补政策机遇

分产品, 24 年卫生陶瓷收入 34.9 亿元, 同比-6.6%, 毛利率 24.63%, 同比-3.89pct; 龙头五金收入 20.6 亿元, 同比-1.82%, 毛利率 24.11%, 同比-2.47pct; 浴室家具收入 7.9 亿元, 同比+2.38%, 毛利率 22.33%, 同比-4.44pct。

国补政策的实施促进了行业参与者的规范, 有利于进一步提升行业集中度; 同时也促进了智能坐便器渗透率的提升, 公司将积极把握国补政策的机遇, 同时也将通过打造旗舰产品、提升产品力, 继续调整产品销售结构, 打造更具竞争力的产品矩阵。

电商以旧换新政策效果显现, 渠道布局持续完善

分渠道, 24 年直销收入 10 亿元, 同比-3.49%, 毛利率 28.68%, 同比-4.97pct; 经销收入 60.6 亿元, 同比-7.62%, 毛利率 24.15%, 同比-2.99pct。

24 年公司加快推进新品上市和门店升级, 持续开展对经销商的服务赋能, 积极参与以旧换新政策, 优化销售结构, 加速渠道下沉和海外出口, 继续深挖家装渠道、工程渠道细分市场机会, 持续完善全渠道布局, 渠道深耕, 精细运营。其中:

经销零售(门店)收入 27.9 亿元, 同比-5.54%, 下滑主要系行业竞争加剧等多重因素影响。公司将进一步加强市场洞察和消费者需求分析, 以更精准的策略应对复杂多变的市场环境, 推动业务实现可持续增长。

电商收入 15.3 亿元, 同比-4.92%。2024Q4 公司积极通过线上平台参加消费品以旧换新政策的实施, Q4 直营电商渠道收入同比增长 25.58%。

家装渠道收入 11.8 亿元, 同比+3.25%。公司深挖家装渠道细分市场机会, 推动战略客户的产品升级和品类拓展, 持续开展与全国性头部家装公司达成战略合作并由各地经销商落地实施。

工程渠道收入 15.5 亿元, 同比-17.4%。公司协同经销商拓展地产核心客户和优质客户, 并注重多元化客户结构开发, 形成较为合理的工程客户结构。

海外收入 3.1 亿元, 同比+137.73%。受益于“一带一路”市场拓展及海外专卖店布局, 境外收入表现亮眼。

调整盈利预测, 维持“买入”评级

公司持续产品创新满足不同用户需求, 此外有望受益于国补政策红利, 规模效应有望带动盈利能力改善, 我们调整盈利预测, 预计 25-27 年公司归

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持(维持评级)
当前价格	8.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	968.60
流通 A 股股本(百万股)	165.61
A 股总市值(百万元)	7,942.50
流通 A 股市值(百万元)	1,358.02
每股净资产(元)	4.93
资产负债率(%)	48.92
一年内最高/最低(元)	11.28/6.37

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《箭牌家居-公司点评:期待 25 年国补成效显现》 2025-01-20
- 《箭牌家居-季报点评:多维度推行以旧换新业务》 2024-11-19
- 《箭牌家居-公司点评:产品渠道优化, 期待盈利改善》 2024-07-12

母净利润分别为 1.96/2.41/3.01 亿元（25-26 年前值分别为 1.3/1.6 亿元），对应 PE 分别为 41X/33X/26X。

风险提示：房地产市场波动以及消费者需求放缓风险，市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,648.18	7,131.47	7,381.08	7,794.42	8,371.20
增长率(%)	1.79	(6.76)	3.50	5.60	7.40
EBITDA(百万元)	1,251.55	971.30	832.49	899.53	977.71
归属母公司净利润(百万元)	424.64	66.77	195.58	241.44	300.78
增长率(%)	(28.39)	(84.28)	192.93	23.45	24.57
EPS(元/股)	0.44	0.07	0.20	0.25	0.31
市盈率(P/E)	18.70	118.96	40.61	32.90	26.41
市净率(P/B)	1.59	1.63	1.56	1.50	1.43
市销率(P/S)	1.04	1.11	1.08	1.02	0.95
EV/EBITDA	8.53	7.66	9.19	8.11	7.36

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,969.72	1,546.92	1,247.32	1,551.36	1,560.44	营业收入	7,648.18	7,131.47	7,381.08	7,794.42	8,371.20
应收票据及应收账款	452.94	407.13	445.86	465.71	519.62	营业成本	5,480.94	5,331.33	5,419.19	5,686.03	6,065.77
预付账款	37.87	33.17	38.91	35.64	44.70	营业税金及附加	96.51	106.39	79.72	99.60	107.42
存货	1,273.91	1,213.22	1,494.78	1,253.87	1,677.16	销售费用	602.81	573.60	597.87	633.69	682.25
其他	78.46	43.50	72.13	73.77	60.89	管理费用	660.25	656.65	649.53	662.53	707.37
流动资产合计	3,812.89	3,243.94	3,298.99	3,380.35	3,862.81	研发费用	341.52	371.72	328.46	345.29	368.33
长期股权投资	14.16	14.59	14.59	14.59	14.59	财务费用	4.92	37.79	39.67	52.32	57.98
固定资产	4,917.42	5,296.98	4,919.11	4,605.38	4,266.27	资产/信用减值损失	(59.04)	(50.65)	(54.85)	(52.75)	(53.80)
在建工程	393.08	186.68	224.50	189.90	159.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	933.60	910.88	861.52	812.17	762.82	投资净收益	9.11	8.71	8.84	8.89	8.81
其他	568.39	418.37	370.95	354.93	353.60	其他	41.83	31.64	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	6,826.66	6,827.50	6,390.67	5,976.97	5,557.08	营业利润	469.33	64.30	220.63	271.10	337.08
资产总计	10,639.55	10,071.43	9,689.67	9,357.32	9,419.90	营业外收入	9.49	13.65	12.35	11.83	11.00
短期借款	298.99	249.88	224.89	202.40	182.16	营业外支出	10.37	5.05	9.75	8.39	7.73
应付票据及应付账款	2,698.63	2,450.31	2,366.75	1,739.83	1,967.03	利润总额	468.44	72.90	223.23	274.54	340.35
其他	969.98	1,119.61	990.07	1,214.96	901.33	所得税	44.84	10.11	30.95	38.06	47.18
流动负债合计	3,967.59	3,819.79	3,581.71	3,157.19	3,050.53	净利润	423.61	62.79	192.28	236.48	293.16
长期借款	1,150.52	953.47	858.12	772.31	695.08	少数股东损益	(1.03)	(3.97)	(3.29)	(4.97)	(7.61)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	424.64	66.77	195.58	241.44	300.78
其他	149.61	141.55	144.53	145.23	143.77	每股收益(元)	0.44	0.07	0.20	0.25	0.31
非流动负债合计	1,300.14	1,095.02	1,002.65	917.54	838.85						
负债合计	5,632.54	5,200.69	4,584.35	4,074.72	3,889.37	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	5.22	1.25	(1.39)	(5.53)	(12.21)	成长能力					
股本	970.12	968.60	968.60	968.60	968.60	营业收入	1.79%	-6.76%	3.50%	5.60%	7.40%
资本公积	2,098.13	2,104.28	2,117.33	2,117.33	2,117.33	营业利润	-32.34%	-86.30%	243.12%	22.87%	24.34%
留存收益	1,984.02	1,923.24	2,079.71	2,280.88	2,544.89	归属于母公司净利润	-28.39%	-84.28%	192.93%	23.45%	24.57%
其他	(50.49)	(126.63)	(58.93)	(78.68)	(88.08)	获利能力					
股东权益合计	5,007.00	4,870.74	5,105.31	5,282.60	5,530.53	毛利率	28.34%	25.24%	26.58%	27.05%	27.54%
负债和股东权益总计	10,639.55	10,071.43	9,689.67	9,357.32	9,419.90	净利率	5.55%	0.94%	2.65%	3.10%	3.59%
						ROE	8.49%	1.37%	3.83%	4.57%	5.43%
						ROIC	10.41%	2.11%	5.01%	5.78%	7.33%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	52.94%	51.64%	47.31%	43.55%	41.29%
净利润	423.61	62.79	195.58	241.44	300.78	净负债率	-5.25%	0.53%	1.66%	-5.39%	-6.87%
折旧摊销	438.13	506.44	483.35	489.68	495.01	流动比率	0.88	0.79	0.92	1.07	1.27
财务费用	36.09	61.90	39.67	52.32	57.98	速动比率	0.59	0.49	0.50	0.67	0.72
投资损失	(9.11)	(8.71)	(8.84)	(8.89)	(8.81)	营运能力					
营运资金变动	409.60	(169.67)	(682.60)	(205.60)	(571.50)	应收账款周转率	17.44	16.58	17.31	17.10	16.99
其它	(132.26)	61.45	(3.29)	(4.97)	(7.61)	存货周转率	5.77	5.73	5.45	5.67	5.71
经营活动现金流	1,166.07	514.22	23.87	563.99	265.84	总资产周转率	0.74	0.69	0.75	0.82	0.89
资本支出	792.47	624.64	90.97	91.30	77.91	每股指标(元)					
长期投资	0.48	0.43	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.44	0.07	0.20	0.25	0.31
其他	(1,668.37)	(1,107.92)	(176.07)	(174.41)	(145.55)	每股经营现金流	1.20	0.53	0.02	0.58	0.27
投资活动现金流	(875.42)	(482.86)	(85.10)	(83.11)	(67.64)	每股净资产	5.16	5.03	5.27	5.46	5.72
债权融资	52.78	(171.59)	(280.66)	(117.64)	(143.89)	估值比率					
股权融资	(109.31)	(71.51)	42.29	(59.19)	(45.24)	市盈率	18.70	118.96	40.61	32.90	26.41
其他	(97.74)	(182.28)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.59	1.63	1.56	1.50	1.43
筹资活动现金流	(154.27)	(425.39)	(238.37)	(176.83)	(189.13)	EV/EBITDA	8.53	7.66	9.19	8.11	7.36
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.54	14.72	21.92	17.80	14.91
现金净增加额	136.38	(394.03)	(299.61)	304.04	9.08						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com