

2023年02月10日
箭牌家居(001322.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

其他家居

国货卫浴龙头崛起， 智能马桶东风渐暖

箭牌家居系国内陶瓷卫浴行业龙头，深耕卫浴行业30余年，以传统卫浴产品起家，逐步向浴室家具、瓷砖等品类拓展，成功转型卫浴定制空间集成商。公司坚持多品牌战略，ARROW箭牌、FAENZA法恩莎和ANNWA安华三大品牌分别定位中高端、高端和年轻客群。截至2022年9月末，公司实控人谢岳荣家族合计持股82.84%，股权结构集中稳定。卫生陶瓷、龙头五金两大品类贡献公司主要收入来源，2021年收入占比分别为46.05%、27.37%；公司零售、工程、电商、家装四大渠道协同发展，C端业务占比逐年提升至71.76%（2021）。2022Q1-3公司实现收入52.67亿元，同比下降6.23%；归母净利润4.23亿元，同比增长30.26%。

国内资卫浴龙头份额有望持续提升，智能卫浴成长空间广阔：2021年箭牌家居在国内卫浴行业的市占率达9.8%，紧随科勒（20.1%）、TOTO（13.0%），位居内资品牌第一。对标国际卫浴品牌，以箭牌为代表的内资品牌市场份额提升空间较大，主要由于：1）产品质量、外观、功能等方面与国际品牌差距缩小，并有望以价格优势抢占市场份额；2）多元渠道运营能力领先国际品牌，其中内资卫浴品牌大力开拓线上渠道，22年天猫渠道销售数据显示九牧、箭牌、恒洁已占据线上市场份额前三，反超国际品牌。同时，我国智能马桶市场快速成长，销售规模由2019年117.4亿元增长到2021年147.2亿元，CAGR达11.98%。智能卫浴乃大势所趋，对标日本90%、韩国60%的普及率，我国智能马桶渗透率（4%）提升空间仍然较大。国内卫浴龙头智能马桶技术加速迭代，品牌渠道运营能力逐步提升，智能化产线不断扩张，有望驱动市场加速扩张。

箭牌多品类、全渠道布局完善，“智能化+套系化”发展方向明确：1）产品方面，公司卫浴空间全品类、多品牌覆盖，套系化比例提升空间大，未来客单值有望进一步提升。同时，公司加码布局智能赛道，研发费用投入领先同行，高附加值的智能卫浴品类占比持续提升（2021年智能马桶收入占比同比提升1.35pct至16.75%）。2）渠道方面，公司持续加密零售网络，2021年门店数量净增加1813家至12052家。同时，公司大力拓展家装、电商渠道并实现高增（21年收入同比增长88.49%、48.64%至9.58、15.31亿元）。3）生产方面，公司八大生产基地全国布局，2021年卫生陶瓷、龙头五金产能分别为1055.38、959.12万件。伴随IPO募集资金逐步投放于智能家居产品、年产1000万套水龙头和300万套花洒等项目，未来有望突破现有产能瓶颈并提高自产率，进一步扩大规模优势。

投资建议：给予买入-A的投资评级。箭牌家居作为内资卫浴龙头品牌，产品、渠道优势显著，智能化、套系化发展方向明确。伴随疫后消费复苏、线下客流恢复，业绩持续成长可期。我们预计箭牌家居2022-2024年营业收入为76.82、93.35、110.16亿元，同比增长-8.25%、21.51%、18.01%；归母净利润为6.61、8.18、10.25亿元，同比增长14.44%、23.89%、25.32%，对应PE

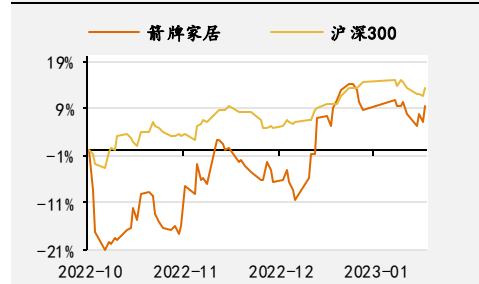
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价 **25.35元**
股价(2023-02-09) **18.58元**

交易数据

总市值(百万元)	17,941.09
流通市值(百万元)	1,795.00
总股本(百万股)	965.61
流通股本(百万股)	96.61
12个月价格区间	13.39/19.38元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.2	13.5	
绝对收益	1.8	24.7	

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

分别为 27.2X、21.9X、17.5X，业绩稳健增长，给予目标价 25.35 元。

风险提示：市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；技术和产品创新滞后风险；募投项目不及预期收益风险；测算不及预期风险。

(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	6,502.4	8,373.5	7,682.4	9,335.0	11,016.4
净利润	588.5	577.1	660.5	818.3	1,025.4
每股收益(元)	0.61	0.60	0.68	0.85	1.06
每股净资产(元)	2.46	3.07	3.86	4.71	5.77

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	30.5	31.1	27.2	21.9	17.5
市净率(倍)	7.6	6.0	4.8	3.9	3.2
净利润率	9.1%	6.9%	8.6%	8.8%	9.3%
净资产收益率	24.8%	19.4%	17.7%	18.0%	18.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 国内陶瓷卫浴龙头，逐步打造卫浴空间集成商.....	5
1.1. 多品牌、全品类协同布局，智能卫浴扬帆起航.....	5
1.2. 股权结构集中稳定，管理层从业经验丰富.....	6
1.3. 整体收入稳健增长，盈利能力显著提升.....	8
2. 内资卫浴龙头份额有望持续提升，智能卫浴成长空间广阔.....	10
2.1. 内资卫浴品牌加速突围，行业集中度有望提升.....	10
2.2. 智能卫浴大势所趋，国内渗透率提升空间较大.....	13
3. 加码布局高潜智能赛道，多品类、全渠道持续扩张.....	18
3.1. 产品：“套系化+智能化”转型，产品结构不断优化.....	18
3.2. 渠道：零售渠道延续下沉，家装、电商快速增长.....	20
3.3. 生产：八大产地分布合理，募投产能夯实规模优势.....	24
4. 盈利预测与估值.....	26
5. 风险提示.....	27

目 录

图 1. 公司发展历程.....	5
图 2. 箭牌家居主营产品.....	6
图 3. 箭牌家居股权结构（截至 2023 年 2 月）.....	7
图 4. 公司营业收入及增速.....	8
图 5. 公司归母净利润及增速.....	8
图 6. 公司收入结构（按产品）.....	9
图 7. 公司主要品类收入及增速.....	9
图 8. 公司收入结构（按渠道）.....	9
图 9. 公司主要渠道收入（亿元）.....	9
图 10. 公司销售毛利率、净利率.....	10
图 11. 公司期间费用率.....	10
图 12. 中国卫浴市场规模及增速.....	10
图 13. 我国规模以上卫生陶瓷企业营业收入及增速.....	10
图 14. 国内卫浴行业发展趋势.....	11
图 15. 国内卫生洁具龙头企业收入（亿元）.....	12
图 16. 2021 年中国卫浴行业各企业市占率.....	12
图 17. 22 年天猫 top10 卫浴家装品牌市场份额.....	13
图 18. 22 年京东 top10 卫浴家装品牌市场份额.....	13
图 19. 部分国家智能马桶渗透率.....	14
图 20. 我国主流智能家电渗透率.....	14
图 21. 中国智能马桶市场规模及增速.....	15
图 22. 智能一体式马桶成为天猫 618 家装行业销售冠军.....	15
图 23. 《智能马桶行业趋势洞察白皮书》调查数据.....	15
图 24. 2018-2021 年中国线上市场智能座便器零售均价.....	16
图 25. 京东平台主流智能马桶品牌销售均价（元）.....	16
图 26. 智能坐便器品牌渠道分布情况.....	16
图 27. 智能坐便器线上市场销售额占比.....	17
图 28. 智能坐便器线上市场销售量占比.....	17

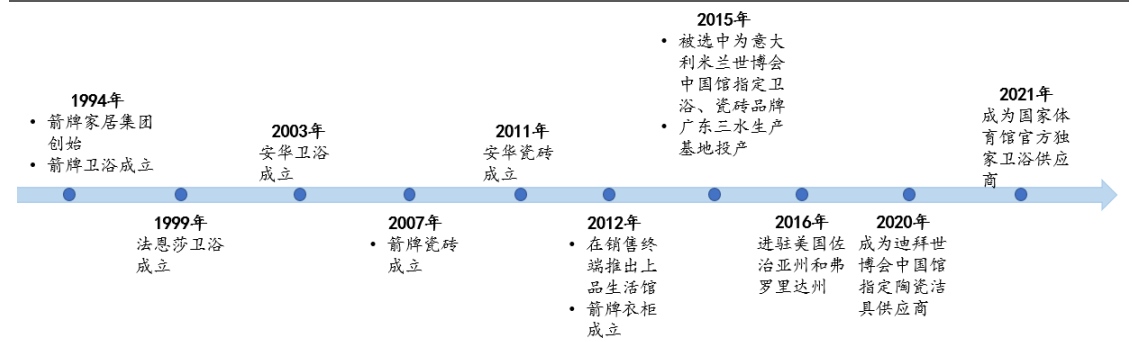
图 29. 90 年代 TOTO 智能马桶盖应用于商务酒店.....	17
图 30. 日本 1992-2021 年部分电器普及率.....	17
图 31. 公司品类、品牌发展历程图.....	18
图 32. 公司主要品类收入（亿元）.....	18
图 33. 公司全卫定制方案图.....	18
图 34. 同行业公司研发费用率对比.....	19
图 35. 公司研发费用及增速.....	19
图 36. 公司智能坐便器收入及占比、增速.....	20
图 37. 公司毛利率水平.....	20
图 38. 公司渠道结构（按销售方式）.....	21
图 39. 公司 C 端、B 端业务收入占比.....	21
图 40. 公司经销商数量.....	22
图 41. 公司单个经销商提货额及增速.....	22
图 42. 公司各品牌门店数量及增速.....	22
图 43. 公司单店提货额及增速.....	22
图 44. 公司电商渠道收入及增速.....	23
图 45. 公司天猫卫浴家装品类销售额及增速.....	23
图 46. 公司双十一战报.....	23
图 47. 公司官宣张继科为产品推荐官.....	23
图 48. 公司工程渠道结构.....	24
图 49. 公司经销工程应收账款及占比.....	24
图 50. 公司主要品类产量（万件）.....	24
图 51. 公司主要品类产能利用率（%）.....	24
图 52. 公司制造费用及增速.....	25
图 53. 公司单位生产成本及增速.....	25
图 54. 公司智能盖板采购数量及增速.....	26
图 55. 公司龙头五金自产、外协数量.....	26
表 1: 箭牌家居三大子品牌.....	错误!未定义书签。
表 2: 箭牌家居高管团队履历.....	7
表 3: 中国卫浴行业代表企业.....	11
表 4: 部分内外资品牌智能一体机产品对比.....	12
表 5: 中国智能马桶市场规模测算.....	14
表 6: 部分内外资卫浴品牌保修期.....	17
表 7: 公司主要品类销售量及配套情况.....	19
表 8: 箭牌家居部分智能产品技术.....	20
表 9: 公司各渠道收入及增速、占比、毛利率情况汇总.....	21
表 10: IPO 募投项目汇总.....	26
表 11: 箭牌家居盈利预测.....	27
表 12: 可比公司估值表（截至 2023 年 2 月 9 日）.....	27

1. 国内陶瓷卫浴龙头，逐步打造卫浴空间集成商

1.1. 多品牌、全品类协同布局，智能卫浴扬帆起航

以传统卫浴产品起家，逐步转型卫浴空间集成商。箭牌家居集团是国内陶瓷卫浴行业龙头品牌，集研发、生产、销售与服务于一体，总部位于中国家具之都——广东佛山，公司目前生产范围涵盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱衣柜等产品。公司创立于1994年，2022年在深交所上市。2012年，继箭牌卫浴（1994年）、箭牌瓷砖（2007年）、箭牌橱柜（2010年）相继成立后，公司成立ARROW箭牌全屋定制，标志正式迈入大家居时代。2020年，公司升级战略定位——全球智慧家居大家，积极推进智慧家居全场景、多品类产品布局。截至2022年8月末，公司已取得授权专利1714项，其中发明专利45项、实用新型1083项。目前公司共拥有8个生产基地及2个筹备中基地，伴随IPO募投项目有序投产，自有产能储备较为充足，为全国经销网络提供保障。

图1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

品牌矩阵覆盖广泛客群，多品类满足卫浴一站式需求。箭牌家居的经营主旨是“大家居多品类集成、全空间定制、一站式配齐”，公司产品线丰富，包含卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱衣柜等六大品类，以全卫定制切入大家居发展赛道。同时，公司旗下拥有ARROW箭牌、FAENZA法恩莎和ANNWA安华三大品牌，分别定位中高端、高端和年轻客群。三个品牌由集团内部三个事业部分别独立运营，品牌力获得市场高度认可，多次被评为中国十大卫浴品牌、十大瓷砖品牌，产品相继获得德国红点设计奖、德国IF产品设计金奖、红棉中国设计奖。

表1：箭牌家居三大子品牌

品牌 Logo	创立时间	品牌愿景	品牌定位	主营产品	终端销售网点 (经销+分销)
ARROW 箭牌卫浴·瓷砖·全屋定制	1994年	智慧家居	致力于改善家居生活品质、创新智慧生活空间	卫浴、瓷砖、家居定制 (全屋、厨房、全卫、整装)	6510家 (2021) 净增加1152家
FAENZA 法恩莎卫浴·瓷砖	1999年	艺术家居	致力于引领国际化的艺术家居生活方式	卫浴、瓷砖	2340家 (2021) 净增加199家
ANNWA 安华卫浴·瓷砖	2003年	时尚家居	致力于打造年轻时尚的生活方式	卫浴、瓷砖	1996家 (2021) 净增加287家

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图2. 箭牌家居主营产品

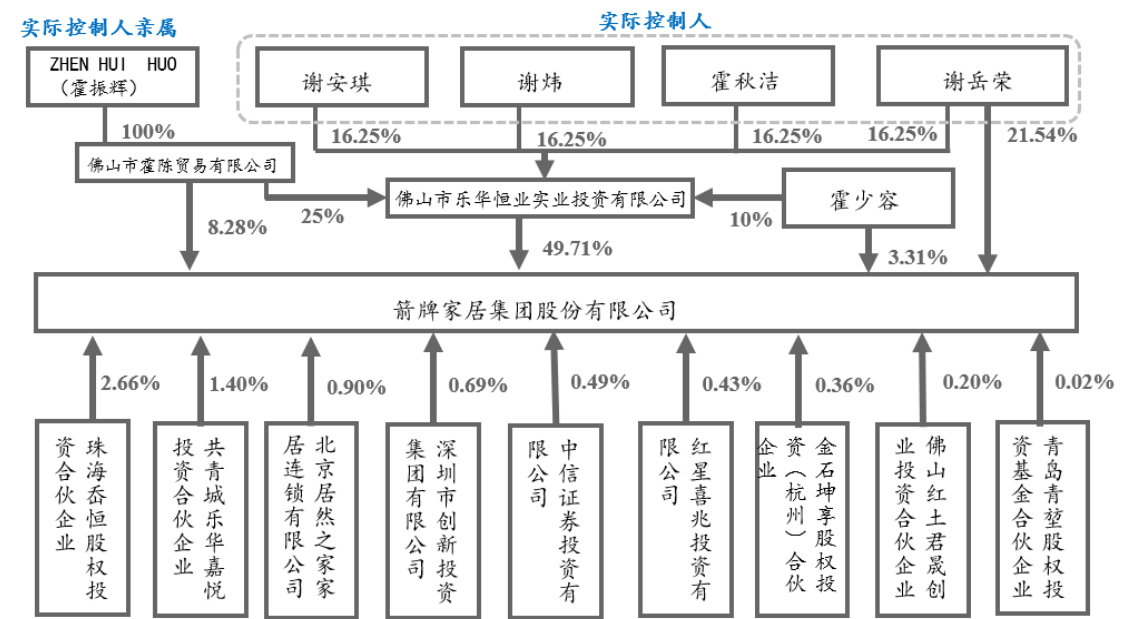


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 股权结构集中稳定，管理层从业经验丰富

实控人家族成员合计集中持股 82.84%，公司管理层具备多年相关从业经验。乐华恒业投资持股 49.71%为公司的控股股东，谢岳荣、霍秋洁、谢安琪、谢炜为公司实际控制人，分别持有乐华恒业投资 16.25%的股权，谢岳荣个人持股公司 21.54%的股权。谢岳荣和霍秋洁为夫妻关系，谢安琪为二人之女，谢炜为二人之子，四人合计直接或间接持有公司 53.85%的股份。霍秋洁的哥哥霍振辉和姐姐霍少容分别持股 20.71%和 8.28%，实控人家族整体合计持股 82.84%。同时，公司获居然之家、红星美凯龙等战略合作伙伴入股，得到产业资本青睐。从高管从业履历看，公司管理层家居建材产业经验丰富，有利于共同推动公司业务开拓。

图3. 箭牌家居股权结构（截至 2023 年 2 月）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表2：箭牌家居高管团队履历

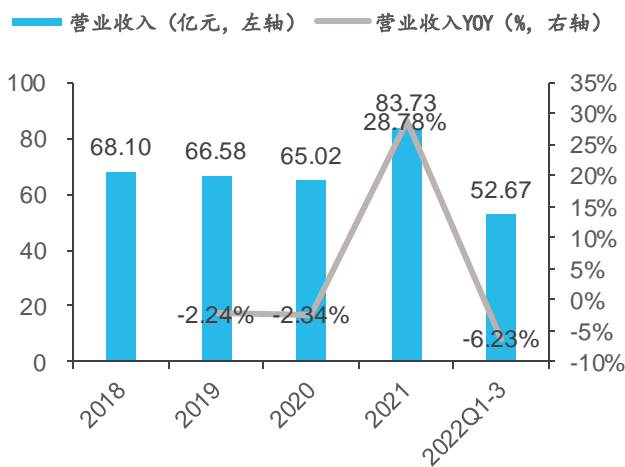
人员	职位	履历简介
谢岳荣	董事长、总经理	高级工商管理硕士；曾任东平陶瓷厂助理工程师、副厂长、荣达铝合金厂厂长，任箭牌有限董事长、总经理；2019年12月至今任箭牌家居董事长、总经理。
ZHEN HUI HUO (霍振辉)	董事、副总经理	大专学历，曾任东平陶瓷厂工程师、佛山市石湾鹰牌集团工程师、佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司副总经理、董事，箭牌有限董事、副总经理；2019年12月至今，任箭牌家居董事、副总经理。
霍秋洁	董事、副总经理	大专学历，曾任佛山市永利坚铝型材有限公司会计、佛山环球家具有限公司财务负责人、佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司财务主管，任箭牌有限董事、副总经理，2019年12月至今任箭牌家居董事、副总经理。
谢炜	董事、副总经理	本科学历，2017年6月至2019年12月，任箭牌有限总经理助理；2019年12月至今，任箭牌家居董事、副总经理。
严邦平	副总经理	本科学历，1993年至1998年，任浙江建筑卫生陶瓷厂副厂长、总工程师；1999年至2003年任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司厂长；2004年至2012年，任佛山市法思洁洁具有限公司事业部总经理；2013年至2015年，任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司事业部总经理；2016年至2022年7月，任箭牌家居副总经理。
刘广仁	副总经理	本科学历，1988年7月至1994年7月，任洛阳建筑陶瓷厂技术员、技术科长；1994年7月至1997年9月，任河南兆峰陶瓷有限公司总工程师；1997年10月至2002年8月，任浙江温州西山特种陶瓷集团有限公司洁具分公司经理；2002年9月至2019年12月，历任法思品管部经理、安华卫浴事业部总经理。2019年12月至今，任箭牌家居副总经理。
杨伟华	副总经理、董事会秘书	本科学历，高级工商管理硕士。2008年12月至2017年11月，任广州珠江钢琴集团股份有限公司董事会秘书；2017年12月至2019年12月，任箭牌有限副总经理；2019年12月至今，任箭牌家居副总经理、董事会秘书。2018年6月至今，任广州圣博融投资有限公司监事。
卢金辉	副总经理	硕士研究生学历，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3月至2019年12月，任箭牌有限副总经理；2019年12月至今，任箭牌家居副总经理。
彭小内	财务总监	本科学历，2005年8月至2013年9月，任广东美的生活电器制造有限公司财务经理、副总监；2013年9月至2015年4月，任美的清湖净水设备有限公司财务经理；2015年10月至2016年7月，任广东海鸥卫浴股份有限公司预算及成本经理；2016年7月至2017年7月，任广东上风环保科技有限公司财务总监；2017年8月至2019年12月，任箭牌有限财务中心副总监；2019年12月至今，任箭牌家居财务总监。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 整体收入稳健增长，盈利能力显著提升

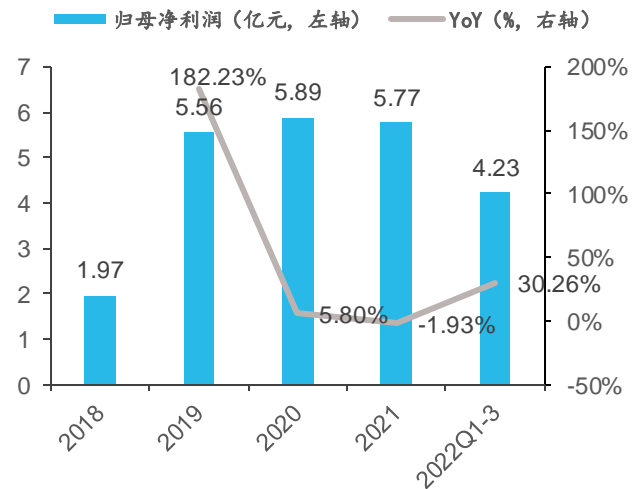
整体营收保持稳健，22 年受疫情短期扰动，智能化升级驱动利润显著改善。2018-2021 年公司营收从 68.10 亿元增长至 83.73 亿元，CAGR 为 7.13%；归母净利润从 1.97 亿元增长至 5.77 亿元，CAGR 为 43.08%。2022Q1-3 公司实现收入 52.67 亿元，同比下降 6.23%；归母净利润 4.23 亿元，同比增长 30.26%。面对疫情反复对线下零售门店的冲击，公司积极调整发展战略，加大线上渠道投入，并通过拓展智能卫浴产品（智能马桶、恒温花洒等），持续优化产品结构，实现利润显著改善。伴随疫情管控政策放开，线下客流恢复有望带动零售门店业务加速发展。

图4. 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图5. 公司归母净利润及增速

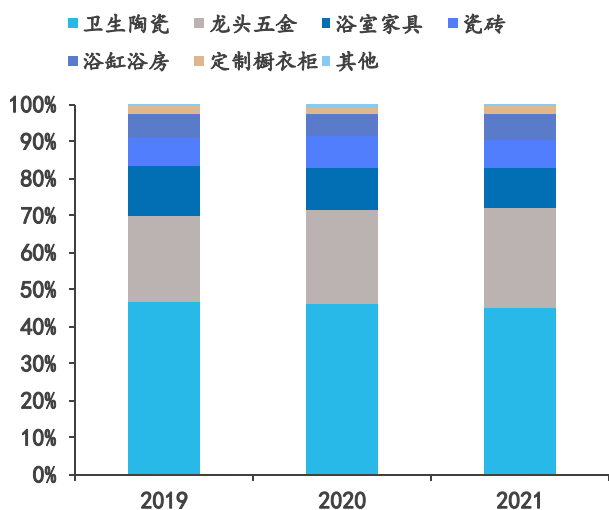


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

收入结构方面，分产品看，卫生陶瓷、龙头五金贡献主要收入。2021 年卫生陶瓷、龙头五金分别实现收入 37.34、22.51 亿元，同比增长 24.55%、37.59%，占比 45.11%、27.20%。同时，得益于公司持续拓展全卫定制领域，并逐步切入大家居整装发展方向，2021 年浴室家具、瓷砖、浴室柜等其他品类合计占比 27.69%，收入较 2020 年同比提升 27.55%。

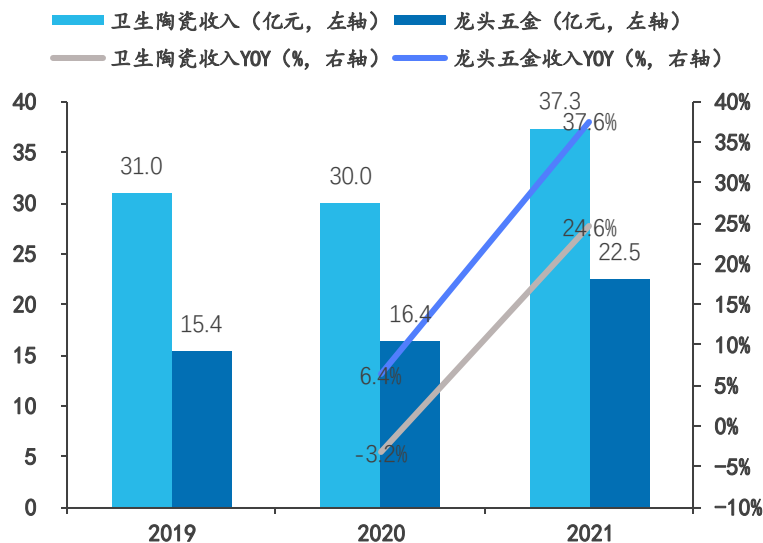
分销售模式看，公司以 C 端零售为主导，工程渠道占比稳定，家装、电商渠道快速提升。2021 年，公司 C 端零售、B 端工程、电商、家装四大渠道分别实现收入 34.98、23.45、15.31、9.58 亿元，同比增长 15.80%、22.20%、48.64%、88.49%，占比 41.99%、28.01%、18.28%、11.49%。公司已形成“经销为主，直销为辅”的销售模式，未来伴随疫后线下消费复苏以及公司稳步拓店，零售渠道业绩具备较大修复弹性空间。同时公司大力投入电商渠道布局，线上销售有望加速贡献增量。

图6. 公司收入结构（按产品）



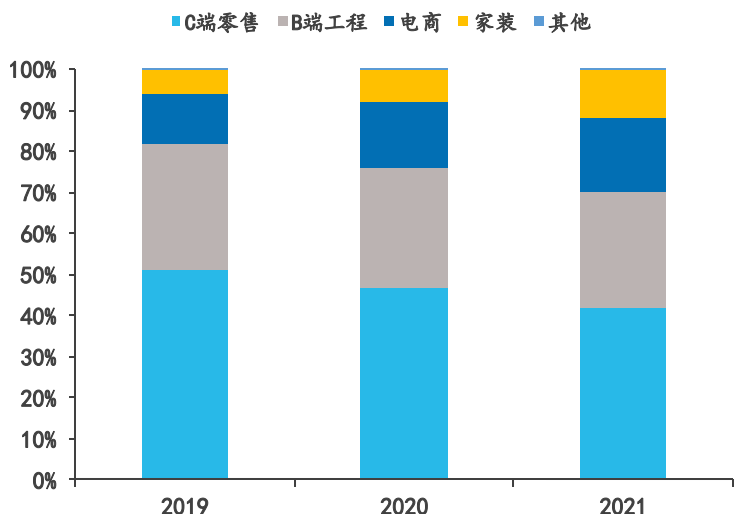
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图7. 公司主要品类收入及增速



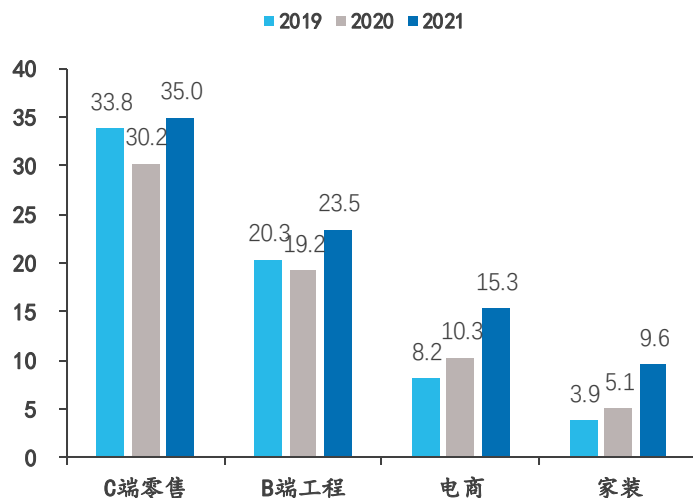
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图8. 公司收入结构（按渠道）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

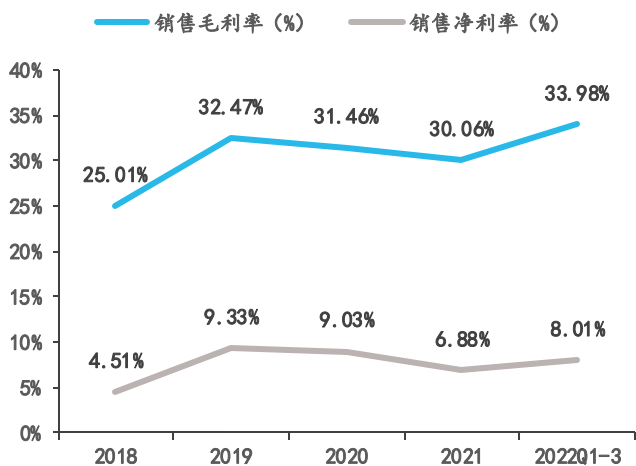
图9. 公司主要渠道收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

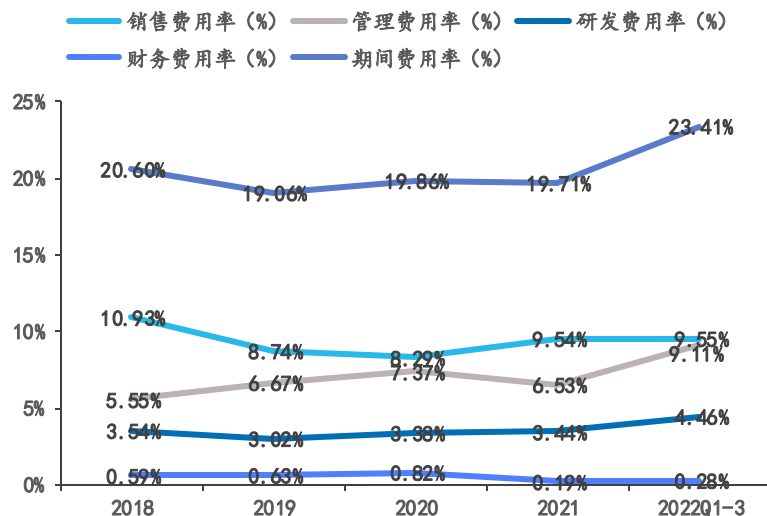
产品结构优化+提价政策落地，盈利能力持续改善。公司2021年受到原材料价格上涨、传统卫浴产品价格战等影响，毛利率同比下滑1.40pct至30.06%，且叠加公司加大电商渠道建设以及相关营销宣传投放力度，净利率同比下滑2.15pct至6.88%。2022Q1-3，公司持续拓展高附加值的智能卫浴品类，产品结构持续优化，且伴随公司逐步突破高端市场，提价政策成效渐显，毛利率同比提升5.33pct至33.98%。期间费用率方面，2022Q1-3公司期间费用率同比提升3.02pct至23.41%，主要由于公司筹建广东佛山顺德、佛山高明两个生产基地造成的相关管理费用增加，以及加大智能化研发投入所致。

图10. 公司销售毛利率、净利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图11. 公司期间费用率



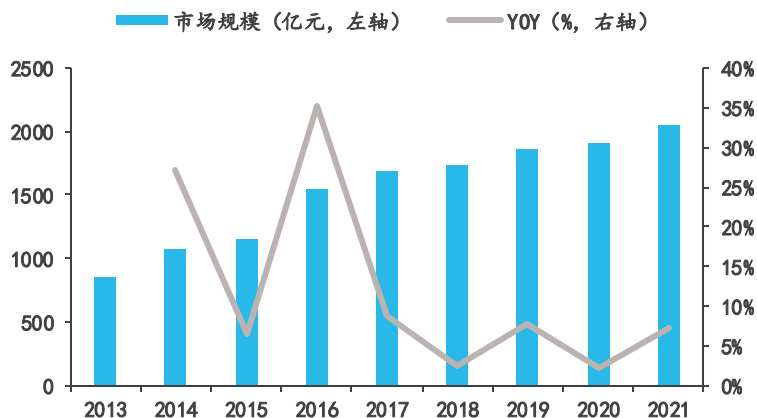
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 内资卫浴龙头份额有望持续提升，智能卫浴成长空间广阔

2.1. 内资卫浴品牌加速突围，行业集中度有望提升

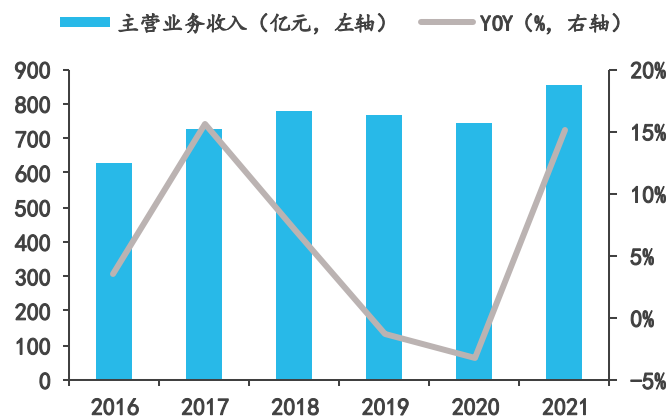
我国卫浴市场规模稳步扩张，智能化有望驱动整体价格上移。根据中华卫浴网数据，2021年我国卫浴市场规模达2046亿元，同比增长7.12%。企业数量方面，根据国家统计局数据，2021年我国规模以上卫生陶瓷企业共363家，较2020年增加7家，实现主营业务收入854.99亿元，同比增长15.1%。我国卫浴市场呈现产业升级趋势，价格带上移驱动行业稳步扩容，具体体现在：1) 一二线城市中智能卫浴渗透率逐步提升，智能马桶、智能花洒、智能镜等产品受到消费者青睐；2) 乡镇市场中坐便器加速迭代蹲便器；3) 全卫定制趋势下，各卫浴品类的配套率提升，进而推动客单值提升。

图12. 中国卫浴市场规模及增速



资料来源：中华卫浴网，安信证券研究中心

图13. 我国规模以上卫生陶瓷企业营业收入及增速

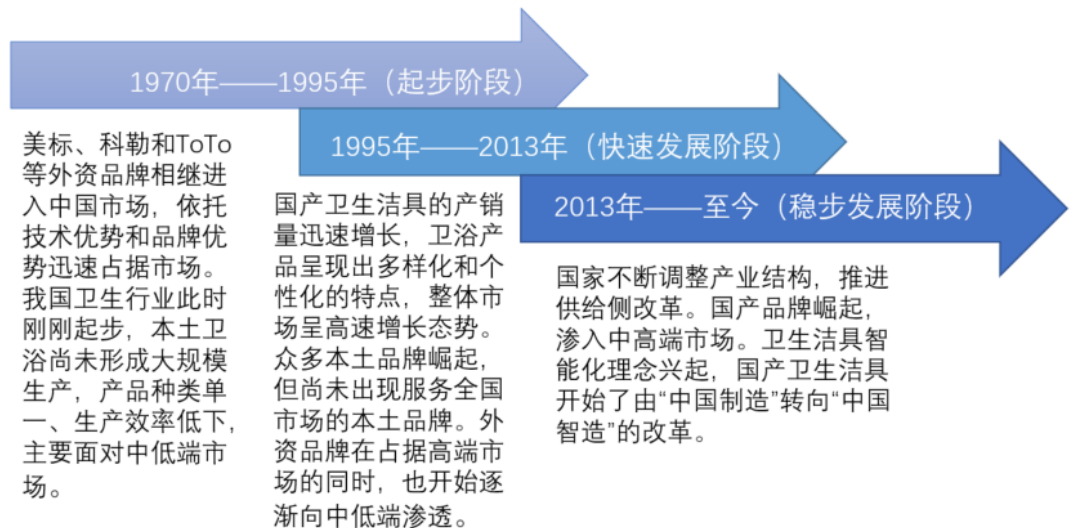


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

我国卫浴行业发展主要经历3个阶段：1) 起步阶段（1970-1995年）：美标、科勒、TOTO等国际品牌强势入局占领高端市场，我国卫浴企业尚未形成规模，主要布局中低端市场；2) 快速发展阶段（1995-2013年）：国内卫浴企业产量规模扩张，产品呈现多样化趋势，出现区

域性龙头品牌，外资品牌逐步向中端市场下沉渗透；3) 稳步拓展阶段（2013 年至今）：卫生洁具智能化趋势出现，卫浴企业发力智能卫浴产品线，加速抢占新兴市场。

图14. 国内卫浴行业发展趋势



资料来源：箭牌家居招股书，安信证券研究中心

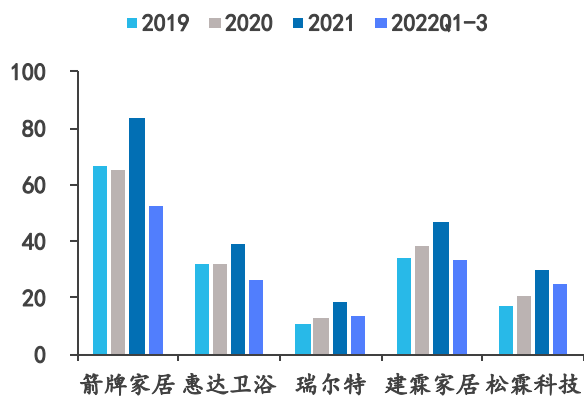
箭牌等内资龙头品牌崛起加速市场出清，集中度有望进一步提升。由于卫浴产品具有品牌露出特性，消费者较为重视品牌认知度，因此较早进入中国市场的外资品牌（如科勒、TOTO）的品牌溢价较高，平均售价高于内资一倍以上。从行业竞争格局来看，2021 年海外品牌科勒、TOTO 因其较早进入中国市场，销售、生产布局完善，具有较高品牌影响力，市占率分别达 20%和 13%，内资卫浴品牌箭牌家居紧随其后（市占率达 9.8%）。近几年，伴随我国头部卫浴企业持续丰富产品线、稳步拓展产能，并加大研发投入力度推动产品技术迭代创新，向智能化方向进一步突破，已形成一批竞争力较强的内资卫浴品牌。根据欧睿数据，卫浴产品迭代更新频率较其他家居品类高，考验企业研发、生产能力，我国头部卫浴企业市场集中度呈上升趋势，但同日本 CR3 接近 90%（2017 年）的水平相比，尚有较大的提升空间。随着未来国内卫浴消费需求升级，市场加速竞争将进一步淘汰渠道建设落后、技术创新能力薄弱的企业，国内卫浴市场加速洗牌，落后产能持续出清，市场集中度有望进一步提升。

表3：中国卫浴行业代表企业

品牌类型	代表企业	特点
国外品牌	科勒、美标、摩思、得而达、洁碧、高仪、汉斯格雅、乐家、TOTO 等	成立时间早，在产品的设计、技术研发、制造规模、市场品牌等方面都具有较强的市场竞争力，通过在国内或其他市场建立合资或独资企业、设立生产基地、收购当地知名品牌等方式拓展国际市场，在花洒、淋浴系统、龙头等卫浴配件产品市场，尤其是中高端产品市场，品牌知名度高。
国内知名品牌	九牧厨卫、箭牌家居、海鸥住工、路达工业、建霖家居、松霖科技等	通过持续的研究开发，不断扩大生产制造规模，在产品的设计、技术开发、生产规模、产品质量、市场品牌等方面已具有较强的市场竞争力，已逐渐向国内中高端市场扩张，部分企业凭借较强的设计研发实力、规模制造能力进入了国际大型卫浴品牌商的全球采购体系，实现了与国际大型卫浴品牌商共同发展，互惠共赢。
区域性品牌	规模较小的卫浴配件企业	产品品种单一，产品设计上以模仿为主，技术实力较差，生产设备较为落后，市场竞争力较弱。

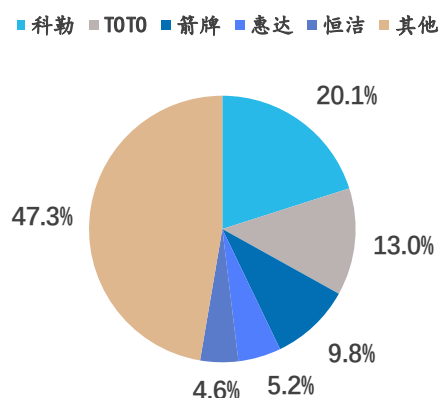
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图15. 国内卫生洁具龙头企业收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图16. 2021年中国卫浴行业各企业市占率



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

对标国际卫浴品牌，以箭牌为代表的内资品牌在产品、渠道端有望突围。1) 产品端，国内头部卫浴企业通过持续加大技术研发投入，逐步缩小与国际品牌产品质量、外观、功能等方面的差距，并有望以价格优势抢占市场份额；2) 渠道端，近年来九牧、恒洁、箭牌等内资卫浴品牌大力开拓线上渠道，通过线上营销强化品牌力，进而为线下渠道拓展奠定基础。22年内资品牌的天猫、京东销售表现靓丽，反超国际品牌。由于坐便器、花洒等卫浴产品具有标品属性，符合消费者线上购物习惯，且内资品牌线上产品性价比优势明显。根据久谦数据，22年天猫平台的卫浴家装品类中，九牧、箭牌、恒洁占据市场份额前三，分别占比7.4%、6.4%、5.0%；京东平台的卫浴家装品类中，箭牌、九牧占据市场份额前二，分别占比14.0%、12.0%。

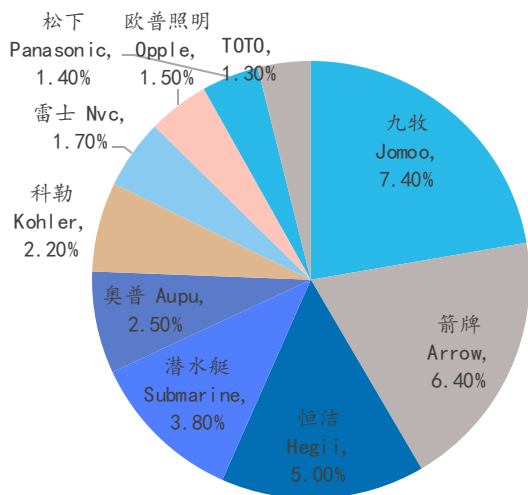
表4：部分内外资品牌智能一体机产品对比

品牌名称	产品型号	产品均价	产品图示	主要特点
箭牌	AKB1316	3785 元		外观：2.7cm 纤薄盖板+流线身形 功能：智能除臭、脉冲按摩、多档调控、感应冲水、无线遥控、停电冲水、IPX 级防水 釉面：微晶釉面+自动润瓷 注水：无水箱，活水加热
九牧	S650	3268 元		功能：魔力泡防护盾（防溅、抗菌、防臭、防粘）、Lithe 冲水系统（双重喷射虹吸系统，解决低水压问题）、智能识别大小冲、SIAA 抗菌座圈
恒洁	QE30	3233 元		功能：恒洁易冲系统，双段式虹吸、自发电遥控器、抗菌座圈和喷嘴、一键旋钮、着座自动预湿润

瑞尔特	A6	4384 元		功能：内置下沉式水箱、Eshion 低音冲刷、自动脚感翻盖、SIAA 抗菌座圈及喷嘴、三重过滤 釉面：防挂污高温煅烧釉面
科勒	4026	17380 元		外观：鹅卵石设计，人体工学法弧便圈，获德国 IF 设计奖、美国工业优秀设计奖 功能：双喷管自清洁
TOTO	CES8624EC	18999 元		功能：即热出水，水温恒定；360 度旋涡式冲洗技术；喷嘴电解水除菌 釉面：纳米智洁釉面

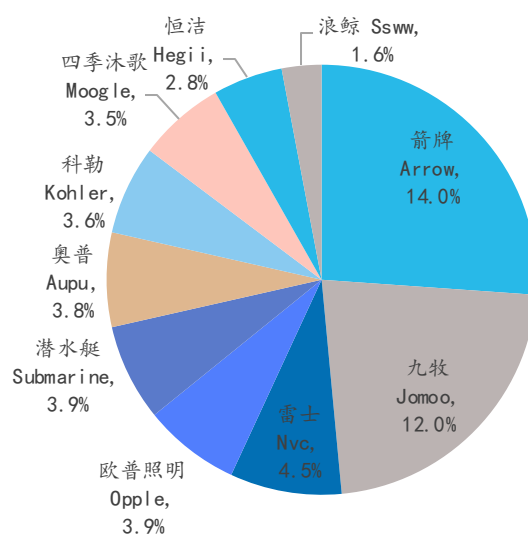
资料来源：各品牌天猫旗舰店，安信证券研究中心

图17. 22 年天猫 top10 卫浴家装品牌市场份额



资料来源：久谦数据，安信证券研究中心

图18. 22 年京东 top10 卫浴家装品牌市场份额



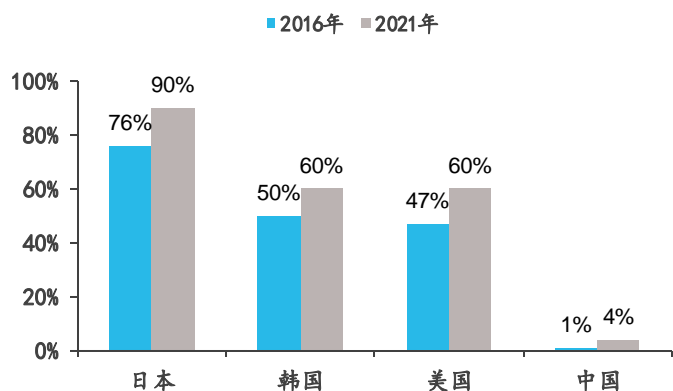
资料来源：久谦数据，安信证券研究中心

2.2. 智能卫浴大势所趋，国内渗透率提升空间较大

对标发达国家，我国智能马桶市场发展处于起步阶段。据《中国智能坐便器行业发展白皮书》(2021)数据显示，2021 年我国智能坐便器渗透率仅在 4%左右，而日本、韩国、美国智能坐便器渗透率则分别高达 90%、60%、60%，并且我国智能马桶的渗透主要集中在一线和新一线城市，在三四线城市和乡镇市场几乎处于空白。同时，智能马桶具有小家电属性，据奥维云网、华经情报网数据显示，对标智能洗衣机 (16.9%)、智能冰箱 (20.8%) 等其他智能家电

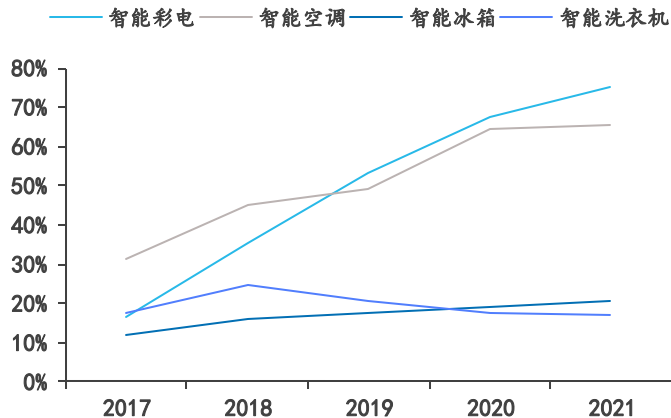
的渗透率，我国智能坐便器市场仍有巨大发展潜力。根据我们测算，2025年中国智能马桶市场规模有望达到337亿元，2021-2025年CAGR为15.84%。其中，根据艾媒咨询数据，参照20-22年中国智能马桶销量10.7%的复合增速，我们假设23-25年中国城镇智能马桶销量增速为15%、15%、12%，更新率为3%；参照近五年智能马桶盖和一体机均价，我们假设每台智能马桶单价为2250元。

图19. 部分国家智能马桶渗透率



资料来源：《中国智能坐便器行业发展白皮书》(2021)、安信证券研究中心

图20. 我国主流智能家电渗透率



资料来源：奥维云网、华经情报网、安信证券研究中心

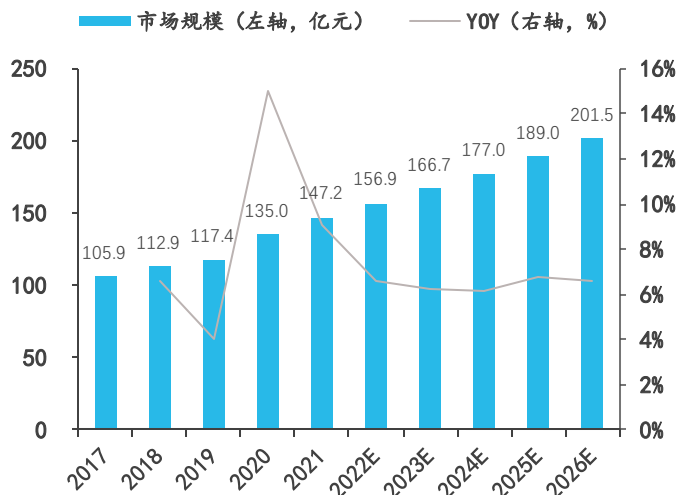
表5: 中国智能马桶市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总人口 (亿人)	14	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1
智能马桶总销量 (百万台)	5.5	6.7	7.5	8.2	9.1	10.1	11.6	13.4	15.0
智能马桶百人保有量 (台)	1.6	2.0	2.5	3.0	3.6	4.2	4.9	5.7	6.6
总保有量 (百万台)	22.6	28.7	35.5	42.6	50.5	59.0	68.9	80.2	92.7
单价 (元)	3005	2939	2608	2396	2334	2250	2250	2250	2250
总容量 (亿元)	678	844	926	1021	1178	1329	1550	1804	2087
增量市场规模 (亿元)	137	166	82	96	156	151	221	254	282
更新率	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
存量更新规模 (亿元)	16	20	25	28	31	35	40	46	54
总市场规模 (亿元)	153	186	107	124	187	186	261	301	337
YoY (%)		24.43%	9.68%	10.34%	15.30%	12.80%	16.67%	16.39%	15.66%

资料来源：Wind, 国家统计局, 艾媒咨询, 奥维云网, 安信证券研究中心

消费升级趋势下，智能马桶成为品质生活新标配。据奥维云网、华经情报网数据显示，我国智能马桶市场销售额规模由2019年的117.4亿元增长到2021年的147.2亿元，CAGR达11.98%。奥维云网(AVC)线上推总数据显示，2022年智能马桶零售额规模为62.2亿元，同比上涨23.4%；零售量规模为256.9万台，同比上涨22.7%。分品类看，1)智能一体机全年零售额规模为50.8亿元，同比上升36.5%；零售量规模为174.3万台，同比上升45.2%。2)智能马桶盖规模萎缩，全年零售额规模为11.5亿元，同比下滑13.4%；零售量规模为82.6万台，同比下滑7.6%。据天猫新生活研究所发布的《2022年天猫618新消费趋势》显示，伴随消费者对于家装精致化、智能化需求提升，智能马桶、洗碗机、电竞椅成为受到中国家庭青睐的新“三大件”。天猫618活动期间，智能一体式马桶一跃成为家装行业销售冠军，智能型马桶销量达到传统马桶的4倍。22年双11期间各品牌智能马桶销售数据表现亮眼，据久谦数据库显示，恒洁、箭牌、瑞尔特智能马桶的天猫销售额分别同比增长483%、152%、823%至1.69、0.63、0.28亿元。

图21. 中国智能马桶市场规模及增速



资料来源：奥维云网、华经情报网、安信证券研究中心

图22. 智能一体式马桶成为天猫618家装行业销售冠军

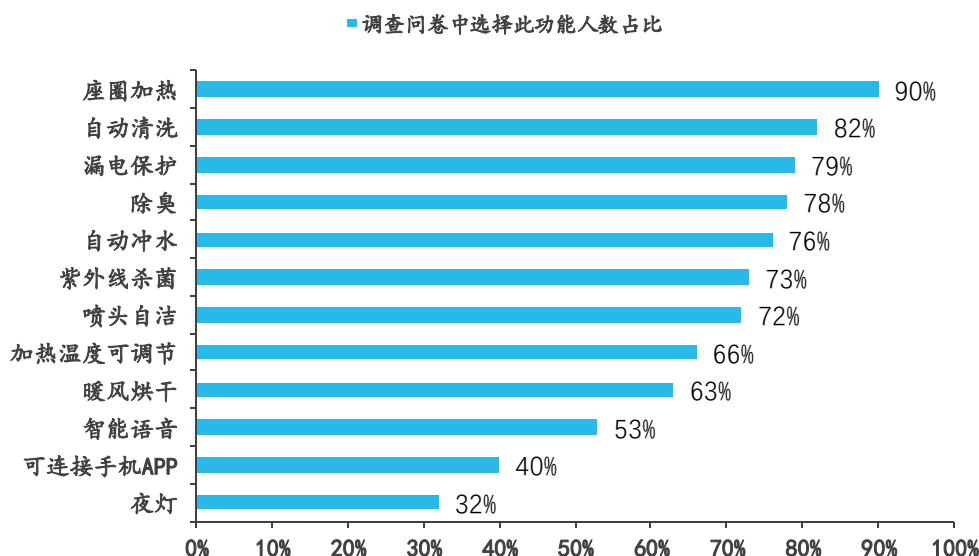


资料来源：《2022天猫新消费趋势》，安信证券研究中心

根据 2022 三季度以来线上线下销售数据观察，内资智能马桶品类销售增速靓丽，受到市场广泛关注，主要由于以下五点原因：

原因一：疫情以来消费者健康意识提升、居家时间延长推动关注家居品质，而智能马桶功能丰富、使用体验良好，形成较强用户粘性。除冲水排污功能外，智能马桶还具有座圈加热、紫外线杀菌、臀洗及妇洗、自动冲水及除臭、暖风烘干等功能，能够满足消费者健康、品质家居生活的需求，对传统马桶替代效应显著。据天猫家装行业联合天猫新品创新中心 (TMIC)、好好住家居研究院发布的《智能马桶行业趋势洞察白皮书》数据显示，座圈加热和自动清洗功能受消费者青睐的比例分别高达 90%和 82%，紫外线杀菌、自动冲水及除臭、喷头自洁等健康卫生功能选择比例也到达 70%以上。

图23. 《智能马桶行业趋势洞察白皮书》调查数据

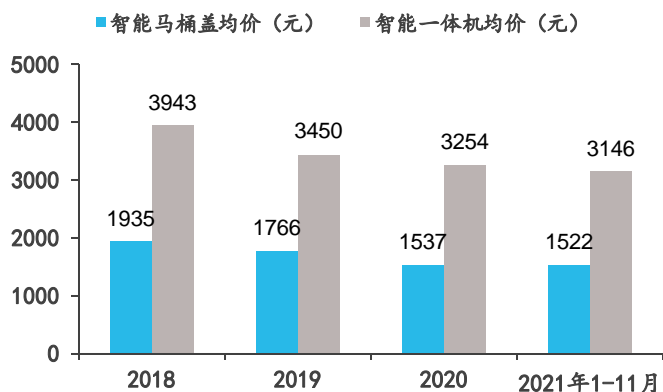


资料来源：《智能马桶行业趋势洞察白皮书》，安信证券研究中心

原因二：价格下探推动潜在消费客群扩张。近年来随着我国智能马桶企业产品技术持续突破，成本优势逐步显现。根据久谦数据，22 年 1-10 月箭牌、恒洁智能马桶销售均价分别为 2729、

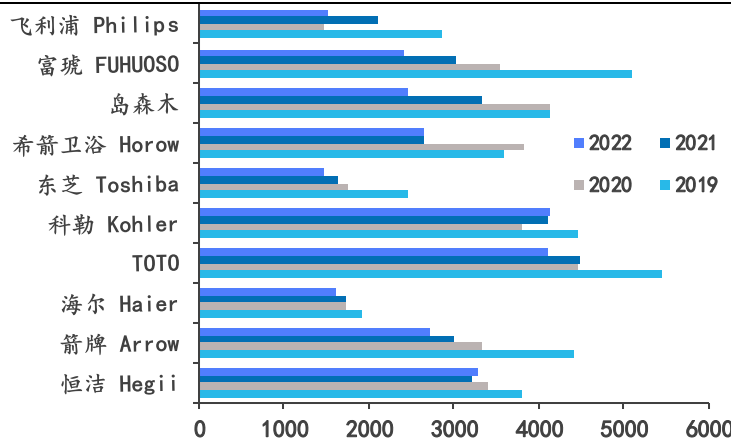
3291元，与科勒（4138元）、TOTO（4115元）相比价格优势明显。同时，智能一体机、智能马桶盖的价格带持续下移，推动智能马桶加速下沉渗透。据奥维云网数据显示，智能马桶盖的线上零售均价由2018年的1935元下降到2021年1-11月的1522元，智能一体机的线上零售均价由2018年的3943元下降到2021年1-11月的3146元，降幅分别达到了27.13%和25.33%。

图24. 2018-2021年中国线上市场智能座便器零售均价



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

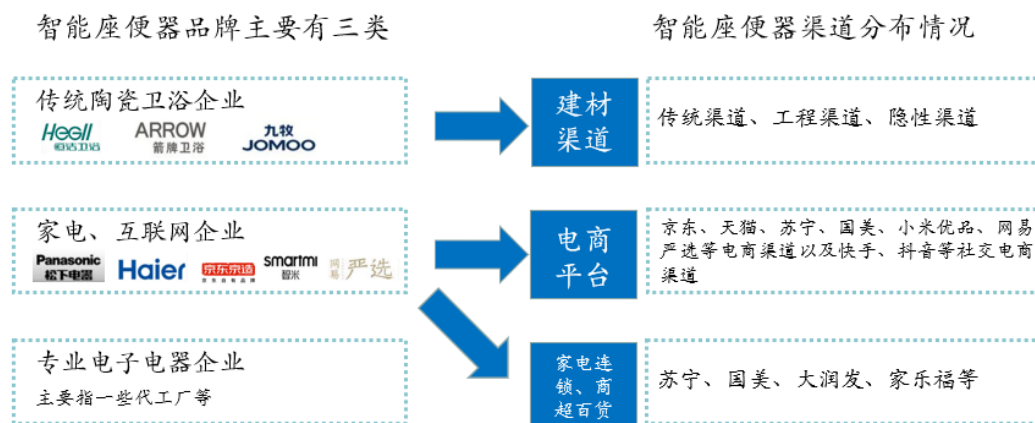
图25. 京东平台主流智能马桶品牌销售均价（元）



资料来源：久谦数据，安信证券研究中心

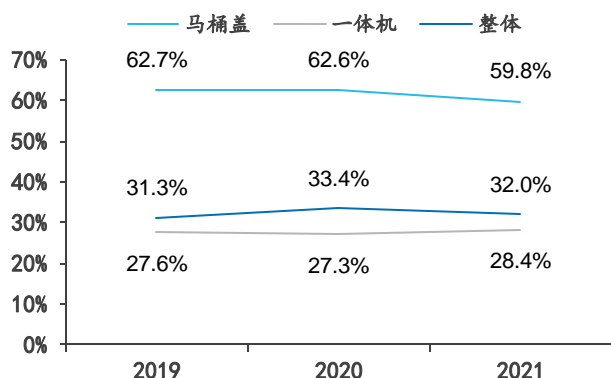
原因三：智能马桶品牌在精装、电商等多渠道布局，把握多重流量入口。1) 精装渠道方面，据奥维云网数据，2022年智能坐便器配套数量为41.61万套，配套率进一步提升至28.5%。伴随智能马桶消费者教育逐步深化，且地产商逐步扩大品牌选择范围，内资品牌智能马桶在精装市场的配套率有望进一步提升。2) 电商渠道方面，因为智能马桶具备标品属性，消费者可根据产品参数在线上选购，符合消费者的消费习惯，2021年智能坐便器线上销售额占比已达32%。据奥维云网数据，2022年1-9月，智能坐便器线上销售维持高增，销售额达34亿元，同比增长23.9%；线上销量为141.3万台，同比增长18.4%，而随着卫浴企业逐步完善线下售后服务、安装体系的建设，未来智能马桶在电商渠道有望加速放量。

图26. 智能坐便器品牌渠道分布情况



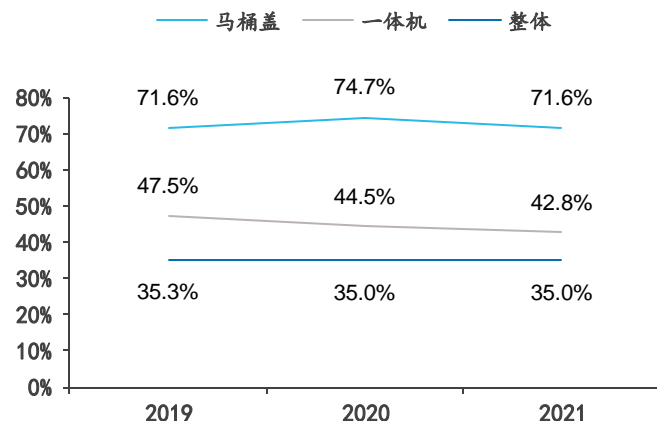
资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图27. 智能坐便器线上市场销售额占比



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图28. 智能坐便器线上市场销售量占比



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

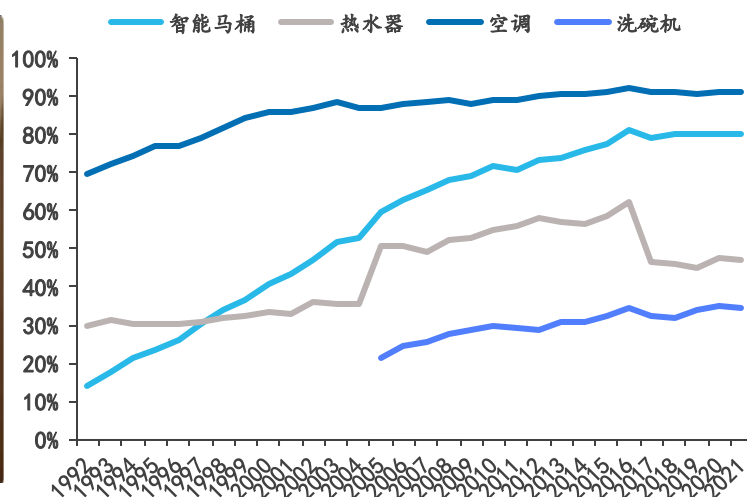
原因四：智能马桶市场教育逐步深化，工程端向零售端销售引导顺畅。参照日本，90年代日本智能座便器开始大规模普及，(1992-2002年普及率由14.2%提升至47.1%)，主要由于TOTO抢占布局工程渠道，在楼盘、办公楼、商业场所、酒店等场所大量投放，极大增加智能座便器的曝光率和认知度，并推动零售端销售。工程渠道作为智能马桶销售先导指标，对整体市场渗透率具有参考意义。根据奥维云网数据，2022年中国精装修智能马桶配套率达28.5%，未来国内智能马桶整体市场渗透率有望逐步向该水平收敛。

图29. 90年代TOTO智能马桶盖应用于商务酒店



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图30. 日本1992-2021年部分电器普及率



资料来源：日本内阁府官网，安信证券研究中心

原因五：内资品牌配套安装、售后服务逐步完善。智能马桶消费体验包含“产品+服务”两方面，内资品牌近几年快速布局各地销售服务中心，配置相关服务人员，以快速响应客户需求。目前大部分品牌提供免费上门安装、售后服务，保修期方面，头部内资品牌平均为5年，长于外资品牌平均3年的水平，为消费者提供周期更长的售后服务。

表6: 部分内外资卫浴品牌保修期

品牌	普通坐便器	智能一体机	智能马桶盖
TOTO	3年	3年	3年
科勒	3年	3年	3年
箭牌	5年	3年	3年

九牧	6年	6年	5年
恒洁	5年	6年	6年

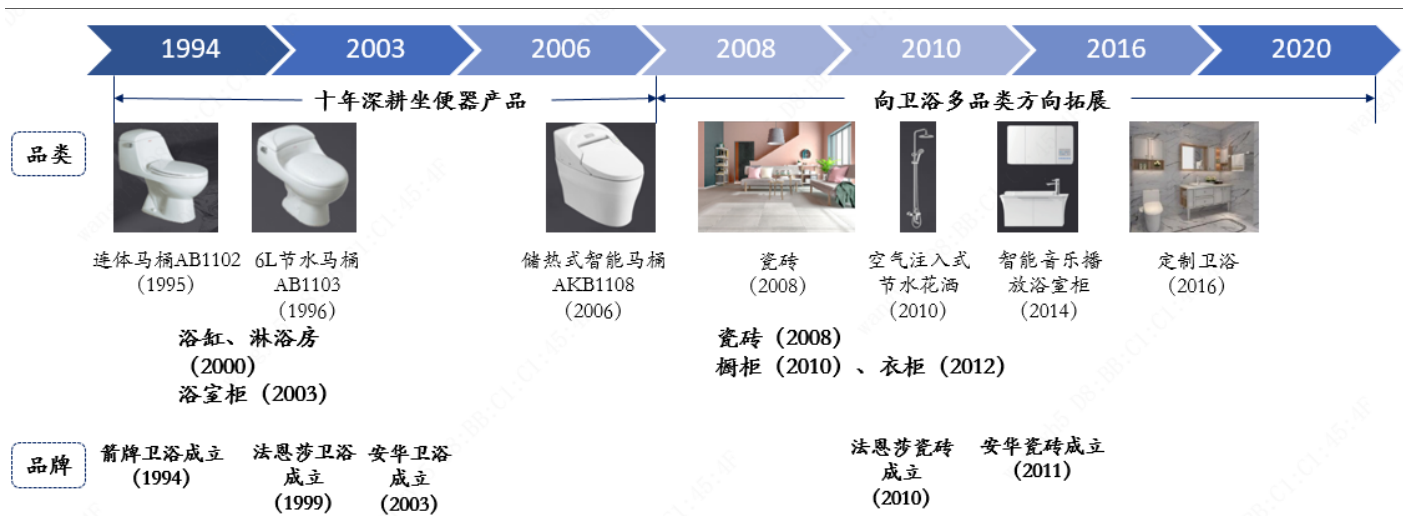
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3. 加码布局高潜智能赛道，多品类、全渠道持续扩张

3.1. 产品：“套系化+智能化”转型，产品结构不断优化

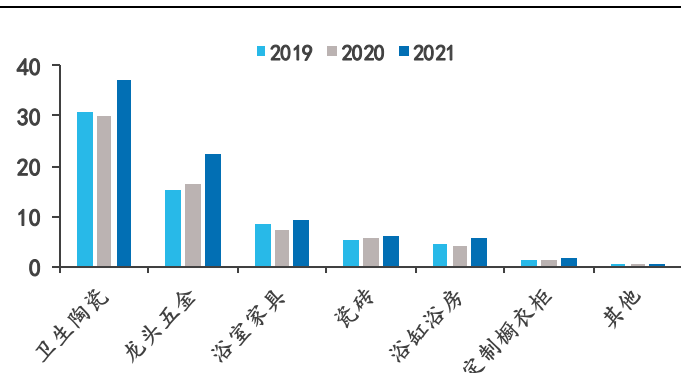
卫浴空间全品类、多品牌覆盖，套系化比例提升空间大。公司自1994年始深耕坐便器单品，树立内资卫浴品牌专业形象，并逐步向浴室柜（2003年）、瓷砖（2008年）等品类拓展，打造卫浴空间整体解决方案。同时，公司以安华、箭牌、法恩莎三大品牌精准针对不同客群需求，覆盖广泛消费群体，并分品牌、品类设置独立事业部进行考核、管理。区别于过去卫浴企业单品类发展思维，公司致力于提升卫浴多品类产品配套率，全面推进卫浴定制业务发展，并对终端门店逐步调整，打破品类区隔进行空间化产品展示。卫浴作为家装较为靠前环节，公司通过把握前置流量，有利于带动其他品类配套销售，未来客单值有望进一步提升。具体来看，公司逐步通过以下方式提升产品配套率：1) 产品端，对产品品类做配套开发，推出卫浴定制等套餐以提升协调性，并提高单品的功能性。2) 渠道端：公司通过设计师提供配套方案、现场套系化展示体验等方式推动套餐渗透率提升，并逐步导入家装、电商渠道，以提升品牌粘性和产品覆盖率。

图31. 公司品类、品牌发展历程图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图32. 公司主要品类收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图33. 公司全卫定制方案图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表7: 公司主要品类销售量及配套情况

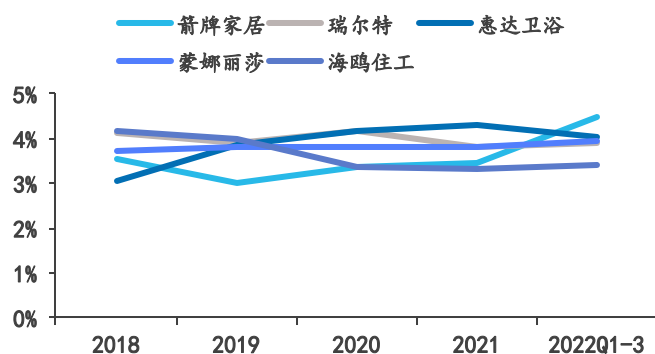
	2019年	2020年	2021年
销售量(万件)			
洁具	454.34	449.95	545.19
花洒	213.98	240.03	297.25
龙头	267.84	305.99	443.85
浴室柜	117.68	117.17	170.84
淋浴房	33.37	38.75	42.37
销售量 YOY (%)			
洁具		-0.97%	21.17%
花洒		12.17%	23.84%
龙头		14.24%	45.05%
浴室柜		-0.43%	45.81%
淋浴房		16.12%	9.34%
与洁具配套率			
洁具	1	1	1
花洒	0.47	0.53	0.55
龙头	0.59	0.68	0.81
浴室柜	0.26	0.26	0.31
淋浴房	0.07	0.09	0.08

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

注: 洁具包含坐便器、蹲便器

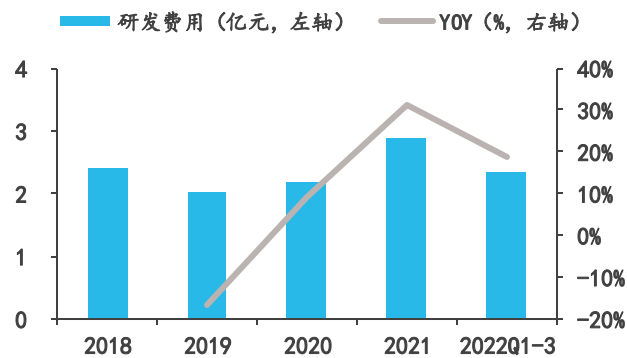
智能化发展方向明确, 产品结构持续升级。公司坚定智能化战略发展方向, 大力投入研发推动卫浴全系列产品的智能化开发, 2022Q1-3 公司研发费用同比提升 18.61%至 2.35 亿元, 研发费用率达 4.47%, 领先行业主要竞争对手。公司加速迭代升级智能卫浴产品, 比如对智能坐便器升级智能感应、抑菌泡沫盾等功能, 对浴室柜增加灯光控制、消毒、冷藏美容化妆品等功能, 并推出健康、护理、适老、美妆美容、安全、公共卫生、低碳生活等产品系列, 突破更多高端用户市场份额。公司高附加值的智能卫浴品类占比持续提升(2021 年智能马桶产品收入占比已达 16.75%), 推动盈利能力显著改善, 22Q1-3 毛利率同比提升 5.33pct 至 33.98%。

图34. 同行业公司研发费用率对比



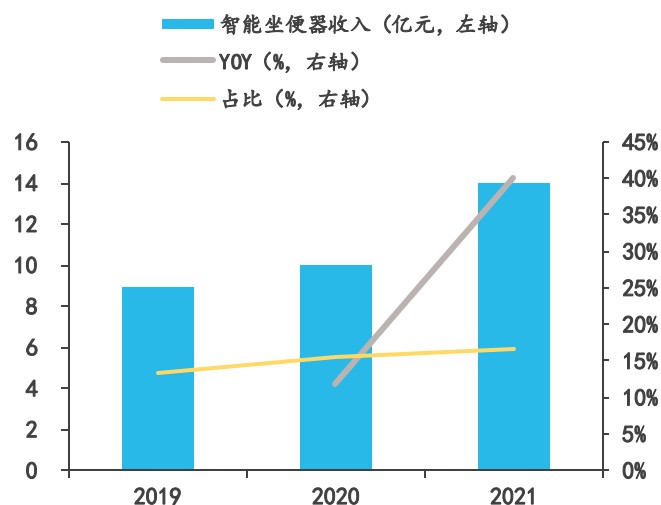
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图35. 公司研发费用及增速



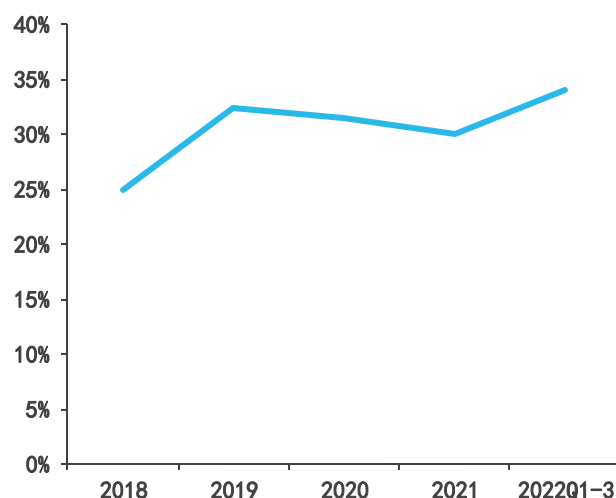
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图36. 公司智能坐便器收入及占比、增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图37. 公司毛利率水平



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表8: 箭牌家居部分智能产品技术

技术	技术简介	应用产品
4大自洁抗菌技术	抑菌蓝光釉	智能坐便器
	银离子抗菌材质	
	水路3重自洁	
节能节水技术	G3双擎冲洗	智能坐便器
	360度瀑布式冲水	
	智能马桶低水压冲洗技术	
人性化功能设计	泡沫盾技术	智能坐便器
	智能控制、智能感应	
智能感应技术	双重感应技术	感应洁具、智能镜和智能马桶
全新第三代恒温水路记忆合金阀芯	将记忆合金材料运用到恒温阀芯，并优化水路设计，改善了热敏元件周围混合水的热交换效率，使温控效果更加稳定	恒温花洒
智能家居生态	通过各种传感器及互联技术，实现人与家居产品之间的智能互联互通，并与华为 Harmony OS Connect 进行合作，构建智能家居体系	智能家居体系

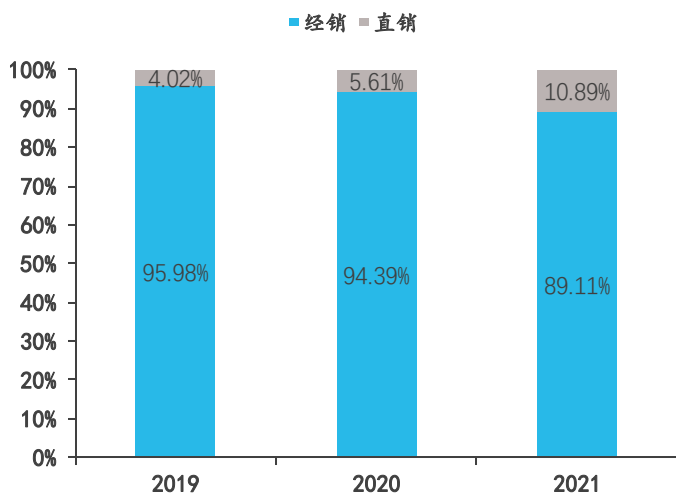
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.2. 渠道：零售渠道延续下沉，家装、电商快速增长

线上线多渠道协同发展，C端渠道占比逐年增长。在家居消费场景不断升级、消费者群体快速迭代的背景下，家居建材行业呈现流量碎片化趋势，公司积极顺应行业趋势进行多渠道布局，稳步拓展客群基础。公司收入主要来源于门店零售、工程、电商、家装等四大渠道，2021年分别占比41.99%、28.01%、18.28%、11.49%。其中，经销为公司的主要销售方式，2021年占比89.11%。同时，公司持续发挥内资零售卫浴龙头的品牌、销售网络等优势，

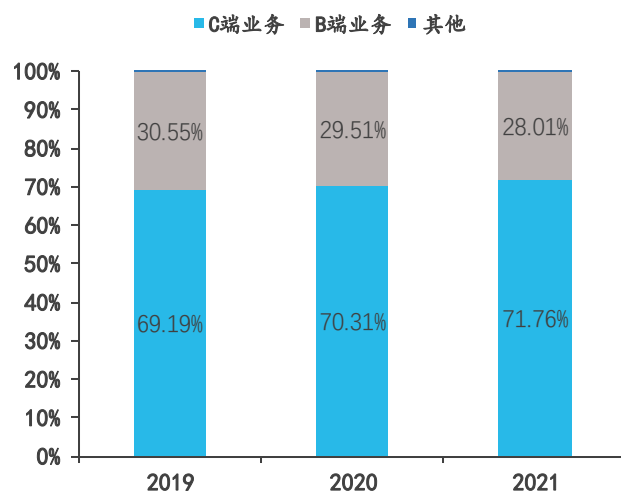
2019-2021年C端渠道(包括经销门店零售渠道、电商渠道、家装渠道)收入占比逐年增长,2021年占比达71.76%,B端工程渠道收入占比为28.01%。2022Q1-3疫情对终端门店经营造成一定冲击,伴随疫情防控放开,业绩修复弹性空间可期。

图38. 公司渠道结构(按销售方式)



资料来源:公司公告,安信证券研究中心

图39. 公司C端、B端业务收入占比



资料来源:公司公告,安信证券研究中心

表9: 公司各渠道收入及增速、占比、毛利率情况汇总

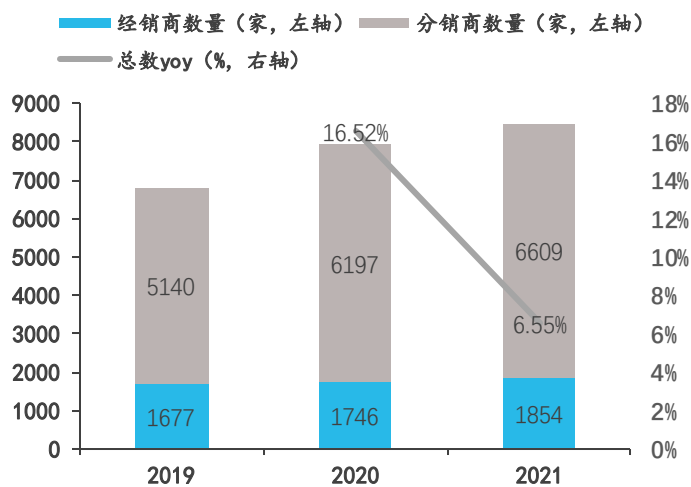
		2019	2020	2021	
C端零售	经销+直销	收入(亿元)	33.81	30.21	34.98
		YOY (%)		-10.66%	15.80%
		占比 (%)	51.10%	46.63%	41.99%
		毛利率 (%)	34.94%	32.93%	34.00%
B端工程	经销	收入(亿元)	18.72	17.94	20.87
		YOY (%)		-4.17%	16.31%
		占比 (%)	28.30%	27.70%	25.05%
	直销	毛利率 (%)	27.37%	29.39%	23.29%
		收入(亿元)	1.62	1.25	2.58
		YOY (%)		-22.72%	106.16%
	占比 (%)	2.44%	1.93%	3.09%	
	毛利率 (%)	44.29%	49.39%	35.48%	
电商	经销	收入(亿元)	7.23	8.02	8.99
		YOY (%)		10.95%	12.12%
		占比 (%)	10.93%	12.38%	10.79%
	直销	毛利率 (%)	27.14%	22.51%	23.33%
		收入(亿元)	0.94	2.28	6.32
		YOY (%)		142.55%	177.19%
	占比 (%)	1.41%	3.51%	7.55%	
	毛利率 (%)	50.37%	50.70%	48.38%	
家装	经销+直销	收入(亿元)	3.85	5.08	9.58
		YOY (%)		31.95%	88.49%
		占比 (%)	5.82%	7.84%	11.49%
	毛利率 (%)	29.63%	33.26%	27.56%	

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

零售、家装渠道:“经销+二级分销”模式为主,快速展店为主要增长驱动,家装业务有望加速放量。公司自成立以来通过逐步加密全国经销商及终端门店网络,触及广泛消费者。近年来,公司同步推动专卖店优化升级和渠道下沉布局:1)专卖店方面,重点提升卫浴产品配

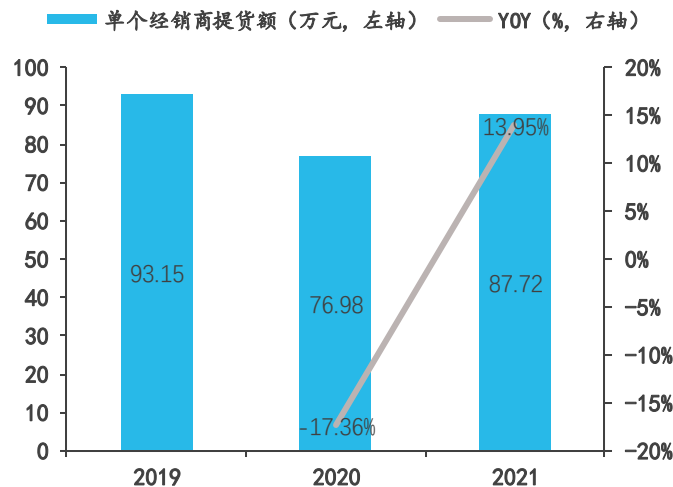
套率、智能产品销售占比；2) 下沉渠道方面，主要拓展乡镇、社区旧改市场份额，通过引入智能产品与专卖店形成联动，进一步提升产品渗透力度。公司 2021 年零售渠道收入同比增长 15.80% 至 34.98 亿元，稳定贡献主要收入来源。经销商方面，截至 2021 年 12 月 31 日，公司全国经销商和二级分销商数量分别达到 1854 家和 6609 家，总数量同比增长 6.55% 至 8463 家。公司对经销商进行精细化管理，建立严格的经销商考核制度，及时淘汰未达考核目标的经销商，2021 年共淘汰 244 家经销商，单个经销商提货额同比提升 13.95% 至 87.72 万元。门店方面，公司维持快速拓店节奏，以快速覆盖空白市场以提升市场份额，2020、2021 年门店数量分别净增加 1969、1813 家至 10239 家、12052 家。同时，公司大力发展家装业务，2021 年占比提升至 11.49%，伴随公司逐步与更多地方装企建立合作伙伴关系，有望实现加速放量。

图40. 公司经销商数量



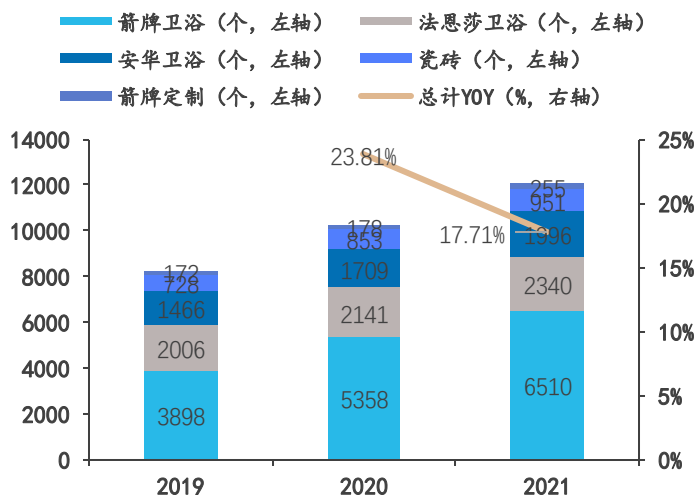
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图41. 公司单个经销商提货额及增速



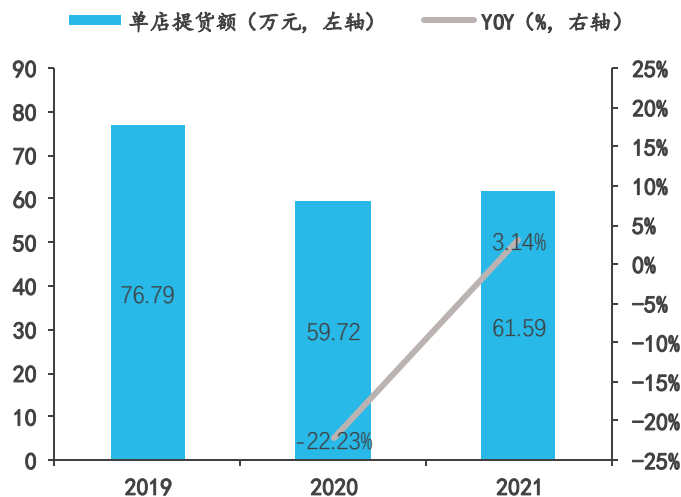
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图42. 公司各品牌门店数量及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图43. 公司单店提货额及增速

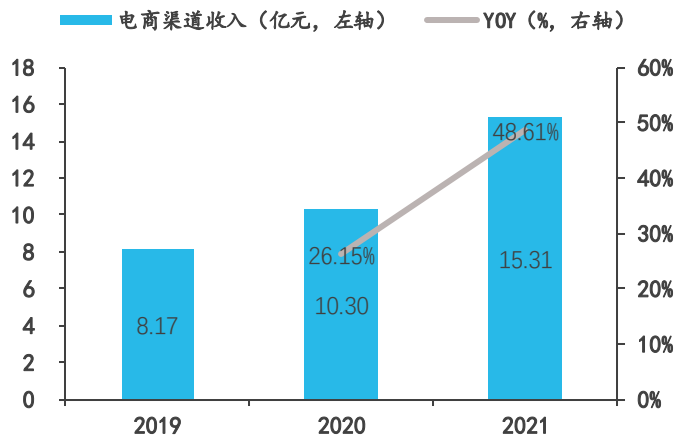


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

电商渠道快速发展，线上线下联动引流。公司在 2018 年正式成立电商公司拓展线上销售渠道，持续加大对电商渠道的投入力度，通过自身及经销商在淘宝、天猫、京东、苏宁、唯品会等平台拓展线上渠道，并不断通过线上线下联动、与其他泛家居品牌合作等方式对直营电商业务进行推广。同时，公司通过专项研发对线上线下产品实现有效区隔，打造更多电商爆品，持续丰富电商产品品类，2021 年公司电商渠道实现收入 15.31 亿元，同比增长 48.61%。公司持续推动线上渠道打法升级，以推动流量转化。22 年，10 月 17 日，箭牌家居正式官宣

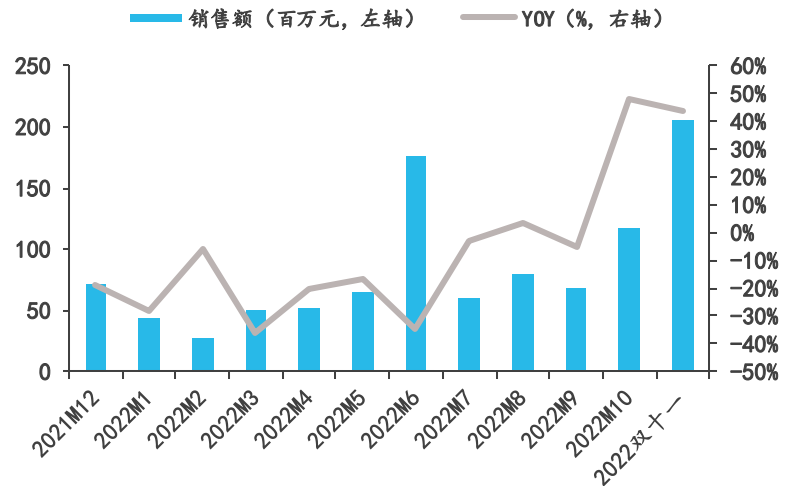
奥运冠军张继科成为其产品推荐官，以奥运冠军的选品标准强化品牌形象。同时，箭牌卫浴以“百城狂欢，千店联播”为主题推出千家门店直播嘉年华，增强与消费者的互动体验。箭牌卫浴 22 年双十一表现亮眼，全网销售额达 7.92 亿元，同比增长 118%，并蝉联苏宁易购卫浴洁具类榜首。第四季度为传统卫浴消费旺季，叠加双十一、双十二等电商大促活动推进，持续推动公司线上收入加速增长。

图44. 公司电商渠道收入及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图45. 公司天猫卫浴家装品类销售额及增速



资料来源：久谦数据，安信证券研究中心

图46. 公司双十一战报



资料来源：公司官方公众号，安信证券研究中心

图47. 公司官宣张继科为产品推荐官

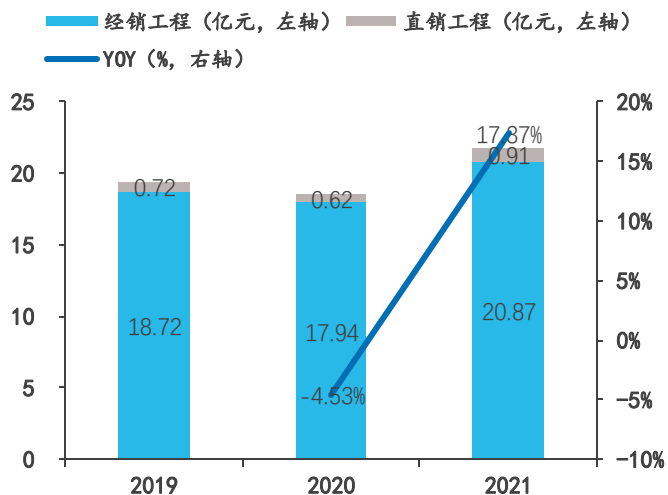


资料来源：公司官方公众号，安信证券研究中心

工程渠道：经销工程占主导，逐步拓展非房项目以严格控制风险。公司审慎拓展精装房和公共工程项目，使工程渠道实现相对稳定的收入结构。从经营模式来看，公司的工程业务主要通过经销商开展，2021 年经销占工程渠道比重达 95.80%。工程业务对资金占用周期较长，公司对经销商采用“先款后货”的方式进行销售结算，在特定情形下经审批后公司对部分经销商授予一定的信用期，信用期长短与经销商评级情况相挂钩，相较直销模式更能有效控制风险。从客户结构来看，公司与诸多大型企业建立了良好、稳定的战略合作关系，为其工程项目提供高品质的家居产品，其中包括碧桂园、华侨城、海伦堡、华润置地、佳兆业集团、

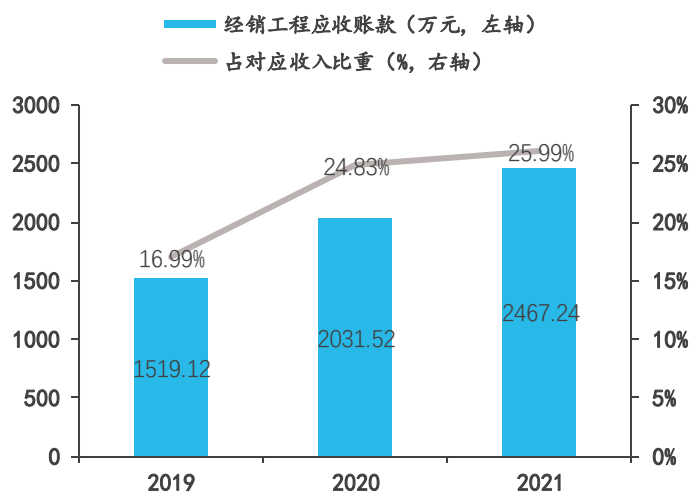
华住酒店、如家酒店等知名企业。此外，公司积极拓展非房工程项目，如荆州站、深圳北站等高铁工程，鄂尔多斯第十届全国少数民族运动会主会场、昆明滇池国际会展中心等政府工程，浙江大学儿童医院、山西省中医院大同医院等医院工程等，在工程渠道领域形成了较高的品牌知名度与美誉度。

图48. 公司工程渠道结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图49. 公司经销工程应收账款及占比

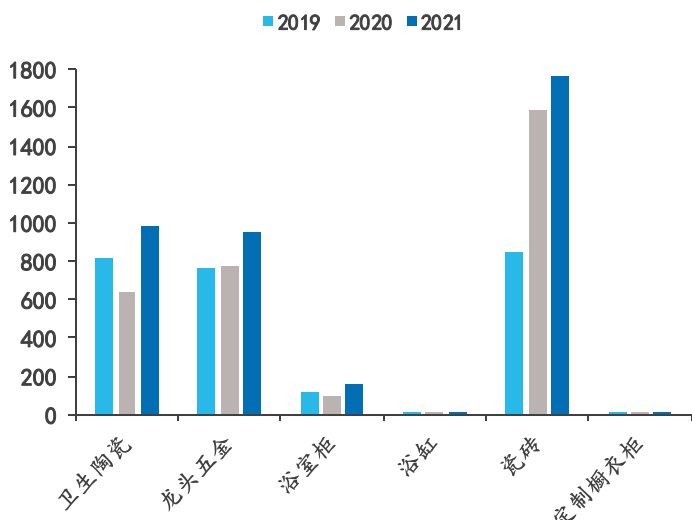


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 生产：八大产地分布合理，募投产能夯实规模优势

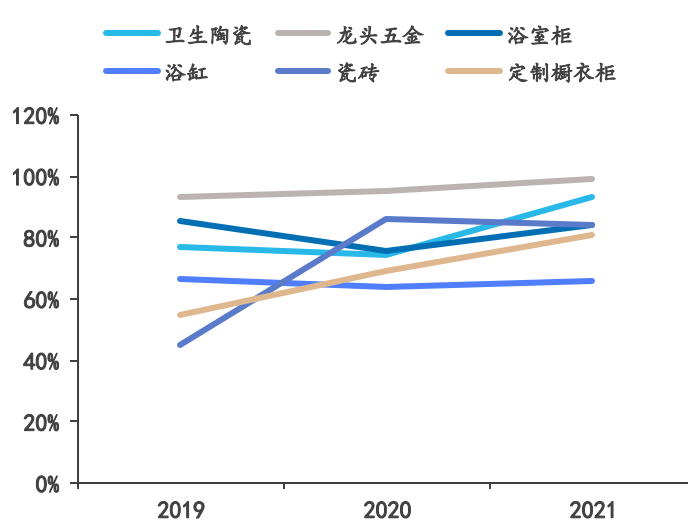
多品类产线布局完善，产能利用率稳步提升。公司目前拥有佛山高明、佛山三水、肇庆四会、韶关南雄、江西景德镇、山东德州、湖北应城等8个生产基地和佛山顺德、佛山高明2个在筹备中基地，可满足全国经销商需求，快速响应客户订单。公司自有生产基地产能储备丰富，并拥有多条在建的陶瓷洁具、卫浴、瓷砖自动化产线，2021年卫生陶瓷品类产量达982.63万件，产能利用率持续提升，叠加IPO募投产能逐步投放，有望强化规模优势。同时，公司通过订单响应系统和库存管理系统，科学合理进行排产，逐一把控设计、开料、注浆、喷釉、烧制、包装、运输各环节，以有效保障生产效率。

图50. 公司主要品类产量（万件）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

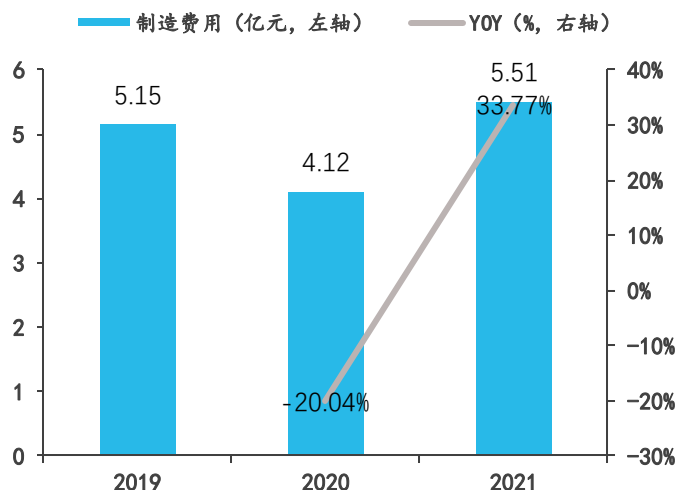
图51. 公司主要品类产能利用率（%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

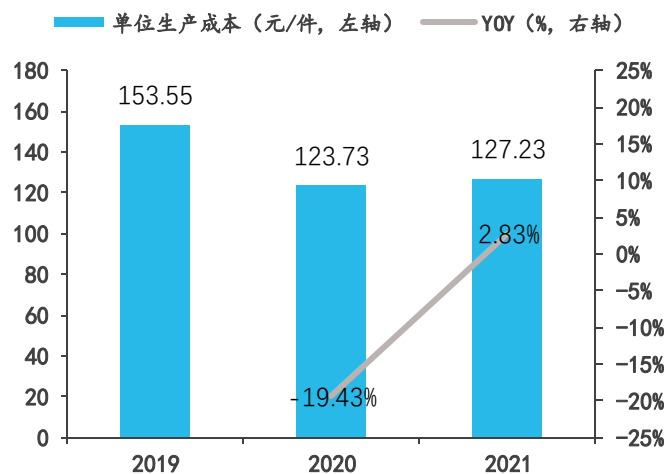
大力推行智能精益制造，降本增效效果渐显。在生产制造方面，公司大力推行智能制造和精益生产，引入高压注浆成型机、机器人施釉、机器人修坯、自动装卸窑等自动化、智能化生产装备，逐步降低产品生产及人工成本，产品良率得到提升。2020 年公司总制造费用金额同比下降 20.04%，单位生产成本同比下降 19.43%，除受到疫情停工影响外，主要由于公司大力推行精益生产，对自动化程度较低、产能利用率较低的产线进行调整。公司未来计划对生产基地进行技术改造，对现有生产线进行自动化升级及工艺改造，进一步实现生产智造以提升竞争力。

图52. 公司制造费用及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图53. 公司单位生产成本及增速

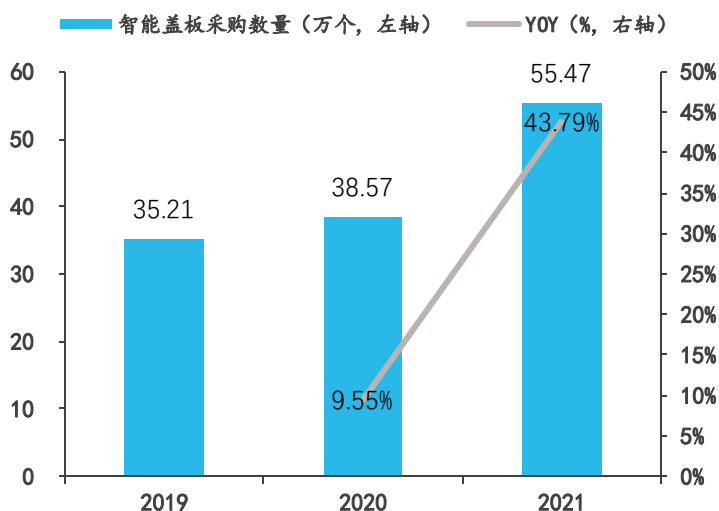


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

IPO 募投项目加码智能化布局，有望突破现有产能瓶颈并提升自产率。近年来公司外购智能盖板及外协生产龙头五金产品数量快速提升，2021 年智能盖板采购量同比提升 43.79%至 55.47 万个，龙头五金外协产量同比提升 64.85%至 844.61 万个。未来伴随公司募投项目逐步投产，将有望降低代工生产份额，以自主生产模式为主实现产业链优化延伸。

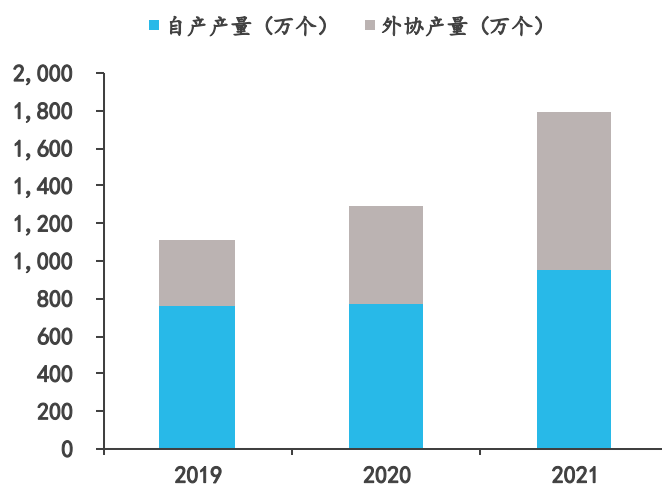
公司本次 IPO 募集资金项目投资总计 20.29 亿元，主要用于智能家居产品产能技术改造项目、年产 1000 万套水龙头和 300 万套花洒项目、智能家居研发检测中心技术改造项目、数智化升级技术改造项目、基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设项目、补充流动资金等项目。公司未来计划新建智能座便器、智能盖板、智能晾衣机、感应器、智能龙头、智能花洒等智能产品，以及龙头五金、陶瓷洁具等产品的生产线，通过扩大智能化产能以优化产品结构，进一步提升盈利能力，并通过提升常规卫浴产品的产能，满足工程项目配套及下沉市场的市场需求，稳步扩大公司的业务规模。

图54. 公司智能盖板采购数量及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图55. 公司龙头五金自产、外协数量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表10: IPO 募投项目汇总

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	项目建设期 (年)
1	智能家居产品产能技术改造项目	4.82	4.50	3
2	年产1000万套水龙头、300万套花洒项目	6.80	3.60	3
3	智能家居研发检测中心技术改造项目	1.74	1.00	2
4	数智化升级技术改造项目	0.91	0.50	2
5	基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设	2.63	-	-
6	补充流动资金	3.40	1.96	-
合计		20.29	11.56	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与估值

国产卫浴龙头市场份额有望进一步提升，同时智能卫浴渗透率加速提升，箭牌家居坚定推进产品智能化，持续提升卫浴产品配套率，公司多品类、全渠道布局完善，伴随疫后消费复苏、线下客流恢复，业绩持续成长可期。

分渠道看，零售渠道方面，22年线下经营受疫情影响较大，23年伴随疫情管控放开，线下客流回补，业绩增长弹性空间大；工程渠道方面，伴随公司稳步拓展工程客户及非房项目，23年增速有望回升；电商渠道方面，公司大力投入线上渠道尤其是线上直销渠道建设，未来有望加速贡献增量；家装渠道方面，伴随公司拓展与家装公司合作、重点发力全卫空间定制，23年有望实现高增。综合考虑原材料成本与销售结构变化，我们假设2022-2024年整体毛利率水平分别为31.70%、32.21%、32.70%。

给予买入-A的投资评级。我们根据业务范围及经营模式，选择惠达卫浴、东鹏控股、帝欧家居、蒙娜丽莎、海鸥住工作为可比公司，箭牌家居作为内资卫浴龙头企业，在智能卫浴市场加速布局，伴随募投产能持续扩张，生产、研发、渠道优势显著。综合考虑下，我们预计箭牌家居2022-2024年营业收入为76.82、93.35、110.16亿元，同比增长-8.25%、21.51%、18.01%；

归母净利润为 6.61、8.18、10.25 亿元，同比增长 14.44%、23.89%、25.32%，对应 PE 分别为 26.8X、21.6X、17.3X，给予目标价 25.35 元。

表11：箭牌家居盈利预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
零售	收入 (亿元)	33.81	30.21	34.98	30.23	37.88	45.96
	YOY (%)		-10.66%	15.80%	-13.59%	25.30%	21.35%
	占比 (%)	51.10%	46.63%	41.99%	39.35%	40.58%	41.72%
	毛利率 (%)	34.94%	32.96%	34.00%	35.83%	36.00%	36.22%
工程	收入 (亿元)	20.34	19.19	23.45	20.50	22.95	24.79
	YOY (%)		-5.65%	22.20%	-12.60%	12.00%	8.00%
	占比 (%)	30.55%	29.51%	28.01%	26.68%	24.59%	22.51%
	毛利率 (%)	28.71%	30.69%	24.76%	25.20%	25.80%	26.00%
电商	收入 (亿元)	8.17	10.3	15.31	15.98	20.37	25.05
	YOY (%)		26.07%	48.64%	4.35%	27.50%	23.00%
	占比 (%)	12.27%	15.84%	18.28%	20.80%	21.82%	22.74%
	毛利率 (%)	29.79%	28.77%	33.66%	34.83%	35.10%	35.20%
家装	收入 (亿元)	3.85	5.08	9.58	9.79	11.75	13.92
	YOY (%)		31.95%	88.49%	2.20%	20.00%	18.50%
	占比 (%)	5.82%	7.84%	11.49%	12.75%	12.59%	12.64%
	毛利率 (%)	29.55%	34.81%	28.82%	28.50%	28.60%	29.50%
其他	收入 (亿元)	0.41	0.24	0.41	0.33	0.40	0.43
	YOY (%)		-41.46%	70.83%	-19.50%	20.00%	8.00%
	占比 (%)	0.62%	0.37%	0.49%	0.43%	0.42%	0.39%
	毛利率 (%)						
合计	收入 (亿元)	66.58	65.02	83.73	76.82	93.34	110.16
	YOY (%)		-2.34%	28.78%	-8.25%	21.51%	18.01%
	毛利率 (%)	32.47%	31.46%	30.06%	31.70%	32.21%	32.70%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表12：可比公司估值表（截至 2023 年 2 月 9 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			市盈率		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603385.SH	惠达卫浴	30.14	235.33	185.00	240.50	12.81	16.29	12.53
003012.SZ	东鹏控股	108.39	153.62	586.93	827.83	70.55	18.47	13.09
002798.SZ	帝欧家居	33.57	69.12	-229.50	238.50	48.57	-	14.08
002918.SZ	蒙娜丽莎	80.13	314.85	-159.25	576.76	25.45	-	13.89
002084.SZ	海鸥住工	31.63	85.62	136.10	176.09	36.95	23.24	17.96

资料来源：Wind，安信证券研究中心

22、23 年归母净利润预测值均为 Wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) 市场竞争加剧：**随着房地产行业调控的持续以及环保标准不断趋严，市场竞争将进一步加剧，行业或将迎来洗牌；
- 2) 原材料价格大幅波动：**主要原材料及能源占公司生产成本的平均比重超过 50%，采购价格大幅上升将会给公司生产经营及盈利水平带来较大影响；
- 3) 技术和产品创新可能滞后：**公司持续推进产品和材料、生产制造技术变革创新，但仍存在技术创新无法适应行业发展趋势的风险；
- 4) 募投项目不及预期收益：**市场需求发生不利变化、行业发展形势不及预期时，公司存在募投项目不能达到预期收益目标的风险。
- 5) 测算不及预期风险：**公司在各渠道业务拓展速度及进程存在不及测算预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,502.4	8,373.5	7,682.4	9,335.0	11,016.4	成长性					
减:营业成本	4,456.6	5,856.1	5,247.3	6,328.1	7,414.3	营业收入增长率	-2.3%	28.8%	-8.3%	21.5%	18.0%
营业税费	72.5	84.6	80.4	98.7	114.3	营业利润增长率	-0.7%	-9.8%	22.9%	21.1%	22.5%
销售费用	538.8	798.7	692.2	868.2	1,027.8	净利润增长率	5.8%	-1.9%	14.4%	23.9%	25.3%
管理费用	479.3	546.7	522.4	640.4	760.1	EBITDA 增长率	-20.3%	12.2%	6.0%	22.4%	19.7%
研发费用	219.5	288.2	282.7	376.2	448.4	EBIT 增长率	-23.8%	9.4%	5.1%	18.0%	20.6%
财务费用	52.7	15.5	38.3	31.9	46.3	NOPLAT 增长率	-0.5%	-11.3%	23.8%	19.4%	23.9%
资产减值损失	-64.7	-85.5	-65.3	-71.9	-74.2	投资资本增长率	14.3%	63.4%	25.9%	-23.8%	-23.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	48.3%	25.2%	26.2%	22.0%	22.7%
投资和汇兑收益	18.7	11.2	19.1	16.3	15.5	利润率					
营业利润	697.8	629.2	773.0	936.1	1,146.5	毛利率	31.5%	30.1%	31.7%	32.2%	32.7%
加:营业外净收支	-29.3	6.4	-6.5	-9.8	13.1	营业利润率	10.7%	7.5%	10.1%	10.0%	10.4%
利润总额	668.5	635.6	766.5	926.3	1,159.6	净利润率	9.1%	6.9%	8.6%	8.8%	9.3%
减:所得税	81.4	59.4	83.1	99.9	119.7	EBITDA/营业收入	16.1%	14.0%	16.2%	16.3%	16.6%
净利润	588.5	577.1	660.5	818.3	1,025.4	EBIT/营业收入	12.6%	10.7%	12.3%	11.9%	12.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	129	111	126	120	119
(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	-132	-108	-125	-119	-117
货币资金	1,449.2	1,561.8	796.8	2,230.0	3,748.4	流动资产周转天数	160	141	145	143	176
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	14	13	15	14	13
应收账款	257.3	338.3	288.9	424.4	358.9	存货周转天数	69	54	65	62	58
应收票据	111.1	93.0	73.1	152.6	78.8	总资产周转天数	388	346	407	372	367
预付账款	34.9	38.2	24.2	52.4	37.8	投资资本周转天数	66	72	110	89	58
存货	1,127.0	1,389.3	1,405.3	1,801.0	1,724.8	投资回报率					
其他流动资产	63.2	102.7	69.5	78.5	83.6	ROE	24.8%	19.4%	17.7%	18.0%	18.4%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	6.6%	7.9%	7.8%	8.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	59.0%	45.8%	34.7%	32.9%	53.4%
长期股权投资	14.6	13.1	13.1	13.1	13.1	费用率					
投资性房地产	23.8	22.5	22.5	22.5	22.5	销售费用率	8.3%	9.5%	9.0%	9.3%	9.3%
固定资产	2,495.9	2,659.3	2,727.5	3,495.6	3,792.1	管理费用率	7.4%	6.5%	6.8%	6.9%	6.9%
在建工程	411.3	1,150.8	1,913.2	1,146.6	745.8	研发费用率	3.4%	3.4%	3.7%	4.0%	4.1%
无形资产	962.3	953.8	920.5	887.1	853.7	财务费用率	0.8%	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%
其他非流动资产	376.1	447.2	362.8	356.3	367.4	四费/营业收入	19.8%	19.7%	20.0%	20.5%	20.7%
资产总额	7,326.6	8,770.0	8,617.4	10,660.2	11,826.9	偿债能力					
短期债务	352.7	213.3	-	-	-	资产负债率	67.6%	66.1%	56.4%	57.0%	52.5%
应付账款	2,027.0	2,131.8	2,522.4	2,841.4	3,478.5	负债权益比	208.3%	194.8%	129.6%	132.7%	110.5%
应付票据	1,421.3	1,746.7	1,255.2	2,332.2	1,819.7	流动比率	0.69	0.74	0.56	0.80	0.99
其他流动负债	608.9	672.8	941.1	763.8	767.1	速动比率	0.43	0.45	0.27	0.49	0.71
长期借款	395.8	891.7	-	-	-	利息保障倍数	15.53	57.78	24.61	34.86	29.00
其他非流动负债	144.4	138.6	144.9	142.6	142.1	分红指标					
负债总额	4,949.9	5,794.8	4,863.6	6,080.0	6,207.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	0.8	7.0	28.7	36.7	50.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	869.0	869.0	965.6	965.6	965.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,506.9	2,099.1	2,759.5	3,577.8	4,603.2						
股东权益	2,376.7	2,975.2	3,753.9	4,580.1	5,619.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.61	0.60	0.68	0.85	1.06
净利润	587.2	576.2	660.5	818.3	1,025.4	BVPS(元)	2.46	3.07	3.86	4.71	5.77
加:折旧和摊销	266.5	310.9	302.8	411.8	482.7	PE(X)	30.5	31.1	27.2	21.9	17.5
资产减值准备	64.7	85.5	-	-	-	PB(X)	7.6	6.0	4.8	3.9	3.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	63.7	111.4	-18.5	12.6	11.8
财务费用	60.1	33.7	38.3	31.9	46.3	P/S	2.8	2.1	2.3	1.9	1.6
投资收益	-18.7	-11.2	-19.1	-16.3	-15.5	EV/EBITDA	-	-	13.5	10.1	7.6
少数股东损益	-1.4	-0.9	22.9	8.1	14.5	CAGR(%)	12.1%	21.7%	3.2%	12.1%	21.7%
营运资金的变动	490.0	-247.1	333.1	602.6	331.3	PEG	2.5	1.4	8.4	1.8	0.8
经营活动产生现金流量	1,269.9	906.0	1,338.4	1,856.3	1,884.6	ROIC/WACC	9.4	7.3	5.5	5.2	8.5
投资活动产生现金流量	-591.5	-1,213.6	-1,080.9	-363.7	-329.5	REP	-	-	1.2	1.5	1.1
融资活动产生现金流量	-79.8	343.4	-1,022.5	-59.5	-36.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034