

箭牌家居 (001322)

证券研究报告

2023年05月22日

推出股权激励，绑定团队加速成长

公司拟向中层管理、核心管理及核心技术（业务）人员共 180 人授予 600 万股限制性股票，约占总股本 0.62%。其中首次授予 515 万股；预留授予 85 万股。本次激励计划涉及股票来源为定向增发，授予价格为每股 9.13 元，为 2023 年 5 月 19 日收盘价的 51%。

股权激励计划首次授予业绩考核条件为 23/24/25 年收入分别同增 15%/10%/10%，且扣非后归母净利润分别同增 20%/15%/15%，首次授予部分 23/24/25 年解锁比例分别为 30%/30%/40%；若预留部分于 23 年三季报披露后授予，则预留部分考核目标为 24/25/26 年收入分别同增 10%/10%/10%，且扣非后归母净利润分别同增 15%/15%/15%，24-26 年分别解锁 30%/30%/40%。本次限制性股票计划首次授予部分需摊销的总费用约 0.45 亿，其中 23-26 年分别为 0.13 亿、0.2 亿、0.09 亿及 0.03 亿。

我们认为：限制性股票方案落地，一方面理顺机制激发干劲，有望发挥资本市场优势绑定激励核心团队；另一方面明确成长目标指引发展节奏，收入利润双考核兼顾激励效果与发展动力；其中 23 年增长目标体现发展信心，产品结构优化保持较好毛利率水平，多渠道发力提升国牌市占。

此次股权激励利润考核目标高于收入考核目标，展现出公司在智能产品占比提升，优化产品结构，以及自动化、标准化、供应链改革推动降本增效方面具备充分信心。公司围绕智能产品进行深度开发，扩大智能产品品类，通过功能创新拉动部分产品价格上行；目前公司智能马桶陶瓷瓷体全部自产，上盖部分外购占比约 30%，随着公司智能家居产能落地，上盖部分自产比例有望持续提升；采购方面，公司通过推动集采模式以及议价与对供应商付款条件优化支持等措施，实现采购降本。我们看好公司强化企业运营管理，提升运行效率、推进精益生产，持续推动降本增效。

长期来看公司将从产品、销售及营销三方面发力：

①产品方面：围绕功能升级和体验提升，通过细分消费人群、不同渠道需求针对性开发产品。公司基于长期可持续发展维度，坚持加大研发投入，围绕“智能化”、“个性化”、“定制化”进行产品布局和技术升级，持续完善智能卫浴单品和智慧卫浴生态系统。

②渠道方面：优化门店展示模式，增加套系化产品展示空间，加大设计师队伍建设，使产品更有效触达消费者；线上成立电商运营团队，开展直营电商和经销商电商业务，增加电商新兴平台销售渠道，同时推动线上线下联动引流，开展新零售；加大渠道下沉力度，增加家装渠道、社区店、乡镇店、小五金店的市场布局，形成市场的深度覆盖。

③服务方面：加强经销商服务能力提升，保证对终端消费者的售后服务质量，向客户提供标准化、专业化、多元化服务，并将服务打造为公司的核心竞争力。针对存量房市场，推进 24 小时换新服务，满足消费者对换新速度的要求。同时，在全国各地配备专业的售后服务团队，确保对客户需求的快速反映。

维持盈利预测，维持“买入”评级。公司作为国产卫浴龙头，渠道布局逐步完善、智能化产品占比提升，品牌力不断巩固，费用端调整效果逐步体现，预计 23-25 年归母净利润 7.4/9.2/11.2 亿，对应 PE 24x/19x/16x，维持“买入”评级。

风险提示：本激励计划需经公司股东大会审议通过后方可实施；市场竞争加剧；房地产市场波动；原材料价格波动；技术和产品创新滞后等风险。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.42 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	965.61
流通 A 股股本(百万股)	96.61
A 股总市值(百万元)	17,786.59
流通 A 股市值(百万元)	1,779.55
每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	49.04
一年内最高/最低(元)	25.35/13.31

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《箭牌家居-年报点评报告:强势品类领跑，智慧赋能生活》2023-04-13
- 《箭牌家居-首次覆盖报告:卫浴陶瓷行业领军，开启智慧家居新征程》2022-11-13

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,373.48	7,513.46	8,817.77	10,359.66	12,185.40
增长率(%)	28.78	(10.27)	17.36	17.49	17.62
EBITDA(百万元)	1,462.67	1,399.51	1,366.75	1,588.75	1,884.96
净利润(百万元)	577.15	593.03	738.05	920.88	1,124.55
增长率(%)	(1.93)	2.75	24.46	24.77	22.12
EPS(元/股)	0.60	0.61	0.76	0.95	1.16
市盈率(P/E)	30.82	29.99	24.10	19.31	15.82
市净率(P/B)	5.99	3.76	3.24	2.78	2.36
市销率(P/S)	2.12	2.37	2.02	1.72	1.46
EV/EBITDA	0.00	10.05	10.63	9.50	6.30

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,561.80	1,900.21	4,335.72	3,673.49	6,798.47
应收票据及应收账款	412.75	424.24	453.69	588.76	676.85
预付账款	38.22	31.77	44.41	47.11	62.13
存货	1,389.26	1,378.84	1,677.83	1,808.34	2,479.90
其他	121.27	112.70	107.15	124.10	123.67
流动资产合计	3,523.29	3,847.77	6,618.79	6,241.79	10,141.02
长期股权投资	13.10	13.69	13.69	13.69	13.69
固定资产	2,659.28	3,168.91	3,296.28	3,866.45	4,236.49
在建工程	1,150.85	1,725.84	1,799.90	1,409.65	1,167.86
无形资产	953.85	950.33	909.87	869.42	828.96
其他	469.64	372.09	372.98	359.55	343.22
非流动资产合计	5,246.72	6,230.86	6,392.72	6,518.76	6,590.22
资产总计	8,770.01	10,078.62	13,011.52	12,760.55	16,731.24
短期借款	213.27	300.22	270.20	243.18	218.86
应付票据及应付账款	3,413.58	2,733.61	4,409.30	3,763.17	6,092.48
其他	896.54	664.28	1,571.76	1,179.87	1,812.13
流动负债合计	4,523.40	3,698.11	6,251.25	5,186.23	8,123.48
长期借款	891.69	1,228.79	1,105.91	995.32	895.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	138.62	142.41	141.80	140.94	141.72
非流动负债合计	1,030.30	1,371.20	1,247.71	1,136.26	1,037.51
负债合计	5,794.83	5,335.79	7,498.96	6,322.49	9,160.98
少数股东权益	6.95	6.25	25.05	29.61	37.24
股本	869.00	965.61	965.61	965.61	965.61
资本公积	955.05	2,033.60	2,046.64	2,046.64	2,046.64
留存收益	1,144.01	1,737.04	2,475.10	3,395.98	4,520.53
其他	0.17	0.33	0.16	0.22	0.23
股东权益合计	2,975.18	4,742.83	5,512.56	6,438.06	7,570.26
负债和股东权益总计	8,770.01	10,078.62	13,011.52	12,760.55	16,731.24

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	576.21	592.33	738.05	920.88	1,124.55
折旧摊销	310.87	348.35	363.07	410.06	448.98
财务费用	33.68	31.62	3.22	8.63	4.87
投资损失	(11.19)	(8.69)	(12.87)	(10.92)	(10.83)
营运资金变动	(293.15)	(689.16)	2,046.42	(1,328.06)	2,193.77
其它	289.56	126.29	18.79	4.56	7.63
经营活动现金流	905.97	400.73	3,156.67	5.16	3,768.98
资本支出	1,177.39	1,394.41	524.66	550.37	536.01
长期投资	(1.49)	0.59	0.00	0.00	0.00
其他	(2,389.48)	(2,662.58)	(1,035.83)	(1,088.97)	(1,061.96)
投资活动现金流	(1,213.59)	(1,267.58)	(511.17)	(538.60)	(525.95)
债权融资	378.63	489.23	(222.88)	(128.84)	(118.07)
股权融资	15.17	1,175.32	12.88	0.06	0.02
其他	(50.44)	(68.14)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	343.36	1,596.41	(210.00)	(128.78)	(118.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	35.74	729.57	2,435.51	(662.23)	3,124.98

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,373.48	7,513.46	8,817.77	10,359.66	12,185.40
营业成本	5,856.06	5,045.65	5,969.67	7,017.61	8,260.28
营业税金及附加	84.62	81.63	94.39	109.38	130.50
营业费用	798.74	715.33	811.23	953.09	1,121.06
管理费用	546.72	653.39	670.15	782.15	852.98
研发费用	288.21	340.58	352.71	393.67	463.05
财务费用	15.50	16.14	3.22	8.63	4.87
资产减值损失	(203.27)	(23.35)	(61.19)	(54.02)	(57.61)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.19	8.69	12.87	10.92	10.83
其他	346.54	(18.28)	0.00	0.00	0.00
营业利润	629.16	693.68	868.07	1,052.03	1,305.90
营业外收入	19.16	13.92	14.08	15.72	11.00
营业外支出	12.72	13.84	21.66	16.07	17.19
利润总额	635.60	693.76	860.49	1,051.68	1,299.71
所得税	59.39	101.43	103.65	126.23	167.53
净利润	576.21	592.33	756.85	925.45	1,132.18
少数股东损益	(0.94)	(0.70)	18.79	4.56	7.63
归属于母公司净利润	577.15	593.03	738.05	920.88	1,124.55
每股收益(元)	0.60	0.61	0.76	0.95	1.16

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	28.78%	-10.27%	17.36%	17.49%	17.62%
营业利润	-9.84%	10.25%	25.14%	21.19%	24.13%
归属于母公司净利润	-1.93%	2.75%	24.46%	24.77%	22.12%
获利能力					
毛利率	30.06%	32.85%	32.30%	32.26%	32.21%
净利率	6.89%	7.89%	8.37%	8.89%	9.23%
ROE	19.44%	12.52%	13.45%	14.37%	14.93%
ROIC	45.76%	29.03%	18.60%	41.79%	30.74%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	66.08%	52.94%	57.63%	49.55%	54.75%
净负债率	-14.06%	-5.30%	-52.72%	-36.73%	-74.01%
流动比率	0.74	0.97	1.06	1.20	1.25
速动比率	0.45	0.62	0.79	0.85	0.94
营运能力					
应收账款周转率	22.00	17.95	20.09	19.88	19.26
存货周转率	6.66	5.43	5.77	5.94	5.68
总资产周转率	1.04	0.80	0.76	0.80	0.83
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.61	0.76	0.95	1.16
每股经营现金流	0.94	0.42	3.27	0.01	3.90
每股净资产	3.07	4.91	5.68	6.64	7.80
估值比率					
市盈率	30.82	29.99	24.10	19.31	15.82
市净率	5.99	3.76	3.24	2.78	2.36
EV/EBITDA	0.00	10.05	10.63	9.50	6.30
EV/EBIT	0.00	12.98	14.48	12.80	8.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com