

# 箭牌家居 (001322.SZ)

## 卫浴领导者地位稳固，智能化打开想象空间

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,373	7,513	8,934	10,682	12,278
增长率 yoy (%)	28.8	-10.3	18.9	19.6	14.9
归母净利润 (百万元)	577	593	752	919	1,104
增长率 yoy (%)	-1.9	2.8	26.8	22.3	20.1
ROE (%)	19.4	12.5	14.1	14.9	15.3
EPS 最新摊薄 (元)	0.60	0.61	0.78	0.95	1.14
P/E (倍)	33.2	32.3	25.5	20.8	17.4
P/B (倍)	6.5	4.0	3.6	3.1	2.7

资料来源：长城证券产业金融研究院 注：股价为 2023 年 6 月 14 日收盘价

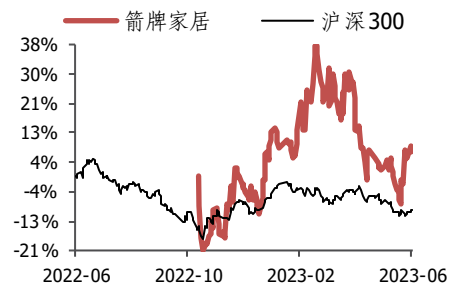
**公司概况：国内知名卫浴龙头，品牌战略定位清晰。** 公司是国内知名卫浴龙头企业，三大品牌定位不同市场需求。公司成立于 1994 年，2022 年上市，致力于成为一家创新型综合性大家居企业集团。公司股权较为集中，截止 2022 年，前 5 大股东合计持有公司 85.50% 股权。近年来公司收入及利润稳中有增，结构优化使得 2022 年归母净利润同比增长 2.75%。华南、华东是公司重点发展区域，其中华南区是公司发展起源地，2021 年营收占比达 35.8%。2018-2022 年公司费用率基本维稳，2023 年一季度期间费用率为 30.74%，同比下降 2.42pct。

### 行业分析：下游需求回暖，国产品牌崛起进行时

- 疫情及地产需求影响产量，长期向好趋势不改。陶瓷卫生洁具包含卫生陶瓷及卫浴用品，卫生陶瓷以坐便器为主，卫浴则以浴缸、浴房为主。陶瓷卫生洁具行业处于产业链中游，产业链下游主要是房地产，需求来源于新房和存量房。内外需回落，2022 年我国规模以上卫生陶瓷产量为 1.67 亿件，同比下降 25.1%。2022 年我国规模以上卫生陶瓷企业主营业务收入为 754.88 亿元，同比下降 7.3%。
- 地产基本面改善，市场需求复苏可期。2022 年 11 月起，全国各地政府持续出台房地产融资端利好政策。一季度房地产数据持续回暖，3 月竣工面积同比增长 32%，行业需求有望复苏。一季度地产销售复苏明显，百强地产销售走强，二手房市场成交火热。我国存量市场庞大，旧房更新、二手房二次装修成为卫浴陶瓷市场需求重要来源。老旧小区改造政策支持力度大，2022 年全国新开工改造老旧小区 5.25 万个、876 万户。根据我们测算，2021 年我国坐便器市场需求为 4834 万台（其中住宅占 65%，非住宅占 35%），预计到 2025 年达到 5238 万台。
- 国产品牌逐渐崛起，“智能转型”成为行业主题。三类企业角逐国内市场，海外品牌具有先发优势。外资企业在国内市场份额中占据主导地位，国内企业奋起直追。市场集中度缓慢提升，且仍有较大进步空间。国产品牌多方发力，有望实现后来居上。随着居民消费升级，以智能坐便器为代表的智能卫浴产品逐渐受到消费者青睐。人口老龄化趋势显现，智能坐便器市场有望加速扩容。当前我国智能坐便器仍处于起步阶段，市场渗透率与发达国家相比仍存在较大差距，市场开拓空间广阔。智能坐便器价格逐渐亲民化，渗透率有望持续提高。预计到 2025 年我国智能坐便器市场需求为 1408 万台，市场规模达到 354.12 亿元，2021-2025 复合增速为 14.62%。

增持 (首次评级)	
<b>股票信息</b>	
行业	轻工制造
2023 年 6 月 14 日收盘价 (元)	18.73
总市值 (百万元)	18,085.93
流通市值 (百万元)	1,809.50
总股本 (百万股)	965.61
流通股本 (百万股)	96.61
近 3 月日均成交额 (百万元)	95.27

### 股价走势



### 作者

分析师 花江月  
执业证书编号：S1070522100002  
邮箱：huajiangyue@cgws.com  
联系人 王龙  
执业证书编号：S1070122070016  
邮箱：wanglongyijy@cgws.com

### 相关研究

- **公司盈利及营运能力较为领先。**公司收入及利润规模在行业处于领先地位。公司毛利率保持较好水平，在可比公司中处于领先水平。销售净利率使得箭牌家居 ROE 显著高于其他同行业可比公司。疫情期间箭牌家居营运能力得到充分体现，存货周转率与应收账款周转率均保持行业领先地位。

#### 公司分析：产品智能化迭代需求可期，渠道布局日益完善

- **卫浴产品线完善，智能化优势凸显。**公司产品线完善，2022 年各主营产品收入有所下降，智能坐便器占比持续提升。公司高端智能坐便器产品价格低于同行品牌，性价比优势尽显。公司研发投入在行业内领先，且研发费用率呈现上升趋势，将进一步加快公司全系列产品智能化升级。得益于持续的研发和迭代，2022 年，在外部环境不好的情况，智能坐便器收入依然保持稳健。
- **渠道优势：经销、零售为主，渠道布局完善。**公司采用以经销为主，直销为辅的销售经营模式，其中 2022 年经销、直销模式分别占总营收比例 88.00%及 11.50%。公司经销渠道以零售为主，直销渠道以电商为主。公司渠道结构中零售端为主，2022 年零售+电商+家装占比达 75%，工程端占比 25%，呈逐年下降趋势。经销模式是公司开展业务的主要方式，与经销商、分销商、门店、网点进行相关业务往来。近两年公司经销/分销持续增长，终端门店保持复合约 20%的增长。2022 年公司终端门店数量多达 13378 家，远超同行业企业，渠道优势尽显。公司对经销商实施多维度考核及销售奖励制度，激发经销商的营销活力。公司的直销模式主要包括直营展厅、直营工程、直营电商三种模式，直营电商占比逐年提升。2022 年直营模式销售收入同比下降 4.77%至 8.64 亿元，其中直营电商收入同比增长 10.27%。公司直营工程收入规模较小，近年来收入占比呈下降趋势。
- **生产制造优势：依托广东辐射全国，满足各地消费者需求。**公司当前拥有 8 个建成投产基地，2 个基地处于筹建状态。2022 年，受销售规模下滑影响，各品类产能利用率情况有所波动，其中，卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具产能利用率分别为 84.04/83.38/85.41%。IPO 募投项目有序推进，智能化生产改造及产能扩建为公司市场拓张助力。

**投资建议：**公司是国内卫生洁具龙头企业，竞争优势明显，首次给予增持评级。预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 7.52、9.19、11.04 亿元，同比分别增长 27%、22%、20%，对应估值分别为 26、21、17 倍。随着地面基本面的逐步改善，市场需求有望逐步复苏；国产品牌逐步崛起，“智能转型”成为行业主题。公司卫浴产品线完善，智能化+渠道+生产制造优势明显，未来发展可期。

**风险提示：**扩产项目产销量不及预期风险；下游房地产市场需求持续下降风险；市场测算与实际值偏差；行业竞争加剧风险等。

## 内容目录

1. 公司概况：国内知名卫浴龙头，品牌战略定位清晰	5
2. 行业分析：下游需求回暖，国产品牌崛起进行时	10
2.1 疫情及地产需求影响产量，长期向好趋势不改	10
2.2 地产基本面改善，市场需求复苏可期	11
2.2.1 增量市场有望复苏，存量市场潜力巨大	11
2.2.2 预计到 2025 年我国坐便器市场需求将达 5238 万台	14
2.3 国产品牌逐渐崛起，“智能转型”成为行业主题	15
2.3.1 外资具备先发优势，国产品牌奋起直追	15
2.3.2 消费升级和老龄化趋势促进行业“智能转型”	18
2.4 公司盈利及营运能力较为领先	20
3. 公司分析：产品智能化迭代需求可期，渠道布局日益完善	22
3.1 卫浴产品线完善，智能化优势凸显	22
3.2 渠道优势：经销、零售为主，渠道布局完善	24
3.2.1 经销网络遍布全国，终端门店持续下沉	25
3.2.2 直营电商快速增长，直营工程保持稳健	27
3.3 生产制造优势：依托广东辐射全国，满足各地消费者需求	29
4. 盈利预测及估值水平	31
4.1 盈利预测	31
盈利预测重要假设：	31
4.2 相对估值	32
4.3 投资建议	33
5. 风险提示	33

## 图表目录

图表 1：公司主要产品情况	5
图表 2：公司三大品牌定位	6
图表 3：公司发展历程	7
图表 4：2018-2022 公司营收及同比增速情况	8
图表 5：2018-2022 公司归母净利润及同比增速情况	8
图表 6：公司综合毛利率及净利率	8
图表 7：公司各细分品类毛利率	8
图表 8：2019-2022 公司收入结构	8
图表 9：公司 2020 年区域营收占比情况	9
图表 10：公司 2021 年区域营收占比情况	9
图表 11：公司三项费用率	9
图表 12：行业所处产业链情况	10
图表 13：2008-2022 我国卫生陶瓷产量及同比	10
图表 14：2018-2022 年我国规模以上卫生陶瓷企业营业收入及同比增速	11
图表 15：自 2022 年 H2 以来房地产行业相关政策	11
图表 16：房地产销售、施工、新开工、竣工当月同比	13
图表 17：我国竣工房屋面积	13
图表 18：全国老旧小区改造情况	14
图表 19：住宅坐便器市场需求测算	14
图表 20：非住宅坐便器市场需求测算	14
图表 21：卫浴行业细分市场消费特征及主要参与者	15
图表 22：2018 年我国卫浴市场份额 TOP5	16
图表 23：2021 全球卫浴企业前 10 强	16
图表 24：2018-2022 规模以上卫生陶瓷企业数量	16
图表 25：2013-2018 卫浴行业 CR3	16
图表 26：电商平台卫浴企业双十一销售额 TOP10	17
图表 27：国内和国外品牌普通马桶和智能马桶价格、功能对比	17
图表 28：普通坐便器和智能坐便器功能对比	18

图表 29:	2000-2022 城镇和农村居民人均可支配收入.....	18
图表 30:	2016-2021 智能坐便器销量.....	18
图表 31:	我国 65 岁及以上人口占比.....	19
图表 32:	智能坐便器渗透率对比.....	19
图表 33:	消费者购买智能坐便器预算.....	19
图表 34:	2017-2022 智能坐便器一体机均价.....	19
图表 35:	2021-2025 我国智能坐便器市场规模.....	20
图表 36:	可比公司营业收入 (亿元).....	20
图表 37:	可比公司归母净利润 (亿元).....	20
图表 38:	可比公司毛利率.....	20
图表 39:	可比公司净利率.....	20
图表 40:	可比公司 ROE.....	21
图表 41:	可比公司应收账款周转率 (次).....	21
图表 42:	可比公司存货周转率 (次).....	21
图表 43:	公司分产品收入情况.....	22
图表 44:	各品牌智能坐便器高端产品对比.....	22
图表 45:	行业内公司研发费用对比.....	23
图表 46:	行业内公司研发费用率对比.....	23
图表 47:	2019-2022 公司智能坐便器收入及增速.....	23
图表 48:	公司分渠道收入情况.....	24
图表 49:	经销渠道下各销售模式占比.....	24
图表 50:	直销渠道下各销售模式占比.....	24
图表 51:	公司各销售模式营业收入.....	25
图表 52:	公司各销售渠道毛利率.....	25
图表 53:	公司与经销商、分销商、门店、网点业务往来情况.....	25
图表 54:	经销及分销商数量 (个).....	26
图表 55:	经销及分销网点数量 (个).....	26
图表 56:	公司和同行门店数量.....	26
图表 57:	公司对于经销商的激励.....	27
图表 58:	展厅、工程、电商在直营中占比情况.....	27
图表 59:	公司直销端收入情况 (亿元).....	28
图表 60:	直营电商订单数量.....	28
图表 61:	直营电商销售额.....	28
图表 62:	直销各价位产品的占比情况.....	28
图表 63:	直营各渠道毛利率情况.....	29
图表 64:	直营工程客户数量情况.....	29
图表 65:	直营工程销售额情况.....	29
图表 66:	公司生产基地情况.....	29
图表 68:	公司产能产量情况.....	30
图表 69:	IPO 募投项目情况.....	31
图表 70:	公司分渠道收入、毛利率预测.....	32
图表 71:	相关可比公司估值比较.....	32

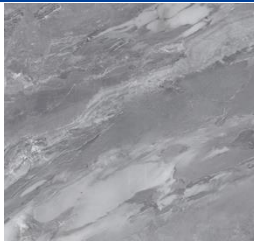







## 1. 公司概况：国内知名卫浴龙头，品牌战略定位清晰

公司是国内知名卫浴龙头企业，三大品牌定位不同市场需求。公司生产产品品类范围覆盖六大领域，其中包含卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等全系列家居产品。公司长期致力于为消费者提供一站式智慧家居解决方案，发展远景是成为国际一流的智慧家居品牌。公司主要产品品牌包括 **ARROW 箭牌**、**FAENZA 法恩莎**、**ANNWA 安华**，三个品牌具有不同的市场定位，能够满足不同消费群体的需求。

图表1: 公司主要产品情况

分类	产品示意图		
卫生陶瓷			
	智能坐便器	普通坐便器	蹲便器
	龙头五金		
花洒		龙头	晾衣机
浴室家具			
	浴室柜取悦系列	浴室柜雅菲系列	浴室柜维克系列
	浴缸浴房		
浴缸		定制淋浴房	淋浴屏风

瓷砖			
	饰面砖	岩板	大理石
定制橱柜衣柜			
	橱柜定制	全卫定制	客厅定制
其他	全屋家居涉及的零部件及五金件等		

资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

三大自有品牌在产品设计端在海内外均获得业界认可。2019年，箭牌雅菲系列浴室柜、多功能面盆龙头分别获得中国设计红星奖及红棉中国产品设计奖。2020年，法恩莎翎智系列产品获得日本 G-MARK 设计奖，同时法恩莎和安华多款智能坐便器、恒温花洒、淋浴房获得沸腾质量奖。2021年，法恩莎奎因系列龙头、帕斯卡系列智能坐便器荣获德国红点奖，安华歌澜系列、星云系列、锋芒系列产品荣获德国 IF 设计大奖。2022年，公司多款产品获得日本 G-MARK 设计奖<sup>1</sup>。

图表2：公司三大品牌定位

标识	品牌愿景	品牌定位
	智慧家居	ARROW 箭牌创建于1994年，致力于改善家居生活品质、创新智慧生活空间，历经二十多年的快速发展，已逐步成长为具有较高知名度的民族卫浴品牌，正在向国际一流智慧家居品牌进发。2008年，国家工商行政管理总局商标局认定 ARROW 商标为驰名商标
	艺术家居	FAENZA 法恩莎创建于1999年，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。2011年，国家工商行政管理总局商标局认定 FAENZA 商标为驰名商标
	时尚家居	ANNWA 安华创建于2003年，致力于打造年轻时尚的生活方式，通过产品的智能科技、时尚设计、人性化功能和优质服务，成为更懂年轻人的时尚家居品牌

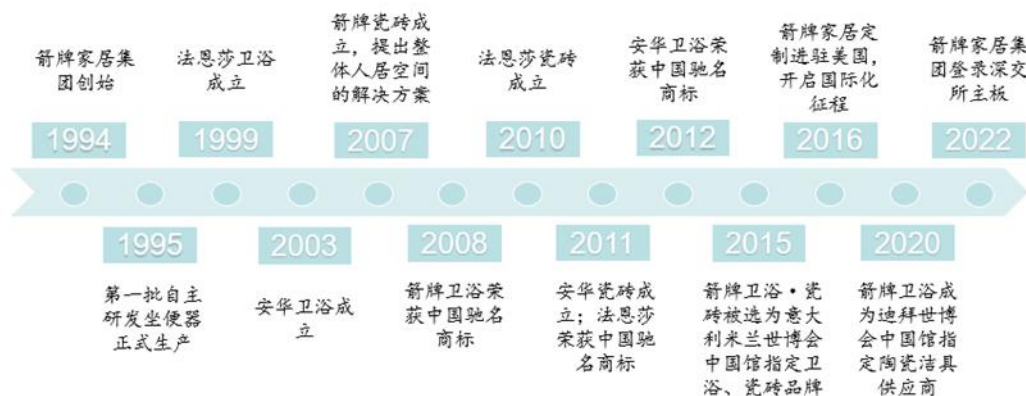
资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

公司成立于1994年，2022年上市，致力于成为一家创新型综合性大家居企业集团。  
**1）三大品牌创立，产品布局方向确立（1994-2006）：**箭牌家居集团以卫生陶瓷产品为起点，不断扩张其产品线，品类随之完善。1994年箭牌家居集团创始，第一条窑炉建成投产；公司旗下两大自有品牌法恩莎卫浴及安华卫浴分别于1999年、2003年成立；2003年公司涉足浴室柜，2006年开发生产感应器和智能坐便器等领域；  
**2）品类覆盖全面扩张，定制化时代开启（2007-2012）：**2007年公司基于家装行业市场需求，为消费者提供更全面的整体家居解决方案，公司开启瓷砖行业发展，法恩莎瓷砖、安华瓷砖分别于2010年、2011年相继成立；  
**3）智能化成为产品更新迭代趋势，中国智造彰**

<sup>1</sup> 公司获奖信息来源于招股说明书及2022年报

**显公司竞争力 (2013-至今):** 随着我国消费水平的不断提高, 消费市场对智能卫浴的需求不断提升, 公司智能卫浴产品功能也不断完善。在 2015 年米兰世博会及 2020 年阿联酋迪拜世博会中, 箭牌先后被选定为世博会中国馆指定卫浴、瓷砖品牌及世博会中国馆制定陶瓷洁具供应商。公司未来将致力于成为一家具有国际竞争力和影响力的创新型综合性大家居企业集团, 并将以中国智造为长远发展战略, 向世界展示中国智造的力量。

图表3: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

公司股权较为集中, 截止 2023 年一季度, 前 5 大股东合计持有公司 85.50% 股权。公司第一大股东谢岳荣先生及其妻子霍秋洁女士、女儿谢安琪、儿子谢炜签署了《一致行动协议》, 四人作为一致行动人, 持有乐华恒业投资控制公司 65% 的股权, 乐华恒业投资持有公司 49.71% 的股权。谢岳荣先生直接持有公司 21.54% 的股权, 一致行动人合计控制公司 71.25% 的股权。

图表3: 公司前五大股东持股情况

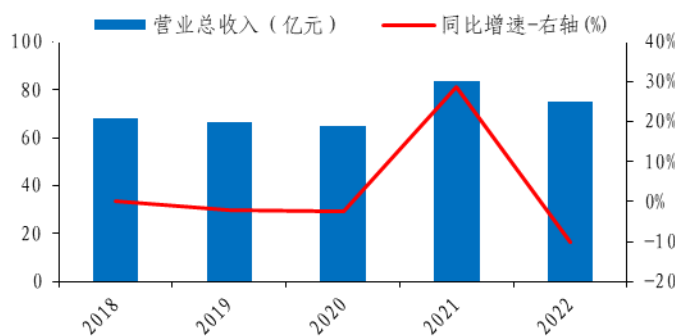
股东名称	持股比例
佛山市乐华恒业实业投资有限公司	49.71%
谢岳荣	21.54%
佛山市霍陈贸易有限公司	8.28%
霍少荣	3.31%
珠海忞恒股权投资合伙企业(有限合伙)	2.66%
合计	85.50%

资料来源: 公司 2023 年一季报, 长城证券产业金融研究院

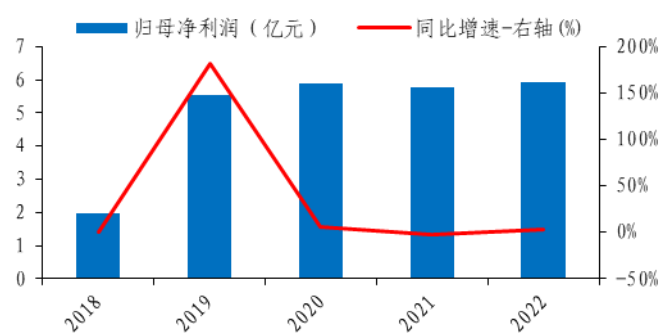
近年来公司收入及利润稳中有增, 结构优化使得 2022 年业绩同比增长 2.75%。2023 年 Q1 受促销降价影响业绩有所承压。2022 年公司营收端受疫情影响短期承压, 销售结构优化带动利润端得到改善。全年实现营业收入 75.13 亿元, 同比下降 10.27%。归母净利润 5.93 亿元, 同比增长 2.75%, 主要由于公司销售产品均价有所提升及销售结构优化, 带动综合毛利率提升所致。2018-2022 年公司营业收入及归母净利润复合增长率分别达到 2.49% 和 31.72%。2023 年一季度, 公司收入小幅下降, 业绩受降价促销影响有所承压, 营业收入/归母净利润同比分别下降 1.67/88.15% 至 11.10 亿元/311.11 万元。2022 年, 公司毛利率为 32.85%, 同比增长 2.79pct; 2023 年一季度,

公司毛利率为 30.44%，同比下降 5.47pct。

图表4: 2018-2022 公司营收及同比增速情况



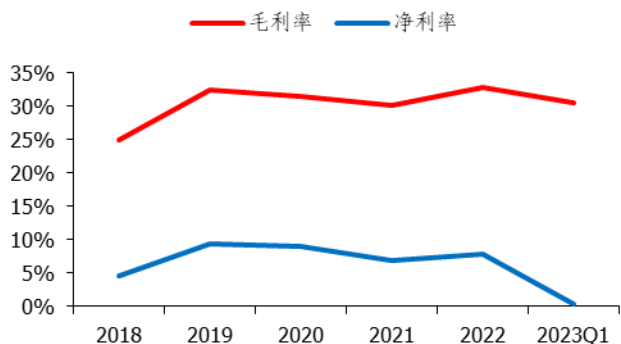
图表5: 2018-2022 公司归母净利润及同比增速情况



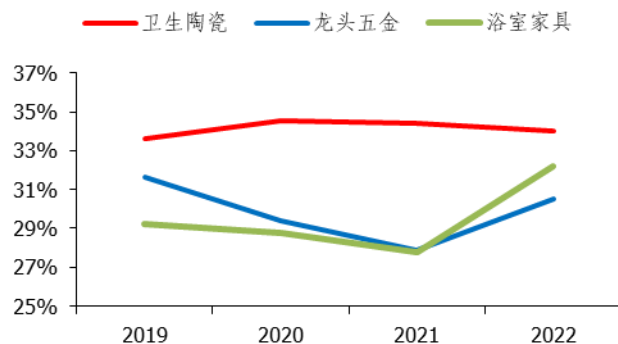
资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年报, 长城证券产业金融研究院

图表6: 公司综合毛利率及净利率



图表7: 公司各细分品类毛利率

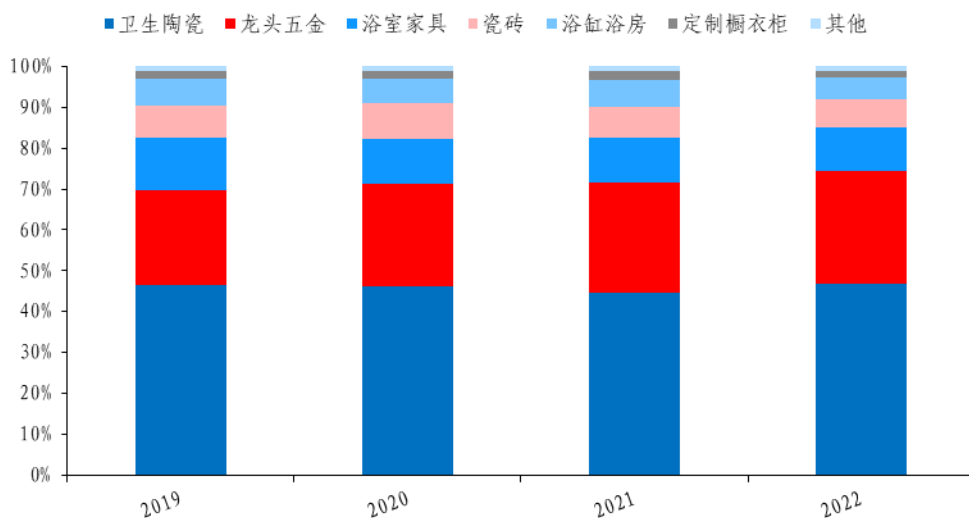


资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年报及 2023 年一季报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年报, 长城证券产业金融研究院

卫生陶瓷与龙头五金业务是公司营业收入的主要来源, 合计比例超 70%。收入结构方面, 卫生陶瓷业务 2022 年营收 35.10 亿元, 同比下降 6.01%, 占总营收比例 46.71%, 同比增长 2.11pct; 龙头五金业务营收 20.70 亿元, 同比下降 8.04%, 占总营收比例为 27.55%, 同比增长 0.67pct。

图表8: 2019-2022 公司收入结构



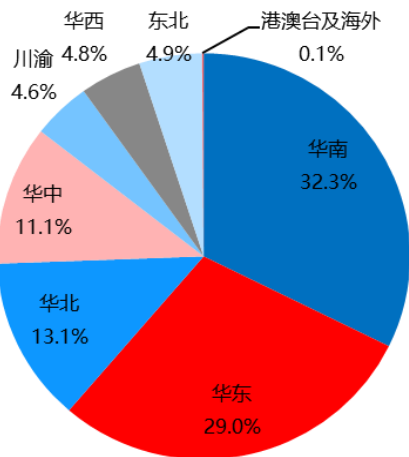
资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年报, 长城证券产业金融研究院

华南、华东是公司重点发展区域, 其中华南区是公司发展起源地, 2021 年营收占比达

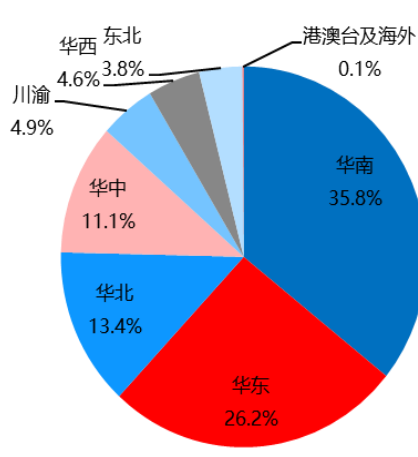


**35.8%**。经过近 20 年的发展，公司在华南地区形成了一定规模优势，同时经销网络布局完善，品牌积累较强口碑，使得公司华南区营收占比由 2020 年的 32.3% 提升至 2021 年的 35.8%，同比提升 3.6pct。华东地区由于其经济发展在全国处于较为领先的地位，是各大家居建陶企业重点竞争区域，导致公司在华东地区营收占比有所波动，由 2020 年的 29.0% 下降至 2021 年的 26.2%，同比下降 2.8pct。

图表9: 公司 2020 年区域营收占比情况



图表10: 公司 2021 年区域营收占比情况

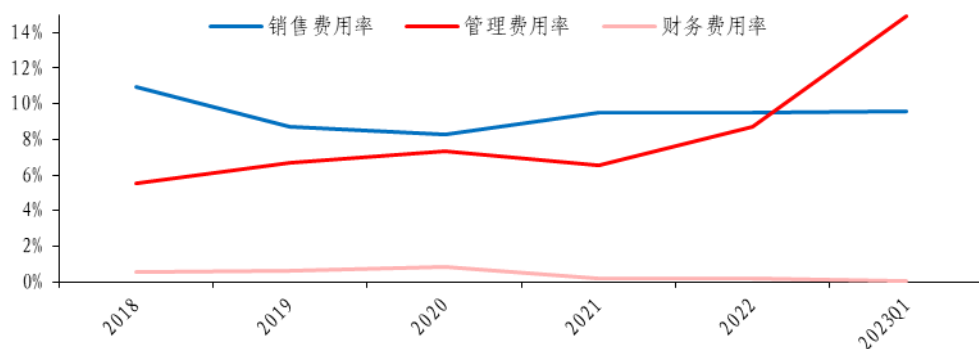


资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

**2018-2022 年公司费用率基本维稳，2023 年一季度期间费用率为 30.74%，同比下降 2.42pct。**2022 年公司管理费用上升主要是由于停工损失、折旧与摊销、职工薪酬增加所致，管理费用率由 2018 年的 5.56% 提升至 2022 年的 8.70%。销售费用率与财务费用率保持在较为稳定的区间，并未出现大幅度波动。2023 年一季度公司期间费用率为 30.74%，同比下降 2.42pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 9.59/14.94/0.03%。

图表11: 公司三项费用率



资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年报及 2023 年一季报, 长城证券产业金融研究院

**推出股权激励，提升员工积极性。**2023 年 5 月 19 日，公司发布限制性股票激励计划（草案），为了进一步健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司员工的积极性，公司拟推出限制性股票激励计划，股票来源为公司向激励对象定向发行的公司 A 股普通股。本激励计划首次授予的激励对象总人数为 180 人，为公司中层管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员。该计划公司层面考核要求为：分别以 2022、2023、2024 年营业收入为基数，2023、2024、2025 年营业收入增长率分别不低于 15%、10%、10%；且分别以 2022、2023、2024 年扣非净利润为基数，2023、2024、2025 年扣非净利润增长率分别不低于 20%、15%、15%。

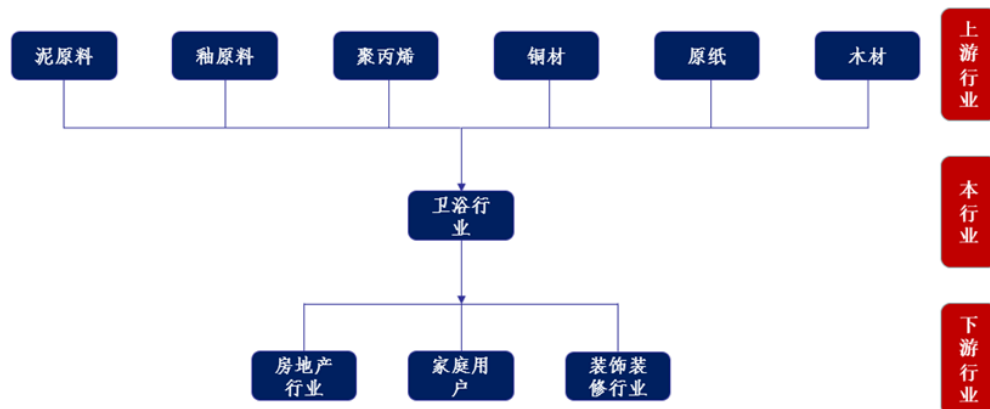
## 2. 行业分析：下游需求回暖，国产品牌崛起进行时

### 2.1 疫情及地产需求影响产量，长期向好趋势不改

陶瓷卫生洁具包含卫生陶瓷及卫浴用品，卫生陶瓷以坐便器为主，卫浴则以浴缸、浴房为主。我国陶瓷卫生洁具行业发展可以分为三大阶段<sup>2</sup>：**1）1970-1995 年为起步阶段**，国内卫浴品牌尚未形成规模生产，生产效率较低及产品设计尚未形成，其产品主要面向中低端客户群体，海外品牌基于其较早的起步时间，凭借其技术及品牌优势，抢占国内高端需求市场。**2）1995-2013 年为快速发展阶段**，居民对卫浴的需求逐步提升，卫浴产业市场规模呈现快速拓展趋势，一众国产卫浴品牌在这一阶段出现，海外品牌也逐步往中端市场进行渗透。**3）2013 年-至今为稳步发展阶段**，在国家政策引领下，传统卫浴行业发展路径由“中国制造”转向“中国智造”，品牌集中化趋势逐步显现。箭牌、惠达、九牧等一批本土卫浴品牌逐渐发展为全国性品牌，资金、人才、技术、渠道、生态链等都在向头部厂家靠拢，整个市场逐渐进入相对良性的发展阶段。

陶瓷卫生洁具行业处于产业链中游，产业链下游主要是房地产，需求来源于新房和存量房。卫生洁具行业原材料以木质原材料、玻璃原材料、水件盖板、包装材料及产品零配件构成。产业链下游主要由增量房新添置以及存量房翻新改造两部分构成，房地产行业复苏进展对卫生洁具行业起到重大影响。

图表12: 行业所处产业链情况

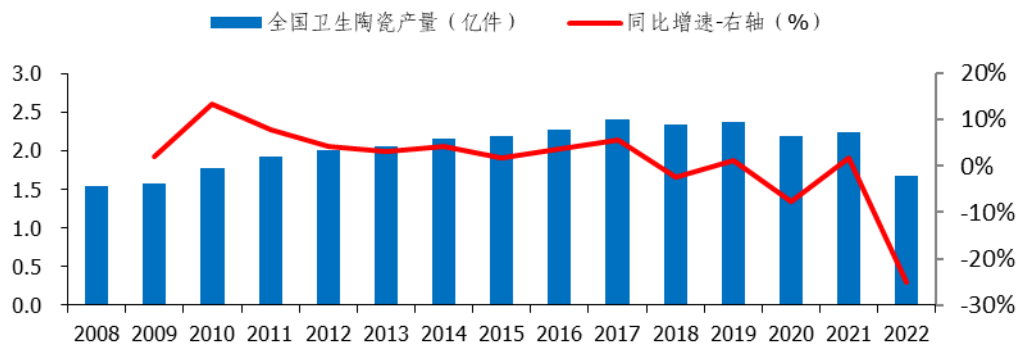


资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

内外需回落，2022 年我国规模以上卫生陶瓷产量为 1.67 亿件，同比下降 25.1%。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2008-2017 年，我国卫生陶瓷产量呈现稳步上升趋势。2018-2021 年受疫情和能耗双控等影响，产量偏振荡。2022 年，疫情影响仍在，加之房地产市场需求疲软、外需回落等因素，我国卫生陶瓷出口量为 1.07 亿件，同比下降 2.96%。产量为 1.67 亿件，同比下降 25.1%。

图表13: 2008-2022 我国卫生陶瓷产量及同比

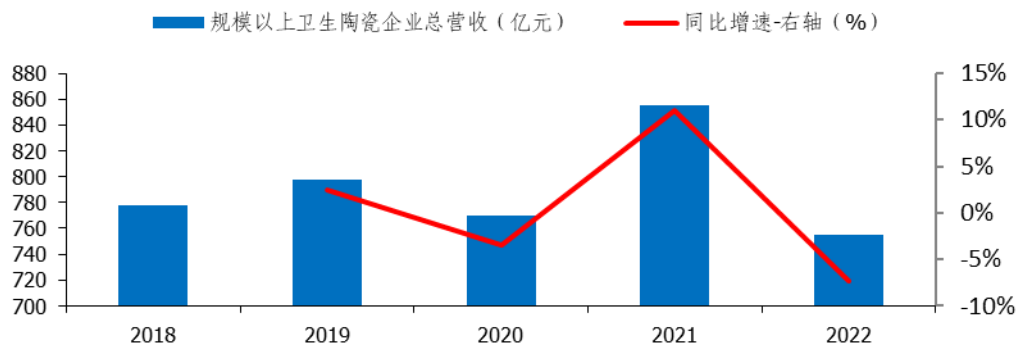
<sup>2</sup> 行业阶段划分参考公司招股说明书



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 长城证券产业金融研究院

**2022 年我国规模以上卫生陶瓷企业主营业务收入为 754.88 亿元，同比下降 7.3%。**2018 年以来，我国卫生陶瓷企业收入震荡上升，2021 年虽然国内市场受疫情影响较大，但国际市场需求向好，带动全年规模以上卫生陶瓷企业主营收入同比增长 15.4% 至 854.99 亿元。2022 年受外部环境及房地产行业影响，行业收入下降，经营压力较大。2023 年疫情影响消失，房地产行业利好政策不断出台，行业下游需求有望逐步修复，未来发展空间依然值得期待。

图表 14: 2018-2022 年我国规模以上卫生陶瓷企业营业收入及同比增速



资料来源: 中国陶瓷家居网, 长城证券产业金融研究院

## 2.2 地产基本面改善，市场需求复苏可期

### 2.2.1 增量市场有望复苏，存量市场潜力巨大

**2022 年 11 月起，全国各地方政府持续出台房地产融资端利好政策。1)** 住建部 2023 年 1 月会议传递两大信号，分别为以增信心、防风险、促转型为主线，促进房地产市场平稳健康发展；以发展保障性租赁住房为重点，加快解决新市民、青年人等群体住房困难问题。**2)** 2022 年 11 月，房地产行业三支箭对应政策分别出台，三支箭是房地产融资支持政策，分别对应信贷、债券、股权融资支持。此次政策出台为防止房地产爆雷风险进一步向优质房企蔓延，同时恢复上市房企再融资将显著改善房企负债现状，整体来看房地产供给端帮扶政策已经基本搭建完善。**3)** 金融 16 条出台为房地产行业平稳有序发展打下基调。措施主要涵盖房地产企业融资、保交楼、受困企业风险处置、消费者权益保障、金融政策调整及住房租赁支持等六大维度。这一系列政策将进一步放开房地产融资渠道，缓解企业融资困难的局面；另一方面保交楼政策的出台，对提振消费者信心起到重要作用。

图表 15: 自 2022 年 H2 以来房地产行业相关政策

政策	时间	部门	具体内容及影响
----	----	----	---------

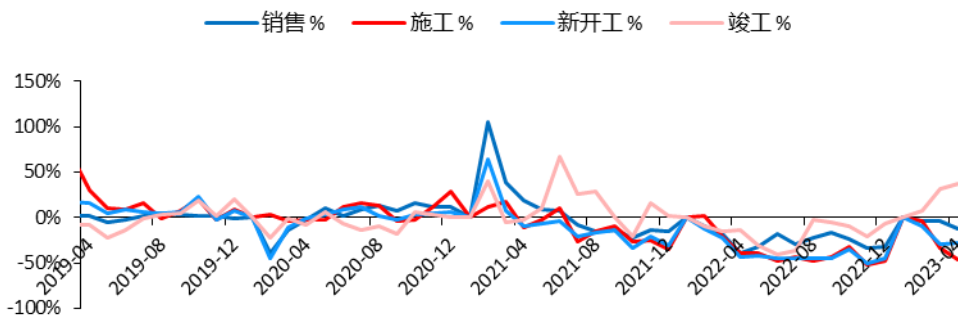
政策	时间	部门	具体内容及影响
中国人民银行下调金融机构存款准备金率	2023.03.27	中国人民银行	中国人民银行决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。
证监会启动不动产私募投资基金试点	2023.02.20	证监会	证监会启动不动产私募投资基金试点，此次试点工作将落实促进房地产业良性循环和健康发展的决策部署，健全资本市场功能，促进房地产市场盘活存量。至此房地产政策第三支箭得以进一步落实。
证监会支持房地产企业股权融资方面政策	2022.11.28	证监会	证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施。(1)恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；(2)恢复上市房企和涉房上市公司再融资；(3)调整完善房地产企业境外上市政策；(4)进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；(5)积极发挥私募股权投资基金作用。
中国人民银行下调金融机构存款准备金率	2022.11.25	中国人民银行	中国人民银行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。此次降准为实体经济提振提供支持，并随着资金面的宽松逐步对房地产行业产生影响。
关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知	2022.11.12	银保监会	各商业银行将支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产市场平稳健康发展。此政策中当房地产企业监管账户内资金达到监管额度后，可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金。这意味着国家政策逐步转向保障项目及保障优质房地产企业，并对房地产企业走出融资困境提供助力。
“第二支箭”延期并扩容，支持民营企业债券融资再加力	2022.11.08	中国银行间市场交易商协会	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。
关于支持居民换购住房个人所得税政策有关征管事项的公告	2022.09.30	国家税务总局	对出售自有住房并在现出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售住房缴纳的个人所得税予以退税优惠。此政策对有更换住房的消费者存在真实利好，减轻其换房成本，并对二手房市场交易产生刺激作用。
关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知	2022.09.29	中国人民银行、银保监会	对2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。符合条件的城市可以自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率下限。
贷款市场利率报价下调	2022.08.22	货币政策司	LPR实现全年第三次下调，1年期LPR为3.65%，环比下降0.05pct，5年期以上LPR为4.3%，环比下降0.15pct。随着5年期以上LPR进一步下调，商业银行房贷利率也将持续下调，此举将有利于减轻居民购房贷款成本，带动房地产行业需求扩张。

资料来源：货币政策司，中国人民银行，银保监会，国家税务总局，中国银行间市场交易商协会，长城证券产业金融研究院



**2023**年一季度房地产数据持续回暖，**4**月竣工面积同比增长**37%**，行业需求有望复苏。**2023**年**4**月商品房销售、施工、新开工、竣工面积同比变动**-11.8%**、**-45.7%**、**-28.3%**、**37.2%**，**3**月同比值分别为**-3.5%**、**-34.2%**、**-29.0%**、**32.0%**，竣工端增速持续向好。**2022**年下半年政策加码效果逐步显现，房地产行业有望探底回升，卫浴行业市场需求也将逐步改善。

图表16: 房地产销售、施工、新开工、竣工当月同比

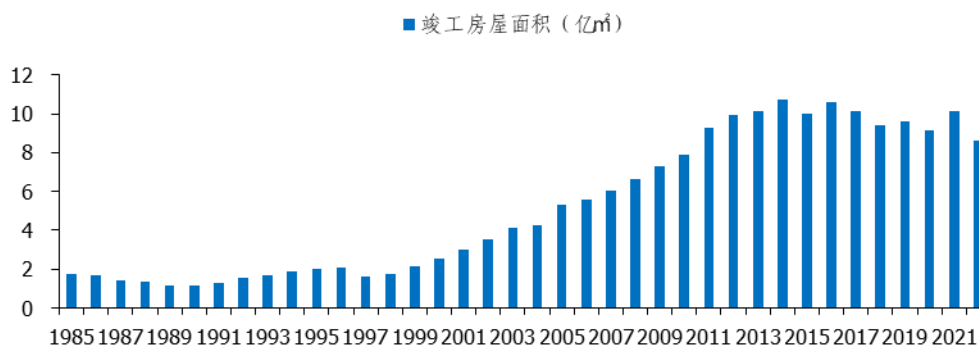


资料来源: 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

**2023**年一季度百强地产销售走强，二手房市场成交火热。根据中指研究院数据，**2023**年**1-3**月，**TOP100**房企销售总额为**17589.5**亿元，同比增长**8.2%**，是**2022**年以来首次实现增长。其中**TOP100**房企**3**月单月销售额环比增长**36.7%**，同比增长**24.6%**。除新房外，二手房市场也出现明显回暖。根据贝壳研究院，一季度其监测的**50**城二手房成交指数同比增长，已接近**2021**年一季度水平；房价方面，一季度扭转连续**17**个月下跌趋势转涨，环比涨幅累计**2.4%**，其中**2**月环比涨幅较大为**1.6%**，**3**月涨幅收窄至**0.6%**。

我国存量市场庞大，旧房更新、二手房二次装修成为卫浴陶瓷市场需求重要来源。**2000**年以来，我国房地产行业进入发展快车道，竣工房屋面积日益提升。**2010**年后，竣工房屋面积基本维持在**10**亿 $m^2$ 左右，积累下来的存量市场体量庞大，卫浴产品一般**10**年左右需要翻新，潜在市场空间巨大。同时，随着消费升级，居民二次装修需求随之提升，翻新周期缩短，市场空间进一步扩大。

图表17: 我国竣工房屋面积



资料来源: 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

老旧小区改造政策支持力度大，**2022**年全国新开工改造老旧小区**5.25**万个、**876**万户。我国老旧小区改造工作稳步推进，根据住建部数据，**2019-2021**年，全国累计新开工改造城镇老旧小区**11.4**万个、惠及居民**2000**多万户。**2022**年全国计划新开工改造城镇老旧小区**5.1**万个、**840**万户；实际新开工改造老旧小区**5.25**万个、**876**万户。此外，根据住建部部长倪虹在**2023**年全国住房和城乡建设工作会议上表示，**2023**年我国将新开工改造城镇老旧小区**5.3**万个以上，累计改造小区数量达到**16.7**万户。根据

《“十四五”公共服务规划》，到 2025 年，我国城镇老旧小区改造数量预计要达到 21.9 万个。

图表 18: 全国老旧小区改造情况

	2020	2021	2022	2023E
新开工改造老旧小区数量 (万个)	4.03	5.56	5.25	5.3
新开工改造老旧小区户数 (万户)	736	965	876	--

资料来源: 住建部, 长城证券产业金融研究院

## 2.2.2 预计到 2025 年我国坐便器市场需求将达 5238 万台

根据我们测算，2021 年我国坐便器市场需求为 4834 万台（其中住宅占 65%，非住宅占 35%），预计到 2025 年达到 5238 万台。2021 年住宅坐便器市场需求中，新房、存量房、二手房（剔除存量翻修）市场需求分别为 771、2194、170 万台，占比分别为 25%、70%、5%，到 2025 年分别达到 794、2558、182 万台。非住宅坐便器市场需求预计未来几年保持稳定，到 2025 年市场需求为 1704 万个。有关假设如下：

- ✓ 政策加码保交楼，预计竣工端会率先回暖，假设 2023-2025 年竣工增速分别为 8%、5%、5%，同时假设二手房、非住宅竣工增速与之保持一致；
- ✓ 假设新竣工房屋平均每套 90 m<sup>2</sup>；
- ✓ 参考第七次人口普查数据，我国平均每户 2.62 人，假设城镇平均每户 2.5 人；
- ✓ 假设城镇房屋翻修周期为 10 年，商业用房等非住宅由于破损率更高，假设翻修周期为 6 年；
- ✓ 考虑到二手房更新和存量房到期翻修需求有重叠部分，根据中国社科院、华夏时报联合发布的《住房与美好生活：中国住房大数据报告 2021》，成交的二手房中楼龄中位数为 12 年，假设重复系数为 50%；
- ✓ 非住宅坐便器配置标准参考各相关设计规范。

图表 19: 住宅坐便器市场需求测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
新房	住宅竣工面积 (万 m <sup>2</sup> )	73016	62539	67542	70920	74465
	竣工住宅套数 (万套)	811	695	750	788	827
	坐便器渗透率	95%	95%	95%	96%	96%
	新房市场需求 (万台)	771	660	713	756	794
存量房	城镇人口 (万人)	91425	92071	92725	93383	94046
	城镇户数 (万户)	36570	36828	37090	37353	37618
	年均翻修套数 (万套)	3657	3683	3709	3735	3762
	坐便器渗透率	60%	62%	64%	66%	68%
存量房市场需求 (万台)	2194	2283	2374	2465	2558	
二手房	二手住宅成交面积 (万 m <sup>2</sup> )	36000	32400	34992	36742	38579
	重复系数	50%	50%	50%	50%	50%
	有效成交面积 (万 m <sup>2</sup> )	18000	16200	17496	18371	19289
	竣工住宅套数 (万套)	200	180	194	204	214
	坐便器渗透率	85%	85%	85%	85%	85%
二手房市场需求 (万台)	170	153	165	174	182	
<b>住宅市场需求 (万台)</b>	<b>3135</b>	<b>3096</b>	<b>3252</b>	<b>3395</b>	<b>3535</b>	

资料来源: 国家统计局, 贝壳研究院, 中国社科院, 华夏时报, 长城证券产业金融研究院

图表 20: 非住宅坐便器市场需求测算

		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
宾馆	竣工面积 (万m <sup>2</sup> )	2265	2038	2201	2377	2568
	翻修面积 (万m <sup>2</sup> )	3344	3223	2950	2673	2683
	每 100 m <sup>2</sup> 对应坐便器数量	2	2	2	2	2
	坐便器市场需求 (万台)	112	105	103	101	105
办公用房	竣工面积 (万m <sup>2</sup> )	16654	14988	16188	17483	18881
	翻修面积 (万m <sup>2</sup> )	23215	23539	23324	20953	19212
	每 100 m <sup>2</sup> 对应坐便器数量	2	2	2	2	2
	坐便器市场需求 (万台)	797	771	790	769	762
商厦	竣工面积 (万m <sup>2</sup> )	9128	8215	8872	9582	10348
	翻修面积 (万m <sup>2</sup> )	12939	14254	13054	12361	11751
	每 100 m <sup>2</sup> 对应坐便器数量	1.33	1.33	1.33	1.33	1.33
	坐便器市场需求 (万台)	293	299	292	292	294
科研、教育和医疗用房	竣工面积 (万m <sup>2</sup> )	20902	18812	20317	21942	23698
	翻修面积 (万m <sup>2</sup> )	16595	17692	18757	18244	18053
	每 100 m <sup>2</sup> 对应坐便器数量	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
	坐便器市场需求 (万台)	154	150	160	165	171
文化、体育和娱乐用房	竣工面积 (万m <sup>2</sup> )	4120	3708	4004	4325	4671
	翻修面积 (万m <sup>2</sup> )	4422	4243	4407	4026	4026
	每 100 m <sup>2</sup> 对应坐便器数量	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67
	坐便器市场需求 (万台)	57	53	56	56	58
商业及服务用房	竣工面积 (万m <sup>2</sup> )	25282	22753	24574	26540	28663
	翻修面积 (万m <sup>2</sup> )	28722	30318	29601	28189	28607
	每 100 m <sup>2</sup> 对应坐便器数量	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
	坐便器市场需求 (万台)	162	159	163	164	172
其他	竣工面积 (万m <sup>2</sup> )	22974	20677	22331	24117	26047
	翻修面积 (万m <sup>2</sup> )	18021	19782	20326	19839	21166
	每 100 m <sup>2</sup> 对应坐便器数量	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
	坐便器市场需求 (万台)	123	121	128	132	142
<b>非住宅市场需求 (万台)</b>		<b>1699</b>	<b>1658</b>	<b>1692</b>	<b>1678</b>	<b>1704</b>

资料来源: 国家统计局, 住建部, 长城证券产业金融研究院

## 2.3 国产品牌逐渐崛起, “智能转型” 成为行业主题

### 2.3.1 外资具备先发优势, 国产品牌奋起直追

三类企业角逐国内市场, 海外品牌具有先发优势。当前卫生洁具行业企业众多, 市场主要可以分为三大类公司, 第一类是以科勒、TOTO 为代表的海外品牌, 此类品牌基于较长时间的产品研发及较早进入中国市场, 在中高端市场抢占较大的市场份额。第二类是以箭牌家居、九牧卫浴、海鸥住工为代表的国产家居品牌, 此类品牌均先以 OEM、ODM 模式为海外大型卫浴品牌生产制造产品, 通过不断的研发投入, 在产品设计、规模生产、产品质量上取得突破, 在国内消费市场具有较强竞争力, 并向中高端市场海外品牌发起挑战。最后一类为地方性家居企业, 此类企业缺乏独立研发设计体系, 以模仿为主, 市场竞争力较弱。

图表 21: 卫浴行业细分市场消费特征及主要参与者

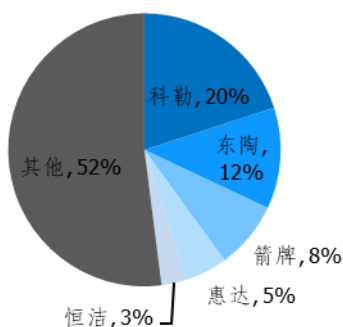
细分市场	市场参与者	客户群体特征	市场特点	竞争力
国外品牌	以汉斯格雅、杜拉维特、唯宝、摩恩、高仪、乐家、伊奈为代表的外资高端品牌, 以及科勒、TOTO 为	注重品牌附加值和产品设计, 价格敏感度不强, 国内受众群体相对较小	主要布局于一线城市, 竞争对手相对较少	品牌悠久附加值高, 技术实力强, 设计水平高, 占领高端市场, 并逐步向中

细分市场	市场参与者	客户群体特征	市场特点	竞争力
	代表的大众消费品牌			低端市场渗透
国内品牌	全国知名品牌	箭牌、惠达、恒洁、九牧为代表的全国性品牌	相对注重品牌附加值、产品设计和功能性，价格敏感度相对不强	竞争格局稳定，品牌知名度较高 国内品牌
	区域品牌	中宇、澳斯曼、阿波罗、四维等地方性品牌	价格敏感度高，对品牌认知度低，更注重功能性	生产企业众多且为中小企业，构成我国二线以下城市卫生陶瓷市场的主要参与者 在局部区域优势，但品牌、渠道、制造和研发方面劣势明显，行业洗牌中将逐步整合

资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

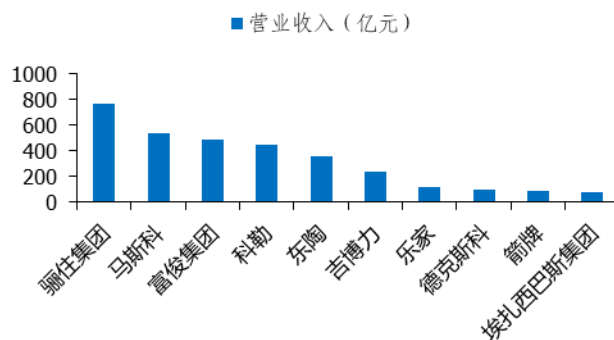
外资企业在国内市场份额中占据主导地位，国内企业奋起直追。根据中国建筑陶瓷卫生协会，2018年我国卫生洁具市场份额TOP5的企业分别是科勒、东陶、箭牌、惠达、恒洁，市占率分别为20%、12%、8%、5%、3%。内资品牌市占率都处于10%以下，同外资品牌仍有差距。但国内企业发展迅速，根据世界陶瓷卫浴100强统计排行榜，全球卫浴企业前20中，中国大陆上榜企业数达6家，包括箭牌家居、建霖家居、海鸥住工等。

图表22: 2018年我国卫浴市场份额TOP5



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，长城证券产业金融研究院

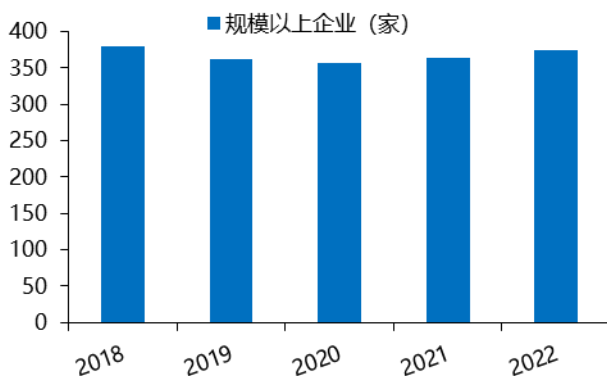
图表23: 2021全球卫浴企业前10强



资料来源：陶城报，长城证券产业金融研究院

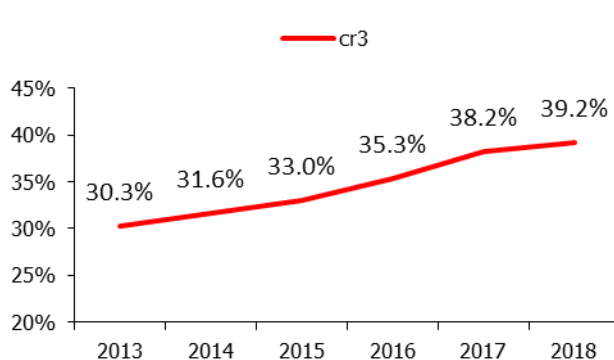
市场集中度缓慢提升，且仍有较大进步空间。近几年卫生陶瓷企业数量偏震荡，2022年全国规模以上卫生陶瓷企业数量375家，较前一年增加12家。2013年以来，我国卫浴行业市占率稳步提升，CR3从30.3%逐步提升至39.2%，同日本CR3接近90%的水平相比，市场集中度仍有极大提升空间。

图表24: 2018-2022规模以上卫生陶瓷企业数量



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，长城证券产业金融研究院

图表25: 2013-2018卫浴行业CR3



资料来源：华经情报网，长城证券产业金融研究院

国产品牌多方发力，有望实现后来居上。外资品牌产品定位相对高端，价格偏高。国产品牌更具性价比优势，差异化的竞争方式使其成功抢占了一定的市场份额。同时，国



内企业多致力于渠道建设，通过不断下沉市场来提高在二三线城市的市场份额。最后，电商等新兴渠道市场需求旺盛，国产品牌率先发力，销售额领跑行业。根据 2022 年双十一期间天猫和京东的销售数据，九牧、箭牌等国产品牌销量超过外资品牌科勒、TOTO 等。展望未来，随着国产品牌在技术创新、品牌管理及渠道建设上的发力，与外资品牌的差距将逐步缩小，市场份额有望继续扩大。

图表 26: 电商平台卫浴企业双十一销售额 TOP10

排名	天猫双十一销售额 TOP10	京东双十一销售额 TOP10
1	九牧	九牧
2	恒洁	箭牌
3	箭牌	科勒
4	松下	恒洁
5	科勒	四季沐歌
6	TOTO	汉斯格雅
7	希箭卫浴	TOTO
8	瑞尔特	潜水艇
9	东芝	顾家家居
10	浪鲸	摩恩

资料来源: 天猫, 京东, 长城证券产业金融研究院

注: 统计时间为 2022.10.31-11.11

图表 27: 国内和国外品牌普通马桶和智能马桶价格、功能对比

品牌	普通马桶价格	功能介绍	智能马桶价格	功能介绍
科勒	2000-9000 元	五级旋风绿能, 超强冲水、节水; 裙包式排污管道, 美观易清洁; 多种安装结构选择, 低水箱外观设计; 隐藏式铰链缓降盖板, 可快速拆卸。	3600-22000 元	五级旋风 360 冲水系统, 强劲冲水; 五级旋风裙包升级, 易洁; 净洁兰芯独立装置; 隐藏式水电设计; 智能盖板系列产品灵活搭配。
东陶	2000-6300 元	外观流线型设计; 3D “极漩”冲洗, 强劲节水环保; “智洁”, 污垢难附, 清洁轻松。	3000-25000 元	360° 无缝无死角弧线设计。便盖采用特殊涂层, 便座符合人体工学; “漩动力” “水箱式” “水道直压式”冲洗, 双重高效冲洗系统, 强劲节水; 光触媒清洁技术, 利用紫外线光照及氧化钛陶瓷内壁, 轻松去污; “智洁”升级, 坐便圈无缝设计, 易洁净。按摩清洗, 臀部清洗, 移动清洗; 自洁喷杆, 可拆卸喷嘴, 拆装简易; 离座感应冲水, 遥控器控制, 停电冲水; 抗菌座圈, 暖风烘干, 除臭, 座圈加热; 座温, 风温, 水温, 流量调节; 感应夜灯, 智能节电。
箭牌	800-1500 元	加厚裙边, 底座全包围, G3 加粗管径; 漩涡出水, 节能水效, 节水易冲刷; 微晶釉面, 易洁净。	1800-7300 元	流线设计, 时尚美观; 智能感应, 脚踢操作, 智能遥控, 支持指纹识别适应个人偏好; 独立水泵, 一级水效, 双重水过滤; 三
惠达	800-1400 元	节能水效, 超漩、喷射虹吸冲刷; 盖板材质为 PP 抗菌材质、脲醛纤薄; 釉面易洁, 大尺寸排污管	1800-12000 元	

品牌	普通马桶价格	功能介绍	智能马桶价格	功能介绍
九牧	800-3000 元	径，全管道施釉。  双旋暴风冲洗，一级水效，强劲节水；稀土抗菌釉面，脲醛座圈，双款盖板；无棱陶瓷内壁，易洁；大管径，3寸排水阀，疾速冲净。	2500-20000 元	层纳米易洁釉面，陶瓷即热式加热系统；抑菌可拆卸喷头，紫外线杀菌。  360° 杀菌系统，净力冲系统，洁净强劲，低音劲冲；四季温感、舒适坐浴，助便畅洗；自动感应，AI 语音、APP 控制，IOT 物联网端口。

资料来源：天猫，京东，长城证券产业金融研究院

### 2.3.2 消费升级和老龄化趋势促进行业“智能转型”

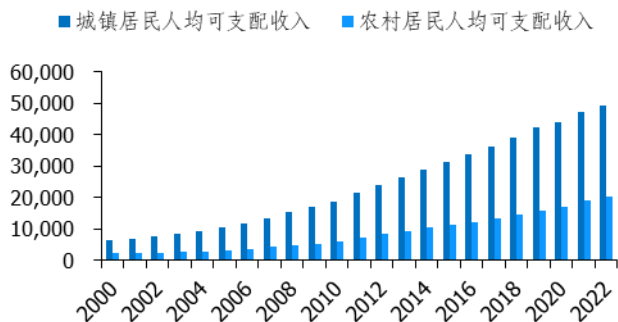
随着居民消费升级，以智能坐便器为代表的智能卫浴产品逐渐受到消费者青睐。2000 年以来，我国居民可支配收入稳步提升，2022 年我国城镇居民可支配收入为 4.93 万元，同比增长 3.95%；农村居民可支配收入为 2.01 万元，同比增长 6.35%。2000-2022 年城镇和农村居民可支配收入复合增速分别为 9.82%/10.47%。在此背景下，品质和功能更佳的智能化卫浴产品更受消费者关注，其中智能坐便器表现亮眼，根据艾媒数据中心研究显示，2016-2020 年我国智能坐便器市场销量由 439 万台增长到 821 万台，复合增速为 16.94%，预计 2021 年销量达到 910 万台。

图表 28：普通坐便器和智能坐便器功能对比

功能	普通马桶	智能马桶
马桶的洁净能力看排污、陶瓷、品质	✓	✓
对蹲便器的升级，解放双脚	✓	✓
优弧坐便，坐久不脚麻	✓	✓
恒温座圈，避免冬日严寒刺股	×	✓
臀洗妇洗，健康、干净又卫生	×	✓
暖风烘干，降低纸耗，解放双手	×	✓
多维度清晰，舒适按摩，促进血液循环，有助于改善便秘，缓解痔疮痛楚	×	✓
健康抑菌，自动翻盖全程免触，杀菌防臭更健康	×	✓

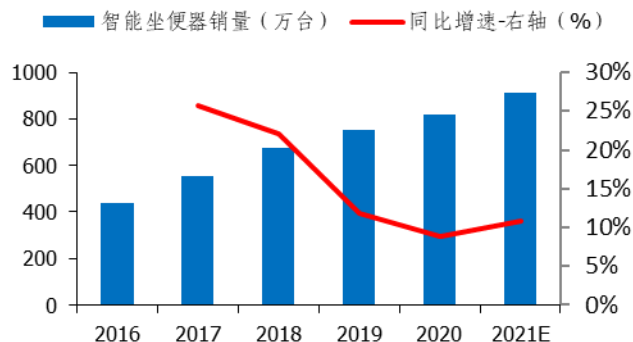
资料来源：九牧商城，长城证券产业金融研究院

图表 29：2000-2022 城镇和农村居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，长城证券产业金融研究院

图表 30：2016-2021 智能坐便器销量

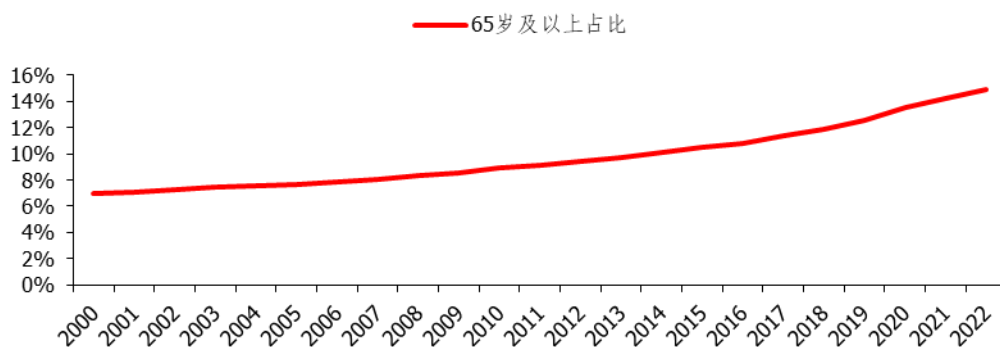


资料来源：艾美数据中心，长城证券产业金融研究院

人口老龄化趋势显现，智能坐便器市场有望加速扩容。近年来，我国人口老龄化趋势已逐渐显现，2022 年我国 65 岁及以上人口占比达 14.9%，同比增长 0.7pct。由于智能坐便器具有便捷、健康、体验良好等优秀特征，老年人群与其适配性较高。根据京东研究院数据，智能坐便器销量在 45 岁及以上人口中增长明显，未来随着我国老龄化程

度的进一步加深，智能坐便器市场放量有望加速。

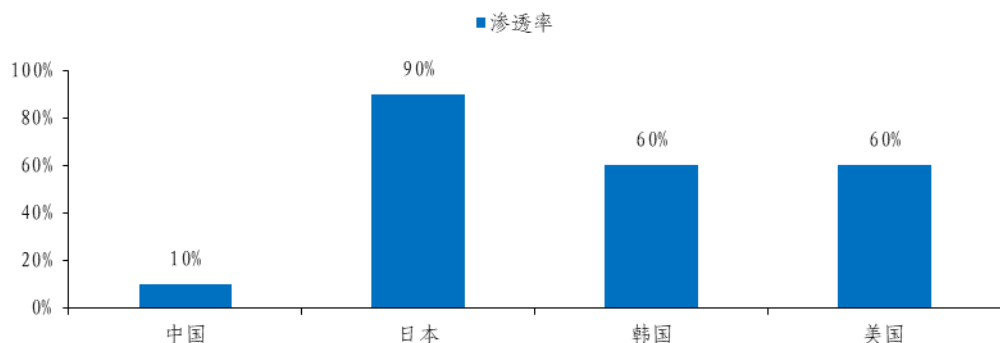
图表31: 我国 65 岁及以上人口占比



资料来源: 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

当前我国智能坐便器处于起步阶段，市场渗透率与发达国家相比仍存在较大差距，市场开拓空间广阔。智能坐便器作为刚进入我国不久的新兴产品，目前渗透率依然较低，根据 2021 年坐便器及智能坐便器销量估算，目前我国智能坐便器销售渗透率约为 10%，而日本、韩国、美国渗透率分别为 90%、60%、60%，我国与其相比仍存在巨大差距，未来随着消费升级、人口老龄化等因素催动，智能坐便器市场有望迎来快速放量。

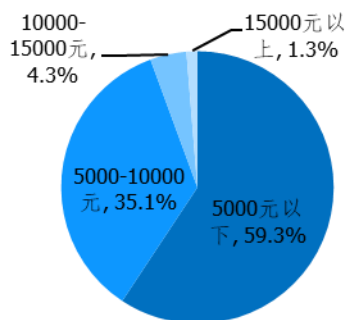
图表32: 智能坐便器渗透率对比



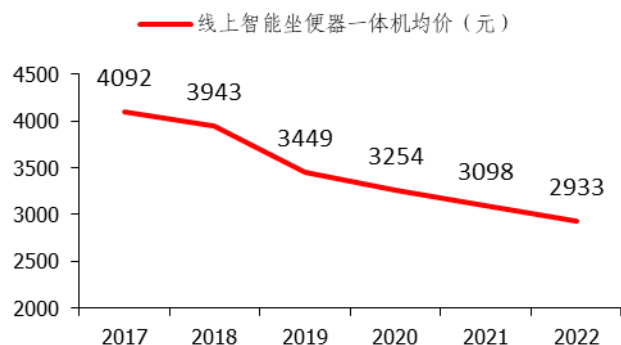
资料来源: 艾媒数据中心, 国家电网, 长城证券产业金融研究院

智能坐便器价格逐渐亲民化，渗透率有望持续提高。影响智能坐便器渗透率提升的重要原因之一是价格问题，普通坐便器价格多为 1000-3000 元左右，而智能坐便器价格为 2000-10000 元左右。根据国家电网消费者调研，59.3%的消费者购买智能坐便器的预算在 5000 元以下。2017 年以来，线上智能马桶一体机均价持续走低，2022 年达到 2933 元，同比下降 5.33%。随着智能坐便器价格的逐渐亲民化，消费者购买意愿也会随之增强，市场渗透率有望持续提高。

图表33: 消费者购买智能坐便器预算



图表34: 2017-2022 智能坐便器一体机均价



资料来源: 国家电网消费者调研 (n=866), 长城证券产业金融研究院

资料来源: 奥维云网, 长城证券产业金融研究院

根据我们测算，预计到 2025 年我国智能坐便器市场需求为 1408 万台，市场规模达到 354.12 亿元，2021-2025 复合增速为 14.62%。考虑到智能坐便器市场需求的持续高增，预计 2022-2025 年其渗透率会逐步提升。同时，根据奥维云网，我国线上智能坐便器一体机均价逐年走低（2022 年同降 5.33%），预计之后仍保持这个趋势，假设每年价格下降 5%。据此可以测算，2021 年我国智能坐便器市场需求为 662 万台，到 2025 年将达 1408 万台，复合增速为 20.76%；2021 年市场规模为 205.15 亿元，到 2025 年达到 354.12 亿元，复合增速为 14.62%。

图表 35: 2021-2025 我国智能坐便器市场规模

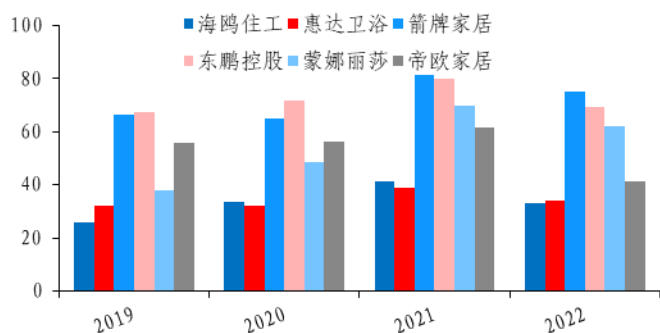
功能	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
坐便器市场需求（万台）	6622	6577	6701	6855	7041
智能坐便器渗透率	10.00%	12.50%	15.00%	17.50%	20.00%
智能坐便器市场需求（万台）	662	822	1005	1200	1408
单价（元）	3098.00	2933.00	2786.35	2647.03	2514.68
智能坐便器市场规模（亿元）	205.15	241.14	280.05	317.54	354.12

资料来源：奥维云网，长城证券产业金融研究院

## 2.4 公司盈利及营运能力较为领先

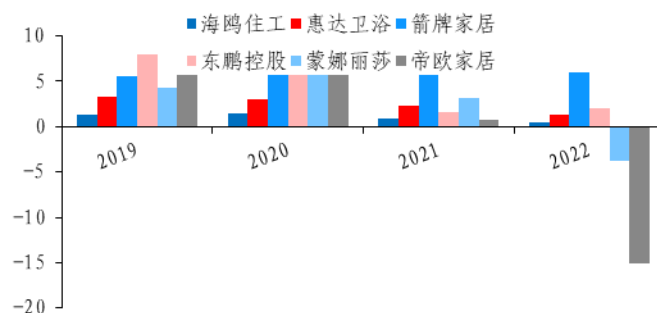
公司收入及利润规模在行业处于领先位置。根据公司招股说明书，选择惠达卫浴、东鹏控股、海鸥住工、蒙娜丽莎、帝欧家居作为可比公司。2019-2022 年，公司经营相对稳健，盈利能力在可比公司中处于较好水平。

图表 36: 可比公司营业收入（亿元）



资料来源：招股说明书，各公司 2019-2022 年报，长城证券产业金融研究院

图表 37: 可比公司归母净利润（亿元）



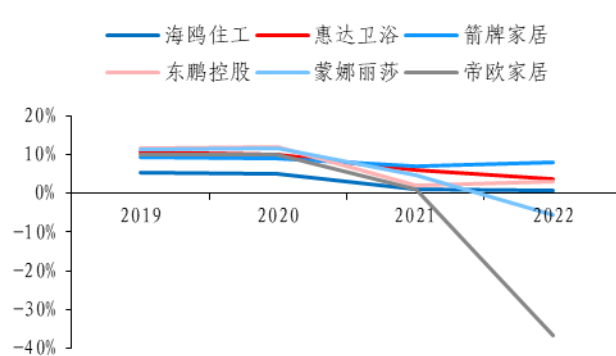
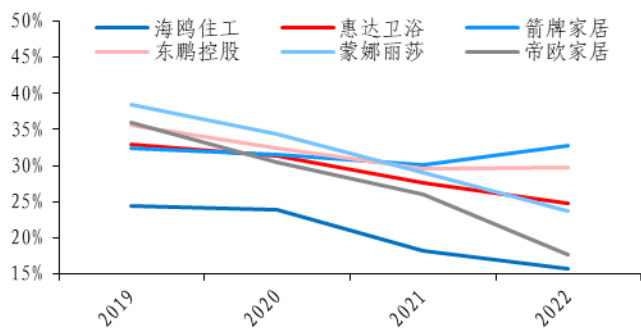
资料来源：招股说明书，各公司 2019-2022 年报，长城证券产业金融研究院

公司毛利率保持较好水平，在可比公司中处于领先水平。公司毛利率显著高于同行业可比公司，主要受到两大因素影响，（1）**主营产品结构因素**。公司主营业务卫生建陶毛利率高于其他细分品类，东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居主营业务占比较大的为瓷砖，海鸥住工主营业务为龙头五金，毛利率相较卫生建陶略低；（2）**产品智能化与直销电商营收比例提升**。一同带动箭牌家居毛利率提升至 2022 年的 32.85%，同比增长 2.79pct。另外，产品智能化主要是公司将智能坐便器设定为重点战略品类，在产品技术不断更新迭代后，智能坐便器收入占比不断提高，公司收入结构不断优化。最终公司在面对同行业内竞争更为激烈的局面以及外部疫情因素双重影响下，毛利率保持较好水平。

图表 38: 可比公司毛利率

图表 39: 可比公司净利率



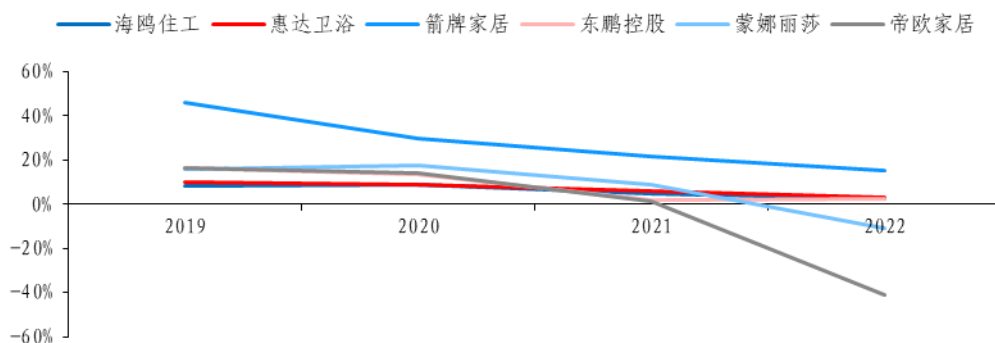


资料来源: 招股说明书, 各公司 2019-2022 年报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 招股说明书, 各公司 2019-2022 年报, 长城证券产业金融研究院

销售净利率使得箭牌家居 ROE 显著高于其他同行业可比公司。箭牌净利率水平在 2022 年达到 7.88%，高于同行业企业惠达卫浴（3.57%）、海鸥住工（0.72%）、东鹏控股（2.87%）、蒙娜丽莎（-5.57%）、帝欧家居（-36.69%），展现出优秀的盈利能力。

图40: 可比公司 ROE

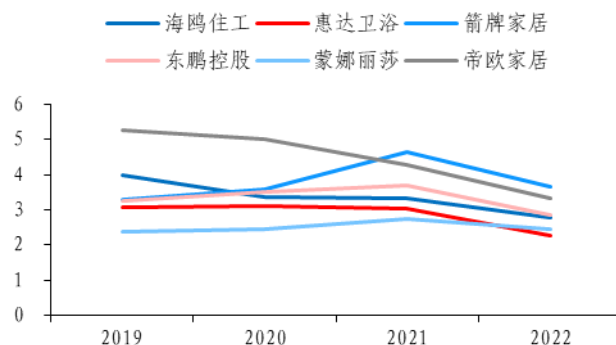
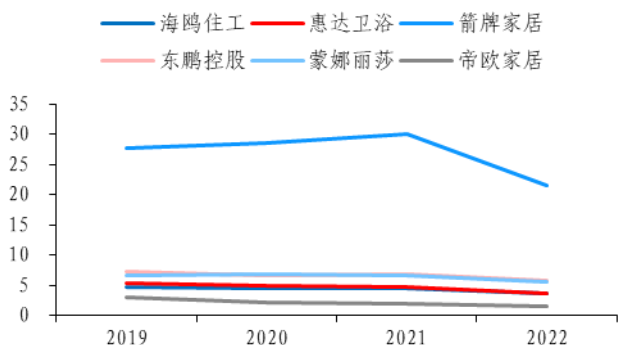


资料来源: 招股说明书, 各公司 2019-2022 年报, 长城证券产业金融研究院

疫情期间箭牌家居营运能力得到充分体现，存货周转率与应收账款周转率均保持行业领先地位。存货周转率方面，2022 年卫生陶瓷洁具行业呈现出较大幅度降幅，箭牌家居存货周转率为 3.65 次，较 2021 年下降 1.01 次，海鸥住工、惠达卫浴、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居存货周转率分别为 2.76、2.28、2.85、2.44、3.32，目前箭牌家居存货周转率仍高于同行业可比公司，存货周转率下降主要受到疫情及地产行业遇冷影响，整体产品销售有所减少。应收账款周转率方面，卫生建陶行业均呈现应收账款周转天数增加的情况，主要由于工程类收入出现一定回款困难的情况。

图41: 可比公司应收账款周转率 (次)

图42: 可比公司存货周转率 (次)



资料来源: 招股说明书, 各公司 2019-2022 年报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 招股说明书, 各公司 2019-2022 年报, 长城证券产业金融研究院

### 3. 公司分析：产品智能化迭代需求可期，渠道布局日益完善

#### 3.1 卫浴产品线完善，智能化优势凸显

公司产品线完善，2022年各主营产品收入有所下降，智能坐便器占比持续提升。根据招股说明书，2020年，公司卫生陶瓷品类的收入小幅下降，主要系公司在智能坐便器领域与科勒、TOTO等国际高端品牌直接竞争，虽然公司智能坐便器在2020年的销售收入同比增长1.06亿元，但在智能替代的背景下，普通坐便器销售金额下降1.5亿元，使得坐便器整体收入下降0.44亿元。2021年，在智能坐便器和直营电商同时发力的情况下，公司卫生陶瓷品类的收入达37.34亿元，同比增长24.58%，同时带动其他产品保持较高的增长。2022年，受疫情及下游房地产需求疲软影响，公司各主营业务收入同比下降。2020-2022年，公司卫生陶瓷收入占主营业务收入的比例分别为46.28%、44.83%和46.71%，占比较为稳定，其中，智能坐便器收入占主营业务收入的比例分别为15.46%、16.84%和18.49%。




图表43：公司分产品收入情况

项目（亿元）	2020年	2021年	2022年
卫生陶瓷	29.98	37.34	35.10
YOY	-3%	25%	-6%
龙头五金	16.36	22.51	20.70
YOY	6%	38%	-8%
浴室家具	7.20	9.24	8.08
YOY	-16%	28%	-13%
瓷砖	5.58	6.25	5.12
YOY	5%	12%	-18%
浴缸浴房	3.90	5.59	4.13
YOY	-9%	44%	-26%
定制橱柜	1.29	1.84	1.05
YOY	8%	42%	-43%
其他品类及配件	0.48	0.54	0.58

资料来源：招股说明书，公司2022年报，长城证券产业金融研究院

公司高端智能坐便器产品价格低于同行品牌，性价比优势尽显。公司自2006年建立起第一条智能坐便器和感应器产品线以来，持续推进智能化产品的研发与迭代。鉴于近年来智能化趋势愈发明显，公司已经将智能家居作为未来重点战略规划。随着生产模式逐步优化，公司智能生产线效率提升，公司产品品质及性价比将得到进一步的提升。目前箭牌家居集团三大自主品牌均有涉足智能坐便器，其产品单价满足不同消费人群，与海外高端卫浴品牌相比，公司智能坐便器在功能方面并无落后，且在价格端存在较大优势，产品性价比优势得以显现。

图表44：各品牌智能坐便器高端产品对比

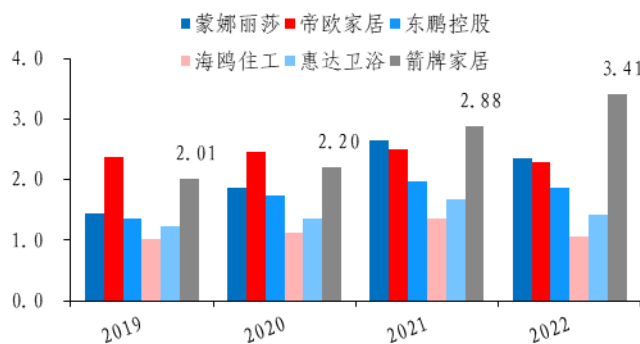
品牌	箭牌	安华	法恩莎	九牧	恒洁	TOTO
产品型号	AKB1315-HM	睿丽 S18	智能坐便器 F17	智能一体机 JZT560	家用坐便器 R11	电动坐便器 CES9877WCS
产品图片						
价格	10999元	8789元	5318.6元	11998元	17999元	19999元
产品坑距	305mm 400mm	305mm 400mm	305mm 400mm	305mm 400mm	305mm 400mm	305mm 400mm

品牌	箭牌	安华	法恩莎	九牧	恒洁	TOTO
产品尺寸	710*403*49 2mm	690*398*49 5mm	684*403*52 5mm	670*420*53 0mm	722*423*47 8mm	689*386*51 2mm
冲水量	3.0L-6.0L	4.8L	3.0L-6.0L	4.2L-6.0L	3.0L-6.0L	3.0L-4.5L
产品功能	手机智控、 泡沫盾防 溅、变频清 洗、人体工 程学座圈、 超洁净除菌 水、感应翻 盖、紫外线 杀菌、IPX4 防水级、抗 菌座圈、暖 风烘干、舒 适夜光、停 电冲水	臀部洗净、 女性洗净、 座圈加热、 水温调节、 喷嘴自洁、 遥控、喷嘴 移动清洗、 变频即热、 用户记忆、 水过滤系 统、抗菌座 圈	臀部洗净、 女性洗净、 座圈加热、 水温调节、 喷嘴自洁、 自动除臭、 遥控、喷嘴 移动清洗、 变频即热、 停电冲水	防逆流过滤 器、多挡暖 风烘抚、活 水即热清 洗、可拆抗 菌喷嘴、恒 温抗菌座 圈、离座自 动冲厕	水动能冲水 系统、清洗 智能定位、 恒净除菌、 高频脉冲按 摩、感应翻 盖、一键按 钮	臀部洗净、 女性洗净、 座圈加热、 水温调节、 冲洗水压调 节、烘干、 喷嘴自洁、 自动除臭、 遥控、喷嘴 移动清洗、 变频加热

资料来源：各公司官网，天猫，长城证券产业金融研究院

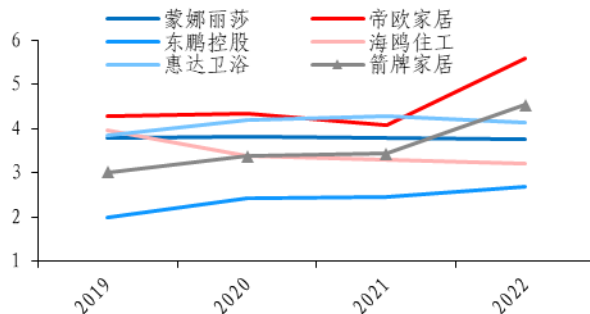
公司研发投入在行业内领先，且研发费用率呈现上升趋势，将进一步加快公司全系列  
产品智能化升级。公司高度重视智能化产品研发，各细分品类均设有研发中心，目前公  
司研发人员数量达到 1820 人，占公司总人数的比例达 11.46%<sup>3</sup>，公司研发费用率也由  
2019 年的 3.02% 提升至 2022 年的 4.53%。产线自动化是公司研发投入的另一重要发  
展方向，以自动化器械代替人工、以智能化器械代替非智能化器械将逐步实现，公司生  
产效率及良品率得到更有效的保障，在降低生产成本的同时实现生产智造。

图表 45: 行业内公司研发费用对比



资料来源：各公司 2019-2022 年报，招股说明书，长城证券产业金融研究院

图表 46: 行业内公司研发费用率对比

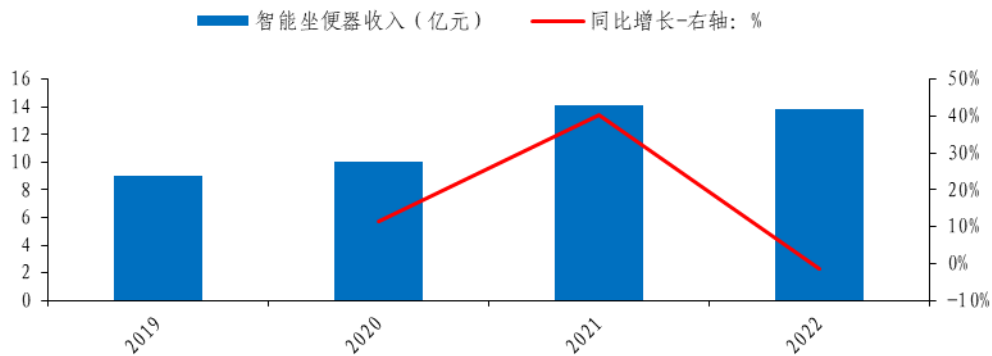


资料来源：各公司 2019-2022 年报，招股说明书，长城证券产业金融研究院

得益于持续的研发和迭代，2022 年，在外部环境不好的情况，智能坐便器收入依然保  
持稳健。经过长期的技术研发和市场推广，公司智能坐便器获得市场认可，2021 年收  
入达 14 亿元，同比增速高达 40%。2022 年外部环境较差，公司各主营业务收入有所  
下滑，智能坐便器收入依然保持稳健，全年实现收入 13.89 亿元，同比下降 1.00%，  
占营业收入比例为 18.49%，同比增加 1.73pct，毛利率为 36.47%，同比增加 1.40pct。

图表 47: 2019-2022 公司智能坐便器收入及增速

<sup>3</sup> 来源 2022 年报



资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年报, 长城证券产业金融研究院

### 3.2 渠道优势: 经销、零售为主, 渠道布局完善

公司采用以经销为主, 直销为辅的销售经营模式, 其中 2022 年经销、直销模式分别占总营收比例 88.00%及 11.50%。当前经销模式仍是公司主要收入来源, 2022 年经销、直销模式分别贡献营收 66.12 亿元及 8.64 亿元。公司重视渠道发展, 建设了覆盖广、数量多、下沉深的庞大经销网络, 公司基于其二十多年发展历程, 在卫浴家居行业具备较强先发优势, 为公司未来增长奠定良好的基础。公司目前经销范围覆盖全国, 在疫情期间公司仍在大力开拓下沉市场, 逐步对三、四线城市及乡镇完成覆盖, 有效提升公司市场占有率。

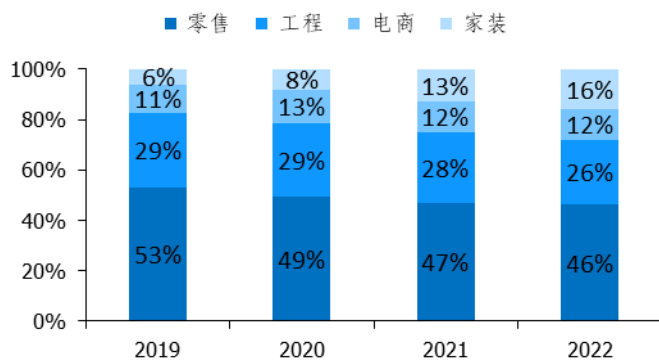
图表 48: 公司分渠道收入情况

单位: (亿元)	2020 年	2021 年	2022 年
经销	61.14	74.23	66.12
经销占比	94%	89%	88%
直销	3.63	9.07	8.64
直销占比	6%	11%	12%

资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年报, 长城证券产业金融研究院

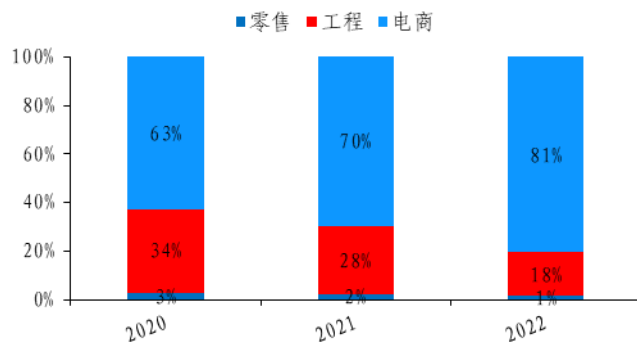
公司经销渠道以零售为主, 直销渠道以电商为主。截至 2022 年, 公司经销渠道中零售/工程/电商/家装的占比分别达 46%/26%/12%/16%, 近 3 年家装渠道占比逐年提升, 其他渠道保持稳定; 直销渠道中零售/工程/电商的占比分别达 1%/18%/81%, 电商占比快速提升。

图表 49: 经销渠道下各销售模式占比



资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表 50: 直销渠道下各销售模式占比



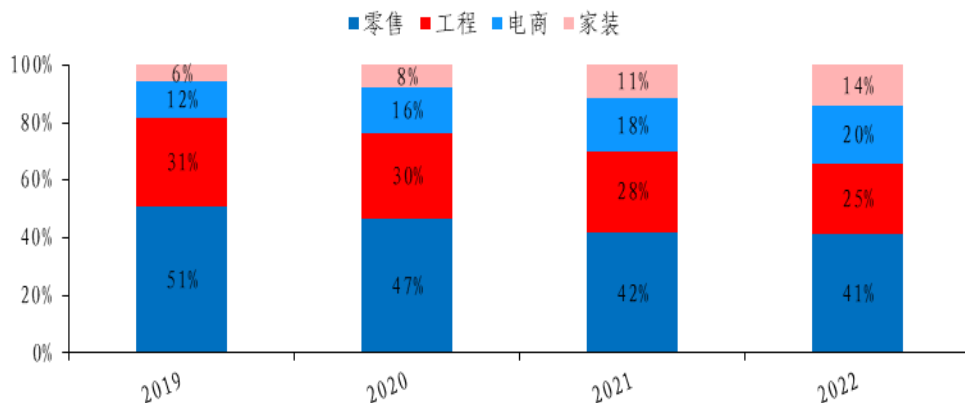
资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年年报, 长城证券产业金融研究院

公司渠道结构中以零售端为主, 2022 年零售+电商+家装占比达 75%, 工程端占比 25%, 呈逐年下降趋势。在公司收入占比最高的零售门店渠道方面, 公司同步推动专卖店优化升级和渠道下沉布局, 其中专卖店重点提升卫浴产品配套率和智能产品销售占



比，下沉渠道方面扩大县级市场份额和社区旧改市场份额，同时公司提供 24 小时换新服务，为公司挖掘存量消费市场提供协助。家装渠道方面，公司持续增加合作伙伴和产品套系，增加家装市场份额。电商渠道方面，公司通过研发中心的协助，完成对线上线产品实现有效区隔，成功打造更多电商爆品，扩大电商产品品类，保持电商渠道的持续增长。而与房地产相关的工程渠道，公司长期保持稳定的收入占比，从而最终构建出较为合理的渠道布局。

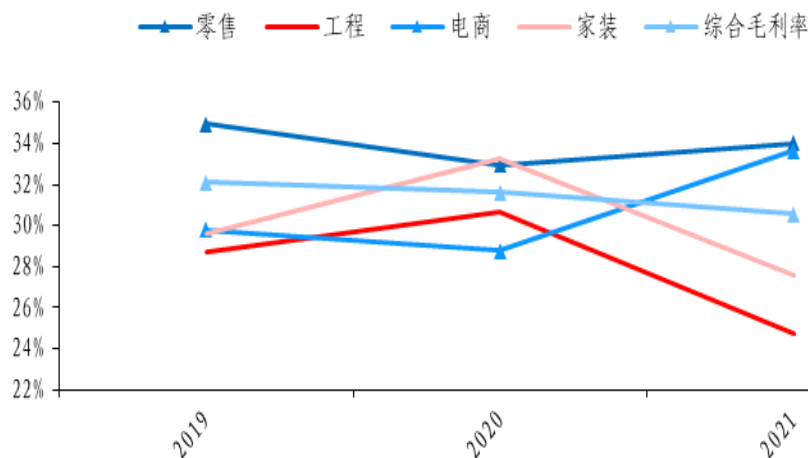
图表 51: 公司各销售模式营业收入



资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年年报, 长城证券产业金融研究院

零售渠道毛利率稳中有升, 电商渠道毛利率提升明显, 对冲工程及家装毛利率下滑, 使得综合毛利率保持平稳。

图表 52: 公司各销售渠道毛利率



资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

### 3.2.1 经销网络遍布全国, 终端门店持续下沉

经销模式是公司开展业务的主要方式, 与经销商、分销商、门店、网点进行相关业务往来。经销渠道模式下, 公司主要与经销商签订买断式销售协议, 在特定区域内直接向其供货为主, 是行业内企业的主流销售模式。经销商分为综合经销商、工程特约经销商、电商经销商三类。工程特约经销商指主要对接房地产、政府和事业单位等的工程项目的经销商; 电商经销商指部分具有线上运营资质和经验的经销商, 经过评估合格后可以获得电商销售的资格, 通过自身或第三方平台从事电子商务销售活动; 综合经销商是指通过零售、批发、工程、家装等多种渠道开展销售活动的经销商。

图表 53: 公司与经销商、分销商、门店、网点业务往来情况

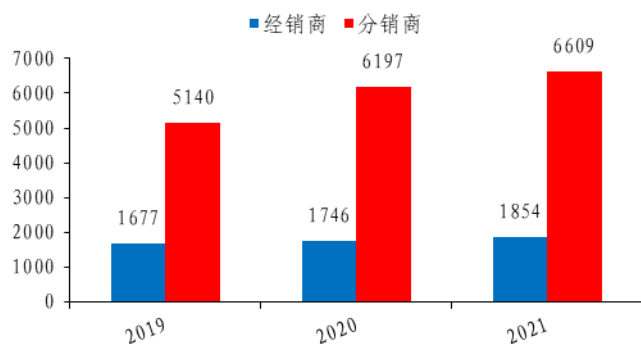
类型	业务	资金流向	人员
----	----	------	----

类型	业务	资金流向	人员
经销商	从公司处采购陶瓷卫浴、龙头五金、浴室家具、瓷砖等产品，通过零售门店、二级分销商、工程业务、电商等方式实现终端销售	直接与公司结算	经销商自行招聘，人员与公司独立
分销商	从公司的经销商处按需采购卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖等产品，继续向下沉市场进行销售，或者直接对接终端消费者	与经销商结算，不与发行人结算	分销商自行招聘，人员与公司独立
经销/分销门店	分为经销商门店和分销商门店，各自从经销商或者二级分销商提货进行销售，主要对接终端零售消费者	向终端消费者收款，直接与经销商或者分销商结算，不与公司结算	经销商/分销商自行招聘，人员与公司独立
经销/分销网店	获得电商授权的经销商，允许在指定平台上开设网店并运营，经销商自主开展销售和品牌营销	向终端消费者收款，直接与经销商或者分销商结算，不与公司结算	经销商/分销商自行招聘，人员与公司独立

资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

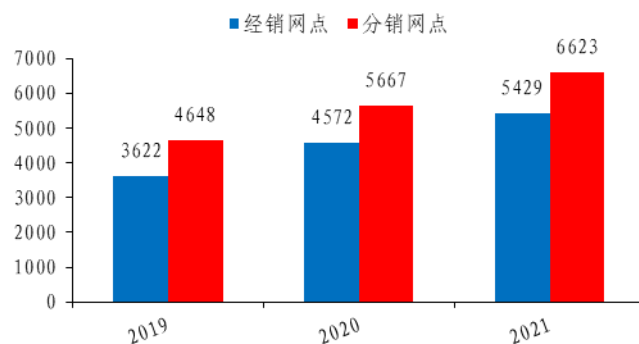
近两年公司经销/分销持续增长，终端门店保持复合约 20% 的增长。截至 2022 年底，公司 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三个品牌的经销商分别为 1105 家、450 家、425 家，终端门店网点合计 1.34 万家<sup>4</sup>。公司的门店主要分为专卖店、家装店、商超店、异业店、社区店、乡镇店六种。公司积极布局社区营销，深入下沉到社区和乡镇家装领域。目前公司经销商扎根全国市场，此战略将有利于公司产品快速上新，协助公司品牌力有效释放，并为消费者提供优质售后服务，另一方面将有利于公司更直接及快速接触到消费者，了解当前消费者需求和痛点，协助产品研发中心快速进行产品改良迭代。

图表 54: 经销及分销商数量 (个)



资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

图表 55: 经销及分销网点数量 (个)

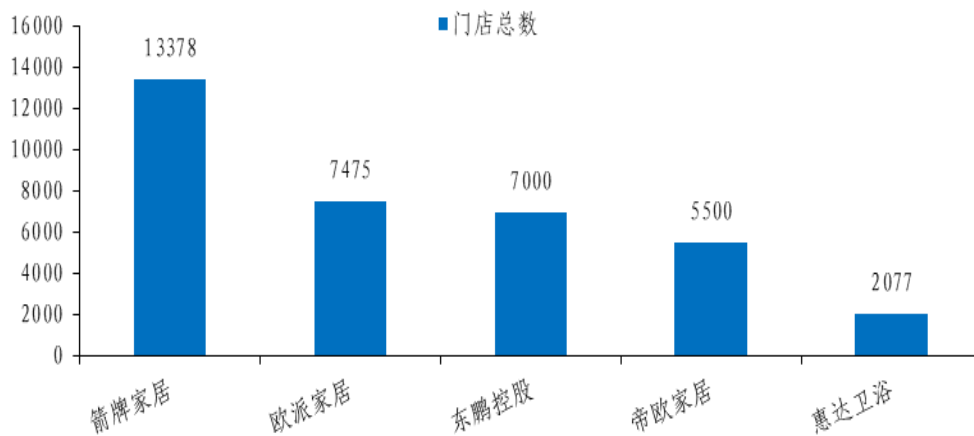


资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

2022 年公司终端门店数量多达 13378 家，远超同行业企业，渠道优势尽显。公司长期坚持以零售为主的全渠道营销，其中门店销售渠道是公司收入的最主要来源和核心渠道。公司当前终端门店数量高达 13378 家，高于同行业内欧派家居与东鹏控股的 7000+ 门店数量，更是远超帝欧家居与惠达卫浴。

图表 56: 公司和同行门店数量

<sup>4</sup> 来源 2022 年报



资料来源：各公司年报，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

公司对经销商实施多维度考核及销售奖励制度，激发经销商的营销活力。1) 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。若经销任务未完成，公司有权要求经销商支付一定比例的违约金，且有权收回该区域的经销授权。2) 激励：经销商在完成公司每年制定的销售任务后，公司给予经销商一定比例的销售奖励，奖励额度与经销商实际提货额挂钩。2018年6月30日公司对激励政策进行了调整，调整前，经销商次年享受的奖励是固定金额；调整后，经销商次年提货可享受对应的折扣率，奖励金额不设上限，从而更有动力加大市场开拓力度。此外，公司对经销商广告推广、终端门店装修方面给予支持，同时高度重视人员培训，保障产品销售、安装等阶段实现全流程标准化等。

图表 57：公司对于经销商的激励

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

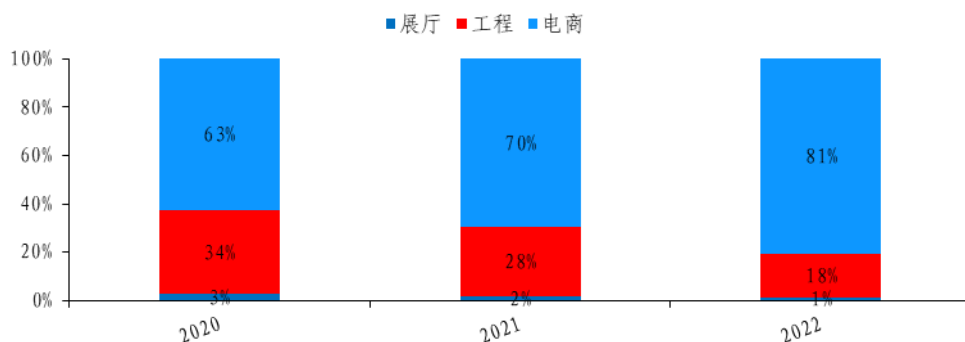
备注：超额完成率 (X) = (实际出货量 - 经销任务) / 经销任务 × 100%

资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

### 3.2.2 直营电商快速增长，直营工程保持稳健

公司的直销模式主要包括直营展厅、直营工程、直营电商三种模式，直营电商占比逐年提升。直营展厅主要作为向经销商展示的窗口，并满足周边地区消费者的购买需求；直营工程模式主要面向房地产商、政府和事业单位等大客户；直营电商销售模式是公司依托于第三方综合电商平台，开设官方旗舰店进行销售的模式。

图表 58：展厅、工程、电商在直营中占比情况



资料来源：招股说明书，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

2022 年直营模式销售收入同比下降 4.77% 至 8.64 亿元，其中直营电商收入同比增

长 **10.27%**。随着电子商务的快速发展，公司在淘宝及京东等电商平台均开设直营线上销售。公司自 2018 年成立线上销售渠道以来，直营电商业务收入持续提升，公司 2020、2021、2022 年分别实现营业收入 2.28、6.32、6.96 亿元，同比分别增长 143%、177%、10%；2022 年直营展厅和直营工程分别下降 29%/40%至 0.13/1.55 亿元。

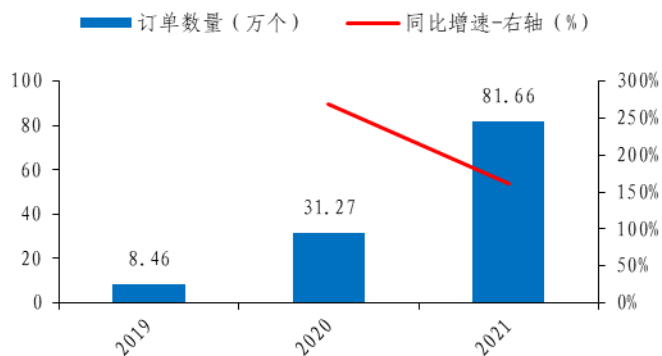
图表 59: 公司直销端收入情况 (亿元)

直销	2020	2021	2022
展厅	0.10	0.18	0.13
增速	-3%	74%	-29%
工程	1.25	2.58	1.55
增速	-23%	106%	-40%
电商	2.28	6.32	6.96
增速	143%	177%	10%
合计	3.63	9.07	8.64
增速	37%	150%	-5%

资料来源: 招股说明书, 公司 2022 年年报, 长城证券产业金融研究院

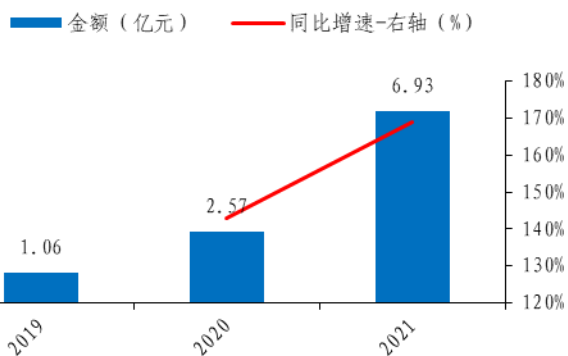
直营电商的订单数量和销售金额均保持大幅增长, 单笔金额略有下降。截至 2021 年, 公司直营电商的订单数量/销售金额分别达 81.66 万个/6.93 亿元, 同比增长 161%/169%, 单个订单的平均价格为 848 元。

图表 60: 直营电商订单数量



资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

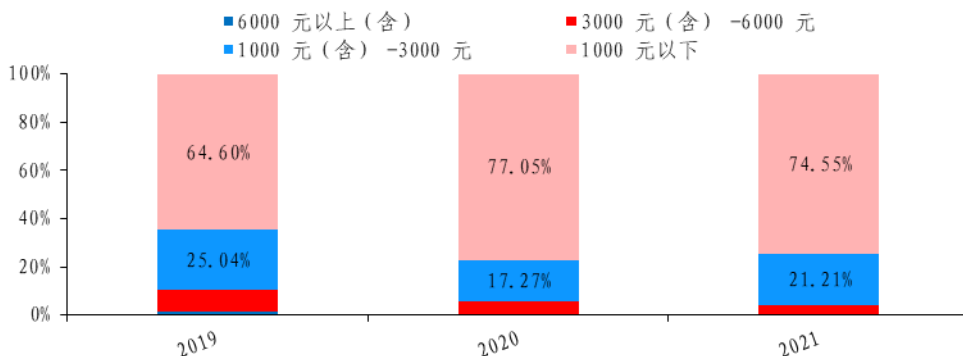
图表 61: 直营电商销售额



资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

公司电商客户订单的消费金额主要集中在 3000 元以内, 1000-3000 元的订单占比从 2020 年的 17%提升至 2021 年的 21%。电商客户订单的消费金额主要集中在 3000 元以内, 具体看, 1000 元以下消费金额的订单主要采购淋浴花洒、水龙头、普通坐便器等产品, 单价相对较低; 1000 元(含)至 3000 元消费金额的订单主要采购智能坐便器、智能恒温花洒等单价相对高的产品以及组合多个产品的订单; 3000 元以上的订单主要系单个订单采购多个产品所致。

图表 62: 直销各价位产品的占比情况

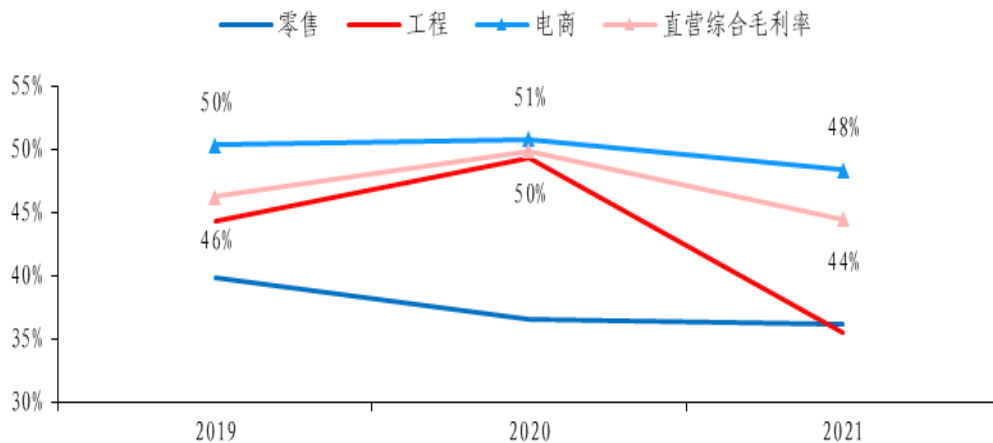


资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院



近两年公司直营电商快速增长，带动直销端毛利率保持在 40%以上的高水平。近年来电商渠道的毛利率均保持在 50%左右，2021 年直营工程毛利率同比下滑约 14pct，但得益于公司合理得结构调整、电商占比得提升，使得直营端综合毛利率仅小幅下滑 6pct。

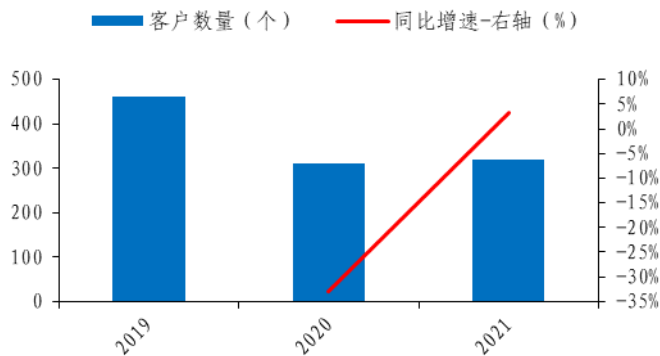
图表 63: 直营各渠道毛利率情况



资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

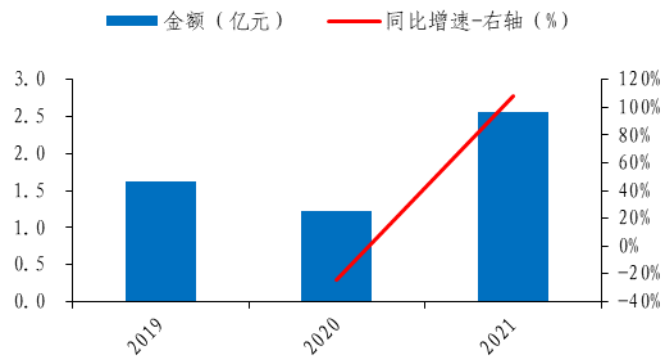
公司直营工程收入规模较小，近年来收入占比呈下降趋势。2021 年公司直营工程客户数量、销售金额分别达 320 个/2.56 亿元，同比增长 3%/109%。工程业务对资金占用周期较长，公司对工程项目的承接较为谨慎，更侧重于在把控风险的前提下，逐步提高直营工程业务的规模。

图表 64: 直营工程客户数量情况



资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

图表 65: 直营工程销售额情况



资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

### 3.3 生产制造优势: 依托广东辐射全国, 满足各地消费者需求

公司当前拥有 8 个建成投产基地, 2 个基地处于筹建状态。公司生产基地数量在行业内位于前列, 公司高度重视生产自动化技术, 多条在建自动化产线为公司未来产能扩充奠定坚实的基础, 当前充沛的产能也为公司产品销售建立稳固的保障。在 10 大生产基地中, 7 个基地位于广东省, 公司依托广东在建陶卫浴产业链所处重要地位, 形成完整生产制造体系, 借助快速便捷的物流体系, 满足全国客户订单需求。

图表 66: 公司生产基地情况

序号	生产基地	位置	主要生产产品
1	三水基地	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、定制橱衣柜
2	高明三洲基地	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

序号	生产基地	位置	主要生产产品
3	四会下茆基地	肇庆市四会市下茆镇电子产业集聚地	瓷砖
4	四会龙甫基地	肇庆市四会市龙甫循环经济金属产业基地	龙头五金
5	韶关基地	韶关市南雄市全安镇杨沥村	卫生陶瓷
6	景德镇基地	江西省景德镇市浮梁县三龙工业基地	瓷砖、卫生陶瓷、浴室家具
7	应城基地	湖北省孝感市应城经济技术开发区	定制橱柜、浴室家具
8	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
9	乐从北围基地（筹备中）	佛山市乐从镇北围产业区	
10	高明更合基地（筹备中）	佛山市高明区更合镇合水（小洞）合和大道以北	

资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

2022年，受销售规模下滑影响，各品类产能利用率情况有所波动，其中，卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具产能利用率分别为**84.04/83.38/85.41%**。2021年公司各产品产能、产量均保持较好的增长，两项主营业务卫生陶瓷及龙头五金产能利用率均超过90%。2022年受外部环境影响，卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具产量均有所下降，同比分别下降16.35/17.56/1.11%，产能利用率分别为84.04/83.38/85.41%。

图表68：公司产能产量情况

产品	单位	指标	2019年	2020年	2021年
卫生陶瓷	万件，%	产量	816.37	640.6	982.63
		yoy		-22%	53%
		产能	1,060.96	863.49	1,055.38
		yoy		-19%	22%
		产能利用率	76.95%	74.19%	93.11%
龙头五金	万个，%	产量	759.56	776.42	947.44
		yoy		2%	22%
		产能	815.6	815.6	959.12
		yoy		0%	18%
		产能利用率	93.13%	95.20%	98.78%
浴室柜	万套，%	产量	118.94	99.22	156.83
		yoy		-17%	58%
		产能	139.86	130.82	186.45
		yoy		-6%	43%
		产能利用率	85.05%	75.85%	84.12%
浴缸	万件，%	产量	7.74	6.75	7.59
		yoy		-13%	12%
		产能	11.7	10.53	11.55
		yoy		-10%	10%
		产能利用率	66.19%	64.08%	65.70%
瓷砖	万平方米，%	产量	847.52	1,589.62	1,765.78
		yoy		88%	11%
		产能	1,898.10	1,847.48	2,108.70
		yoy		-3%	14%
		产能利用率	44.65%	86.04%	83.74%
定制橱柜	万套，%	产量	6.06	8.09	10.65
		yoy		33%	32%
		产能	11.1	11.69	13.2
		yoy		5%	13%
		产能利用率	54.56%	69.20%	80.67%

资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

IPO募投项目有序推进，智能化生产改造及产能扩建为公司市场拓张助力。智能家居产品产能技术改造项目将投入4.5亿元，将提高智能坐便器、智能盖板、智能晾衣机等

智能化家居产能规模，并逐步由电子产品代工生产模式转变为自主生产模式。年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目将大幅度提升公司龙头五金业务产能，突破现有产能瓶颈，此项目建设地位于四会市龙甫循环经济金属产业基地内，工程建设周期为 1 年半，投资总额为 3.6 亿元，预计项目全部达产后为公司年均贡献营收 11.71 亿元，净利润 1.34 亿元。

图表 69: IPO 募投项目情况

项目名称	预计建设时间	地点	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	投资进度 (%)	达产后年均营业收入 (亿元)	达产后年均贡献利润 (亿元)	税后内部收益率 (%)
智能家居产品产能技术改造项目	3 年	佛山市顺德区乐从镇环镇南路以南、创兴三路东西地块	48192.30	45000.00	47.66	12.59	1.41	21.55
年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目	3 年	四会市龙甫循环经济金属产业基地	68000.00	36000.00	31.59	11.71	1.34	20.50
智能家居研发检测中心技术改造项目	2 年	佛山市顺德区乐从镇环镇南路以南、创兴三路东西地块	17463.00	10000.00	5.18	/	/	/
数智化升级技术改造项目	2 年	佛山市顺德区乐从镇环镇南路以南、创兴三路东西地块	9054.75	5000.00	0.00	/	/	/
基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设	/	全国主要一线及省会城市、地市级城市及县乡地区经销商渠道终端门店	26310.38	/	/	/	/	/
补充流动资金	/	/	34000.00	19587.29	100	/	/	/
合计	/	/	202921.44	115587.29	/	/	/	/

资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

## 4. 盈利预测及估值水平

### 4.1 盈利预测

#### 盈利预测重要假设:

**零售渠道:** 零售渠道 (经销为主) 是公司营业收入的主要渠道来源, 2022 年占营业收入比重达 42%, 未来仍然是公司的重要发力点。2022 年终端门店网点合计 13,378 家, 未来将进一步加快渠道下沉, 扩大销售覆盖范围, 完善现有终端门店的布局。预计 23-25 年零售渠道收入同比增长 19%/21%/9% 至 37/44/48 亿元; 预计零售端毛利率保持稳定, 分别达 37.74%、37.54%、37.57%。

**工程渠道:** 2022 年公司工程渠道 (直销为主) 收入占总收入的 25%, 近年来占比呈逐步下降趋势。预计未来公司控制工程项目风险的前提下, 继续协同经销商持续拓展地产

核心客户和优质客户，同时注重多元化客户、非地产客户的结构开发，预计 23-25 年工程渠道收入及毛利率保持稳定。

**电商渠道：**2022 年公司电商渠道（直销为主）收入占总收入的 20%，近年来占比呈逐步上升趋势，未来公司将进一步加大新兴渠道的布局和投入力度，开拓线上线下相结合的新零售渠道，预计 23-25 年电商渠道收入分别增长 28%/29%/34% 至 19/25/33 亿元，毛利率逐步提升，分别达 34.40%/35.74%/36.78%。

**家装渠道：**2022 年公司家装渠道（经销为主）收入占总收入的 14%，近年来占比呈逐步上升趋势，家装公司也是客流重要分流渠道之一。未来公司将继续与全国性头部家装公司达成战略合作并由各地经销商落地实施，同时协同经销商开展“家装城市合伙人”等活动以开拓当地中小微家装企业，预计 23-25 年家装渠道收入分别增长 34%/29%/19% 至 14/18/22 亿元，毛利率分别达 27.49%/26.69%/25.89%。

图表 70: 公司分渠道收入、毛利率预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	75.13	89.33	106.81	122.77
yoy (%)	-10%	18.90%	19.57%	14.94%
渠道拆分 (亿元)				
零售	30.71	37	44	48
yoy (%)	-12.20%	19%	21%	9%
工程	18.51	20	20	20
yoy (%)	-21.05%	5%	1%	1%
电商	15.08	19	25	33
yoy (%)	-1.47%	28%	29%	34%
家装	10.46	14	18	22
yoy (%)	9.23%	34%	29%	19%
渠道占比 (%)				
零售	41%	41%	41%	39%
工程	25%	22%	18%	16%
电商	20%	22%	23%	27%
家装	14%	16%	17%	18%
毛利率 (%)	32.85	32.97	33.28	33.56
零售	37.68	37.74	37.54	37.57
工程	26.53	26.57	26.65	26.74
电商	32.62	34.40	35.74	36.78
家装	28.30	27.49	26.69	25.89

资料来源：公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

## 4.2 相对估值

**箭牌家居估值高于可比公司平均水平：**根据箭牌家居招股说明书，我们选取主营业务同样为卫生洁具及龙头五金的东鹏控股、惠达卫浴、海鸥住工、蒙娜丽莎作为可比公司。公司卫生洁具及龙头五金品类在细分赛道中占据较高市场份额，全产业链毛利率优势明显，估值较可比公司略高。2022~2024 年箭牌家居 PE 均高于可比公司平均数，箭牌家居 PB 为 3.96 倍，而可比公司平均数为 1.45 倍。

图表 71: 相关可比公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE			ROE			PB
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
002084.SZ	海鸥住工	4.00	26	0.47	1.63	2.10	54.91	15.97	12.40	2.5%	7.9%	9.2%	1.42
603385.SH	惠达卫浴	7.82	30	1.28	-	-	23.25	-	-	3.3%	-	-	0.77



证券代码	证券简称	最新股价	总市值	净利润 (亿元)			PE			ROE			PB
003012.SZ	东鹏控股	8.41	99	2.02	6.82	8.86	48.83	14.47	11.14	2.8%	8.4%	10.3%	1.37
002918.SZ	蒙娜丽莎	16.17	67	-3.81	5.51	7.10	-17.60	12.19	9.45	-	14.2%	15.8%	2.23
	平均数	9.10	55.42	-0.01	4.65	6.02	27.35	14.21	11.00	-0.8%	10.1%	11.8%	1.45
	中位数	8.12	48.49	0.88	5.51	7.10	36.04	14.47	11.14	2.7%	8.4%	10.3%	1.39
001322.SZ	箭牌家居	18.73	181	5.93	7.52	9.19	30.50	24.05	19.68	12.5%	13.8%	14.5%	3.96

资料来源：长城证券产业金融研究院

注：除箭牌家居外，其他公司数据来源为 iFind 一致预测

### 4.3 投资建议

**投资建议：**公司是国内卫生洁具龙头企业，竞争优势明显，首次给予增持评级。预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 7.52、9.19、11.04 亿元，同比分别增长 27%、22%、20%，对应估值分别为 26、21、17 倍。随着地面基本面的逐步改善，市场需求有望逐步复苏；国产品牌逐步崛起，“智能转型”成为行业主题。公司卫浴产品线完善，智能化+渠道+生产制造优势明显，未来发展可期。

### 5. 风险提示

扩产项目产销量不及预期风险；下游房地产市场需求持续下降风险；市场测算与实际值偏差；行业竞争加剧风险等。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3523	3848	5728	5881	7695
现金	1562	1900	3340	3211	4704
应收票据及应收账款	413	424	457	657	587
其他应收款	19	28	35	28	43
预付账款	38	32	43	49	59
存货	1389	1379	1780	1857	2220
其他流动资产	103	85	72	79	84
<b>非流动资产</b>	5247	6231	6587	7032	7350
长期投资	13	14	16	17	18
固定资产	2659	3169	3762	4378	4849
无形资产	954	950	911	874	835
其他非流动资产	1620	2098	1898	1763	1647
<b>资产总计</b>	8770	10079	12315	12913	15045
<b>流动负债</b>	4765	3965	5832	5777	7115
短期借款	213	300	257	278	268
应付票据及应付账款	3414	2734	4107	4293	5171
其他流动负债	1138	931	1468	1206	1677
<b>非流动负债</b>	1030	1371	1167	961	733
长期借款	892	1229	1023	818	589
其他非流动负债	139	142	144	143	144
<b>负债合计</b>	5795	5336	6999	6739	7848
少数股东权益	7	6	5	4	2
股本	869	966	966	966	966
资本公积	955	2034	2034	2034	2034
留存收益	1144	1737	2413	3208	4114
归属母公司股东权益	2968	4737	5311	6170	7195
<b>负债和股东权益</b>	8770	10079	12315	12913	15045

## 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	2564	1125	2781
净利润	576	592	750	918	1102
折旧摊销	311	348	348	424	502
财务费用	16	16	144	166	170
投资损失	-11	-9	-13	-11	-11
营运资金变动	-157	-688	1360	-335	1064
其他经营现金流	172	140	-25	-36	-46
<b>投资活动现金流</b>	-1214	-1268	-691	-858	-809
资本支出	1113	1278	702	867	818
长期投资	-122	0	-2	-1	-2
其他投资现金流	21	10	13	11	11
<b>筹资活动现金流</b>	343	1596	-434	-396	-479
短期借款	-139	87	-43	22	-11
长期借款	496	337	-206	-205	-229
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	-184	-213	-239
<b>现金净增加额</b>	36	730	1440	-129	1493

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8373	7513	8934	10682	12278
营业成本	5856	5046	5988	7127	8158
营业税金及附加	85	82	97	116	133
营业费用	799	715	809	967	1111
管理费用	547	653	777	929	1068
研发费用	288	341	405	484	557
财务费用	16	16	144	166	170
资产减值损失	-86	-57	-79	-88	-105
其他收益	38	48	55	47	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	9	13	11	11
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	629	694	887	1075	1293
营业外收入	19	14	14	16	15
营业外支出	13	14	22	16	17
<b>利润总额</b>	636	694	879	1075	1291
所得税	59	101	129	157	189
<b>净利润</b>	576	592	750	918	1102
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2
<b>归属母公司净利润</b>	577	593	752	919	1104
EBITDA	971	1084	1206	1451	1717
EPS (元/股)	0.60	0.61	0.78	0.95	1.14

## 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	18.9	19.6	14.9
营业利润 (%)	-9.8	10.3	27.8	21.3	20.3
归属母公司净利润 (%)	-1.9	2.8	26.8	22.3	20.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.1	32.8	33.0	33.3	33.6
净利率 (%)	6.9	7.9	8.4	8.6	9.0
ROE (%)	19.4	12.5	14.1	14.9	15.3
ROIC (%)	14.1	9.6	10.5	11.4	12.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	66.1	52.9	56.8	52.2	52.2
净负债比率 (%)	-9.5	-2.5	-31.4	-27.7	-47.7
流动比率	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	30.1	21.6	25.8	23.7	24.8
应付账款周转率	3.7	3.0	3.4	3.2	3.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.60	0.61	0.78	0.95	1.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.94	0.42	2.66	1.17	2.88
每股净资产 (最新摊薄)	3.07	4.91	5.50	6.39	7.45
<b>估值比率</b>					
P/E	33.2	32.3	25.5	20.8	17.4
P/B	6.5	4.0	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	19.4	17.6	14.5	12.0	9.2

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 6 月 14 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686