

箭牌家居 (001322)

轻工制造

发布时间：2023-02-16

证券研究报告 / 公司深度报告

**增持**

上次评级：增持

**智能化引领发展，国产卫浴龙头启航远航**

--- 箭牌家居深度报告

**报告摘要：**

公司集研发、生产、销售与服务于一体，已经成为了国内陶瓷卫浴行业的头部企业。公司生产范围覆盖高品质卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等全系列家居产品。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。

**卫生洁具行业市场规模呈不断扩大的趋势。**得益于居民消费水平的不断提高以及需求量的提升，卫浴洁具市场规模不断增加。卫生陶瓷集中度较为分散，近两年集中度呈上升趋势，国内 CR3 比例不断提高。自 2022 年以来，国家陆续出台相关政策，保持房地产市场稳定，随着后续相关政策逐步落实，房地产市场有望逐步回暖。房企集采导致现金流更好、资金实力更强的公司会更具优势，卫浴市场份额有望持续向龙头企业集中。随着居民生活水平的不断提高以及行业的技术进步，卫生洁具产品逐渐向智能化发展。

**公司产品类完善，智能化引领发展。**受疫情影响，2020 及 2022H1 公司卫生陶瓷业务同比基本持平，毛利率则出现了大幅提升。由于智能坐便器比例升高，卫生陶瓷单价呈逐年上升趋势。龙头五金营收呈持续增长态势，毛利率方面则保持相对稳定。浴室家具、瓷砖和浴缸浴房保持了相当的规模。公司目前卫浴产品配套率较低，以直营电商为例，公司客单价仍有提升空间。与此同时，公司推动卫浴全系列产品的智能化开发，进一步提升智能产品的占比。2021 年，公司经销零售、电商、家装、工程（包含经销工程和自营工程）收入占比分别为 43%、18%、11%、28%。经销零售渠道是公司销售的主要渠道，公司积极顺应市场步伐，公司近两年加大了电商端特别是直营电商的开发力度。公司渠道方面推行全国化布局，华东及华南为公司经营重点区域。公司 2022 年 10 月上市，募集资金 11.56 亿元用于产能提升、技术改造及品牌建设及补充流动资金。

**维持公司“增持”评级。**预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 6.0、7.9、9.8 亿元，同比增 4%、32%、24%，对应估值 32、24、20 倍。

**风险提示：下游需求不及预期；业绩预测和估值判断不达预期等**

财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,502	8,373	7,662	9,297	10,886
(+/-)%	-2.34%	28.78%	-8.50%	21.33%	17.10%
归属母公司净利润	589	577	597	790	977
(+/-)%	5.80%	-1.93%	3.52%	32.28%	23.59%
每股收益 (元)	0.71	0.66	0.62	0.82	1.01
市盈率	0.00	0.00	32.29	24.41	19.75
市净率	0.00	0.00	4.82	4.19	3.58
净资产收益率 (%)	31.05%	21.60%	14.92%	17.18%	18.14%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	1.00%	1.00%	1.00%
总股本 (百万股)	869	869	966	966	966

**股票数据** 2023/02/15

6 个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	19.98
12 个月股价区间 (元)	13.39~20.70
总市值 (百万元)	19,292.94
总股本 (百万股)	966
A 股 (百万股)	966
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

**历史收益率曲线**

涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	4%	30%	
相对收益	2%	23%	

**相关报告**

《箭牌家居 (001322): 卫浴领先企业，成功上市全新起航》

--20221102

**证券分析师：濮阳**

执业证书编号：S0550522070002  
15316658048 puyang@nesc.cn

**证券分析师：陶昕媛**

执业证书编号：S0550522100002  
0755-33975865 taoxy@nesc.cn

## 目 录

1.	公司简介 .....	4
2.	卫生洁具行业：市场空间广阔 .....	8
2.1.	行业规模稳中有升，集中度不断提高 .....	8
2.2.	地产政策不断出台，存量市场前景广阔 .....	12
2.3.	生活水平不断提高，定制化、智能化成为主流 .....	17
3.	公司业务：品类完善，智能化引领发展 .....	18
3.1.	卫浴及配套品类完善 .....	18
3.2.	整装业务蓄势待发，智能化引领发展方向 .....	22
3.3.	全国布局、加大电商经营力度 .....	24
3.4.	突破产能桎梏，上市起航 .....	27
4.	盈利预测和投资建议：给予增持评级 .....	28
4.1.	盈利预测 .....	28
4.2.	投资建议 .....	29
4.3.	风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1:	公司发展历程 .....	6
图 2:	公司股权分布 .....	6
图 3:	公司营收及增速情况 .....	7
图 4:	公司归母净利润及增速情况 .....	7
图 5:	公司 2021 年各业务营收占比 .....	8
图 6:	公司毛利率变化 .....	8
图 7:	中国卫浴行业市场规模及增速 .....	8
图 8:	中国卫浴行业各品类份额占比情况 (%) .....	8
图 9:	中国卫生陶瓷产量变化 .....	9
图 10:	国内卫生陶瓷进口额及进口量 .....	10
图 11:	卫生陶瓷进口单价 .....	10
图 12:	国内卫生陶瓷出口额及出口量 .....	10
图 13:	卫生陶瓷出口单价 .....	10
图 14:	规模以上卫生陶瓷企业数量 .....	11
图 15:	规模以上卫生陶瓷企业营收情况 .....	11
图 16:	国内卫生洁具行业 CR3 占比变化 .....	11
图 17:	2020 年国内卫生洁具行业市场份额分布 .....	11
图 18:	卫生陶瓷行业上下游 .....	12
图 19:	卫浴行业下游市场结构占比 (2021 年前 5 个月) .....	13
图 20:	30 大中城市商品房成交面积 (截止 1/13) .....	14
图 21:	1 年期及 5 年期 LPR (单位: %) .....	14

图 22: 国内精装修渗透率变化 .....	15
图 23: 精装修坐便器配套率 .....	15
图 24: 精装修花洒配套率 .....	15
图 25: 我国城镇化率变化 .....	16
图 26: 全国新开工改造城镇老旧小区数 .....	16
图 27: 我国智能家居市场规模及增速 .....	17
图 28: 中国智能马桶销量 .....	18
图 29: 精装修智能坐便器配套率 .....	18
图 30: 公司卫生陶瓷营收变化 .....	19
图 31: 公司卫生陶瓷毛利率变化 .....	19
图 32: 公司卫生陶瓷产销量及产销率 .....	19
图 33: 公司卫生陶瓷各产品销售均价 (元/件) .....	20
图 34: 公司五金龙头营收变化 .....	20
图 35: 公司五金龙头毛利率变化 .....	20
图 36: 公司五金龙头产销量及产销率 (万件) .....	21
图 37: 公司五金龙头各产品销售均价 (元/件) .....	21
图 38: 公司其他产品营收变化 .....	21
图 39: 公司其他产品毛利率变化 .....	21
图 40: 公司卫浴产品配套率 .....	23
图 41: 公司智能化设备整装示意图 .....	24
图 42: 公司收入结构 (按销售渠道) .....	25
图 43: 公司应收账款占比 .....	25
图 44: 公司经销商及分销商数量 .....	26
图 45: 公司销售占比 (按省份, 2021) .....	26
图 46: 公司直营电商收入及增速 .....	27
图 47: 公司各产品产销率 .....	27
图 48: 公司各产品 OEM 占比 .....	28
表 1: 公司主要产品 .....	4
表 2: 公司旗下品牌分类 .....	7
表 3: 卫生陶瓷按吸水率分类 .....	9
表 4: 卫生陶瓷行业相关政策 .....	12
表 5: 房地产融资端主要政策梳理 .....	13
表 6: 部分卫浴品牌全卫 (全屋) 定制业务发展情况 .....	18
表 7: 公司与可比公司销售费用率对比 .....	22
表 8: 公司与可比公司管理费用率对比 .....	22
表 9: 公司电商订单分类 (按金额) .....	23
表 10: 公司直销及经销模式对比 .....	26
表 11: 公司募投项目 .....	28
表 12: 各业务收入及毛利率预测 .....	29

## 1. 公司简介

公司集研发、生产、销售与服务于一体，已经成为了国内陶瓷卫浴行业的头部企业。公司生产范围覆盖高品质卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜衣柜等全系列家居产品。公司致力于为消费者提供一站式智慧家居解决方案，目标是成为国际一流的智慧家居品牌。

表 1: 公司主要产品

产品类型及示意图		
		
智能坐便器	普通坐便器	蹲便器
卫生陶瓷		
		
小便池	盆类	水箱及配件
龙头五金		
		
恒温花洒	淋浴花洒	水龙头



挂件



智能晾衣架



地漏

浴室家具



浴室柜

浴缸浴房



浴缸



浴房



淋浴屏风

瓷砖



抛釉砖



仿古砖



瓷片

定制橱柜



定制橱柜



定制衣柜

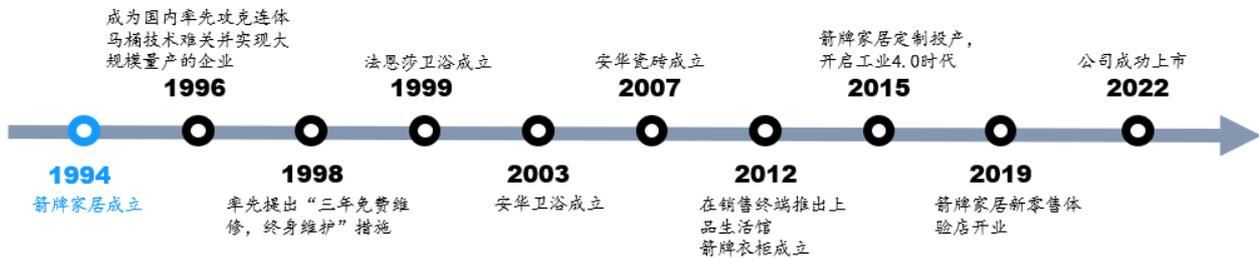


定制阳台柜

数据来源：公司招股说明书，东北证券

公司是国内较早进入陶瓷卫浴行业的企业之一。1994年箭牌家具集团创始，箭牌卫浴成立，同年第一条窑炉建成投产。1998年工厂设备全面改造，初次在国内卫浴届提出“三年免费维修，终身维护”的服务措施；2007年箭牌瓷砖成立，进军建筑陶瓷市场；2010年箭牌全屋定制系列产品全新上市；2012年箭牌衣柜成立。

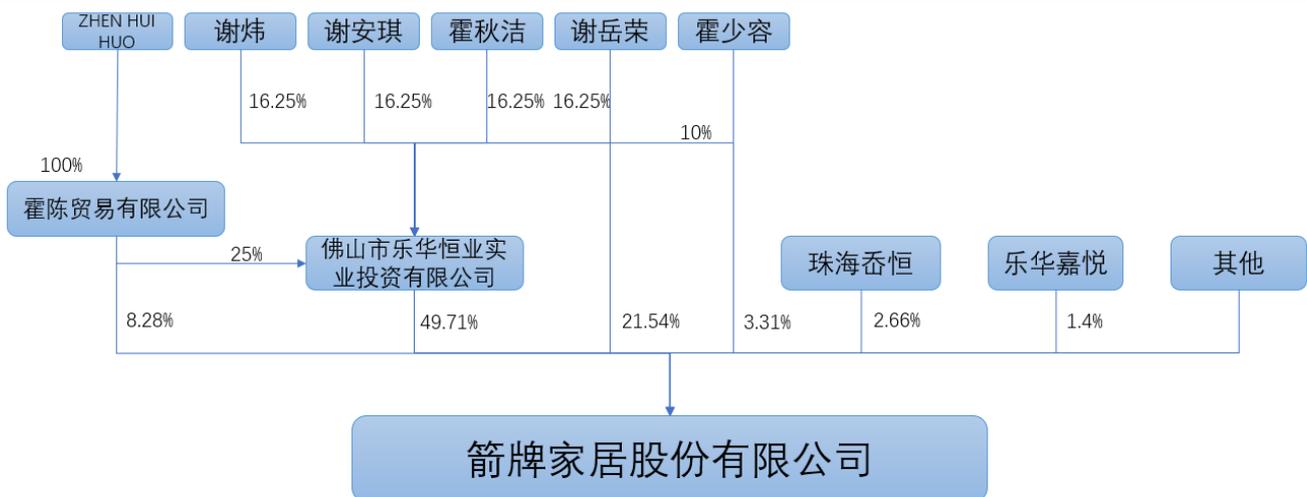
图 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，东北证券

公司是一家典型的家族企业。从股权结构来看，公司实际控制人为谢岳荣、霍秋洁、谢安琪、谢炜，四人直接或通过乐华恒业投资间接持有箭牌家居 53.85%的股份；ZHEN HUI HUO 通过霍陈贸易直接或间接持有箭牌家居 20.71%的股份。

图 2: 公司股权分布



数据来源：WIND，东北证券

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。其中，箭牌定位中高端智慧家居，法恩莎定位高端艺术家具，安华则主打性价比，定位时尚家居。

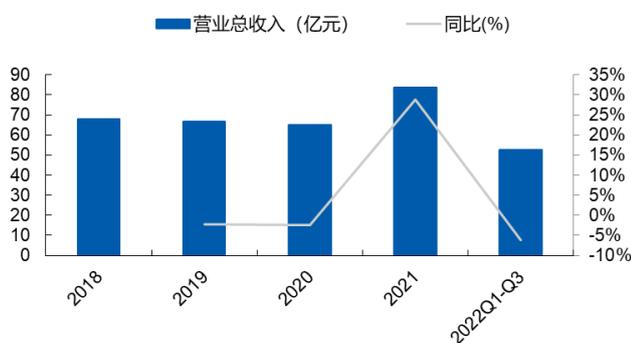
表 2: 公司旗下品牌分类

	品牌远景	品牌定位
箭牌	智慧家居	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为驰名商标。
法恩莎	艺术家居	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为驰名商标。
安华	时尚家居	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。

数据来源：公司公告，东北证券

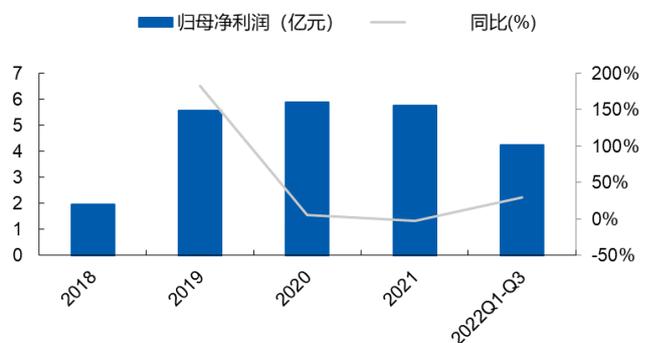
公司 2021 年实现营业收入 83.73 亿元，同比增加 28.78%；实现归母净利润 5.77 亿元，同比减少 1.93%。公司 2019 年及 2020 年营收出现波动，同比稍有下滑，2021 年实现大幅提升，增速达 28.78%，2018-2021 年复合增长率达 7.13%。归母净利润方面，2019 年归母净利润大幅提升，2018-2021 复合增速达 43.08%。2022 前三季度受疫情影响，公司实现营收 52.67 亿元，同比减少 6.23%；实现归母净利润 4.23 亿元，同比增长 30.3%。

图 3: 公司营收及增速情况



数据来源：iFinD，东北证券

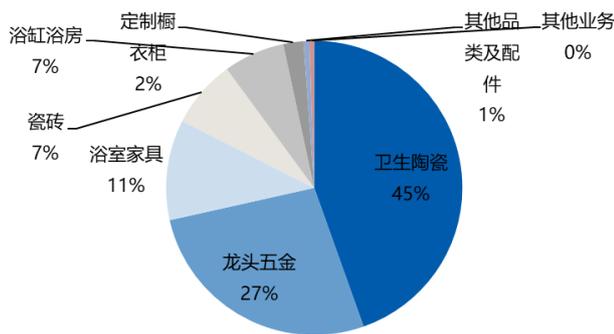
图 4: 公司归母净利润及增速情况



数据来源：iFinD，东北证券

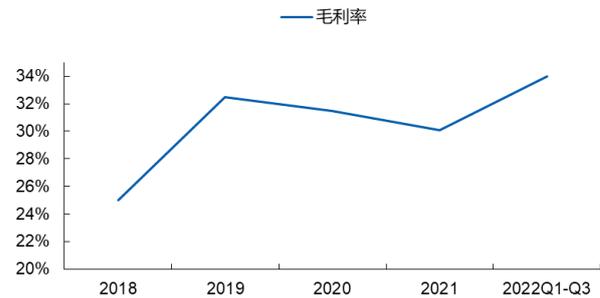
卫生陶瓷是公司的主营业务，公司毛利率逐步提升。2021 年公司收入结构中，卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房营收占比分别为 44.59%、26.88%、11.03%、7.46%、6.68%；毛利结构中，卫生陶瓷、龙头五金毛利占比分别为 51%、25%，两者贡献了公司绝大多数的营业收入及毛利润。综合毛利率方面，2021 年综合毛利率为 30.06%，2022 年前三季度毛利率达 33.98%，逐步得到回升。公司在 2021 年下半年进行了提价使得产品销售单价提升，并且公司产品结构持续优化，使得公司毛利率和净利率得到了提高。

图 5: 公司 2021 年各业务营收占比



数据来源: iFinD, 东北证券

图 6: 公司毛利率变化



数据来源: iFinD, 东北证券

## 2. 卫生洁具行业: 市场空间广阔

### 2.1. 行业规模稳中有升, 集中度不断提高

卫生洁具是供洗涤、收集和排放生活及生产中所产生污(废)水的设备。根据中国建筑卫生陶瓷协会资料, 把卫生洁具分为卫生陶瓷和卫浴配件。卫生陶瓷包括坐便器、浴缸、小便器、洗涤器等; 卫浴配件包括卫浴挂件、给水配件、排水配件、淋浴房配件等。

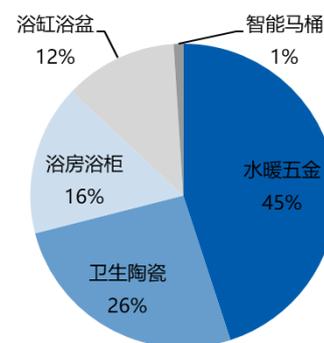
卫生洁具行业市场规模呈不断扩大的趋势, 水暖五金及卫生陶瓷份额占比最高。得益于居民消费水平的不断提高以及需求量的提升, 卫浴洁具市场规模不断增加, 从 2017 年 1690 亿元增长至 2021 年 2046 亿元, 年复合增长率 4.89%。各品类中水暖五金和卫生陶瓷份额占比较大, 合计超过 70%, 智能马桶仅占 1%。

图 7: 中国卫浴行业市场规模及增速



数据来源: 华经产业研究院, 东北证券

图 8: 中国卫浴行业各品类份额占比情况(%, 2021)



数据来源: 华经产业研究院, 东北证券

目前, 卫生洁具在全球形成了三大卫生洁具品牌群, 主要是美国品牌、欧洲品牌和亚洲品牌。美国品牌以科勒、摩恩、得而达等为代表, 欧洲品牌以高仪、乐家

汉斯格雅为代表，亚洲品牌以 TOTO、伊奈、箭牌、九牧、惠达为代表。

卫生陶瓷是用于卫生间、厨房等场所的带釉陶瓷制品。根据吸水率的不同可将陶瓷分为熟料套、精陶、半瓷、瓷四种材质材质，其中，熟料陶主要用于立式小便器、浴盆等大型卫生器具。

表 3: 卫生陶瓷按吸水率分类

	吸水率	用途
熟料陶	12% ≤ 吸水率 < 18%	立式小便器、浴盆等大型器具
精陶	5% ≤ 吸水率 < 12%	
半瓷	0.5% ≤ 吸水率 < 5%	中、小型器具
瓷	吸水率 < 0.5%	

数据来源：公开资料整理，东北证券

近年来我国卫生陶瓷产量呈波动式增长态势。2020 年受疫情影响卫生陶瓷制品数量呈短暂下降，下降幅度为 7%。2021 年中国卫生陶瓷制品产量为 2.3 亿件，较 2020 年 2.04 亿件提升 12.5%。

图 9: 中国卫生陶瓷产量变化



数据来源：智研咨询，东北证券

去除 2020 年疫情影响，我国卫生陶瓷进口额 2015 年内以来呈不断上升的趋势。卫生陶瓷 2021 年进口额达 1.55 亿美元，2015-2021 复合增长率 27.5%。2021 年共进口卫生陶瓷 206 万件，基本与 2019 年持平，2015-2021 年复合增长率 27.0%。进口单价则出现波动，2017-2020 呈不断下降的趋势，2021 年进口单价上涨，为 75.21 美元/件，较 2020 年大幅上涨。

图 10: 国内卫生陶瓷进口额及进口量



数据来源: 华经产业研究院, 中国海关, 东北证券

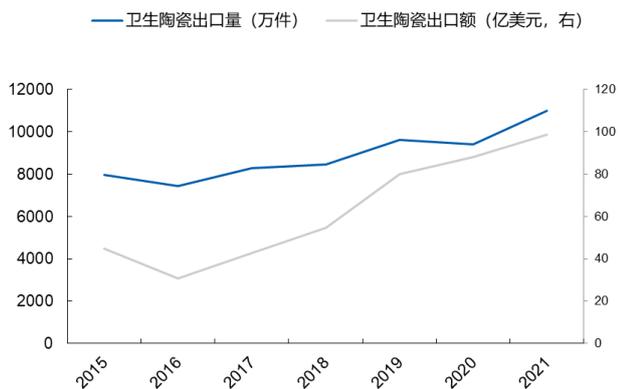
图 11: 卫生陶瓷进口单价



数据来源: 华经产业研究院, 中国海关, 东北证券

国内卫生陶瓷出口数量及金额均远高于进口。除 2020 年疫情影响, 国内卫生陶瓷出口量自 2016 年以来均保持增长。2021 年我国卫生陶瓷出口量为 1.1 亿件, 同比增长 16.8%; 实现出口额 98.77 亿美元, 同比增长 12.1%。国内出口单价 2021 年为 89.9 美元/件, 自 2018 年出口单价开始高于进口单价, 国内产品逐步走向高端化。

图 12: 国内卫生陶瓷出口额及出口量



数据来源: 华经产业研究院, 中国海关, 东北证券

图 13: 卫生陶瓷出口单价

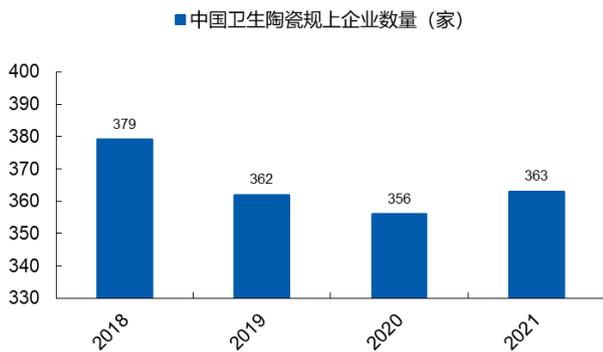


数据来源: 华经产业研究院, 中国海关, 东北证券

卫生陶瓷市场集中度较为分散。根据中陶家居网数据, 民族卫浴品牌 20 强合计销售额 503 亿元左右, 占全行业销售额 16%。根据中国建筑材料联合会和中国建筑卫生陶瓷协会联合发布的《建筑卫生陶瓷行业兼并重组的指导意见》, 2020 年建筑卫生陶瓷前十家企业产业集中度达到 40%, 目前集中度仍有提升的空间。

近几年卫生陶瓷行业集中度呈上升趋势。根据中陶家居网统计, 2021 年我国规模以上卫生陶瓷企业共 363 家, 较 2018 年减少 16 家, 数量总体呈下降趋势, 竞争环境逐步发生变化。受疫情影响, 2020 年规上卫生陶瓷企业主营收入有所减少, 2021 年达 855 亿元, 同比增长 15.4%。由此可见, 18 年后卫生陶瓷行业市场集中度呈上升的趋势。

图 14: 规模以上卫生陶瓷企业数量



数据来源: 华经产业研究院, 中国建筑卫生陶瓷协会, 东北证券

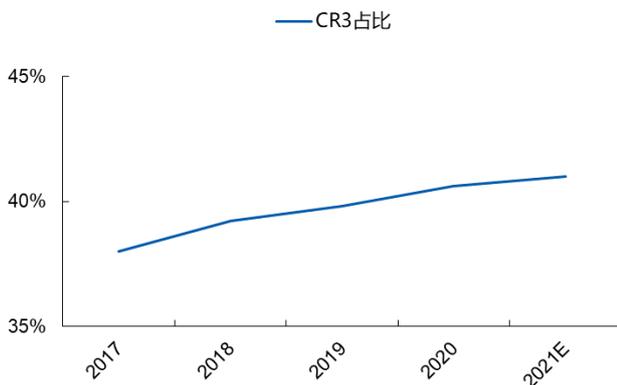
图 15: 规模以上卫生陶瓷企业营收情况



数据来源: 华经产业研究院, 中国建筑卫生陶瓷协会, 东北证券

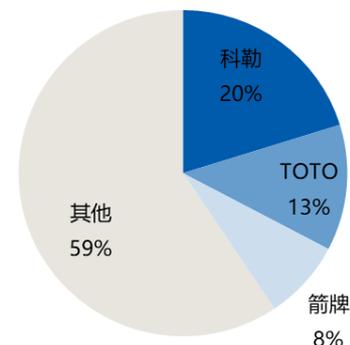
**卫生陶瓷国内 CR3 比例逐步提高。**我国卫生洁具行业 CR3 从 2017 年 38% 提升到 2020 年 40.6%，其中科勒占 20.2%、TOTO 占 12.5%，箭牌占 7.9%，行业集中度呈上升趋势。

图 16: 国内卫生洁具行业 CR3 占比变化



数据来源: 观研报告网, 东北证券

图 17: 2020 年国内卫生洁具行业市场份额分布



数据来源: 观研报告网, 东北证券

**为规范卫生陶瓷行业发展, 国家出台了一系列相关措施。**通过更加严格的环保措施、提高制造成本等, 调整卫生陶瓷产业结构、转变增长方式。受制于环保政策要求等, 近几年行业出清情况或将加剧。

表 4: 卫生陶瓷行业相关政策

文件名称	颁布时间	具体表述
《推进建筑卫生陶瓷行业供给侧结构性改革打赢“三个攻坚战”的指导与组织实施的意见》	2017	提出坚决淘汰产品质量差、原燃料消费高、环保不达标的落后企业，到“十三五”末，现有企业总数减少三分之一。打好去产能补短板为重点的结构调整攻坚战，提升优化产业结构，提高产业集中度，打好产业技术装备创新提升的攻坚战，全面提升技术装备和产品的质量档次，向中高端为主发展;打好绿色低碳环保节能减排攻坚战，促进行业节能减排全面达标，进而通过倒逼机制一并淘汰落后产能。
《关于政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升试点工作的通知》	2020	在政府采购工程中推广可循环利用建材、高强度高耐久建材、绿色部品部件、绿色装饰装修材料、节水节能建材等绿色建材产品积极应用装配式、智能化等新型建筑工业化建造方式,鼓励建成二星级及以上绿色建筑到 2022 年，基本形成绿色建筑和绿色建材政府采购需求标准，政策措施体系和工作机制逐步完善，政府采购工程建筑品质得到提升,绿色消费和绿色发展的理念进一步增强。
《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021 年版)》	2021	规定对拟建、在建项目，应对照能效标杆水平建设实施，推动能效水平应提尽提，力争全面达到标杆水平。针对卫生陶瓷制品制造(3072)，文件新增规定:卫生陶瓷单位产品综合能耗标杆水平为 300 千克标准煤/吨，基准水平为 630 千克标准煤/吨。

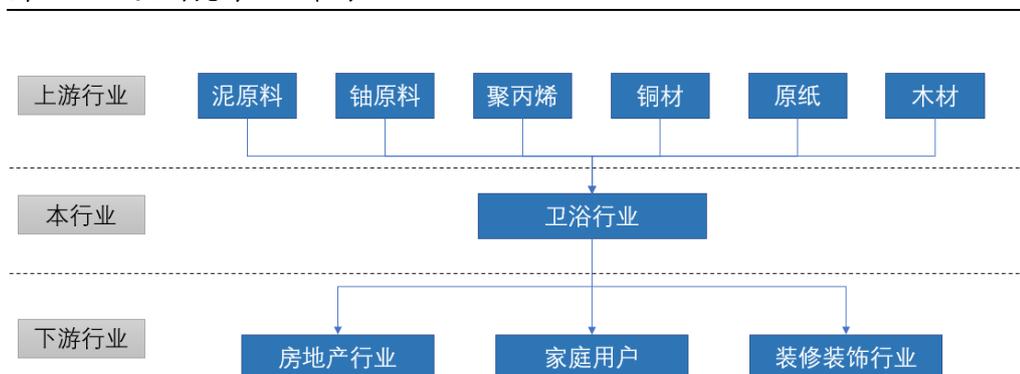
数据来源：公开资料整理，东北证券

## 2.2. 地产政策不断出台，存量市场前景广阔

卫浴行业上游主要为原材料开采及加工行业。根据公司招股书披露，泥原料、釉原料、石膏粉等原材料供应充足，行业竞争充分，采购根据市场定价，原材料开采及其加工行业而卫浴行业影响不大。

卫浴行业的下游主要为商品房购买者、二手房消费者、精装房建造房企以及商办场地、市政工程等。卫浴及瓷砖行业受房地产周期影响较大，属于房地产后期行业。

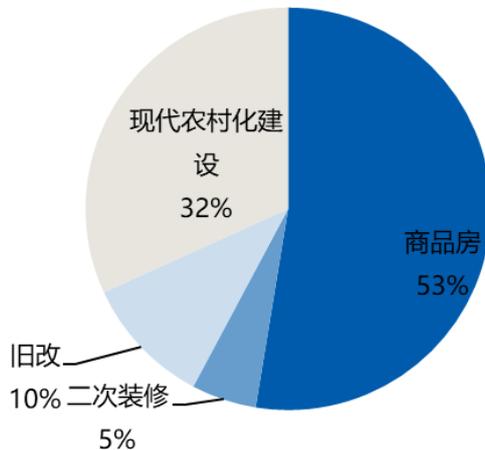
图 18: 卫生陶瓷行业上下游



数据来源：公开资料整理，东北证券

商品房为卫浴销售的主要需求端。需求端方面，根据中国建材报，2021年前5个月全国卫浴部件中商品房需求量占总需求量的52.57%；旧改需求量占5.2%；二次装修需求量占10.43%；另存现代化建设需求量占31.8%。商品房为卫浴销售的主要需求端，而旧改和二次装修也成为重要的渠道，农村市场成为争夺的主战场。

图 19: 卫浴行业下游市场结构占比（2021年前5个月）



数据来源：中国建材报，东北证券

三只箭叠加保交楼政策相继出台，楼市有望回暖。自2021年下半年以来，受三条红线影响，房地产企业流动性出现危机，房地产销售端及投资端均出现同比较大降幅。自2022年以来，国家陆续出台相关政策，保持房地产市场稳定，随着后续相关政策逐步落实，房地产市场有望逐步回暖。

表 5: 房地产融资端主要政策梳理

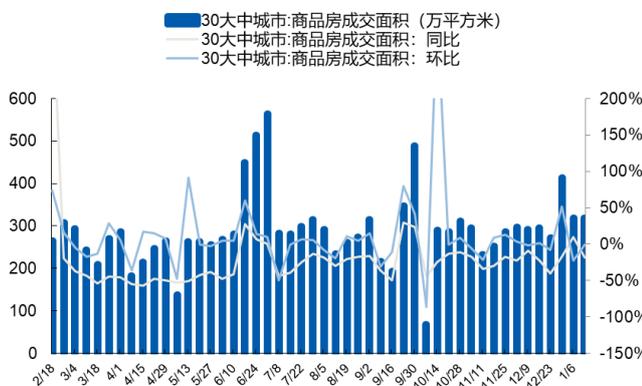
发布时间	发布机构	政策概要
2021年7月22日	央行	“二线四档”规则试点房地产企业核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制。
2022年10月20日	证监会	对于涉房地产企业，证监会 <b>在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资</b> ：自身及控股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例 <b>不超过10%</b> ；参股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例 <b>不超过10%</b> 。
2022年11月8日	中国银行间市场交易商协会	为落实稳经济一揽子政策措施，坚持“两个毫不动摇”，支持民营企业健康发展，在人民银行的支持和指导下，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。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。

2022年11月9日	中债增	意向民营房企可向中债增公司提出增信需求。
2022年11月21日	央行、银保监会、证监会	支持民营房企发债融资
2022年11月28日	证监会	就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问，“第三支箭”落地
2022年12月16日	中共中央政治局	中央经济工作会议确定23年行业发展基调:要确保房地产市场平稳发展,扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作,满足行业合理融资需求,推动行业重组并购,有效防范化解优质头部房企风险,改善资产负债状况。研究部署贯彻中央经济工作会议精神中提出要助力房地产业发展模式转型,其中特别提到允许符合条件的房企“借壳”已上市房企,允许房地产和建筑等密切相关行业上市公司实施涉房重组。加快打造保障性租赁住房REITS板块。
2022年12月21日	证监会	

数据来源:公开资料整理,东北证券

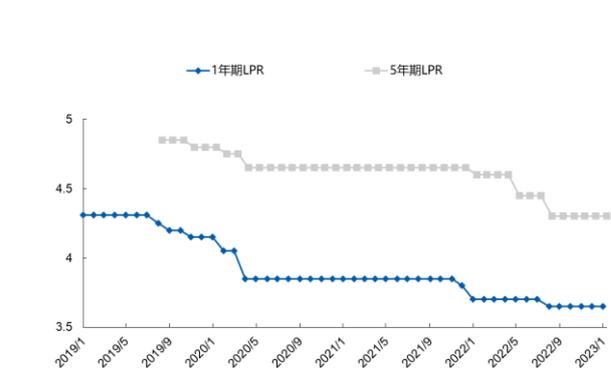
**目前房地产销售呈逐渐回暖的态势。**10月中旬以来,30大中城市商品房成交面积环比呈现逐步稳定的态势。2022年8月央行调低1年期和5年期以上LPR;9月29日,人民银行、银保监会发布通知,决定阶段性调整差别化住房信贷政策。这一政策措施的出台,有利于支持城市政府“因城施策”用足用好政策工具箱,减少居民利息支出,增加居民购买信心,更好地支持刚性住房需求。

图 20: 30 大中城市商品房成交面积 (截止 1/13)



数据来源: WIND, 东北证券

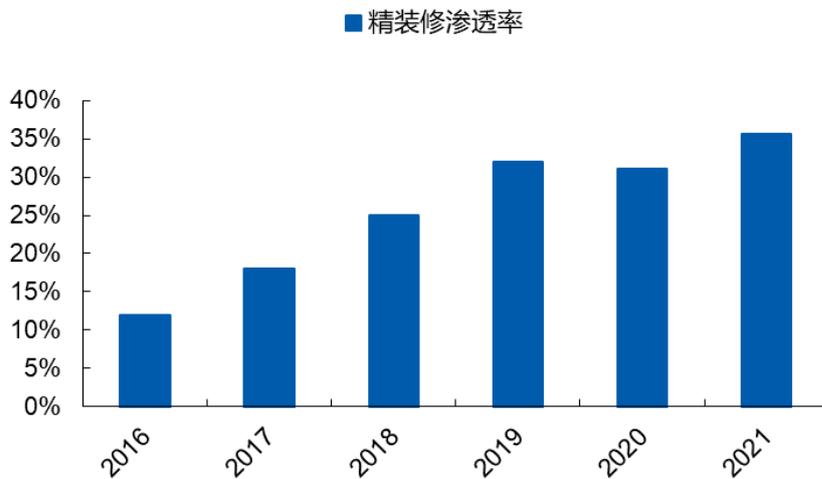
图 21: 1 年期及 5 年期 LPR (单位: %)



数据来源: WIND, 东北证券

**近年来我国商品房市场精装率呈不断提升的态势。**精装修是未来房地产市场的发展趋势,据奥维云网,2016年至2019年,精装修渗透率呈不断上升的趋势,2020年稍有下降,但仍在30%以上。2021虽然精装修市场规模随开盘数量的减少有所降低,但渗透率仍上升了4.6%。对比发达国家超过80%的精装修水平,我国精装修比例仍有较大的上升空间。

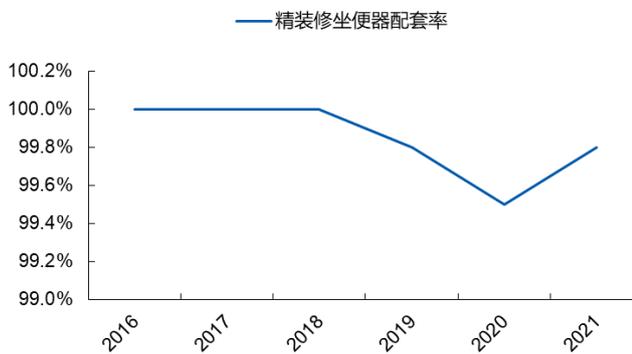
图 22: 国内精装修渗透率变化



数据来源: 奥维云网, 东北证券

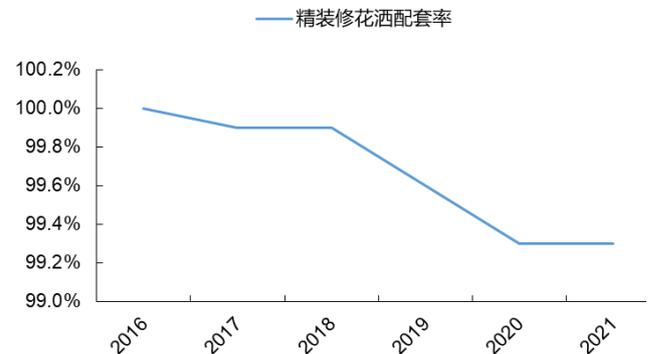
**精装修中, 坐便器及花洒配套率均超过 99%。**根据奥维云网数据, 2021 年坐便器及花洒配套率分别为 99.8%、99.3%。长期来看, 极高的配套率叠加逐渐升高的精装渗透率, 精装赛道成为卫浴行业一大亮点。房企集采导致现金流更好、资金实力更强的公司会更具优势, 卫浴市场份额有望持续向龙头企业集中。

图 23: 精装修坐便器配套率



数据来源: 奥维云网, 东北证券

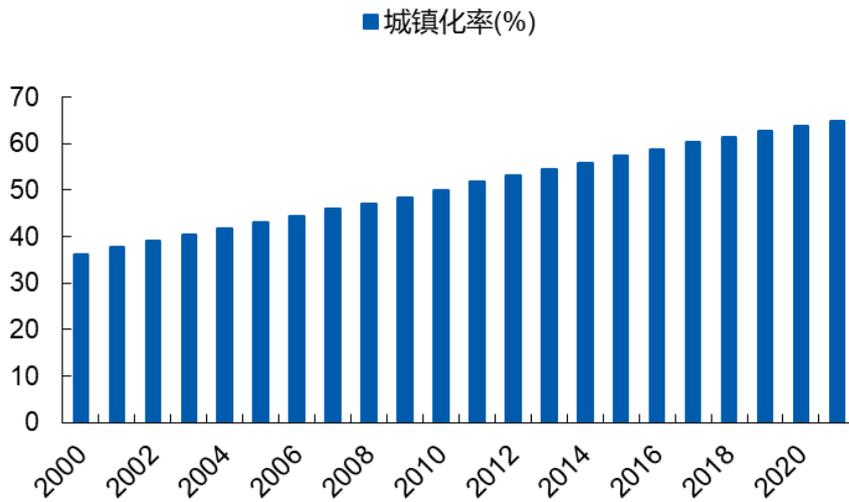
图 24: 精装修花洒配套率



数据来源: 奥维云网, 东北证券

**我国仍处于经济建设阶段, 新型城镇化建设仍在进行时。**根据住建部数据, 我国 2021 年常住人口城镇化率达到了 67.72%, 1992 年至今维持了快速增长的态势。但是距国外发达国家 80% 以上的城镇化率仍有差距。根据中国社会科学院城市发展与环境研究所及社会科学文献出版社共同发布的《城市蓝皮书: 中国城市发展报告 No.12》预计, 2030 年我国城镇化率将突破 70%, 2050 年达到 80%, 我国的城镇化建设仍存空间和潜力, 三四线城市仍有较大空间, 带来新增住房需求。

图 25: 我国城镇化率变化



数据来源: 奥维云网, 东北证券

**老旧小区改造为卫生洁具行业带来存量动力。**2022年1月10日, 国家发改委等21部门印发《“十四五”公共服务规划》, 《规划》提出, 我国城镇老旧小区改造数量要由2020年的5.9万个增加到2025年的21.9万个。住房和城乡建设部日前发布的数据显示, 2022年1—12月, 全国新开工改造老旧小区5.25万个、876万户, 实现新开工改造5.1万个城镇老旧小区的年度目标任务。住建部有关负责人表示, 今年全国将新开工改造城镇老旧小区5.3万个以上。老旧小区改造数量的增加将为卫生洁具市场提供充足的存量需求。

图 26: 全国新开工改造城镇老旧小区数



数据来源: WIND, 东北证券

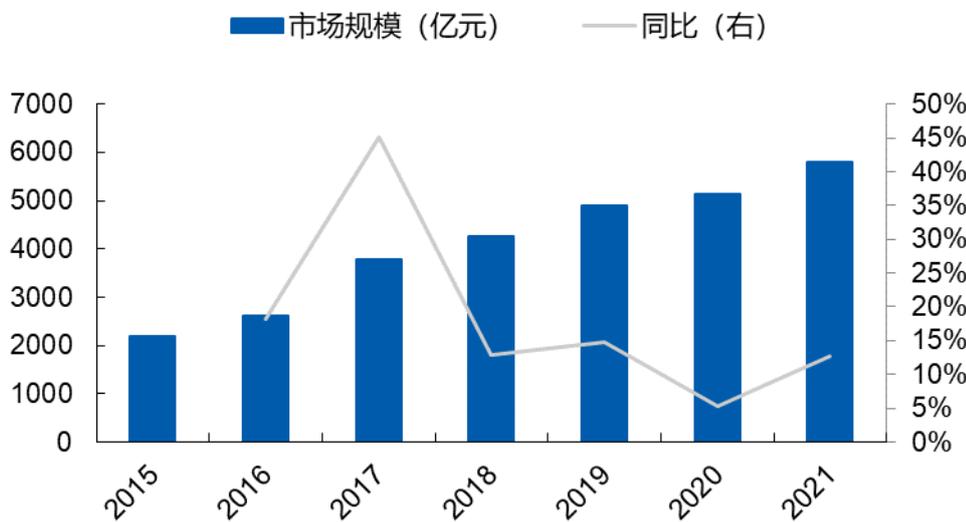
此外, 农村地区仍存在着较大的空白市场。2019年中央农办等8部门《关于推进农村“厕所革命”专项行动的指导意见》提出东部地区、中西部城市近郊区等地区, 基本完成农村户用厕所无害化改造, 中西部基本具备条件的地区卫生厕所普及率达

到 85%左右；地处偏远、经济欠发达等地区，卫生厕所普及率逐步提高。2022 年 8 月，农业农村部办公厅等七部门联合印发《关于加强农村公共厕所建设和管理的通知》，突出建设重点，加快农村社区综合服务中心、基层综合性文化活动中心、集贸市场、乡村旅游景区（点）等公共场所，国省干线公路、农村公路沿线以及中心村等人口较集中区域公共厕所建设。

### 2.3. 生活水平不断提高，定制化、智能化成为主流

随着居民生活水平的不断提高以及行业的技术进步，卫生洁具产品逐渐向智能化发展。据共研网测算，2021 年我国智能家居行业市场规模约为 5800 亿元，同比增长 12.73%，预计 2022 年有望达到 6200 亿元。其中，智能家居产品市场规模为 5122.4 亿元，占比为 88.32%。

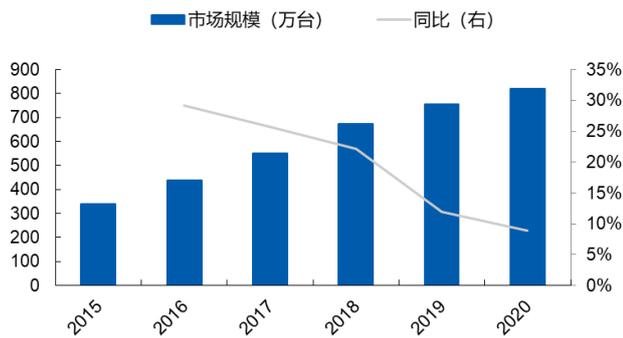
图 27：我国智能家居市场规模及增速



数据来源：共研网，东北证券

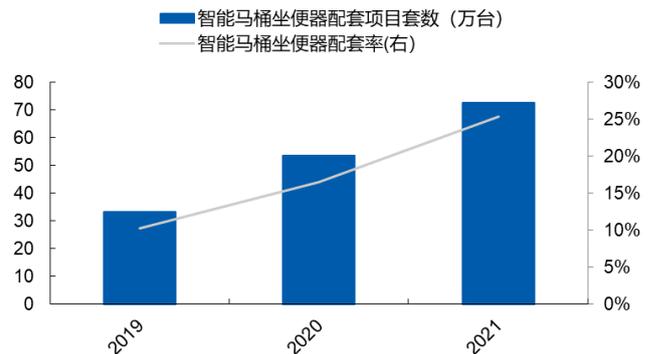
目前智能卫浴产品主要分为智能马桶、智能浴缸、智能淋浴房等，以智能马桶为主。中国智能马桶销量呈逐年上升的趋势，2020 年销量达 821 万台。此外，精装修市场中智能坐便器规模不断及配置率均不断提高，2021 年智能坐便器配套规模 72.7 万套，较 2020 年增长 35.8%；配置率达 25.4%，同比提高 8.9pct。

图 28: 中国智能马桶销量



数据来源：艾媒咨询，东北证券

图 29: 精装修智能坐便器配套率



数据来源：奥维云网，东北证券

**定制卫浴正在成为新的潮流。**在卫浴标品陷入同质化竞争的卫浴市场，定制卫浴作为新兴的产品形式，目前没有明显的头部品牌，也是国产卫浴品牌实现弯道超车的机会。有统计数据显示，目前有 90% 的卫浴品牌或业务已经涉及定制。全卫定制俨然已成为传统卫浴转型升级最为活跃的一支变革性力量。

表 6: 部分卫浴品牌全卫（全屋）定制业务发展情况

公司	定制业务发展
箭牌家居	2012 年 ARROW 箭牌家居定制成立，打造个性化家居定制空间，其中包括入户、厨房、餐厅、客厅、卧室、儿童房、书房、浴室、阳台等九大空间系统产品，为消费者提供从厨房到全屋全卫及配套家具一站式整体智慧家居定制解决方案。
九牧	2020 年 7 月，九牧开始布局定制版块；2022 年 10 月正式大举进军全屋定制家居行业
惠达	2011 年左右提出了整体厨卫的概念，2017 年发布未来三年战略规划，明确提出惠达卫浴的定位是成为新一代整体卫浴解决方案服务商，以此为基础，从卖产品到提供卫浴空间的场景和整体定制，为消费者提供一站式整体解决方案。
心海伽蓝	为客户提供一站式卫浴解决方案，打造全品类卫浴产品空间解决方案。2018 年初，心海伽蓝打造完成 8 大系列的全卫定制产品体系。

数据来源：公开资料整理，东北证券

相较于成熟的客厅、厨房等空间定制，卫浴空间的定制更为复杂。定制卫浴具有非标属性，无法统一定价，因此毛利更好，更考验公司的综合设计服务能力。随着 3D 云设计系统、VR 等技术的发展，客户可以 DIY 浴室空间，并选择喜欢的风格搭配，将会进一步推动建筑卫生陶瓷企业新零售模式的成熟化发展以及新零售智慧门店落地的进程。

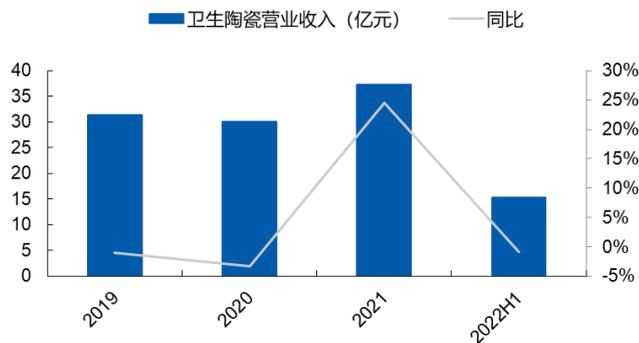
### 3. 公司业务：品类完善，智能化引领发展

#### 3.1. 卫浴及配套品类完善

受疫情影响，2020 及 2022H1 公司卫生陶瓷业务同比基本持平。2021 年营业收入达

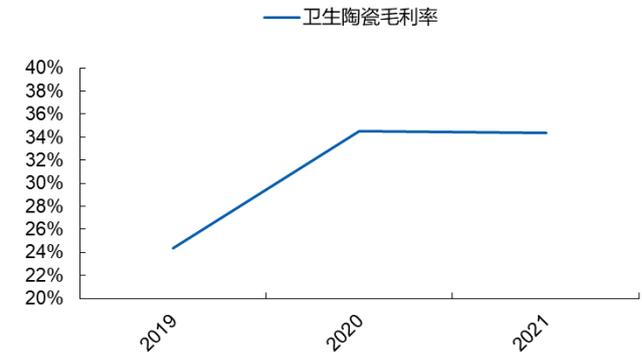
37.34 亿元，同比增长 25%，2019-2021 年复合增长率 9.24%。2020 年及 2022H1 由于受到大范围疫情管控的影响，营收未出现增长。卫生陶瓷业务毛利率则出现了大幅提升，从 2019 年的 24.4% 提升至 2021 年的 34.4%。

图 30：公司卫生陶瓷营收变化



数据来源：招股说明书，东北证券

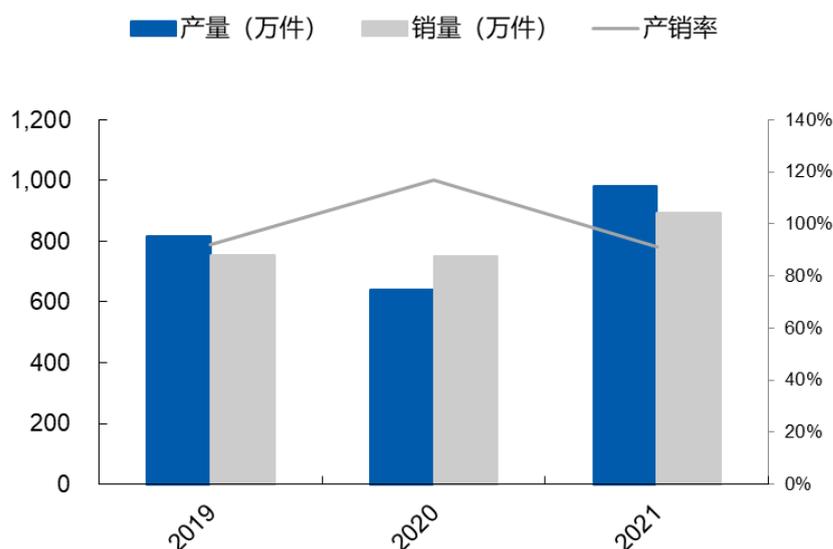
图 31：公司卫生陶瓷毛利率变化



数据来源：招股说明书，东北证券

受疫情影响叠加产线调整，2020 年公司卫生陶瓷产销率较高。公司卫生陶瓷销量在 2020 年由于疫情原因出现降低，卫生陶瓷总销量从 2019 年的 752.67 万件上升至 2021 年的 895.20 万件，复合增长率 9.1%。2019-2021 公司产销率均维持在 90% 以上，主要原因是公司将排产计划与预计需求计划结合，设置科学合理的生产计划，适当关闭一些暂时闲置的生产线，一定程度的消化了库存产品。

图 32：公司卫生陶瓷产销量及产销率

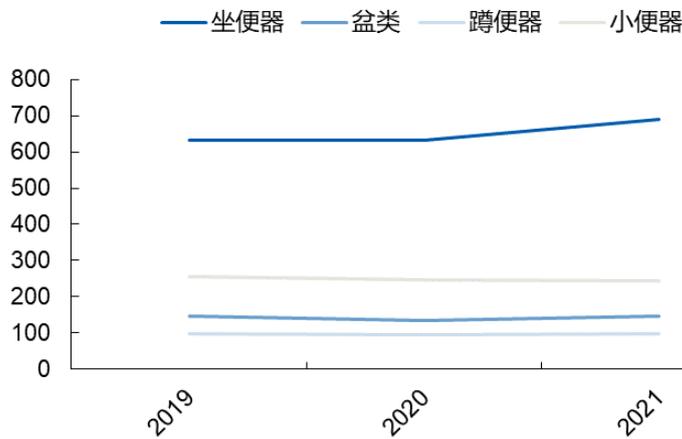


数据来源：招股说明书，东北证券

卫生陶瓷单价总体呈上升趋势。根据公司年报透露，2020 年卫生陶瓷方面各品类单价均出现下滑，平均单价由 411.67 元/件降低至 399.92 元/件。2021 年除坐便器价格由于智能坐便器比例升高导致单价提升外，其他品类单价均基本持平，平均单价上

升 4.3%至 417.15 元/件。

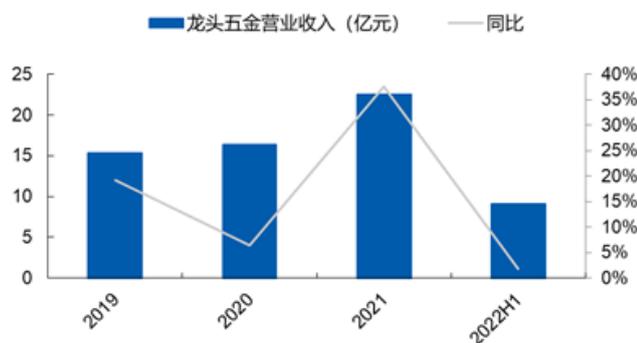
图 33: 公司卫生陶瓷各产品销售均价 (元/件)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

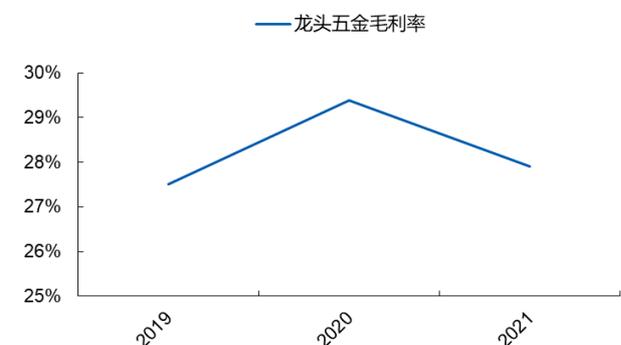
龙头五金营收呈持续增长态势。2021 年五金龙头营收达 22.51 亿元, 同比增长 38%, 2019-2021 复合增长率 21%。2022H1 公司五金龙头营收为 9.05 亿元, 同比增长 2%。相应龙头五金营收占比不断提高, 由 2019 年 23.25% 提升至 2021 年 27.02%。毛利率方面则保持相对稳定, 2019-2021 均在 26% 上下浮动。

图 34: 公司五金龙头营收变化



数据来源: 招股说明书, 东北证券

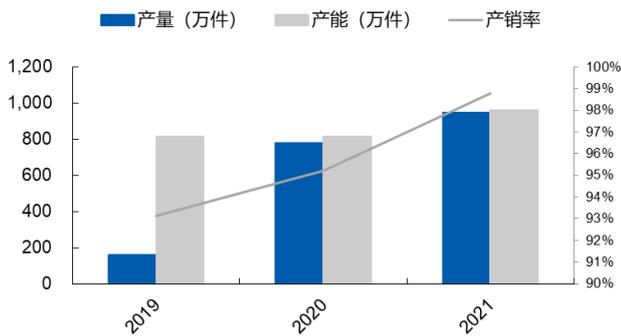
图 35: 公司五金龙头毛利率变化



数据来源: 招股说明书, 东北证券

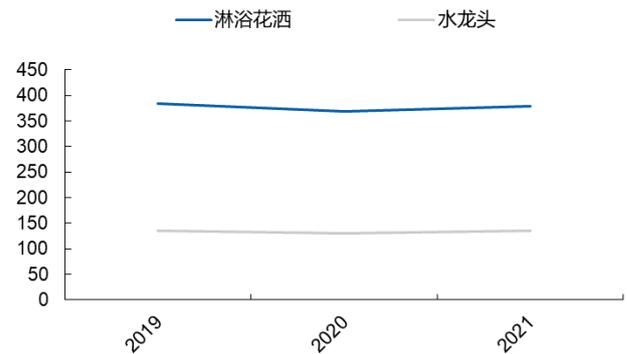
龙头五金近几年产销率及单价均较为稳定。龙头五金销量近三年保持增长, 产销率均保持在 95% 左右。花洒及水龙头的价格近三年则相对稳定。

图 36: 公司五金龙头产销量及产销率 (万件)



数据来源：招股说明书，东北证券

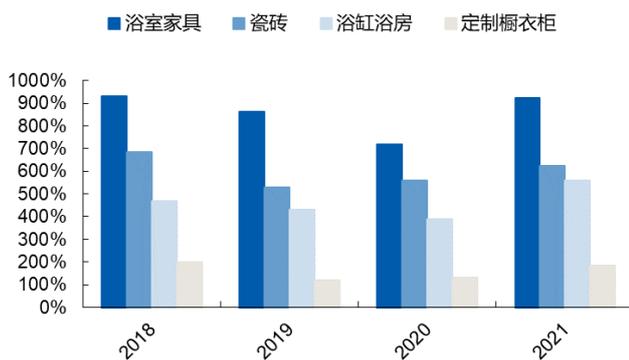
图 37: 公司五金龙头各产品销售均价 (元/件)



数据来源：招股说明书，东北证券

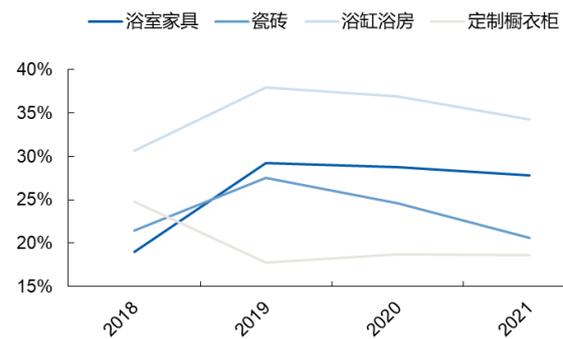
浴室家具、瓷砖和浴缸浴房保持了相当的规模。浴室家具、瓷砖和浴缸浴房营收占比较卫生陶瓷及龙头五金较小，营收情况波动较大，但仍保持着相当的规模。

图 38: 公司其他产品营收变化



数据来源：招股说明书，东北证券

图 39: 公司其他产品毛利率变化



数据来源：招股说明书，东北证券

公司销售费用处于行业中等水平。2019 年至 2021 年，公司销售费用率分别为 8.74%/8.29%/9.54%，低于行业水平 12.93%/9.34%/9.54%。其主要原因为公司直销收入占比较低，直销业务所需的销售人员和广告宣传支出低于可比公司。

表 7: 公司与可比公司销售费用率对比

公司	2021	2020	2019
惠达卫浴	8.29%	8.23%	9.43%
东鹏控股	11.33%	10.54%	13.83%
帝欧家居	10.48%	9.88%	16.06%
蒙娜丽莎	9.19%	9.99%	15.42%
悦心健康	13.62%	11.46%	17.13%
海鸥住工	5.00%	5.95%	5.69%
平均值	9.65%	9.34%	12.93%
<b>箭牌家居</b>	<b>9.54%</b>	<b>8.29%</b>	<b>8.74%</b>

数据来源：招股说明书，东北证券

公司管理费用率位于行业中上水平。2019 年至 2021 年，公司管理费用率分别为 6.66%/7.37%/6.53%，略高于行业水平 6.53%/6.41%/6.16%。随着公司上市后规模及品牌效应愈发明显，管理费用有望下降。

表 8: 公司与可比公司管理费用率对比

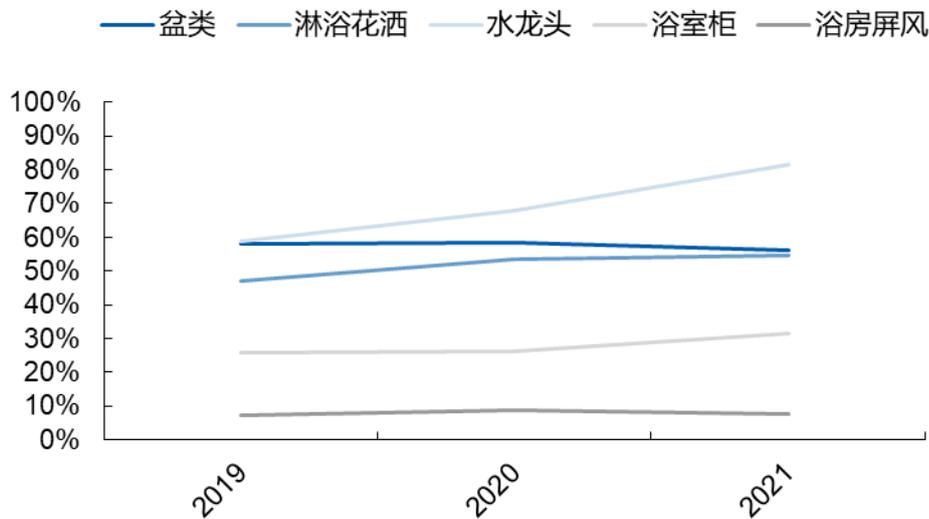
公司	2021	2020	2019
惠达卫浴	7.49%	6.86%	6.08%
东鹏控股	5.99%	5.61%	5.39%
蒙娜丽莎	6.55%	6.23%	6.09%
悦心健康	5.40%	7.14%	8.05%
海鸥住工	5.38%	6.23%	7.06%
平均值	6.16%	6.41%	6.53%
<b>箭牌家居</b>	<b>6.53%</b>	<b>7.37%</b>	<b>6.66%</b>

数据来源：招股说明书，东北证券

### 3.2. 整装业务蓄势待发，智能化引领发展方向

公司目前卫浴产品配套率较低。以坐便器及蹲便器销量为基数，测算卫浴相关各产品配套率，盆类/淋浴花洒/水龙头/浴室柜/浴房屏风配套率分别为 56%/55%/81%/31%/8%。其中，水龙头和淋浴花洒配套率在 2019-2021 年有所提升，其他产品配套率提升幅度较低。整体配套率仍不高，有较大的提升空间。

图 40: 公司卫浴产品配套率



数据来源: 招股说明书, 东北证券

此外, 以直营电商为例, 公司客单价仍有提升空间。以金额分层, 公司电商客户订单消费订单主要集中在 3000 元以内。1000 元以下消费金额主要是采购淋浴花洒、水龙头及普通坐便器等, 1000~3000 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较高的产品以及组合多个产品的订单, 客户订单数量达 6000 元以上的订单数量占比仅为 0.58%。电商次均消费额为 848.19 元, 仍以单件商品为主, 客单价有提升的空间。

表 9: 公司电商订单分类 (按金额)

客户订单数量按 消费金额分层	2021 年			
	订单数量 (个)	占比	销售金额 (万元)	次均消费额 (元/个)
6000 元以上(含)	4735	0.58%	5079.68	10727.95
3000-6000 元	29933	3.67%	11540.86	3855.56
1000-3000 元	173166	21.21%	30599.54	1767.06
1000 以下	608735	74.55%	22040.07	362.06
合计	816569	100%	69260.16	848.19

数据来源: 招股说明书, 东北证券

公司深耕卫浴全品类产品, 全面推动卫浴定制, 提高卫浴空间产品的配套率。公司以定制卫浴为市场突破口开始拓展全屋定制业务, 并将业务定位于为消费者提供“整体空间的家居解决方案”, 涵盖卫浴空间、厨房空间、卧室空间、阳台空间、客厅空间等全屋空间类型, 其中龙头与各类陶瓷盆、洗菜盆、浴缸产品形成配套, 有效提升了家居产品综合一致性和美观性。

与此同时, 公司推动卫浴全系列产品的智能化开发, 进一步提升智能产品的占比。

(1) 从使用场景和用户体验出发, 对现有智能产品不断进行迭代升级, 比如对于智能坐便器, 升级了智能感应、抑菌泡沫盾等功能, 对于浴室柜, 增加灯光控制、消毒、冷藏美容化妆品等功能; (2) 针对不同的消费人群, 深度开发客户需求, 不断推出包括健康、护理、适老、美妆美容、安全、公共卫生、低碳生活等产品系列。

公司通过智能家居产品，力争打造智能家居产品的先行优势，获取更多的高端用户市场。

图 41：公司智能化设备整装示意图



数据来源：箭牌淘宝旗舰店，东北证券

**公司智能化产品营收快速提升。**2021年智能家居产品收入19.5亿余元，占比23.49%，同比增长35.41%，其中智能马桶2021年增速约为40%。2021年智能马桶销售数量占坐便器(含蹲便器)数量比例约为15%，恒温花洒数量占花洒数量比例约为11%，智能马桶和恒温花洒还有较大的升级迭代空间。

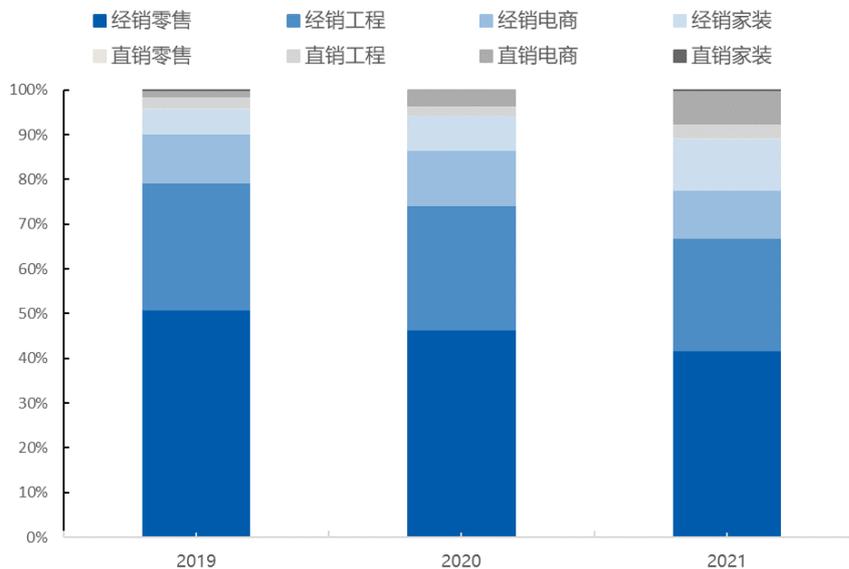
### 3.3. 全国布局、加大电商经营力度

**经销零售渠道是公司销售的主要渠道。**以2021年为例，公司经销零售、电商、家装、工程(包含经销工程和自营工程)收入占比分别为43%、18%、11%、28%。经销模式下，零售渠道和工程渠道是主要的终端销售渠道；直销模式下，电商渠道和工程渠道是主要的终端销售渠道。公司自成立以来便主要采取以经销为主的销售模式，通过遍布全国的经销商及其销售网络触及全国的消费者，2021年末公司经销网点数超过12000家。工程渠道的定位是保持一定规模和体量，在严格控制应收风险的前提下，积极拓展精装房和公共工程项目，形成较为合理的渠道布局。

**公司积极顺应市场步伐。**在精装修、装配式建筑新政以及消费群体年轻化等因素作用下，地产集采需求快速增长、消费场景不断升级、消费群体快速迭代，家居建

材行业快步进入变革期，大趋势下的行业渠道变革对行业内企业的影响愈加明显。经销模式下，零售渠道的收入占比 2019-2021 整体呈下降的趋势，而工程、电商、家装渠道的收入占比整体呈增长的趋势。

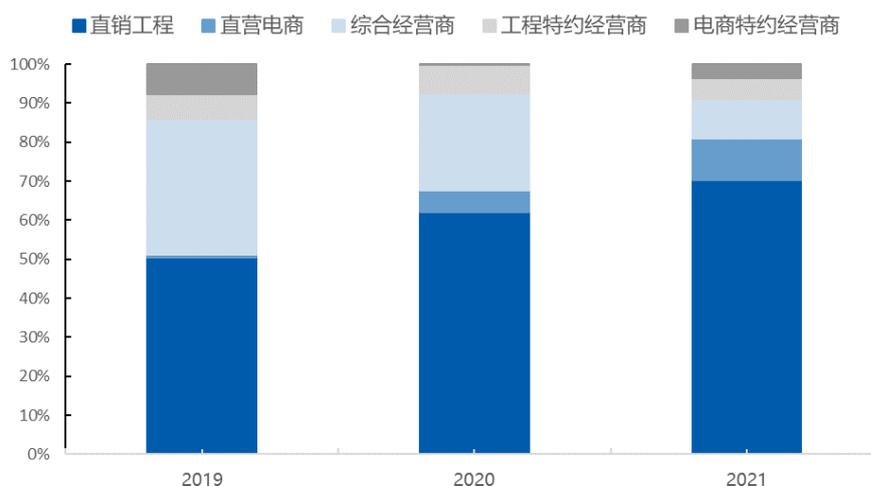
图 42：公司收入结构（按销售渠道）



数据来源：招股说明书，东北证券

应收账款方面，目前直销工程仍占据了较大比例。2020 年以来，公司直销工程应收账款占比不断扩大，2021 年直营工程应收账款 3.34 亿元，占对应主营业务收入 129.55%，占应收账款总数的 50.4%。其主要原因为 2021 年直营工程收入同比增长较多，同时受恒大地产流动性危机影响对应 7789.66 万元仍未收回。

图 43：公司应收账款占比

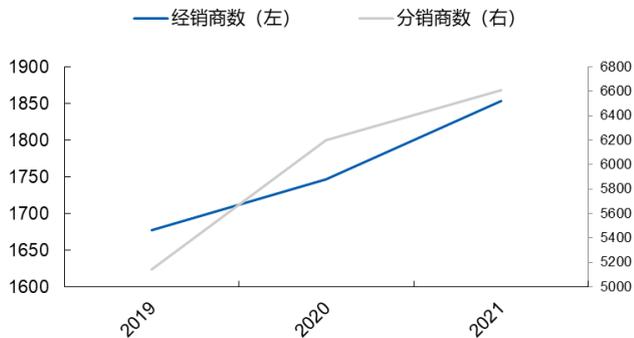


数据来源：招股说明书，东北证券

公司渠道方面推行全国化布局，华东及华南为公司经营重点区域。为实现服务本地化、营销本地化和品牌推广本地化，深化公司业务的全国化战略布局，更好的协助

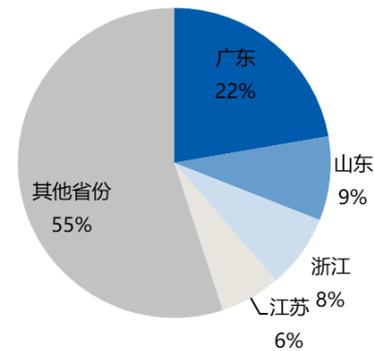
经销商开拓当地市场，公司结合整体发展战略和行业发展趋势，于 2019 年在全国各地设立了 17 个区域运营中心，对区域市场进行深度拓展。其中，华东和华南为公司经销模式下销售金额贡献最多的区域，广东销售额超过 1/5，为全国最高。

图 44: 公司经销商及分销商数量



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 45: 公司销售占比 (按省份, 2021)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

下游用户中，除直销工程客户及自营电商外，一般采用款到发货政策。自营工程按合同约定发货，在授信期间完成贷款支付；直营电商则先根据各电商平台的要求进行发货，在电商平台确认收货后，公司与电商平台进行结算，完成贷款支付。

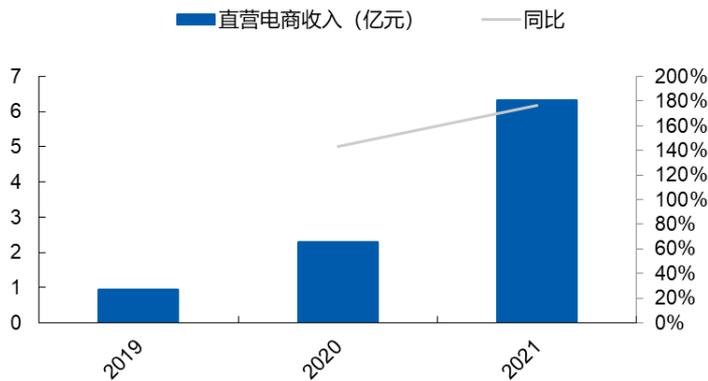
表 10: 公司直销及经销模式对比

	客户类型	发货政策	收款政策	信用期
直销	工程客户	按合同约定发货	授信期间完成贷款支付	授信期间 1-12 月不等
	直营电商	根据各电商平台的要求发货	客户在电商平台确认收货后，公司与电商平台结算完成贷款支付	无
	零售客户	款到发货	客户预先支付货款	
	家装客户	款到发货	客户预先支付货款	
经销	综合经销商	一般是款到发货，对少部分有额度的经销商为授信发货	(1) 款到发货：客户预先支付货款；(2) 授信发货：授信期间客户完成贷款支付	授信期间 1-12 月不等
	工程特约经销商			
	电商特约经销商			

数据来源: 招股说明书, 东北证券

公司近两年加大了电商端特别是直营电商的开发力度。2021 年公司电商收入为 15.31 亿元，同比增长 48.64%，收入占比 18.50%；其中直营电商 6.32 亿元，同比增长 177.19%。公司不断加大线上渠道电商专线产品开发，高端产品投入和性价比产品快速上线，线上线下联动，不断提升品牌形象。

图 46: 公司直营电商收入及增速

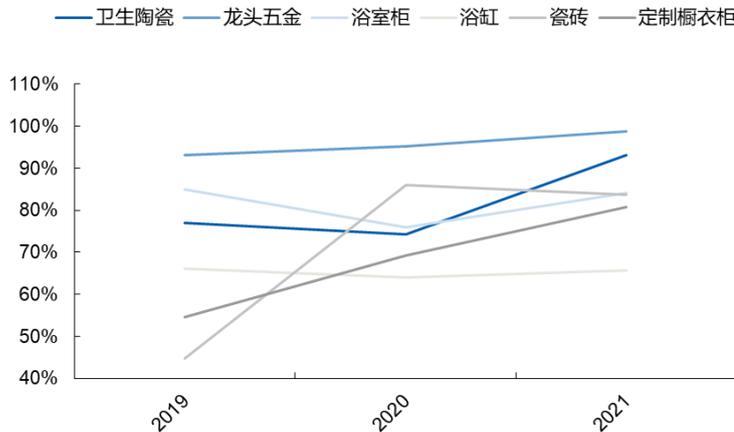


数据来源：公司招股说明书，东北证券

### 3.4. 突破产能桎梏，上市起航

公司 2021 年产能利用率均处于较高的水平。主营业务卫生陶瓷及龙头五金产能利用率均在 90%以上，其中，五金龙头产能利用率达 98.8%，呈现产能饱和、产销率持续上升的态势。

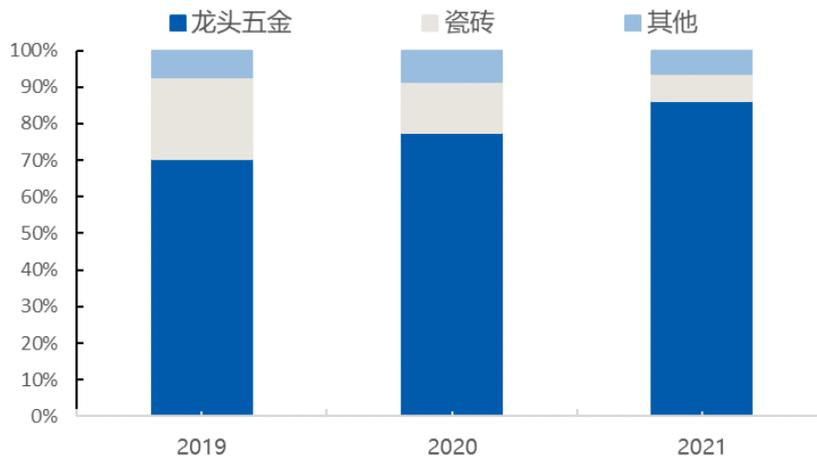
图 47: 公司各产品产销率



数据来源：公司招股说明书，东北证券

受高产能利用率及产销率影响，公司部分产品采用外协模式进行。其中，龙头五金产品 OEM 比例最高，呈上升趋势，2021 年占比 86.24%。五金龙头已实现专业化、标准化、规模化生产，在珠三角、长三角等地的优质生产厂商众多，可为公司提供稳定、可靠、批量化、定制化的解决方案，有效提高公司产能和订单响应能力，解决公司部分龙头五金产品短期产能不足的问题。

图 48: 公司各产品 OEM 占比



数据来源: 公司招股说明书, 东北证券

公司 2022 年 10 月上市, 募集资金 11.56 亿元用于产能提升、技术改造及品牌建设及补充流动资金。募集资金投资项目已经经过充分的可行性论证, 能给公司带来良好效益。其中, 龙头五金产品将大幅提升各工艺环节自主生产制造能力, 逐步打破公司部分系列产品的采购依赖, 进一步强化成本、质量及生产效率等方面的生产优势; 智能家居产品产能技术改造项目将提高智能产品产能, 满足市场增长需要, 并提高定制卫浴市场份额, 加快布局全屋定制。

表 11: 公司募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
智能家居产品产能技术改造项目	48192.3	45000
年产 1000 万套水龙头、300 万套花洒项目	68000	36000
智能家居研发检测中心技术改造项目	17364	10000
数智化升级技术改造系统	9054.75	5000
基于新零售模式的营销服务网络升级与品牌建设项目	26310.38	-
补充流动资金	34000	19587.29
合计	202921.44	115587.29

数据来源: 公司招股说明书, 东北证券

## 4. 盈利预测和投资建议: 给予增持评级

### 4.1. 盈利预测

1) 2022 年公司上半年营收基本持平。2022 年下半年受全国多点疫情散开的影响, 以及 12 月疫情管控优化后居民出行减少, 消费场景短暂性受限, 预计 2022 年下半年营收出现下滑, 2023 年消费逐渐复苏; 2) 卫生陶瓷方面, 公司智能化坐便器产能提升, 占比提高, 公司卫生陶瓷结构不断优化; 3) 五金龙头借募投项目产能提升, 五金龙头及其他部品部件配套率有望逐步上升; 4) 公司对生产基地进行技术改造,

市场竞争加剧情况下浴室家具、瓷砖等毛利率有望维持稳定。

我们预测：1) 卫生陶瓷预计 2022 年全年营收增速-9%，2023、2024 年预计增速分别为 20%、20%，毛利率后期随智能马桶占比提升而相应提高，2022~2024 毛利率分别为 36%、37%、38%；2) 龙头五金 2022 年全年营收增速-8%，23 年产能限制逐步减少，预计 2023、2024 年增速分别为 30%、30%，毛利率由于自产增多而略微增加；3) 其他品类：浴室家具预计 2022 年全年增速为-6%，2023、2024 年增速分别为 10%、10%；瓷砖 2022 年增速-7%，2023、2024 年增速分别为 15%、15%；浴室浴缸 2022 年增速-9%，2023、2024 年增速分别为 20%、20%；定制橱衣柜 2022 年增速-14%，2023、2024 年增速分别为 30%、30%

**表 12：各业务收入及毛利率预测**

营业收入（万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,502.38	8,373.48	7,662.09	9,296.56	10,886.05
YOY			-8%	21%	17%
卫生陶瓷	2,997.59	3,734.29	3,392.02	4,070.42	4,680.98
YOY	-3%	25%	-9%	20%	20%
龙头五金	1,636.00	2,250.76	2,062.38	2,681.10	3,351.37
YOY	6%	38%	-8%	30%	30%
浴室家具	719.95	923.94	872.56	959.81	1,055.79
YOY	-16%	28%	-6%	10%	10%
瓷砖	557.50	624.80	579.94	666.93	733.62
YOY	5%	12%	-7%	15%	15%
浴缸浴房	389.53	559.12	506.41	607.69	698.85
YOY	-9%	44%	-9%	20%	20%
定制橱衣柜	129.40	183.87	158.63	206.22	247.46
YOY	8%	42%	-14%	30%	30%
其他品类及配件	47.71	53.62	52.28	62.73	72.14
YOY	18%	12%	-3%	20%	20%
其他业务	24.70	43.07	20.93	41.67	45.84
YOY	-41%	74%	-12%	10%	10%
毛利率（%）					
卫生陶瓷	34.53	34.38	36.35	37.00	37.50
龙头五金	29.38	27.9	29.87	30.40	30.90
浴室家具	28.75	27.79	29.76	29.76	29.76
瓷砖	24.55	20.6	22.57	22.57	22.57
浴缸浴房	36.95	34.27	36.24	36.24	36.24
定制橱衣柜	18.73	18.63	20.60	20.60	20.60
其他品类及配件	44.52	43.15	45.12	45.12	45.12
其他业务	-13.11	-66.52	-64.55	-64.55	-64.55

数据来源：东北证券

## 4.2. 投资建议

维持公司“增持”评级。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 6.0、7.9、9.8 亿元，同比增 4%、32%、24%，对应估值 32、24、20 倍。

#### 4.3. 风险提示

房地产市场波动导致下游需求不及预期；智能化产品拓展不及预期；行业竞争加剧；业绩预测和估值判断不达预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,562	1,812	3,728	4,228
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	413	254	541	418
存货	1,389	848	1,848	1,292
其他流动资产	159	153	170	176
<b>流动资产合计</b>	<b>3,523</b>	<b>3,067</b>	<b>6,287</b>	<b>6,114</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	13	13	13	13
固定资产	2,659	2,819	2,943	3,032
无形资产	954	954	954	954
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,247</b>	<b>5,406</b>	<b>5,530</b>	<b>5,619</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,770</b>	<b>8,473</b>	<b>11,818</b>	<b>11,734</b>
短期借款	213	0	0	0
应付款项	3,414	2,204	4,566	3,319
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	39	39	39	39
<b>流动负债合计</b>	<b>4,765</b>	<b>3,232</b>	<b>5,782</b>	<b>4,716</b>
长期借款	892	1,092	1,292	1,492
其他长期负债	139	139	139	139
<b>长期负债合计</b>	<b>1,030</b>	<b>1,230</b>	<b>1,430</b>	<b>1,630</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,795</b>	<b>4,463</b>	<b>7,212</b>	<b>6,346</b>
归属于母公司股东权益合计	2,968	4,004	4,601	5,385
少数股东权益	7	6	5	3
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,770</b>	<b>8,473</b>	<b>11,818</b>	<b>11,734</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>8,373</b>	<b>7,662</b>	<b>9,297</b>	<b>10,886</b>
营业成本	5,856	5,207	6,275	7,308
营业税金及附加	85	77	94	110
资产减值损失	-86	0	0	0
销售费用	799	731	887	1,038
管理费用	547	613	744	871
财务费用	16	8	-9	-19
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	11	10	12	15
<b>营业利润</b>	<b>629</b>	<b>695</b>	<b>922</b>	<b>1,141</b>
营业外收支净额	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>636</b>	<b>702</b>	<b>928</b>	<b>1,147</b>
所得税	59	105	139	172
净利润	576	596	789	975
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>577</b>	<b>597</b>	<b>790</b>	<b>977</b>
少数股东损益	-1	-1	-1	-2

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>576</b>	<b>596</b>	<b>789</b>	<b>975</b>
资产减值准备	203	30	20	10
折旧及摊销	318	341	376	411
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	34	16	0	0
投资损失	-11	-10	-12	-15
运营资本变动	-150	-642	1,224	-402
其他	-63	-6	-6	-6
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>906</b>	<b>324</b>	<b>2,390</b>	<b>973</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-1,214</b>	<b>-483</b>	<b>-481</b>	<b>-479</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>343</b>	<b>933</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-85</b>	<b>-125</b>	<b>1,926</b>	<b>484</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.66	0.62	0.82	1.01
每股净资产 (元)	3.42	4.15	4.76	5.58
每股经营性现金流量 (元)	1.04	0.34	2.48	1.01
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	28.8%	-8.5%	21.3%	17.1%
净利润增长率	-1.9%	3.5%	32.3%	23.6%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	30.1%	32.0%	32.5%	32.9%
净利润率	6.9%	7.8%	8.5%	9.0%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	11.98	11.98	11.98	11.98
存货周转天数	77.34	77.34	77.34	77.34
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	66.1%	52.7%	61.0%	54.1%
流动比率	0.74	0.95	1.09	1.30
速动比率	0.42	0.65	0.74	0.99
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用率	6.5%	8.0%	8.0%	8.0%
财务费用率	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.2%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	0.00	32.29	24.41	19.75
P/B (倍)	0.00	4.82	4.19	3.58
P/S (倍)	0.00	2.52	2.08	1.77
净资产收益率	21.6%	14.9%	17.2%	18.1%

**研究团队简介:**

濮阳：上海交通大学金融学硕士、金融学本科。曾作为建材、公用事业分析师，在长城证券、西南证券、兴业证券任职。曾获2022年东方财富最佳分析师建材前三名、2021年金牛最佳分析师建材第五名、2021年上半年东方财富最佳分析师建材第一名、2021年东方财富最佳分析师建材第三名。2022年7月加入东北证券，现任东北证券建材组首席。

陶昕媛：香港中文大学经济学硕士，现任东北证券建材组分析师，2020年加入东北证券。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn