

2023年01月01日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

地产竣工端复苏在即，产品+渠道优势助推卫浴龙头业绩回升

—箭牌家居（001322.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2022-12-30

当前股价（元）	15.2
总市值（亿元）	147
总股本（百万股）	966
流通股本（百万股）	97
52周价格范围（元）	13.39-17.39
日均成交额（百万元）	221.83

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

陶瓷卫浴龙头企业，盈利能力行业领先

箭牌家居是国内较早进入陶瓷卫浴行业的企业之一，目前公司已在意大利等国成立设计院，经营触角扩张至全球，经过多年的发展，公司已成为国内外知名的陶瓷卫浴龙头企业。近年来公司稳健经营：2018-2021年公司营收从68.1亿元增长至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%；同时得益于公司产品销售能力和内部管理能力，公司毛利率稳定优于行业平均水平，2022前三季度毛利率达到了33.98%，超过蒙娜丽莎（23.36%）、惠达卫浴（24.58%）等同业公司。

2022年行业受到下游地产行业衰退以及疫情管控的影响，公司前三季度营收为52.67亿元，同比-6.23%，前三季度归母净利润达到4.23亿元，同比增长30.26%，这主要是公司产品销售单价提升以及销售结构优化所致。目前公司现金流保持良好，2022Q3账面货币资金留存3.94亿元，Q2、Q3经营性现金流分别净流入1.01、4.75亿元，Q3收现比/净现比分别为1.11x/2.62x，环比上升0.13x/0.30x，公司三季度现金流改善明显。

公司主营行业空间广阔，市占率有望持续提升

公司主营业务涉及陶瓷卫生洁具、龙头五金以及瓷砖三大行业：1) 陶瓷卫生洁具：公司该类产品包括座便器、水箱等产品，中华卫浴网测算2021年国内卫生洁具行业市场规模达到2046亿元，目前箭牌家居市占率约为8%，尚处于较低水平。2018-2021年公司该领域营收从31.29亿元增长至37.34亿元，2021年该板块的毛利率达34.38%，2022H1收入为15.23亿元，业务收入比例达46.07%。

2) 龙头五金：公司该类产品包括花洒、水龙头、挂件、智能晾衣架、地漏等，根据智研咨询，2019年我国花洒行业市场规模约为58.5亿元，公司该领域业务增长稳定，未来将持续为公司利润做出贡献。公司龙头五金业务2018-2021年营收从12.91亿元增长至22.51亿元，2021年毛利率为27.90%，2022H1收入为9.05亿元，业务收入比例为27.35%。

3) 瓷砖：我国是世界上最大的瓷砖消费以及生产国，链兴陶数据显示，2021年规模以上企业营收达到3457.8亿元。目前陶瓷行业“大行业、小企业”特征明显，国内建筑陶瓷企业约2000家，箭牌家居2021年市占率仅为0.18%，该领域业务将成为公司未来持续发力点。公司瓷砖业务2018-2021年营收从6.83亿元回落至6.25亿元，2021年毛利率为

20.60%，2022H1 收入为 2.52 亿元，业务收入比例为 7.62%。

总体而言，考虑到行业规模经济效应，我们认为，公司优异的毛利率水平，叠加产品品质和品牌优势，有望助力公司提升其在各个市场的市场份额。

政策推动行业边际修复，经济复苏助力公司业务成长

地产“三支箭”陆续射出，“保交楼”政策持续推进，竣工端修复可期。近期地产链政策连续出台，2022 年 7 月中央政治局会议首次提出了“保交楼、稳民生”的议题，随后地产政策陆续加码：2022 年 11 月央行、银保监会提出地产 16 条，同月证监会宣布在股权融资方面调整优化 5 项措施，最终形成信贷、债券、股权三位一体融资政策体系，有力支持房地产行业修复。我们预测 2023 年房屋竣工面积约为 9.4 亿平方米，同比上升 19.5%，若政策力度进一步加强，2023 年房屋竣工面积乐观估计可达 10.5 亿平方米。我们认为陶瓷卫浴等产品市场将会伴随着下游地产竣工端共同恢复，公司有望充分受益市场修复带来的机遇，实现业绩的显著反弹。

同时，根据奥维云网地产大数据监测数据显示，2022 年 1-8 月精装房开盘规模渗透率为 40.4%，同比增长近四个百分比。虽然今年以来房地产市场整体下行，但是在国家绿色建筑大势的推动下，全装修、装配式鼓励政策不断出台，带动近年来中国房地产市场精装率持续上升，而陶瓷卫浴和瓷砖行业是精装房的重点应用产品。我们认为精装房渗透率提升，伴随地产行业供给侧结构优化和消费升级，将推动高品质卫浴陶瓷产品市场空间拓展，公司前瞻布局高品质和智能化产品研发、生产和销售，叠加品牌和营销优势，有望进一步夯实市场地位，深入把握精装房市场发展机遇。

产业链上下游布局全面，直销模式推动利润提高

上游：公司已经与上游供应商建立了稳定的供应体系。直接材料成本在公司总成本中占比达到 50%，其中主要包括泥沙、铜材、木质原材料、陶瓷化工等原材料以及水件盖板和包装材料，公司经过多年经营，与上游供应商已经建立了稳定的供应体系，并且通过逐步推进集采模式，已经有效降低如泥沙等主要原材料的采购价格波动的风险。

下游：遍布全国的下游营销渠道助推公司各项业务发展。公司营销渠道主要分为经销和直销两种模式，其中经销模式为公司主要对外销售模式，2019/2022/2021 年公司经销模式收入占主营业务收入分别为 95.98%/94.39%/89.11%。公司经过多年的发展，建立了覆盖广、数量多、下沉深的庞大经销网络，截至 2021 年末，公司拥有经销商 1854 家，分销商 6609 家，终端门店网点合计 12052 家。范围广泛且数量充足的经销商一方面有利于公司产品的快速铺展，另一方面也能够更加深入地了解消费者需求和痛点，促进自身产品迭代和服务

优化。

另一方面，公司近年直销模式收入占比逐渐提升，为公司盈利能力提高增添动力。公司 2021 年直销收入占主营业务收入比重达到 10.89%，其中线上渠道发展较快。公司的直销模式主要分为电商和工程两种渠道。2018 年公司正式成立电商公司，加大直营电商的投入力度，2019-2021 直营电商业务收入分别为 0.94/2.28/6.32 亿元；直营工程业务 2019-2021 收入分别为 1.62/1.25/2.58 亿元。直销模式下，商品设计的中间环节较少，主要面向个人消费者，公司定价空间大，毛利率高。2021 年公司直销模式毛利率为 44.48%，而经销模式则为 28.86%，未来随着公司直销收入占比的进一步提升，公司盈利能力有望继续提高。

■ 生产力+产品力为双翼，公司核心竞争力突出

公司品牌知名度高，研发能力保障公司产品品质。公司 2019-2020 年研发支出分别为 2.00/2.20/2.88 亿元，截至 2022 年 9 月公司已经取得 1714 项专利，其中 1711 项为自主申请。依托研发能力，公司 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎和 ANNWA 安华等品牌具有较高知名度，多次被评为中国十大卫浴品牌、十大瓷砖品牌。公司产品多次获得德国红点设计奖，德国 IF 产品设计金奖，并在 2015、2020 连续两届世博会被指定为世博会中国馆陶瓷洁具供应商，产品声誉较高，广受消费者青睐。

公司生产体系完善。公司目前拥有佛山高明、佛山三水、肇庆四会等 8 个生产基地和 2 个筹备中基地，借助成熟的物流体系，满足全国各地经销需求，快速相应客户订单。同时公司建立了完整的品质保障体系，包括来料检验、生产过程品质控制和成品检验以及产品安装和售后服务体系，为自身产品注入了充足的生命力。公司目前产能建设有序。截至 2021 年底，公司卫生陶瓷/龙头五金/浴室柜/浴缸/瓷砖/定制橱柜的产能分别为 1055.38 万件/959.12 万个/186.45 万套/11.55 万件/2108.70 万平方米/13.20 万套，同时上市募集资金将投资与年产 1000 万套水龙头与 300 万套花洒项目，帮助公司进一步完善产能布局。

双智能战略推动公司主营业务盈利能力提升。公司目前正实行“产品智能化”和“生产智能化”的双智能战略，我们认为随着公司战略落地，其智能产品的收入占比持续提高，收入结构不断优化。考虑到智能产品的毛利水平相对较高，公司有望持续保持良好的盈利能力，形成经营发展的良性正反馈效应，及领先同业的核心竞争力。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 96.09、112.93、133.57 亿元，EPS 分别为 0.73、1.13、1.44 元，当前股价对应 PE 分别为 20.8、13.4、10.5 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 下游地产市场波动风险；2) 市场竞争加剧风险；3) 原材料价格波动风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	8,373	9,609	11,293	13,357
增长率 (%)	28.8%	14.8%	17.5%	18.3%
归母净利润 (百万元)	577	707	1,092	1,395
增长率 (%)	-1.9%	22.5%	54.6%	27.7%
摊薄每股收益 (元)	0.66	0.73	1.13	1.44
ROE (%)	19.4%	14.8%	18.9%	19.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,562	3,074	4,253	6,220
应收款	431	495	582	688
存货	1,389	1,624	1,853	2,181
其他流动资产	141	162	190	225
流动资产合计	3,523	5,355	6,877	9,313
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	2,659	3,173	3,723	3,987
在建工程	1,151	1,269	855	342
无形资产	954	906	858	813
长期股权投资	13	13	13	13
其他非流动资产	470	470	470	470
非流动资产合计	5,247	5,831	5,918	5,625
资产总计	8,770	11,185	12,796	14,938
流动负债:				
短期借款	213	213	213	213
应付账款、票据	3,414	3,990	4,552	5,358
其他流动负债	897	897	897	897
流动负债合计	4,765	5,377	5,987	6,853
非流动负债:				
长期借款	892	892	892	892
其他非流动负债	139	139	139	139
非流动负债合计	1,030	1,030	1,030	1,030
负债合计	5,795	6,407	7,017	7,883
所有者权益				
股本	869	966	966	966
股东权益	2,975	4,778	5,778	7,055
负债和所有者权益	8,770	11,185	12,796	14,938

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	576	706	1091	1392
少数股东权益	-1	-1	-2	-2
折旧摊销	279	225	257	291
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	52	293	267	397
经营活动现金净流量	906	1223	1612	2078
投资活动现金净流量	-1214	-632	-135	248
筹资活动现金净流量	1820	1097	-90	-115
现金流量净额	1,512	1,688	1,386	2,210

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,373	9,609	11,293	13,357
营业成本	5,856	6,748	7,695	9,058
营业税金及附加	85	97	114	135
销售费用	799	917	1,077	1,274
管理费用	547	627	737	872
财务费用	16	-37	-70	-125
研发费用	288	331	389	460
费用合计	1,649	1,837	2,133	2,480
资产减值损失	-118	-118	-118	-118
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	11	11	11	11
营业利润	629	772	1,196	1,529
加:营业外收入	19	19	19	19
减:营业外支出	13	13	13	13
利润总额	636	778	1,203	1,536
所得税费用	59	73	112	143
净利润	576	706	1,091	1,392
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
归母净利润	577	707	1,092	1,395

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	28.8%	14.8%	17.5%	18.3%
归母净利润增长率	-1.9%	22.5%	54.6%	27.7%
盈利能力				
毛利率	30.1%	29.8%	31.9%	32.2%
四项费用/营收	19.7%	19.1%	18.9%	18.6%
净利率	6.9%	7.3%	9.7%	10.4%
ROE	19.4%	14.8%	18.9%	19.8%
偿债能力				
资产负债率	66.1%	57.3%	54.8%	52.8%
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	19.4	19.4	19.4	19.4
存货周转率	4.2	4.2	4.2	4.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.66	0.73	1.13	1.44
P/E	22.9	20.8	13.4	10.5
P/S	1.6	1.5	1.3	1.1
P/B	4.5	3.1	2.5	2.1

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。