

投资评级 **优于大市** 首次

# 智能化比例提升&全渠道拓展重拾增长动力

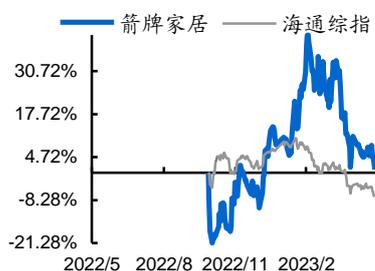
## 股票数据

05月30日收盘价(元)	16.78
52周股价波动(元)	13.31-25.35
总股本/流通A股(百万股)	966/97
总市值/流通市值(百万元)	16203/1621

## 相关研究

《卫浴龙头新启航, 打造智能家居生活》  
2022.07.27

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.1	-23.1	-28.8
相对涨幅(%)	-6.4	-18.1	-23.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郭庆龙

Email: gq113820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师: 吕科佳

Tel: (021) 23185623

Email: lkj14091@haitong.com

证书: S0850522060001

## 投资要点:

- 公司 2022 年及 2023 年 Q1 经营情况:** 2022 全年公司实现营业收入 75.1 亿元, 同比下降 10.3%; 归母净利润 5.9 亿元, 同比增长 2.8%; 扣非后归母净利润 5.4 亿元, 同比增长 1.5%。22Q4, 公司实现营业收入 22.5 亿元, YoY-18.5%; 归母净利润 1.7 亿元, YoY-32.6%; 扣非后归母净利润 1.5 亿元, YoY-37.6%。23Q1 公司实现营业收入 11.1 亿元, YoY-1.7%; 归母净利润 311.1 万元, YoY-88.2%; 扣非后归母净利润-1553.6 万元, YoY-225.8%。
- 全年主营产品业绩承压, 智能家居提供增长动力:** 分产品来看, 公司 2022 年卫生陶瓷营收 35.1 亿元, YoY-6.0%; 龙头五金营收 20.7 亿元, YoY-8.0%; 浴室家具营收 8.1 亿元, YoY-12.6%; 瓷砖营收 5.1 亿元, YoY-18.0%; 浴缸浴房营收 4.1 亿元, YoY-26.2%; 定制橱柜营收 1.0 亿元, YoY-42.9%。受房地产行业下行以及居民消费减弱等因素影响, 公司 22 年营收承压, 同比有所下滑, 卫生陶瓷板块受益于智能化比例提升和新品推出, 整体降幅可控。22 年公司智能产品营收 18.9 亿元, 占营业收入比例增加 1.8pct, 毛利率达 36.8%, YoY+1.5pct, 其中智能坐便器收入 13.9 亿元, 毛利率 36.5%, YoY+1.4pct。高毛利智能家居优化产品结构, 带动盈利增长明显。我们认为, 智能坐便器等智能家居目前在我国市场普及率仍较低, 公司持续加码智慧家居研发, 陆续推出新品有望率先抢占市场, 进一步拓宽盈利空间, 带来业绩增长新动力。
- 直营电商渠道表现亮眼, 全渠道拓展 23 年修复可期:** 分渠道来看, 公司 22 年零售端实现收入 30.6 亿元, YoY-12.1%。22 年工程端实现收入 18.5 亿元, YoY-21.1%, 主要系地产行业波动影响。我们预计 2023 年线下客流将逐步恢复常态, 零售端向好趋势明确; 地产行业出台多项政策维稳市场, 带动后周期行业盈利能力逐渐修复。22 年电商渠道实现收入 15.1 亿元, YoY-1.5%, 其中直营电商营收 7.0 亿元, YoY+10.3%, 公司制定“1+N”多店铺电商战略, 加快在抖音、快手等新兴平台的渗透和布局, 直营电商渠道表现亮眼。22 年家装渠道实现收入 10.5 亿元, YoY+9.2%, 拓展效果显著。我们认为, 公司 23 年将着力推动全渠道拓展, 传统优势渠道继续发力、加快打通下沉渠道, 助力营收逐步回暖。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 7.47、9.14、10.95 亿元, 同比增长 26.0%、22.3%、19.8%, 当前收盘价对应 2023-2024 年 PE 为 22、18 倍, 公司作为陶瓷及卫浴产品龙头企业, 参考可比公司给予公司 2023 年 28-29 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 21.66-22.44 元, 给予“优于大市”评级。

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8373	7513	9092	10807	12589
(+/-)YoY(%)	28.8%	-10.3%	21.0%	18.9%	16.5%
净利润(百万元)	577	593	747	914	1095
(+/-)YoY(%)	-1.9%	2.8%	26.0%	22.3%	19.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.60	0.61	0.77	0.95	1.13
毛利率(%)	30.1%	32.8%	33.4%	33.9%	34.4%
净资产收益率(%)	19.4%	12.5%	14.0%	14.5%	14.8%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **费用率提升利润承压，上市募投项目进展顺利：**2022 年公司净利率为 7.9%，同比增长 1.0pct；2022Q4 公司净利率为 7.6%，同比下降 1.6pct；2022 年公司毛利率为 32.9%，同比增长 2.8pct；2022Q4 公司毛利率为 30.2%，同比下降 2.8pct。费用率方面，22Q4 公司销售、管理、研发费用率分别为 9.5%、7.7%、4.7%，YoY 分别-0.8pct、+2.1pct、+1.4pct。公司上市募集资金将用于智能产品产能技术改造、年产 1000 万套水龙头&300 万套花洒、智能家居研发技术改造等项目中，进一步提升生产效率和智能化水平，增强公司核心竞争力。我们认为，公司在建项目进展顺利，智能化比例提升有望提高客单价，量价双升带动公司盈利能力增强。

- **盈利预测：**公司卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具等业务涉及到上门安装等服务环节，随着相关安装服务的恢复，公司经营逐步恢复增长，我们预计 23-25 年公司卫生陶瓷业务收入分别同比增长 18%、16%、14%，龙头五金收入分别同比增长 15%、14%、13%，浴室家具收入分别同比增长 30%、25%、20%；毛利率方面，公司智能化产品比例提升、成本压力有望减弱，我们假设 23-25 年卫生陶瓷业务毛利率分别为 34.5%、35.0%、35.5%，龙头五金毛利率分别为 31.0%、31.5%、32.0%，浴室家具毛利率分别为 32.7%、33.2%、33.7%。

**风险提示：**市场竞争加剧，下游需求不及预期。

**表 1 箭牌家居分业务盈利预测**

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>卫生陶瓷</b>				
销售收入	3510	4142	4804	5477
增长率 (YoY)	-6.0%	18.0%	16.0%	14.0%
毛利率	34.0%	34.5%	35.0%	35.5%
<b>龙头五金</b>				
销售收入	2070	2380	2713	3066
增长率 (YoY)	-8.0%	15.0%	14.0%	13.0%
毛利率	30.5%	31.0%	31.5%	32.0%
<b>浴室家具</b>				
销售收入	808	1050	1313	1575
增长率 (YoY)	-12.6%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	32.2%	32.7%	33.2%	33.7%
<b>其他</b>				
销售收入	1126	1520	1976	2470
增长率 (YoY)	-23.1%	35.0%	30.0%	25.0%
毛利率	33.9%	34.4%	34.9%	35.4%
<b>合计</b>				
销售收入	7513	9092	10807	12589
增长率 (YoY)	-10.3%	21.0%	18.9%	16.5%
毛利率	32.8%	33.4%	33.9%	34.4%

资料来源：Wind，海通证券研究所

**表 2 同类公司对比估值表**

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
东鹏控股	003012.SZ	瓷砖及洁具龙头	7.68	13.0
帝欧家居	002798.SZ	瓷砖及卫浴龙头	6.61	63.6
蒙娜丽莎	002918.SZ	陶瓷产品龙头	15.03	11.4
海鸥住工	002084.SZ	定制整装卫浴空间龙头	3.88	15.5
瑞尔特	002790.SZ	卫浴产品龙头	8.59	14.5
平均				23.6

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：PE 为 Wind 一致预期，收盘价为 2023 年 05 月 30 日收盘价

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>7513</b>	<b>9092</b>	<b>10807</b>	<b>12589</b>
每股收益	0.61	0.77	0.95	1.13	营业成本	5046	6057	7143	8255
每股净资产	4.91	5.53	6.50	7.67	毛利率%	32.8%	33.4%	33.9%	34.4%
每股经营现金流	0.42	2.74	1.00	3.19	营业税金及附加	82	99	117	137
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	715	875	1050	1236
P/E	27.32	21.69	17.74	14.80	营业费用率%	9.5%	9.6%	9.7%	9.8%
P/B	3.42	3.04	2.58	2.19	管理费用	653	791	940	1095
P/S	2.16	1.78	1.50	1.29	管理费用率%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
EV/EBITDA	13.63	11.90	10.30	7.85	EBIT	704	869	1065	1277
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	16	20	23	27
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
毛利率	32.8%	33.4%	33.9%	34.4%	资产减值损失	-57	-60	-60	-60
净利润率	7.9%	8.2%	8.5%	8.7%	投资收益	9	10	10	10
净资产收益率	12.5%	14.0%	14.5%	14.8%	<b>营业利润</b>	<b>694</b>	<b>860</b>	<b>1051</b>	<b>1260</b>
资产回报率	5.9%	5.8%	6.7%	6.4%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	9.4%	10.8%	11.7%	12.3%	<b>利润总额</b>	<b>694</b>	<b>860</b>	<b>1051</b>	<b>1260</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1059	1254	1494	1752
营业收入增长率	-10.3%	21.0%	18.9%	16.5%	所得税	101	112	137	164
EBIT 增长率	10.8%	23.4%	22.5%	19.9%	有效所得税率%	14.6%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	2.8%	26.0%	22.3%	19.8%	少数股东损益	-1	1	1	1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>593</b>	<b>747</b>	<b>914</b>	<b>1095</b>
资产负债率	52.9%	58.7%	53.8%	56.6%					
流动比率	0.97	0.91	0.90	0.95	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.59	0.57	0.53	0.60	货币资金	1900	2929	2457	4102
现金比率	0.48	0.47	0.41	0.49	应收账款及应收票据	424	601	642	834
<b>经营效率指标</b>					存货	1379	1986	2061	2709
应收账款周转天数	16.66	17.00	17.50	18.00	其它流动资产	144	156	174	188
存货周转天数	98.75	100.00	102.00	104.00	流动资产合计	3848	5672	5334	7832
总资产周转率	0.80	0.79	0.81	0.82	长期股权投资	14	14	14	14
固定资产周转率	2.58	2.68	2.83	2.99	固定资产	3169	3621	4029	4394
					在建工程	1726	2326	2926	3526
					无形资产	950	946	941	935
					非流动资产合计	6231	7279	8282	9241
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>10079</b>	<b>12951</b>	<b>13616</b>	<b>17073</b>
净利润	593	747	914	1095	短期借款	300	300	300	300
少数股东损益	-1	1	1	1	应付票据及应付账款	2734	4737	4231	6318
非现金支出	378	415	460	505	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	103	2	2	2	其它流动负债	931	1200	1426	1670
营运资金变动	-672	1477	-413	1477	流动负债合计	3965	6237	5957	8288
<b>经营活动现金流</b>	<b>401</b>	<b>2642</b>	<b>963</b>	<b>3080</b>	长期借款	1229	1229	1229	1229
资产	-1276	-1433	-1433	-1433	其它长期负债	142	142	142	142
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	1371	1371	1371	1371
其他	8	10	10	10	<b>负债总计</b>	<b>5336</b>	<b>7608</b>	<b>7328</b>	<b>9659</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1268</b>	<b>-1423</b>	<b>-1423</b>	<b>-1423</b>	实收资本	966	966	966	966
债权募资	503	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4737	5336	6280	7404
股权募资	1177	0	0	0	少数股东权益	6	7	8	10
其他	-84	-190	-12	-12	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>10079</b>	<b>12951</b>	<b>13616</b>	<b>17073</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1596</b>	<b>-190</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>730</b>	<b>1029</b>	<b>-472</b>	<b>1645</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业  
吕科佳 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,八方股份,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。