

# 箭牌家居 (001322.SZ)

## 中国“智”造，“浴”风而行

**卫浴民族品牌，智能家居践行者。**公司深耕卫浴陶瓷领域近30年，产品以卫生陶瓷、龙头五金为核心，逐步拓展至全屋空间。近年来外部环境扰动下公司经营稳健，伴随降本增效推进及产品结构智能化升级，盈利中枢稳步向上。2023Q1公司营业收入同比-1.7%至11.10亿元，归母净利润实现311万元，预计伴随装修需求复苏，3月起订单及收入逐步回暖，且伴随价格优惠逐步收紧，利润情况有望改善。

**卫浴行业：结构升级，国牌崛起。**据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2021年中国卫浴行业市场规模2046亿元，2017-2021年CAGR为4.9%，行业规模稳步扩张。从竞争格局来看，据观研天下数据，2013-2021年我国卫浴行业CR3由30%提升至41%，行业整合提速。从市场结构来看，以科勒、TOTO为代表的外资品牌居首，市场份额合计约33%；内资品牌凭借更高的产品性价比发力高端与下沉市场，且凭借线上渠道优势弯道超车，其中箭牌家居领航国产品牌，市场份额约为8%。

**智能坐便器：价格带下移，渗透率有望提升加速。**据华经产业研究院数据，2017-2021年我国智能坐便器市场规模由105.9亿元增长至147.2亿元（CAGR为8.6%），增速高于卫浴行业（CAGR为4.9%），然而国内市场保有量渗透率仅为4%（海外成熟市场为60%-90%）。伴随内资品牌生产力提升、产品价格带下移，我们预计2030年智能坐便器（需求量）渗透率有望提升至35%。箭牌家居深挖细分人群需求，推出功能升级款及爆款轻智能产品，有望推动市场份额进一步提升。

**箭牌家居：品牌定位高端，产品智能化升级，渠道积淀深厚。**1) 品牌：公司旗下ARROW箭牌、FAENZA法恩莎及ANNWA安华三大品牌协同，形成差异化布局；2) 产品：一方面，公司从卫浴产品拓展至全屋，预计套系化销售持续带动客单值提升；另一方面，公司产品研发和外观设计实力领先，2022年智能产品收入占比同比+1.84pct至25.1%，产品结构升级持续带动盈利中枢上移。3) 渠道：公司经销渠道扩张提速，截至2022年末终端网点数1.34万家（同比+1326家），且进一步通过乡镇店、五金店等推动渠道下沉；此外，公司通过家装抢占前端流量，优化工程客户结构，直营电商多维度引流，全渠道拓展步伐稳健。

**盈利预测与投资评级：**公司全渠道扩张稳健、渠道下沉提速，产品智能化升级&套系化销售有望带动客单值增长，募投项目释放有望提升自产比例，盈利中枢稳步上移，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为7.13亿元/8.39亿元/9.90亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**地产复苏低于预期、智能产品推广不及预期、渠道拓展不及预期、测算误差风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,373	7,513	8,835	10,219	11,596
增长率 yoy (%)	28.8	-10.3	17.6	15.7	13.5
归母净利润(百万元)	577	593	713	839	990
增长率 yoy (%)	-1.9	2.8	20.2	17.7	17.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.60	0.61	0.74	0.87	1.02
净资产收益率(%)	19.4	12.5	13.8	13.8	14.2
P/E(倍)	31.2	30.4	25.3	21.5	18.2
P/B(倍)	6.1	3.8	3.4	3.0	2.6

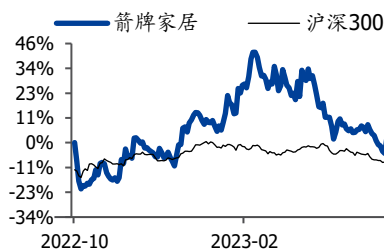
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年6月6日收盘价

### 增持(首次)

#### 股票信息

行业	家居用品
6月6日收盘价(元)	18.67
总市值(百万元)	18,027.99
总股本(百万股)	965.61
其中自由流通股(%)	10.00
30日日均成交量(百万股)	3.79

#### 股价走势



#### 作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

研究助理 张彤

执业证书编号：S0680122070001

邮箱：zhangtong1@gszq.com

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3523	3848	6182	5337	8083	<b>营业收入</b>	8373	7513	8835	10219	11596
现金	1562	1900	3486	2715	4726	营业成本	5856	5046	6111	7020	7908
应收票据及应收账款	413	424	560	578	713	营业税金及附加	85	82	97	112	128
其他应收款	19	28	27	36	35	营业费用	799	715	838	965	1090
预付账款	38	32	51	45	63	管理费用	547	653	795	940	1090
存货	1389	1379	1974	1878	2461	研发费用	288	341	408	475	545
其他流动资产	103	85	85	85	85	财务费用	16	16	-61	-85	-117
<b>非流动资产</b>	5247	6231	6732	7070	7340	资产减值损失	-86	-57	-121	-106	-121
长期投资	13	14	15	17	19	其他收益	38	48	51	54	48
固定资产	2659	3169	3727	4210	4604	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	954	950	1101	1122	1128	投资净收益	11	9	17	14	13
其他非流动资产	1620	2098	1889	1721	1590	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	8770	10079	12914	12407	15424	<b>营业利润</b>	629	694	836	966	1133
<b>流动负债</b>	4765	3965	6437	5354	7666	营业外收入	19	14	12	14	15
短期借款	213	300	300	300	300	营业外支出	13	14	19	21	17
应付票据及应付账款	3414	2734	4712	3841	5794	<b>利润总额</b>	636	694	829	958	1131
其他流动负债	1138	931	1425	1212	1572	所得税	59	101	98	115	135
<b>非流动负债</b>	1030	1371	1180	958	722	<b>净利润</b>	576	592	731	843	996
长期借款	892	1229	1038	816	579	少数股东损益	-1	-1	18	4	7
其他非流动负债	139	142	142	142	142	<b>归属母公司净利润</b>	577	593	713	839	990
<b>负债合计</b>	5795	5336	7618	6312	8388	EBITDA	971	1084	1156	1338	1555
少数股东权益	7	6	24	29	35	EPS (元/股)	0.60	0.61	0.74	0.87	1.02
股本	869	966	966	966	966						
资本公积	955	2034	2034	2034	2034						
留存收益	1144	1737	2413	3178	4057						
归属母公司股东权益	2968	4737	5272	6066	7001						
<b>负债和股东权益</b>	8770	10079	12914	12407	15424						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	906	401	2591	150	2929
净利润	576	592	731	843	996
折旧摊销	311	348	353	424	494
财务费用	16	16	-61	-85	-117
投资损失	-11	-9	-17	-14	-13
营运资金变动	-157	-688	1584	-1019	1568
其他经营现金流	172	140	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1214	-1268	-837	-748	-752
资本支出	1113	1278	499	336	269
长期投资	-122	0	-2	-2	-1
其他投资现金流	-223	11	-339	-414	-484
<b>筹资活动现金流</b>	343	1596	-168	-172	-167
短期借款	-139	87	0	0	0
长期借款	496	337	-191	-222	-237
普通股增加	0	97	0	0	0
资本公积增加	15	1079	0	0	0
其他筹资现金流	-28	-3	22	50	69
<b>现金净增加额</b>	36	730	1585	-770	2010

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	28.8	-10.3	17.6	15.7	13.5
营业利润 (%)	-9.8	10.3	20.5	15.6	17.4
归属母公司净利润 (%)	-1.9	2.8	20.2	17.7	17.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.1	32.8	30.8	31.3	31.8
净利率 (%)	6.9	7.9	8.1	8.2	8.5
ROE (%)	19.4	12.5	13.8	13.8	14.2
ROIC (%)	14.1	9.6	10.1	10.6	11.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	66.1	52.9	59.0	50.9	54.4
净负债比率 (%)	-9.4	-2.5	-33.1	-19.6	-48.8
流动比率	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	22.0	18.0	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.60	0.61	0.74	0.87	1.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.94	0.42	2.68	0.16	3.03
每股净资产 (最新摊薄)	3.07	4.91	5.46	6.28	7.25
<b>估值比率</b>					
P/E	31.2	30.4	25.3	21.5	18.2
P/B	6.1	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	18.3	16.5	14.1	12.6	9.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 6 月 6 日收盘价

## 内容目录

1. 卫浴民族品牌，智能家居践行者 .....	6
1.1 卫浴行业龙头，经营表现稳健 .....	6
1.2 从卫浴走向全屋空间，全渠道快速发展 .....	7
1.3 家族持股集中，股权激励绑定高管 .....	9
2. 卫浴行业：结构升级，国牌崛起 .....	12
2.1 存量需求释放，规模稳健扩张 .....	12
2.2 格局：国产品牌何以突围？ .....	15
2.3 空间：智能品类潜力几何？ .....	17
3. 品牌多元发展，产品智能化升级，渠道积淀深厚 .....	24
3.1 产品：多品牌、全品类发展，套系化、智能化升级 .....	24
3.1.1 品类全屋拓展，套系化销售提升客单值空间 .....	24
3.1.2 研发实力强劲，产品结构智能化升级 .....	25
3.2 渠道：全渠道稳健拓展，下沉市场打造新增长点 .....	28
3.2.1 零售终端下沉提速，经销商稳定性高 .....	28
3.2.2 家装抢占前端流量，工程结构优化，直营电商快速增长 .....	31
3.3 生产：智能制造优势显著，募投项目增量可期 .....	34
4. 盈利预测与估值 .....	36
4.1 盈利预测 .....	36
4.2 投资评级 .....	38
风险提示 .....	39

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	6
图表 2: 公司财务数据一览 .....	7
图表 3: 公司收入结构按品类拆分 (亿元) .....	8
图表 4: 公司收入结构按渠道拆分 (亿元) .....	9
图表 5: 公司股权结构图 .....	10
图表 6: 高管持股及履历情况 .....	10
图表 7: 2023 年限制性股票激励计划 .....	11
图表 8: 卫浴行业产业链 .....	12
图表 9: 2013-2021 年中国卫浴行业市场规模及增速与房屋竣工增速拟合 .....	13
图表 10: 中国卫浴行业各品类占比 .....	13
图表 11: 2021 年中国卫浴细分品类市场需求 (亿套) .....	13
图表 12: 2017-2022E 中国卫生陶瓷产量 .....	14
图表 13: 中国规模以上卫生陶瓷企业主营收入 .....	14
图表 14: 卫生陶瓷出口量 .....	14
图表 15: 卫生陶瓷出口额 .....	14
图表 16: 卫浴行业销售渠道类型及流量来源 .....	15
图表 17: 中国卫浴行业竞争格局 .....	15
图表 18: 2013-2021 年中国卫浴行业 CR3 变化趋势 .....	16
图表 19: 2018-2021 年卫浴行业 CR3 市场份额对比 .....	16
图表 20: 内资品牌与外资品牌产品价格区间对比 (元) .....	16

图表 21: 年轻人选购家居品牌的倾向分布 .....	17
图表 22: 2021-2022 年京东平台卫浴主要品类销售情况 .....	17
图表 23: 2022 年京东平台卫浴品牌销售额 TOP10 .....	17
图表 24: 2017-2022E 中国智能马桶市场规模 (销售额) .....	18
图表 25: 2016&2021 年各国智能马桶渗透率对比 .....	18
图表 26: 日本智能马桶普及率与提升速度 .....	18
图表 27: 2013-2022 年中国人均可支配收入 .....	19
图表 28: 不同收入层级消费者对智能马桶关注度 .....	19
图表 29: 智能马桶一体机与智能马桶盖对比 .....	19
图表 30: 智能马桶一体机与智能马桶盖线上销售额占比 .....	19
图表 31: 智能坐便器中一体机销量占比提升 .....	19
图表 32: 智能马桶"认知→兴趣→使用"传导路径 .....	20
图表 33: 2018 年-2022 年 1-10 月智能坐便器线上零售均价走势 (元) .....	20
图表 34: 2021/2022 年智能马桶一体机上市机型价格分布 (个) .....	20
图表 35: 2019-2022 年中国线上市场智能一体机分价格段零售额占比 (%) .....	21
图表 36: 用户购买/更换智能马桶的原因 .....	21
图表 37: 2021-2022 年新中产购房目的 .....	21
图表 38: 商品房精装修渗透率 .....	22
图表 39: 智能坐便器与智能门锁精装修配套率 .....	22
图表 40: 2020 年我国存量房住房房龄结构 (以户数计) .....	22
图表 41: 全国重点 20 城市老旧小区现状 .....	22
图表 42: 二手旧房空间改造需求 .....	23
图表 43: 家具各品类换新需求 .....	23
图表 44: 智能马桶渗透率测算 .....	24
图表 45: 箭牌旗下三大品牌 .....	24
图表 46: 公司产品矩阵不断拓宽 .....	25
图表 47: 公司产品配套率仍有提升空间 .....	25
图表 48: 公司智能化、套系化销售提升客单值水平 .....	25
图表 49: 公司产品技术持续迭代 .....	26
图表 50: 公司研发费用率持续提升 .....	26
图表 51: 公司研发费用率行业领先 .....	26
图表 52: 公司专利技术 (部分) .....	26
图表 53: 箭牌家居所获荣誉奖项 .....	27
图表 54: 公司智能产品布局 .....	27
图表 55: 智能坐便器收入及增速 .....	28
图表 56: 智能坐便器收入占比 .....	28
图表 57: 公司坐便器均价持续提升 .....	28
图表 58: 智能坐便器毛利率高于普通产品 .....	28
图表 59: 箭牌终端门店类型及划分标准 .....	29
图表 60: 公司各品牌网点数量 .....	29
图表 61: 公司经销与分销网点数量及单店提货额 .....	29
图表 62: 公司经销网点密度大于友商 (2022 年) .....	29
图表 63: 公司单店收入仍有提升空间 (2022 年) .....	29
图表 64: 公司经销商数量及单商创收 .....	30
图表 65: 公司对经销商加大补贴力度 .....	30
图表 66: 2019-2021 年经销商销售折扣率 .....	30
图表 67: 公司前十大客户合作时间 .....	30

图表 68: 2021 年卫浴行业十大经销商及经销品牌一览 .....	31
图表 69: 家装渠道收入及毛利率 .....	31
图表 70: 卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具为家装渠道主要收入 .....	31
图表 71: 公司直营和经销工程收入（百万元）及增速 .....	32
图表 72: 公司合作房企一览 .....	32
图表 73: 公司直营和经销电商收入（百万元）及增速 .....	32
图表 74: 公司直营电商毛利率较高 .....	32
图表 75: 公司直营电商平台费率逐步降低 .....	33
图表 76: 公司授权经销商网点数量 .....	33
图表 77: 2022 年双十一期间公司销售战绩 .....	33
图表 78: 公司十大生产基地协同 .....	34
图表 79: 公司主要产品产能利用率 .....	35
图表 80: 2021 年公司主要产品产量、产能及外协占比 .....	35
图表 81: 龙头五金外协比例逐年提升 .....	35
图表 82: 公司智能盖板外采比例逐渐下降 .....	35
图表 83: 公司募投项目及截至 2022 年末进度 .....	35
图表 84: 公司人工成本占比持续降低 .....	36
图表 85: 卫生陶瓷生产流程 .....	36
图表 86: 公司全价值链质量管理模式实践效率 .....	36
图表 87: 公司营业收入拆分预测（亿元） .....	37
图表 88: 公司盈利预测（亿元） .....	38
图表 89: 可比公司估值 .....	38

## 1. 卫浴民族品牌，智能家居践行者

### 1.1 卫浴行业龙头，经营表现稳健

深耕卫浴行业近 30 年，多品类、全渠道优势稳固。箭牌家居深耕卫浴陶瓷领域近 30 年，旗下 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎及 ANNWA 安华三大品牌协同发展，产品范围涵盖高品质卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等全系列家居品类，并逐渐向智能化、大家居方向发展；公司以零售为核心积极推动全渠道发展，截至 2022 年末共拥有线下终端网点 1.34 万家，奠定长期成长基础。

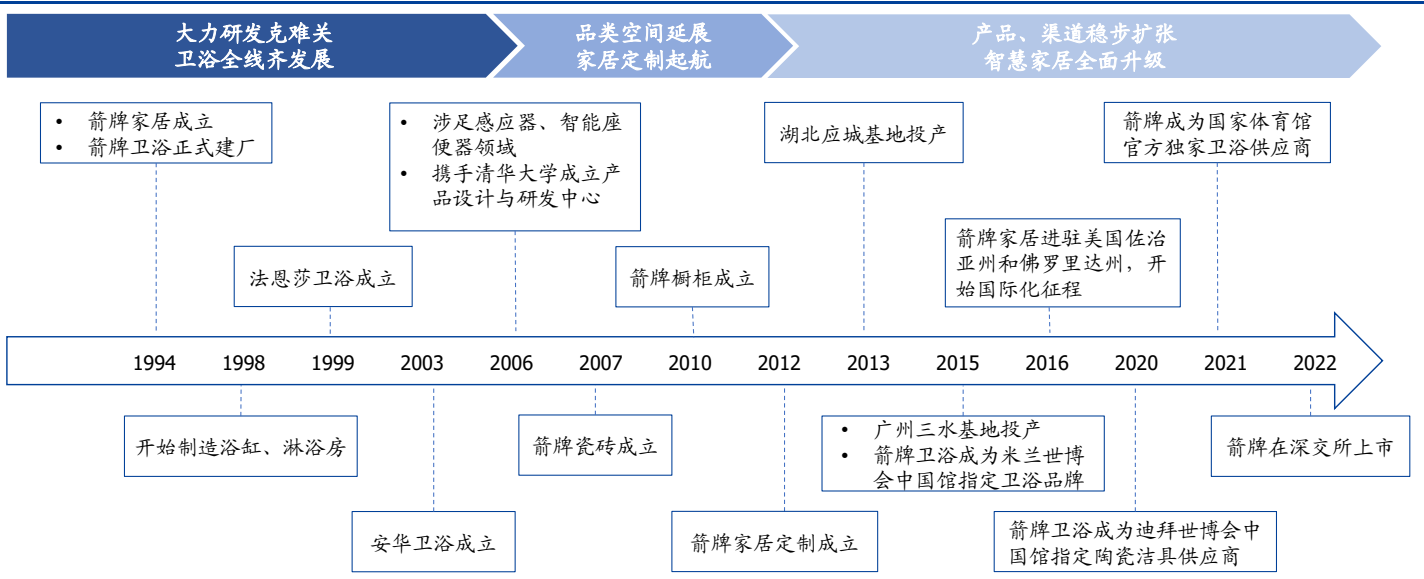
公司主要发展历程分为以下三个阶段：

**大力研发克难关，卫浴全线齐发展（1994-2006 年）。**公司于 1994 年成立，1995 年第一批自主研发的坐便器正式投产，1996 年率先攻克连体坐便器技术难关并实现量产，在行业内奠定技术及规模基础；公司旗下品牌法恩莎卫浴和安华卫浴分别于 1999 年和 2003 年成立，2003 年公司率先将产品扩展至卫浴全线。

**品类空间延展，家居定制起航（2007-2012 年）。**2007 年起公司开始向瓷砖、柜体、厨卫等卫浴周边品类延伸业务领域，箭牌瓷砖、法恩莎瓷砖、安华瓷砖及箭牌衣柜相继成立；2010 年公司整体厨房、全屋定制系列产品创新上市，迈入大家居与定制化时代。

**产品、渠道稳步扩张，智能家居全面升级（2013 年至今）。**2015 年箭牌家居定制正式投产，渠道方面积极拓展销售网络，增强电商、工程及家装渠道覆盖，2016 年开拓海外市场，2019 年全屋定制品牌升级，全线产品智能化提速，向成为国际一流智慧家居解决方案供应商迈进；2022 年公司在深交所成功上市。

图表 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，国盛证券研究所

**产品结构优化，经营稳健。**近年来外部环境持续扰动，公司产品结构优化调整，收入呈现波动向上趋势，此外伴随降本增效推进及产品结构智能化升级，盈利中枢向上。

➤ **2018-2020 年：**收入从 68.10 亿元下降至 65.02 亿元，归母净利润从 1.97 亿元提升至 5.89 亿元，公司产品结构调整且经营环境影响下收入略有下滑，然而伴随定价策略调整、精益生产稳步推进，利润实现较高增长，2019 年毛利率同比+7.5pct 至 32.5%；

- **2021年**：收入同比+28.8%至 83.73 亿元，归母净利润同比-1.93%至 5.77 亿元，收入增长主要系伴随经营环境复苏，公司把握智能产品成长红利，加大电商、家装渠道推广力度，利润略有下滑主要系铜材等原材料成本上涨（铜材采购单价同比+32%，毛利率同比-1.4pct），此外恒大工程项目计提减值产生影响；
- **2022年至今**：2022年收入同比-10.3%至 75.13 亿元，归母净利润同比+2.8%至 5.93 亿元，经营环境扰动影响线下客流量；2023Q1收入同比-1.7%至 11.10 亿元，归母净利润实现 311 万元，Q1 外部环境影响叠加淡季停窑检修，收入略有下滑，伴随经营环境好转、装修需求复苏，预计 3 月起订单及收入逐步回暖，利润承压主要系市场竞争激烈，公司加大产品促销以抢占市场份额，预计伴随 2023Q2-Q3 价格优惠逐步收紧，利润情况有望改善。

图表 2: 公司财务数据一览

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1
营业总收入	6810.48	6657.95	6502.38	8373.48	7513.46	1109.56
YOY		-2.24%	-2.34%	28.78%	-10.27%	-1.67%
归母净利润	197.09	556.25	588.51	577.15	593.03	3.11
YOY		182.23%	5.80%	-1.93%	2.75%	-88.15%
扣非归母净利润	67.44	506.93	533.47	532.65	540.73	-15.54
YOY		651.66%	5.24%	-0.15%	1.52%	
毛利率	25.01%	32.47%	31.46%	30.06%	32.85%	30.44%
期间费用率	20.61%	19.04%	19.84%	19.70%	22.96%	30.74%
销售费用率	10.92%	8.74%	8.29%	9.54%	9.52%	9.59%
管理+研发费用率	9.10%	9.68%	10.75%	9.97%	13.23%	21.13%
财务费用率	0.59%	0.62%	0.81%	0.19%	0.21%	0.03%
归母净利率	2.89%	8.35%	9.05%	6.89%	7.89%	0.28%
存货周转天数		109.84	100.41	77.34	98.75	160.09
较上年同期增减		109.84	-9.44	-23.06	21.41	
应收账款周转天数	13.99	13.02	12.57	11.98	16.66	27.09
较上年同期增减		-0.97	-0.44	-0.60	4.68	
应付账款周转天数	132.65	141.69	126.85	96.82	118.34	149.80
较上年同期增减		9.05	-14.84	-30.03	21.52	-57.65
合同负债	419.54	968.08	196.83	241.12	266.48	256.47
较上年同期增减	323.49	-38.87	-87.78	44.29	25.36	
经营性现金流净额	-327.68	721.49	1269.88	905.97	400.73	-580.77
较上年同期增减		1049.17	548.39	-363.91	-505.23	158.42
资本开支	470.77	540.47	612.15	1112.60	1278.18	278.78
较上年同期增减		69.70	71.67	500.45	165.58	-59.59
ROE	23.75%	34.74%	24.77%	19.44%	12.52%	0.07%
YOY (±)		10.99%	-9.97%	-5.33%	-6.92%	-0.82%
资产负债率	82.95%	76.05%	67.56%	66.08%	52.94%	49.04%
YOY (±)		-6.90%	-8.49%	-1.49%	-13.13%	



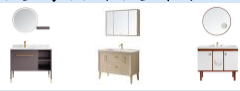



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 1.2 从卫浴走向全屋空间，全渠道快速发展

分品类：卫生陶瓷、龙头五金为核心，产品结构多元化、智能化。

- **卫生陶瓷**：主要包括坐便器、盆类及蹲便器等产品，2018-2022 年收入从 31.29 亿元提升至 35.10 亿元（CAGR 为 2.9%），收入占比约 45%+，收入增速较缓主要系消费升级、普通坐便器收入下滑，且 2022 年面临经营环境冲击。公司产品结构持续智能化升级，2018-2022 年智能/普通坐便器收入 CAGR 分别为 15.3%/-1.6%，智能坐便器占比从 38.2%提升到 53.8%，卫生陶瓷毛利率从 24.39%提升至 34.03%，智能化带动盈利中枢上移。
- **龙头五金**：主要包括淋浴花洒、水龙头等产品，2018-2022 年收入从 12.91 亿元提升至 20.70 亿元（CAGR 为 12.5%），收入占比从 19.0%提升到 27.5%，收入增长提速主要系电商发展带动销量增长，以及公司持续进行产品研发，智能恒温厨房龙头、智能花洒等收入贡献持续提升。
- 此外，公司产品矩阵逐渐从卫浴空间向全屋空间延展，伴随产品套系化销售比例提升，浴室柜、瓷砖、浴缸浴房产品及定制橱柜衣柜等持续贡献客单值及收入增量。

图表3: 公司收入结构按品类拆分(亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>营业总收入</b>	<b>68.10</b>	<b>66.58</b>	<b>65.02</b>	<b>83.73</b>	<b>75.13</b>
yoy		-2.2%	-2.3%	28.8%	-10.3%
毛利率	25.01%	32.47%	31.46%	30.06%	32.85%
<b>卫生陶瓷</b>	<b>31.29</b>	<b>30.99</b>	<b>29.98</b>	<b>37.34</b>	<b>35.10</b>
 yoy		-1.0%	-3.3%	24.6%	-6.0%
占比	45.9%	46.5%	46.1%	44.6%	46.7%
毛利率	24.39%	33.65%	34.53%	34.38%	34.03%
<b>其中: 坐便器</b>	<b>20.63</b>	<b>20.29</b>	<b>19.85</b>	<b>25.36</b>	<b>25.83</b>
yoy		-1.6%	-2.2%	27.8%	1.8%
卫生陶瓷中占比	65.9%	65.5%	66.2%	67.9%	73.6%
毛利率	23.32%	32.4%	32.3%	33.7%	
<b>*智能坐便器</b>	<b>7.87</b>	<b>9.01</b>	<b>10.02</b>	<b>14.03</b>	<b>13.89</b>
yoy		14.4%	11.2%	40.1%	-1.0%
坐便器中占比	38.2%	44.4%	50.5%	55.3%	53.8%
<b>*普通坐便器</b>	<b>12.76</b>	<b>11.28</b>	<b>9.84</b>	<b>11.33</b>	<b>11.94</b>
yoy		-11.6%	-12.8%	15.2%	5.3%
坐便器中占比	61.84%	55.61%	49.55%	44.68%	46.22%
<b>龙头五金</b>	<b>12.91</b>	<b>15.38</b>	<b>16.36</b>	<b>22.51</b>	<b>20.70</b>
 yoy		19.1%	6.4%	37.6%	-8.0%
占比	19.0%	23.1%	25.2%	26.9%	27.5%
毛利率	27.50%	31.63%	29.38%	27.90%	30.50%
<b>浴室家具(浴室柜)</b>	<b>9.32</b>	<b>8.61</b>	<b>7.20</b>	<b>9.24</b>	<b>8.08</b>
 yoy		-7.7%	-16.3%	28.3%	-12.6%
占比	13.7%	12.9%	11.1%	11.0%	10.8%
毛利率	18.96%	29.20%	28.75%	27.79%	32.21%
<b>瓷砖</b>	<b>6.83</b>	<b>5.29</b>	<b>5.58</b>	<b>6.25</b>	<b>5.12</b>
 yoy		-22.5%	5.4%	12.1%	-18.0%
占比	10.0%	7.9%	8.6%	7.5%	6.8%
毛利率	21.45%	27.49%	24.55%	20.60%	
<b>浴缸浴房</b>	<b>4.69</b>	<b>4.30</b>	<b>3.90</b>	<b>5.59</b>	<b>4.13</b>
 yoy		-8.3%	-9.5%	43.5%	-26.2%
占比	6.9%	6.5%	6.0%	6.7%	5.5%
毛利率	30.61%	37.97%	36.95%	34.27%	
<b>定制橱柜</b>	<b>2.00</b>	<b>1.19</b>	<b>1.29</b>	<b>1.84</b>	<b>1.05</b>
 yoy		-40.2%	8.4%	42.1%	-42.9%
占比	2.9%	1.8%	2.0%	2.2%	1.4%
毛利率	24.78%	17.74%	18.73%	18.63%	
<b>其他品类及配件</b>	<b>0.56</b>	<b>0.40</b>	<b>0.48</b>	<b>0.54</b>	<b>0.58</b>
yoy		-27.2%	17.9%	12.4%	7.9%
毛利率	33.11%	31.34%	44.52%	43.15%	
<b>其他业务</b>	<b>0.51</b>	<b>0.42</b>	<b>0.25</b>	<b>0.43</b>	<b>0.38</b>
yoy		-18.7%	-40.7%	74.4%	-11.4%
毛利率	50.43%	38.75%	-3.34%	-29.22%	

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

**分渠道: 经销渠道为主, 电商、家装占比快速提升。**公司经销为主, 2018-2022年终端网点数量(经销+分销)从7135家提升至13378家, 收入占比平均为92%。分销售渠道来看, 2022年零售/工程/电商/家装收入分别实现30.71亿元/18.51亿元/15.08亿元/10.45亿元(分别同比-12.2%/-21.1%/-1.5%/+9.2%), 收入占比分别为40.9%/24.6%/20.1%/13.9%。近年来伴随渠道流量结构多样化, 公司积极拓展多元销售网络, 深入下沉到社区和乡镇家装领域, 零售收入占比有所下降, 工程渠道保持相对平稳, 电商和家装收入保持快速增长; 2018-2022年电商/家装收入CAGR分别为32.3%/24.9%, 收入占比分别从7.2%/6.3%提升至20.1%/13.9%。



图表 4: 公司收入结构按渠道拆分 (亿元)

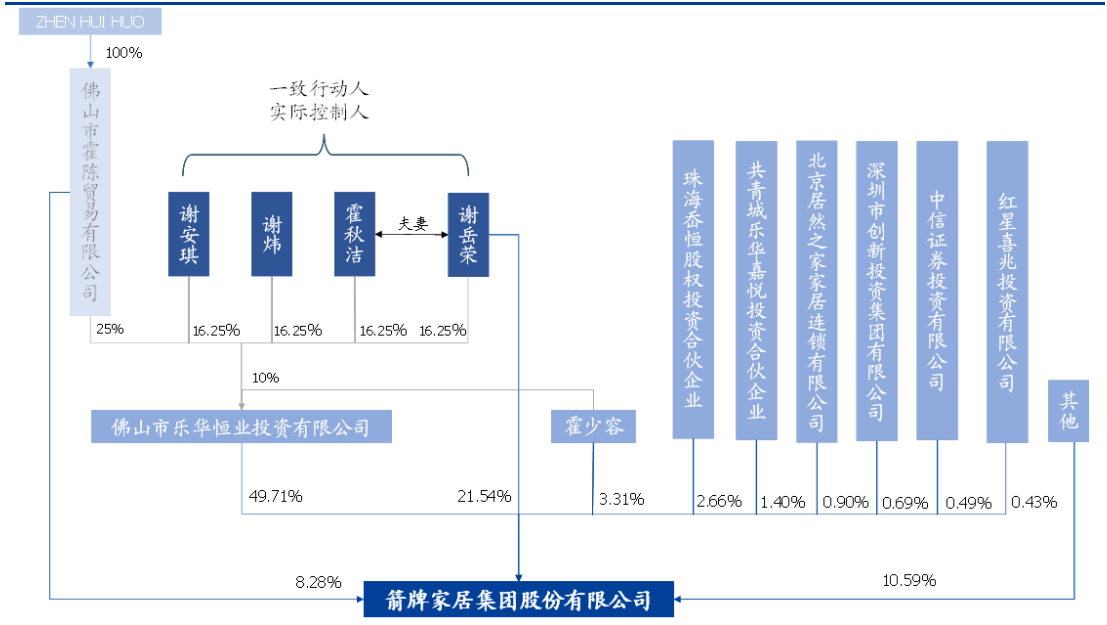
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>营业总收入</b>	<b>68.10</b>	<b>66.58</b>	<b>65.02</b>	<b>83.73</b>	<b>75.13</b>
yoy		-2.2%	-2.3%	28.8%	-10.3%
毛利率	25.01%	32.47%	31.46%	30.06%	32.85%
<b>零售</b>	<b>39.34</b>	<b>33.81</b>	<b>30.21</b>	<b>34.98</b>	<b>30.71</b>
yoy		-14.05%	-10.66%	15.80%	-12.21%
占比	57.76%	50.78%	46.45%	41.77%	40.87%
毛利率	24.24%	34.94%	32.93%	34.00%	
<b>其中: 经销</b>	<b>39.14</b>	<b>33.71</b>	<b>30.10</b>	<b>34.80</b>	<b>30.58</b>
yoy		-13.87%	-10.69%	15.61%	-12.12%
占零售比重	99.49%	99.70%	99.66%	99.50%	99.60%
毛利率	24.17%	34.93%	32.95%	33.99%	
<b>其中: 直销</b>	<b>0.20</b>	<b>0.10</b>	<b>0.10</b>	<b>0.17</b>	<b>0.12</b>
yoy		-49.41%	1.12%	70.58%	-29.99%
占零售比重	0.51%	0.30%	0.34%	0.50%	0.40%
毛利率	38.03%	39.83%	26.91%	36.13%	
<b>工程</b>	<b>18.91</b>	<b>20.34</b>	<b>19.19</b>	<b>23.44</b>	<b>18.51</b>
yoy		7.53%	-5.65%	22.16%	-21.05%
占比	27.77%	30.55%	29.51%	28.00%	24.63%
毛利率	25.53%	28.72%	30.69%	24.63%	
<b>经销</b>	<b>15.71</b>	<b>18.72</b>	<b>17.94</b>	<b>20.87</b>	<b>16.96</b>
yoy		19.20%	-4.17%	16.31%	-18.71%
占工程比重	83.04%	92.05%	93.49%	89.01%	91.64%
毛利率	21.08%	27.37%	29.39%	23.29%	
<b>直销</b>	<b>3.21</b>	<b>1.62</b>	<b>1.25</b>	<b>2.58</b>	<b>1.55</b>
yoy		-49.60%	-22.72%	106.16%	-39.98%
占工程比重	16.96%	7.95%	6.51%	10.99%	8.36%
毛利率	47.32%	44.29%	49.39%	35.48%	
<b>电商</b>	<b>4.92</b>	<b>8.17</b>	<b>10.30</b>	<b>15.31</b>	<b>15.08</b>
yoy		65.93%	26.15%	48.61%	-1.47%
占比	7.23%	12.26%	15.84%	18.28%	20.08%
毛利率	28.52%	29.81%	28.77%	33.67%	
<b>经销</b>	<b>4.82</b>	<b>7.23</b>	<b>8.02</b>	<b>8.99</b>	<b>8.12</b>
yoy		50.06%	10.95%	12.12%	-9.72%
占电商比重	97.89%	88.53%	77.86%	58.74%	53.83%
毛利率	28.45%	27.14%	22.51%	23.33%	
<b>直销</b>	<b>0.10</b>	<b>0.94</b>	<b>2.28</b>	<b>6.32</b>	<b>6.96</b>
yoy		801.64%	143.40%	176.96%	10.27%
占电商比重	2.11%	11.47%	22.14%	41.26%	46.17%
毛利率	31.60%	50.37%	50.80%	48.38%	
<b>家装</b>	<b>4.30</b>	<b>3.85</b>	<b>5.08</b>	<b>9.58</b>	<b>10.45</b>
yoy		-10.36%	31.95%	88.49%	9.19%
占比	6.31%	5.78%	7.81%	11.44%	13.91%
毛利率	17.63%	29.63%	33.26%	27.56%	
<b>经销</b>	<b>4.13</b>	<b>3.85</b>	<b>5.08</b>	<b>9.57</b>	<b>10.45</b>
yoy		-6.97%	32.11%	88.43%	9.18%
占家装比重	96.24%	99.88%	100.00%	99.96%	99.96%
毛利率	16.34%	29.62%	33.26%	27.56%	

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3 家族持股集中, 股权激励绑定高管

股权结构集中, 产业资源丰富。公司实际控制人为谢岳荣、霍秋洁、谢炜及谢安琪一家四人, 合计持股比例为 53.85%, 其中创始人谢岳荣持股 29.62%, 实控人家族 (实际控制人+霍少荣+霍振辉) 合计持股比例为 82.84%, 股权结构较为集中。2019 年公司设立员工持股平台乐华嘉悦, 覆盖 50 名核心管理人员和技术人员, 持股比例为 1.4%; 2020 年公司引入高瓴、深创投等战略投资者进一步提升治理水平; 此外, 公司引入居然之家、红星美凯龙等产业合作方投资者, 有利于进一步提升业务协同性。

图表 5: 公司股权结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**高管经验丰富，股权激励深度绑定管理层。**董事长谢岳荣 1984 年任东平陶瓷厂助理工程师、副厂长，1994 年创办顺德市乐华陶瓷洁具厂，具备丰富陶瓷行业生产及管理经验，公司主要高管成员均具备 15 年以上行业经验。2023 年 5 月公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟向中层管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员等合计 180 人授予限制性股票 600 万股，占公司股本总额的 0.62%，授予价格为 9.13 元/股，充分激励及绑定核心高管人员。

图表 6: 高管持股及履历情况

姓名	职位	合计持股比例	任职年份	主要履历
谢岳荣	董事长、董事、总经理	29.62%	2013	1984/8-1992/7, 任东平陶瓷厂助理工程师、副厂长; 1992/8-1994/8, 任荣达铝合金厂厂长; 1994/8-1997/8, 任顺德市乐华陶瓷洁具厂总经理; 1997/8-2013/4, 任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司总经理; 2013/4 至今, 任公司董事长, 总经理; 2015/8 至今, 任公司控股股东佛山市乐华恒业实业投资有限公司董事长。
霍秋洁	副总经理	8.08%	2013	1986-1991, 任佛山市永利坚铝型材有限公司会计; 1991-1993, 任佛山环球家具有限公司财务负责人; 1994/8-1997/8, 任顺德市乐华陶瓷洁具厂财务主管; 1997/8-2013/4, 任佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司财务主管; 2013/4 至今, 任公司董事, 副总经理; 2015/8 至今, 任公司控股股东乐华恒业投资的董事。
谢炜	副总经理	8.08%	2017	2017/6-2019/12, 任公司总经理助理; 2019/12 至今, 任公司董事, 副总经理。
谢安琪	董事、财务共享服务中心总监	8.08%	2015	2015/6-2018/1, 任公司总经理助理; 2018/2-2021-4, 任公司财务中心部门经理; 2019/12 至今, 任公司董事; 2021/5 至今, 任公司财务共享服务中心总监。
ZHEN HUI HUO(霍振辉)	董事、副总经理	20.71%	2013	1982-1986, 任东平陶瓷厂工程师; 1987-1992, 任佛山市石湾鹰牌集团工程师; 2010 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;

				2013/4-2019/12, 任箭牌有限董事, 副总经理; 2019/12 至今, 任发行人董事, 副总经理。
杨伟华	副总经理、 董事会秘书	0.07%	2017	2008-2017, 任广州珠江钢琴集团股份有限公司董事会秘书; 2017/12 至今, 任公司副总经理、董事会秘书。
彭小内	财务总监	0.05%	2017	2005/8-2013/9, 任广东美的生活电器制造有限公司财务经理, 副总监; 2013/9-2015/4, 任美的清湖净水设备有限公司财务经理; 2015/10-2016/7, 任广东海鸥卫浴股份有限公司预算及成本经理; 2016/7-2017/7, 任广东上风环保科技有限公司财务总监; 2017/8-2019/12, 任公司财务中心副总监; 2019/12 至今, 任公司财务总监。
刘广仁	副总经理	0.07%	2019	1988/7-1994/7, 任洛阳建筑陶瓷厂技术员, 技术科长; 1994/7-1997/9, 任河南兆峰陶瓷有限公司总工程师; 1997/10-2002/8, 任浙江温州西山特种陶瓷集团有限公司洁具分公司经理; 2002/9-2019/12, 历任法恩品管部经理, 安华卫浴事业部总经理; 2019/12 至今, 任公司副总经理。
卢金辉	副总经理	0.09%	2019	2004-2016, 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经理, 美的集团冰箱事业部销售总监; 2016-2018, 任美国惠而浦(中国)冰箱公司总经理; 2018-2019, 任台湾鸿海富士康集团 H 次集团副总经理; 2019/3 至今, 任公司副总经理。
张德华	副总经理	-	2022	2001/7-2005/10, 任东莞三星视界有限公司经营革新负责人等职务; 2006/2-2017/2, 任海尔集团六西格玛管理总监, 质量创新总监; 2017/3-2019/9, 任超威集团质量总监; 2020/2-2021/6, 任天能电池集团股份有限公司总裁助理兼质量总监; 2022/2 至今, 任公司董事长助理兼品质管理中心品质总经理。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2023 年限制性股票激励计划

激励对象	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	解除限售期	公司层面业绩考核目标
中层管理人员、核心管理人员及核心技术(业务)人员 (180人)	514.92	85.82%	第一个解除限售期	2023年营业收入同比增长率不低于15%; 扣除非经常性损益的净利润同比增长率不低于20%
			第二个解除限售期	2024年营业收入同比增长率不低于10%; 扣除非经常性损益的净利润同比增长率不低于15%
			第三个解除限售期	2025年营业收入同比增长率不低于10%; 扣除非经常性损益的净利润同比增长率不低于15%
预留部分	85.08	14.18%	第一个解除限售期	2024年营业收入同比增长率不低于10%; 扣除非经常性损益的净利润同比增长率不低于15%
			第二个解除限售期	2025年营业收入同比增长率不低于10%; 扣除非经常性损益的净利润同比增长率不低于15%
			第三个解除限售期	2026年营业收入同比增长率不低于10%; 扣除非经常性损益的净利润同比增长率不低于15%
<b>合计</b>	<b>600</b>	<b>100.00%</b>		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

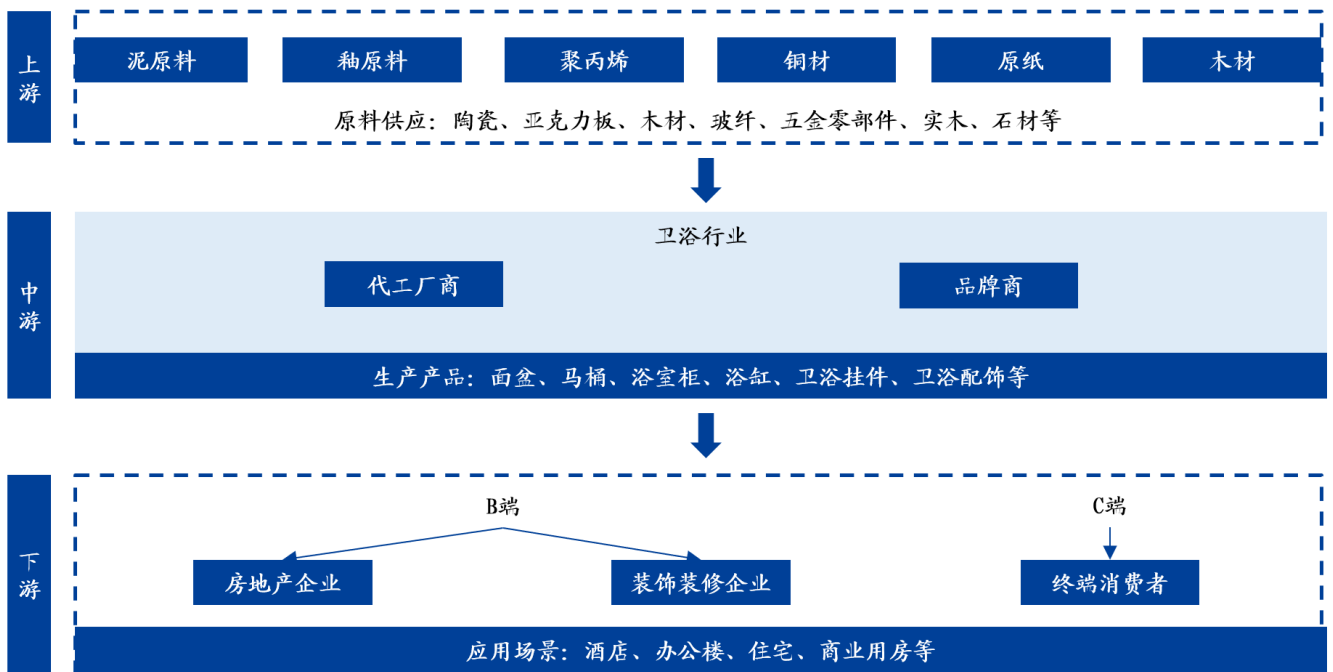
注: “营业收入”指经审计的上市公司营业收入; “扣除非经常性损益的净利润”指经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润, 但剔除本次及其它股权激励计划或员工持股计划的股份支付费用影响的数值作为计算依据

## 2.卫浴行业：结构升级，国牌崛起

### 2.1 存量需求释放，规模稳健扩张

**卫浴产业链：**上游：主要为原材料开采及加工行业，包括泥原料、釉原料、聚丙烯、铜材、原纸和木材等，上游企业众多、供应充足，行业竞争相对充分，因此卫浴企业议价能力相对较强。中游：卫浴行业主要参与者包括代工厂商与品牌商，通常自主品牌相较代工品牌具有更强的议价能力，毛利率更高，但在消费者培育与市场推广方面投入力度更大。下游：主要为B端的房地产、装修装饰企业以及C端消费者，应用场景以住宅为主，还包括酒店、办公楼、商用房等非住宅场景。

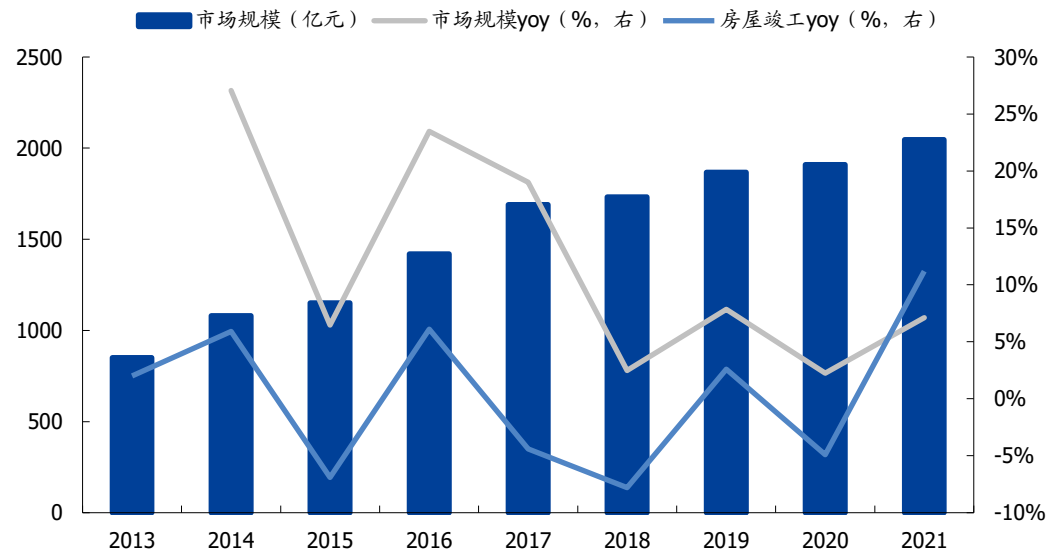
图表 8：卫浴行业产业链



资料来源：华经产业研究院，国盛证券研究所

**行业规模稳健扩张，存量需求释放接力增长。**卫浴属地产后周期行业，受益于地产飞速发展红利以及城镇化进程推进、实现高速增长。2018年以来，地产新开工、竣工以及销售数据下滑导致卫浴行业新房市场需求受损，但同时大量存量房进入翻修周期，对冲新房需求下滑影响，且伴随国内居民收入水平持续提高，我国卫浴行业市场规模仍实现稳步提升，且逐渐转向高质量发展。据中国建筑卫生陶瓷协会卫浴分会数据，2021年中国卫浴行业市场规模2046亿元，同比增长7.1%，2017-2021年CAGR为4.9%。

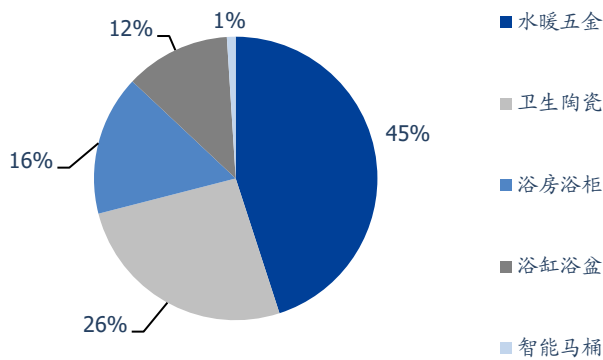
图表 9: 2013-2021 年中国卫浴行业市场规模及增速与房屋竣工增速拟合



资料来源: 华经产业研究院, 中国建筑卫生陶瓷协会卫浴分会, Wind, 国盛证券研究所

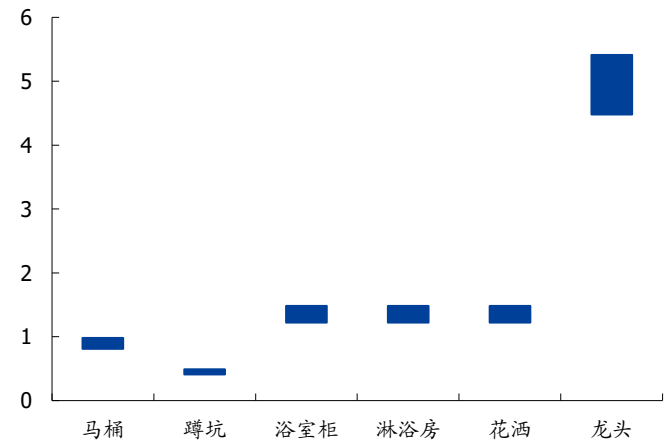
**卫浴产品种类多元, 水暖五金与卫生陶瓷为核心品类。**卫浴产品涵盖卫生陶瓷、龙头五金、瓷砖、浴室柜、浴缸浴房及其他家居用品等, 水暖五金及卫生陶瓷(不含智能马桶)为前两大品类, 市场份额分别为 45%/26%。其中, 卫生陶瓷主要包括坐便器、蹲便器、小便器等; 龙头五金包含水龙头、五金挂件、水槽和花洒等产品以及相配套的软管、阀芯、支撑管组件、升降杆等, 淋浴花洒所占价值量比例较高。

图表 10: 中国卫浴行业各品类占比



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 11: 2021 年中国卫浴细分品类市场需求 (亿套)

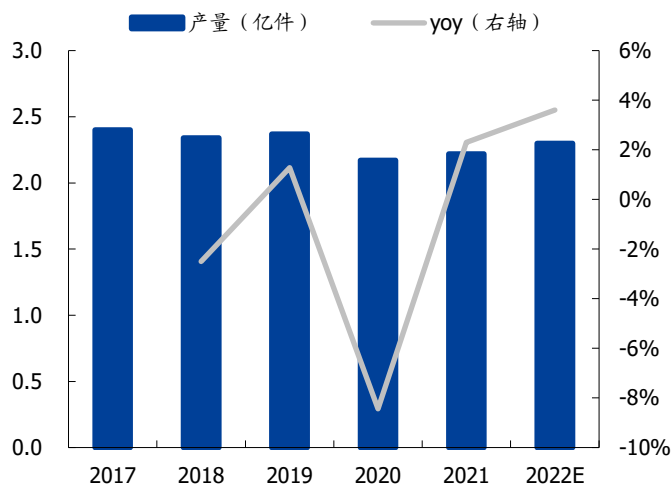


资料来源: 卫浴头条网, 国盛证券研究所

- **水暖五金:** 据陶瓷网数据, 2021 年五金卫浴类产品(水暖管道和建筑金属装饰材料)规模以上企业主营业务收入合计 1595.5 亿元(同比增长 21.6%), 利润总额 78.7 亿元(同比增长 16.0%)。海外市场受宏观环境波动影响, 消费需求由外出转向家居场景, 五金卫浴出口实现强劲增长, 2021 年出口总额为 106.9 亿美元(同比增长 26.9%)。
- **卫生陶瓷:** 据中国建筑卫生陶瓷协会数据, 2021 年全国规模以上卫生陶瓷产量 2.22 亿件(同比增长 2.3%), 主营业务收入累计 855.0 亿元(同比增长 11.0%), 近 5 年 CAGR 为 35.9%。受 2020 年低基数以及 2021 年海外产能不足影响, 2021 年我国卫生陶瓷出口量、出口额均创造历史新高, 出口量同比增长 16.8%至 1.10 亿件, 出

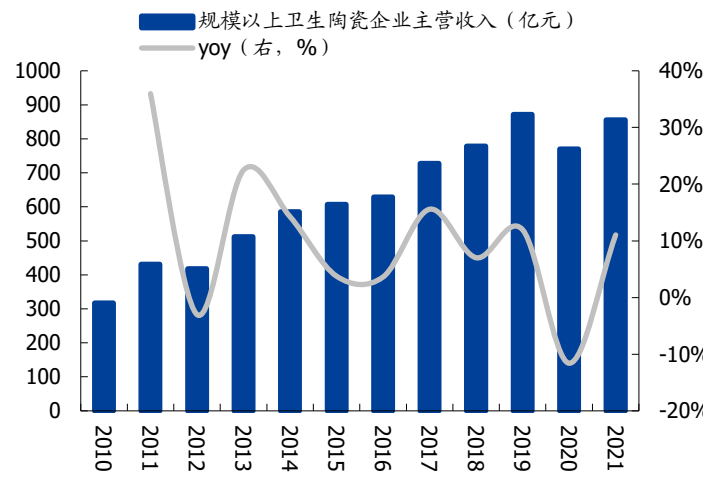
口额同比增长 12.1%至 98.8 亿美元。

图表 12: 2017-2022E 中国卫生陶瓷产量



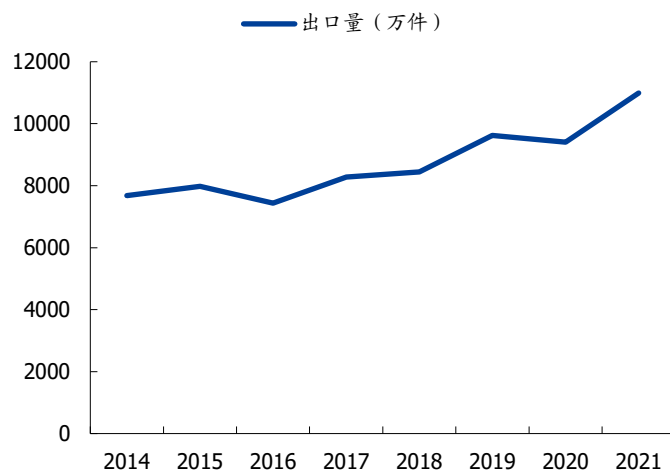
资料来源: 陶瓷网, 中国建筑卫生陶瓷协会, 国盛证券研究所

图表 13: 中国规模以上卫生陶瓷企业主营收入



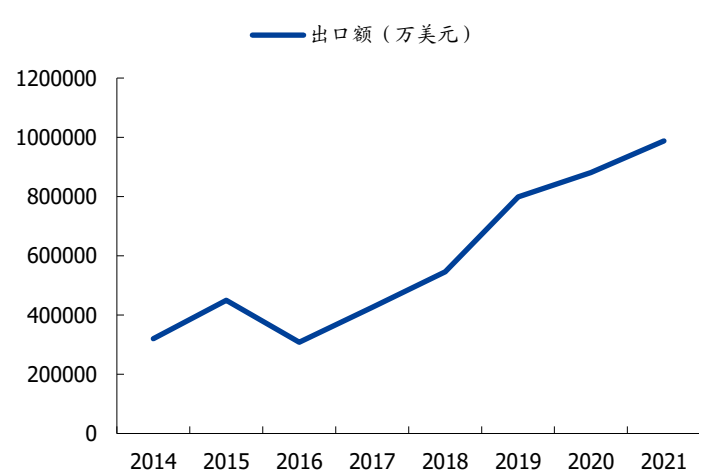
资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 14: 卫生陶瓷出口量



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国盛证券研究所

图表 15: 卫生陶瓷出口额



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国盛证券研究所

**渠道结构多样化, 经销为主, 线上发展提速。**卫浴销售渠道主要包括门店零售、家装、工程以及线上电商平台, 渠道呈现多样化、立体化、碎片化趋势, 经销商渠道仍为主流。2020 年以来线下零售受冲击最为严重、关店潮出现, 但头部品牌抗风险能力相对更强, 逆势加速整合。伴随消费升级深化, 消费者愈发注重消费过程体验, 线上线下融合的“新零售”模式应运而生, 一方面能够利用大数据精准把控消费者购买行为和真实需求, 另一方面能补足纯线上模式的购物体验短板, 因此逐渐成为行业新趋势。

**经销与直销渠道均存准入壁垒, 新进较难突破。**经销渠道要求企业具有拓展能力的经销商及管理经验的人才, 而新品牌取得经销商认可的时间周期较长且难度较大, 建设广泛渠道网络也需要企业具备强大的支持体系。直销模式主要通过工程渠道销售, 工程客户一般通过招投标方式选择供应商, 对供应商的生产销售规模、资金实力、产品质量、品牌影响力、产品报价、供货能力等方面具有严格要求, 新进企业难以完全满足准入要求。

图表 16: 卫浴行业销售渠道类型及流量来源

渠道类型	流量来源
门店零售渠道	专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店散客。
泛家装渠道	家装公司提供的全包、半包，设计师渠道提供的全卫定制、高端定制等。
工程渠道	地产公司精装房战略合作，区域性住宅楼盘、市政工程、商业、写字楼等。
电商渠道	天猫、京东、苏宁易购等电商平台流量，小红书、抖音、B站等私域平台流量。
其他碎片化渠道	铺贴工、工长、微信群等等。

资料来源：华经情报网，国盛证券研究所

## 2.2 格局：国产品牌何以突围？

卫浴行业格局演绎可分为如下三个阶段：

**外资入主，国产初生（1970-1990）：**美标、科勒和 TOTO 等外资品牌相继进入中国市场，依托技术优势和品牌优势在沿海地区高档宾馆、写字楼、住宅兴起，树立高端品牌形象。国内卫生洁具行业初生，本土品牌尚未形成规模，产品种类单一、生产效率相对落后，以中低端市场为主。

**行业高增，国牌涌现（1990-2010）：**中国卫生洁具市场呈高速增长态势，消费者对于卫浴间整洁舒适体验要求进一步提高，产品趋向多样化与个性化。众多本土卫浴企业崛起，但尚未出现全国性巨头，且仍以中低端市场为主；外资品牌在占领高端市场的同时，逐渐向中端市场渗透。

**竞争加剧，内外交锋（2013年至今）：**2014年3月10日，中国建筑材料联合会与中国建筑卫生陶瓷协会联合发布《建筑卫生陶瓷行业兼并重组的指导意见》，文件指出“到2015年建筑卫生陶瓷前10家企业产业集中度达到20%；到2020年达到40%”。卫浴行业加速洗牌，步入品牌集中化阶段，箭牌、惠达、九牧等本土卫浴品牌迈向全国化，资金、人才、技术、渠道等产业资源向头部厂家靠拢。凭借多年技术积累和市场开拓，本土品牌逐渐向中高端市场进军，与逐步下沉的外资品牌正面交锋。

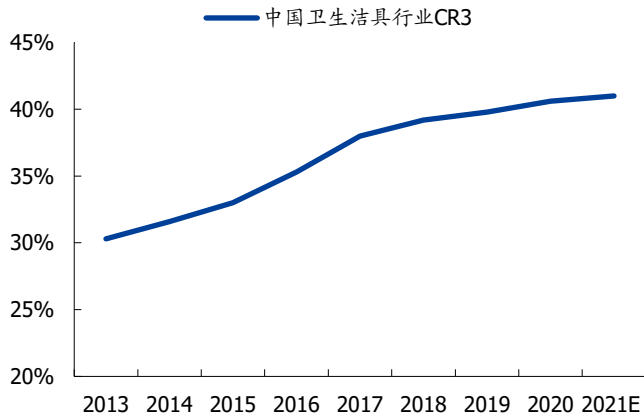
图表 17: 中国卫浴行业竞争格局

市场参与者	客群特征	竞争力	代表企业	21年市占率	门店数量
外资品牌	注重品牌附加值和产品设计，价格敏感度较低，高端品牌在国内受众较小	品牌悠久，附加值高，技术实力较强，占领高端市场，逐步向低端市场渗透	科勒	21%	900+
			TOTO	12%	500-1000
内资品牌	相对注重品牌附加值、产品设计和功能性，价格敏感度相对较低	品牌认知度和结束水平加速提升，渠道渗透率较高，逐步切入外资品牌占据的高端市场	箭牌家居	8%	13378
			惠达卫浴	4%	2874
			恒洁卫浴	3%-4%	1000+
			东鹏控股	1%	7000+（含瓷砖）
帝欧家居	1%	帝王近千个，欧神诺近4000个			
区域品牌：中宇、澳斯曼、阿波罗、四维等	价格敏感度高，对品牌认知度低，更注重功能性	局部区域优势明显，但品牌、渠道、制造和研发方面处于劣势，行业洗牌中可能逐步被整合	-	-	-

资料来源：箭牌家居招股说明书，Wind，卫浴网，观研天下，东鹏控股官方，帝欧家居公告，国盛证券研究所  
注：恒洁卫浴市占率数据为2018年，或与2021年存在偏差

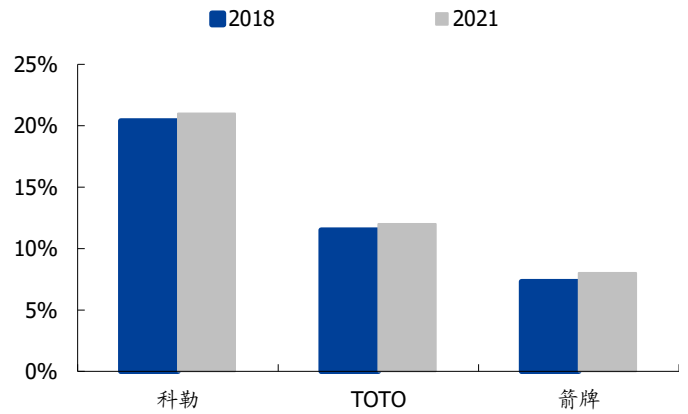
行业整合提速，外资居首，内资箭牌领航。近年来我国卫浴市场集中度呈上升趋势，据观研天下数据，2013-2021年行业CR3由30%提升至41%。对标日本（CR3近90%），我国卫生洁具行业集中度仍有较大提升空间，具有品牌、渠道、生产研发优势的头部企业有望持续横向整合，强化市场地位。从内外资结构来看，据观研天下数据，2021年外资品牌科勒/TOTO位列前二，合计市场份额约33%；内资玩家中箭牌领航，市场份额约8%。

图表 18: 2013-2021 年中国卫浴行业 CR3 变化趋势



资料来源：公司公告，观研天下，国盛证券研究所  
注：2013-2018年数据来源“公司公告”

图表 19: 2018-2021 年卫浴行业 CR3 市场份额对比



资料来源：观研天下，招股说明书，国盛证券研究所

内资品牌性价比高，大众定位覆盖范围广。国产品牌价格带覆盖消费群体更加广泛，相同价格带内、头部品牌以较小的溢价为消费者提供更强的品牌背书与产品体验。近年来，国内市场“理性为先，感受至上”的消费理念盛行，国产头部卫浴品牌与消费者“理性决策”与“体验要求”最为契合。

图表 20: 内资品牌与外资品牌产品价格区间对比 (元)

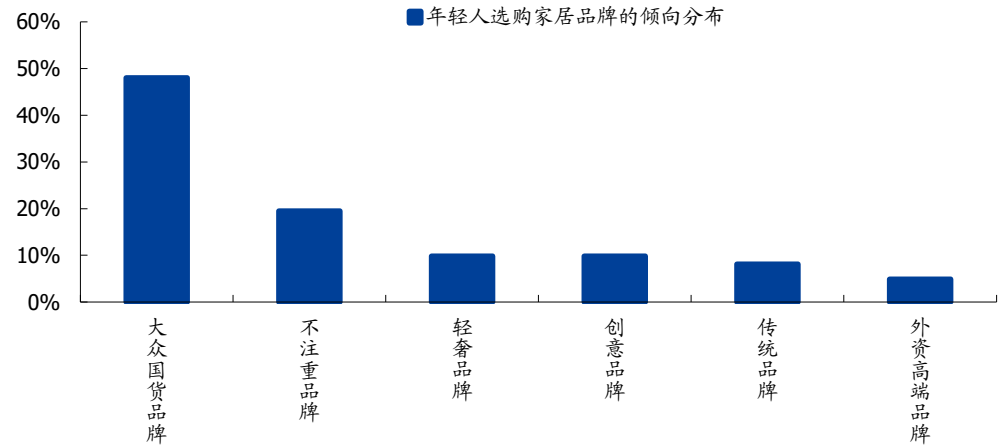
产品类别	内资品牌			外资品牌	
	箭牌	惠达	恒洁	科勒	TOTO
普通座便器	799-1399	769-1199	759-2629	2279-6712	3340-32870
智能座便器	1699-17399	2200-11949	2359-56000	4811-23179	8718-58760
普通花洒	649-1299	449-700	529-1359	961-2532	1920-5020
恒温花洒	1799-4599	899-1000	659-5099	3419-16074	4020-6710

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，国盛证券研究所  
注：采取天猫平台 2023 年 6 月 5 日折后价格

年轻群体民族认同和文化自信强化，成为国货消费主力军。据奥维云网调研数据显示，约 48% 的年轻消费者在选购家居产品时倾向于大众国货品牌，而倾向外资高端品牌的比例仅有 5%。由此看出，年轻消费者在进行家居产品选购决策时愈发注重产品样式、功能、使用便利性等，盲目追求进口高端大牌的热度逐步弱化，消费偏好趋于务实；伴随年轻群体购买力增强，国产品牌影响力有望持续扩大。



图表 21: 年轻人选购家居品牌的倾向分布



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

**内资品牌线上领跑, 线上线下有望发挥协同。**线上平台销量快速提升, 据京东平台数据显示, 2022 年浴室柜、智能坐便器、花洒为代表的三大品类线上销量分别同比增长 53.7%/46.1%/27.2%。国产品牌相较外资品牌渠道灵活度更高, 在线上平台占据优势地位, 2022 年京东平台卫浴品类销售额 TOP3 均为国产品牌, 有望借助线上渠道提高推广效力, 进一步打造线上线下闭环链路。

**高端与下沉市场双向发力, 国产品牌势能向上。**卫浴产品强功能属性决定消费者对品质与性能具有较高要求, 国内头部品牌兼顾性价比与品牌力, 为大众群体最优选择。**高端市场:**内资品牌龙头向上布局, 与外资头部品牌正面交锋, 伴随技术成熟与工艺精进, 内外资品牌产品力本身并无明显区隔, 且内资品牌兼具价格优势与渠道优势, 有望持续替代进口品牌;**下沉市场:**内资品牌向下布局推进渠道下沉, 借助规模优势降低成本, 品牌力支撑下持续挤占杂牌产品份额, 把握行业洗牌机遇。

图表 22: 2021-2022 年京东平台卫浴主要品类销售情况

	浴室柜	坐便器	智能坐便器	淋浴花洒
2021年销量 (万台)	87.9	118.0	52.5	626.7
2022年销量 (万台)	135.1	130.6	76.7	797.2
yoy	53.7%	10.7%	46.1%	27.2%

资料来源: 奥维云网, 京东平台数据, 国盛证券研究所

图表 23: 2022 年京东平台卫浴品牌销售额 TOP10

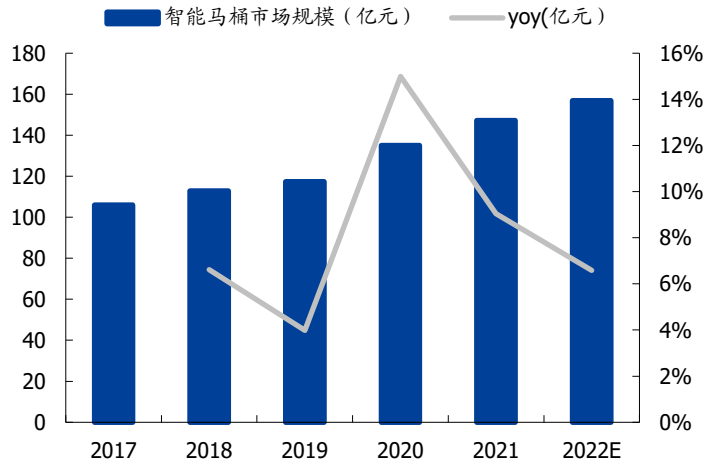
排名	销售额TOP10
1	九牧
2	箭牌卫浴
3	四季沐歌
4	松下
5	潜水艇
6	恒洁
7	欧普
8	雷士
9	京东京造
10	科勒

资料来源: 奥维云网, 京东平台数据, 国盛证券研究所

### 2.3 空间: 智能品类潜力几何?

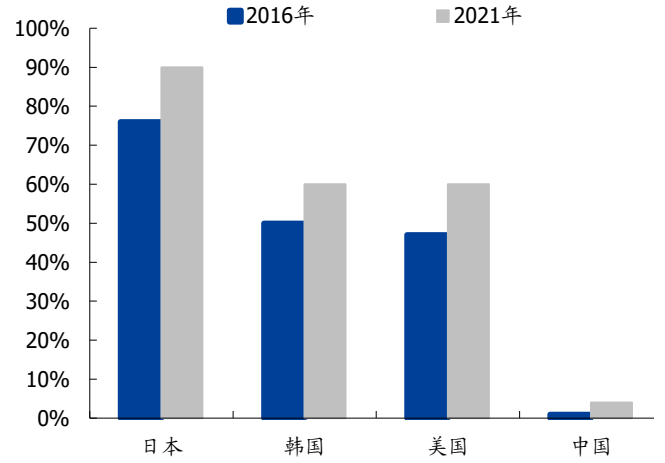
**智能马桶市场规模高速增长, 渗透率提升空间充足。**据华经产业研究院数据, 2017-2021 年, 我国智能马桶市场规模由 105.9 亿元增长至 147.2 亿元, CAGR 为 8.6%; 当前国内市场渗透率仅为 4%, 对比日本 (90%)、韩国 (60%)、美国 (60%) 等成熟海外成熟市场, 我国智能座便器行业尚处于起步初期, 渗透率提升空间充足。

图表 24: 2017-2022E 中国智能马桶市场规模 (销售额)



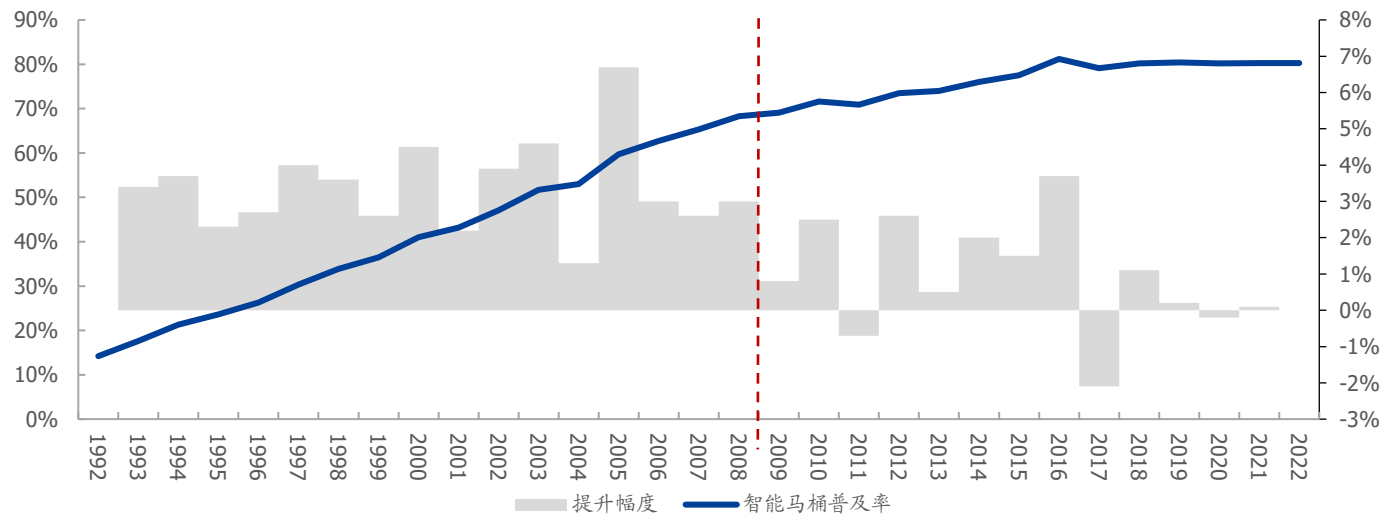
资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 25: 2016&2021 年各国智能马桶渗透率对比



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

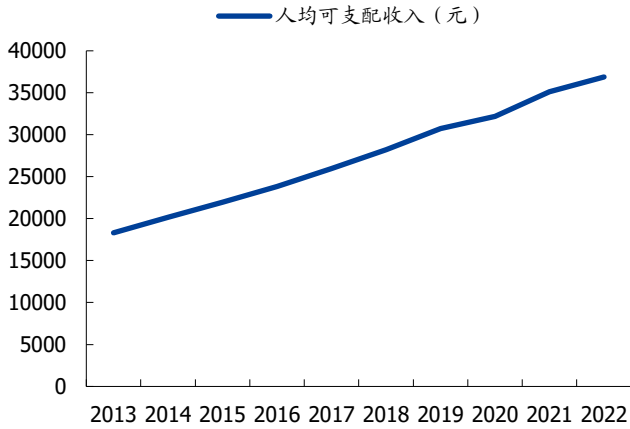
图表 26: 日本智能马桶普及率与提升速度



资料来源: 日本内阁府, 国盛证券研究所

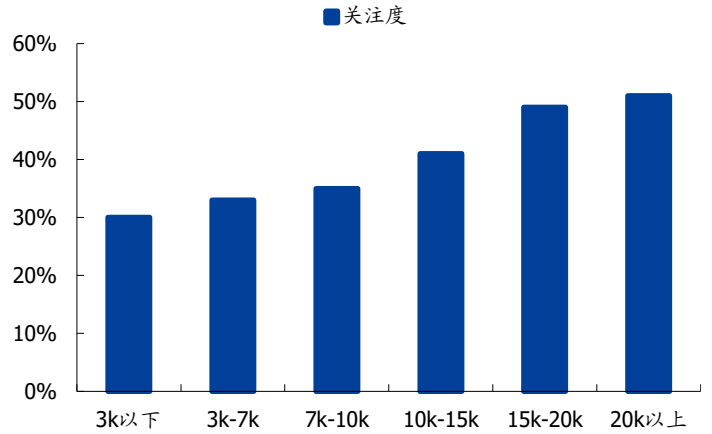
**家居消费升级, 智能产品享受功能溢价。**伴随我国人均可支配收入水平持续提升, 家装消费升级趋势愈发明显, 智能马桶功能不断优化迭代, 为消费者提供更加舒适的使用体验。据智研咨询调研数据, 消费者对智能马桶产品的关注度随收入提升而增长, 月薪 2 万元以上人群关注度超过 50%, 拥有一定消费能力的中青年群体为智能坐便器的购买主力, 愿意为功能、设计与使用体验支付溢价。

图表 27: 2013-2022 年中国人均可支配收入



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所



图表 28: 不同收入层级消费者对智能马桶关注度



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

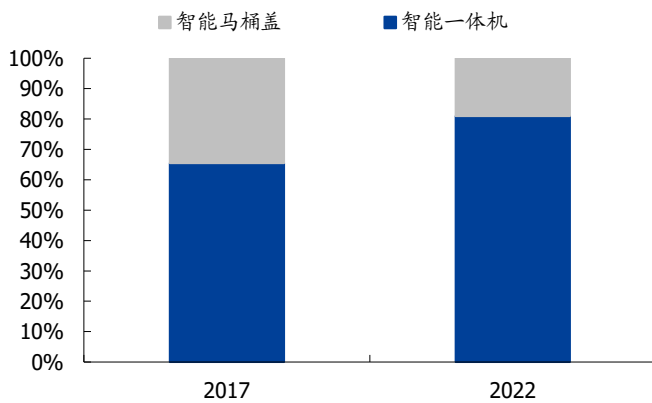
品类分化深入, 一体机占比显著提升。智能坐便器产品包括分体式与一体式, 分体式即智能马桶盖, 可安装在传统坐便器之上, 具备智能马桶基础功能; 一体式智能坐便器将坐便器主体与智能便盖融为一体, 外观及功能更为完整, 同时售价更高。据奥维云网(AVC)线上监测数据, 2017-2022 年智能一体机在智能坐便器零售额中的占比从 65.5% 提升至 81.0%, 在零售量中占比由 51.4% 提升至 67.1%。

图表 29: 智能马桶一体机与智能马桶盖对比

产品类型	价格带 (元)	优点	缺点
 智能马桶一体机	2000-12000	1. <b>功能全面</b> : 具备自动感应翻盖、离座冲水等智能马桶无法实现的更加智能便捷的功能 2. <b>美观性</b> : 整体感强, 美观大气 3. <b>服务完善</b> : 一般提供上门安装服务	<b>价格较高</b> : 产品单价明显高于智能马桶盖与普通马桶
 智能马桶盖	900-2000	1. <b>性价比</b> : 具备智能马桶一体机的基本功能, 但价格更便宜 2. <b>自主安装</b> : 可以自己动手安装拆卸, 更换方便	1. <b>操作不爬</b> : 空间有限, 操作按钮较小且繁复 2. <b>容易藏污</b> : 与马桶连接处容易藏污纳垢

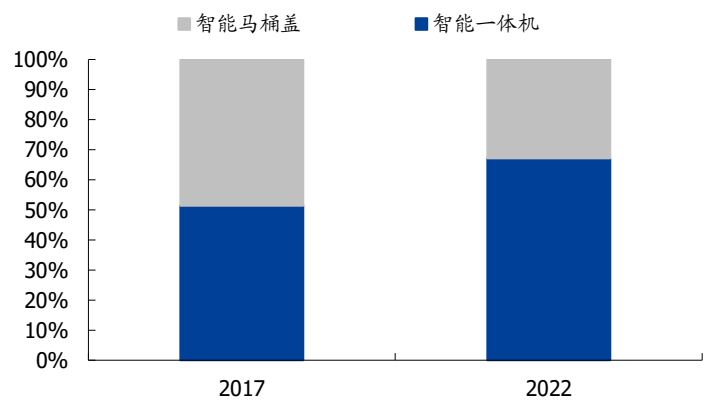
资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 30: 智能马桶一体机与智能马桶盖线上销售额占比



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

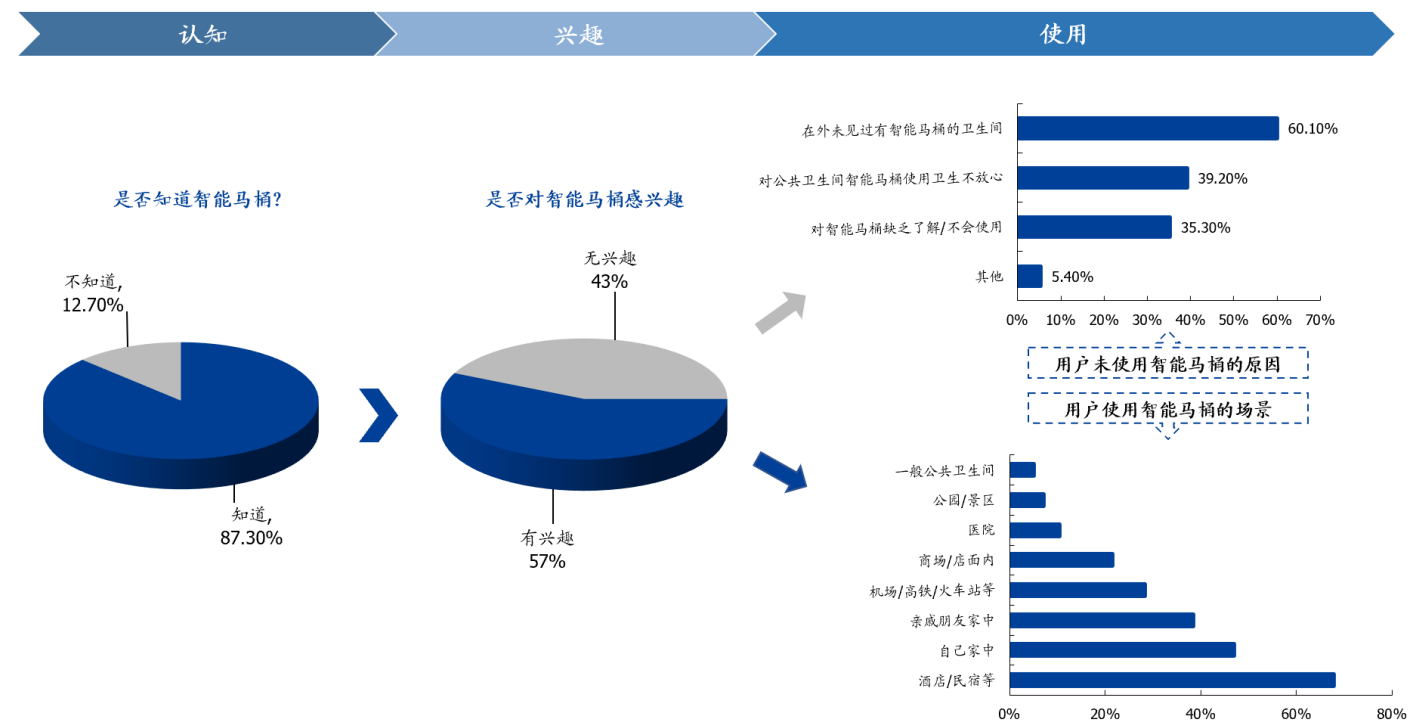
图表 31: 智能坐便器中一体机销量占比提升



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

国内智能坐便器品类呈现“高认知、低渗透”局面，如何推动“认知→兴趣→体验→购买”传导路径顺利转化系提升智能马桶渗透率的关键。据奥维云网&国家电网调查，智能马桶的知晓率已高达87%，远高于当前产品在住宅市场中的实际渗透率，其主要制约因素在于消费者对于智能坐便器产品缺乏实际体验与深入认知，因而难以快速转变消费习惯，并接受其较高的功能溢价。伴随技术成熟和规模扩张带来的成本优化以及头部品牌对消费者培育的持续推进，智能坐便器产品有望加速普及。

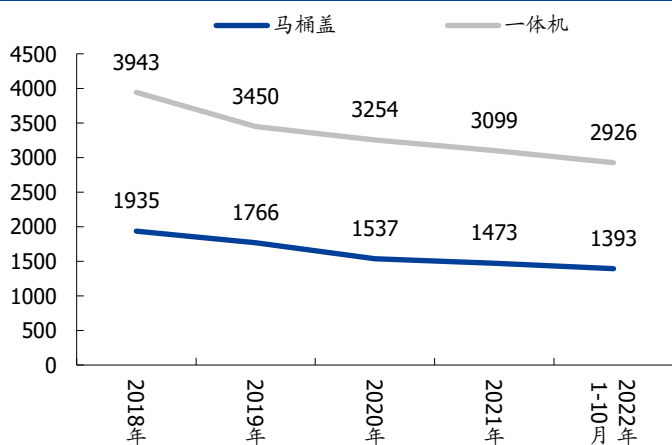
图表 32: 智能马桶“认知→兴趣→使用”传导路径



资料来源: 奥维云网, 国家电网, 国盛证券研究所

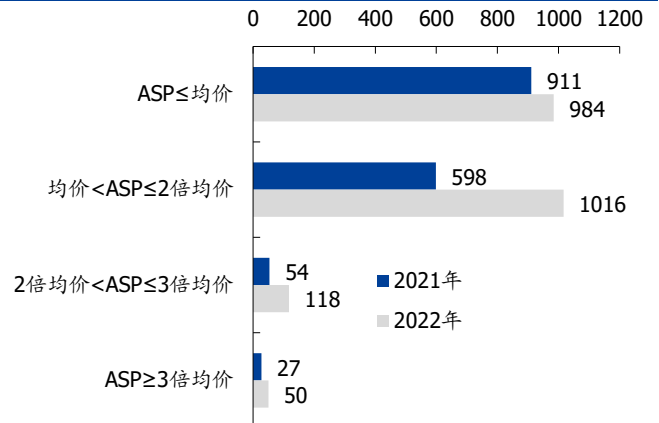
➤ **供给端: 智能马桶成本下降, 均价下移加速产品推广。**智能马桶盖和智能马桶一体机呈现出双品类均价走低趋势, 2018年-2022年(1-10月)线上渠道智能马桶盖的销售均价由1935元降低至1393元, 降幅为28.0%; 智能马桶一体机的销售均价由3943元降低至2926元, 降幅为25.8%。产品均价下降提高消费者接受度, 加速智能坐便器普及进程。

图表 33: 2018年-2022年1-10月智能坐便器线上零售均价走势(元)



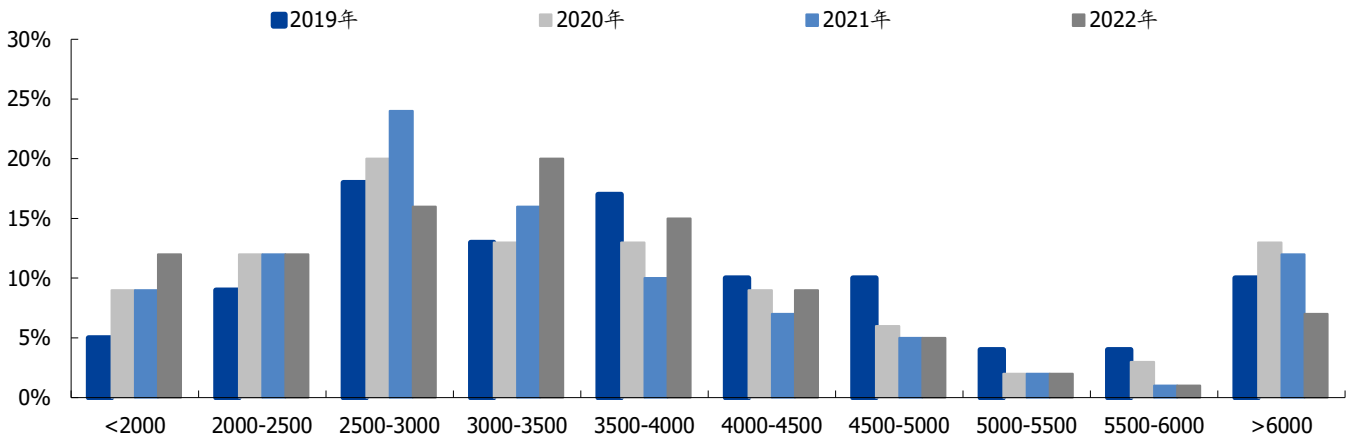
资料来源: 奥维云网, 国家电网, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 34: 2021/2022年智能马桶一体机上市机型价格分布(个)



资料来源: 奥维云网, 国家电网, 国盛证券研究所

图表 35: 2019-2022 年中国线上市场智能一体机分价格段零售额占比 (%)

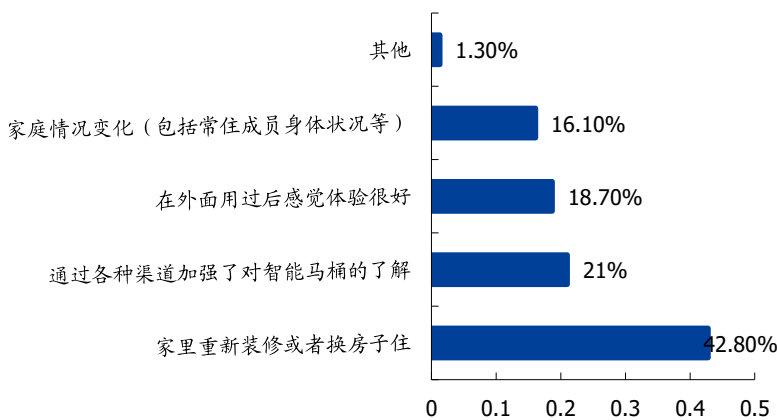


资料来源: 奥维云网, 中国家电网, 国盛证券研究所  
注: 横坐标轴单位为元

➤ 需求端: 家装升级趋势催生智能品类需求, 精装与存量市场空间可期。

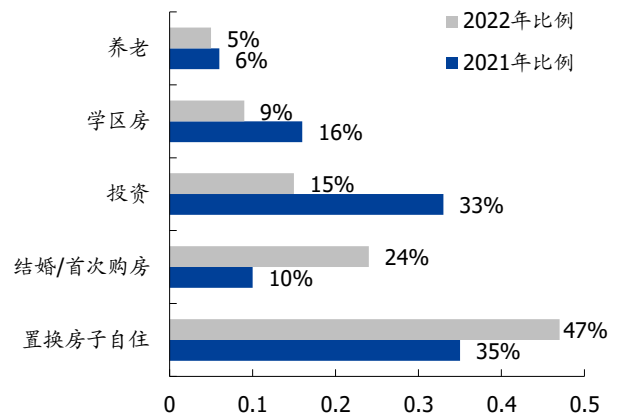
房屋换新/装修为主要需求来源, 自主比例提高促进智能产品普及。据奥维云网调研, 42.8%的消费者购买智能马桶的需求来自新购/装修房屋, 21.0%的消费者的购买原因为对智能马桶的认知加深, 18.7%的消费者在获得较好的使用体验后会选择购买。从购房情况来看, 新中产换房自住比例由 2021 年的 35%提升至 2022 年的 47%, 自住比例提高增强业主装修支付意愿, 有利于智能产品普及。

图表 36: 用户购买/更换智能马桶的原因



资料来源: 奥维云网, 中国家电网, 国盛证券研究所

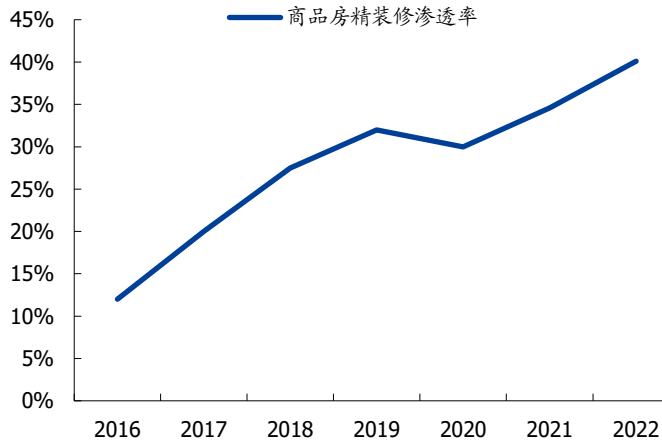
图表 37: 2021-2022 年新中产购房目的



资料来源: 奥维云网, 中国家电网, 国盛证券研究所

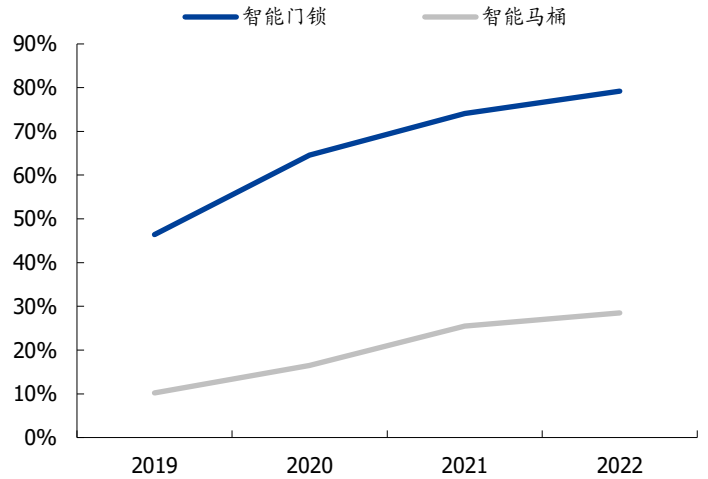
精装渗透率&智能马桶配套率双升, 中长期精装市场空间可期。自 1999 年“一次性装修”概念首次提出以来, 国家及各省市陆续出台相关政策, 2017 年住建部提出“2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%”, 政策发布力度强化且指向性逐步明确。根据观研天下及奥维云网数据, 2016-2022 年我国商品房精装修渗透率 (新开盘口径) 由 12%快速提升至 40%, 且横向对比美、日、欧等成熟市场, 我国精装房渗透率仍有较大提升空间。同时, 根据奥维云网数据, 我国智能坐便器精装修配套率亦快速提高, 由 2019 年的 10.2%增长至 2022 年的 28.5%, 参考智能门锁发展趋势, 长期来看智能坐便器亦有望成为精装修标配产品。

图表 38: 商品房精装修渗透率



资料来源: 观研天下, 奥维云网, 国盛证券研究所

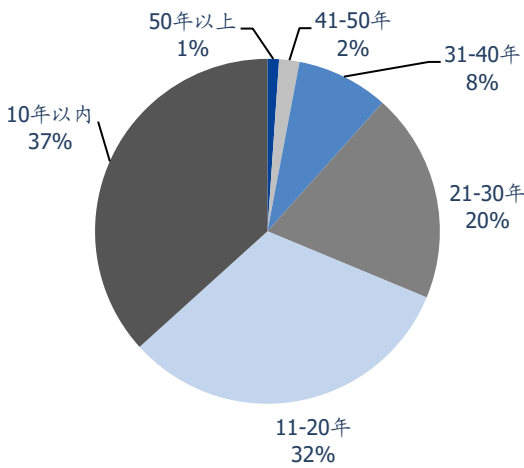
图表 39: 智能坐便器与智能门锁精装修配套率



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

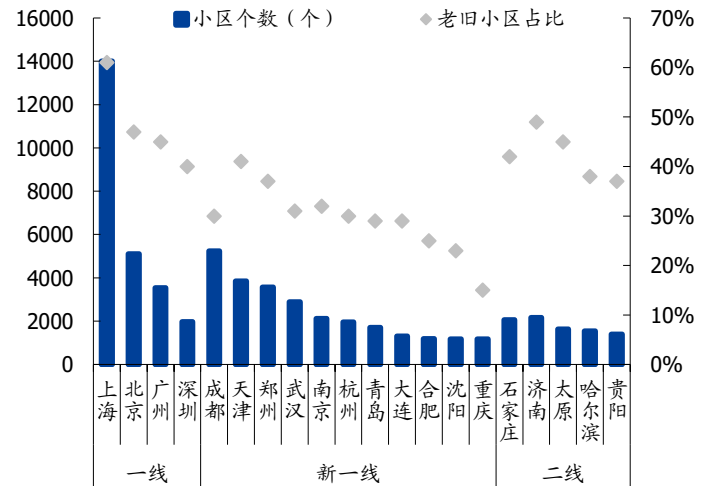
**存量房更新改造空间可观, 卫浴换新需求强劲。**我国存量房市场面临房屋老化现象, 据 2020 年中国人口普查数据, 10 年以上房龄户数占比约 63%; 按照住建部的标准, 全国需改造的老旧小区达到 16 万个, 涉及 4200 多万户家庭, 旧房翻新或局部改造催生家居换新需求。卫浴品类换新需求旺盛, 据今日家具调研, 42.86% 的二手房业主具有卫生间改造需求, 主要原因或在于卫生间长期使用后更容易产生水电方面问题, 影响二次使用; 从家具品类来看, 马桶、浴室柜等卫浴家具换新需求最为强烈, 60.22% 的消费者将其视为改造翻新后必换品类。

图表 40: 2020 年我国存量房住房房龄结构 (以户数计)



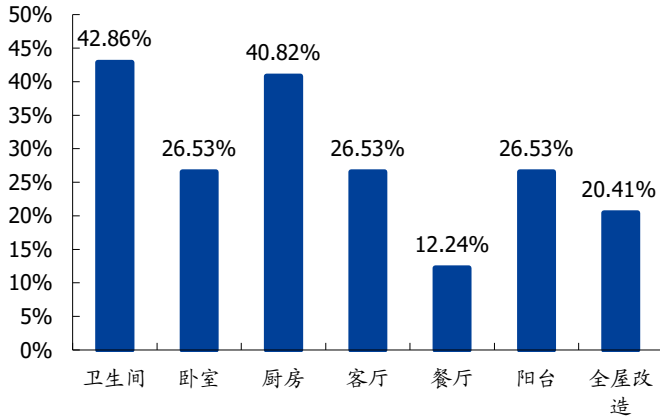
资料来源: 贝壳研究院, 国盛证券研究所

图表 41: 全国重点 20 城市老旧小区现状



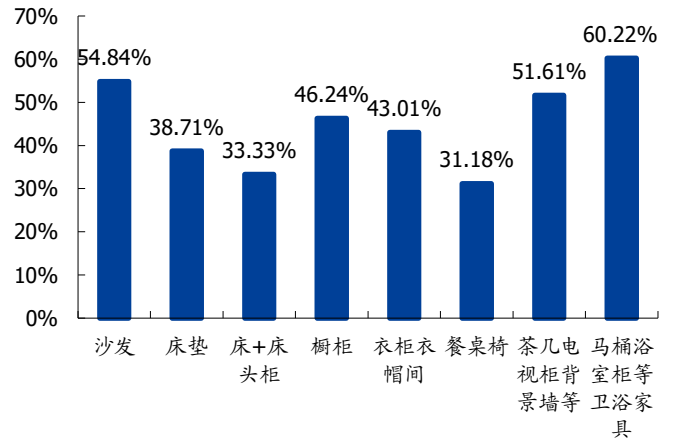
资料来源: 地产情报站, 国盛证券研究所

图表 42: 二手旧房空间改造需求



资料来源: 今日家具, 国盛证券研究所

图表 43: 家具各品类换新需求



资料来源: 今日家具, 国盛证券研究所

我们预计 2022 年我国住宅坐便器市场需求约为 5500 万台, 其中工程/零售渠道需求分别约为 540 万台/5000 万台, 智能坐便器 (需求量) 渗透率约为 16.3%, 我们预计内资品牌凭借低成本、高性价比产品、强品牌力有望实现快速突围, 行业整合提速, 预计 2030 年智能坐便器渗透率达到约 35%, 驱动行业快速增长。核心假设如下:

**1) 新房需求:** 2023 年 1-4 月我国住宅销售面积同比+2.7%, 地产政策支撑及前期积压需求释放催化地产销售回暖, 我们预计全年增速为 5%, 考虑人口增速趋缓推动住房总需求下行, 预计后续同比增速维持在-2%; 根据贝壳研究院测算, 预计 2021-2035 年我国人均住房面积每年提升 0.7 平方米, 预计单套住房面积每年提升 2.1 平方米 (按每套房 3 人)。其中精装修需求方面, 奥维云网数据显示 2023 年 1-4 月我国精装修渗透率为 35.8%, 我们假设 2023 年维持在 36%, 根据我国多地区对全装修交付比例过半的政策要求, 我们保守预计 2030 年精装修渗透率逐步提升至 50%。据奥维云网数据, 我国坐便器精装修配置率接近满配, 我们预计伴随装修需求回暖, 配置比例维持前期水平;

**2) 二手房需求:** 根据贝壳研究院预测, 2021-2025 年/2026-2030 年我国二手房交易面积分别为 16 亿平米/19 亿平米, 我们假设二手房交易面积呈现逐年递增趋势, 且单套面积维持不变 (根据贝壳研究院、证券时报数据, 二手房交易套均面积变化不大, 且我国二手房交易满足学区房等特殊需要); 根据贝壳金控数据, 我们预计我国家装市场旧房翻新率维持在 70%;

**3) 存量房需求:** 据产业信息网数据, 2016 年我国存量房套数为 23254 万套, 预计后续存量房套数为上一年存量房与当年新增销售套数之和; 据贝壳研究院数据, 我国存量房翻新周期为 10 年, 其中自住房翻新率参考上述家装市场旧房翻新率;

**4) 智能坐便器渗透率:** 据观研网数据, 2017-2020 年我国智能坐便器市场需求量从 552 万台提升至 821 万台; 据奥维云网数据, 2017-2022 年工程渠道智能坐便器渗透率从 2.4% 提升至 28.5%。结合我国智能坐便器仍处于价格带下移、内资品牌崛起的快速发展放量阶段, 我们预计后续工程端和零售端渗透率每年提升 2-3pct。

图表 44: 智能马桶渗透率测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>新房市场测算</b>														
商品住宅销售套数 (万套)	1336	1329	1322	1356	1369	985	1015	978	942	907	875	843	813	784
YOY	4.2%	-0.6%	-0.5%	2.6%	1.0%	-28.1%	3.1%	-3.7%	-3.7%	-3.6%	-3.6%	-3.6%	-3.6%	-3.6%
其中: 精装修 (万套)	267	365	423	441	508	395	366	372	377	381	385	388	390	392
其中: 毛坯房 (万套)	1069	963	899	915	861	590	650	606	565	526	490	455	423	392
精装修渗透率	20.00%	27.50%	32.00%	32.50%	37.10%	40.10%	36%	38%	40%	42%	44%	46%	48%	50%
<b>存量房市场测算</b>														
存量房现房套数 (万套)	24572	25908	27237	28558	29914	31283	32268	33283	34261	35203	36110	36985	37828	38641
其中: 二手房交易套数 (万套)	430	430	426	432	393	328	338	349	360	371	393	415	437	459
其中: 自住非交易套数 (万套)	24142	25478	26811	28126	29521	30956	31929	32934	33901	34832	35717	36570	37391	38183
<b>坐便器市场规模测算</b>														
坐便器市场需求量 (万台)	4815	5310	5499	5508	5561	5506	5505	5228	5444	5500	5565	5630	5694	5756
YOY	10.3%	10.3%	3.6%	0.2%	1.0%	-1.0%	0.0%	-5.0%	4.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
其中: 工程渠道 (万台)	401	548	633	656	701	539	505	519	532	544	555	565	574	583
坐便器精装修配置比例	100.0%	100.0%	99.8%	99.3%	92.0%	91.1%	92.1%	93.1%	94.1%	95.1%	96.1%	97.1%	98.1%	99.1%
精装修需求户数 (万户)	267	365	422	437	467	360	337	346	355	362	370	377	383	389
精装修每户配置数量 (台)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
其中: 零售渠道 (万台)	4415	4762	4866	4852	4860	4967	5000	4709	4913	4956	5011	5065	5119	5174
<b>1. 毛坯房</b>														
毛坯房配置比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛坯房需求户数 (万户)	952	1090	1069	963	899	915	861	590	650	606	565	526	490	455
<b>2. 二手房</b>														
二手房装修比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
二手房需求户数 (万户)	301	301	298	302	275	229	237	245	252	260	275	290	306	321
<b>3. 自住房</b>														
自住房翻新配置比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
自住房翻新需求户数 (万户)	1690	1783	1877	1969	2066	2167	2235	2305	2373	2438	2500	2560	2617	2673
每户配置数量 (台)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>智能坐便器市场规模测算</b>														
智能坐便器市场需求量 (万台)	552	674	754	821	908	898	976	1014	1161	1289	1470	1655	1843	2033
YOY	22.1%	11.9%	8.9%	10.5%	-1.1%	8.7%	3.9%	14.6%	10.9%	14.1%	12.6%	11.3%	10.4%	
在坐便器中渗透率	11.5%	12.7%	13.7%	14.9%	16.3%	16.3%	17.7%	19.4%	21.3%	23.4%	26.4%	29.4%	32.4%	35.3%
其中: 工程渠道 (万台)	10	28	65	109	194	169	167	181	195	214	234	253	272	291
YOY	196.2%	127.1%	68.5%	78.2%	-13.1%	-0.9%	8.3%	7.6%	10.0%	9.0%	8.3%	7.6%	7.0%	
工程渠道渗透率	2.4%	5.2%	10.2%	16.5%	25.5%	28.5%	30.5%	32.5%	34.5%	37.5%	40.5%	43.5%	46.5%	49.5%
其中: 零售渠道 (万台)	542	646	689	712	713	729	809	832	967	1074	1236	1402	1570	1742
YOY	19.0%	6.8%	3.3%	0.2%	2.2%	11.0%	2.9%	16.1%	11.1%	15.1%	13.4%	12.0%	10.9%	
零售渠道渗透率	12.3%	13.6%	14.2%	14.7%	14.7%	14.7%	16.2%	17.7%	19.7%	21.7%	24.7%	27.7%	30.7%	33.7%

资料来源: Wind, 奥维云网, 产业信息网, 贝壳金控, 贝壳研究院, 观研网, 证券时报, 国盛证券研究所




### 3. 品牌多元发展, 产品智能化升级, 渠道积淀深厚

#### 3.1 产品: 多品牌、全品类发展, 套系化、智能化升级

##### 3.1.1 品类全屋拓展, 套系化销售提升客单值空间

差异化布局三大品牌, 高端化深入人心。公司旗下 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三大品牌均主打高端化路线, 并根据市场需求形成差异化的市场定位, 能够满足不同消费群体需求。其中, ARROW 箭牌主打科技、智能和舒适, 目前产品涵盖卫浴、瓷砖及定制, 致力于为消费者提供一站式智能家居解决方案; FAENZA 法恩莎品牌诞生于意大利, 主打艺术时尚、国际化, 产品远销全球 60 多个国家及地区; ANNWA 安华主打年轻、活泼, 为年轻用户带来时尚生活体验。

图表 45: 箭牌旗下三大品牌

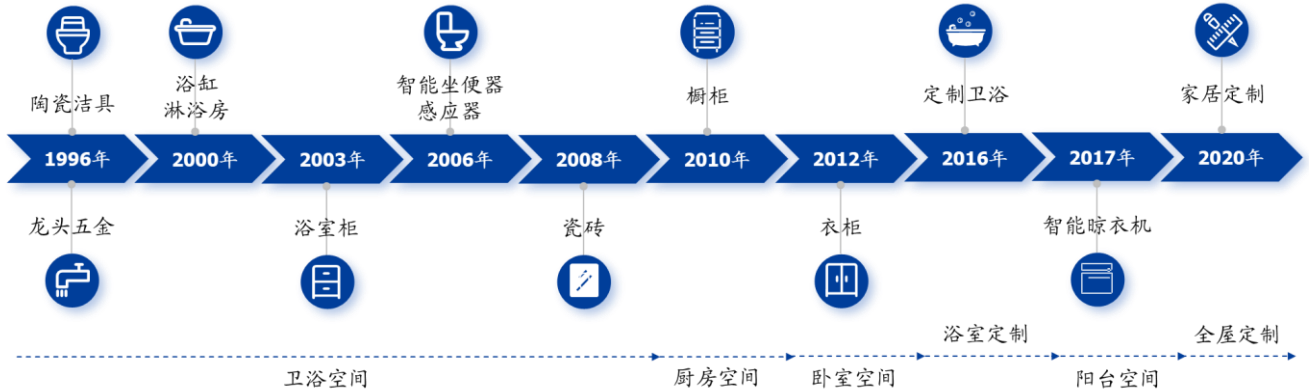
品牌标识	品牌主张	成立时间	品牌定位	目标消费人群	门店数量	经销商数量
 箭牌卫浴·瓷砖·家居定制	智慧家居 生活智慧	1994	致力于改善家居生活品质、创新智慧生活空间	中高端	7000+	1105
 法恩莎卫浴·瓷砖	一半艺术 一半生活	1999	致力于引领国际化的艺术家居生活方式, 营造生活仪式感, 将艺术与生活相统一	中高端	2500+	450
 安华卫浴·瓷砖	时尚安华 更懂你的生活	2003	致力于打造年轻时尚的生活方式, 成为更懂年轻人的时尚家居品牌	年轻化、中高端	2000+	425

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所



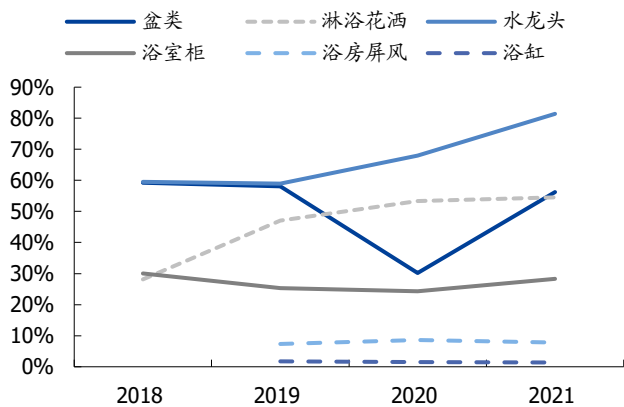
**产品矩阵全屋拓展，配套率提升空间大。**1994年公司以卫生陶瓷启航，相继推出陶瓷洁具、龙头五金、浴缸浴房、浴室柜、瓷砖及智能坐便器等产品，在深耕卫浴全品类的同时逐渐延伸至厨房、客厅、卧室及阳台等全屋空间，不断向“成为国际一流的智能家居整体解决方案提供商”愿景迈进。一方面，公司充分重视套系化产品的设计及终端门店空间展示，另一方面，公司通过定制化拓展整家需求，2016年以定制卫浴为突破口拓展全屋定制业务，预计产品配套率提升有望带动客单值增长。我们根据公司各项产品销量计算，2021年盆类/淋浴花洒/水龙头/浴室柜/浴房屏风/浴缸产品配套率分别为56%/55%/81%/28%/8%/1%，仍有进一步提升空间。

图表 46: 公司产品矩阵不断拓宽



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 47: 公司产品配套率仍有提升空间



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 48: 公司智能化、套系化销售提升客单值水平

单品	坐便器		花洒		浴室柜	
	普通	智能	普通	恒温	普通	智能
单品价格(元)	1686	3323	1998	2398	3198	5198
套餐组合	两件套(普通坐便器+普通花洒)		三件套(普通坐便器+普通花洒+普通浴室柜)		三件套(智能坐便器+普通花洒+普通浴室柜)	
套餐价格(元)	2658		5798		9598	

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所  
注: 价格均为天猫平台 2023年5月30日折前标价

### 3.1.2 研发实力强劲，产品结构智能化升级

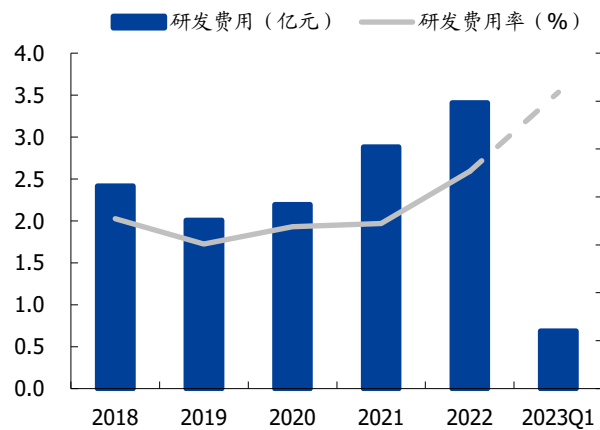
**高度重视产品技术、外观设计，研发水平行业领先。**伴随消费者对卫浴产品的外观及功能的需求日益丰富，公司高度重视产品研发投入，截至2022年累计获得2343项产品专利，2018年-2023Q1公司研发费用率从3.54%提升至6.18%，研发投入力度行业领先。**研发团队方面**，截至2022年公司研发人员合计1820人(占总员工人数11.5%，同比+1.5pct)，内部设立16个研发部门，并设立或合作建设院士工作站、中科院新材料应用基地及清华大学联合研发中心，提升研发专业度。**产品技术方面**，目前公司掌握抑菌抗菌、节水冲洗、水路恒温、智能马桶(其中V型开发平台技术达到国际先进水平)等数十项具备自主知识产权的核心技术，并快速转化为新产品满足市场需求。**外观设计方面**，公司产品连续多年获得德国红点设计奖、德国IF产品设计奖、红棉中国设计奖等，并荣获2022年国际CMF设计奖产品类金奖(家居)等。

图表 49: 公司产品技术持续迭代



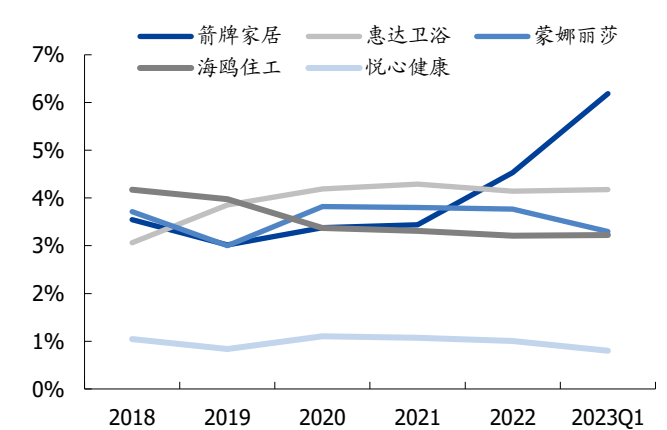
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 50: 公司研发费用率持续提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 公司研发费用率行业领先



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 公司专利技术 (部分)

技术类别	技术名称	技术水平	公司所用工艺
抑菌抗菌	第四代新型抗菌自洁釉技术	国内先进水平	通过釉料新配方研发, 使结晶体密度和强度更高, 增强釉层表面致密性和平滑度, 达到抗菌及自洁效果
	浴室柜抗菌净味除甲醛技术	国内先进水平	利用创新的抗菌材料, 按照配比运用在板材或油漆表面, 达到抗菌净味除甲醛的效果
	智能干衣柜消毒技术	国内先进水平	公司采用PTC温控和消毒系统, 实现恒温干衣、除螨杀菌效果
节水冲洗	旋冲虹吸式坐便器新型结构开发技术	国内先进水平	通过喷射水路轨迹的研究, 应用旋冲原理, 增强涡流效能, 实现低水耗环境下的有效冲洗和强力排污
	G3超顺滑防堵管道技术	国内先进水平	公司对排污管道进行改进, 依次在进污段、缓冲段、转向段和聚水段之间设置G3连续结构, 以满足产生虹吸的条件, 减小水的流动阻力
水路恒温	水路记忆合金恒温技术	国内先进水平	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
	浴房玻璃钢固化环境恒温技术	国内先进水平	在生产工艺中建立恒温系统, 在恒温下进行玻璃钢固化等作业工序, 保障产品使用性能
智能马桶	V型开发平台技术	国内先进水平	应用模块化设计原理, 通过对机芯及陶瓷体的全新设计, 缩短产品开发周期, 实现同一平台支持多种冲水方式、多坑距, 提高智能马桶的适用性、稳定性
	变频宽幅清洗技术	国际先进水平	公司自主研发喷枪系统, 通过改良传动控制系统实现四向变频宽幅移动清洗, 提升清洁效果和舒适度
	低压冲水技术	国内先进水平	构建新型进水阀和泵冲平台, 解决低水压冲水动力不足问题, 同时控制冲水噪音, 实现一级水效

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 53: 箭牌家居所获荣誉奖项



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**产品结构智能化升级, 盈利中枢有望持续上移。**公司深耕智能化领域近7年, 围绕智能化、个性化、定制化进行产品布局和技术升级, 以智能坐便器为核心, 陆续推出智能花洒、智能浴室镜、智能浴室柜等完善智能卫浴品类矩阵, 2022年公司智能产品收入18.88亿元, 占主营收入比重同比+1.8pct至25.1%。

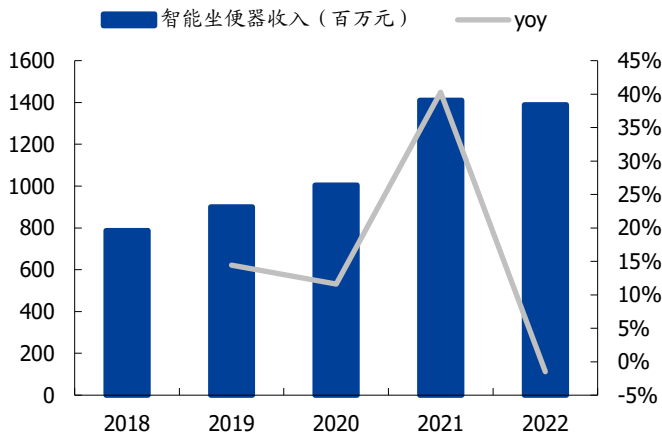
**智能坐便器方面,**公司深挖细分消费人群需求、提升市场份额, 推出功能升级款产品及轻智能产品, 覆盖1700元-6000元价格(天猫旗舰店折后价格), 其中轻智能产品更具性价比优势、收入增速更高, 驱动智能产品价格中枢下移; 渠道方面, 公司优化门店陈列、增加套系化智能产品展示空间, 同时强化经销商售后服务能力, 推动智能产品渠道下沉。2018-2022年公司智能坐便器收入从7.87亿元提升至13.89亿元(CAGR为15.3%), 占坐便器收入比重从38.2%提升至53.8%, 2022年智能坐便器毛利率同比+1.4pct至35.5%, 高附加值智能产品收入占比提升有望带动公司产品均价(2018-2021年坐便器单价CAGR为6.5%)及盈利中枢(智能坐便器毛利率高于普通产品5pct以上)上移。

图表 54: 公司智能产品布局



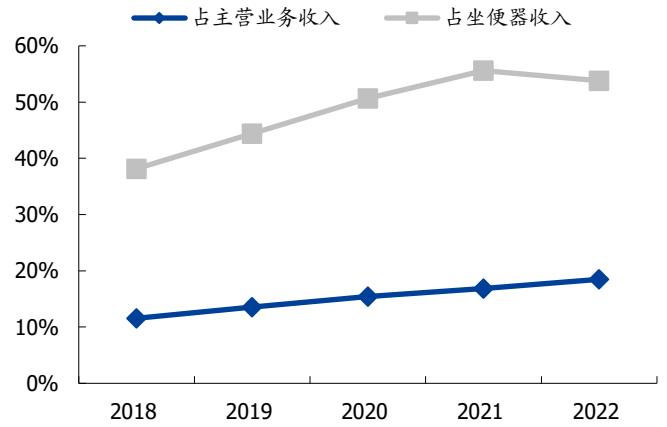
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 55: 智能坐便器收入及增速



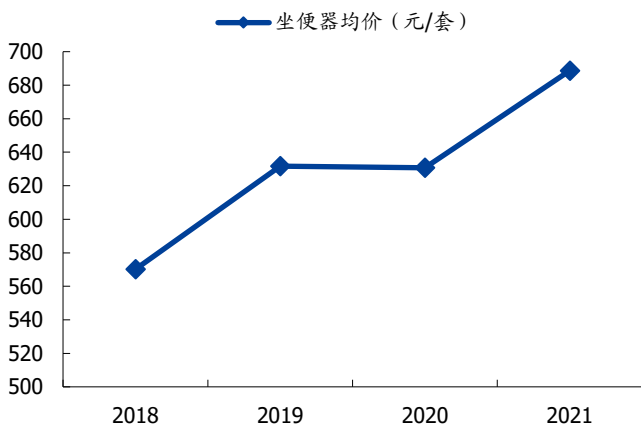
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 智能坐便器收入占比



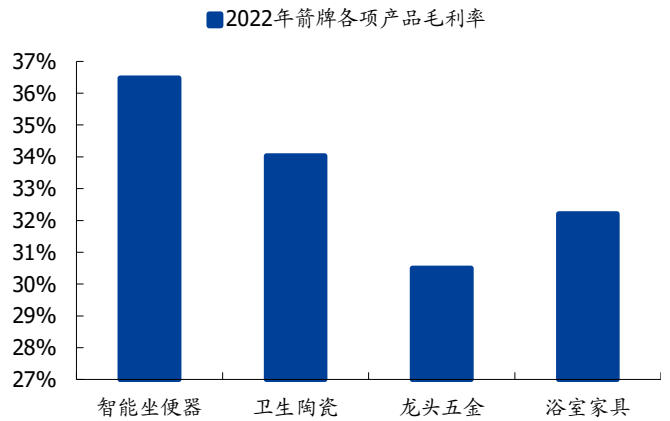
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 公司坐便器均价持续提升



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 58: 智能坐便器毛利率高于普通产品



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 3.2 渠道: 全渠道稳健拓展, 下沉市场打造新增长点

### 3.2.1 零售终端下沉提速, 经销商稳定性高

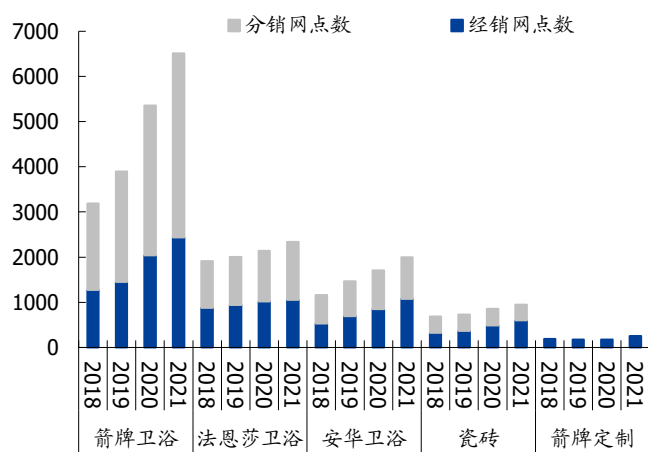
**终端门店密度大, 渠道下沉提速。**近年来公司渠道扩张加速, 拓展专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店六种形式, 形成覆盖广、数量多、下沉深的经销网络体系。2018-2021 年公司经销/分销网点数 CAGR 分别达 19.3%/18.9%, 截至 2021 年末公司经销网点/分销网点分别为 5429/6623 家 (合计 1.21 万家); 截至 2022 年末公司终端网点数 1.34 万家 (同比+1326 家), 单店提货额同比-19.8%至 49 万元, 公司终端渠道密度显著高于友商, 2022 年在渠道高速扩张、经营环境波动情况下单店增速放缓, 伴随门店精细化运营, 单店经营规模仍有提升空间。此外, 公司渠道下沉提速, 2022 年新增门店主要集中于家装店及乡镇店, 公司致力于增加人力投入、细致划分区域, 通过社区店、乡镇店、小五金店等覆盖更多下沉空白市场, 预计零售渠道实现较快增长。

图表 59: 箭牌终端门店类型及划分标准

门店级别	划分标准
专卖店	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,服务对象不限
家装店	在家装公司内开设的专卖区域,服务对象以家装公司的消费者为主
商超店	在百安居等超市内开设的专卖区域,服务对象不限
异业店	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,服务对象以家电或百货商场的消费者为主
社区店	店设在小区楼盘边或小区内的专卖区域,以服务该小区及周边小区业主为主
乡镇店	地点设置在乡镇的所有门店,以服务该乡镇及以下级市场消费者为主

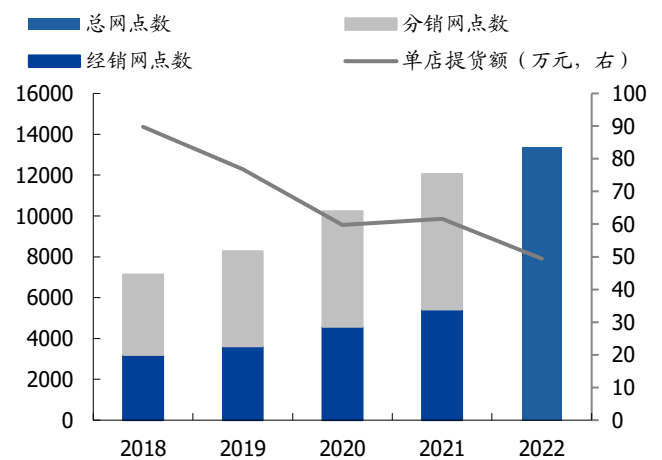
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 60: 公司各品牌网点数量



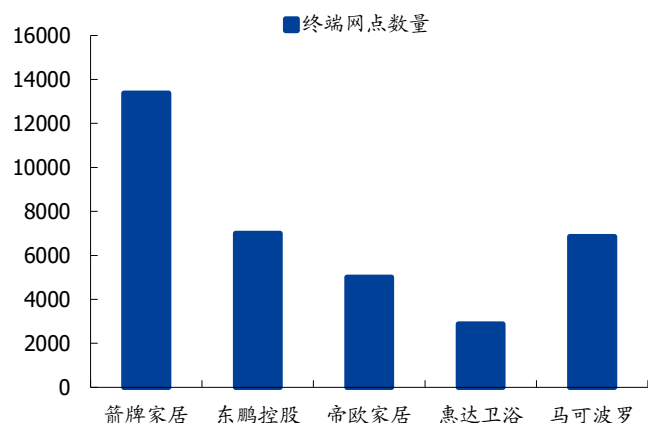
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 61: 公司经销与分销网点数量及单店提货额



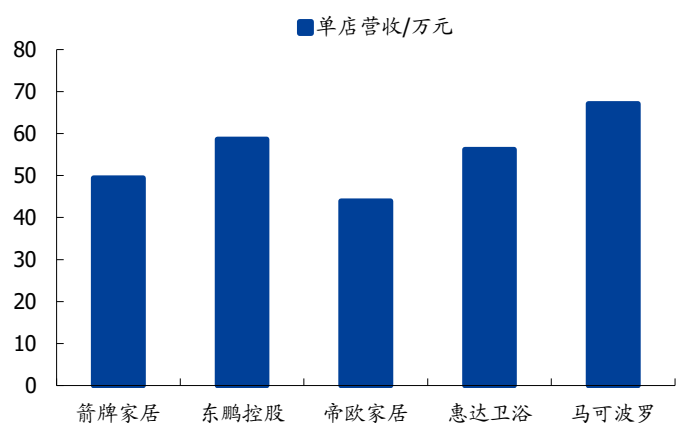
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 62: 公司经销网点密度大于友商 (2022 年)



资料来源: 各公司公告, 马可波罗招股说明书, 东鹏控股官方, 国盛证券研究所

图表 63: 公司单店收入仍有提升空间 (2022 年)

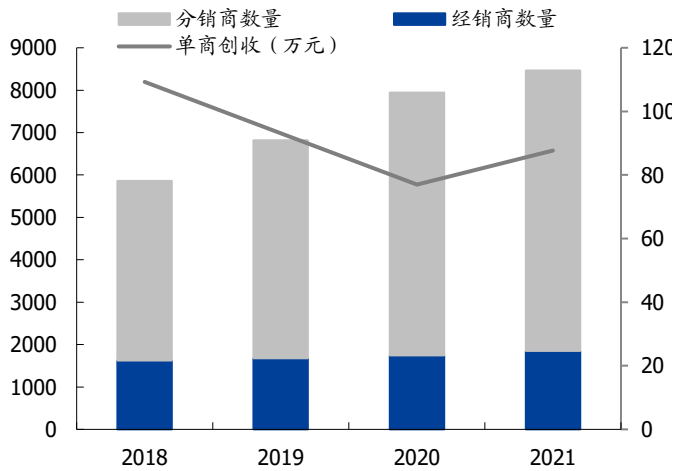


资料来源: 各公司公告, 马可波罗招股说明书, 东鹏控股官方, 国盛证券研究所

**全方位赋能激励, 经销商资源雄厚、稳定性强。**截至 2021 年, 公司经销商/分销商数量分别为 1854 家/6609 家 (2018-2021 年 CAGR 为 4.5%/16.0%), 单商创收达 88 万元 (同比+13.9%), 公司经销商数量充足且扎根全国市场, 利于产品快速上样铺开及产品按需迭代。公司针对不同类别经销商建立起健全的分类管理制度, 向经销商提供及时、

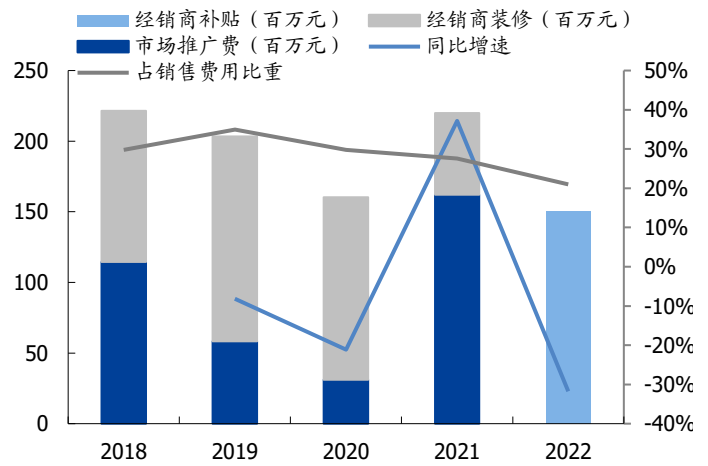
专业的售后服务、人员培训、信息化系统服务及门店装修设计及指导服务等，2018-2022年公司对经销商营销及装修补贴规模平均为1.9亿元，占销售费用比重平均为29%。根据招股书，经销模式下客户通常按照出厂标准价的4折下单，2019-2021年客户销售折扣率（实际销售价/出厂标准价）维持在32%-34%之间，经销商利润空间丰厚。全方位扶持、充分让利及品牌实力雄厚使得公司有效掌握区域内大商资源，2021年卫浴行业十大经销商榜单中半数以上均代理公司品牌（箭牌、法恩莎、安华），此外客户合作具备稳定性与持续性，截至2021年前十家客户合作时间均超过5年，半数以上超过10年。

图表 64: 公司经销商数量及单商创收



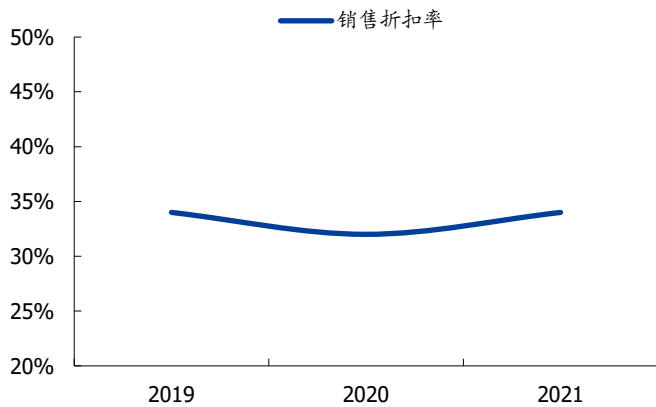
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 65: 公司对经销商加大补贴力度



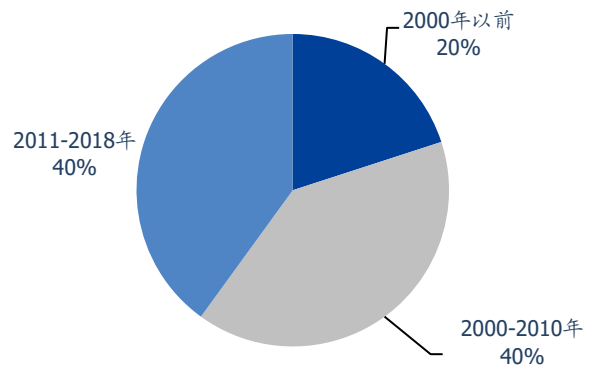
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 66: 2019-2021 年经销商销售折扣率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 67: 公司前十大客户合作时间



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 68: 2021 年卫浴行业十大经销商及经销品牌一览

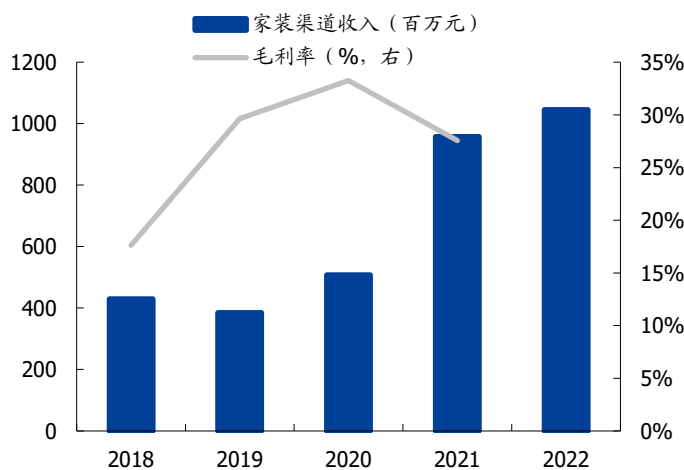
2021年卫浴行业十大经销商	经销品牌
惠达卫浴西安经销商	惠达卫浴
佛山市华冠建材有限公司	箭牌卫浴、乐家卫浴、箭牌瓷砖、东鹏瓷砖、蒙娜丽莎瓷砖
云南正豪建材有限公司	箭牌卫浴、箭牌瓷砖、箭牌橱柜、金牌亚洲陶瓷、德国法伯漆、东舜电气
长沙嘉泽建材有限公司	法恩莎卫浴、法恩莎瓷砖、德国唯宝、汉斯格雅、朗斯淋浴房
北京远东神华陶瓷销售有限公司	箭牌卫浴·瓷砖、法恩莎卫浴·瓷砖、TOTO、德立淋浴房、唯美L&D陶瓷、冠珠陶瓷、好莱客、欧神诺、金牌厨柜、桔家衣柜、梵天木门
武汉宜安美居贸易有限责任公司	安华洁具、安华瓷砖、美标卫浴和欧铂丽全屋定制
西安惠泽家居建材有限公司	法恩莎卫浴、法恩莎瓷砖、玫瑰岛淋浴房等
恒洁集团西安运营中心	恒洁卫浴
恒洁集团武汉运营中心	恒洁卫浴
浪鲸卫浴安徽经销商	浪鲸卫浴
理想卫浴上海经销商	理想卫浴

资料来源: 陶卫新观察, 各公司官网, 企查查, 国盛证券研究所

### 3.2.2 家装抢占前端流量, 工程结构优化, 直营电商快速增长

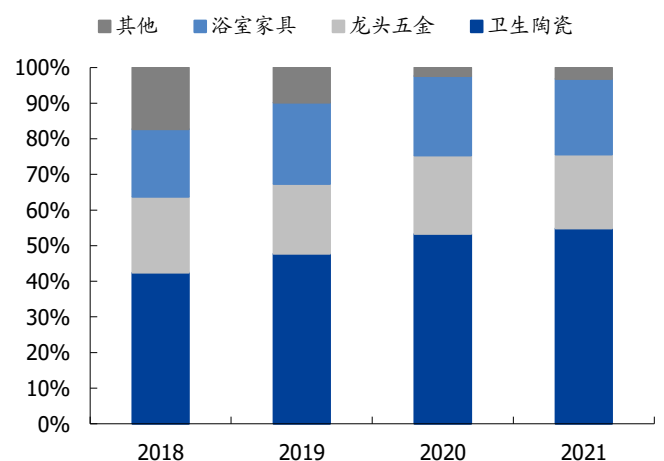
**家装: 店中店稳步拓展, 打造前端流量增长极。**为满足年轻消费者一站式家装需求及占据前端流量入口, 公司加大家装渠道拓展力度。一方面公司与圣都装饰、业之峰、金螳螂、星艺装饰、方林集团等各省份头部家装公司合作开设店中店, 另一方面协同经销商开展“家装城市合伙人”开拓当地中小微装企, 并提供专项产品方案。2017-2022 年公司家装渠道收入规模从 4.29 亿元提升至 10.45 亿元 (CAGR 为 25%), 产品仍以卫生陶瓷、龙头五金及浴室家具为主; 此外, 由于前期店中店进驻成本较高、并且需对家装公司返点, 因此家装渠道盈利水平较低。公司通过设定家装最低销售占比等指标加大对相关经销商考核, 未来计划进一步增加合作伙伴数量, 并推出家装专供产品、高毛利智能产品和套系化组合, 预计销售规模及盈利水平稳步提升。

图表 69: 家装渠道收入及毛利率



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 70: 卫生陶瓷, 龙头五金, 浴室家具为家装渠道主要收入

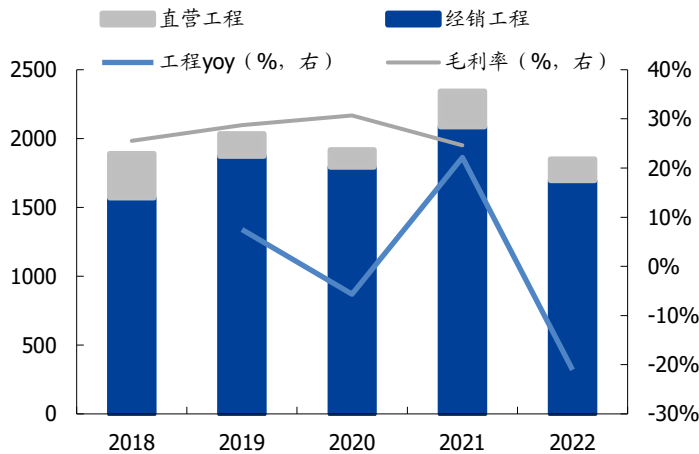


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**工程: 经销降低坏账风险, 客户结构优化调整。**2022 年公司工程渠道收入同比-21%至 18.51 亿元, 主要系地产环境承压影响, 2018-2022 年公司经销/直营工程平均收入占比分别为 90%/10%, 工程特约经销商款清发货的模式有利于降低应收账款风险。公司注

重工程客户结构调整，一方面，面临工程渠道竞争加剧导致大宗业务利润率承压（2021年工程毛利率同比-6.1pct），公司凭借资金实力及强客户绑定效应建立起一定渠道壁垒，目前已与碧桂园、中海、华润等地产公司建立起战略合作关系，并且连续9年蝉联中国房地产开发企业500强首选供应商；另一方面，公司积极拓展教育、医疗机构、企业、酒店和政府工程项目，多元化收入结构有利于进一步分散风险。我们预计伴随地产竣工回暖、公司客户结构优化，工程业务有望恢复稳健增长。

图表 71: 公司直营和经销工程收入 (百万元) 及增速



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

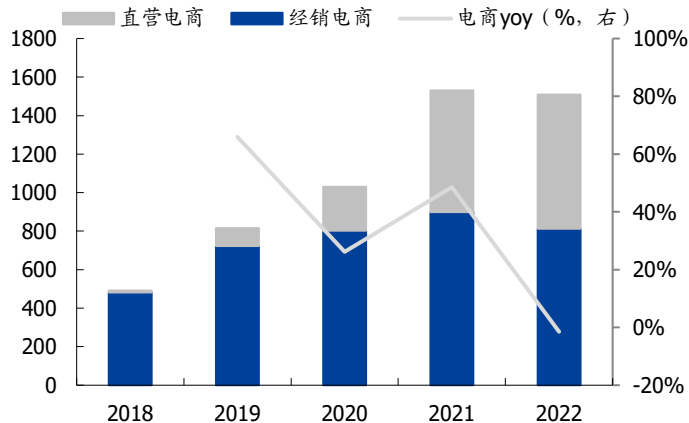
图表 72: 公司合作房企一览



资料来源: ARROW 箭牌家居工程官方号, 国盛证券研究所

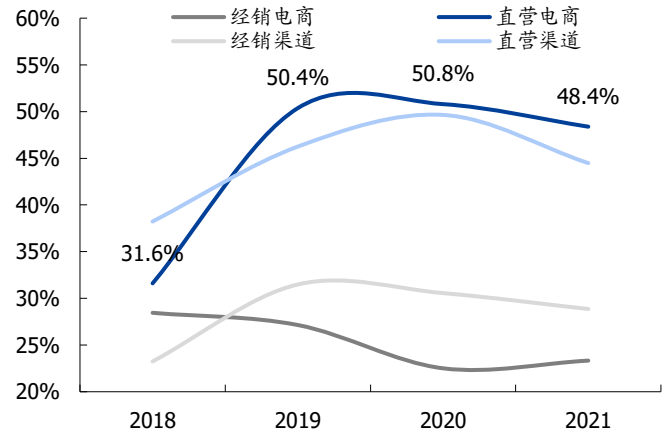
**电商: 推进 1+N 多店铺战略, 直营强化品牌形象。**公司制定“1+N”的电商多店铺矩阵战略, 1 家全品类旗舰店充分展示核心产品及品牌, 多家品类专卖店从产品功能、款式以及价格区间维度进行细分。直营方面, 公司 2018 年正式成立电商子公司, 在深耕淘宝、京东等平台的同时积极布局新兴渠道, 加大在抖音、快手、拼多多、小红书的服务渗透, 2018-2022 年直营电商费用率分别从 26.8%降低至 16.8%, 伴随品牌力提升、费用投放规模效应逐步显现; 经销方面, 公司授权部分具备电商运营资质和经验的经销商经营线上“旗舰店”和“专卖店”, 形成线上平台引流、线下经销商主导安装和售后的一体化 O2O 营销网络, 截至 2021 年末公司在阿里巴巴、京东、国美、苏宁等平台授权经销商网店数量为 364 家。2018-2022 年公司直营/经销电商收入占比分别从 2%/98%变化为 46%/54%, 直营规模快速提升有利于公司强化品牌形象及维系较高盈利水平。

图表 73: 公司直营和经销电商收入 (百万元) 及增速



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

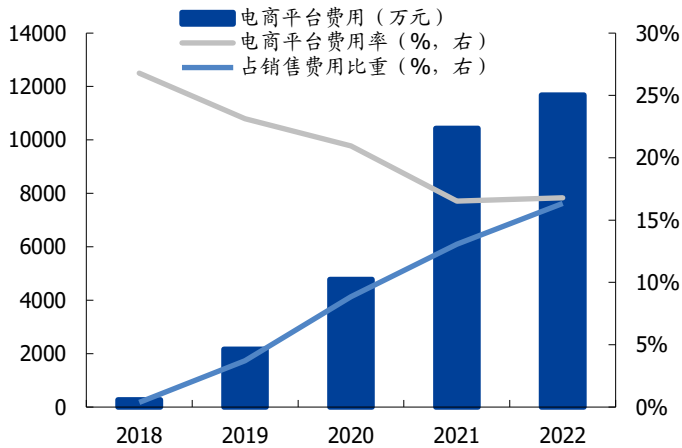
图表 74: 公司直营电商毛利率较高



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

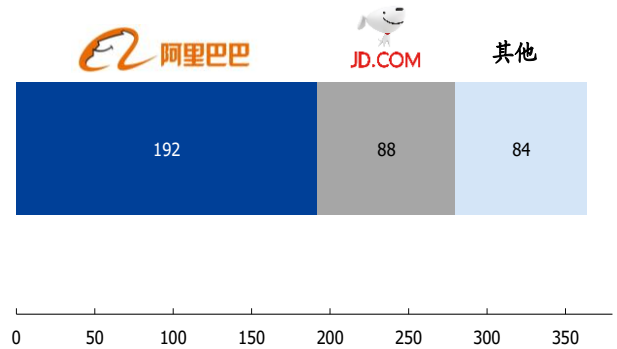


图表 75: 公司直营电商平台费率逐步降低



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 76: 公司授权经销商网点数量



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**电商: 产品有效区隔, 线上多维度获客, 增长有望提速。**为防止线上产品价格过低对线下销售产生冲击, 公司进行电商产品专款研发、严格区隔线上线下产品及价格体系, 并且积极推进产品同款同价、提升品牌定位及价格管控能力。此外, 公司积极贯彻新零售战略, 营销端增强线上线下联动, 2022 年与天猫家装本地化达成战略合作并推出“用心焕新装”活动, 提升售后服务能力, 产品端持续打造电商爆品及拓展线上产品组合, 提升线上套系化、智能化产品占比, 渠道端发力抖音、直播等新兴直播带货平台进行多维度引流。2022 年双十一期间公司在天猫、京东、抖音平台均位列卫浴行业成交额 TOP5, 预计伴随线上引流结构优化、品牌实力升级, 直营电商渠道有望量价齐升。

图表 77: 2022 年双十一期间公司销售战绩

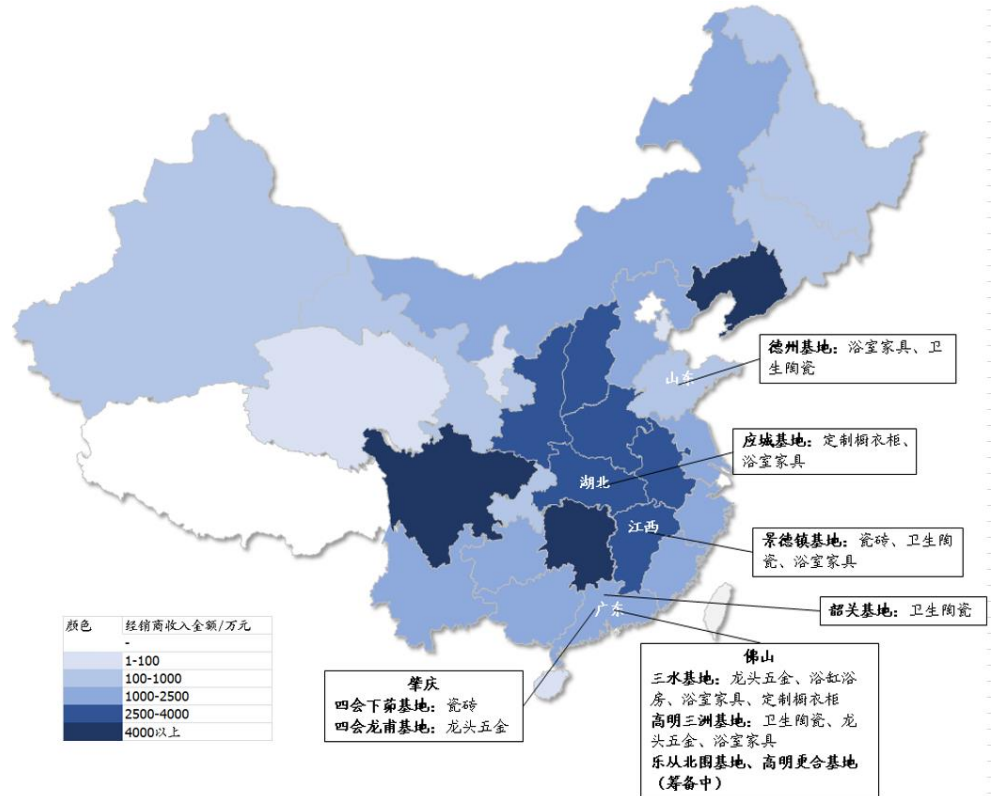


资料来源: 公众号第一财经商业数据中心, 国盛证券研究所

### 3.3 生产：智能制造优势显著，募投项目增量可期

十大生产基地协同，订单响应及运输效率提升。公司目前拥有佛山高明（三洲）、佛山三水、肇庆四会（下茆、龙甫）、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（乐从北围）、佛山高明（更合）2 个筹备中基地，基地选址充分考虑具备瓷土资源优势、产业集群优势的佛山、景德镇等以及可快速响应北方、华中地区订单需求的德州、应城等地区。陶瓷易破损、重量大的特征使其具备一定运输半径，公司完善的产能布局及物流体系有利于快速响应订单、提高运输效率、节省运输费用，同时为销售网点进一步扩张提供基础。

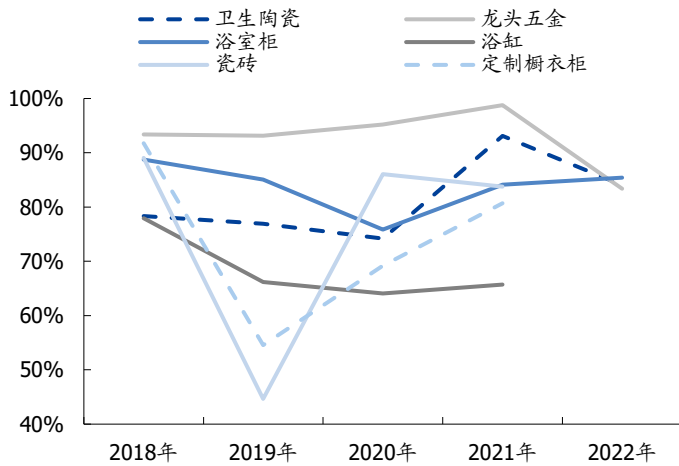
图表 78：公司十大生产基地协同



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

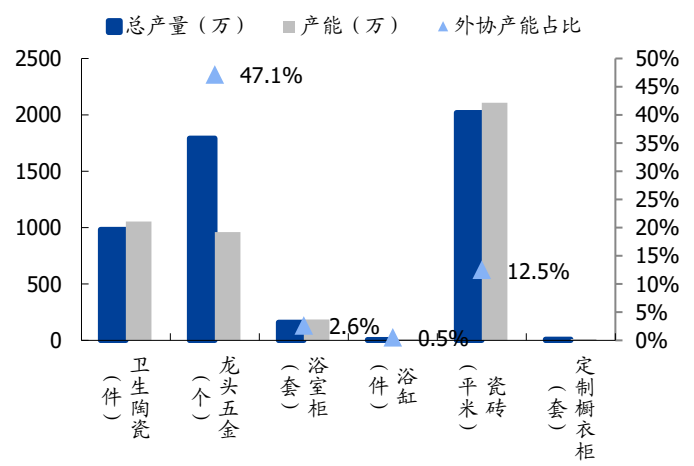
募投项目稳步推进，自产比例有望提升。2022 年公司卫生陶瓷/龙头五金/浴室柜总产量分别为 822 万件/1477 万个/159 万套，产能利用率分别为 84%/83%/85%，出于自身产能负荷和生产效率考虑，公司仍有部分产品采取外协生产或对外采购，2021 年龙头五金/浴室柜/浴缸/瓷砖外协产能占比分别为 47.1%/2.6%/0.5%/12.5%。其中，2018-2021 年龙头五金外协生产占比从 22.3%提升至 47.1%，主要系公司加大恒温龙头等智能产品研发及推广力度并注重新兴渠道投入，龙头五金需求量增长迅速；2022 年公司智能盖板外采比例下降至约 30%，主要得益于顺德乐从基地的智能家居产品产能陆续投产。公司募投项目包括智能家居产品产能技术改造项目以及年产 1000 万套/300 万套的水龙头/花洒项目，预计伴随募投产能落地，公司外协及外采比例降低、产能规模及智能化生产水平提升、产品竞争力增强，盈利水平有望进一步提升。

图表 79: 公司主要产品产能利用率



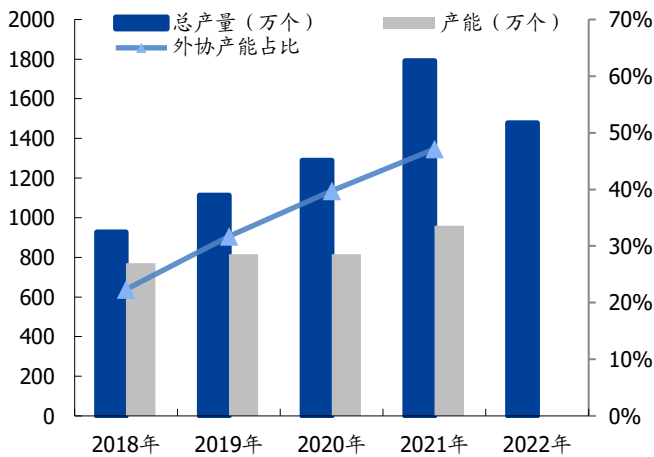
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 80: 2021 年公司主要产品产量、产能及外协占比



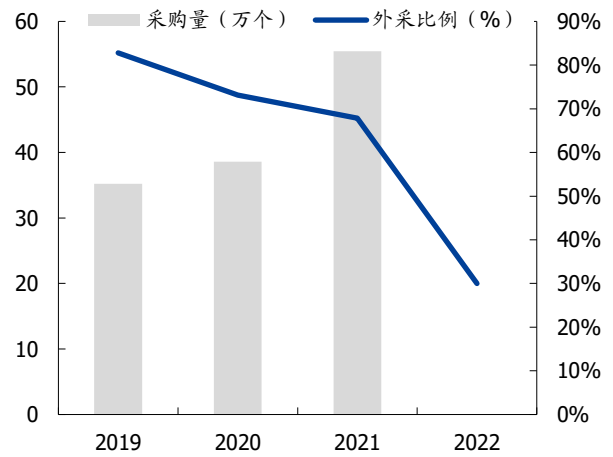
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 81: 龙头五金外协比例逐年提升



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 82: 公司智能盖板外采比例逐渐下降



资料来源: 招股说明书, Wind, 国盛证券研究所预测

图表 83: 公司募投项目及截至 2022 年末进度

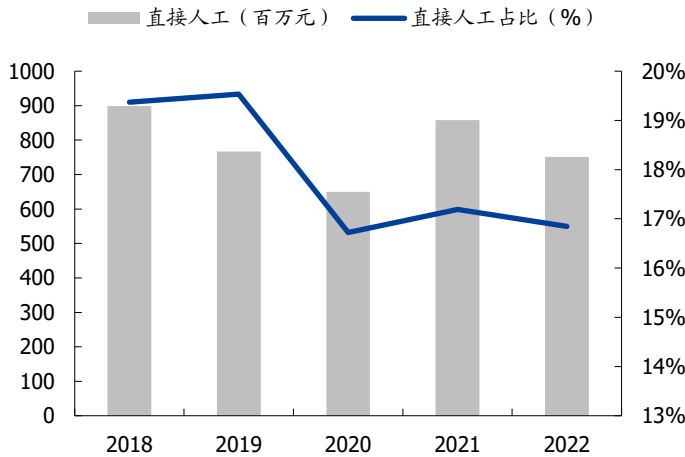
序号	项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	截至2022年末累计投入 (亿元)	截至2022年末投资进度 (%)	项目达到预定可使用状态日期
1	智能家居产品产能技术改造项目	4.82	4.50	2.14	47.7%	2027年
2	年产1000万套水龙头、300万套花洒项目	6.80	3.60	1.14	31.6%	2026年
3	智能家居研发检测中心技术改造项目	1.74	1.00	0.05	5.2%	2024年
4	数智化升级技术改造项目	0.91	0.50	0.00	0.0%	2024年
5	基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设项目	2.63	-	-	-	-
6	补充流动资金	3.40	1.96	1.96	100.0%	-
合计		20.29	11.56	5.29	45.8%	-

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

生产自动化水平高, 品质及规模效应凸显。陶瓷产品生产过程包括设计、开料、注浆、喷釉、烧制等多个环节, 生产技术及管理水平决定产品的图案效果、耐用程度、良品率高低等, 最终关系到产品销售及品牌形象建设。近年来公司大力推进智能制造在生产中的应用, 先后将高压注浆机、自动喷釉机器人、自动抛光机、剥皮机等精密仪器和自动化设备充分运用到产品的生产环节和流转环节, 2018-2022 年公司生产人工成本占比从

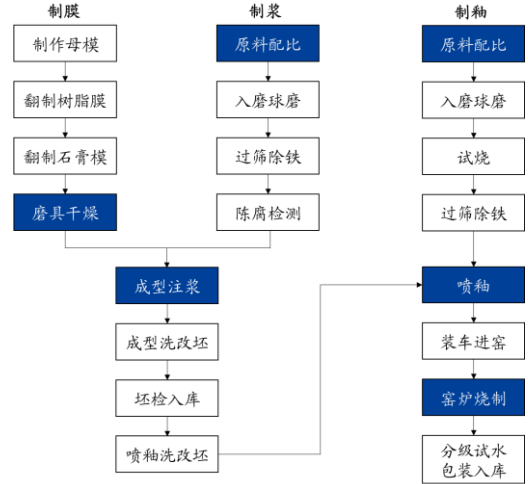
19.4%下降至 16.8%，生产过程自动化、智能化水平凸显。此外，公司将“零文化”落实到采购、生产、仓储、物流等全价值链的各环节中，以“零缺陷”作为质量把控目标，2022 年成为卫浴行业唯一入围全国质量标杆的企业，从全价值链质量管理模式实践效率来看，高压生产数据采集系统工时产出效率提升 31.4%、无人坐便器高压注浆成型人工效能提升 164%，生产品质及规模化成果显著。

图表 84: 公司人工成本占比持续降低



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所  
注: 直接人工占总成本比重剔除 OEM 影响

图表 85: 卫生陶瓷生产流程



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 86: 公司全价值链质量管理模式实践效率

项目	指标名称	指标情况	提升幅度
财务共享系统	OCR发票识别、影像化效率	从手工推送到自动推送, 每月近3万张, 一年节省1768小时	20.2%
	付款效率	从手工录入到自动推送, 每月5000+单, 一年可节省75天	20.5%
	资产整体期间关闭效率	从7.17天下降到5.3天	26.1%
机器人釉线	个人报销效率	从30天缩短到7.86天	73.8%
	喷釉效率	一条线单班产能从400件连体喷釉/11小时到400件连体喷釉/9小时	32.0%
高压生产数据采集系统	工时产出效率	每天产出从15.7件到22.9件	31.4%
无人化坐便器高压注浆成型	一次性湿坯合格率	一次性湿坯合格率从90%到94%	4.4%
	人工效能	人工效能从11件/天到29件/天	164.0%
智能马桶机器人搬运扫码系统	工时效能提升率	工时效能提升率从35秒到25秒	28.5%
岩板自动化生产线机器人上下料系统	生产效率	搬运岩板从50套/天到70套/天	40.0%
定制卫浴一体化系统 (酷家乐+因格)	设计师培养效率	从15天到10天	33.0%
	拆单效率	每天从手工单10单/人到系统拆20单/人	100.0%
	数据处理效率	数据处理时间从2小时到5分钟内完成	2400.0%

资料来源: 广东省质量协会, 国盛证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**收入方面:** 公司全渠道扩张稳健、渠道下沉提速, 产品智能化升级&套系化销售带动客单值增长, 我们预计 2023-2025 年公司收入分别同比+17.6%/+15.7%/+13.5%至 88.35 亿元/102.19 亿元/115.96 亿元。分产品结构来看:

**1) 卫生陶瓷: 坐便器方面, ①量:** 伴随经营环境复苏, 公司加大社区店、五金店下沉力度, 且智能化新产品带动消费需求放量, 我们预计销量有望恢复增长, 2023-2025 年智能坐便器销量分别同比 +25%/+23%/+22%, 普通坐便器销量分别同比 +13%/+12%/+10%; **②价:** 伴随轻量化智能坐便器推广及渠道促销力度加大, 我们预计 2023-2025 年智能坐便器单价分别同比 -7%/-5%/-3%, 而普通坐便器单价年均提升

2%。其他产品方面，我们预计 2023-2025 年收入分别同比+20%/18%/15%。综上所述我们预计 2023-2025 年卫生陶瓷收入分别同比+17.1%/+16.5%/+15.5%至 41.11 亿元/47.87 亿元/55.30 亿元。智能坐便器毛利率高于普通坐便器 5-10pct，伴随公司产品结构智能化升级、自产率逐步提升，盈利能力有望提升，我们预计 2023-2025 年卫生陶瓷毛利率分别为 32.6%/33.0%/33.4%。

**2) 龙头五金:** ①量: 伴随公司募投项目稳步推进，年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒产能有望逐渐释放，预计 2023-2025 年销量分别同比+15%/+13%/+10%，②价: 恒温花洒等产品有望带动需求增长及客单值提升，预计产品单价年均提升 2%。则对应 2023-2025 年龙头五金收入分别同比+17.3%/+15.3%/+12.2%至 24.28 亿元/27.98 亿元/31.40 亿元，毛利率分别为 28.0%/28.5%/29.0%。

**3) 其他产品:** 目前公司部分产品配套率仍然较低，未来伴随消费者一体化需求增加，公司产能规模扩张、各渠道套系化销售比重逐渐提升，我们预计浴室柜、浴缸浴房、定制橱柜等产品收入规模有望实现进一步增长。预计 2023-2025 年浴室柜收入分别同比+13.7%/+10.7%/+7.8%至 9.18 亿元/10.17 亿元/10.96 亿元，瓷砖收入分别同比+15%/+13%/+10%至 5.89 亿元/6.66 亿元/7.32 亿元，浴缸浴房收入分别同比+30%/+20%/+15%至 5.36 亿元/6.44 亿元/7.40 亿元；定制橱柜收入分别同比+40%/+30%/+20%至 1.47 亿元/1.91 亿元/2.29 亿元。

图表 87: 公司营业收入拆分预测 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	83.73	75.13	88.35	102.19	115.96
yoy	28.8%	-10.3%	17.6%	15.7%	13.5%
毛利率	30.06%	32.85%	30.83%	31.30%	31.80%
分品类拆分					
卫生陶瓷	37.34	35.10	41.11	47.87	55.30
yoy	24.6%	-6.0%	17.1%	16.5%	15.5%
占比	44.60%	46.71%	46.53%	46.84%	47.69%
毛利率	34.38%	34.03%	32.60%	32.98%	33.40%
智能坐便器	14.03	13.89	16.15	18.87	22.33
yoy	40.1%	-1.0%	16.3%	16.9%	18.3%
销量 (万台)	81.78	83.80	104.75	128.84	157.19
yoy	45.23%	2.47%	25.00%	23.00%	22.00%
均价 (元/台)	1715.7	1657.7	1541.6	1464.5	1420.6
yoy	-3.54%	-3.38%	-7.00%	-5.00%	-3.00%
普通坐便器	11.33	10.35	11.92	13.62	15.28
yoy	15.2%	-8.7%	15.3%	14.2%	12.2%
销量 (万台)	286.51	256.22	289.53	324.27	356.70
yoy	10.87%	-10.57%	13.00%	12.00%	10.00%
均价 (元/台)	395.55	403.77	411.85	420.08	428.48
yoy	3.92%	2.08%	2.00%	2.00%	2.00%
龙头五金	22.51	20.70	24.28	27.98	31.40
yoy	37.6%	-8.0%	17.3%	15.3%	12.2%
占比	26.88%	27.55%	27.48%	27.38%	27.08%
毛利率	27.90%	30.50%	28.00%	28.50%	29.00%
浴室家具 (浴室柜)	9.24	8.08	9.18	10.17	10.96
yoy	28.3%	-12.6%	13.7%	10.7%	7.8%
占比	11.03%	10.75%	10.39%	9.95%	9.45%
毛利率	27.79%	32.21%	30.00%	30.50%	31.00%
瓷砖	6.25	5.12	5.89	6.66	7.32
yoy	12.1%	-18.0%	15.0%	13.0%	10.0%
占比	7.46%	6.82%	6.67%	6.52%	6.32%
毛利率	20.60%	24.17%	22.0%	22.5%	23.0%
浴缸浴房	5.59	4.13	5.36	6.44	7.40
yoy	43.5%	-26.2%	30.0%	20.0%	15.0%
占比	6.68%	5.49%	6.07%	6.30%	6.38%
毛利率	34.27%	40.8%	38.0%	38.5%	39.0%
定制橱柜	1.84	1.05	1.47	1.91	2.29
yoy	42.1%	-42.9%	40.0%	30.0%	20.0%
占比	2.20%	1.40%	1.66%	1.87%	1.98%
毛利率	18.63%	24.27%	24.00%	24.30%	24.50%
其他品类及配件	0.54	0.58	0.64	0.70	0.77
yoy	12.4%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	0.64%	0.77%	0.72%	0.68%	0.66%
毛利率	43.15%	56.26%	55.00%	56.00%	56.00%
其他业务	0.43	0.38	0.42	0.46	0.51
yoy	74.4%	-11.4%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	0.51%	0.51%	0.48%	0.45%	0.44%
毛利率	-67.84%	83.09%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所预测

**费用方面:** 1) 公司 2023Q1 采取裸价销售政策减少市场补贴, 销售费用率同比下降, 预计伴随价格政策调整, 年内销售费用率有望回升, 预计 2023-2025 年销售费用率分别为 9.48%/9.44%/9.40%; 2) 2022 年停工损失增加、职工薪酬增加及折旧摊销增加导致管理费用率同比提升, 公司持续引进人才、加强信息化系统建设, 同时股权激励计划预计产生摊销费用, 预计 2023-2025 年管理费用率分别为 9.0%/9.2%/9.4%; 3) 公司持续强化产品研发能力, 智能坐便器、智能浴室镜等新产品陆续推出, 预计 2023-2025 年研发费用率分别为 4.62%/4.65%/4.70%。

**利润方面:** 公司产品结构持续优化, 智能产品占比提升带动毛利率改善, 同时募投产能稳步扩张提升自产比重, 预计外购及外协比例进一步降低; 此外, 公司开发零部件通用性平台进一步提升生产效率及产线协同性, 降本增效稳步推进, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.13 亿元/8.39 亿元/9.90 亿元。

图表 88: 公司盈利预测 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	83.73	75.13	88.35	102.19	115.96
营业成本	58.56	50.46	61.11	70.20	79.08
归母净利润	5.77	5.93	7.13	8.39	9.90
yoy	-1.9%	2.8%	20.2%	17.7%	17.9%
毛利率	30.06%	32.85%	30.83%	31.30%	31.80%
销售费用率	9.54%	9.52%	9.48%	9.44%	9.40%
管理费用率	6.53%	8.70%	9.00%	9.20%	9.40%
研发费用率	3.44%	4.53%	4.62%	4.65%	4.70%
归母净利率	6.89%	7.89%	8.07%	8.21%	8.54%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

## 4.2 投资评级

经我们计算, 公司 2023-2025 年对应 PE 分别为 25X/22X/18X, 选取大家居战略稳步推进的欧派家居, 多品类&多渠道搭建顺畅、持续推动供应链变革的志邦家居, 深耕卫浴配件领域的松霖科技以及把握智能卫浴细分赛道机遇的瑞尔特进行比较, 可比公司 2023 年平均 PE 为 16X。考虑公司为卫浴行业龙头品牌, 产品智能化升级优势显著、盈利中枢稳步向上, 产品套系化有望打开客单值空间, 同时零售、电商、家装、工程全渠道稳步拓展, 下沉市场空间广阔。2023 年经营环境逐步好转, 我们预计公司订单及发货逐步好转, 且发布股权激励深度绑定核心管理人员, 伴随下半年需求旺季复苏或更为明确。此外, 智能坐便器行业渗透率低、成长空间广阔, 公司作为内资品牌具备优秀生产制造能力及消费需求响应能力, 通过低价轻智能爆款产品持续扩大市场份额, 预计成长有望提速, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 89: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603833.SH	欧派家居	604.95	99.31	5.17	5.98	6.83	19.2	16.6	14.5
603801.SH	志邦家居	96.41	30.92	2.12	2.58	3.09	14.6	12.0	10.0
603992.SH	松霖科技	59.15	14.75	0.87	1.01	1.17	16.9	14.7	12.6
002790.SZ	瑞尔特	35.10	8.40	0.58	0.72	0.86	14.4	11.7	9.8
	平均						16.3	13.7	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: 估值截止 2023 年 6 月 6 日, 除松霖科技、瑞尔特以外其他盈利预测来自 Wind 一致预期

## 风险提示

**地产复苏低于预期:** 若 2023 年地产恢复不及预期、家居需求恢复缓慢, 或将对公司业绩产生影响;

**智能产品推广不及预期:** 若消费意愿复苏缓慢, 公司高单价、高毛利的智能产品推广或将面临阻力, 将对公司市场拓展产生一定影响;

**渠道拓展不及预期:** 若公司经销商开店动力不足, 全渠道拓展及渠道下沉不及预期, 或将对公司收入产生影响;

**测算误差风险:** 本文对于智能坐便器渗透率测算包含新房销售量、精装修渗透率、二手房交易量、存量房翻新率、坐便器配置率等假设数据, 假设可能存在误差; 且假设条件过多可能综合导致测算得到的智能坐便器渗透率空间存在误差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com