



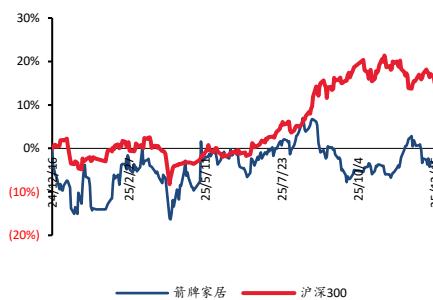
箭牌家居(001322)

目标价:

昨收盘:8.29

箭牌家居：乘“适老+轻智能”行业东风，店效改革助推业绩改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	9.67/7.86
总市值/流通(亿元)	80.18/65.13
12个月内最高/最低价(元)	9.41/6.95

相关研究报告

<<箭牌家居：2025Q2收入业绩承压，产品渠道端优化或助力经营迎来拐点>>--2025-08-22

证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524020001

证券分析师：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525040001

研究助理：金桐羽

电话: 021-58502206

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030010

报告摘要

行业端：智能马桶渗透率提升空间较大，适老+轻智能产品有望助推行业增长。1) 市场表现：2024年我国智能坐便器普及率不到10%，相較发达国家90%的渗透率仍有较大提升空间；同时伴随行业政策和标准的逐步规范和头部企业的持续创新，长尾企业有望加速出清，行业集中度也或将进一步提升。2) 增长动力：根据2025年发布的《关于做好2025年家装厨卫“焕新”工作的通知》，智能马桶作为“适老产品”补贴标准高达30%，在政策催化下市场潜力有望加速释放，头部企业有望凭借较高的品牌认知度和成熟的渠道网络率先受益；同时轻智能马桶凭借配置功能丰俭由人的优势，助推品类向公共区域和家用中低端下沉市场更好渗透。

公司端：前瞻布局轻智能和适老产品，店效提升有望助力业绩迎来拐点。1) 产品端：公司通过箭牌、法恩莎和安华三大品牌实现卫浴空间产品全覆盖，于2015年开始前瞻布局轻智能产品，并紧抓银发群体需求推出“和玥”无障碍康养卫浴套系，同时产品相较国际品牌具备较强性价比，未来有望通过“国产替代”实现规模和市占率提升。2) 渠道端：公司国内以零售为核心构筑覆盖电商、工程等渠道的销售网络，截至2024年终端门店超2万家；同时以东南亚为突破口推进海外业务发展，境外收入持续强劲增长；我们认为，随着门店店效和营销策略改革试点范围的逐步拓展，公司整体经营的改善幅度或将加大，进而助推收入业绩迎来拐点。3) 内部改革：公司于2024年将组织架构调整为按业务划分的事业部制，并积极推进自动化和数字化转型，有望提升生产运营效率和市场响应速度。

投资建议：行业端，消费品以旧换新政策持续促进卫浴行业更新需求释放，银发群体需求有望成为智能马桶和卫浴行业新的增长点，同时轻智能马桶或将助推品类渗透率持续提升。公司端，箭牌作为龙头企业之一或将分享卫浴行业增长红利，产品端伴随智能马桶收入占比的提升，利润结构有望持续改善；同时以零售为核心的全渠道协同发展战略逐步落地，营销策略和店效改革试点范围也持续铺开，并且内部经营效率在组织架构调整和数智化转型的助推下有望继续提升，未来公司收入业绩或将在产品+渠道+内部优化的共同驱动下迎来拐点。我们预计，2025-2027年公司归母净利润分别为0.87/2.23/3.10亿元，对应EPS分别为0.09/0.23/0.32元，当前股价对应PE分别为92.68/35.99/25.89倍。维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、房地产市场波动与消费者需求放缓、原材料价格波动、经销商管理风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,131	6,713	6,815	7,060
营业收入增长率(%)	-6.76%	-5.87%	1.52%	3.60%
归母净利（百万元）	67	87	223	310
净利润增长率(%)	-84.28%	29.57%	157.50%	39.00%
摊薄每股收益（元）	0.07	0.09	0.23	0.32
市盈率（PE）	115.57	92.68	35.99	25.89

资料来源：苏宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 箭牌家居：中国卫浴行业龙头企业	5
(一) 发展历程：从陶瓷洁具到整体卫浴，从技术攻坚到智能互联	5
(二) 财务分析：受楼市影响收入承压，2025 年前三季度毛利率显著改善	7
(三) 股权结构较为集中，高管团队呈现“家族核心+专业管理”特征	9
二、 行业分析：智能马桶渗透率空间较大，适老和轻智能产品有望助推行业增长	11
三、 公司端：紧抓行业趋势前瞻布局产品，渠道店效改革或将助力业绩迎来拐点	17
(一) 产品端：前瞻布局轻智能和适老产品，高性价比有望抢占国际市场	17
(二) 渠道端：零售为核心店效改革持续推进，海外市场加速拓展	22
(三) 效率优化：改为事业部制提升效率，持续推进自动化和数字化进程	27
四、 投资建议	29
(一) 关键假设	29
(二) 盈利预测	31
五、 风险提示	32

图表目录

图表 1: 公司旗下拥有 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三大品牌	5
图表 2: 公司产品从陶瓷洁具到整体卫浴，逐步成长为行业龙头之一	6
图表 3: 公司 2025 前三季度营收 44.72 亿元 (-7.45%)	7
图表 4: 公司以卫生陶瓷和龙头五金业务为主	7
图表 5: 公司 2025 年前三季度毛利率达 28.51% (+2.09pct)，改善程度较明显	8
图表 6: 2025 年前三季度归母净利润同比增速转正	8
图表 7: 2025 年前三季度净利率 0.66% (+0.05pct)	8
图表 8: 公司股权结构较为集中	9
图表 9: 公司高管团队均具备较丰富产业经验	10
图表 10: 2024 年中国智能坐便器线上零售量、零售额规模及同比均下降	11
图表 11: 2024 年-2025H1 国内智能马桶一体机行业线上均价呈逐步恢复趋势	12
图表 12: 2025H1 年国内智能马桶一体机线上销额箭牌市占率 6.52%，位居第三名	13
图表 13: 2022 年-2025H1 中国智能马桶一体机线上销额 CR3 整体呈逐步提升趋势	13
图表 14: 智能马桶品类被囊括在“适老产品”补贴范围之内	14
图表 15: 2025H1 九牧、恒洁品牌智能马桶一体机品类线上均价都呈增长态势	15
图表 16: 轻智能马桶相较全智能马桶具备更高的性价比和场景适配灵活度	16
图表 17: 公司通过箭牌、法恩莎和安华三大品牌实现卫浴空间品类全覆盖	17
图表 18: 2021 年-2025 年前三季度公司研发费用率持续提升	18
图表 19: 公司轻智能马桶相较于竞品性价比优势更为显著	19
图表 20: 公司推出更适合银发群体需求的“和玥”无障碍康养卫浴套系	20
图表 21: 公司智能马桶相较国际品牌具备较强性价比优势	21
图表 22: 2022-2024 年公司终端门店数量持续快速提升	22
图表 23: 公司零售渠道布局了包括专卖店、家装店、商超店等在内的六大类门店	23
图表 24: 公司在抖音平台总计拥有超 100 万粉丝	23
图表 25: 公司在传统电商平台采取了“1+N”的多店铺矩阵战略	24
图表 26: 箭牌家居与头部房地产商达成战略合作伙伴关系	25
图表 27: 2025 年 2 月 26 日，公司在越南胡志明市开设了首家旗舰店	26
图表 28: 公司海外业务呈迅速扩张趋势，2025 年前三季度受美国市场影响短期承压	26
图表 29: 公司持续推进生产工序无人化操作	28
图表 30: 箭牌家居收入业绩预测表	30
图表 31: 可比公司估值表	31

一、 箭牌家居：中国卫浴行业龙头企业

智慧家居整体解决方案提供商，多品牌协同+全渠道布局。公司作为国内实力强劲的卫浴头部企业，主营智能卫浴、瓷砖等产品，为消费者提供一站式智慧家居解决方案。作为国产卫浴品牌领军者之一，箭牌连续多年入选行业十大品牌，并凭借智能化创新和国际化布局巩固行业标杆地位。**1) 品牌端：**公司旗下拥有 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三大品牌，覆盖卫生陶瓷（含智能坐便器）、龙头五金、浴室家具、浴缸浴房、瓷砖等全系列卫浴产品。**2) 渠道端：**公司以零售为核心，形成了覆盖电商、家装、工程等渠道的全面布局，2025 年前三季度零售渠道收入占比达 39.20%。

图表1：公司旗下拥有 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三大品牌



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

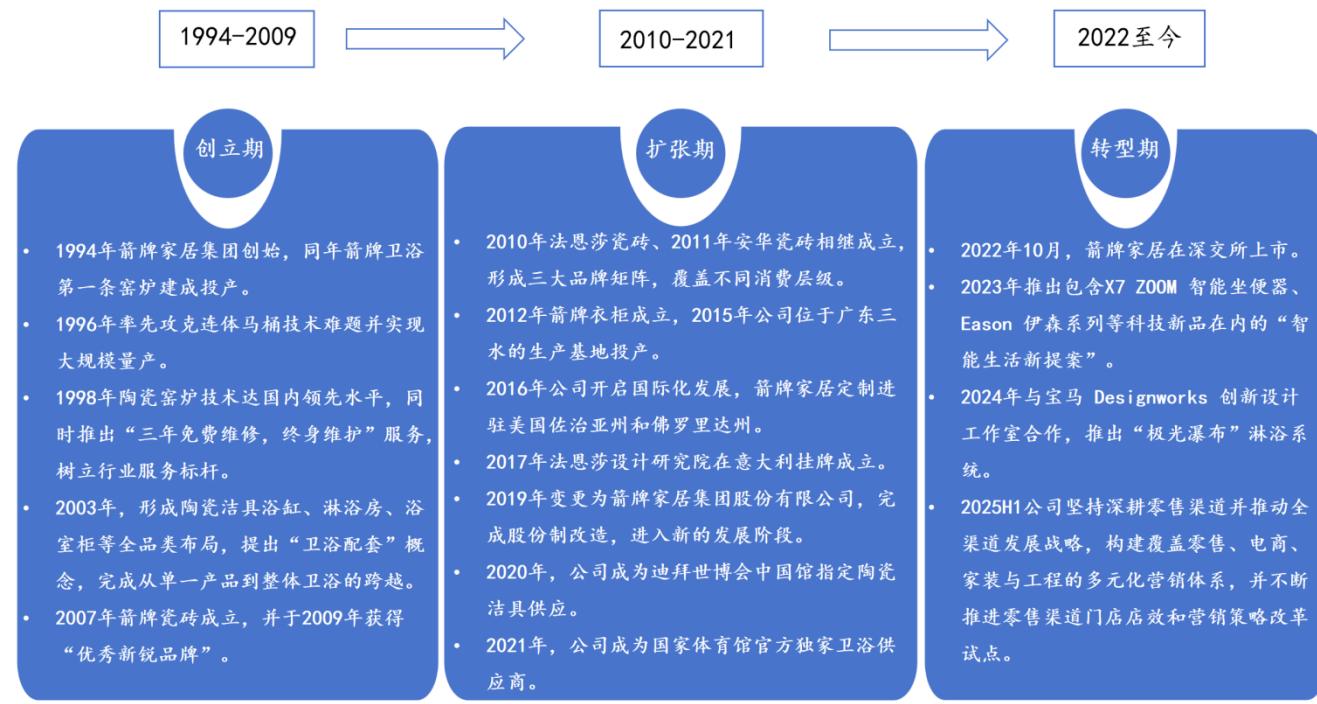
(一) 发展历程：从陶瓷洁具到整体卫浴，从技术攻坚到智能互联

1994-2009 年：创业奠基期——技术突破与品牌雏形。1994 年箭牌家居集团创始，同年箭牌卫浴第一条窑炉建成投产；早期公司聚焦技术攻坚，1996 年率先攻克连体马桶技术难题并实现大规模量产。1998 年陶瓷窑炉技术达到国内领先水平，树立行业服务标杆。2003 年公司形成陶瓷洁具、浴缸、淋浴房、浴室柜等全品类布局，提出“卫浴配套”概念，并成立安华卫浴。2007 年箭牌瓷砖成立，并于 2009 年获得“优秀新锐品牌”。

2010-2021年：品牌扩张期——品类拓展与国际化布局。2010-2011年法恩莎瓷砖和安华瓷砖相继成立，公司ARROW箭牌、FAENZA法恩莎、ANNWA安华三大品牌矩阵基本形成。2012年箭牌衣柜成立，2015年公司位于广东三水的生产基地投产。2016年公司开启国际化发展，箭牌家居定制进驻美国佐治亚州和佛罗里达州；2017年法恩莎设计研究院在意大利挂牌成立。2020-2021年，公司相继成为迪拜世博会中国馆指定陶瓷洁具供应商和国家体育馆官方独家卫浴供应商。

2022年至今：上市转型期——产品升级与渠道改革。2022年10月，公司在深交所上市。上市后公司加速战略调整：2023年推出包含X7 ZOOM智能坐便器、Eason伊森系列等科技新品在内的“智能生活新提案”；2024年与宝马Designworks创新设计工作室合作，推出“极光瀑布”淋浴系统；2025H1公司坚持深耕零售渠道并推动全渠道发展战略，构建覆盖零售、电商、家装与工程的多元化营销体系，并不断推进零售渠道门店店效和营销策略改革试点。

图表2：公司产品从陶瓷洁具到整体卫浴，逐步成长为行业龙头之一

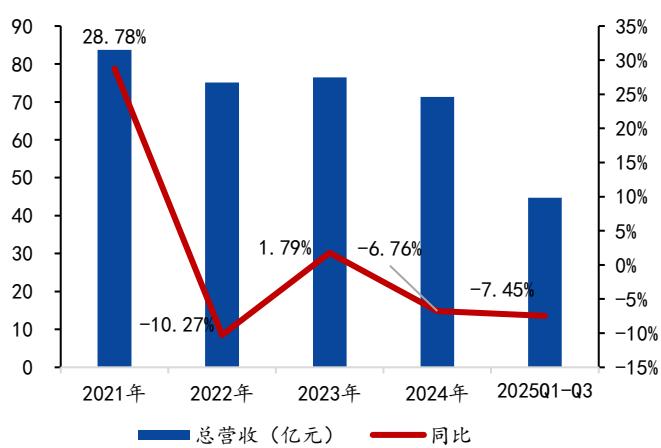


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

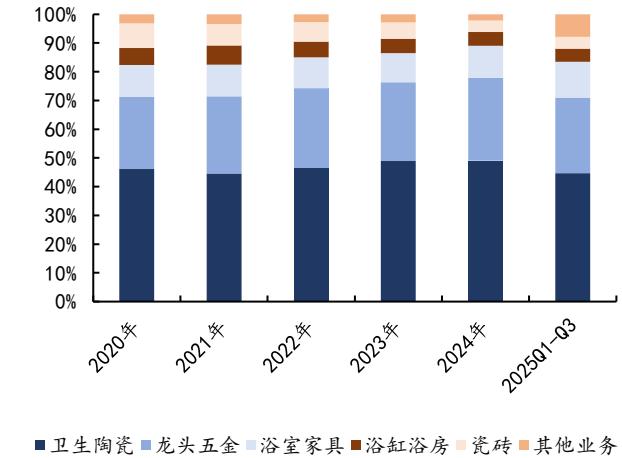
(二) 财务分析：受楼市影响收入承压，2025 年前三季度毛利率显著改善

受楼市低迷影响收入端持续承压，2025 年前三季度智能马桶占比持续提升。2021-2024 年，公司总营收从 83.73 亿元降至 71.31 亿元，CAGR 为 -5.21%，主因系受疫情和楼市低迷的影响，具备地产后周期属性的家居卫浴行业承压所致；其中 2023 年公司收入短暂修复至 76.48 亿元 (+1.79%)，或得益于自身在电商、家装等渠道的积极扩展。2025 年前三季度公司营收达 44.72 亿元 (-7.45%)，收入端持续承压，其中浴室家具、龙头五金、瓷砖、卫生陶瓷、智能坐便器、浴缸浴房收入分别为 5.53 亿元 (+5.42%)、11.61 亿元 (-2.90%)、1.84 亿元 (-12.37%)、9.74 亿元 (-21.51%)、10.00 亿元 (+3.24%)、1.99 亿元 (-14.04%)；智能坐便器收入比重达 22.63% (+2.39pct)，占比持续提升助力公司产品结构升级。

图表3：公司 2025 前三季度营收 44.72 亿元 (-7.45%)



图表4：公司以卫生陶瓷和龙头五金业务为主

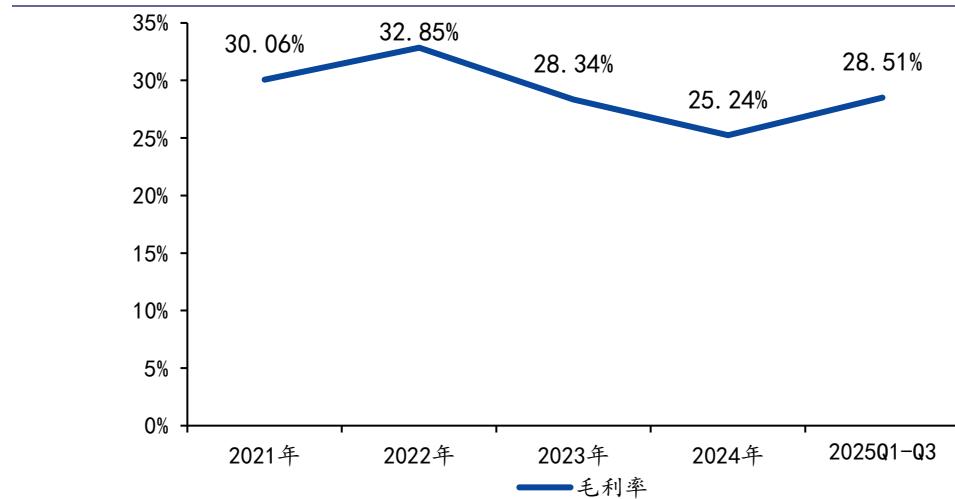


资料来源：同花顺，太平洋证券整理

资料来源：同花顺，太平洋证券整理

2021-2024 年毛利率先升后降，2025 年前三季度盈利能力显著改善。受到原材料成本波动、市场竞争加剧及渠道拓展前期投入的多重影响，公司毛利率从 2021 年的 30.06% 波动下滑至 2024 年的 25.24%；其中 2022 年短期恢复提升或因公司成本管控和产品结构优化导致。2025 年前三季度公司毛利率回升至 28.51% (+2.09pct)，主因或系在“以旧换新”政消费的背景下，公司高毛利产品销售占比持续提升，叠加前期渠道优化成效显现，共同助力盈利能力改善。

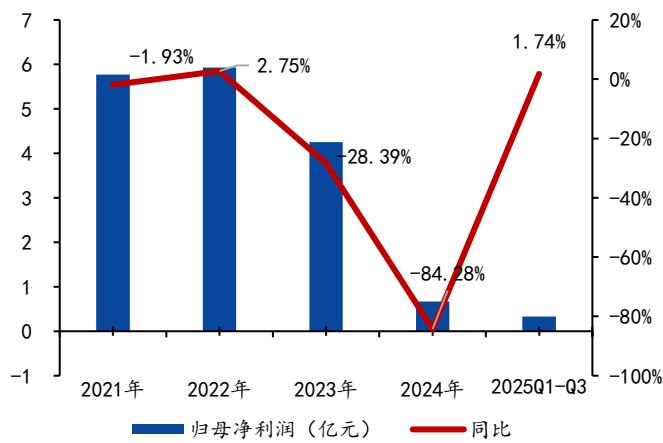
图表5：公司 2025 年前三季度毛利率达 28.51% (+2.09pct)，改善程度较明显



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

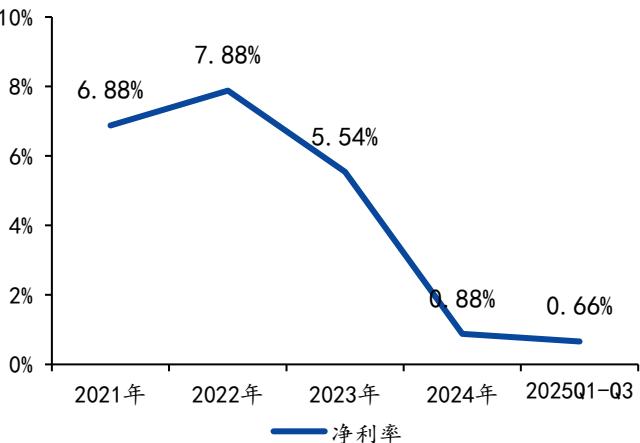
公司利润端有望迎来拐点，2025 年前三季度净利率小幅回升。1) 净利润：2021-2024 年，公司归母净利润从 5.77 亿元下滑至 0.67 亿元，其中 2024 年同比 -84.28%，下滑较为明显或系地产需求萎缩引发的终端价格战及原材料成本攀升的共同影响。2025 年三季度公司归母净利润为 0.33 亿元 (+1.74%)，同比增速实现由负转正拐点或已出现。2) 净利率：公司净利率从 2021 年的 6.88% 下滑至 2024 年的 0.88%，盈利空间受到行业整体承压和市场竞争加剧的影响出现大幅下滑。2025 年前三季度公司净利率达 0.66% (+0.05pct)，实现小幅回升。

图表6：2025 年前三季度归母净利润同比增速转正



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表7：2025 年前三季度净利率 0.66% (+0.05pct)

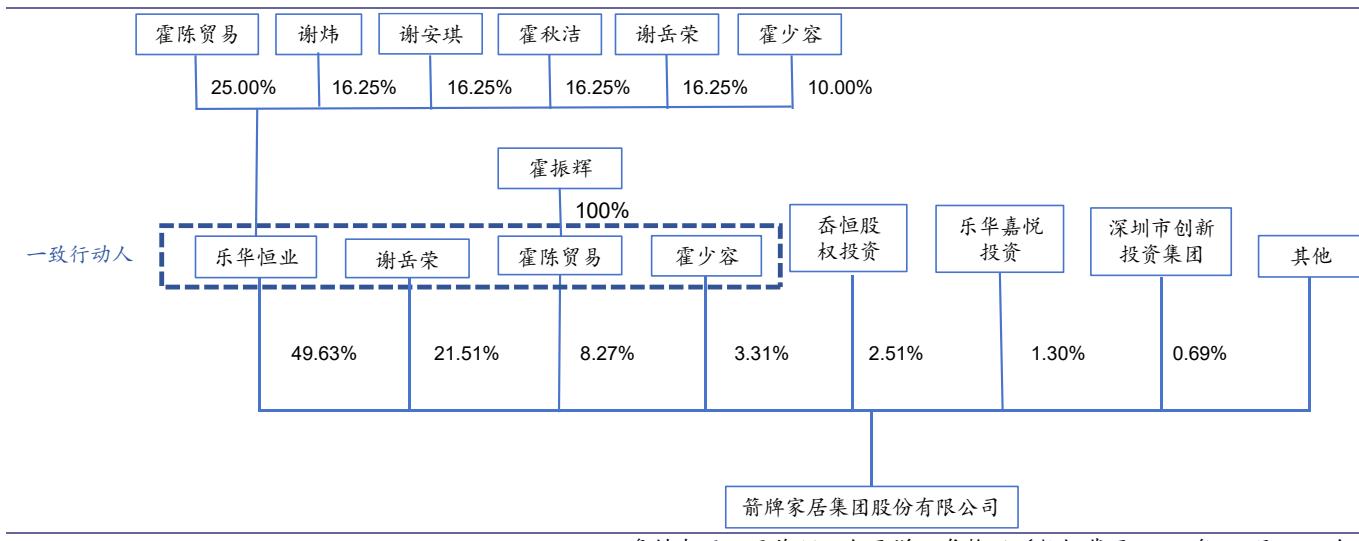


资料来源：同花顺，太平洋证券整理

(三) 股权结构较为集中，高管团队呈现“家族核心+专业管理”特征

股权结构相对集中，管理层产业经验较为丰富。**1) 股权结构：**截至 2025 年 9 月 30 日，公司前十大股东占比达 88.33%，股权高度集中，创始人兼实际控制人谢岳荣持股 29.56%（直接持股 21.51%+间接持股 8.05%），包括其在内的家族成员谢炜、谢安琪（两人为谢岳荣与霍秋洁子女）、霍秋洁（谢岳荣妻子）、霍少容（霍秋洁姐姐）、霍振辉（霍秋洁哥哥）通过多层持股，家族作为一致行动人共持有公司 82.72% 的股份。**2) 管理层背景：**公司高管团队呈现出“家族核心+专业管理”的复合型特征，其决策风格与战略执行深刻影响着企业发展轨迹。创始人谢岳荣作为董事长兼总经理，凭借在行业中 30 余年的深耕，主导了公司从单一卫浴到智能家居的全产业链布局；副总经理卢金辉作为战略执行的核心人物，近年通过“焕新 3.0”服务体系（10 天极速交付）和海外市场拓展，强化了公司渠道下沉与全球化能力。

图表8：公司股权结构较为集中



图表9：公司高管团队均具备较丰富产业经验

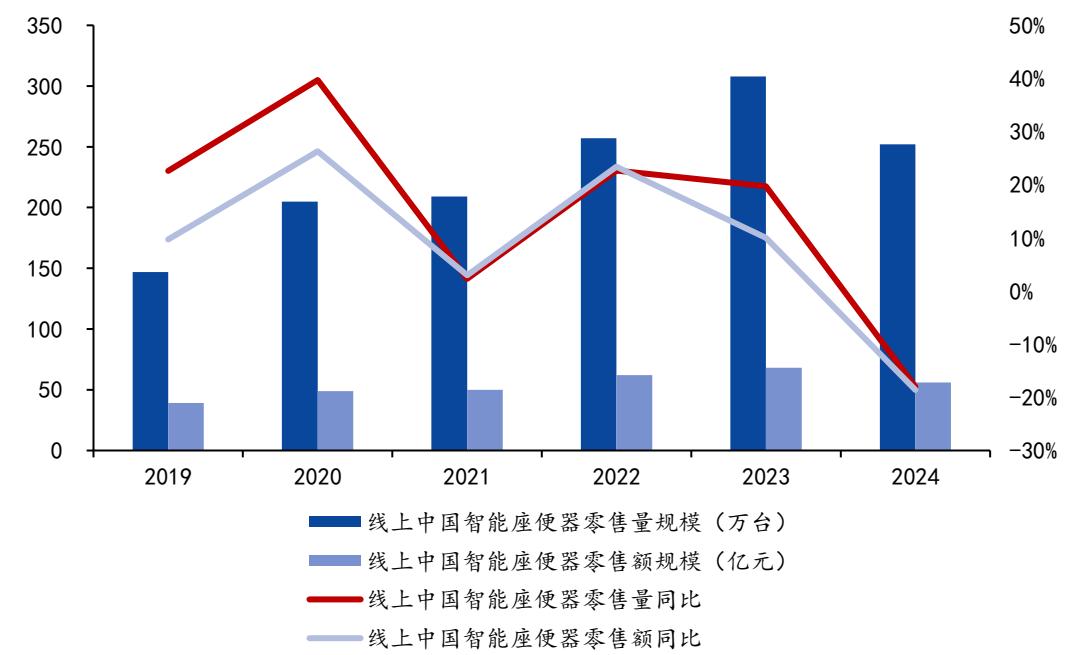
姓名	职务	从业经历
谢岳荣	创始人/董事长/总经理	1984年-1992年，任东平陶瓷厂助理工程师、副厂长；1992年-1994年，任荣达铝合金厂厂长；1994年-1997年，任顺德市乐华陶瓷洁具厂总经理；1997年-2013年，任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司总经理；2013年至今，任公司董事长、总经理。2015年至今，任公司控股股东乐华恒业投资的董事长。
卢金辉	副总经理	2004年至2016年，历任美的集团冰洗事业部中心经理、美的集团安徽销售公司副总经理、美的集团冰箱事业部销售总监；2016年至2018年，任美国惠而浦（中国）冰箱公司总经理；2018年至2019年，任台湾鸿海富士康集团H次集团副总经理；2019年至今，任公司副总经理。
刘广仁	副总经理	2002年至2019年，历任法恩品管部经理、安华卫浴事业部总经理。2019年至今，任公司副总经理。
杨伟华	副总经理、董事会秘书	2008年至2017年，杨伟华先生任广州珠江钢琴集团股份有限公司董事会秘书；2017年至今任公司副总经理、董事会秘书。
谢炜	副总经理	2017年至2019年，任公司总经理助理；2019年至今，任公司董事、副总经理。
霍振辉	副总经理	2010年至今，任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司副总经理、董事；2013年至今，任公司董事、副总经理。2015年至今，在公司控股股东乐华恒业投资任董事；2018年至今，在股东佛山市霍陈贸易有限公司任执行董事。
霍秋洁	副总经理	1997年至2013年，任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司财务主管；2013年至今任公司董事、副总经理。2015年至今，任公司控股股东乐华恒业投资的董事。

资料来源：同花顺、公司年报，太平洋证券整理

二、 行业分析：智能马桶渗透率空间较大，适老和轻智能产品有望助推广行业增长

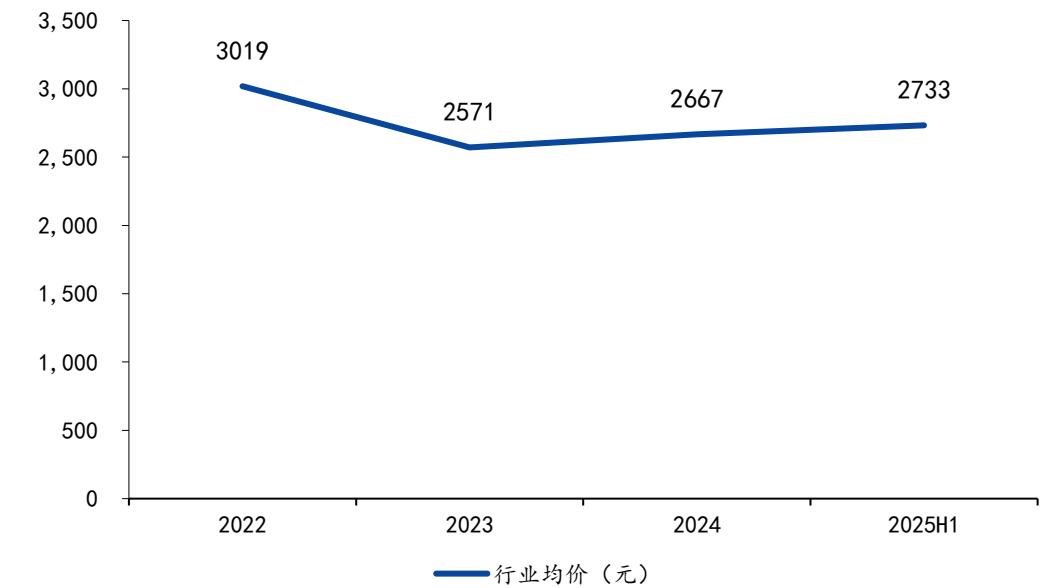
国内智能马桶行业规模短期承压，对标海外市场提升空间较大。**1) 市场规模：**根据奥维云网数据，2024年国内智能坐便器行业规模首次出现下滑，线上智能坐便器零售量和零售额分别达252万台（-18.0%）、56亿元（-18.6%），房地产下行、消费者信心低位等因素的共同影响下智能马桶市场短期承压；**2) 均价：**根据奥维云网数据，受到行业竞争加剧叠加疫情后市场需求疲软，企业为去库存、保市场份额主动降价的影响，2023年智能马桶一体机行业均价达2571元（-14.84%）；2024年开始在消费升级驱动需求端迭代以及行业竞争逻辑从价格战转向价值竞争的共同推动下，行业均价开始逐步修复，并在2025H1达2733元（+2.47%）。**3) 渗透率：**根据市场监管总局报告，2024年我国智能坐便器产品普及率在9.6%左右，相比发达国家智能坐便器90%的市场普及率，市场潜力巨大。我们认为，随着消费者信心提振以及以旧换新政策的持续催化，国内智能马桶行业仍旧蕴含较大发展潜力，后续市场规模有望恢复增长。

图表10：2024年中国智能坐便器线上零售量、零售额规模及同比均下降



资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

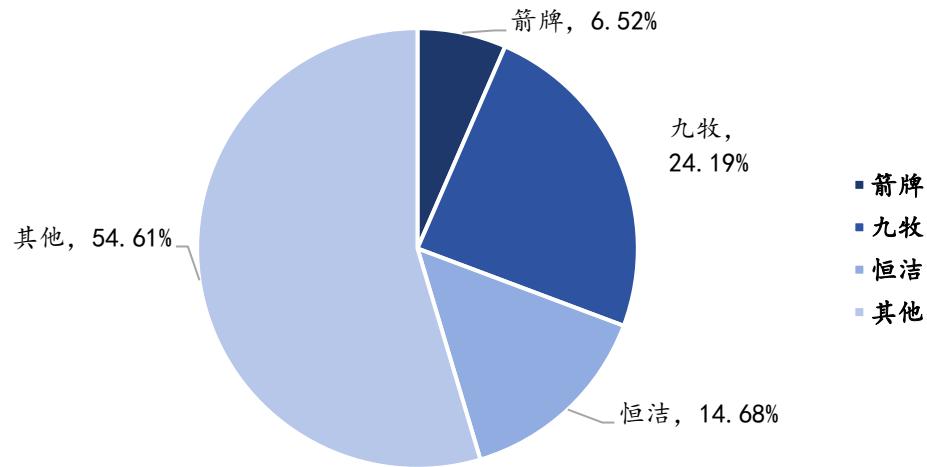
图表11：2024年-2025H1 国内智能马桶一体机行业线上均价呈逐步恢复趋势



资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

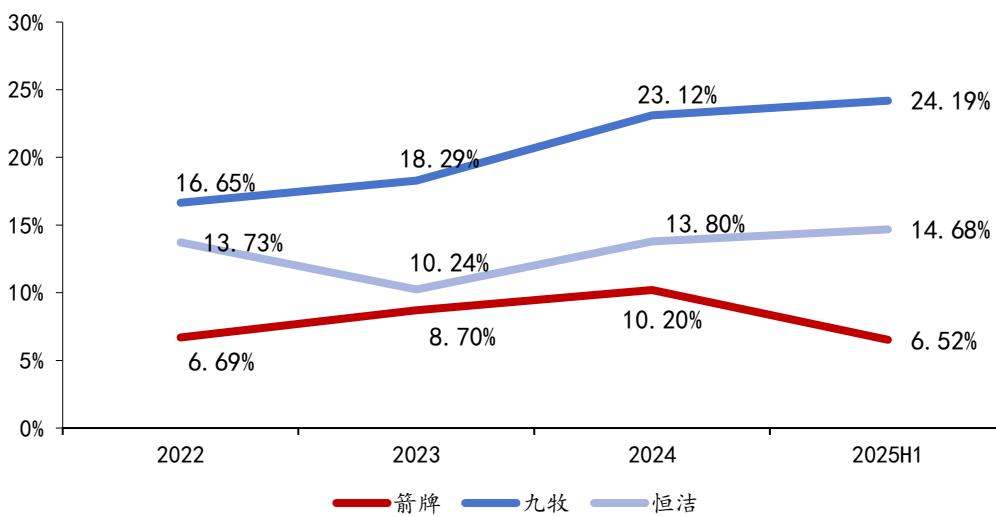
国内市场集中度持续提升，九牧领先优势较明显。1) 市场：根据奥维云网数据，我国智能马桶一体机线上销售额 CR3 从 2022 年的 37.07% 上升至 2025H1 的 45.39%，市场集中度整体呈现上升态势但仍有提升空间，或系较低的行业壁垒和广阔的市场前景使得市场参与者众多导致竞争较为激烈。2) 分品牌来看：国内智能马桶一体机线上销额市场份额前三位分别为九牧、恒洁和箭牌，2025H1 市占率分别为 24.19%、14.68%、6.52%；其中九牧凭借在品牌影响力、产品矩阵及渠道运营上的深厚积累，头部地位较为稳固；箭牌则通过产品力迭代、营销破局等方式实现了市场份额的突破，销额市占率从 2022 年的 6.69% 上升至 2024 年的 10.20%，2025H1 虽然在自身经营调整期的影响下市占率短期承压，但我们认为，随着产品力和产品结构的不断优化，以及零售渠道门店店效和营销策略改革试点范围的逐步拓展，箭牌的市场份额有望逐步恢复；同时伴随头部企业不断通过技术创新巩固优势，以及行业政策和标准逐步规范，长尾企业有望加速出清，行业集中度也或将进一步提升。

图表12：2025H1 年国内智能马桶一体机线上销额箭牌市占率 6.52%，位居第三名



资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

图表13：2022 年-2025H1 中国智能马桶一体机线上销额 CR3 整体呈逐步提升趋势



资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

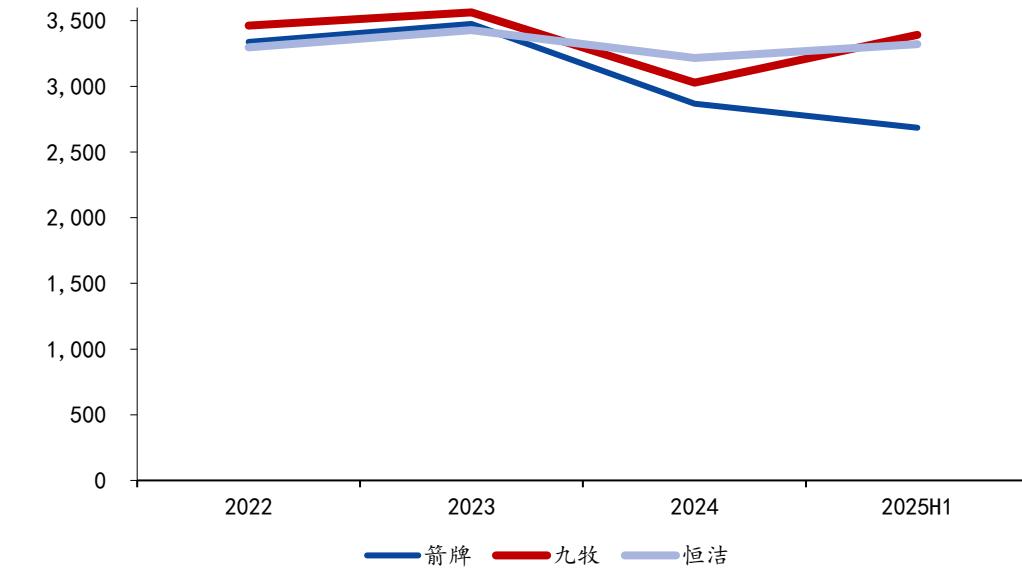
适老化产品补贴带来政策利好，头部企业有望率先受益。2025年1月，商务部等6部门办公厅发布《关于做好2025年家装厨卫“焕新”工作的通知》，其中居家适老化改造产品补贴标准高达30%；而智能马桶由于能够显著提升老年人的生活便利性、安全性和健康管理水，所以囊括在补贴范围之内。**1) 行业利好：**智能马桶在归入补贴范围后，有望对价格较为敏感的中老年群体形成较强吸引力，同时激活“孝心经济”，进一步推动品类从“高端可选品”向“居家刚需品”的转变，释放存量市场潜力。**2) 头部利好：**伴随着补贴实施后购买成本的降低，在同等预算下消费者可以购置更高品质的产品，在此背景下头部品牌有望凭借深厚的品牌认知积淀和成熟的渠道网络，更好的受益于政策带来的增长红利，实现自身产品价格中枢的提升，进而扩大收入规模和利润空间。根据奥维云网数据，2025H1九牧、恒洁及国内智能马桶一体机行业整体的线上均价同比分别+12.97%、+3.94%、+2.14%，均实现不同程度的增长。

图表14：智能马桶品类被囊括在“适老产品”补贴范围之内

序号	类别	产品类别	功能简介	9	扶手等支撑装置	辅助老年人起身、站立、转身和坐下，包括高低处和过道扶手和抓杆类产品。	20	手杖	辅助老年人平稳站立和行走，包含三脚或四脚手杖、凳拐、助起坐垫等。
1	一、地面和门改造	地面防滑产品	根据卫生间、厨房、卧室等地面防滑处理需要，配置防滑贴、防滑垫等产品，避免老年人滑倒，提高安全性。	10	三、如厕洗浴设备改造	蹲便器改坐便器或者配置马桶增高器、移动马桶、适老分体智能坐便器、便盆、接尿器等。	21	轮椅/助行器	辅助家人、照护人员推行/帮助老年人站立行走，扩大老年人活动空间。包括安全步态训练车、助老外骨骼机器人、四肢联动康复训练仪、下肢助行机器人等。
2		下压式门把手	可用单手手掌或者手指轻松操作，增加摩擦力稳定性，方便老年人开门。	11	洗浴装置	更换浴帘、浴杆，配置恒温花洒，增加淋浴空间，必要时配置洗澡床，方便照护人员辅助老年人洗浴。	22	助听器	帮助老年人听清声音来源，增加与周围的交流，包括盒式助听器、耳内助听器、耳背助听器、骨导助听器等。
3		门铃	供听力视力障碍老年人使用，包括闪光振动门铃、呼叫门铃等。	12	淋浴椅	辅助老年人洗澡用，避免老年人滑倒，提高安全性。	23	六、智能辅助产品	配备毫米波雷达睡眠监测仪，理疗电烤灯、实时心电监护系统、多参数监护仪等。
4		可双向开启的门	老年人跌倒后，可从外部开启，便于护理人员及时救助。	13	四、厨房设备改造	降低操作台、灶台、洗菜池高度或者在其下方留出容膝空间，方便乘轮椅或者体型矮小老年人操作。	24	健康监测产品	安装感应便携灯，避免直射光源、强刺激性光源，老人走灯灭，辅助老年人起夜使用。
5		斜坡辅具	对于不易消除的高差可选择斜坡辅具，实现高差的平稳过渡。	14	适老升降吊柜	在吊柜下方配置开放式中部柜、中部架，方便老年人取放物品。	25	防走失装置	用于监测认知障碍（失智）老年人或者其他精神障碍老年人定位，避免老年人走失，包括防走失手环、防走失胸卡等。
6		护理床	帮助失能老年人完成起身、侧翻、上下床、吃饭等动作，辅助喂食、处理排泄物等。	15	炉灶自动熄火保护装置	在火焰意外熄灭时，自动切断燃气供应，防止漏气，减少安全隐患。			
7		床边护栏或者抓杆	辅助老年人起身、上下床，防止翻身滚下床，保证老年人睡眠和活动安全。	16	自动感应灯具	安装环境改造			
8		防压疮床垫	避免长期卧床的老年人发生严重压疮。	17	电源插座及开关改造	配置智能插座，可联动控制实现对家电设备的用电监控和安全管理；配置大按键开关，便于老年人操作。			
				18	防撞护角/防撞条、提示标识	在家具尖角或墙角安装防撞护角或者防撞条，避免老年人磕碰划伤，必要时粘贴防滑条、警示条等符合相关标准和老年人认知特点的提示标识。			
				19	适老家具	比如换鞋凳、适老椅、床头柜、床边桌、餐桌、电动升降晾衣架、辅助起身垫或沙发等。		环境监控设备	安装在居家环境中，用于监测老年人动作或者居室环境，发生险情时及时报警。包括红外探测器、跌倒（坠床）监测雷达、生命体征监测雷达、紧急呼叫器、烟雾/煤气泄露/溢水报警器等。

资料来源：《关于做好2025年家装厨卫“焕新”工作的通知》，太平洋证券整理

图表15：2025H1 箭牌、恒洁品牌智能马桶一体机品类线上均价都呈增长态势



资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

轻智能马桶具备更高性价比和场景适配灵活度，有望助力智能马桶渗透率提升。轻智能马桶保留了坐圈加热、离座冲水等基础核心功能，将清洗、烘干等进阶功能改为选配，由于搭载的功能丰俭由人所以相较于全智能马桶性价比优势较为显著，更加契合广大中端及下沉市场需求，有效助推了智能马桶产品在国内市场的渗透率提升。**1) 公共区域：**对于高端商场、酒店、写字楼等需要大规模部署卫浴设施的公共场所，全智能马桶的成本高昂且存在卫生管理难点；而轻智能马桶的基础功能可以较好满足公域卫生间需求，显著降低采购成本，同时有效规避卫生管理争议。**2) 家庭场景：**新接触智能马桶产品的消费者普遍对全智能马桶的隐私安全、功能冗余存在顾虑，而轻智能产品通过“去复杂化”的设计有效消除用户心理门槛，产品功能和价格也更契合下沉市场及年轻家庭的入门级需求。根据《中国智能卫浴电器产业发展研究报告（2025）》，2024年国内轻智能坐便器行业年产量为391万台，占行业总产量约28.5%（+15.9pct），涨幅较为显著。

图表16：轻智能马桶相较全智能马桶具备更高的性价比和场景适配灵活度

维度	全智能马桶	轻智能马桶
功能	自动翻盖、健康监测、语音控制等复杂功能	座圈加热、离座冲水、除臭、润壁等基础功能
价格	约 3000 元以上，高端型号过万	较低，约 1000-3000 元，补贴后更低至千元内
维护成本	高（零部件易损需专业维护）	低（结构简单，故障率低）
适用场景	高端住宅、私人空间	公共场所、适老化改造、酒店民宿
用户群体	高收入家庭、智能产品爱好者	老年人、预算敏感者、实用主义者

资料来源：知乎及其他平台资料整理，太平洋证券整理

三、 公司端：紧抓行业趋势前瞻布局产品，渠道店效改革或将助力业绩迎来拐点

(一) 产品端：前瞻布局轻智能和适老产品，高性价比有望抢占国际市场

三大品牌差异化定位覆盖多样客群，产品矩阵丰富覆盖场景全面。1) 品牌端：箭牌家居集团旗下拥有箭牌、法恩莎和安华三大品牌，其中箭牌作为主品牌定位全球智慧家居平台，致力于提供一站式高端智慧家居整体解决方案；法恩莎品牌则主打艺术家居，定位高端艺术设计和高品质产品，主要目标客户群体是追求生活品位的精英人群；安华品牌则主打设计风格简约时尚和高性价比，主要针对年轻消费群体。2) 产品端：公司目前已实现包括卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、浴缸浴房等品类的卫浴空间产品全覆盖，全面的产品布局使得箭牌家居能够致力于为消费者提供一站式的家居解决方案，并可满足不同场景下的多样化需求。

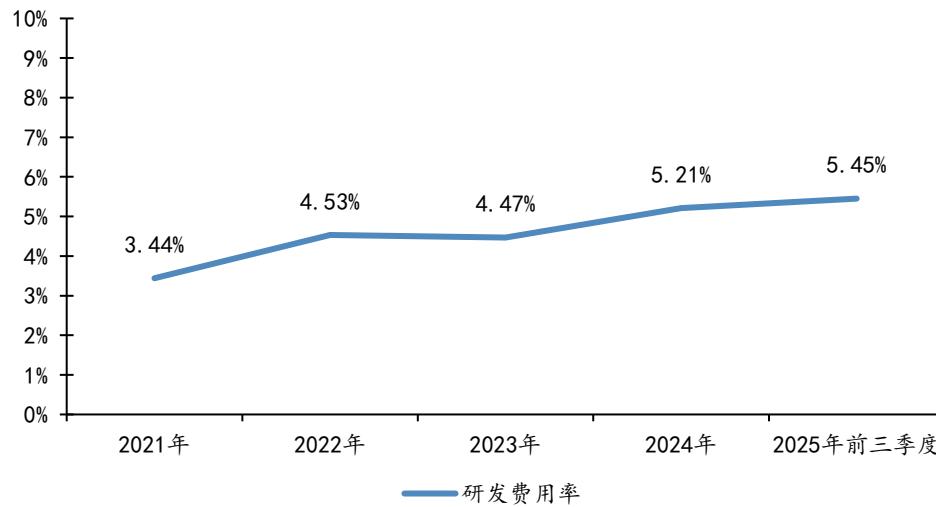
图表17：公司通过箭牌、法恩莎和安华三大品牌实现卫浴空间品类全覆盖



资料来源：箭牌家居招股说明书，太平洋证券整理

持续加大研发投入，布局AI提升内部运营和服务效率。1) **研发端：**公司拥有16大研发中心、8大检测中心、1个国家级CNAS认证的中心实验室并持续加大研发投入，研发费用率从2021年的3.44%逐步提升至2025年前三季度的5.45%。2) **AI布局：**公司积极引入AI算法、5G网络、物联网等前沿技术，实现了从研发设计到生产制造的全流程数字化转型；AI技术还有效助推了公司办公效率和客服智能化的提升，在辅助公司行政和文书岗位的工作流程的同时，通过建立知识库使得AI客服能够快速响应客户常见问题，大幅提升了公司的服务效率。

图表18：2021年-2025年前三季度公司研发费用率持续提升



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

布局轻智能马桶品类，紧抓银发经济有望助力智能马桶业务规模再提升。1) **轻智能产品：**公司在2015年首次明确提出了“轻智能”概念，通过轻量化设计逐步简化如自动翻盖、智能感应等部分复杂且使用频率较低的功能，在实现产品性价比提升的同时也推动了公司自身零部件标准化和自产率的提升，有效降低了生产成本进而改善盈利空间。2) **适老产品：**公司紧抓在政策和市场双轮驱动下具备较强发展潜力的银发群体需求，推出针对性解决起身困难、操作不便等痛点的“和玥”无障碍康养卫浴套系，系统化构建盥洗、如厕、淋浴三大智慧功能区，为消费者提供全方位解决方案，也为公司智能马桶业务带来了新的增长点。我们认为，依托于具备先发优势且不断优化的轻智能马桶品类和或将成为增长新动力的适老产品的共同推动下，公司智能马桶业务

规模和收入占比有望持续提升，进而带动整体产品结构改善；2025 年前三季度公司智能马桶业务收入达 10.00 亿元 (+3.24%)，收入占比达 22.63% (+2.39pct)。

图表19：公司轻智能马桶相较于竞品性价比优势更为显著

产品名称		轻智能马桶				
		箭牌 AKE1165U	恒洁 606A	九牧 SQ5351	Blaupunkt 蓝宝 E9	京东京造 小白鲸 Plus2.0
产品信息	产品图片					
	到手价	1469 元	1504 元	1529 元	1859 元	1399 元
	最小坑距	305/400mm	305/400mm	305/400mm	200/250/300mm, 可定制	305/400mm
参数信息	高度	465mm	496mm	470mm	440mm	475mm
	主体材质	陶瓷	陶瓷	陶瓷	陶瓷	陶瓷
	单次冲水量	3-6L	4.0L	3.5-5L	3L	4L
	水箱容量	8L	4.5L	5L	5L	4L
	冲水原理	超漩式虹吸	虹吸式	虹吸式	双重超漩虹吸	Jturbo 2.0 专利虹吸
	排水方式	地排水	超漩式	地排水	地排水	地排水
	水效	二级	一级	一级	一级	一级
轻智能	冲水方式	脚触冲水 离座冲水	脚触冲水 离座冲水	脚感冲水 离座冲水	脚感冲水 离座冲水	脚感冲水 离座冲水
	温控座圈	二档温度可调	三档温度可调	四季感温	四季感温	三档温度可调
	座圈温度调节方式	遥控器按键	旋钮	根据季节自动调节、侧按键	根据季节自动调节、侧按键	无线遥控
其他特色功能	其他	停电冲水	停电冲水	停电冲水	停电冲水	停电冲水
		多用户记忆		15 分钟自动嗡鸣		泡沫盾
	灯光	柔光氛围夜灯	节能夜灯	氛围灯	氛围灯+夜光模式	光感夜灯

资料来源：淘宝、天猫、京东，太平洋证券整理（数据截至 2025 年 12 月 12 日）

图表20：公司推出更适合银发群体需求的“和玥”无障碍康养卫浴套系



资料来源：WIND，太平洋证券整理

相较国际品牌具备较强性价比优势，未来有望实现市场份额抢占。1) 均价方面：随着技术、生产、产品等多维度的不断发展，国内品牌在价格方面相较国际品牌具备较大竞争优势；根据奥维云网数据，2025H1 国际品牌松下、TOTO 和科勒的均价则分别为 3802 元、8295 元和 5846 元，而箭牌作为国产品牌龙头之一均价为 2685 元，并且在相似性能配置下性价比优势较为显著。2) 高端市场：根据奥维云网数据，2024 年精装卫浴市场外资品牌份额高达 76.7%（同比-5.3%），内资品牌份额为 23.3%（同比+5.3%），国际品牌虽然仍占据主导地位，但是国产品牌也在逐步抢占市场份额。我们认为，未来随着国产品牌在技术创新、品牌管理和渠道建设上的持续发力，有望在智能化快速渗透的背景下进一步缩小与国际品牌的差距，实现市场规模和市占率的持续提升；而公司作为国产卫浴品牌龙头之一，也有望率先分享行业红利。

图表21：公司智能马桶相较国际品牌具备较强性价比优势

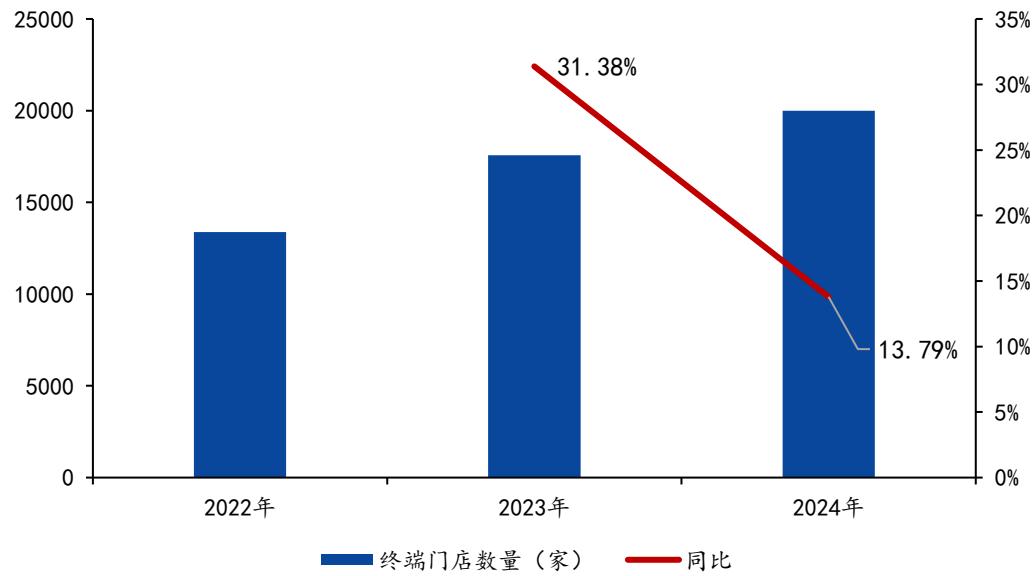
产品名称		智能马桶					
产品信息	箭牌 AKE1186M	恒洁 H33BPro	九牧 7060	松下 V7Pro	TOTO G5lite	科勒 ST30	
	产品图片						
	到手价	3519 元	2549 元	2601 元	3439 元	6714 元	5499 元
	坑距	305/300mm	305/300mm	305/300mm	305/400mm	305/300mm	305/300mm
参数信息	高度	49.2cm	49.7cm	46.6cm	51.1cm	51.8cm	49.1cm
	单次冲水量	4-6L	4L	4.8L	4-5L	3.5L	4L
	冲水原理	虹吸式	虹吸式	虹吸式	虹吸式	直冲式	电力/气压助动式
	排水方式	地排	地排	地排	地排	地排	地排
	水效	二级	一级	一级	一级	二级	二级
	冲水方式	离座冲水、脚感冲水	离座冲水、旋钮冲水、遥控模式、脚感冲水	旋钮式、侧按式、离座冲水、脚感冲水、遥控模式	遥控模式、脚感冲水	离座冲水	离座冲水
	座圈缓降	有	有	有	有	有	有
智能功能	冲洗加热方式	即热式	即热式	即热式	即热式	即热式	即热式
	清洗功能	臀部清洁、按摩清洗、女性清洗	按摩清洗、臀部清洁、喷嘴移动清洗、女性清洗	臀部清洁、女性清洗、按摩清洗	宽幅/移动/按摩清洗、臀洗	臀部洗净、下身洗净、摆动洗净	3 档清洗强度、3 档清洗水温、8 种清洗模式、3 档清洗位置
	温控座圈	座圈加热	座圈加热	座圈加热	座圈加热	便盖保温	座圈加热
	暖风烘干	有	有	有	有	无	有
	感应翻盖	有	有	有	有	无	有
其他特色功能	其他	魔力泡	柔和夜灯	柔和夜灯、魔力泡	柔和夜灯	自动节电	阻燃过热保护
		喷杆自洁	漏电保护、喷嘴自洁	漏电保护、喷嘴自洁	360° 回旋泡	自动感应	漏电保护

资料来源：淘宝、天猫、京东，太平洋证券整理（数据截至 2025 年 12 月 12 日）

(二) 渠道端：零售为核心店效改革持续推进，海外市场加速拓展

零售作为主力布局六大类门店，店效倍增项目赋能经销商。公司以零售渠道建设为核心，为覆盖多种销售场景布局了包括专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店在内的六大类门店；公司经销终端门店网点数量持续提升，截至 2024 年底已超过 20000 家，新增网点类型主要为家装店、社区店及乡镇店，提升市场覆盖范围并进一步强化了公司在下沉市场布局。同时公司还通过店效倍增项目向经销商赋能，2025 年初开始在部分核心经销商的部分门店进行试点并且效果较为显著，2025 年前三季度公司经销零售收入达 17.31 亿元 (+4.54%)，实现相较整体收入的逆势增长。我们认为，随着门店店效和营销策略改革试点范围的逐步拓展，公司整体经营的改善幅度或将加大，进而有望助推收入业绩迎来拐点。

图表22：2022-2024年公司终端门店数量持续快速提升



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表23：公司零售渠道布局了包括专卖店、家装店、商超店等在内的六大类门店

门店级别	划分标准
专卖店	专一经营某品牌产品（卫浴或瓷砖、定制衣柜、定制橱柜）的专营店，服务对象不限
家装店	在家装公司内开设的专卖区域，服务对象以家装公司的消费者为主
商超店	在百安居等超市内开设的专卖区域，服务对象不限
异业店	在苏宁电器、国美、五星等专业家电卖场或百货商场内开设的专卖区域，服务对象以家电或百货商场的消费者为主
社区店	店设在小区楼盘边或小区内的专卖区域，以服务该小区及周边小区业主为主
乡镇店	地点设置在乡镇的所有门店，以服务该乡镇及以下级市场消费者为主

资料来源：公司招股书说明书，太平洋证券整理

电商业务采取“1+N”多店铺矩阵战略，积极布局新兴渠道。1) 传统电商：公司同步开展直营电商和经销商电商业务，并制定了“1+N”的多店铺矩阵战略，即1家全品类官方旗舰店和多家品类专卖店联动，其中全品类官方旗舰店用以展示公司具有核心竞争力的、技术领先的产品；而细分专卖店则从品类、款式和价格等方面对售卖商品进行细分。2) 新兴渠道：公司积极把握渠道流量变化趋势，加大新兴渠道的布局和投入力度，实现在抖音、快手、拼多多、小红书等平台上的快速渗透；截至2025年12月12日，箭牌家居在抖音平台有共计约114.4万粉丝。

图表24：公司在抖音平台总计拥有超100万粉丝



资料来源：抖音，太平洋证券整理（数据截至2025年12月12日）

图表25：公司在传统电商平台采取了“1+N”的多店铺矩阵战略



资料来源：京东，太平洋证券整理

家装渠道深挖细分市场机会，工程渠道客户多元化缓冲楼市影响。

1) 家装渠道：公司积极面对市场变化，通过深挖细分市场机会实现产品、品类和合作客户的拓展；同时公司还通过各区域服务人员协同经销商开展“家装城市合伙人”等活动，以开拓当地中小微家装企业；在公司的持续努力下，2025年前三季度家装渠道收入达7.55亿元(-4.07%)，保持了业务规模的基本稳定。

2) 工程渠道：2024年公司协同经销商与保利发展、万科集团等头部房企达成战略合作，并参与上海新场综合医疗卫生中心、西安红会医院二期等医疗机构的建设，在教育领域也与清华大学、中国科学院等高校达成合作；我们认为，公司通过构建“地产+医疗+教育+企业+酒店+政府”六维客户矩阵，或将有效降低楼市波动对业务整体稳定性的影响。

图表26：箭牌家居与头部房地产商达成战略合作伙伴关系



资料来源：箭牌家居官方网站，太平洋证券整理

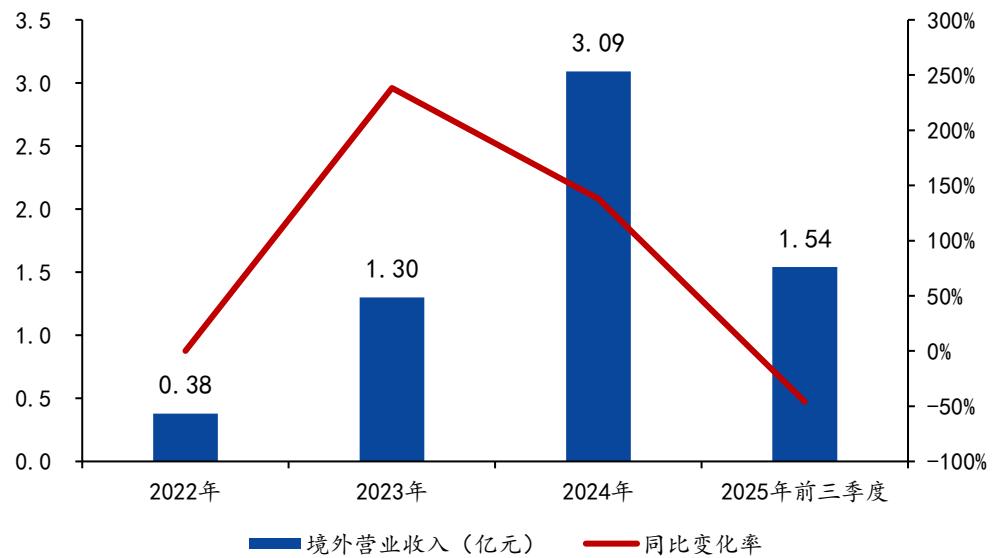
海外以东南亚为突破口，市场布局加速拓展。1) 行业端：东南亚地区持续增长的家居需求使得该市场成为家居品牌出海的热门选择之一，其中越南发展潜力较为突出。据越共电子报数据，越南城镇化率正在以年均3%的速度增长，2025年新建住宅需求有望突破80万套，中端卫浴产品的年需求量预计+23%，家居市场规模预计到2029年有望扩张至70.8亿美元。2) 公司端：公司以东南亚为战略突破口持续推进全球化战略，2025年2月在越南胡志明市成功开设了占地1000平方米的首家旗舰店；同时不断完善海外事业部组织架构并因地制宜制定市场策略，截至2025H1已在越南胡志明、芹苴、潘切等城市和印尼雅加达、俄罗斯圣彼得堡等开设多家销售门店及网点；2022-2024年公司海外业务规模增速亮眼，收入CAGR达183.58%，2025年前三季度虽然受到美国市场的影响境外收入承压，但除美国外的市场收入达8014.47万元(+132.74%)，仍旧保持了强劲的增长态势。

图表27：2025年2月26日，公司在越南胡志明市开设了首家旗舰店



资料来源：箭牌家居官方微信公众号，太平洋证券整理

图表28：公司海外业务呈迅速扩张趋势，2025年前三季度受美国市场影响短期承压



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

(三) 效率优化：改为事业部制提升效率，持续推进自动化和数字化进程

改为事业部制优化市场响应速度，积极引入先进管理办法提升效率。1) 组织架构：公司于2024年对内部组织架构进行了调整，从原先的按研发、工艺、成本等职能条线管理，改为了按照智能马桶、五金花洒等业务划分的事业部制；同时针对不同业务设立大客户事业部、海外事业部和电商事业部，通过结构化布局使得各部门能够更专注于自身业务领域，有效提高公司的决策效率和市场响应速度。2) 管理方法：公司积极引入 DSTE 战略管理、IPD 研发管理和 IPMS 营销管理等先进管理体系，通过系统整合三大管理体系，优化研发、生产和营销等核心业务流程，建立贯穿产品全生命周期的现代化管理机制，形成科学高效的决策运营系统。

持续推进生产自动化进程，数字化转型助力实现内部协同。1) 自动化：公司深度应用高压注浆成型工作站实现无人化操作，并规模化部署机器人施釉修坯、自动装卸窑系统覆盖成型、精加工及物流转运全流程，进而实现生产效率的提升；同时持续推动智能家居产品产能技术改造项目和年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目等产能建设项目，通过提高产能和自产率降低生产成本。2) 数字化：公司自 2018 年起持续加大信息化和数字化投入，并在 2024 年进一步深化布局：在研发环节推行 IPD 开发流程提高数据准确性和效率，在制造环节完成 APS、MRP 项目、模具管理平台等多个重点项目实现各环节协同能力的显著提升，同时建成集团级网络安全防护体系，保障全链路信息安全；通过数字化转型实现产销协同并有效提升公司整体运行效率。

图表29：公司持续推进生产工序无人化操作



资料来源：公司官方微信公众号，太平洋证券整理

四、 投资建议

(一) 关键假设

1) 行业端：随着“以旧换新”政策的出台，国内智能卫浴需求有望加速释放；在政策和市场双轮驱动下，银发群体具备较强发展潜力，未来“适老”产品有望成为智能卫浴赛道的新增长点；同时轻智能马桶凭借着功能丰俭由人的特性，更好的适配公共区域和中低端家庭场景，有望进一步助推品类在国内的渗透率提升。

2) 公司端：箭牌作为龙头企业之一，有望率先受益于“以旧换新”政策所带来的行业红利，通过零售渠道的增长带动全盘业务规模的恢复；同时凭借自身紧抓银发群体需求和对轻智能马桶赛道的前瞻布局，公司智能马桶业务有望持续放量，进而助推卫生陶瓷业务收入和盈利能力改善；瓷砖、浴缸浴房等传统品类也或将在楼市企稳后实现止跌回暖。

我们预计，2025-2027 年公司综合毛利率分别 29.43%、30.68%、31.54%，费用率保持稳定。

图表30：箭牌家居收入业绩预测表

箭牌家居 (001322.SZ)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收 (亿元)	76.48	71.31	67.13	68.15	70.60
YOY	1.79%	-6.76%	-5.87%	1.52%	3.60%
毛利率	28.34%	25.24%	29.43%	30.68%	31.54%
成本率	71.66%	74.76%	70.57%	69.32%	68.46%
卫生陶瓷收入 (亿元)	37.42	34.95	31.32	32.48	34.35
YOY	6.61%	-6.60%	-10.39%	3.70%	5.78%
毛利率	28.52%	24.63%	29.55%	31.32%	31.95%
均价 (元/件)	414.72	379.68	332.87	336.96	348.89
YOY	-6.34%	-8.45%	-12.33%	1.23%	3.54%
销量 (百万件)	9.02	9.20	9.41	9.64	9.85
YOY	13.83%	2.02%	2.22%	2.44%	2.16%
龙头五金收入 (亿元)	21.01	20.63	20.84	21.04	21.22
YOY	1.50%	-1.82%	1.02%	0.99%	0.84%
毛利率	26.58%	24.11%	28.26%	29.96%	31.75%
均价 (元/个)	133.57	140.18	147.91	156.16	164.78
YOY	-4.74%	4.95%	5.52%	5.58%	5.52%
销量 (百万个)	15.73	14.71	14.09	13.48	12.88
YOY	6.55%	-6.44%	-4.26%	-4.35%	-4.43%
浴室家具收入 (亿元)	7.71	7.89	8.09	8.60	9.56
YOY	-4.56%	2.38%	2.46%	6.35%	11.11%
毛利率	26.77%	22.33%	27.45%	28.55%	29.69%
均价 (元/套)	498.58	469.79	457.59	462.39	472.38
YOY	-8.27%	-5.77%	-2.60%	1.05%	2.16%
销量 (百万套)	1.55	1.68	1.77	1.86	2.02
YOY	4.05%	8.65%	5.19%	5.24%	8.76%
瓷砖收入 (亿元)	4.31	2.87	2.60	2.48	2.42
YOY	-15.84%	-33.34%	-9.54%	-4.77%	-2.43%
毛利率	25.85%	19.06%	19.08%	19.46%	19.85%
浴缸浴房收入 (亿元)	3.87	3.43	2.79	2.38	2.08
YOY	-6.15%	-11.45%	-18.62%	-14.58%	-12.72%
毛利率	35.42%	37.13%	40.85%	41.25%	41.67%
其他品类及配件收入 (亿元)	0.68	0.85	0.59	0.45	0.37
YOY	16.72%	25.54%	-30.81%	-23.11%	-17.33%
毛利率	43.73%	40.58%	31.65%	31.97%	32.29%
其他业务收入 (亿元)	1.48	0.69	0.91	0.71	0.60
YOY	3.65%	-53.19%	30.54%	-21.26%	-16.22%
毛利率	38.53%	70.86%	63.27%	51.25%	41.51%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

(二) 盈利预测

投资建议：行业端，消费品以旧换新政策持续促进卫浴行业更新需求释放，银发群体需求有望成为智能马桶和卫浴行业新的增长点，同时轻智能马桶或将助推品类渗透率持续提升。公司端，箭牌作为龙头企业之一或将分享卫浴行业增长红利，产品端伴随智能马桶收入占比的提升，利润结构有望持续改善；同时以零售为核心的全渠道协同发展战略逐步落地，营销策略和店效改革试点范围也持续铺开，并且内部经营效率在组织架构调整和数智化转型的助推下有望继续提升，未来公司收入业绩或将在产品+渠道+内部优化的共同驱动下迎来拐点。我们预计，2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.87/2.23/3.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.09/0.23/0.32 元，当前股价对应 PE 为 92.68/35.99/25.89 倍。维持“买入”评级。

图表31：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS (元)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	
603992.SH	松霖科技	36.60	26.65	7.84	29.18	24.54	17.68	32.97	25.42	20.45	1.04	1.11	1.44	1.79
002790.SZ	瑞尔特	8.53	-17.17	-1.31	15.49	14.29	16.85	19.84	17.41	15.23	0.43	0.43	0.49	0.56
603385.SH	惠达卫浴	6.62	170.66	5.80	4.08	2.61	17.42	16.97	16.55	16.15	0.37	0.39	0.40	0.41
平均							17.32	23.26	19.79	17.28				
001322.SZ	箭牌家居	8.29	-84.28	29.57	157.50	39.00	115.57	92.68	35.99	25.89	0.07	0.09	0.23	0.32

资料来源：携宁，太平洋证券整理（截至 2025 年 12 月 16 日，其中松霖科技、瑞尔特、惠达卫浴数据均为 Wind 一致预期）

五、 风险提示

- 1) **市场竞争加剧。**目前卫浴行业市场竞争激烈且集中度较低,倘若未来公司不能保持在研发、产品、渠道、营销等方面的竞争优势,或将会给自身收入业绩带来不利影响。
- 2) **房地产市场波动与消费者需求放缓。**卫浴行业与房地产具有一定的相关性,倘若楼市回暖不及预期,公司工程渠道可能会受到影响;倘若消费者收入增长不及预期、消费意愿低迷,可能导致装修需求增长放缓,进而对公司的零售、家装等渠道带来负面影响。
- 3) **原材料价格波动。**若原材料价格受宏观趋势、产业政策等不可控因素影响上行,公司生产成本将随之增加,从而对盈利能力造成直接影响。
- 4) **经销商管理风险。**公司与主要经销商建立了长期良好的合作关系,在合同中对经销商的权利和义务进行了约定;倘若个别经销商未按照合作协议的约定进行产品的销售和服务,则可能会对公司的市场形象和经营产生负面影响。

资产负债表（百万）						利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,970	1,547	1,126	847	593	营业收入	7,648	7,131	6,713	6,815	7,060
应收和预付款项	491	440	413	418	433	营业成本	5,481	5,331	4,737	4,724	4,833
存货	1,274	1,213	1,078	1,075	1,100	营业税金及附加	97	106	103	97	105
其他流动资产	78	43	42	42	43	销售费用	603	574	600	595	621
流动资产合计	3,813	3,244	2,658	2,383	2,169	管理费用	660	657	800	781	762
长期股权投资	14	15	15	16	16	财务费用	5	38	46	53	59
投资性房地产	177	27	28	35	39	资产减值损失	-35	-33	-1	-1	-1
固定资产	4,917	5,297	5,465	5,563	5,607	投资收益	9	9	8	8	8
在建工程	393	187	181	176	170	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	934	911	891	867	841	营业利润	469	64	99	254	355
长期待摊费用	59	63	63	63	63	其他非经营损益	-1	9	3	3	5
其他非流动资产	4,145	3,573	3,008	2,733	2,520	利润总额	468	73	102	257	360
资产总计	10,640	10,071	9,651	9,453	9,255	所得税	45	10	14	33	49
短期借款	299	250	250	250	250	净利润	424	63	87	224	311
应付和预收款项	2,699	2,450	2,177	2,171	2,221	少数股东损益	-1	-4	1	1	1
长期借款	1,151	953	953	953	953	归母股东净利润	425	67	87	223	310
其他负债	1,484	1,547	1,544	1,547	1,572	预测指标					
负债合计	5,633	5,201	4,924	4,922	4,997	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
股本	970	969	967	967	967	毛利率	28.34%	25.24%	29.43%	30.68%	31.54%
资本公积	2,098	2,104	2,104	2,104	2,104	销售净利率	5.55%	0.94%	1.29%	3.27%	4.39%
留存收益	1,984	1,923	1,847	1,650	1,376	销售收入增长率	1.79%	-6.76%	-5.87%	1.52%	3.60%
归母公司股东权益	5,002	4,869	4,725	4,528	4,254	EBIT 增长率	-32.16%	-78.21%	41.79%	110.28%	35.04%
少数股东权益	5	1	2	3	5	净利润增长率	-28.43%	-84.28%	29.57%	157.50%	39.00%
股东权益合计	5,007	4,871	4,727	4,531	4,259	ROE	8.49%	1.37%	1.83%	4.92%	7.28%
负债和股东权益	10,640	10,071	9,651	9,453	9,255	ROA	4.09%	0.61%	0.89%	2.35%	3.33%
现金流量表（百万）						ROIC	6.44%	1.39%	2.00%	4.40%	6.16%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EPS(X)	0.44	0.07	0.09	0.23	0.32
经营性现金流	1,166	514	539	962	1,144	PE(X)	26.95	115.57	92.68	35.99	25.89
投资性现金流	-875	-483	-763	-768	-763	PB(X)	2.30	1.61	1.70	1.77	1.88
融资性现金流	-154	-425	-197	-472	-636	PS(X)	1.50	1.10	1.19	1.18	1.14
现金增加额	137	-394	-421	-278	-255	EV/EBITDA(X)	12.24	12.84	10.92	8.68	7.68

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。