

2023年05月22日
箭牌家居(001322.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

其他家居

股权激励彰显发展信心， 持续推荐国货卫浴龙头

■ **事件:**5月20日,箭牌家居推出2023年限制性股票激励计划(草案),拟以9.13元/股的价格向激励对象授予600万股限制性股票,约占股本总额的0.62%。其中,首次授予514.92万股,约占股本总额的0.53%,占拟授予权益总额的85.82%;预留授予85.08万股,约占股本总额的0.09%,占拟授予权益总额的14.18%。业绩考核方面,首次授予部分目标为2023-2025年公司营业收入增长率分别不低于15%/10%/10%,且扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于20%/15%/15%。

■ 新推股权激励激发持续增长潜力,公司发展战略有望加速落地

为进一步健全公司长效激励机制,充分调动公司员工积极性,有效绑定股东利益、公司利益和核心团队个人利益,公司推出2023年限制性股票激励计划。本激励计划授予限制性股票的授予价格(含预留部分)为每股9.13元,激励对象总人数为180人,占公司2022年末在册员工总数的1.13%,包括公司中层管理人员、核心管理人员及核心技术(业务)人员。业绩考核目标方面,1)对于首次授予部分,2023-2025年公司营业收入增长率分别不低于15%/10%/10%,且扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于20%/15%/15%。2)对于预留部分,若预留部分限制性股票于公司2023年第三季度报告披露之前授予,则预留授予业绩目标与首次授予保持一致;若预留部分限制性股票于三季报披露之后授予,则预留部分解除限售考核年度为2024-2026年三个会计年度,2024-2026年公司营业收入增长率分别不低于10%/10%/10%,且扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于15%/15%/15%。

■ 大力发展智能马桶业务,多渠道布局有望进一步提升市场份额

收入端,伴随终端销售逐步回暖,公司智能化+套系化产品战略加速推进,叠加二季度低基数影响,业绩有望加速修复。**产品方面**,公司重点围绕全品类的智能化进行研发,并针对不同渠道进行产品的专款研发。智能马桶业务方面,公司围绕产品功能升级、体验升级,针对性开发新品,并优化门店展示模式以更有效地触达消费者,并通过线上线下联动引流进一步加速产品渗透。同时,公司也将通过进一步提升自产率、零部件标准化以及内部管理降本等方式,以优化盈利能力。**渠道方面**,23年公司针对不同渠道采取针对性优化措施:(1)零售渠道:公司同步推动专卖店优化升级和渠道下沉布局,通过门店形象

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 25.35元
股价(2023-05-19) 17.88元

交易数据

总市值(百万元)	17,265.16
流通市值(百万元)	1,727.38
总股本(百万股)	965.61
流通股本(百万股)	96.61
12个月价格区间	13.39/24.1元

股价表现



资料来源:Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-1.5	-5.3	
绝对收益	-5.9	-7.5	

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

23Q1 营收略超预期, 盈利有望持续向好	2023-04-26
基本面改善+激励彰显信心, 持续推荐国货卫浴龙头	2023-04-17
国货卫浴龙头崛起, 智能马桶东风渐暖	2023-02-10

升级带动卫浴空间产品配套率和智能产品占比提升。公司在保持专卖店数量平稳增长的情况下，将进一步加大渠道下沉力度，加大家装渠道、社区店、乡镇店、小五金店的市场布局，形成对市场的深度覆盖。(2) 家装渠道：公司持续增加合作伙伴数量和专款套系产品，对于全国性家装公司，由公司与其签署战略合作协议，合作则由当地经销商落实，对于地方性的家装公司，公司主要引导当地经销商与家装公司直接开展合作，23 年有望加速贡献增量份额。(3) 电商渠道：公司将推动经销、直销电商同步发展，通过专款研发对线上线下产品实现有效区隔，并打造更多电商爆品，补充电商产品品类及组合，发力抖音等内容电商以及其他新兴平台销售渠道。(4) 工程渠道方面，公司在严格控制应收风险的前提下，积极拓展精装房和公共工程项目，持续推动收入结构改善。

投资建议：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 2023-2025 年营业收入为 92.32、110.71、134.57 亿元，同比增长 22.87%、19.92%、21.55%；归母净利润为 8.01、10.10、12.58 亿元，同比增长 35.09%、26.10%、24.55%，对应 PE 分别为 20.8X、16.5X、13.3X，给予 23 年 31xPE，目标价 25.35 元，维持买入-A 的投资评级。

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。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	8,373.5	7,513.5	9,231.8	11,070.6	13,456.8
净利润	577.1	593.0	801.1	1,010.2	1,258.2
每股收益(元)	0.60	0.61	0.83	1.05	1.30
每股净资产(元)	3.07	4.91	5.73	6.78	8.08

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	28.9	28.2	20.8	16.5	13.3
市净率(倍)	5.6	3.5	3.0	2.5	2.1
净利润率	6.9%	7.9%	8.7%	9.1%	9.3%
净资产收益率	19.4%	12.5%	14.5%	15.4%	16.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,373.5	7,513.5	9,231.8	11,070.6	13,456.8	成长性					
减:营业成本	5,856.1	5,045.6	6,187.3	7,360.9	8,891.6	营业收入增长率	28.8%	-10.3%	22.9%	19.9%	21.6%
营业税费	84.6	81.6	98.8	116.9	144.1	营业利润增长率	-9.8%	10.3%	31.8%	25.3%	24.6%
销售费用	798.7	715.3	843.3	1,020.7	1,251.5	净利润增长率	-1.9%	2.8%	35.1%	26.1%	24.6%
管理费用	546.7	653.4	701.6	841.4	1,042.9	EBITDA 增长率	12.2%	-9.8%	31.8%	26.9%	20.2%
研发费用	288.2	340.6	415.4	503.7	619.0	EBIT 增长率	9.4%	-17.1%	43.2%	22.9%	21.0%
财务费用	15.5	16.1	18.5	23.0	27.4	NOPLAT 增长率	-11.3%	3.7%	35.4%	25.3%	23.2%
资产减值损失	-85.5	-56.8	-65.3	-69.2	-63.8	投资资本增长率	63.4%	97.4%	-7.3%	-2.9%	-27.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	25.2%	59.4%	16.9%	18.2%	19.2%
投资和汇兑收益	11.2	8.7	12.9	10.9	10.8						
营业利润	629.2	693.7	914.4	1,145.8	1,427.3	利润率					
加:营业外净收支	6.4	0.1	-5.1	0.5	15.0	毛利率	30.1%	32.8%	33.0%	33.5%	33.9%
利润总额	635.6	693.8	909.3	1,146.2	1,442.3	营业利润率	7.5%	9.2%	9.9%	10.3%	10.6%
减:所得税	59.4	101.4	109.5	137.6	185.9	净利润率	6.9%	7.9%	8.7%	9.1%	9.3%
净利润	577.1	593.0	801.1	1,010.2	1,258.2	EBITDA/营业收入	14.0%	14.1%	15.1%	16.0%	15.8%
						EBIT/营业收入	10.7%	9.9%	11.5%	11.8%	11.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	111	140	126	123	119
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-108	-99	-83	-87	-83
货币资金	1,561.8	1,900.2	1,401.7	2,553.6	4,846.5	流动资产周转天数	141	177	155	152	184
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	13	18	17	16	15
应收账款	338.3	403.3	468.6	506.6	614.8	存货周转天数	54	66	65	63	62
应收票据	93.0	48.5	156.6	84.9	199.2	总资产周转天数	346	452	413	378	366
预付账款	38.2	31.8	50.7	46.7	73.2	投资资本周转天数	72	149	155	122	86
存货	1,389.3	1,378.8	1,955.4	1,929.5	2,713.9						
其他流动资产	102.7	85.1	83.7	90.5	86.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	19.4%	12.5%	14.5%	15.4%	16.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.6%	5.9%	7.2%	8.3%	8.3%
长期股权投资	13.1	13.7	13.7	13.7	13.7	ROIC	45.8%	29.0%	19.9%	26.9%	34.2%
投资性房地产	22.5	8.6	8.6	8.6	8.6	费用率					
固定资产	2,659.3	3,168.9	3,300.8	4,268.1	4,630.1	销售费用率	9.5%	9.5%	9.1%	9.2%	9.3%
在建工程	1,150.8	1,725.8	2,402.0	1,391.0	868.0	管理费用率	6.5%	8.7%	7.6%	7.6%	7.8%
无形资产	953.8	950.3	909.9	869.4	829.0	研发费用率	3.4%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%
其他非流动资产	447.2	363.5	364.4	350.9	334.6	财务费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
资产总额	8,770.0	10,078.6	11,116.1	12,113.4	15,218.0	四费/营业收入	19.7%	23.0%	21.4%	21.6%	21.9%
短期债务	213.3	300.2	-	-	-	偿债能力					
应付账款	2,131.8	1,918.2	2,447.3	2,995.8	3,440.1	资产负债率	66.1%	52.9%	50.1%	45.9%	48.7%
应付票据	1,746.7	1,083.4	2,285.3	1,754.2	3,148.4	负债权益比	194.8%	112.5%	100.6%	84.9%	94.9%
其他流动负债	672.8	662.8	699.4	671.5	680.4	流动比率	0.74	0.97	0.76	0.96	1.17
长期借款	891.7	1,228.8	-	-	-	速动比率	0.45	0.62	0.40	0.61	0.80
其他非流动负债	138.6	142.4	141.8	140.9	141.7	利息保障倍数	57.78	45.99	57.60	56.92	57.72
负债总额	5,794.8	5,335.8	5,573.8	5,562.4	7,410.6	分红指标					
少数股东权益	7.0	6.3	5.0	3.5	1.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	869.0	965.6	965.6	965.6	965.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,099.1	3,770.6	4,571.8	5,581.9	6,840.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,975.2	4,742.8	5,542.3	6,551.0	7,807.4						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	576.2	592.3	801.1	1,010.2	1,258.2
						加:折旧和摊销	310.9	348.3	332.4	464.2	546.4
						资产减值准备	85.5	23.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	33.7	31.6	18.5	23.0	27.4
						投资收益	-11.2	-8.7	-12.9	-10.9	-10.8
						少数股东损益	-0.9	-0.7	-1.4	-1.5	-1.8
						营运资金的变动	-247.1	-666.5	1,063.4	42.9	824.3
						经营活动产生现金流量	906.0	400.7	2,201.2	1,527.8	2,643.6
						投资活动产生现金流量	-1,213.6	-1,267.6	-1,087.1	-369.1	-334.2
						融资活动产生现金流量	343.4	1,596.4	-1,612.5	-6.9	-16.5
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.60	0.61	0.83	1.05	1.30
						BVPS(元)	3.07	4.91	5.73	6.78	8.08
						PE(X)	28.9	28.2	20.8	16.5	13.3
						PB(X)	5.6	3.5	3.0	2.5	2.1
						P/FCF	103.7	-17.9	-33.7	14.6	7.3
						P/S	2.0	2.2	1.8	1.5	1.2
						EV/EBITDA	-	13.3	10.7	7.8	5.4
						CAGR(%)	20.5%	28.5%	10.8%	20.5%	28.5%
						PEG	1.4	1.0	1.9	0.8	0.5
						ROIC/WACC	7.3	4.6	3.2	4.3	5.4
						REP	-	0.7	1.2	0.9	0.8

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