

联合研究 | 公司点评 | 箭牌家居 (001322.SZ)

箭牌家居 2025H1 点评： 2025Q2 毛利率改善，期待零售变革显效

报告要点

2025H1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 28.37/0.28/0.14 亿元，同比-8%/-25%/+6%。其中 2025Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 17.87/1.02/0.98 亿元，同比-9%/-21%/-18%。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001
SFC: BUV463



范超

SAC: S0490513080001
SFC: BQK473



米雁翔

SAC: S0490520070002



张佩

SAC: S0490518080002

箭牌家居 (001322.SZ)

箭牌家居 2025H1 点评： 2025Q2 毛利率改善，期待零售变革显效

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025H1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 28.37/0.28/0.14 亿元，同比-8%/-25%/+6%。其中 2025Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 17.87/1.02/0.98 亿元，同比-9%/-21%/-18%。

事件评论

- 收入端：行业仍在深度调整，公司积极推动经销零售增长。**受行业景气下行和竞争加剧影响，2025H1 公司收入同降 8%。**分品类看**，卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/浴缸浴房/瓷砖同比-13.3%/+0.7%/+1.5%/-20.4%/-10.0%，其中智能坐便器收入同增 4.2%至 6.6 亿元（收入占比约 23.3%），优于公司整体表现；**分渠道看**，经销零售/电商/家装/工程渠道同比+4.0%/-7.9%/-3.5%/-21.4%，经销零售逆势增长主因公司以店效倍增项目为核心抓手，持续赋能经销商，2025H1 参与店效倍增项目的试点门店显著提升，公司计划 2025H2 扩大试点面积，有望为收入增长持续提供动能；**分地区看**，内销/外销收入同比-5.5%/-54.7%，外销收入大幅下滑主因北美市场受国际贸易影响大幅下滑，但北美以外市场增长明显。
- 利润端：2025Q2 毛利率呈现改善趋势。**2025Q2 公司毛利率同比提高 1.2pcts 至 29.7%，毛利率改善估计主因产品结构优化（2025H1 智能坐便器收入占比同比提升 2.76pcts）以及公司降本增效持续显效。2025Q2 归母/扣非净利率同比-0.9/-0.6pct 至 5.7%/5.5%，盈利水平承压主因收入规模下降影响费用率，具体来看：2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比-0.3/+1.1/-0.1/+0.1pcts 至 8.2%/9.5%/4.7%/0.6%。
- 存量房市场存机遇，出口业务有望贡献中长期增量。**1) **看好公司强化存量房市场开拓能力：**随着房地产市场进一步走向存量市场，看好公司从产品、渠道、服务三个维度出发，通过单品引流、智能升级、全卫焕新等产品策略，结合线上全域推广&线下联合地推等方式，挖掘存量市场发展机遇；2) **国际化业务中长期增量可期：**2025H1 公司出口业务承压主因北美市场受国际贸易影响承压，但北美以外市场收入增长明显。公司正全面加速海外市场拓展，继续深化“一带一路”沿线国家、RCEP 区域及中东、非洲等新兴市场业务布局，并持续完善海外事业部的组织架构与人员配置，预计未来会从线下经销渠道、品牌合作、线上销售三个方面持续开拓海外市场，中长期出海增量可期。
- 以零售增长带动全渠道增长，期待公司精细化升级零售打法。**国补政策从 2024Q4 开始逐步显效，有效拉动了智能坐便器、花洒等卫浴品类需求释放，当前卫浴类国补比例普遍为 15%-20%（部分适老产品补贴 30%），补贴力度较大。由于国补对零售端的拉动更为直接，公司坚定围绕国补政策精细化升级零售打法，预计 2025H2 公司将在更大范围推进店销倍增项目，对门店客资、转化、客单值进行精细化管理，进而推动收入端增长和全渠道协同发展。预计 2025-2027 年实现归母净利润 2.31/3.25/4.33 亿元，对应 PE 35/25/19X。

风险提示

- 1、地产销售及竣工不及预期；
- 2、智能产品竞争持续加剧；
- 3、公司渠道拓展低于预期；
- 4、行业竞争格局大幅恶化。

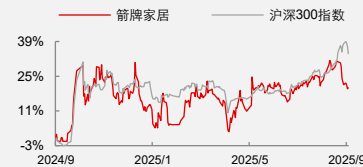
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.45
总股本(万股)	96,716
流通A股/B股(万股)	16,561/0
每股净资产(元)	4.88
近12月最高/最低价(元)	9.90/6.88

注：股价为 2025 年 9 月 4 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《箭牌家居 2024A&2025Q1 点评：2025Q1 毛利率修复，期待国补催化景气上行》2025-05-07
- 《箭牌家居 2024Q3 点评：Q3 收入降幅收窄、盈利承压，看好国补驱动 Q4 景气上行》2024-11-10
- 《箭牌家居 2024H1 点评：内销收入承压，出口表现靓丽，Q2 毛利率环比改善》2024-08-23



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、**地产销售及竣工不及预期**：若地产端景气延续性较弱，或影响家居需求景气。
- 2、**智能产品竞争持续加剧**：若在弱消费环境下智能坐便器行业竞争不断加剧，或对产品均价和盈利水平造成一定影响。
- 3、**公司渠道拓展低于预期**：若公司整装、电商等渠道拓展不及预期，或将影响后续增长趋势。
- 4、**行业竞争格局大幅恶化**：若卫浴行业竞争格局加剧，或引起恶性价格竞争，影响公司利润端表现。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7131	7315	7843	8569	货币资金	1547	1481	1644	2317
营业成本	5331	5253	5593	6086	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1800	2062	2249	2482	应收账款	376	358	407	437
%营业收入	25%	28%	29%	29%	存货	1213	1195	1339	1431
营业税金及附加	106	101	108	118	预付账款	33	34	36	39
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	74	121	89	136
销售费用	574	636	659	703	流动资产合计	3244	3189	3514	4361
%营业收入	8%	9%	8%	8%	长期股权投资	15	15	15	15
管理费用	657	731	753	797	投资性房地产	27	27	27	27
%营业收入	9%	10%	10%	9%	固定资产合计	5297	5212	5117	5012
研发费用	372	373	392	420	无形资产	911	901	891	881
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	0	0	0	0
财务费用	38	-18	7	-2	递延所得税资产	148	148	148	148
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	430	896	1053	1203
加: 资产减值损失	-33	-40	-30	-30	资产总计	10071	10387	10765	11647
信用减值损失	-17	-10	-10	-10	短期贷款	250	225	188	156
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	1632	1556	1838	1855
投资收益	9	9	10	10	预收账款	0	0	0	0
营业利润	64	252	359	481	应付职工薪酬	183	178	191	207
%营业收入	1%	3%	5%	6%	应交税费	67	80	79	90
营业外收支	9	10	10	10	其他流动负债	1975	2219	2014	2450
利润总额	73	262	369	491	流动负债合计	4106	4258	4310	4759
%营业收入	1%	4%	5%	6%	长期借款	953	953	953	953
所得税费用	10	31	43	58	应付债券	0	0	0	0
净利润	63	231	325	433	递延所得税负债	6	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	67	231	325	433	其他非流动负债	136	136	136	136
少数股东损益	-4	0	0	0	负债合计	5201	5353	5405	5854
EPS (元)	0.07	0.24	0.34	0.45	归属于母公司所有者权益	4869	5033	5359	5792
					少数股东权益	1	1	1	1
现金流量表 (百万元)					股东权益	4871	5034	5360	5793
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	10071	10387	10765	11647
经营活动现金流净额	514	863	735	1237					
取得投资收益收回现金	8	9	10	10	基本指标				
长期股权投资	0	-1	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-507	-790	-490	-490	每股收益	0.07	0.24	0.34	0.45
其他	16	0	0	0	每股经营现金流	0.53	0.89	0.76	1.28
投资活动现金流净额	-483	-782	-480	-480	市盈率	115.57	35.31	25.11	18.85
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.61	1.62	1.53	1.41
股权融资	0	-68	0	0	EV/EBITDA	12.84	11.53	9.43	7.46
银行贷款增加(减少)	-246	-25	-37	-31	总资产收益率	0.7%	2.2%	3.0%	3.7%
筹资成本	-186	-55	-54	-53	净资产收益率	1.4%	4.6%	6.1%	7.5%
其他	7	0	0	0	净利率	0.9%	3.2%	4.1%	5.1%
筹资活动现金流净额	-425	-148	-91	-84	资产负债率	51.6%	51.5%	50.2%	50.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-394	-66	163	673	总资产周转率	0.69	0.72	0.74	0.76

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。