

箭牌家居(001322)

报告日期: 2023年06月09日

国货卫浴龙头，领衔智能风潮

——箭牌家居深度报告

投资要点

箭牌家居是国货卫浴龙头，敏锐把握智能卫浴高增风口，是近年卫浴行业弯道超车的国货代表。中长期看，公司智能马桶技术比肩海外，零售网点密度最大，多渠道运营能力最强，我们看好公司龙头稳固，市占提升。随智能马桶渗透+配套销售，终端开店提店效+家装电商放量，生产效率提升，我们看好公司业绩稳步兑现。

□ 国货卫浴龙头

箭牌家居始创于1994年，国内卫浴龙头。2022年实现营业收入75.13亿元，18-22年复合增速3%，实现归母净利润5.93亿元，18-22年复合增速32%。公司主营卫生陶瓷、龙头五金等品类，持续延伸瓷砖、定制橱柜等，智能产品起量快，收入占比达25%。近年得益于智能产品渗透及生产效率优化，利润率抬升。

□ 卫浴行业：智能风起，国货崛起，龙头集中

卫浴行业2000亿市场，主品类卫生陶瓷500亿，近年行业有三大产业趋势变化：

1. **智能卫浴快增，渗透率低位空间大。**智能马桶超230亿市场，17-22年销量年复合增速12.8%，目前渗透率按保有量计仅4%，按销售量计15%，相比美日韩渗透率60-90%有很大空间。
2. **国货持续崛起，智能马桶已破局。**卫浴行业外资进场早，近年国货快速崛起，九牧、箭牌国货品牌收入体量已超TOTO进入行业前三。智能马桶是国货弯道超车关键，一体机市占TOP3分别是箭牌/九牧/恒洁。
3. **龙头持续集中。**2021年我国卫生陶瓷零售端CR3达43.5%，相比2012年持续提升了14pct，我们认为CR3长期看到至少50%，从品类特性看，其集中度大于定制家居，接近家电，从海外对标看，美日韩成熟市场CR3可达60-90%。

卫浴行业处于三大变局中，中长期竞争中产品和渠道是拉开差距的关键，箭牌家居产品精进研发，多渠道运营行业领先，是最具竞争力的国货卫浴公司之一。

□ 产品端：智能技术比肩海外，渗透加速盈利释放

智能卫浴高增正处于风口，公司持续增长动力来自智能产品渗透率+配套率提升，产品结构优化带动利润逐步释放，我们看好其通过四大路径的持续兑现：

1. **智能技术排头兵，三大品牌全覆盖。**1) **智能产品技术优，高性价比：**公司通过持续研发投入，目前智能马桶、花洒五金的核心技术已比肩外资，定价具备性价比优势。2) **三大品牌多价位多客群覆盖：**拥有箭牌/法恩莎/安华三大品牌，覆盖不同客群，智能马桶价格带跨度从2千-1万，一方面推高性价比轻智能马桶，降低用户尝新门槛，一方面推过万元高端功能马桶，提升用户体验。3) **智能战略图景远大：**未来将持续进行智能品类延伸，与华为等合作打造全卫智能空间。
2. **卫浴空间配套销售，客单价持续提升。**公司推行以智能马桶为核心的套餐销售，近年配套率持续提升并带动客单价提升，据测算，20-22年花洒/面盆龙头/浴室柜配套率+4.7%/+1.7%/+4.5pct，客单价年增长4%，22年出厂端客单价超2000元。未来随卫浴空间延伸到全屋定制，天花板突破空间更大。
3. **渠道支持完备，助力智能渗透&配套销售落地。**具体措施包括门店重装、匹配设计师、终端让价补贴激励、设置智能产品提货比例等考核、安装售后服务支持。成效初显，智能马桶在零售/电商/家装/工程渠道收入占比分别为24.5%/18%/23.2%/6.7%
4. **产能充足，生产效率逐步提升。**公司在全国共设立十大生产基地（2个在建），遍布华南、华北和华中区域，四会及乐从项目将于26-27年投产，自产率将持续提升，盈利弹性随之释放，生产自动化率也在提升。

投资评级：增持(首次)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

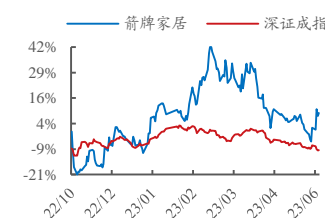
分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成
执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥18.36
总市值(百万元)	17,728.65
总股本(百万股)	965.61

股票走势图



相关报告

1 《智能卫浴新变局，国货崛起正当时——卫浴行业深度报告》
2023.04.19

□ 渠道端：渠道密布行业领先，电商家装快速崛起

近年家居渠道出现两大重要变化：工程渠道萎缩，零售运营成为胜负手；终端流量分散化。公司优势明显，零售网点最广，电商家装最先起量，经销管理扁平化精细化，是支撑公司稳居龙头的底盘。未来随零售门店加速下沉以及新渠道持续放量，市占率有望进一步提升。

- 零售：**1) **经销网点数第一：**2022 年公司经销网点数 13378 个；2) **门店业态多样：**包括专卖店/社区店/乡镇店/商超异业店等，整合分散流量，未来增长空间来自专卖店重装提单店及下沉市场拓店；3) **经销管理扁平化精细化：**基本以地级市为单位设置一级经销商，实行一城一商制，形成体系化的招商、考核、激励、补贴、培训机制。4) **经销商实力强：**22 年平均提货 334 万元，头部经销商过亿元，盈利较优（毛利率约 40-50%），忠诚度高（有不少合作 10 年以上的老商）。
- 家装：专供产品理顺，开店合作加速。**1) **渠道铺设：**目前已合作家装公司 4604 家，终端为店中店模式，目前已有家装店 3052 个（+383），未来在头部装企合作深度以及家装店新增上有很大空间。2) **产品设计：**目前已进行专供套餐设计和重新理顺，定价具备性价比，选择方案增加，且可升级为智能产品套餐，效益逐步释放。
- 电商：**1) **运营领先：**早在 2010 年成立天猫旗舰店，2018 年成立自营团队，直营收入占比持续提升，电商体量和运营能力居行业前二。2) **爆款策略：**电商渠道主打性价比，爆款策略见成效，23Q1 销售最好的智能马桶单品为到手价仅 1799 元的 AKE1131；3) **管理规范：**公司实现线上线下产品区隔，以防乱价，同时线上线下载可互相导流。
- 工程：客户结构优化，资金周转较好。**外资在工程渠道有领先优势，近年箭牌凭性价比和好产品破局，地产企业酒店等项目认可度提升。采取先款后货模式，多元化客户结构，择优客户，资金周转较好，风险管控得当。

□ 盈利预测及估值

公司处于智能卫浴高景气赛道，看好中长期依靠过硬产品和领先渠道铺设稳居卫浴龙头，且市占率持续提升，当下通过加大下沉市场开店渗透和家装电商新渠道铺设，持续带来业绩放量。

我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 86.5/99.61/115.51 亿元，同比增长 15%/15%/16%，实现净利润 7.12/8.55/10.11 亿元，同比增长 20%/20%/18%，对应当前市值 PE 为 24.9/20.7/17.5，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧；地产波动风险；开店不及预期；智能渗透率提升不及预期；原材料波动风险；行业规模测算偏差。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,513	8,645	9,961	11,551
(+/-) (%)	-10.27%	15.06%	15.22%	15.96%
归母净利润	593	712	855	1,011
(+/-) (%)	2.75%	20.09%	20.11%	18.22%
每股收益(元)	0.61	0.74	0.89	1.05
P/E	29.90	24.89	20.73	17.53

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司概况：国货卫浴龙头	7
1.1 卫浴领军者，智能新引擎	7
1.2 创始人家族控股，职业经理人引进	11
2 卫浴行业：智能风起，国货崛起，龙头集中	13
2.1 行业概览：卫浴两千亿市场，智能马桶高景气	13
2.2 行业格局：外资先发，国货崛起，智能马桶已破局	15
2.3 格局展望：龙头持续集中，卫生陶瓷 CR3 远期至少 50%	17
3 产品端：智能技术比肩海外，渗透加速盈利释放	18
3.1 三大品牌全覆盖，智能技术排头兵	18
3.2 卫浴空间配套销售，客单价持续提升	22
3.3 渠道支持完备，助力智能渗透&配套销售落地	24
3.4 产能充足，生产效率逐步提升	26
4 渠道端：渠道密布行业领先，电商家装快速崛起	27
4.1 零售：经销网点密布，门店业态多样，管理体系精细	28
4.2 家装：专供产品理顺，开店合作加速	33
4.3 电商：运营领先，产品区隔，高增放量	34
4.4 工程：客户结构优化，资金周转较好	37
5 盈利预测与估值	39
5.1 核心假设	39
5.2 估值与投资评级	41
6 风险提示	42

图表目录

图 1: 公司发展历史.....	8
图 2: 股权结构图 (截至 2023 年一季报)	11
图 3: 箭牌家居管理结构一览.....	13
图 4: 卫浴行业市场规模.....	14
图 5: 2021 年卫浴行业分品类市场份额.....	14
图 6: 智能卫浴产品一览.....	14
图 7: 智能马桶渗透率 (按保有量)	15
图 8: 智能马桶一体机占比提升.....	16
图 9: 2020 年智能马桶一体机市占率	16
图 10: 中国智能马桶市场金字塔 (价格为终端零售价)	16
图 11: 中国卫生陶瓷零售端市占率持续提升	17
图 12: 美国卫生陶瓷零售端市场格局.....	17
图 13: 日本卫生陶瓷零售端市场格局.....	17
图 14: 2021 年家居家电市场规模及 CR3 对比.....	17
图 15: 箭牌家居智能产品收入 (百万元) 及收入占比.....	18
图 16: 箭牌家居智能产品及公司平均毛利率 (不含运价口径)	18
图 17: 三大品牌发展历史.....	19
图 18: 三大品牌智能马桶产品矩阵梳理 (注: 下图主要为电商产品梳理, 价格带偏低)	19
图 19: 箭牌研发费用投入 (亿元) 业内领先.....	20
图 20: 2022 年国内卫浴公司新增专利数量比较.....	20
图 21: 箭牌家居花洒五金九大核心技术.....	21
图 22: 箭牌家居智能马桶专利技术.....	21
图 23: 公司持续智能化战略三步走.....	21
图 24: 公司三大品牌定制系列产品.....	24
图 25: 专卖店入口产品摆放智能马桶.....	25
图 26: 专卖店套系化场景布置.....	25
图 27: 智能马桶分渠道收入占比.....	25
图 28: 公司产能基地一览.....	26
图 29: 公司分产品产能.....	26
图 30: 公司产能利用率情况.....	26
图 31: 公司产销率情况.....	26
图 32: 公司分产品自产率.....	27
图 33: 智能马桶智能盖板外购为主.....	27
图 34: 箭牌家居三水基地的铸件切割高效自动化机器人产线	27
图 35: 智能马桶渠道结构.....	28
图 36: 箭牌家居渠道结构.....	28
图 37: 箭牌家居经销模式为主, 直营占比提升.....	28
图 38: 2022 年箭牌家居分渠道直营及经销模式占比	28
图 39: 箭牌零售渠道收入 (百万元) 及增速.....	29
图 40: 箭牌终端网点数.....	29
图 41: 主流卫浴品牌网点及专卖店个数.....	29
图 42: 箭牌终端网点数分品牌分布.....	29

图 43: 公司终端店态一览.....	30
图 44: 零售渠道商业模式流程图及产业链利润分配情况.....	30
图 45: 销售奖励返点比例改为次年折扣率.....	31
图 46: 箭牌 VS 惠达经销商补贴率 (仅计算销售费用中的披露值).....	31
图 47: 箭牌对经销商装修补贴及补贴率.....	32
图 48: 箭牌市场推广费及费用率.....	32
图 49: 经销商支持.....	32
图 50: 箭牌经销商个数.....	33
图 51: 箭牌单个经销商提货额 (万元).....	33
图 52: 箭牌家装收入 (百万元) 及增速.....	33
图 53: 箭牌家装门店数及单店收入.....	33
图 54: 箭牌家装渠道经销直营占比.....	34
图 55: 箭牌家装渠道毛利率偏低 (不计运价口径).....	34
图 56: 箭牌电商收入及增速.....	34
图 57: 箭牌分电商平台收入.....	34
图 58: 箭牌电商渠道分直销经销模式收入占比.....	35
图 59: 箭牌电商渠道分直销、经销收入及增速.....	35
图 60: 箭牌电商渠道分直销、经销模式毛利率.....	35
图 61: 箭牌电商渠道经销网店数.....	35
图 62: 箭牌电商渠道产品结构.....	36
图 63: 箭牌线上同款引流线下.....	36
图 64: 箭牌直营电商客户订单消费额分层.....	36
图 65: 箭牌电商渠道智能马桶爆品 AKE1131.....	36
图 66: 电商平台卫浴家装品类品牌市占率变化.....	36
图 67: 2022 年双十一天猫、京东、抖音渠道卫浴榜单.....	36
图 68: 各卫浴公司电商平台粉丝情况.....	37
图 69: 箭牌电商平台费用情况.....	37
图 70: 箭牌工程分渠道收入占比.....	37
图 71: 地产商 500 强首选卫浴类品牌前十名.....	37
图 72: 箭牌工程渠道合作客户及项目一览.....	38
图 73: 箭牌工程渠道运营模式图.....	38
图 74: 箭牌工程渠道直营经销收入占比.....	38
图 75: 箭牌工程收入及增速.....	39
图 76: 箭牌、惠达卫浴应收账款周转率情况.....	39
表 1: 箭牌家居产品一览图.....	7
表 2: 箭牌家居三大品牌矩阵.....	8
表 3: 箭牌家居核心财务数据一览.....	9
表 4: 箭牌家居产品拆分 (单位: 百万元, 毛利率为不含运价口径).....	10
表 5: 箭牌家居渠道拆分 (单位: 百万元, 毛利率为不含运价口径).....	10
表 6: 核心高管履历.....	12
表 7: 员工持股平台乐华嘉悦持股情况 (部分, 截至 2022 年 9 月 15 日).....	12
表 8: 2023 年 5 月 20 日股权激励方案解禁条件.....	12
表 9: 智能马桶市场规模测算.....	15
表 10: 卫浴主流品牌竞争格局.....	15

表 11: 智能马桶一体机产品功能对比	20
表 12: 2023 年 315 大促卫浴品牌套餐对比	22
表 13: 箭牌家居核心品类配套率及客单价测算 (单位: 元)	23
表 14: 分产品预测	40
表 15: 分渠道预测	41
表 16: 毛利率预测	41
表 17: 可比公司估值	42
表附录: 三大报表预测值	43

1 公司概况：国货卫浴龙头

1.1 卫浴领军者，智能新引擎

国货卫浴龙头，行业深耕 30 年。公司始创于 1994 年，总部位于广东省佛山市，主营卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖等研发、生产与销售一体，2010 年延伸到定制橱柜，开启全屋定制。旗下拥有 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三大品牌。公司已发展成国内陶瓷卫浴行业龙头，2022 年实现营业收入 75.13 亿元，2018-2022 年复合增速 3%，实现归母净利润 5.93 亿元，2018-2022 年复合增速 32%，利润增速快于收入，一方面毛利率持续提升，主要源于产品结构优化（智能产品占比提升）和单价提升；一方面生产效率提升，降低成本。

表1：箭牌家居产品一览图

产品分类	22年收入情况	主要产品					
卫生陶瓷	收入35.10亿元 占比46.71%						
龙头五金	收入20.70亿元 占比27.55%						
浴缸浴房	收入4.13亿元 占比5.49%						
瓷砖	收入5.12亿元 占比6.82%						
浴室家具	收入8.08亿元 占比10.75%						
定制橱柜	收入1.05亿元 占比1.40%						
其它品类及 配件	收入0.58亿元 占比0.77%	全部家具涉及的零部件及五金件等					

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表2: 箭牌家居三大品牌矩阵

品牌标识	品牌愿景	品牌定位	销售网点数量
	智慧家居	ARROW箭牌创建于1994年, 定位 智慧生活 致力于改善卫浴生活品质、创新智慧生活空间	7000+
	艺术家居	FAENZA法恩莎创建于1999年, 定位 艺术时尚、对标国际品牌 , 致力于引领国际化的艺术家居生活方式, 营造生活仪式感, 提供艺术与生活统一的产品和服务	2500+
	时尚家居	ANNWA安华创建于2003年, 定位 年轻时尚 利用产品的智能科技、时尚设计人性化功能和最优服务, 带给用户更年轻时尚的生活体验	2000+

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

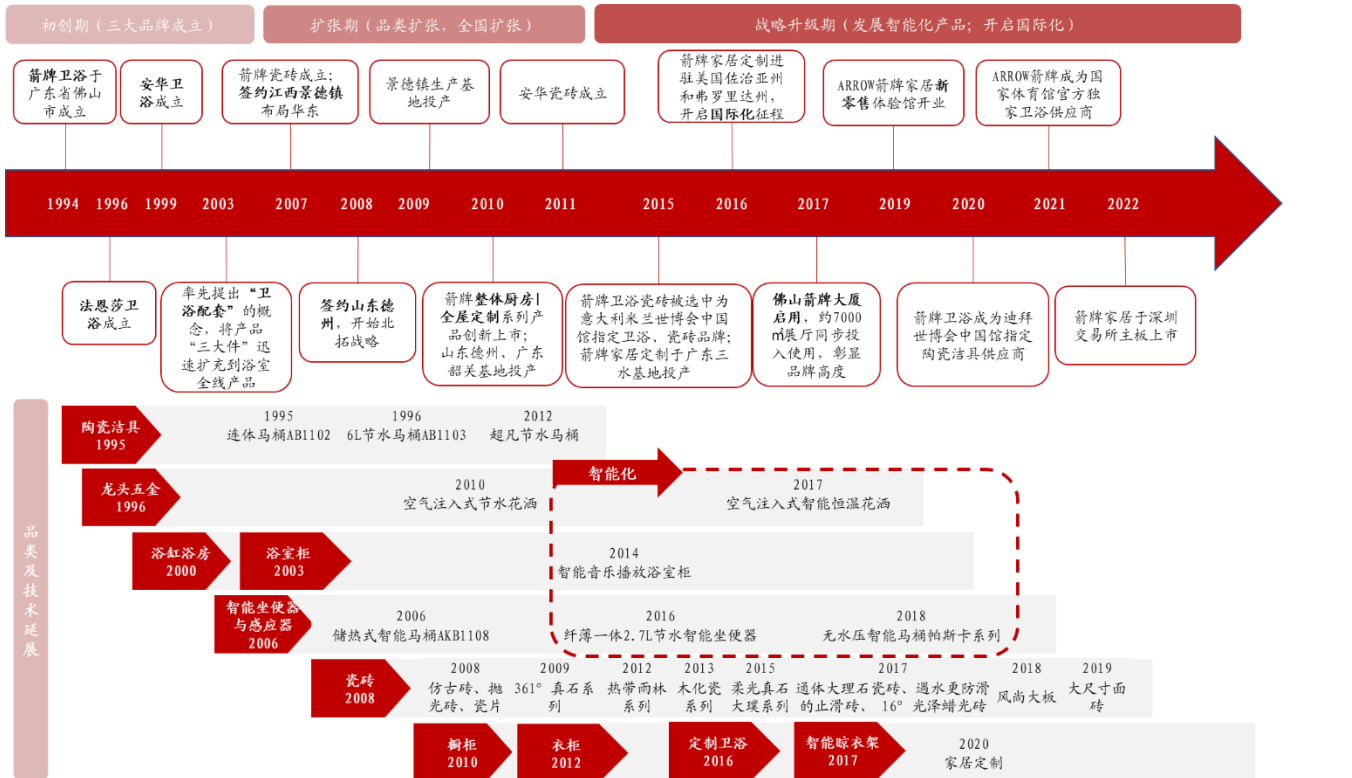
公司发展历史可分为3大阶段:

初创期 (1994-2005): 箭牌卫浴于1994年在广东佛山创立, 在1996年创立法恩莎卫浴, 1999年创立安华卫浴, 三大品牌初步成立, 深耕陶瓷洁具、龙头五金、浴室产品。2003年公司率先提出“卫浴配套”的概念, 将产品“三大件”迅速扩充到浴室全线产品。

扩张期 (2006-2012): 公司拓展瓷砖业务, 上市整体厨房、全屋定制系列产品。拓展橱柜衣柜业务, 2006年研发出第一款智能产品: 储热式智能马桶AKB1108。同时公司积极扩建产能, 2007年签约江西景德镇, 布局华东, 2008年签约山东德州开启北拓战略, 2010年山东德州、广东韶关生产基地投产。

战略升级期 (2013-至今): 全面推进产品智能化进程, 更新上市智能浴室柜、智能坐便器、恒温花洒、智能晾衣架等产品。2016年箭牌家居定制进驻美国佐治亚州和佛罗里达州, 开启国际化征程; 2017年佛山箭牌大厦启用, 投入使用展厅约7000m², 彰显品牌高度; 2019年箭牌家居新零售体验馆开业。

图1: 公司发展历史



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

业务拆分：智能产品放量抬升利润，电商家装渠道快增

1) 从品类结构上看：卫生陶瓷/龙头五金为两大核心品类，2022 年营收占比分别为 46.7%/27.6%，在 2022 年疫情干扰及地产波动大背景下，卫生陶瓷和龙头五金收入增速仍有一定韧性，源于智能产品放量。智能产品 2022 年收入 18.9 亿元，占比 25.1% (+1.84pct)，毛利率（不含运价口径）38.14%，高于公司整体毛利率，未来随智能产品占比提升，公司利润率将进一步抬升。

2) 从渠道结构上看：2022 年零售/工程/电商/家装收入占比分别为 41%/25%/20%/14%，零售渠道为主，电商、家装新渠道增速最快，各渠道都以经销模式为主。

表3：箭牌家居核心财务数据一览

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	6,657.95	6,502.38	8,373.48	7,513.46	1,128.38	2,178.36	1,960.19	2,246.54	1,109.56
YOY	-2.24%	-2.34%	28.78%	-10.27%	—	-3.19%	-14.05%	-18.50%	-1.67%
归母净利润	556.25	588.51	577.15	593.03	26.24	212.46	183.95	170.37	3.11
YOY	182.23%	5.80%	-1.93%	2.75%	—	48.49%	10.41%	-32.57%	-88.15%
扣非归母净利润	506.93	533.47	532.65	540.73	12.35	—	173.21	151.41	-15.54
YOY	—	5.24%	-0.15%	1.52%	—	—	—	—	-225.80%
毛利率	32.47%	31.46%	30.06%	32.85%	35.91%	34.29%	32.53%	30.18%	30.44%
期间费用率	19.04%	19.84%	19.70%	22.96%	33.16%	19.58%	22.06%	21.91%	30.74%
其中：销售费用	582.06	538.79	798.74	715.33	129.76	185.41	187.85	212.31	106.42
销售费用率	8.74%	8.29%	9.54%	9.52%	11.50%	8.51%	9.58%	9.45%	9.59%
其中：管理费用	443.54	479.31	546.72	653.39	184.59	147.62	147.82	173.36	165.78
管理费用率	6.66%	7.37%	6.53%	8.70%	16.36%	6.78%	7.54%	7.72%	14.94%
其中：研发费用	200.86	219.51	288.21	340.58	57.16	88.55	89.74	105.13	68.63
研发费用率	9.68%	10.75%	9.97%	13.23%	5.07%	4.07%	4.58%	4.68%	6.18%
其中：财务费用	41.53	52.74	15.50	16.14	2.67	4.92	7.04	1.51	0.30
财务费用率	0.62%	0.81%	0.19%	0.21%	0.24%	0.23%	0.36%	0.07%	0.03%
归母净利率	8.35%	9.05%	6.89%	7.89%	2.33%	9.75%	9.38%	7.58%	0.28%
扣非归母净利率	7.61%	8.20%	6.36%	7.20%	1.09%	—	8.84%	6.74%	-1.40%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表4: 箭牌家居产品拆分(单位:百万元,毛利率为不含运价口径)

	2019A	2020A	2021A	2022A
卫生陶瓷	3098.52	2997.59	3734.29	3509.89
占比	46.83%	46.28%	44.83%	46.71%
YOY	-0.97%	-3.26%	24.58%	-6.01%
毛利率	33.65%	34.53%	34.38%	35.29%
龙头五金	1538.17	1636.00	2250.77	2069.76
占比	23.25%	25.26%	27.02%	27.55%
YOY	19.12%	6.36%	37.58%	-8.04%
毛利率	31.63%	29.38%	27.90%	31.79%
浴室家具	860.61	719.95	923.94	807.80
占比	13.01%	11.11%	11.09%	10.75%
YOY	-7.67%	-16.34%	28.33%	-12.57%
毛利率	29.20%	28.75%	27.79%	32.64%
瓷砖	528.98	557.50	624.80	512.43
占比	8.00%	8.61%	7.50%	6.82%
YOY	-22.50%	5.39%	12.07%	-17.98%
毛利率	27.49%	24.55%	20.60%	24.91%
浴缸浴房	430.19	389.53	559.12	412.60
占比	6.50%	6.01%	6.71%	5.49%
YOY	-8.32%	-9.45%	43.54%	-26.21%
毛利率	37.97%	36.95%	34.27%	41.23%
定制橱衣柜	119.38	129.40	183.87	104.98
占比	1.80%	2.00%	2.21%	1.40%
YOY	-40.16%	8.39%	42.10%	-42.91%
毛利率	17.74%	18.73%	18.63%	24.17%
其他	40.45	47.71	53.62	96.00
占比	0.61%	0.74%	0.64%	1.28%
YOY	-27.19%	17.95%	12.40%	79.04%
毛利率	31.34%	44.52%	43.15%	56.67%
其中:智能产品		1439.70	1939.47	1887.52
占比		22.23%	23.28%	25.12%
YOY			34.71%	-2.68%
毛利率			36.36%	38.14%
YOY				1.78%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

表5: 箭牌家居渠道拆分(单位:百万元,毛利率为不含运价口径)

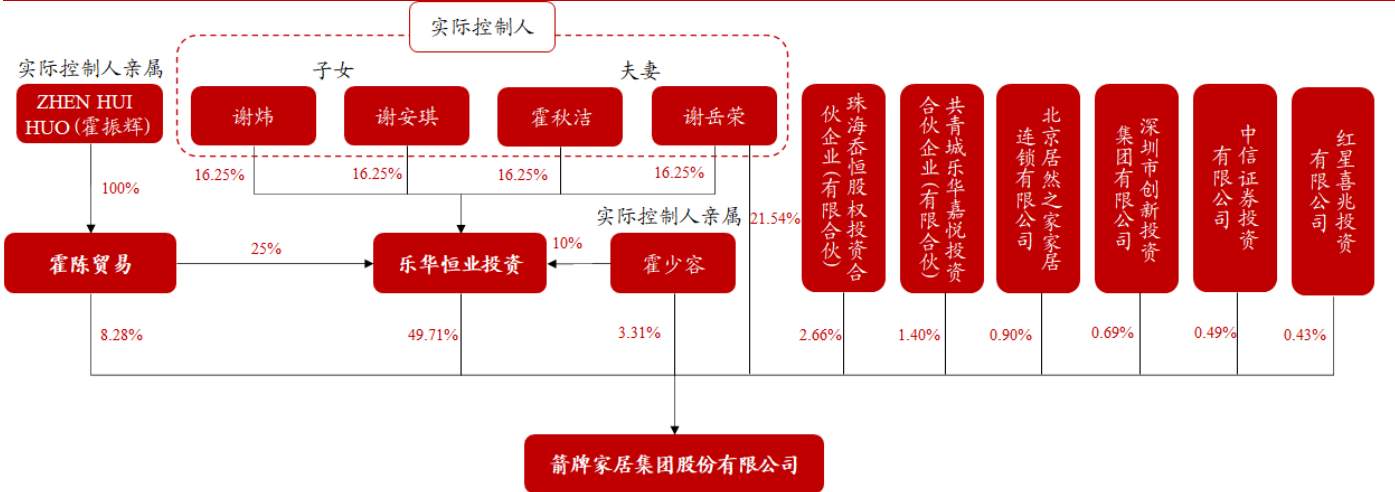
	2019A	2020A	2021A	2022A
零售	3380.93	3020.64	3497.81	3070.67
占比	51.1%	46.6%	42.0%	40.9%
YOY		-10.66%	15.80%	-12.21%
毛利率	34.93%	32.95%	33.99%	37.83%
工程	2033.81	1918.98	2344.24	1850.81
占比	30.7%	29.6%	28.1%	24.6%
YOY		-5.65%	22.16%	-21.05%
毛利率	28.72%	30.69%	24.77%	26.95%
电商	816.57	1030.07	1530.82	1508.34
占比	12.3%	15.9%	18.4%	20.1%
YOY		26.15%	48.61%	-1.47%
毛利率	29.81%	28.77%	33.67%	37.18%
家装	384.99	507.99	957.53	1045.48
占比	5.82%	7.84%	11.49%	13.91%
YOY		31.95%	88.49%	9.19%
毛利率	29.63%	33.26%	27.56%	28.30%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

1.2 创始人家族控股，职业经理人引进

股权结构集中，创始人家族控股。根据 2023 年一季报，公司实际控制人为谢岳荣与霍秋洁夫妇、其女谢安琪、其子谢炜四人，创始人谢岳荣通过直接或间接方式持有公司股份 29.62%，霍秋洁、谢安琪、谢炜分别持有公司股份 8.08%。霍秋洁哥哥霍振辉通过霍陈贸易有限公司及乐华恒业投资间接持股 20.71%，霍秋洁姐姐霍少容直接或间接持有股份 8.28%。创始人家族直接或间接持股公司合计 82.84%的股份，股权结构集中。此外，居然之家、红星美凯龙分别持股公司 0.9%、0.43%，进一步加深战略合作纽带。

图2：股权结构图（截至 2023 年一季报）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

管理团队经验丰富，职业经理人引入，员工持股平台激励绑定。创始人家族有多年建陶行业从业经验，董事长谢岳荣有丰富技术背景，是公司核心技术人员之一，霍秋洁曾任多年财务主管，谢炜和谢安琪分管公司研发和财务共享中心。公司引入专业管理团队，营销、研发、物流、财务、质控等核心负责人曾任职于美的、海尔、富士康、科勒、九牧等企业。为充分调动员工积极性，公司对公司董事、监事、高级管理人员、中层管理人员实施员工激励计划，乐华嘉悦为公司员工持股平台，目前持有公司 1.40%的股份。2023 年 5 月 20 日，公司发布股权激励方案，拟向 180 名中层管理人员、核心管理人员及核心技术人员授予 600 万股限制性股票，约占股本总额 0.62%，解禁条件为 2023/2024/2025 年收入同比增速不低于 15%/10%/10%，扣非净利润增速不低于 20%/15%/15%。

表6: 核心高管履历

高管人员		职务	履历
创始人 家族	谢岳荣	董事长、总经理	1964年出生，高级工商管理硕士，毕业于景德镇陶瓷大学，曾任东平陶瓷厂助理工程师、副厂长，荣达铝合金厂厂长。1994年8月至2013年4月，任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司总经理；2013年4月至2019年12月，任箭牌有限董事长、总经理；2019年12月至今，任公司董事长、总经理。
	霍秋洁	董事、副总经理	1964年出生，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，任箭牌有限董事、副总经理；2019年12月至今，任公司董事、副总经理。
	霍振辉	董事、副总经理	1958年出生，加拿大国籍，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。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4月至2019年12月，任箭牌有限董事、副总经理；2019年12月至今，任公司董事、副总经理，为公司的核心技术研发人员。
	谢炜	董事、副总经理	1993年出生，本科学历，毕业于加利福尼亚大学伯克利分校。2017年6月至2019年1月，任公司总经理助理；2019年12月至今任公司董事、副总经理。
职业经 理人	刘广仁	副总经理	1966年出生，本科学历。历任洛阳建筑陶瓷厂技术员、技术科长，河南兆峰陶瓷有限公司总工程师、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，历任法恩品管部经理、安华卫浴事业部总经理。2019年12月至今，任公司副总经理，为公司核心技术研发人员。
	卢金辉	副总经理、营销总监	1974年出生，硕士研究生学历。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、美国惠而浦(中国)冰箱公司总经理、台湾鸿海富士康集团副总经理。2019年3月至今，任箭牌副总经理。
	杨伟华	副总经理、董事会秘书	1976年出生，高级工商管理硕士。2008年12月至2017年11月，曾任广州珠江钢琴集团股份有限公司董事会秘书。2017年12月至今，任公司副总经理、董事会秘书。
	张德华	副总经理、品质管理中心总经理	1978年出生，西南交通大学工商管理硕士研究生学习。2006年2月至2017年2月，任海尔集团六西格玛管理总监，质量创新总监；2017年3月至2019年9月，任超威集团质量总监；2020年2月至2021年6月，任天能电池集团股份有限公司总裁助理兼质量总监；2022年2月至今，任公司董事长助理兼品质管理中心品质总经理。兼任中国质量协会全国精益六西格玛管理工作委员会专家委员等
	彭小内	财务总监	1979年出生，本科学历。历任广东美的生活电器制造有限公司财务经理、副总监、美的清湖净水设备有限公司财务经理、广东海鸥卫浴股份有限公司预算及成本经理、广东上风环保科技有限公司财务总监。2017年8月至今，任公司财务总监。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表7: 员工持股平台乐华嘉悦持股情况(部分,截至2022年9月15日)

序号	人员	职位	持有份额	序号	人员	职位	持有份额
1	杨伟华	副总经理、董事会秘书	4.67%	16	陈晓铭	信息与流程管理中心总监	2.36%
2	严邦平	副总经理(已于2022年7月退休)	6.23%	17	刘雪祥	三水基地总经理	2.53%
3	卢金辉	副总经理	6.23%	18	石文辉	龙头五金研发中心研发总监	2.29%
4	刘广仁	副总经理	4.87%	19	曹以燎	高明更合基地总经理	2.22%
5	黄海	智能家居研究院院长	1.75%	20	赵文林	高明基地总经理	1.95%
6	徐鹏飞	景德镇基地瓷砖生产技术部总监	2.34%	21	霍志标	集团总经办主任	1.75%
7	王齐召	客服公司总经理	3.04%	22	郭丰	浴缸淋浴房研发中心研发总监	1.75%
8	彭小内	财务总监	3.31%	23	陈盛品	乐从基地总经理	1.70%
9	赵彬	箭牌定制事业部总经理	2.73%	24	高朝录	核价管理总监	1.70%
10	全元东	景德镇基地总经理	3.27%	25	郭涛	应城基地总经理	2.12%
11	邓瑞坚	箭牌陶瓷研发部总监	2.61%	26	江移山	陶瓷研发中心研发总监	1.75%
12	吕庆文	法恩安华陶瓷研发部总监	2.58%	27	程振	瓷砖事业部总经理	1.51%
13	周智伟	箭牌卫浴事业部副总经理	2.96%	28	周鹏	电商总经理	2.10%
14	孔斌斌	人力资源总监	2.77%	29	孟肆	安华卫浴大客户事业部总经理	1.40%
15	金波	韶关基地总经理	2.45%	30	李秀军	德州基地总经理	1.72%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

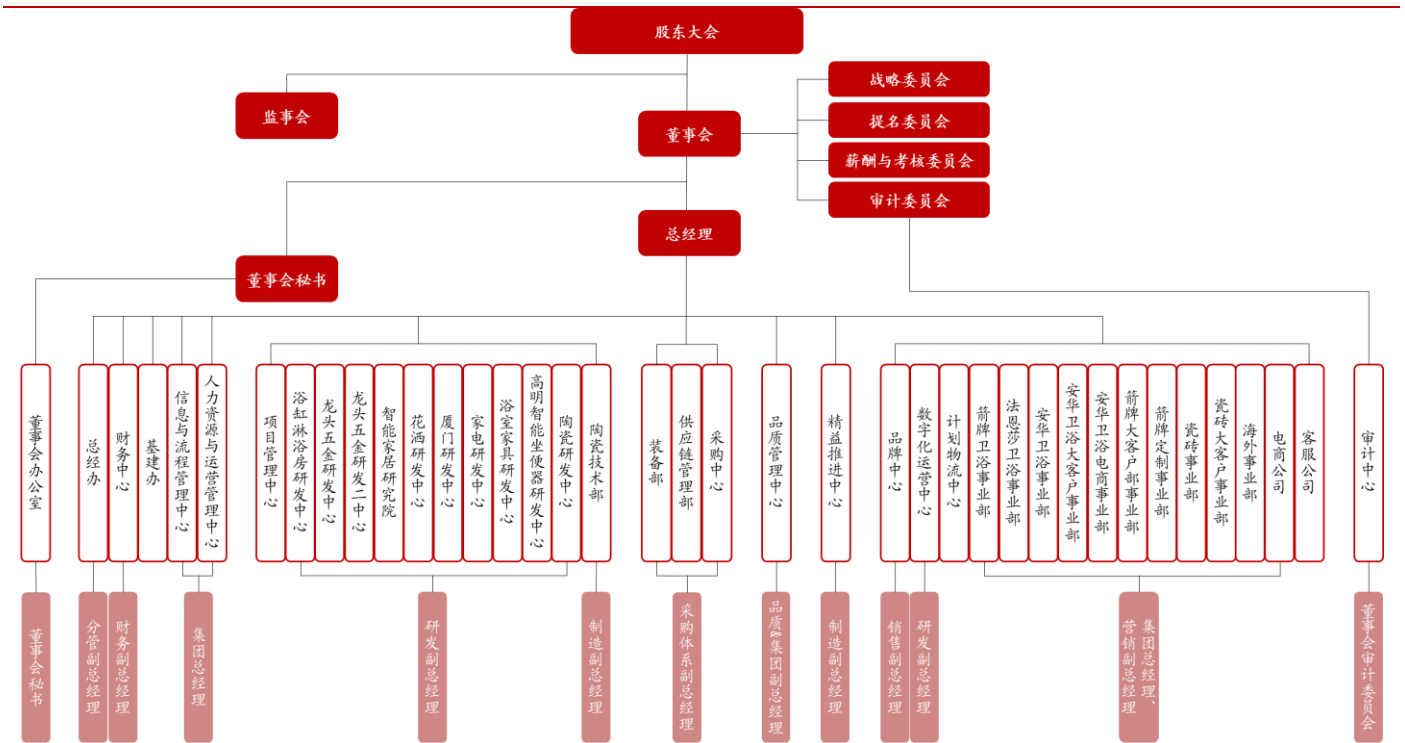
表8: 2023年5月20日股权激励方案解禁条件

解除限售期	公司层面业绩考核目标
第一个	以2022年为基数，2023年营业收入增长率不低于15%，扣除非经常性损益的净利润增长率不低于20%
第二个	以2023年为基数，2024年营业收入增长率不低于10%，扣除非经常性损益的净利润增长率不低于15%
第三个	以2024年为基数，2025年营业收入增长率不低于10%，扣除非经常性损益的净利润增长率不低于15%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

管理结构体系化。1) **营销事业部**: 设置箭牌卫浴、法恩莎卫浴、安华卫浴、瓷砖事业部、箭牌定制事业部, 箭牌、安华、瓷砖增设大客户事业部, 以及海外事业部、电商事业部, 工作对集团总经理、营销副总经理负责, 各事业部分别下设渠道部门(零售、家装、工程、电商)。2) **研发中心**: 按多品类设置 11 个研发技术中心, 包括智能家居研究院、智能坐便器研发中心, 花洒研发中心、龙头五金研发中心、浴缸淋浴房研发中心、陶瓷研发中心等, 并由项目管理中心统筹各个研发项目。另外, 公司还设置品质管理中心, 精益推进中心、供应采购部门、品牌中心, 数字化运营中心、计划物流中心、客服公司等等。

图3: 箭牌家居管理结构一览



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

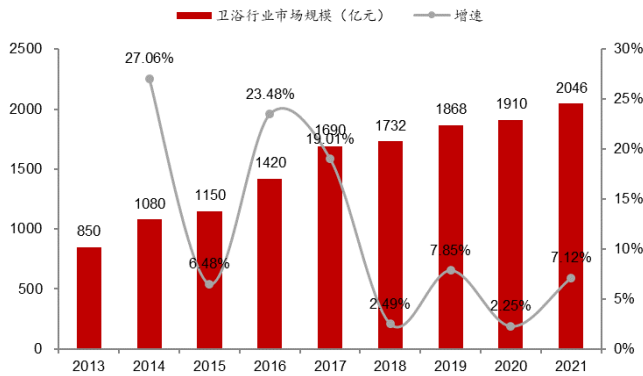
2 卫浴行业: 智能风起, 国货崛起, 龙头集中

近年卫浴行业出现三大产业趋势变化: 1) 智能卫浴品类快增, 当前处于渗透率低位; 2) 国货崛起加速: 国货卫浴品牌九牧、箭牌中国收入体量已超 TOTO 等外资品牌进入第一梯队; 3) 龙头持续集中: 2021 年我国卫生陶瓷 CR3 44%, 相比 2012 年持续提升 14pct。

2.1 行业概览: 卫浴两千亿市场, 智能马桶高景气

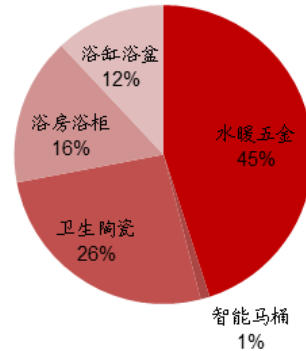
卫浴行业超 2000 亿级市场, 其中卫生陶瓷超 500 亿。卫浴行业由卫生陶瓷(陶瓷便器, 面盆等)、龙头五金(淋浴花洒、龙头等)、浴室浴柜、浴缸浴房等产品构成。2021 年中国卫浴市场规模 2046 亿元, 2017-2021 年复合增长率为 5%, 行业已进入稳定增长阶段。按品类分, 龙头五金/卫生陶瓷/浴房浴柜/浴缸浴盆市场分别占比 45%/26%/16%/12%, 龙头五金和卫生陶瓷是市场规模最大的两个品类, 对应约 920 亿和 530 亿市场。

图4: 卫浴行业市场规模



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

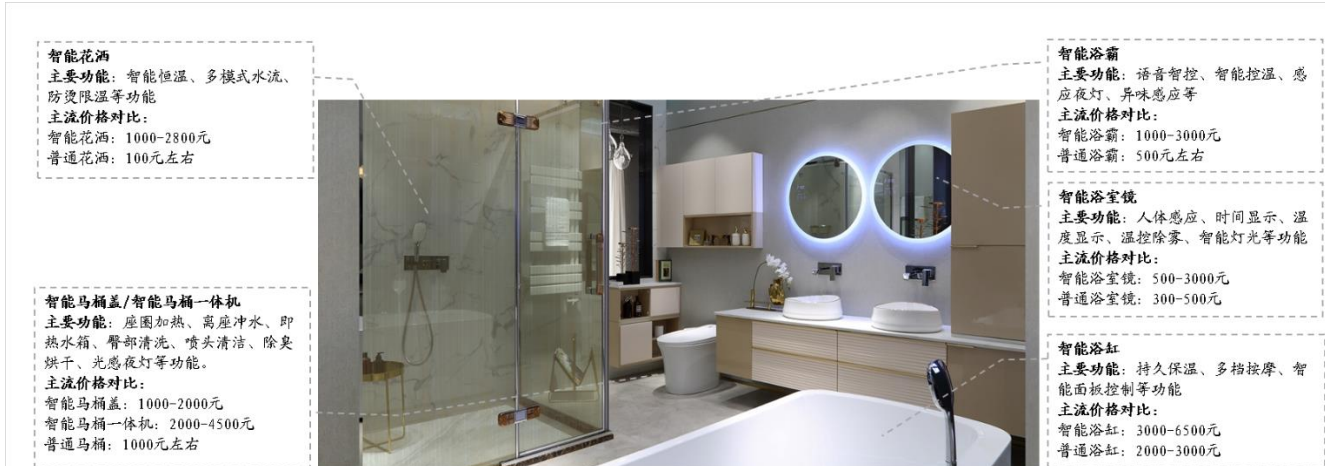
图5: 2021年卫浴行业分品类市场份额



资料来源: 华经研究院, 浙商证券研究所

卫浴智能化渗透加速, 驱动行业再提速。近年智能卫浴兴起, 主要包括智能马桶、恒温花洒 (沐浴屏)、智能浴镜、智能浴霸、智能浴缸等产品, 呈现B端和C端需求两旺: 1) B端精装房配套率持续上升, 根据奥维云网, 2022年智能坐便器精装配套率 28.5%/yoy+3pct, 淋浴屏精装配套率 76.1%/yoy+6.4pct, 浴霸精装配套率 71.9%/yoy+1.7pct; 2) C端在消费升级驱动下快增, 根据久谦, 2022年天猫销售额最高的两大智能卫浴品类为智能坐便器和智能花洒。智能化加速渗透可推动卫浴替换需求量增, 同时智能卫浴产品单价是普通卫浴产品的 2-3 倍以上, 将驱动卫浴行业再进入量价双升新阶段。

图6: 智能卫浴产品一览



资料来源: 淘宝, 浙商证券研究所

智能马桶超 230 亿市场, 渗透率低空间大。根据奥维云网, 2022年中国智能马桶销售额 156.9 亿元, 2017-2022年 5 年复合增速 8.2% (快于整体卫浴市场的 5%), 拆分量价看, 销量 5 年复合 12.8%, 均价 5 年复合 -4.1%, 智能马桶市场增长核心由渗透率提升带动量增驱动。长期看, 智能马桶渗透空间大, 2021 年以年销量计渗透率 15%, 以保有量计为 4%, 相比海外成熟国家日本/韩国/美国渗透率 90%/60%/60%还有很大空间。预计 2025 年市场规模接超 230 亿元, 此时渗透率年销量计达 30%, 保有量计达 18%。我们看好智能马

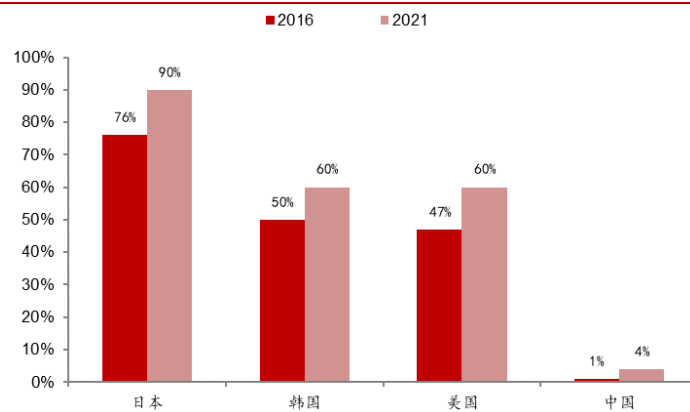
桶渗透率的持续提升，主要动能来自产品持续迭代升级；BC需求联动普及；价格带下移以降低体验门槛。

表9：智能马桶市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
智能马桶销售额(亿元)	105.9	112.9	117.4	135.0	147.2	156.9	180.4	205.7	234.5
销售额yoy		7%	4%	15%	9%	7%	15%	14%	14%
销量(万台)	552	674	754	821	910	1006	1258	1509	1811
销量yoy		22%	12%	9%	11%	11%	25%	20%	20%
均价(元)	1918	1675	1557	1644	1618	1560	1434.9	1363.1	1295.0
均价yoy		-13%	-7%	6%	-2%	-4%	-8%	-5%	-5%
智能马桶渗透率(按销量)	10%	12%	13%	14%	15%	17%	21%	25%	30%

资料来源：奥维云网，艾媒咨询，浙商证券研究所测算

图7：智能马桶渗透率(按保有量)



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

2.2 行业格局：外资先发，国货崛起，智能马桶已破局

卫浴行业外资先发，近年国货崛起明显。卫浴行业最早追溯到90年代，当时正处于城镇化建设红利期，科勒、TOTO、美标等外资品牌集中进入中国，依托技术和品牌优势率先抢占工程渠道，箭牌、九牧、恒洁等国货品牌在同时期陆续成立。近年国货品牌持续全国扩张和加速整合下，九牧、箭牌国货品牌总收入体量已超TOTO进入第一梯队(目前卫浴市占率排序：九牧>科勒>箭牌>TOTO>恒洁>惠达)，且呈现外资国货错位竞争，外资依然占据高端市场和工程渠道，国货主攻大众市场和零售渠道。

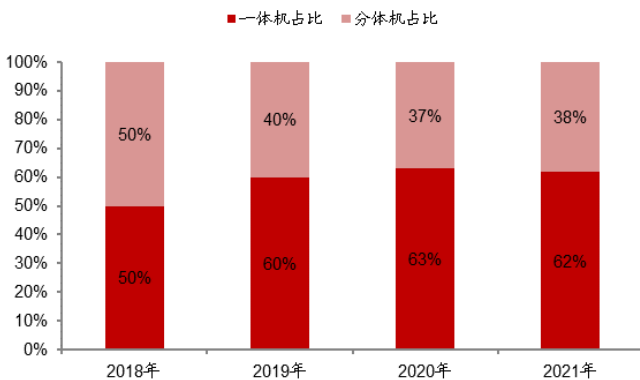
表10：卫浴主流品牌竞争格局

公司简介		旗下品牌	2021年收入体量	2021年利润率	卫浴行业市占率	零售网点数
国际品牌	科勒	1873年创立于美国，1995年进入中国 主品牌KOHLER科勒厨卫，年轻时尚卫浴品牌KARAT卡丽，浴室柜品牌Sanijura，高端瓷砖品牌Ann Sacks Tile&Stone	/	/	/	专卖店约1000家
	TOTO	1917年创立于日本，1995年进入中国 主品牌TOTO，智能坐便器品牌Washlet卫洗丽，瓷砖品牌Hyrotect	中国大陆54亿元(YOY+21%)	中国大陆 营业利润率20%	2.6%	专卖店约1000家
本土品牌	箭牌	1994年创立于广东佛山 主品牌ARROW箭牌，时尚品牌ANNWA安华，高端艺术品牌FAENZA法恩莎	总收入83.3亿元(YOY+29%)	毛利率30.1% 营业利润率7.5% 净利率6.9%	4.1%	网点数12052家
	九牧	1999年创立于福建 主品牌JOMOO九牧，年轻卫浴品牌小牧优品，收购德国高端橱柜品牌博德宝	总收入152亿元(YOY+35%)	/	7.4%	网点数超1万家
	惠达	1982年创立，前身为黄各庄陶瓷厂，1995年推出惠达品牌 主品牌惠达HUIDA(包括卫生陶瓷和瓷砖等)，陶瓷薄板LA'BOBO	总收入38.9亿元(YOY+21%)，其中零售/工程/海外分别为20.0/8.7/9.7亿元	毛利率27.7% 营业利润率9.2% 净利率6.1%	1.9%	专卖店2077家
	恒洁	1998年创立于广东佛山 主品牌HEGII恒洁	/	/	/	专卖店约3000家
	瑞尔特	1999年创立于福建厦门 目前代工为主，自主品牌瑞尔特R&T	总收入18.68亿元(YOY+45%)	毛利率22.6% 营业利润率8.0% 净利率7.2%	0.9%	/

资料来源：公司公告，欧睿，公司官网，浙商证券研究所

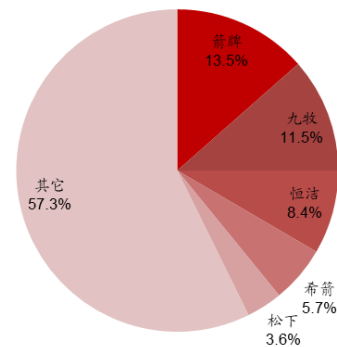
国货在智能马桶一体机已占先机，未来持续提升市占。智能马桶是卫浴行业景气度最高的大单品，是未来格局演变的必争之地。近年智能马桶出现消费趋势新变化，一体机需求明显优于马桶盖，2021年一体机占比达62%，相比2018年提升12pct。国货敏锐捕捉到该变化，率先进行品类布局，且主打高性价比（九牧箭牌等国货主流价格带在3-5千，科勒TOTO等在1万以上），目前智能马桶一体机国货品牌市占可达73%，市占TOP3分别是箭牌/九牧/恒洁（根据奥维云网，2020年市占分别为13.5%/11.5%/8.4%）。我们看好行业持续集中，且国货市占持续提升：1）智能马桶一体机还处于格局未定、持续集中阶段：2020年一体机行业CR3仅27%，相比之下，格局已定的智能马桶盖CR3可达61.3%（TOP1为松下，市占率42%）；2）相比外资，国货先发优势和性价比优势巩固，且在零售运营优势明显，线下零售网点及线上布局皆优于外资，与外资身位差距预计会进一步拉大；3）国货主打智能马桶为核心的套餐销售，优势持续扩大，提升卫浴行业整体市占率。

图8：智能马桶一体机占比提升



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，浙商证券研究所

图9：2020年智能马桶一体机市占率



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图10：中国智能马桶市场金字塔（价格为终端零售价）



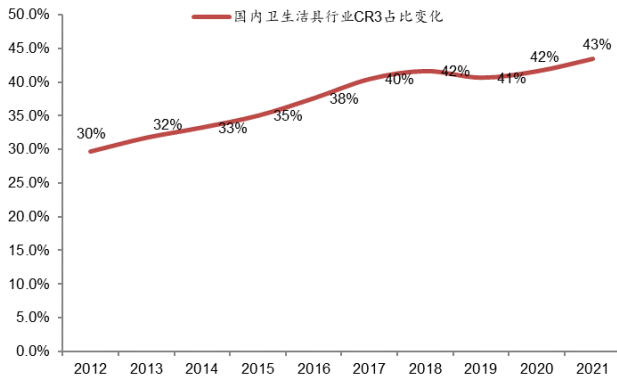
资料来源：天猫，浙商证券研究所

2.3 格局展望：龙头持续集中，卫生陶瓷 CR3 远期至少 50%

卫生陶瓷集中度持续提升。根据欧睿，2021 年我国卫生陶瓷零售端 CR3 达 43.5%，相比 2012 年持续提升了 14pct，龙头近年通过强势的终端零售能力持续开店，同时发挥一定规模效应和品牌效应，持续提升市场集中度。

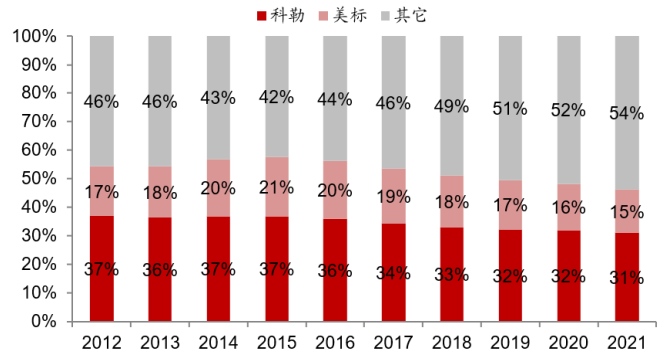
我们认为卫生陶瓷 CR3 远期至少可达到 50% 以上。1) 海外对标看：根据欧睿，海外成熟市场美国、日本、韩国卫生陶瓷零售端 CR3 可达 60-90%，TOP 1 市占率在可达 30-50%。2) 品类对标看：我们认为卫生陶瓷集中度将大于定制家居品类（2021 年中国定制橱柜/衣柜 CR3 为 15%），接近家电（中国冰箱/空调/洗衣机 CR3 分别为 62%/82%/72%），从品类特性看，如坐便器等卫浴产品相比其他家居品类具有更强的标准化和规模化效应，同时智能化单品的渗透带来更高的技术进入壁垒，这与家电特征类似，另外，消费者对功能性和售后维修服务有要求，对品牌依赖度高，品牌集中效应也更为明显。

图 11：中国卫生陶瓷零售端市占率持续提升



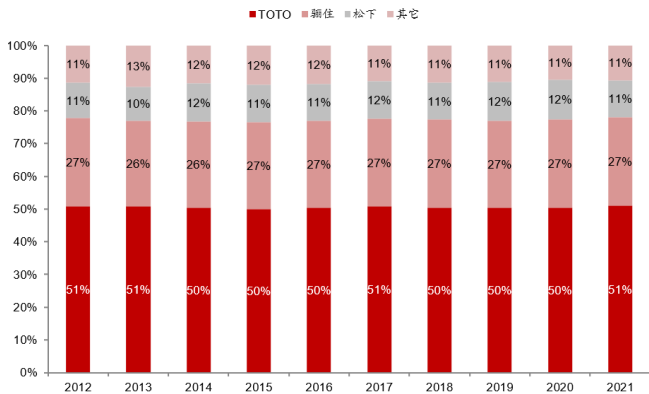
资料来源：欧睿，浙商证券研究所（注：此为卫生陶瓷零售口径统计）

图 12：美国卫生陶瓷零售端市场格局



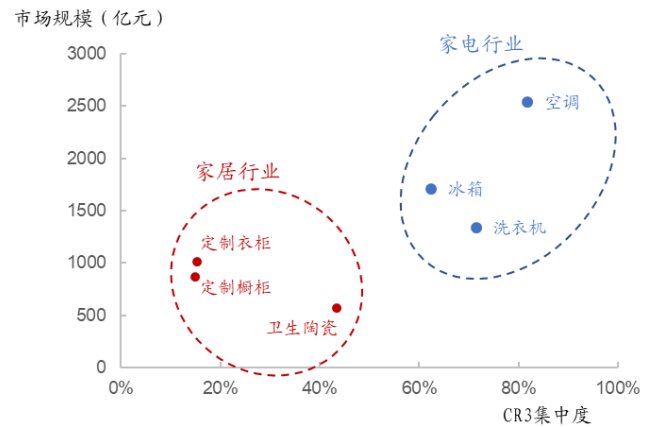
资料来源：欧睿，浙商证券研究所（注：此为卫生陶瓷零售口径统计）

图 13：日本卫生陶瓷零售端市场格局



资料来源：欧睿，浙商证券研究所（注：此为卫生陶瓷零售口径统计）

图 14：2021 年家居家电市场规模及 CR3 对比



资料来源：浙商证券研究所

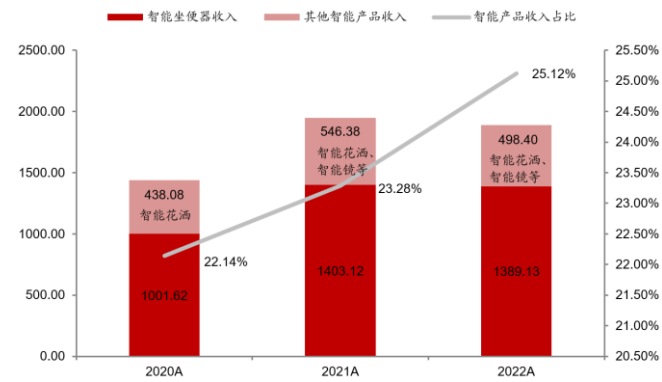
我们看好箭牌家居稳居龙头，持续提市占。卫浴行业处于龙头集中、国货崛起的关键阶段，近年行业出现产品智能化、流量分散化两大变局，只有适应以上两种变化的品牌才能占据优势，我们认为卫浴行业的竞争是综合运营能力的竞争：产品和渠道是拉开差距的关键。箭牌家居是国货里最具竞争力的公司之一，产品精进研发，多渠道运营行业领先，未来市占率将持续提升，主要驱动来自产品端智能产品渗透率+配套化率持续提升，以及渠道端零售单店提升+持续开店+电商家装新渠道开拓。

3 产品端：智能技术比肩海外，渗透加速盈利释放

智能产品驱动公司增长。2022年公司智能产品收入18.9亿元，占比25.1%，其中智能坐便器13.9亿元，其余为智能花洒、智能镜柜等产品。近年智能产品收入占比持续提升，从20年22.2%提升到22年25.1%，智能坐便器占坐便器数量比持续提升，从20年17.89%提升到22年24.56%，是公司收入持续增长的重要驱动力。同时智能产品价格高于一般产品2-3倍，对应毛利率（不含运价口径）38.14%，高于公司整体毛利率（33.7%），其占比提升可助推利润释放。

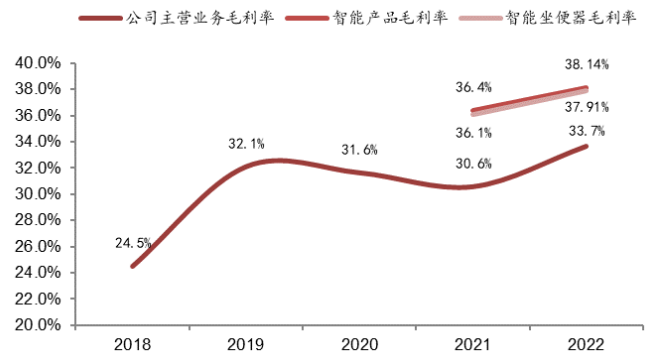
我们看好智能产品占比的持续提升，主要通过三大路径：1) 产品优：智能产品功能技术过硬，且持续进行功能迭代和品类延伸，三大品牌矩阵实现多价格带人群覆盖；2) 配套化：采取以智能马桶为核心的卫浴套餐连带销售，配套率提升带动客单价持续抬升；3) 渠道配合：通过终端门店样品展示、装修补贴、导购培训、设计师配置等方式，推动终端智能产品持续渗透及配套率提升落地；4) 充足产能与高效生产支持。

图15：箭牌家居智能产品收入（百万元）及收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图16：箭牌家居智能产品及公司平均毛利率（不含运价口径）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1 三大品牌全覆盖，智能技术排头兵

三大品牌矩阵，多价位段多客群覆盖。公司拥有箭牌卫浴、法恩莎卫浴、安华卫浴三大品牌，定位上不进行价格带区分（因而有重叠），每个品牌产品品类都实现智能马桶、五金花洒、淋浴房、浴缸浴柜、晾衣架、瓷砖等卫浴空间全品类，三大品牌核心差异点是针对不同客群进行差异化设计。1) **ARROW 箭牌**：定位智慧家居，智能马桶价格带覆盖2000元-1万，主流价格带在5000元左右，经销网点数最广（截至2021年底6510家），旗下产品功能技术最新最齐全，旗下热门产品系列包括AKE1114（均价2699元）、AKE1138（均价3000元）、AKB1305（均价4999元）；2) **ANNWA 安华**：定位时尚家居，设计注重时尚和色彩，智能马桶主流价格带在3000左右，经销商网点数截至2021年1996家，旗下

热门产品包括 X607 (均价 2000 元)、T605 (均价 3000 元)、W9A (均价 3569 元); **3) FAENZA 法恩莎**: 定位高端艺术家居, 智能马桶线上价格带在 3000-6000 元, 经销商网点数截至 2021 年 2340 家, 旗下热门产品系列包括 F21 (均价 3500 元)。**公司智能马桶产品策略采取两步走**, 一方面推出 2-3 千元价位段的轻智能系列产品, 仅配置经典功能, 降低消费者的进入门槛; 一方面推出过万元的高端系列, 搭载最新研发的功能技术, 提升用户体验。

图 17: 三大品牌发展历史



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 18: 三大品牌智能马桶产品矩阵梳理 (注: 下图主要为电商产品梳理, 价格带偏低)

品牌	产品系列	价格带	产品展示	功能				
箭牌	轻智能款	1500-2000元	AKE1131	入门功能: 低水压劲冲、离座冲水、喷射虹吸、保温座圈、前置过滤、纳米釉面、无线遥控、夜灯照明、漏电保护、IPX4防水、过热保护、座温保护				
	主销款	2000-4000元	AKE1114 AKE1117 AKE1138	<table border="1"> <tr> <th>基础功能</th> <th>增量功能</th> </tr> <tr> <td>入门功能+SIAA抗菌座圈、活水即热、臀部清洗、水温调节、脉冲按摩、暖风烘干智能除臭、3D超漩冲水、自洁釉面、缓降盖板、停电冲水、水温保护泄压保护、防干燥保护、喷头自洁</td> <td>AKE1117: 记忆功能、感应氛围灯、紫外线杀菌、一键旋钮控制 AKE1138: 紫外线杀菌、无水压力限制 AKE1133: 记忆功能、感应氛围灯、紫外线杀菌、LED显示屏、脚感冲水</td> </tr> </table>	基础功能	增量功能	入门功能+SIAA抗菌座圈、活水即热、臀部清洗、水温调节、脉冲按摩、暖风烘干智能除臭、3D超漩冲水、自洁釉面、缓降盖板、停电冲水、水温保护泄压保护、防干燥保护、喷头自洁	AKE1117: 记忆功能、感应氛围灯、紫外线杀菌、一键旋钮控制 AKE1138: 紫外线杀菌、无水压力限制 AKE1133: 记忆功能、感应氛围灯、紫外线杀菌、LED显示屏、脚感冲水
	基础功能	增量功能						
入门功能+SIAA抗菌座圈、活水即热、臀部清洗、水温调节、脉冲按摩、暖风烘干智能除臭、3D超漩冲水、自洁釉面、缓降盖板、停电冲水、水温保护泄压保护、防干燥保护、喷头自洁	AKE1117: 记忆功能、感应氛围灯、紫外线杀菌、一键旋钮控制 AKE1138: 紫外线杀菌、无水压力限制 AKE1133: 记忆功能、感应氛围灯、紫外线杀菌、LED显示屏、脚感冲水							
高端款	6000+元	AKB1322-TM AKB1315-HM	AKB1322-TM: 基础功能+泡沫盾技术, 天猫精灵互联技术, 移动电源充电, 变频冲洗, 一键旋钮控制, 前置过滤器 AKB1315-HM: 基础功能+泡沫盾技术, 华为鸿蒙系统手机智控、变频清洗、新一代人体工程学座圈、超洁净除菌水、感应翻盖、紫外线杀菌、移动电源充电					
法恩莎	轻智能款	1500-2000元	FEL01	<table border="1"> <tr> <th>基础功能</th> <th>增量功能</th> </tr> <tr> <td>座圈加热、易洁釉面、漩涡虹吸、智能除臭、离座冲水、无线遥控、按键控制、五重安全防护</td> <td>低水压设计</td> </tr> </table>	基础功能	增量功能	座圈加热、易洁釉面、漩涡虹吸、智能除臭、离座冲水、无线遥控、按键控制、五重安全防护	低水压设计
	基础功能	增量功能						
	座圈加热、易洁釉面、漩涡虹吸、智能除臭、离座冲水、无线遥控、按键控制、五重安全防护	低水压设计						
主销款	2500-4500元	F21 F22 FEA06	<table border="1"> <tr> <th>共有功能</th> <th>增量功能</th> </tr> <tr> <td>基础功能+臀部清洗、特殊妇洗、抗菌座圈、弧形不锈钢喷枪、喷枪自洁、夜间照明、旋钮控制、九重安全防护</td> <td>F21: 智能童洗、气泡清洗、冷热清洗; 升级款包含泡沫盾技术 F22: 智能童洗、气泡清洗 FEA06: 冷热清洗、水质净化、商务模式、低水压设计 F14: 蓝牙APP、人体感应翻盖、挥手翻圈、脉冲清洗、水质净化、停电冲水、低水压设计 F20: 移动清洗、断电冲水</td> </tr> </table>	共有功能	增量功能	基础功能+臀部清洗、特殊妇洗、抗菌座圈、弧形不锈钢喷枪、喷枪自洁、夜间照明、旋钮控制、九重安全防护	F21: 智能童洗、气泡清洗、冷热清洗; 升级款包含泡沫盾技术 F22: 智能童洗、气泡清洗 FEA06: 冷热清洗、水质净化、商务模式、低水压设计 F14: 蓝牙APP、人体感应翻盖、挥手翻圈、脉冲清洗、水质净化、停电冲水、低水压设计 F20: 移动清洗、断电冲水	
共有功能	增量功能							
基础功能+臀部清洗、特殊妇洗、抗菌座圈、弧形不锈钢喷枪、喷枪自洁、夜间照明、旋钮控制、九重安全防护	F21: 智能童洗、气泡清洗、冷热清洗; 升级款包含泡沫盾技术 F22: 智能童洗、气泡清洗 FEA06: 冷热清洗、水质净化、商务模式、低水压设计 F14: 蓝牙APP、人体感应翻盖、挥手翻圈、脉冲清洗、水质净化、停电冲水、低水压设计 F20: 移动清洗、断电冲水							
高端款	6000+元	F14 F20						
安华	轻智能款	1500-2000元	X607 X608	<table border="1"> <tr> <th>入门功能</th> <th>增量功能</th> </tr> <tr> <td>抗菌釉面, 座圈加热, 离座冲水, 缓降盖板, 漩冲虹吸冲刷, 防止逆流, 短路保护, 空气隔离, IPX4防水, 座温保护</td> <td>X607: 低压劲冲, 男士小便按键 X608: 一键按键控制</td> </tr> </table>	入门功能	增量功能	抗菌釉面, 座圈加热, 离座冲水, 缓降盖板, 漩冲虹吸冲刷, 防止逆流, 短路保护, 空气隔离, IPX4防水, 座温保护	X607: 低压劲冲, 男士小便按键 X608: 一键按键控制
	入门功能	增量功能						
	抗菌釉面, 座圈加热, 离座冲水, 缓降盖板, 漩冲虹吸冲刷, 防止逆流, 短路保护, 空气隔离, IPX4防水, 座温保护	X607: 低压劲冲, 男士小便按键 X608: 一键按键控制						
主销款	2000-4000元	T605	入门功能+无水压力限制、内置静音增压泵、停电冲水、脚感冲水、紫外线杀菌、臀部清洗、女性妇洗、暖风烘干、温水清洗、SIAA抗菌座圈、前置滤芯、双水路隔菌、喷头自洁、即热出水、冷热按摩、智能除臭、活水清洗、夜灯照明、防干燥保护、水温过热保护、风温过热保护、3档恒温座圈、3档暖风烘托、喷嘴调节、水温调节、智能遥控					
高端款	5000+元	M2 M6	M2: 主销款功能+舒适子母盖、低压蓄水技术、IFS2.0强劲冲水系统、升级智控平台、集成高效+抗菌系统 M6: 主销款功能+入座感应润壁、微波抗菌釉面、紫外喷嘴杀菌、IFS2.0强劲冲水系统					

资料来源: 公司官网, 天猫, 浙商证券研究所

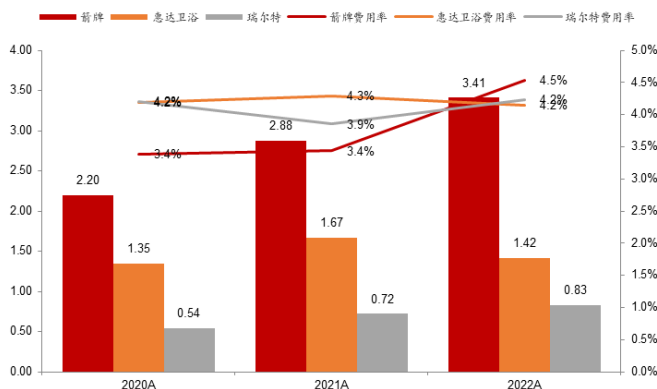
智能功能技术比肩外资，产品研发大力投入。箭牌智能马桶功能配置上已跟外资相近，从水压控制、冲洗功能、清洗清洁、除臭烘干、座圈加热、用户记忆、安全防护、光感夜灯等功能都已备齐。这源于公司持续研发投入，业内领先：**1) 研发投入大：**2022年公司研发投入3.41亿元，研发费用率4.5%，共有研发人员1820名，占公司员工比例11.46%。**2) 研发中心齐备：**业内率先建立用户体验研究中心，集团内部设置有智能家居研究院、花洒研发中心，龙头五金研发中心等10个产品研发中心，1个国家级CNAS认证的中心实验室，以及8大检测中心。**3) 专利领先：**截至2022年公司拥有专利2343项，其中授权发明专利70项、实用新型1554项、外观设计719项，公司“超洁净”系列智能马桶搭载了抑菌蓝光釉、银离子抗菌材质、水路3重自洁、G3双擎冲洗等技术，花洒五金品类积累了NSF认证、PVD真空镀膜、黑铬电镀技术、蓝钻杀菌水、MSAP过滤技术、水力发电技术、蒸发镀膜疏水、液态硅胶手持顶喷、记忆合金恒温阀芯九大核心技术。

表11: 智能马桶一体机产品功能对比

功能	箭牌AKE1138	箭牌AKB1305	箭牌AKE1137	瑞尔特A8	九牧S400	恒洁Qe30	惠达 ET66	科勒 星朗	TOTO CES9433
有无水箱	√	√	X	√	X	X	√	X	√
静态水压	无水压限制	5秒1.5L	30秒10L	10秒1.5L	10秒3L	10秒2.5L	10秒1L		
加热方式	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	即热	贮水式
冲洗功能	预润湿	√	X	√	√	√	√	√	√
	高座冲水	√	√	√	√	√	√	√	√
	遥控冲水	√	√	√	√	√	√	√	√
	停电冲水	X	√	X	√	√	X	√	√
	冲水方式	超漩式	超漩式	超漩式	超漩式	虹吸式	虹吸式	超漩虹吸式	虹吸式
脚感冲水	X	X	X	√	X	X	脚感触控	X	X
清洗功能	脉冲助冲洗	X	X	X	X	X	X	√	X
	臀部清洗	√	√	√	√	√	√	√	卫浴丽技术
	移动清洁	√	√	√	√	√	√	√	√
	女性清洗	√	√	√	√	√	√	√	√
	儿童清洗	X	X	X	X	X	X	√	X
除臭烘干功能	除臭模式	活性炭	活性炭	活性炭	硅藻纯除臭		√	落座自动除臭	高科技触媒除臭
	烘干功能	四档烘干	三档烘干	三档烘干	六档烘干	三档烘干	√	√	√
清洁功能	抗菌座圈	SIAA抗菌座圈	X	SIAA抗菌座圈	√	SIAA抗菌座圈	√	银离子抗菌座圈	银离子抗菌座圈
	喷头清洁	√	√	√	√	√	√	√	√
可拆卸喷嘴	X	√	√	√	√	√	√	√	
座圈加热	√	√	√	√	√	√	√	√	
用户记忆功能	X	√	√	X	X	X	√	X	X
安全防护	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX5	√	IPX4	IPX4
光感夜灯	√	√	√	√	√	√	√	√	√
售价	2899	3198	2799	2799	2499	2949	4899	9999	10199

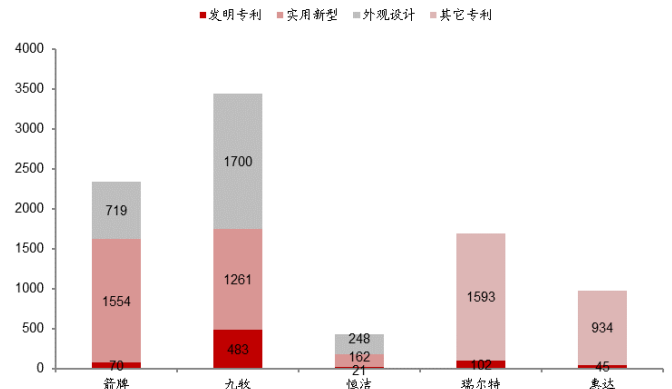
资料来源：各公司官网，天猫旗舰店，浙商证券研究所

图19: 箭牌研发费用投入(亿元)业内领先



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图20: 2022年国内卫浴公司新增专利数量比较



注：箭牌、瑞尔特、惠达数据来自年报，九牧恒洁数据来自企知道
资料来源：企知道专利数据库，公司公告，浙商证券研究所

图21: 箭牌家居花洒五金九大核心专利技术

花洒五金核心技术	说明
通过NSF认证	NSF为独立的第三方检测认证机构, 广受国际各组织认可
PVD真空镀膜	高硬度PVD镀层可以提高耐磨性和抗腐蚀性; 耐腐蚀性比普通镀铬提升数倍
黑铬电镀技术	具有较高的硬度, 可达到9H, 耐磨损及耐热性能, 具有极好的消光性能
蓝钻杀菌水	蓝钻材料是基于CVD(化学气相沉积)导电纳米金刚石涂层技术发展起来的全球领先的高科技新材料, 30秒杀菌>99.9%
MSAP过滤技术	过滤水中直径大于5微米的杂质, 可过滤70%以上的余氯
水力发电技术	运用环保的水力发电技术带来了电子数显, 镶嵌的抛光金属将视觉中心集中在数字显示区域
置物收纳 蒸发镀膜水	大平台置物收纳, 置物面板表面疏水、易洁不藏污
液态硅胶手持顶喷	花洒出水孔采用进口高弹性液态硅胶材质, 无毒无气味不易褪色变黄, 柔韧性优良, 耐高温耐老化
记忆合金恒温阀芯	精准调温, 恒温无垢, 不惧水压, 适配多种热水器

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

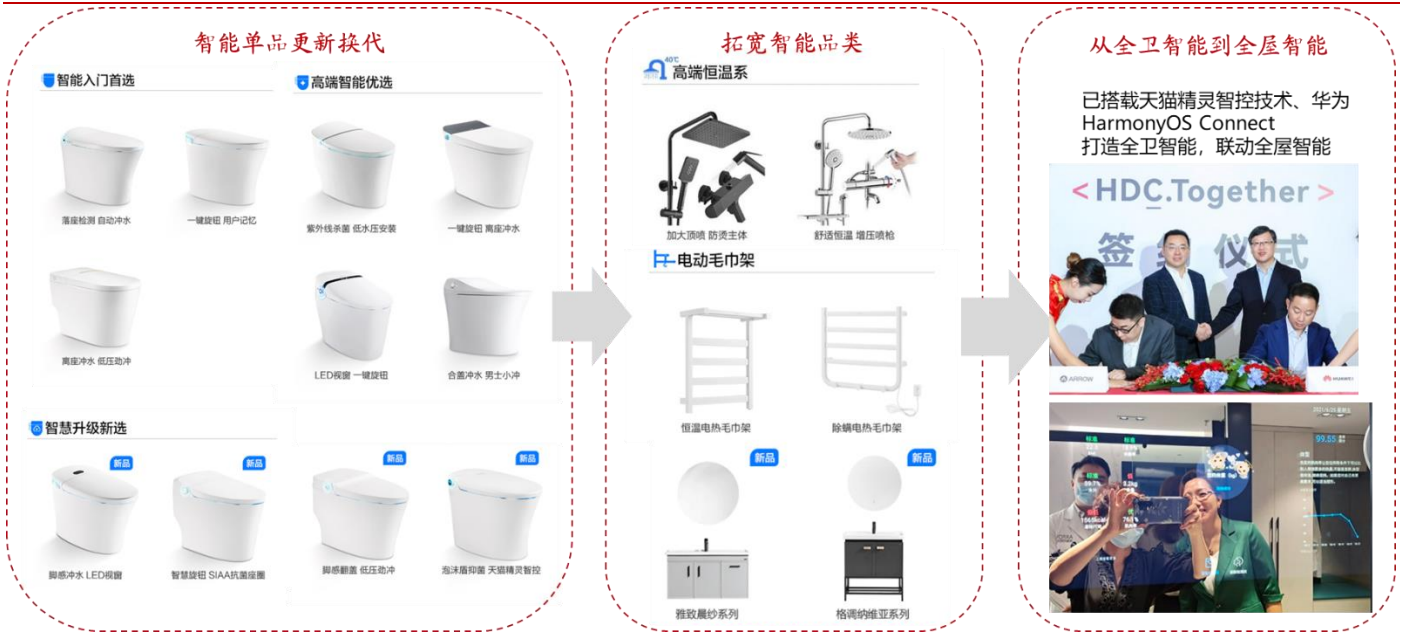
图22: 箭牌家居智能马桶专利技术

智能马桶核心技术	说明
抑菌蓝光釉技术	与“中科院特种材料中心”合作开发。釉面烧结成品内部出现高密度的晶体结构, 表面呈淡蓝色, 光滑平整, 在超高分(>200)显微镜下观察, 无明显的微细孔。污渍难以粘附, 细菌不易繁殖, 具有极强的抗污自洁能力。
纳米银离子抗菌技术	医用级抗菌材质, 座圈、喷枪喷头、马桶盖等部件均采用纳米银离子抗菌技术。游离的银离子直接进入细菌内部, 使其失活致死, 抗大肠杆菌率>99%, 具有持续高效的抗菌效果。
水路3重自洁技术	针对中国水质现状研发的“MSAP阻隔过滤”、“水路分离”、“喷枪360°自洁”3重自洁技术, 从水质净化、水路分离、喷枪自洁, 全面提升清洗系统的洁净度, 有效去除自来水中的污染物质, 避免交叉污染。
G3双擎冲洗技术	强劲冲刷排污, 排污系统采用水幕润壁, 50MM大管径防堵、冲吸双擎, G3曲率管道防堵等多项创新技术, 使虹吸时间缩短1倍以上, 冲力倍增, 管道阻力大幅度减小, 冲刷排污强劲、彻底。
泡沫盾技术	内置发泡装置, 落座3秒喷射泡沫覆盖马桶内壁, 防溅抑菌。致密泡沫层锁住水层防止水花四溅; 覆盖水封表层形成稳定隔离防止臭气外溢; 在陶瓷体内壁形成润滑膜防止污物挂壁; 泡沫层阻隔马桶冲水时向上气流扩散, 防止细菌进入空气。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

智能战略首步基石已定, 未来图景徐徐展开。箭牌智能卫浴发展战略三步走: **1) 智能单品突破:** 以智能马桶一体机为突破口, 如上文所述, 智能马桶功能技术已比肩外资, 且实现全价格带覆盖, 第一步基石已定; **2) 智能品类拓展:** 目前公司延伸壁挂式智能马桶、智能浴室镜、入墙智能花洒、恒温电热毛巾架等新品类, 其中, 智能浴室镜是重点发展的品类, 目前普及率较低, 未来可应用在美妆、护肤场景中, 提供常规收纳、分区收纳、功能性收纳(如烘干、消毒、冷藏等)的应用, 拥有人机交互功能, 可听音乐、看视频、看资讯等。目前已陆续上市, 定价不亚于智能马桶。**3) 全卫智能:** 公司已有产品搭载天猫精灵智控技术, 2021年与华为签订战略合作, 针对支持 HarmonyOS Connect 的智能产品入进行开发, 通过智能马桶、智能语音控制卫生间、智能浴室镜等智能产品连接实现全卫智能, 可通过语音控制智能卫生间搭载智能芯片的全套卫浴产品或 APP 远程控制, 未来将进一步延伸全屋智能。

图23: 公司持续智能化战略三步走



资料来源: 公司官网, 箭牌卫浴天猫旗舰店, 浙商证券研究所

3.2 卫浴空间配套销售，客单价持续提升

推行以智能马桶为核心的套餐销售。2023年315活动，箭牌推出买智能马桶送花洒、买双卫智能马桶送定制购物金的活动，并设置9999元-19999元多个价格段的全卫空间套餐，以智能马桶为核心产品，搭配花洒、淋浴房、浴室柜与龙头，覆盖卫浴全空间。与同业相比，公司套餐分价格段设计更齐全，定价上更偏中高端。另外终端门店也有套餐销售的自主权，比如315期间，华中物业业主可在河北保定市区的门店专享6888元的卫生间套餐（原价15800元）。

表12：2023年315大促卫浴品牌套餐对比

品牌	套餐类型	主推智能产品	配套产品
箭牌	9999元起值全卫定制套餐	轻智能马桶	恒温花洒+淋浴屏风+1米逸枫定制+龙头
	12999元起值全卫精致套餐	智能马桶	枪灰色花洒+淋浴屏风+1米青岩定制+龙头
	19999元智能全卫套餐	AKB1322	恒温置物花洒+淋浴房45系列（3平米）+月嫣系列浴室柜+龙头
	华中业主专享6888元卫生间套餐	AKB1197-B	恒温花洒+80cm浴室柜+水龙头
	买智能马桶送大置物花洒		/
	购买双卫智能马桶套餐可领取最高900元定制品类购物金	AKB1029+AKB1315套餐11999元，送900元定制优惠；AKB1322-A+AKB1305套餐8999元，送700元定制优惠；AKB1512-U+AKB10336999元套餐，送500元定制优惠；AB1027+AKB1197-B套餐4999元，送300元定制优惠	
惠达	7499元1号智能空间套餐	HDE3011T1	增压平台花洒+轻奢浴室柜+面盆龙头
	买两台智能马桶+399元换购花洒	HDE7001T2零水压旗舰智能马桶，HDE3009T3零水压豪华智能马桶，HDE3011T1零水压豪华智能马桶，HDE3012T变频智能马桶，Z30净立方四防魔术泡智能马桶，HDE3003T2变频智能马桶	
九牧	15000元智慧双卫套餐	智能马桶D7222	主卫：浴室柜+智能马桶D7222+淋浴房+花洒+龙头；客卫：浴室柜+普通马桶11409+花洒+龙头
恒洁	全卫套餐随心配4999元起加价2580元升级智能马桶	Q3智能一体机	花洒+浴室柜+龙头

资料来源：各公司官网，官方微信公众号，浙商证券研究所

核心品类配套率持续提升，带动客单价提升。以便器销量为1个单位，2022年花洒/面盆龙头/浴室柜/淋浴房配套率分别对应58%/44%/31%/5%，20-22年分别+3.1/+1.7/+4.5/-3.3pct。假设每个客户买两套（每套房两个卫生间），根据各品类单价，测算得2022年平均客单价出厂端超2000元，零售端超5000元（假设出厂价为零售价的4折），在配套率提升+终端价格上行情况下，客单价近两年年均提升4%。随价格带更高的智能马桶持续渗透，以及配套率持续提升，我们看好未来客单价持续提升。





















表13: 箭牌家居核心品类配套率及客单价测算(单位:元)

	2020A	2021A	2022A
销量(万个/套)			
便器	449.95	545.19	486.64
花洒	247.29	313.73	282.46
面盆龙头	190.53	250.06	214.38
浴室柜	117.17	170.84	148.62
淋浴房	38.75	42.37	25.82
配套率			
便器	100.0%	100.0%	100.0%
花洒	55.0%	57.5%	58.0%
面盆龙头	42.3%	45.9%	44.1%
浴室柜	26.0%	31.3%	30.5%
淋浴房	8.6%	7.8%	5.3%
单价			
便器	469.9	496.8	530.8
花洒	368.6	378.8	390.1
面盆龙头	129.9	135.4	139.5
浴室柜	658.5	598.2	543.5
淋浴房	628.9	889.1	978.0
客单价(假设都买两套)			
出厂端	1906.1	2066.8	2073.1
零售端	4765.3	5166.9	5182.9

注:便器包括坐便器和蹲便器,面盆龙头单价采用水龙头单价,2022年花洒、面盆龙头、淋浴房客单价为假设值
 资料来源:公司公告,浙商证券研究所

从卫浴空间延伸到全屋定制,天花板突破,想象空间大。卫生间空间有限,客单值天花板较低,公司高瞻远瞩,在定制卫浴基础上延伸全屋空间,致力于为消费者提供“整体空间的家居解决方案”,目前法恩莎、安华品牌推出全卫定制套餐,箭牌品牌已延伸出整体橱柜和全屋定制套餐。目前公司全屋定制还在起步阶段,当下注重完善空间设计和终端经销商培训,2022年定制橱柜收入1.05亿元,同比-42.9%,收入占比1.4%。从装修流程上,卫浴空间属于硬装,与橱柜等品类类似,都处于前端流量入口,发展全屋定制有一定优势。

图24: 公司三大品牌定制系列产品

品牌	定制类别	产品系列			
箭牌	全卫定制	 江南系列 新中式风格	 劳斯系列 现代风格	 塞伦系列 现代风格	 摩尔系列 现代风格
	整体厨房	 经典系列 海尔伦系列 现代简约风	 经典系列 克里维登系列 经典欧美风	 尊贵系列 西格玛系列 现代极简风	 时尚系列 西兰系列 现代新北欧
	全屋定制	 克里维登系列 客厅、玄关、衣帽间、书房	 海尔伦系列 客厅、玄关、卧室、餐厅、衣柜、衣帽间、阳台、书房	 穆兰赫道系列 客厅、卧室、餐厅、玄关、书房	 金钻系列 玄关柜、客厅空间、客餐厅空间、书柜、阳台柜、厅柜
法恩莎	全卫定制	 帕多尼系列F2105W	 哥鲁夫系列F2106W	 诗洛系列F2101W	 定制浴室柜·镜系列
安华	全卫定制	 舒华定制空间	 水墨音色定制空间	 慕可定制空间	 沐岩定制空间

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.3 渠道支持完备, 助力智能渗透&配套销售落地

智能渗透&产品配套率提升需终端渠道支持落地。1) 智能产品目前还处于用户教育阶段, 因此需要门店销售人员引导及产品展示, 同时经销商还需承担上门安装及售后服务, 此为提高订单转化率的又一关键。2) 为提高套餐销售占比, 除需要极具性价比的套餐设计外, 终端门店卫浴空间展示和设计师匹配也是关键一环。对此, 箭牌着力采取如下措施:

- 1) **保证门店上样, 开拓单品&套系空间展示专区, 提升进店体验。**公司在终端门店设置智能单品展示专区(如智能马桶、恒温花洒等), 通电通水可进行实时产品效果展示, 由销售专员对进店消费者进行产品功能等讲解; 同时设置卫浴空间展示区, 进行套系产品展示。近年公司加大终端门店装修。
- 2) **门店匹配设计师, 全卫定制提升配套率。**公司建设终端门店的设计师团队配置, 门店设置洽谈区, 由设计师为消费者量身定做多种选择方案, 进一步推广全卫定制服务, 带动客单值提升。
- 3) **终端让价补贴激励, 保证终端智能产品上样。**根据终端门店成本拆解, 门店样品是装修成本占比最大的部分, 总部给予经销商装修补贴与样品折扣进行支持, 保证店内智

能产品的上样更新。同时在315、开店庆等活动节点总部向经销商提供智能马桶出厂价折让，以支持终端促销。

- 4) **终端渠道考核设置。**总部对经销商智能产品相关考核包括：设定智能产品提货比例，考核智能产品终端销售情况。
- 5) **安装及售后服务支持。**公司智能马桶设置6年质保期，且全国配备1万多名服务人员，在全国建立了10+个自营服务中心。

图25: 专卖店入口产品摆放智能马桶



资料来源：箭牌卫浴官方公众号，浙商证券研究所

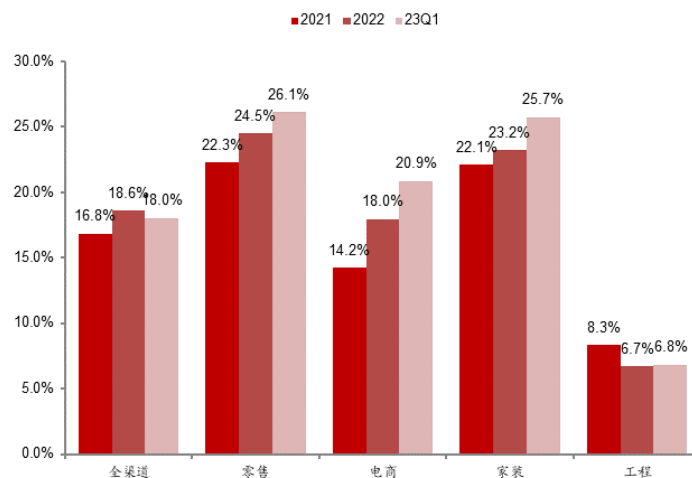
图26: 专卖店套系化场景布置



资料来源：箭牌卫浴官方公众号，浙商证券研究所

智能产品多渠道渗透率提升持续兑现。以智能马桶为例，2022年占主营收入比重为18.58%，同比+1.74pct，分渠道看，零售/电商/家装/工程渠道收入占比分别为24.5%/18%/23.2%/6.7%，同比+2.2/+3.7/+1.1/-1.6pct。随着智能卫浴行业的快速渗透，以及总部支持及终端门店落地，我们看好智能产品收入占比的持续提升。

图27: 智能马桶分渠道收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.4 产能充足，生产效率逐步提升

产能充足，支持品类扩张与套系延伸。基于卫浴空间的套系销售产品都可由公司生产，免除品牌合作摩擦。公司在全国共设立十大生产基地（2个在建），遍布华南、华北和华中区域。2021年公司的卫生陶瓷/龙头五金/浴室柜产能达到1055.4/959/186万件，产能利用率分别为93%/99%/84%，再考虑外协产量，产销率分别为91%/96%/96%。

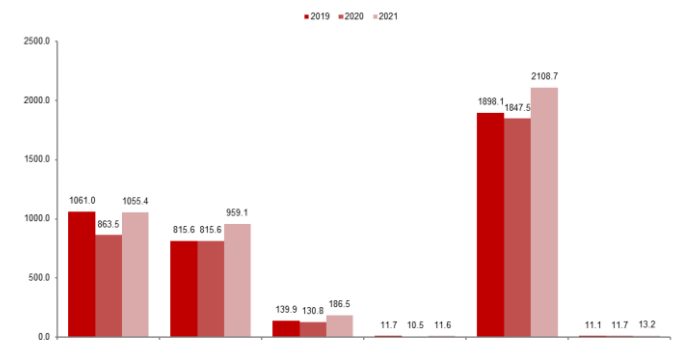
图28：公司产能基地一览

序号	生产基地名称	位置	主要产品
1	三水基地	广东省佛山市三水区南山镇漫江工业园	龙头五金、浴缸浴房、浴室家具、定制橱柜
2	高明三洲基地	广东省佛山市高明区三洲镇沧江工业园	卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具
3	四会下郭基地	广东省肇庆市四会市下郭镇电子产业集聚地	瓷砖
4	四会龙甫基地	广东省肇庆市四会市龙甫镇再生资源产业基地	龙头五金
5	韶关基地	广东省韶关市南雄市全安镇杨洞村	卫生陶瓷
6	景德镇基地	江西省浮梁县三龙镇陶瓷工业基地	瓷砖、卫生陶瓷、浴室家具
7	德州基地	山东省德州市经济技术开发区	浴室家具、卫生陶瓷
8	应城基地	湖北省应城市孝感市开发区	定制橱柜、浴室家具
9	乐从北园基地（筹备中）	广东省佛山市乐从镇北园产业区	卫浴、橱柜、电子、五金、机器人、智能装备、模具
10	高明美合基地（筹备中）	广东省佛山市高明区更合镇分水（小洲）分和大道以北	

序号	募投项目名称	预计投产情况	主要扩产产品
1	乐从基地-智能家居产品产能技术改造项目	预计2027年10月投产	智能座便器、智能盖板、智能洗衣机、感应器产品，并以自产模式逐步替代现有的电子产品代工
2	四会龙甫基地-年产1000万套水龙头、300万套花洒项目	预计2026年10月投产	面盆龙头、淋浴龙头、厨房龙头、洗衣机龙头、智能水龙头及智能淋浴花洒

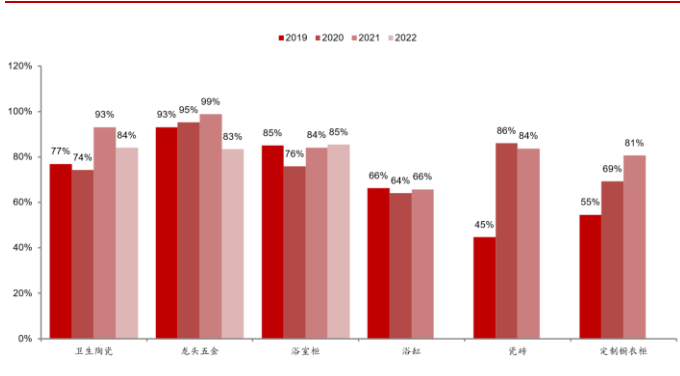
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图29：公司分产品产能



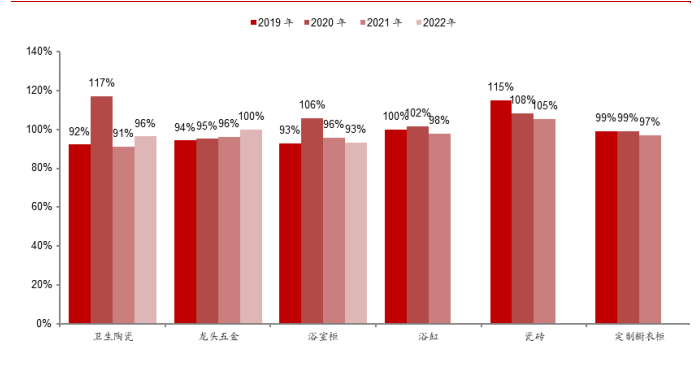
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图30：公司产能利用率情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

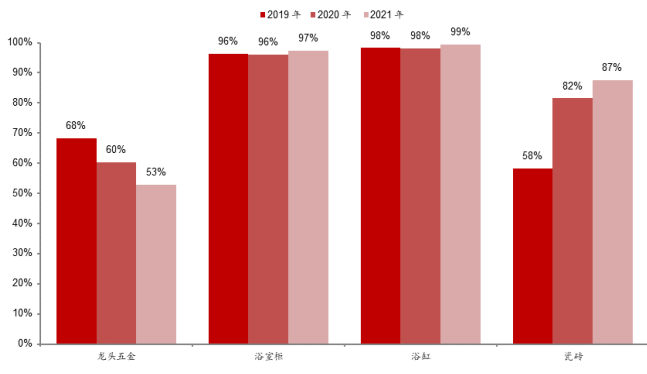
图31：公司产销率情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

自产率提升，带动毛利提升。公司自产率较高，仅部分五金龙头、瓷砖和卫浴零部件需委托第三方OEM生产，智能马桶产品陶瓷体全自产，智能盖板及部分马桶零部件需要外购，2021年盖板外购量占比68%。出于降本和品质把控需求，公司将持续提升自产率，建于四会的年产1000万套水龙头、300万套花洒项目预计于2026年10月投产（2022年投资进度31.6%），建于乐从的智能家居产品产能技术改造项目预计于2027年投产。

图32: 公司分产品自产率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图33: 智能马桶智能盖板外购为主

	2019	2020	2021
采购金额 (百万元)	372.3	325.5	399.3
平均采购单价 (元/件)	1057	844	720
采购数量 (万件)	35.2	38.6	55.5
智能马桶销量 (万件)	-	56.31	81.8
盖板外购占比	-	69%	68%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

自动化升级, 降本提效。公司推动制造端自动化, 研发了无人化高压注浆成型工作站系统, 实现坐便器产品的生产注浆成型、脱模、粘接等全工序自动化; 在生产线上引进机器人, 充分运用到卫生陶瓷生产环节, 实现机器人自动化成型、喷釉、抛光打磨、码放取件等应用, 提高生产效率, 降低人工成本, 模块化生产提高产品标准性。

图34: 箭牌家居三水基地的铸件切割高效自动化机器人产线



资料来源: 佛山日报, 浙商证券研究所

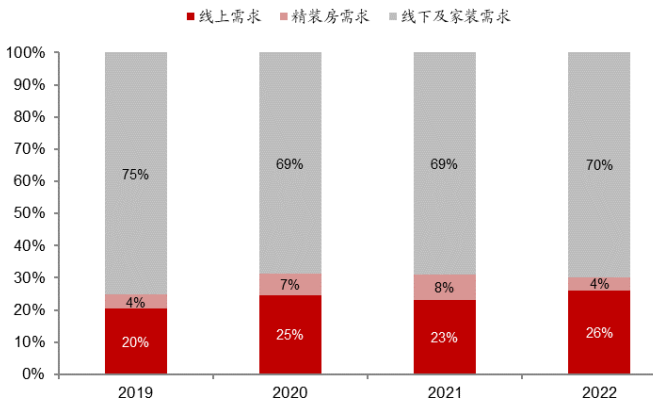
4 渠道端: 渠道密布行业领先, 电商家装快速崛起

卫浴行业终端可分为线下零售、工程(包含精装)、电商、家装四种渠道, 近年渠道端有两大重要趋势变化: 1) 零售运营成为胜负手。随着地产红利的消退, 21年三道红线实施导致房企资金困难, 债务暴雷, 工程渠道趋向萎缩, 零售渠道占比提升。2) 终端流量分散化, 零售运营门槛提升。过往卫浴行业以线下零售渠道为主(集中在卖场和街边专卖店), 近年电商和家装新渠道崛起分流, 对企业流量整合和多渠道运营能力提出了更高要求, 智能家居品类线上销售占比更高, 根据奥维云网, 2022年线上渠道收入占比26%, 相比2019年提升了6pct。

公司在渠道两大变局中优势明显，零售网点最广，电商家装最先起量。2022年公司零售/工程/电商/家装收入占比分别为41%/25%/20%/14%，零售渠道为主，经销网点数已超13000个，电商、家装新渠道增速最快，19-22年复合增速分别为22.7%、39.5%。

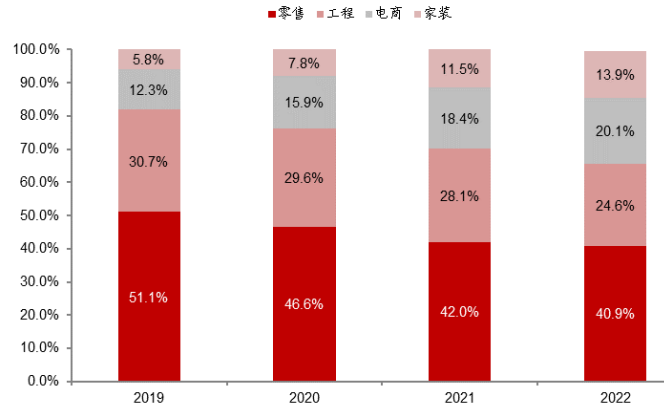
渠道运营模式上，公司以经销为主，直营电商增长快。2022年经销模式收入占比88%，分渠道看，零售/工程/电商/家装中经销收入占比分别为99.6%/91.6%/53.8%/100%。公司与经销商签订买断式销售协议，采取先款后货模式，经销商可分为综合经销商、电商经销商、工程特约经销商，目前以综合经销商为主，综合经销商可拓展零售、批发、工程、家装等多渠道。近年直营电商增长快，2019-2022年收入年复合增速95.2%，目前在整体电商渠道收入占比已从2019年的11%上升到46%。

图35: 智能马桶渠道结构



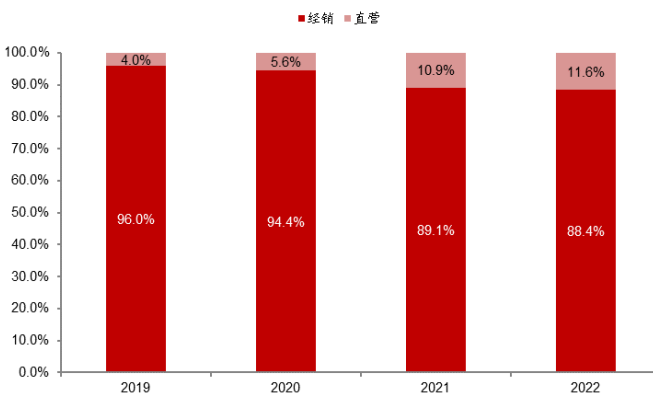
资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图36: 箭牌家居渠道结构



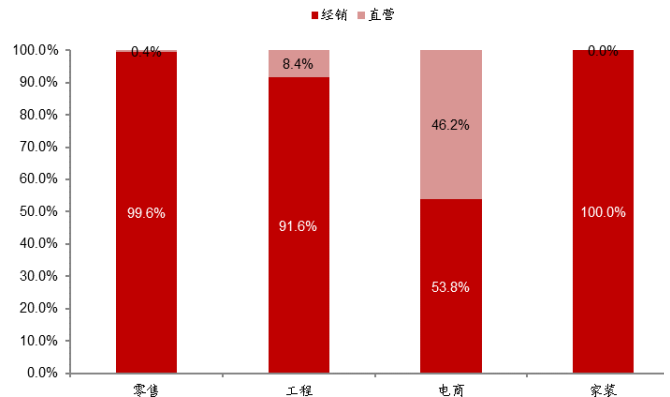
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图37: 箭牌家居经销模式为主, 直营占比提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图38: 2022年箭牌家居分渠道直营及经销模式占比



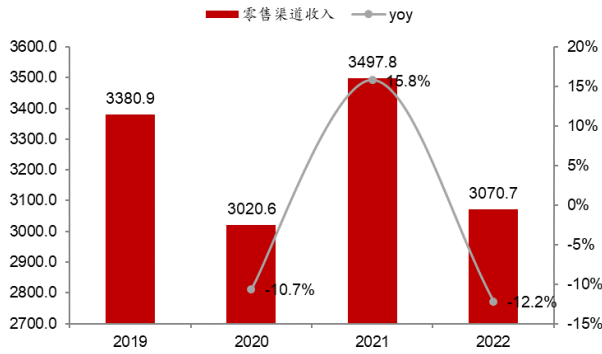
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.1 零售: 经销网点密布, 门店业态多样, 管理体系精细

经销网点数同业领先, 多线城市渗透。2022年公司零售渠道收入30.7亿元, 收入占比40.9%, 其中经销网点数13378个, 19-22年年均新增网点数约1700个, 其中我们预计2022年专卖店个数接近7000个, 19-22年年均新增网点数约400个, 网点密布数和扩张速

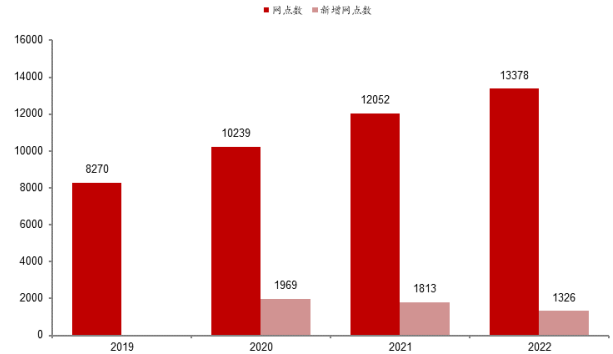
度都处于同业领先水平。门店布局优势区域在华南地区的广东、福建省，华东地区的江苏、浙江省，华北地区的山东、河南省。

图39: 箭牌零售渠道收入(百万元)及增速



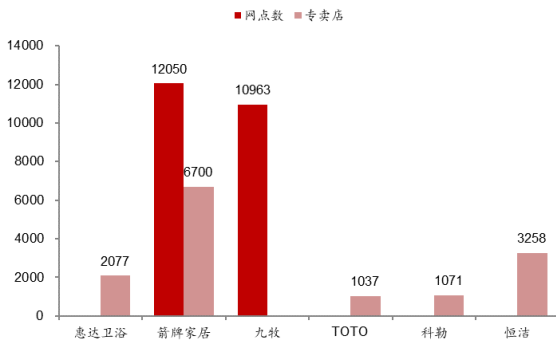
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图40: 箭牌终端网点数



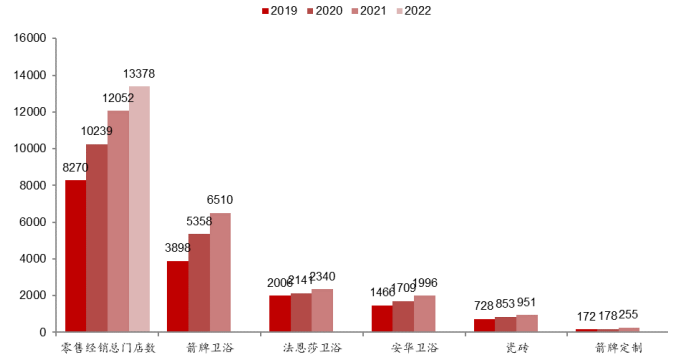
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图41: 主流卫浴品牌网点及专卖店个数



注: 箭牌、惠达取自 2021 年报, 其他数据截至 2023 年 3 月
资料来源: 公司公告, 公司官网, 百度地图, 浙商证券研究所

图42: 箭牌终端网点数分品牌分布



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

门店业态多样, 整合多方流量。卫浴相比其他家居品类, 终端渠道结构更复杂, 新房二手房/存量翻新/非住宅需求占比分别是 36%/48%/16%, 对多渠道布局和流量整合能力要求更高。公司门店业态在同业里最为丰富, 不同业态对应的目标客群有差异。2021 年终端经销网点数超 12000 个, 我们预计专卖店超 6000 个, 家装店近 3000 个 (计入家装收入, 后文再展开), 社区店和乡镇店分别超 1000 个, 剩余为商超店和异业店。**未来重点在专卖店单店提升, 及家装门店及下沉市场开拓。**

- 1) 专卖店:** 专营单一品牌的专营店, 公司旗下分为箭牌卫浴、法恩莎卫浴、安华卫浴、瓷砖、箭牌定制等五类品牌店, 门店面积一般在 200 平, 主要分布在家居卖场和街边店。该渠道是获客的主要来源, 也是旗舰产品体验和展示的重要窗口, 该店态产品结构最为丰富。**往后看:** 未来核心关注单店提升, 重点是提升智能单品渗透和配套率, 门店升级正持续展开。
- 2) 社区店:** 一般设在小区楼盘边或内部的门店, 以服务周边小区业主及存量翻新需求为主, 门店面积一般在 100 平内。**往后看:** 旧改市场需求未完全挖掘, 社区店开设还有很大空间。
- 3) 乡镇店 (五金店):** 设在乡镇及下沉市场的门店, 门店面积一般在 100 平内, 部分店态为五金店内设置 50 平左右展区, 不限制品牌专卖, 产品结构偏重性价比, 注

重走量，智能产品渗透率较低，展示空间有限。**往后看：**乡镇店是未来开店的重要方向，对标坚朗五金全国近10万家网点，市场下沉还有很大空间。

- 4) **商超店/异业店：**一般设在百安居等超市内设专卖区，或在苏宁、国美、五星等专业家居卖场中的专卖区，整体面积不定，产品陈列有限，作为流量补充渠道。

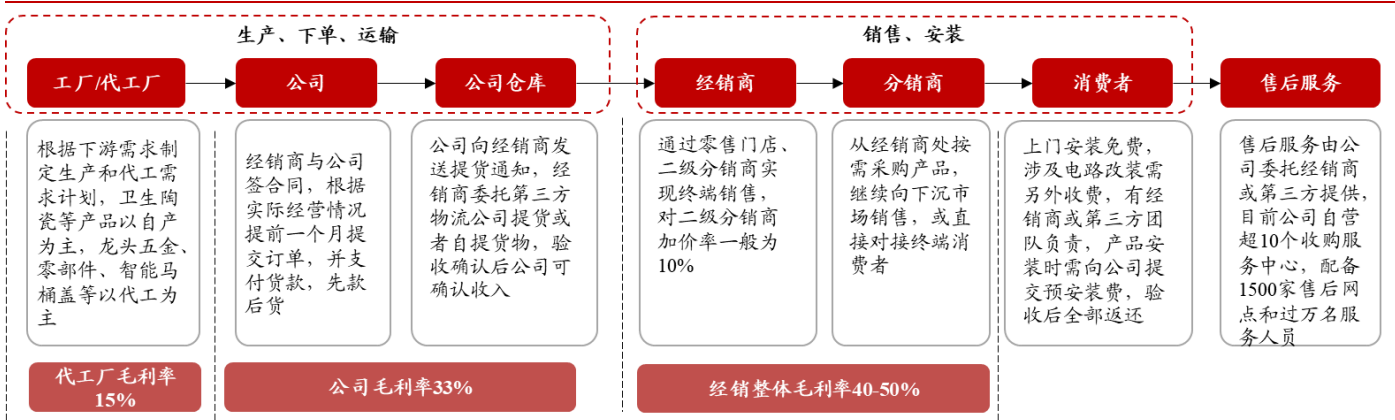
图43：公司终端业态一览

	专卖店	家装店	商超店	异业店	社区店	乡镇店
数量	6000+	3000	100+	100+	1000+	1000+
划分标准	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	在家装公司内开设的专卖区域，店中店模式	在百安居等超市内开设的专卖区域	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	店设在小区楼盘或小区内内的专卖区域	地点设置在乡镇的所有门店
服务对象	传统流量入口，服务对象不限	前端家装流量入口，服务家装公司的消费者	服务对象不限	服务家电或百货商场的消费者	满足存量更新需求，服务小区及周边小区业主	下沉市场流量，服务乡镇级以下市场的消费者
产品结构	核心旗舰产品，产品品类最丰富，智能产品上架率最高	卫浴套餐为主，家装渠道专供	产品陈列有限	产品陈列有限	产品陈列有限	产品结构偏重性价比，智能渗透率较低，展示空间有限
门店面积	200平	不定	不定	不定	100平以内	100平以内，部分在五金店设50平左右展区
具体形态						
未来展望	未来核心关注单店提升，重点是提升智能单品渗透和配套率来实现，门店升级持续展开	加深装企合作，未来开店空间大	流量补充渠道		旧改市场需求未完全挖掘，社区店开设还有很大空间	是未来开店的重要方向，市场下沉还有很大空间

资料来源：公司公告，百度地图，浙商证券研究所

运营模式：以经销模式为主，管理体系扁平化精细化。2022年零售渠道中经销收入占比为99.6%，经销商一般下设分销商负责市场下沉，形成“品牌方——经销商——（分销商）——零售门店”的渠道体系。以2021年经销网点数12052个为例，其中经销商/分销商网点数分别为5429/6623个。渠道管理扁平化，基本以地级市为单位设置一级经销商（仅黑龙江和云南在省级设置一级经销），实行一城一商制。具体流程上，公司与经销商签订买卖合同，由经销商委托第三方物流公司或到仓库自提，后续门店仓储、销售、上门安装、售后服务等都由经销商负责。

图44：零售渠道商业模式流程图及产业链利润分配情况



资料来源：浙商证券研究所整理

管理体系：行业终端流量分散和多店态提高了运营门槛，目前公司形成了体系化的经销商招商、考核淘汰、激励、补贴、培训机制。

- 1) 招商：**招商采取评分制，综合考虑经销商的经营场所、渠道开发能力、业务管理能力和销售理念、资金实力和经营实力、合作意愿和品牌认同度、客户资源获取能力和服务能力、商业信誉等。经销商与公司直接对接结算，分销商与经销商对接结算。
- 2) 考核：**公司与经销商签订年度经销合同，约定年度销售任务、新开发网点数量、工程和家装最低销售占比、特定品类经销任务等指标，进行多维度综合考核，且给出评级。若经销任务未完成，公司有权要求经销商支付任务差额 5% 的违约金，对于评级较低的经销商可进行对应调整或淘汰。
- 3) 销售奖励：**对于超额完成任务的经销商，可获得销售奖励返点，2018 年 6 月 30 日后，将超额完成金额直接返点改为次年可享受提货结算折扣（百分点），奖励金额不设上限，更好调动经销商销售热情。

图45： 销售奖励返点比例改为次年折扣率

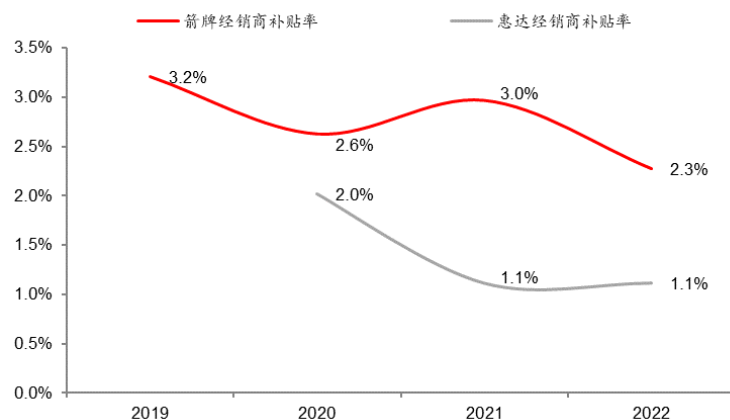
超额完成率	X<10%	10%≤X<20%	20%≤X<30%	X≥30%
奖励返点比例	0	2%	4%	6%
次年折扣率	100%	98%	96%	94%

备注：超额完成率(X)=(实际出货额-经销任务)/经销任务×100%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

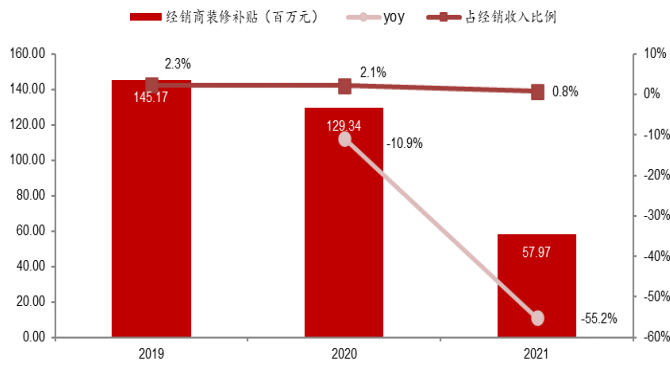
- 4) 补贴：**公司对经销商补贴包括市场推广费、门店装修补贴两部分（计入销售费用项目）。其中，市场推广费补贴主要针对经销商进行展销活动、宣传图册、电视台报纸广告等的宣传费用支出，按照实际提货额比例进行预提。装修补贴指公司要求终端门店 3 年一次重装，按所处城市级别、店面面积计算进行预提。与同业相比，公司对经销商补贴率较为宽厚。

图46： 箭牌 VS 惠达经销商补贴率（仅计算销售费用中的披露值）



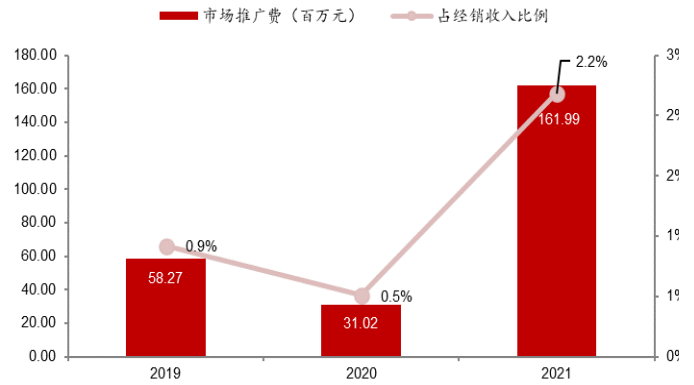
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图47: 箭牌对经销商装修补贴及补贴率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图48: 箭牌市场推广费及费用率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5) **培训:** 公司总部设立培训部门, 为经销商、销售导购、设计师、产品安装维修人员进行培训, 课程包括产品知识、店面管理、导购技巧、主动营销、设计技巧、安装技巧等。公司在各事业部下设培训中心, 根据公司整体经营战略, 对经销商进行培训, 目的是保证经销商及时理解公司品牌理念, 掌握新产品卖点, 提升销售能力。

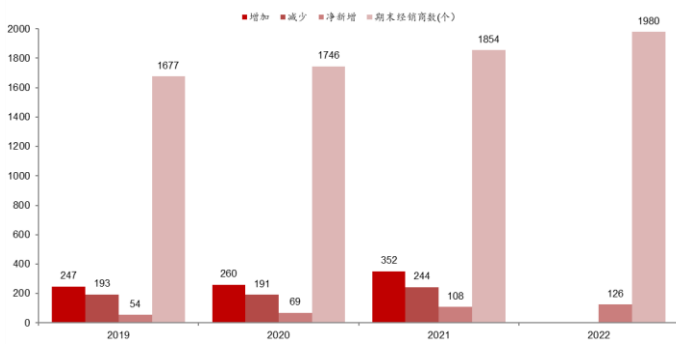
图49: 经销商支持



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

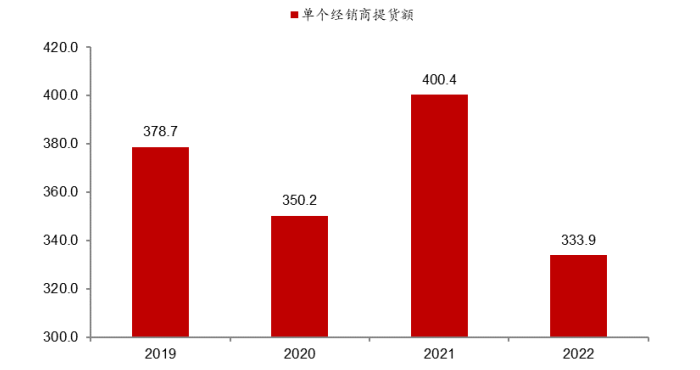
管理成效: 经销商实力较强, 盈利较优, 忠诚度高。根据招股书, 公司给到经销商的出厂价一般为终端零售指导价的3-4折, 对应经销商有100%以上的加价空间, 我们预计零售经销商毛利率约40-50%, 整体经销商盈利较优。2022年经销商平均提货额334万元, 头部经销商提货额破亿元, 实力较强。公司建立体系化的经销商管理和考核淘汰机制, 经销商团队稳定, 在公司合作前十大客户中, 超半数已合作10年以上, 经销商个数稳步扩张。

图50: 箭牌经销商个数



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图51: 箭牌单个经销商提货额(万元)

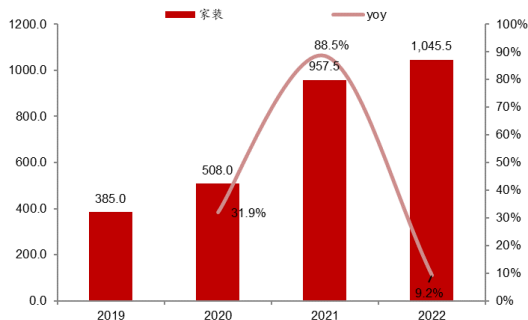


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.2 家装: 专供产品理顺, 开店合作加速

家装是近年快速起量的新渠道。2022年公司家装收入10.46亿元, 总收入占比13.9%, 19-22年复合增速39.5%。目前已合作家装公司4604家, 终端一般为店中店模式, 目前已有家装店3052个(+383), 未来家装合作和开店还有很大空间。

图52: 箭牌家装收入(百万元)及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

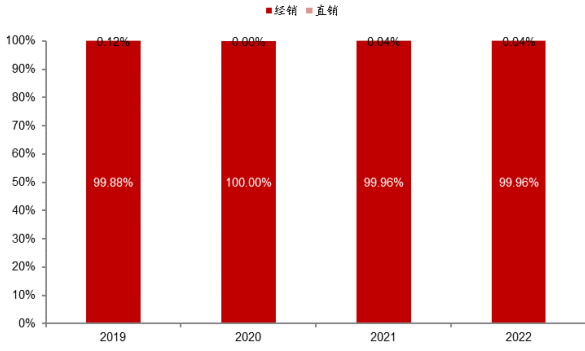
图53: 箭牌家装门店数及单店收入

	2021	2022
家装收入(百万元)	957.5	1045.5
家装门店(个)	2669	3052
单店收入(万元)	35.9	34.3

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

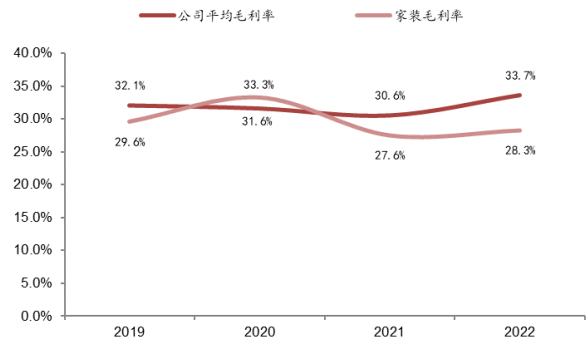
运营模式: 经销为主, 产品套餐专供。公司在家装渠道以经销模式为主, 2022年经销模式占家装收入99.96%, 除全国性大家装公司由总部对接外, 其他由经销商对接, 公司需依靠经销商实现终端安装、运输、售后服务等。目前家装渠道毛利率较低, 但属于不可忽略的新流量渠道, 公司鼓励综合经销商开拓家装渠道, 并在考核中设置家装最低销售占比。针对家装渠道套餐销售的特点, 公司对应进行渠道专供套餐设计和理顺, 过去以普通马桶等产品配备为主, 目前可升级为智能产品套餐, 同时增加套餐选择方案, 定价聚焦性价比。目前家装渠道智能产品渗透率提升还有较大空间。

图54: 箭牌家装渠道经销直营占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图55: 箭牌家装渠道毛利率偏低(不计运价口径)

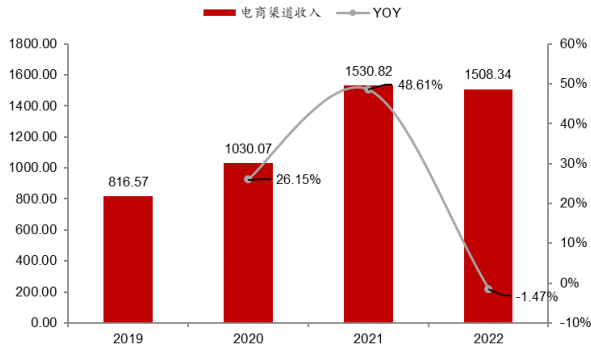


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.3 电商: 运营领先, 产品区隔, 高增放量

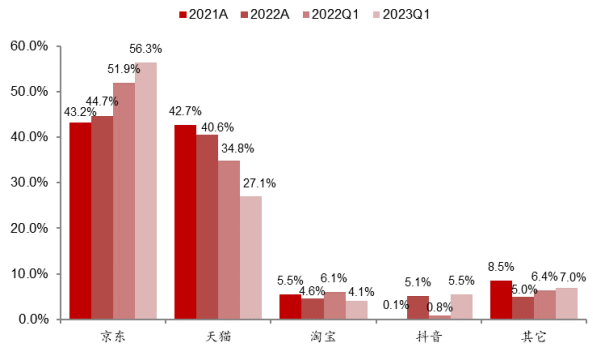
电商高增放量, 新拓抖音平台。2022年公司电商收入15.08亿元, 总收入占比20.1%, 19-22年复合增速22.7%。分平台来看: 2022年京东/天猫/淘宝/抖音/其他平台收入占比分别为44.7%/40.6%/4.6%/5.1%/5.0%, 京东和天猫为主体, 近年新拓抖音渠道, 2022年在电商渠道收入占比同比提升约5pct。

图56: 箭牌电商收入及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

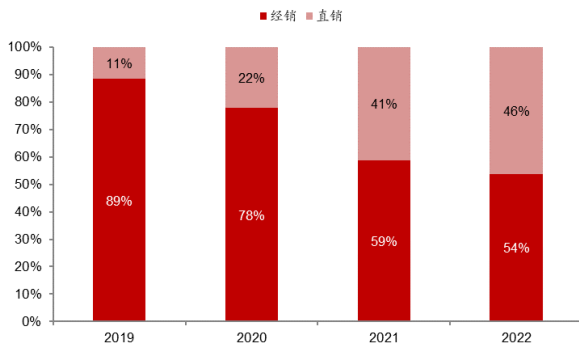
图57: 箭牌分电商平台收入



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

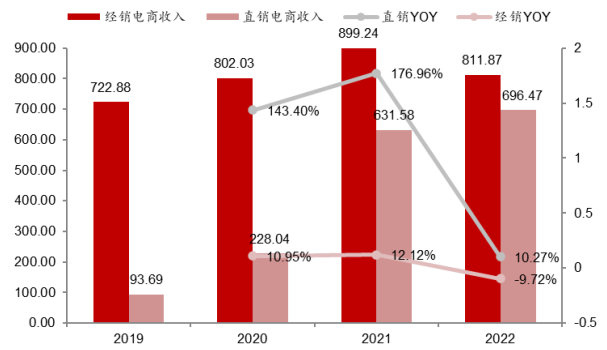
运营模式: 经销直营均分, 直营起势快。2022年经销/直营模式收入在电商渠道占比分别是53.8%/46.2%。经销电商模式为授权经销商在网上开店, 主要集中在阿里和京东平台, 2021年授权网店数364个, 单网店平均年提货额247万元。2018年公司自建电商团队, 该模式下, 从货物发出到安装服务及售后都由公司负责, 委托电商平台或经销商落地(终端赚取服务费)。近年直营电商模式占比持续提升(19-22年在电商渠道收入占比提升35pct), 预计直营模式会成为主流, 更有利于终端控价、产品上新和获取用户信息。直营电商毛利率高于经销, 其占比提升会进一步带动该渠道毛利率提升。

图58: 箭牌电商渠道分直销经销模式收入占比



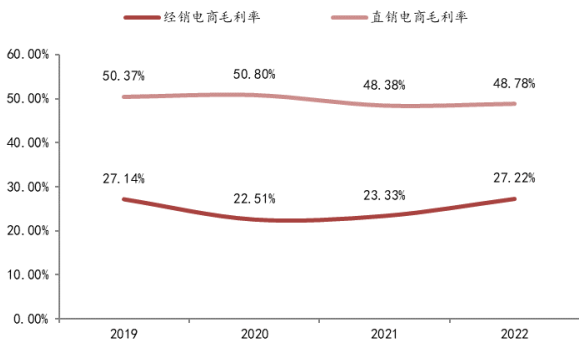
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图59: 箭牌电商渠道分直销、经销收入及增速



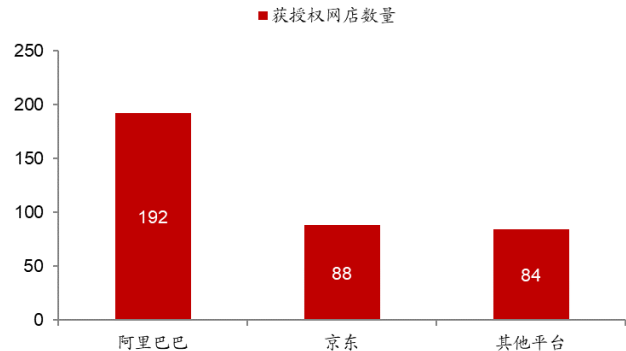
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图60: 箭牌电商渠道分直销、经销模式毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

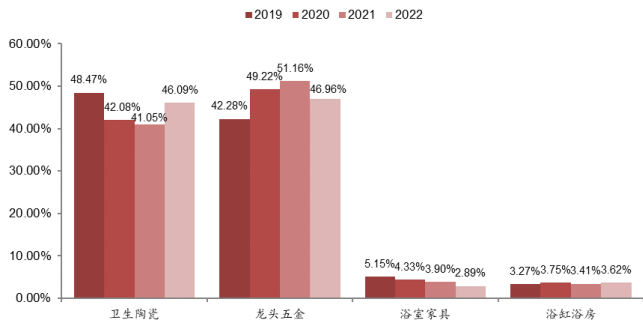
图61: 箭牌电商渠道经销网店数



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

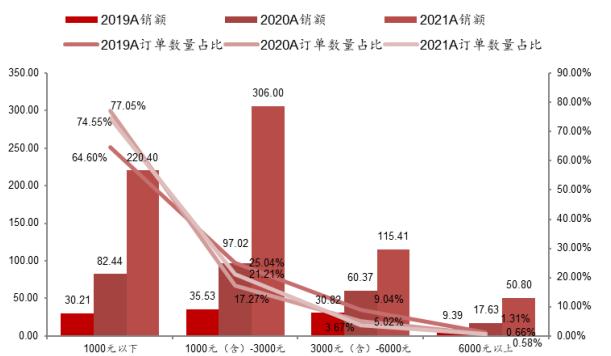
产品策略: 线上线下产品区隔, 性价比爆品显成效。1) 产品结构: 2022年龙头五金/卫生陶瓷在该渠道收入占比分别为46.96%/46.09%, 电商渠道龙头五金占比更高, 主因单价低、物流运输及安装便利、产品标准化; 同时电商也是智能坐便器展示和销售的重要渠道; **2) 主打性价比, 爆款策略初见成效:** 以直营电商渠道为例, 客户成交订单集中在3000元以下消费金额, 2021年3000元以下订单数占比95.76%, 根据电商用户需求特性, 公司在电商渠道主推高性价比单品, 比如智能坐便器主推单价更低的轻智能产品, 23Q1线上销售最好的智能马桶单品为AKE1131, 到手价仅1799元(仅配备座圈加热、夜光灯、离座自动冲水等功能), 天猫+京东平台合计月均销量1600+件; **3) 线上线下产品区隔:** 为避免电商渠道对线下渠道价格体系的冲击, 公司设立电商产品研发中心, 线上80%-90%为专供产品, 与门店产品有区隔, 同时严格把控线上线下同款同价; **4) 线上线下导流:** 对于线上线下同款产品, 商品页面配备附近门店、门店导购员专属服务等选项, 消费者通过线上预约领取专属权益——等待线下门店邀请——到店体验下单完成引流转化。

图62: 箭牌电商渠道产品结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图64: 箭牌直营电商客户订单消费额分层



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图63: 箭牌线上同款引流线下



资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

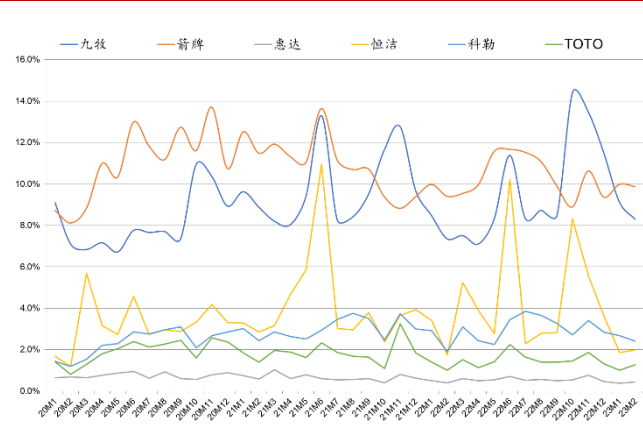
图65: 箭牌电商渠道智能马桶爆品 AKE1131



资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

电商体量行业前二, 运营能力业界领先。箭牌早在2010年成立天猫旗舰店, 2017年涉足直播带货, 2018年成立自营电商团队, 2019年开启卫浴行业首场抖音挑战赛。根据久谦, 2022年天猫京东抖音三个平台卫浴家装品类合计GMV, 九牧、箭牌居TOP2, 市占率分别为8.5%、8.1%, 2022年双十一卫浴销售额居京东第二、天猫第三、抖音第四。粉丝运营数据行业领先, 目前天猫/京东/抖音粉丝数为150/458/34万。公司持续加大电商投入, 2022年电商平台费用1.17亿元, 同比增长12%, 占直营电商收入比16.78%。

图66: 电商平台卫浴家装品类品牌市占率变化



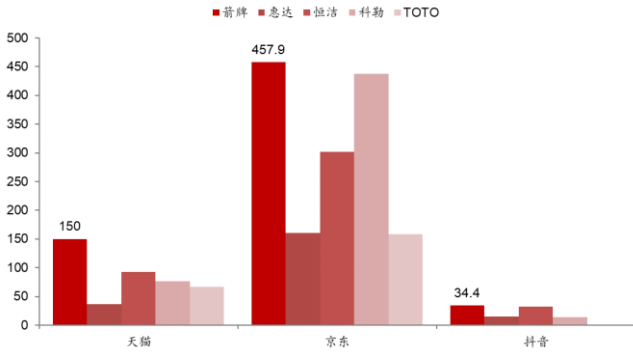
资料来源: 久谦, 浙商证券研究所

图67: 2022年双十一天猫、京东、抖音渠道卫浴榜单



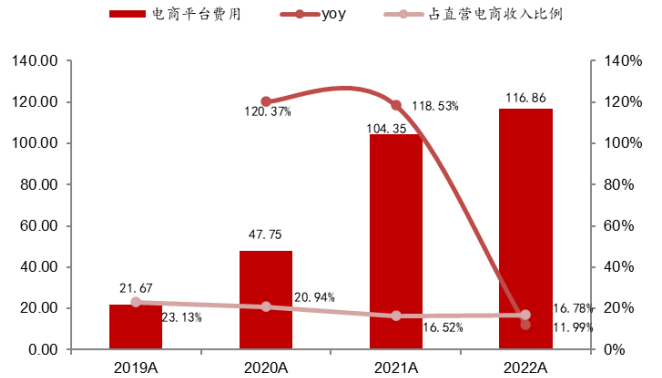
资料来源: 天猫, 京东, 抖音, 浙商证券研究所

图68: 各卫浴公司电商平台粉丝情况



资料来源: 天猫, 京东, 抖音, 浙商证券研究所

图69: 箭牌电商平台费用情况

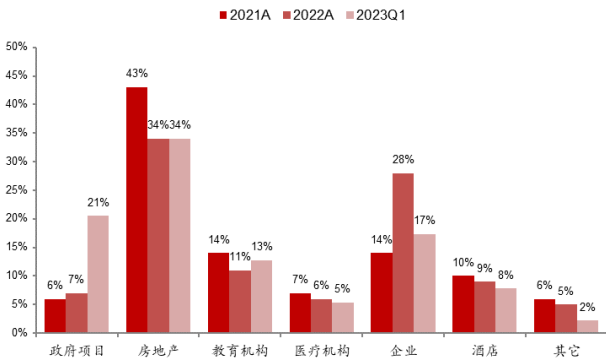


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.4 工程: 客户结构优化, 资金周转较好

性价比突出, 客户布局多元, 工程优势提升。科勒 TOTO 早年主要通过高端写字楼、高端酒店的工程渠道进入中国市场, 至今在工程渠道仍占领先地位。但近年箭牌凭借高性价比产品逐渐破局, 工程端品牌认可度提升。2022 年主品牌箭牌紧随科勒 TOTO 成为地产商 500 强首选卫浴品牌第三名, 安华品牌居第五名。同时, 公司在客户结构呈多元化, 2022 年公司工程渠道中房地产/企业/教育机构/酒店/医疗机构/政府项目收入占比分别是 34%/28%/11%/9%/6%/7%。

图70: 箭牌工程分渠道收入占比



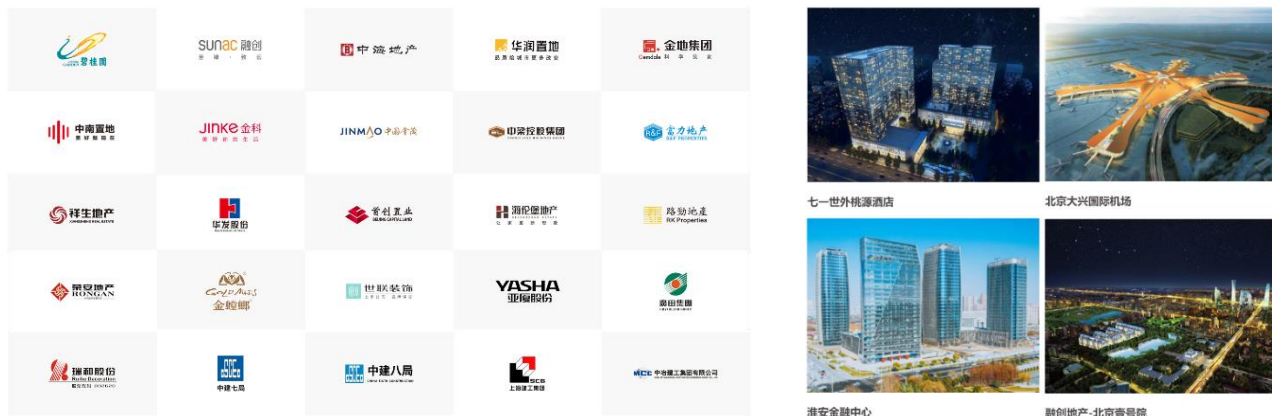
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图71: 地产商 500 强首选卫浴类品牌前十名

排名	2019		2020		2021		2022	
	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率
1	科勒	24%	科勒	29%	科勒	22%	科勒	27%
2	美标	23%	TOTO	19%	美标	21%	TOTO	20%
3	箭牌家居	15%	箭牌家居	16%	箭牌家居	16%	箭牌家居/九牧	18%
4	TOTO	12%	美标	12%	TOTO	14%	美标/摩恩	17%
5	摩恩	7%	摩恩	7%	摩恩	7%	安华卫浴/贝朗	10%
6	乐家	6%	乐家	6%	安华卫浴	6%	乐家	8%
7	高仪	5%	安华卫浴	3%	贝朗	4%	恒洁	6%
8	安华卫浴	3%	九牧	2%	乐家	4%	宜来卫浴	4%
9	汉斯格雅	2%	贝朗	2%	和成卫浴	3%	杜拉维特	3%
10	杜拉维特	1%	杜拉维特	1%	宜来卫浴	2%		
合计		98%		97%		99%		/

资料来源: 中国房地产业协会, 浙商证券研究所

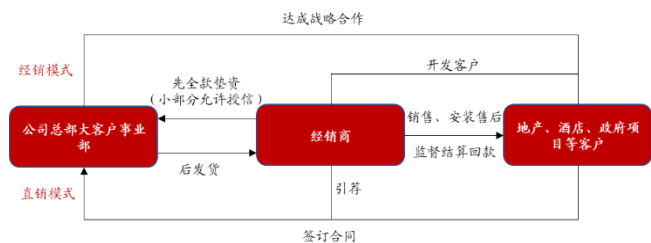
图72: 箭牌工程渠道合作客户及项目一览



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

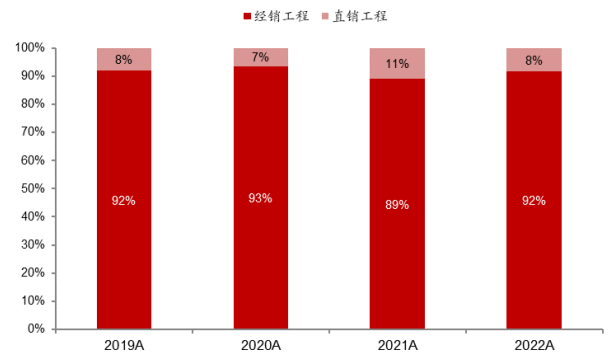
运营模式: 以经销为主, 先款后货。2022 年公司经销模式在工程收入占比为 91.6%, 实行先款后货, 经销商有垫资能力, 能部分分散公司风险。直营工程模式由公司直属大客户事业部在全国承揽工程项目, 直接与地产商、政府等大客户签订合同。其中引荐工程模式占比较大, 即公司总部与经销商引荐来的客户签订合同, 并给予经销商结算价格一定的折扣(经销结算价格与工程合同价格差额即经销商的工程服务费), 最终物流运输、安装交付服务以及结算付款的督促工作依然由经销商负责。

图73: 箭牌工程渠道运营模式图



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

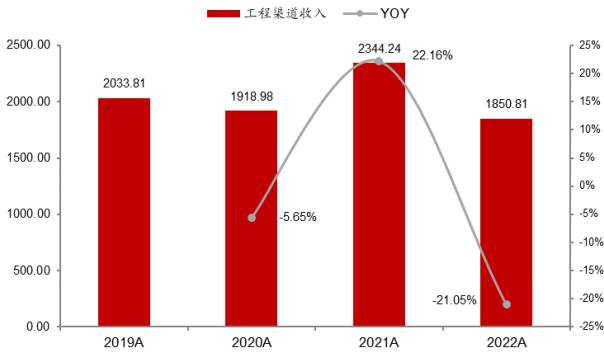
图74: 箭牌工程渠道直营经销收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

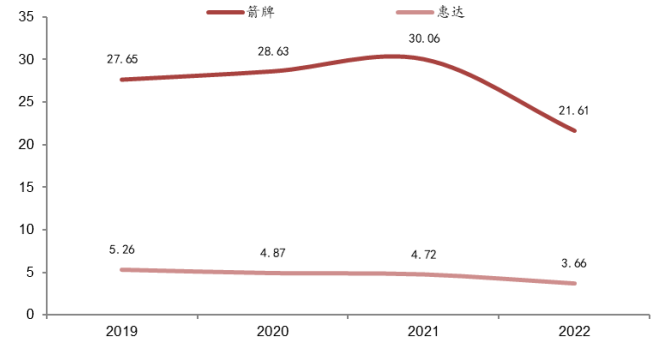
资金周转较优, 风险管控得当。近年工程渠道受地产环境影响大, 一方面工程端收入下滑, 2022 年工程收入 18.51 亿元, 同比下滑 21%, 其中房地产业务收入同比下降 35.45%; 另一方面回款减值计提影响利润, 2021 年信用减值-1.18 亿元, 其中恒大地产 0.78 亿元应收款按 100%计提坏账准备。为有效控制风险, 公司主要采取三方面措施: 1) 多元化客户结构, 分散对地产客户的依赖, 近年企业、政府、酒店项目客户占比提升, 22 年非地产工程客户占比达到了 66%; 2) 优化地产客户, 与中海地产、华润置地、中国金茂等头部央企达成战略合作关系; 3) 公司执行先款后货, 仅对严格审核后的经销商进行授信, 一般为 180 天、360 天等。目前应收账款周转率高于同业。

图75: 箭牌工程收入及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图76: 箭牌、惠达卫浴应收账款周转率情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 核心假设

我们长期看好箭牌家居在卫浴行业变局中拔得头筹。如前文所言，卫浴行业处于龙头集中、国货崛起的关键阶段，近年行业出现产品智能化、流量分散化两大变局，只有适应以上两种变化的品牌才能占据优势，我们认为卫浴行业的竞争是综合运营能力的竞争：产品和渠道是拉开差距的关键。箭牌家居是国货里最具竞争力的公司之一，产品精进研发，目前功能性比肩国外，渠道端零售网点行业领先，电商家装快速放量，我们长期看好箭牌家居在卫浴行业变局中市占率持续提升，稳居龙头。

1. 分产品预测

智能产品: 1) **智能坐便器:** 公司智能坐便器产品技术可比肩海外，三大品牌多价位段产品推出覆盖广泛用户，我们看好智能坐便器行业需求持续高景气，以及公司在该品类市占率的持续提升，短期价格因轻智能产品占比提升、公司采取积极策略抢份额有所下滑，我们预计 2023-2025 年智能坐便器收入年复合增长 23.5%，其中量年复合增长 30%，价年均同比下滑 5%。2) **其他智能产品:** 公司积极研发开拓智能花洒、智能浴镜、恒温电热毛巾架等品类，这些品类目前收入贡献较小，但市场渗透率低，可开拓市场广阔，同时公司逐步落实“智能单品——智能多品——全卫智能——全屋智能”策略，我们预计 2023-2025 年其他智能产品收入同比增长 45%/40%/40%。

其他产品: 卫浴品类具有明显套系化销售特征，公司积极推行以智能马桶为核心的套餐销售，带动其他产品配套率持续提升，且 23Q1 其他产品渠道库存水位已基本恢复正常，我们预计 2023-2025 年其他产品收入同比增长 10%/10%/10%。

表14: 分产品预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8373.5	7513.5	8645.3	9961.4	11551.3
yoy	28.8%	-10.3%	15.1%	15.2%	16.0%
智能产品收入	1949.5	1887.5	2438.2	3130.5	4033.1
yoy	35.4%	-3.2%	29.2%	28.4%	28.8%
收入占比	23.3%	25.1%	28.2%	31.4%	34.9%
智能坐便器收入	1403.1	1389.1	1715.6	2118.7	2616.6
yoy	40.1%	-1.0%	23.5%	23.5%	23.5%
销量(万台)	81.8	83.8	108.9	141.6	184.1
yoy	45.2%	2.5%	30.0%	30.0%	30.0%
单价(元/台)	1715.7	1657.7	1574.8	1496.0	1421.2
yoy	-3.5%	-3.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
其他智能产品收入	546.4	498.4	722.7	1011.7	1416.4
yoy	24.7%	-8.8%	45.0%	40.0%	40.0%
普通产品收入	6424.0	5625.9	6207.1	6830.9	7518.2
yoy	26.9%	-12.4%	10.3%	10.1%	10.1%
收入占比	76.7%	74.9%	71.8%	68.6%	65.1%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2. 分渠道预测

零售: 公司零售运营能力强, 终端网点数行业领先, 且呈多店态分布, 整合多方流量, 经销商管理体系扁平化精细化, 终端经销商利润率较丰厚, 运营实力强, 忠诚度较高。目前公司专卖店开店铺设上限, 未来更注重专卖店单店收入提升, 同时专注下沉市场需求的乡镇店和专注旧改市场的社区店仍有较大开店空间, 我们认为落地可能性高。根据开店节奏和单店预期, 我们预计 2023-2025 年零售收入同比增长 9.7%/10.7%/6.4%。

家装: 家装是近年流量增长最快的新渠道, 公司积极布局, 目前针对家装渠道已经进行专供套餐设计和产品理顺, 增加套餐选择方案, 定价聚焦性价比。目前家装渠道智能产品渗透率较低, 公司在套餐设计时提供智能产品升级方案, 未来智能渗透率提升有很大空间。随着家装公司合作的开拓, 以及家装门店的积极扩张, 我们预计 2023-2025 年家装收入年均增长 40%。

电商: 公司电商布局早, 运营能力稳居卫浴行业前二, 渠道端积极开拓抖音渠道和直播模式, 产品端打造高性价比爆品模式, 且有阶段成效。我们预计 2023-2025 年电商收入年同比增长 26.1%/18.9%/23%

工程: 工程渠道受地产影响较大, 公司注重客户结构优化和风险控制, 我们预计 2023-2025 年工程收入保守维稳为主。

表15: 分渠道预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8373.5	7513.5	8645.3	9961.4	11551.3
yoy	28.8%	-10.3%	15.1%	15.2%	16.0%
零售收入	3497.8	3070.7	3368.0	3729.8	3967.7
yoy	15.8%	-12.2%	9.7%	10.7%	6.4%
家装收入	957.5	1045.5	1463.7	2049.1	2868.8
yoy	88.5%	9.2%	40.0%	40.0%	40.0%
电商收入	1530.8	1508.3	1902.3	2262.0	2783.1
yoy	48.6%	-1.5%	26.1%	18.9%	23.0%
工程收入	2344.2	1850.8	1850.8	1850.8	1850.8
yoy	22.2%	-21.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3. 利润率假设

毛利率: 我们预计公司毛利率将持续提升, 主要源于: 1) 产品结构优化: 高毛利的智能产品占比提升; 2) 渠道结构优化: 低毛利的工程收入占比下降; 3) 生产效率优化: 自产率提升, 生产自动化提高生产效率, 产品 SKU 精简。考虑到 23 年公司各产品价格策略积极, 对毛利率提升有一定对冲。整体上, 我们预计 2023-2025 年毛利率分别为 32.9%/33%/33%。

净利率: 随毛利率提升, 规模效应释放, 运营效率提升, 我们预计 2023-2025 年净利率分别为 8.2%/8.6%/8.8%, 同比增长 0.3/0.4/0.2pct。

表16: 毛利率预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
公司毛利率	30.1%	32.8%	32.9%	33.0%	33.0%
零售毛利率	34.0%	37.7%	37.9%	38.4%	38.9%
零售收入占比	41.8%	40.9%	39.0%	37.4%	34.3%
家装毛利率	27.6%	28.3%	28.3%	28.4%	28.5%
家装收入占比	11.4%	13.9%	16.9%	20.6%	24.8%
电商毛利率	29.9%	32.6%	32.8%	32.8%	32.8%
电商收入占比	18.3%	20.1%	22.0%	22.7%	24.1%
工程毛利率	24.3%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
工程收入占比	28.0%	24.6%	21.4%	18.6%	16.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5.2 估值与投资评级

综合以上假设, 我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 86.5/99.61/115.51 亿元, 同比增长 15%/15%/16%, 实现净利润 7.12/8.55/10.11 亿元, 同比增长 20%/20%/18%, 对应当前市值 PE 为 24.9/20.7/17.5。我们看好智能卫浴赛道高景气, 相比传统家具品类具有成长 α 属性, 公司短期承载该赛道高增, 同时加大下沉市场渗透和家装电商新渠道铺设, 预计能带来业绩放量, 获得超额行业增长, 中长期依靠过硬产品和领先渠道铺设在卫浴行业稳居龙头地位, 且市占率持续提升, 首次覆盖给予“增持”评级。

表17: 可比公司估值

股票名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE	
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2023E	2024E
家居									
欧派家居	584	224.80	259.25	302.83	26.88	31.13	36.17	18.7	16.1
yoy		10%	15%	17%	1%	16%	16%		
顾家家居	315	180.10	207.33	242.85	18.12	20.98	24.81	15.0	12.7
yoy		-2%	15%	17%	9%	16%	18%		
喜临门	94	78.39	95.00	115.00	2.38	6.62	8.00	14.1	11.7
yoy		1%	21%	21%	-57%	179%	21%		
索菲亚	156	112.23	130.59	150.24	10.64	13.23	15.58	11.8	10.0
yoy		8%	16%	15%	768%	24%	18%		
志邦家居	99	53.89	63.60	75.67	5.37	6.45	7.75	15.4	12.8
yoy		5%	18%	19%	6%	20%	20%		
敏华控股	198	173.51	205.31	234.77	19.15	24.02	27.42	8.2	7.2
yoy		-19%	18%	14%	-15%	25%	14%		
慕思股份	134	58.13	66.70	80.68	7.09	8.03	9.59	16.7	14.0
yoy		-10%	15%	21%	3%	13%	19%		
行业平均								14.3	12.1
箭牌家居	177	75.13	86.45	99.61	5.93	7.12	8.55	24.9	20.7
yoy		-10%	15%	15%	3%	20%	20%		

注: 收盘价为 2023 年 6 月 8 日数据

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

6 风险提示

- (1) **行业竞争加剧。**智能马桶高景气吸引多方入场, 行业竞争加剧。
- (2) **地产波动风险。**卫浴属于地产后周期行业, 市场需求受下游房地产调控政策影响较大。
- (3) **智能渗透率提升不及预期。**目前智能化渗透率较低, 仍需进行消费者教育与普及, 同时终端消费力变化也会影响智能化渗透进度。
- (4) **开店不及预期。**地产波动与终端消费力波动会影响经销商盈利水平与开店意愿。
- (5) **原材料价格波动:** 卫浴产品原材料包括陶瓷、五金、铜材等, 原材料价格波动可能给企业带来成本压力。
- (6) **行业规模测算偏差。**行业市场规模及渗透率发展可能不及测算预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,848	5,779	5,636	8,584
现金	1,900	3,561	3,209	5,435
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	424	438	568	636
其它应收款	28	63	8	84
预付账款	32	40	44	51
存货	1,379	1,591	1,722	2,293
其他	85	85	85	85
非流动资产	6,231	7,029	7,847	8,651
金融资产类	168	168	168	168
长期投资	14	14	14	15
固定资产	3,169	3,394	3,592	3,814
无形资产	950	948	943	939
在建工程	1,726	2,301	2,931	3,524
其他	204	203	199	191
资产总计	10,079	12,808	13,482	17,235
流动负债	3,965	5,759	5,129	7,420
短期借款	300	274	248	259
应付款项	2,734	4,207	3,560	5,669
预收账款	0	0	0	0
其他	931	1,278	1,321	1,492
非流动负债	1,371	1,771	2,221	2,671
长期借款	1,229	1,629	2,079	2,529
其他	142	142	142	142
负债合计	5,336	7,530	7,350	10,091
少数股东权益	6	6	6	6
归属母公司股东权	4,737	5,271	6,126	7,138
负债和股东权益	10,079	12,808	13,482	17,235

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	401	2,680	531	3,109
净利润	592	712	855	1,011
折旧摊销	354	346	396	428
财务费用	32	76	94	114
投资损失	(9)	0	0	0
营运资金变动	(672)	1,551	(813)	1,558
其它	103	(5)	(1)	(1)
投资活动现金流	(1,268)	(1,139)	(1,214)	(1,231)
资本支出	(1,276)	(1,138)	(1,217)	(1,235)
长期投资	(1)	(2)	3	4
其他	9	0	(0)	0
筹资活动现金流	1,596	120	330	348
短期借款	87	(26)	(26)	11
长期借款	337	400	450	450
其他	1,172	(253)	(94)	(114)
现金净增加额	730	1,661	(352)	2,226

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,513	8,645	9,961	11,551
营业成本	5,046	5,801	6,670	7,734
营业税金及附加	82	94	108	126
营业费用	715	823	948	1,100
管理费用	653	709	807	912
研发费用	341	348	391	442
财务费用	16	38	33	50
资产减值损失	(57)	5	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
其他经营收益	48	0	0	0
营业利润	694	838	1,006	1,190
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	694	838	1,006	1,190
所得税	101	126	151	178
净利润	592	712	855	1,011
少数股东损益	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	593	712	855	1,011
EBITDA	1,059	1,217	1,434	1,665
EPS (最新摊薄)	0.61	0.74	0.89	1.05

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-10.27%	15.06%	15.22%	15.96%
营业利润	10.25%	20.78%	20.11%	18.22%
归属母公司净利润	2.75%	20.09%	20.11%	18.22%
获利能力				
毛利率	32.85%	32.90%	33.04%	33.04%
净利率	7.89%	8.24%	8.59%	8.75%
ROE	12.52%	13.51%	13.96%	14.17%
ROIC	9.41%	10.14%	10.28%	10.47%
偿债能力				
资产负债率	52.94%	58.80%	54.51%	58.55%
净负债比率	112.50%	142.70%	119.85%	141.26%
流动比率	0.97	1.00	1.10	1.16
速动比率	0.59	0.71	0.74	0.83
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.76	0.76	0.75
应收账款周转率	21.61	26.21	25.49	24.26
应付账款周转率	3.04	3.16	3.28	3.16
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.74	0.89	1.05
每股经营现金	0.42	2.78	0.55	3.22
每股净资产	4.91	5.46	6.34	7.39
估值比率				
P/E	29.90	24.89	20.73	17.53
P/B	3.74	3.36	2.89	2.48
EV/EBITDA	13.63	13.31	11.83	9.13

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>