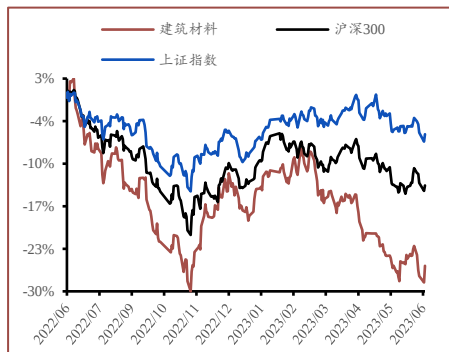


投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现


分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

1. 《建材行业策略周报》 2023-06-25
2. 《建材行业策略周报》 2023-06-18
3. 《建材行业策略周报》 2023-06-11

消费建材西学东渐系列（三）卫浴篇

核心观点

- ❖ **从美国经验看，卫浴具备强消费属性，品牌是核心：**1) 卫浴周期属性弱化，消费属性更胜：美国卫浴早期发展与新房管道铺设进度较为相关，后随存量房兴起，以及品牌通过营销进行消费者教育，从而提升卫浴消费属性，同时基于品牌外露特征，卫浴的消费属性更胜于其他竣工链品类；2) 发展早期产品和营销构筑品牌力，营销推动力更大：从传统抽水马桶到节水马桶再到智能马桶，每一轮产品更迭会带动行业进入新的发展阶段。但本质上，卫浴产品技术壁垒不高，因此产品推广也得益于通过营销提升消费者认知度，例如科勒早期广告着重色彩营销提升马桶普及度，并增加消费属性。后续智能产品得以重新在美国普及，主要系 Toto 在日本持续对智能马桶进行广告教育，1993 年将技术引回美国后，消费者对于智能马桶的认知提升；3) 渠道重点在于广度：由于美国卫浴产品直接销售给消费者，中间不存在承包商环节，因此需要通过线上线下全渠道布局对接零散化的终端需求。
- ❖ **产品营销贡献突出的企业得以建立先发优势，且先发优势较难被打破：**科勒为美国卫浴行业的龙头企业，美国市场占有率为 40% 左右，其之所以能够维持美国卫浴龙头地位，主要系其早期依靠时代红利，工业革命下通过标杆产品聚焦卫浴业务，后持续加深产品功能性，同时率先以广告营销和展厅、批发零售分销、电商等全渠道布局抢占流量红利，建立品牌效应。此外，科勒还在发电机、度假村、家居等多个领域进行收并购业务，扩大卫浴市场份额和业务领域，实现强者恒强。
- ❖ **国牌卫浴有望向上突围，短期看产品和渠道，长期看品牌：**我国卫浴行业目前由外资品牌领跑，2021 年科勒/Toto/箭牌市占率为 20.7%/13.0%/9.8%，国牌有望向上抢占份额，关键因素在于 1) 短期均价下行阶段：卫浴国牌有望通过产品套系化销售提升客单价，同时渠道差异化竞争提升销量，量价齐升抢占市场份额；2) 长期稳态阶段：市占率提升的核心在于品牌塑造，市场格局改变背后的原因是消费人群改变带来的消费观念变化，因此长期提升品牌力的核心在于通过突破性产品研发、精准营销、锚定细分品类等不同方式提升年轻一代消费者认知。
- ❖ **投资建议：**国牌深耕产品端与当前智能化趋势相符，同时套系化销售方式也可在均价下行阶段提升客单价，长期看核心在于品牌力的提升。重点推荐卫浴国牌龙头**箭牌家居**，公司持续推进产品智能化，同时全渠道布局有望提升销量，渗透消费者认知。
- ❖ **风险提示：**宏观环境波动风险；行业竞争加剧；渠道开拓不及预期。

内容目录

1 发展梳理：美国卫浴消费属性提升，智能大势所趋.....	5
2 行业掘金：科勒先发优势显著，百年品牌积淀.....	14
3 西学东渐：份额提升短看渠道、长看品牌.....	17
3.1 科勒在国内如何发展？.....	18
3.2 短期看，国牌有望通过产品、渠道提升综合能力向上突破.....	20
3.3 长期看，品牌塑造是关键.....	27
4 投资建议.....	32
5 风险提示.....	32

图表目录

图 1. 抽水马桶起源于欧美	5
图 2. 1940 年起安装管道系统的美国家庭数量逐年增加	5
图 3. 抽水马桶渗透率随管道系统普及而提升	5
图 4. 科勒创新性打造一体化彩色系列浴室产品	6
图 5. 1992 年《能源政策法案》加速节能马桶替代	7
图 6. 1982 年日本 Toto 智能清洗技术广告频繁出现在电视中	8
图 7. 2011 年美国科勒 Nomi 新品发布广告主打高科技内容	9
图 8. 美国消费者认为除臭、夜灯、加热、清洗等功能具有较强的吸引力	9
图 9. 美国卫浴市场 2020 年疫情影响严重，其余均呈现扩张趋势	10
图 10. 美国 2015 年以来成屋销售较为稳定	10
图 11. 科勒 Numi 2.0、Eir、Veil 智能马桶，每一款都包含先进的设计感和科技感	11
图 12. 便捷成为美国消费者选择智能家居的主要原因	12
图 13. 智能卫浴集成化具有高效、休闲、卫生等特征，且能够应对变化的需求	12
图 14. 科勒智能马桶、浴缸、浴室镜集合成为智能卫浴	13
图 15. 科勒前瞻性把握红利、打造标杆产品	14
图 16. 科勒以“大胆”为标签成功营销	15
图 17. 2018 年美国工程渠道科勒占比 29%	16
图 18. 美国酒店合作案例	17
图 19. 科勒于 1930 年代进入国内市场，占领先发优势	18

图 20. 科勒坐便器、花洒、洗面盆、智能坐便器配套率位列第一	19
图 21. 科勒正式入驻中国后采用区域销售代理模式	20
图 22. 2021 年规模以上卫生陶瓷企业数量为 363 家	21
图 23. 内资品牌国内卫浴市场占有率持续提升	21
图 24. 智能坐便器零售量走高，市场潜力进一步释放	22
图 25. 智能坐便器逐渐代替智能马桶盖	22
图 26. 2015-2020 年智能坐便器线上均价呈现下降趋势，2020-2022 年均价企稳	22
图 27. 智能一体机和智能马桶盖线上均价呈现下行趋势	22
图 28. 各品牌推出套系化产品组合，以提升客单价	23
图 29. 箭牌家居智能坐便器收入占比持续提升	24
图 30. 2022 年箭牌家居经销&分销网点数量同增 11%	26
图 31. 箭牌家居拥有超过 1.3 万家营销网点，领先行业	26
图 32. 2022 年箭牌家居家装渠道收入占总收入比例 14%	26
图 33. 2022 年箭牌家居直销电商渠道收入占总收入 9%	26
图 34. 80、90 后为卫浴主要消费群体	27
图 35. 各卫浴品牌分别推出突破性产品	28
图 36. 各卫浴品牌近期致力于在智能产品板块上研发“智能控制器或智能监测器”等关键部件	28
图 37. 2022 年感应翻盖/语音控制/智能互联功能渗透率为 38%/13%/15%	30
图 38. 各品牌通过小红书、抖音等社交媒体进行的营销宣传	31
表 1. 从智能马桶圈到智能一体机，智能马桶的技术不断突破	8
表 2. 美国卫浴产品更新中智能马桶产品占比提升，智能浴室镜、龙头也存提升趋势	9
表 3. 科勒、摩恩、美标等品牌产品挖掘个性化需求	11
表 4. 科勒、美标、摩恩等先后推出全屋智能产品	13
表 5. 科勒传统功能不断深化，产品追求智能化发展	15
表 6. 科勒线上及线下全渠道推广	16
表 7. 科勒公司通过收并购扩张地区范围，实现品类多元化	17
表 8. 2023 年科勒在中国卫浴品牌排名中处于前列	18
表 9. 重大工程项目选择科勒为合作伙伴	19
表 10. 对比来看，外资品牌主打高端市场，内资品牌崛起，其中箭牌家居生产基地及渠道铺设广泛	21
表 11. 我国内资卫浴品牌率先抢占线上流量，线下端与外资品牌共同竞争	23
表 12. 各品牌坐便器产品横向对比，箭牌性价比更有优势	25

表 13. 2019-2021 年“双 11”厨房卫浴品类品牌排行榜	27
表 14. 卫浴国牌突破智能功能，高端产品提价	29
表 15. 国内卫浴品牌于 2023 年发布多款智能产品	30
表 16. 携手国家级项目，注重品牌宣传	31
表 17. 水领域中，百岁山锚定“水中贵族”，今麦郎锚定“凉白开”，持续提升消费者认知	32

1 发展梳理：美国卫浴消费属性提升，智能大势所趋

1) 18-19 世纪：工业风起，虹吸功能带动抽水马桶普及。18 世纪初期抽水马桶在美国问世，首台抽水马桶于 1760 年投入使用，使用大理石水槽，通过转动水龙头从远程水箱取水。当时抽水马桶不为主流接受的原因主要系安装成本较高、供水卫生无法保证、冲水有效性受到质疑。19 世纪 80 年代，虹吸管在水箱中的应用标志着向现代厕所过渡的开始，1890 年第一个采用虹吸水箱的抽水马桶在美国获得专利。虹吸主要通过 S 型排水管充满水后产生水位差产生的吸力进行排污，有利于增强排污能力、减少冲水噪音、提升可靠性。随着抽水马桶大面积应用虹吸技术、成本大幅度下降，抽水马桶开始逐步普及。

图1.抽水马桶起源于欧美

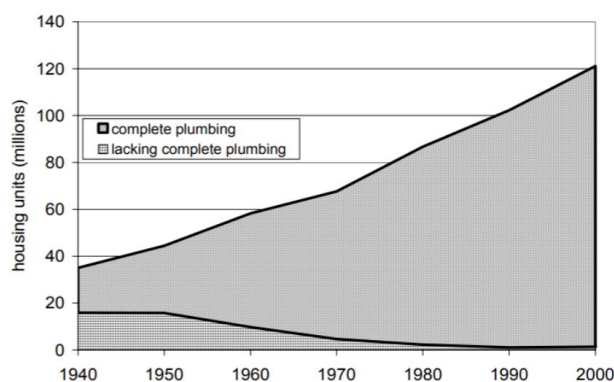


数据来源：Brubaker, Inc., 财通证券研究所

2) 20 世纪中期起：新房管道系统铺设推进，色彩革命带动卫浴装饰属性提升

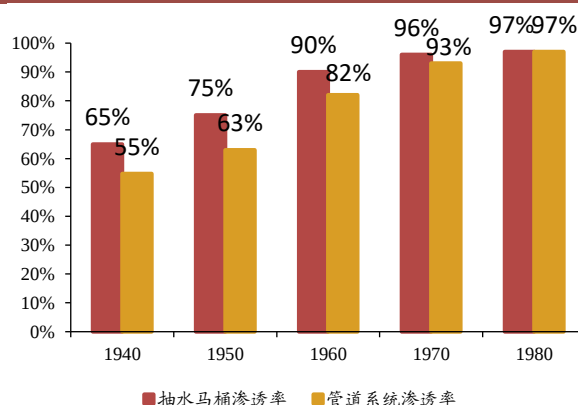
20 世纪美国卫浴与管道系统铺设进度相关，同时战后重建新开工快速推进，因此本阶段卫浴发展主要与新房相关。1940 年美国家庭管道铺设覆盖率由 55% 逐年提升至 1980 年的 97%，美国家庭排水系统逐步完善，基于此更多家庭在家装时倾向于选择抽水马桶，1940 年抽水马桶渗透率为 65% 左右，同时于 1980 年代基本全部普及。

图2.1940 年起安装管道系统的美国家庭数量逐年增加



数据来源：US Census, 《Lest We Forget, a Short History of Housing in the United States》(James D. Lutz, 2004), 财通证券研究所

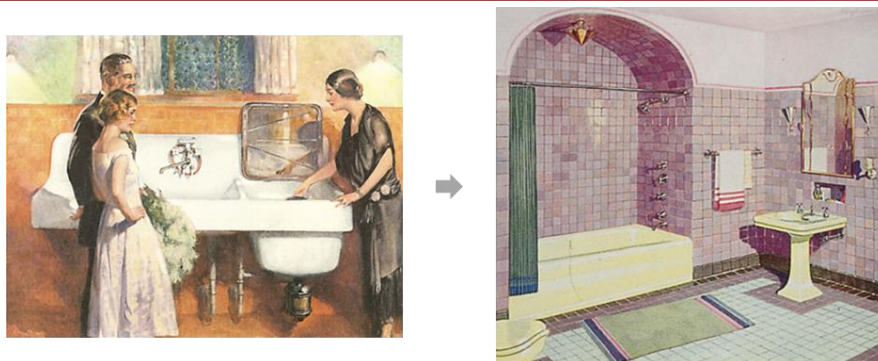
图3.抽水马桶渗透率随管道系统普及而提升



数据来源：US Department of Commerce, 财通证券研究所

卫浴在逐步普及的过程中，装饰属性也在提升，科勒色彩革命引领发展。1920 年代起，颜色的渐进式转变占据了该行业的主导地位，1926 年，科勒创新性地以一批一体化彩色系列浴室产品，掀起卫浴产品的色彩革命，从纯白陶瓷到彩色瓷釉的变化迎合了当时消费者对于复古设计的兴趣。科勒一体化彩色系列浴室产品，入选纽约大都会艺术博物馆，科勒品牌也逐步成为行业先锋。

图4.科勒创新性打造一体化彩色系列浴室产品



数据来源：科勒官网，财通证券研究所

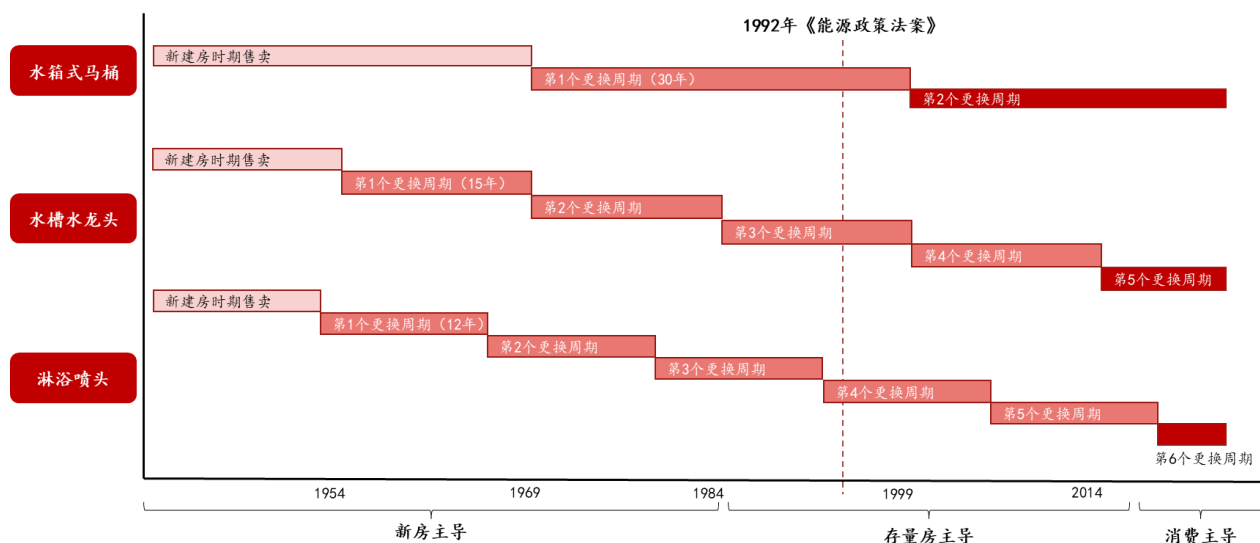
3) 20 世纪末：产品向节能环保转型，更换潮推动行业发展

此阶段的卫浴市场逐步摆脱新房主导趋势，转而由存量房主导。1980 年代，距离当时美国战后新开工潮已经过近 40 年，美国存量房市场逐步成熟，二手房成交量提升。1999 年成屋销售占比已近 86%。

能源政策的引进推动节水马桶在美国的普及。1988 年，马萨诸塞州首次提出改造房屋和新建筑中必须使用低流量马桶。1992 年《能源政策法案》的颁布限制了马桶每次冲水的上限，规定排水量为 1.6 加仑/次。20 世纪中叶美国马桶排水量平均为 5 加仑/次，此后节水马桶成为市场上的主流产品。

同时，根据 GMP Research，住宅中水箱式马桶的平均寿命为 30 年，1940 年代建设的房屋中若配置一个马桶，将在 2000 年左右迎来第二个更换周期，因此 20 世纪末-21 世纪初的节水马桶替代潮进一步推进了美国卫浴行业发展，向节能环保转型。

图5.1992年《能源政策法案》加速节能马桶替代



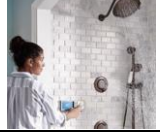
数据来源：GMP Research，财通证券研究所

4) 21 世纪初：消费者教育推进，智能化持续渗透

1964 年，阿诺德·科恩发明了首台集冲洗和烘干为一体的智能马桶，并获得专利。最初智能马桶盖的发明主要用于缓解疾病，但由于消费者习惯以及认知方面的差异，产品广告投放和技术推广在北美较为困难，后科恩将专利授权给日本 Toto 公司。1980 年，Toto 改进了清洗烘干功能，并增加了座圈加热功能，推出“卫洗丽 (washlet)”产品，畅销日本甚至全亚洲。截至 21 世纪初，日本智能马桶盖渗透率已经达到 60%。

此阶段，随着消费者教育的推进，美国也逐步接受智能化新产品带来的便捷。2006 年，科勒推出了 C3 马桶座圈，具备清洗、加热、除臭、照明等功能。同时，21 世纪初，智能马桶一体机问世也解决了过去智能盖板和机身不匹配的问题。2006、2011 年、2014 年科勒先后推出 Karing、Numi、Veil 系列智能马桶，在基础功能之余增加了紫外线和电解水消毒等功能，智能化程度逐步提高。卫浴的发展同样展现出智能化趋势，2016 年摩恩推出 UBY 智能淋浴，使用者可通过扬声器、应用程序远程操控淋浴，定制个性化淋浴体验。

表1.从智能马桶圈到智能一体机，智能马桶的技术不断突破

产品	品牌	示意图	产品类别	推出时间	功能	零售价
American Sitzbath	American Bidet Company		智能盖板	1964	冲洗，烘干	-
Washlet Slek	TOTO		智能盖板	1980s	喷嘴角度 43°，温水 38℃清洗； 暖风 50℃烘干； 座圈 36℃控温	330+美元
Karing	科勒		智能马桶	2006	全自动智能清洗、自动翻盖、自动冲水，智能恒温	3400+美元
Numi	科勒		智能马桶	2011	自动翻盖、自动清洁、遥控器全面控制； 5 个预设颜色灯光照明、场景声音	8000+美元
Veil	科勒		智能马桶	2014	可调节温度加热座椅； LED 夜灯； 自动开关；自动除臭； 紫外线和电解水系统自动清洁	4500+美元
U By Shower controller	摩恩		智能淋浴	2016	通过智能扬声器、应用程序或淋浴控制器控制淋浴，创建个性化淋浴体验	415 美元

数据来源：Toto、科勒、摩恩官网，亚马逊，财通证券研究所

注：价格获取时间为 2023 年 6 月 21 日

从 0 到 1 的消费者教育是此阶段最主要的驱动因素，而营销和体验是带动消费者教育的两个方式：

首先营销方面，智能马桶在日本得到大力推广，主要源于日本消费者对于卫浴的重视以及持续的广告教育，80 年代日本电视经常出现“卫洗丽”技术解说广告。1993 年日本将技术引回美国，信息全球化背景叠加美国本土品牌智能技术和产品迭代，美国消费者对于智能马桶的认知提升。科勒表示智能马桶圈销售额增速为其他标准产品的 10 倍。

图6.1982 年日本 Toto 智能清洗技术广告频繁出现在电视中



数据来源：Deseret News，财通证券研究所

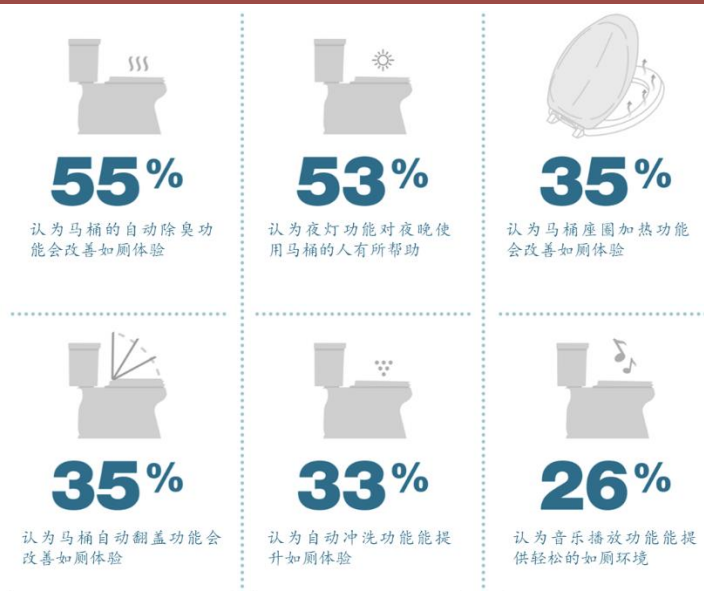
图7.2011 年美国科勒 Nomi 新品发布广告主打高科技内容



数据来源：科勒官方视频，财通证券研究所

其次体验方面，智能马桶是一款体验性和尝试性较强的产品。科勒前期一项调查表示，56%的美国人不愿意使用智能马桶，其中 25%的人表示原因为不知道使用方法。但是事实上，美国消费者认为除臭、夜灯、加热、自动开关盖、清洗等功能具有较强的吸引力。因此，一旦经过尝试和体验，消费者将与智能马桶或其他智能卫浴产品建立较强黏性，后续“由奢入简”的可能性较低。

图8.美国消费者认为除臭、夜灯、加热、清洗等功能具有较强的吸引力



数据来源：科勒官网，财通证券研究所

通过营销和体验，美国智能马桶相关认知度提升，消费者教育产生良好的效果。根据 Houzz 的消费者调研，美国已换新或正在换新的房屋中，智能马桶渗透率从 2016 年的 24%提升到 2021 年的 39%。不止是智能马桶，浴室镜、龙头五金的智能产品渗透率也呈现提升趋势，2021 年分别达到 22%/50%。

表2.美国卫浴产品更新中智能马桶产品占比提升，智能浴室镜、龙头也存提升趋势

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
智能马桶	24%	29%	28%	34%	36%	39%
智能淋浴房	9%	12%	12%	12%	7%	8%
智能浴缸	-	11%	11%	12%	5%	8%
智能浴室镜	-	-	-	15%	19%	22%
智能龙头	-	-	-	48%	37%	50%

数据来源：Houzz，财通证券研究所

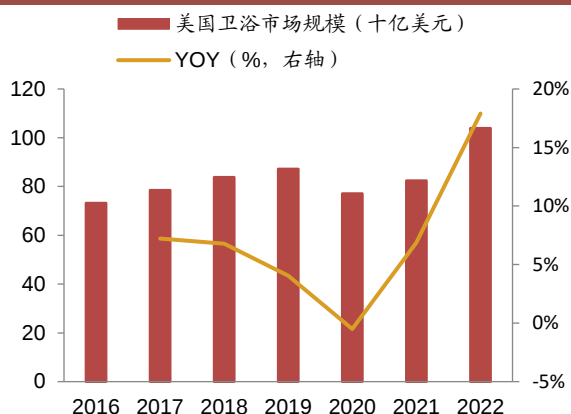
注：百分比表示已换新或正在换新智能产品的房屋数量占比

谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

9

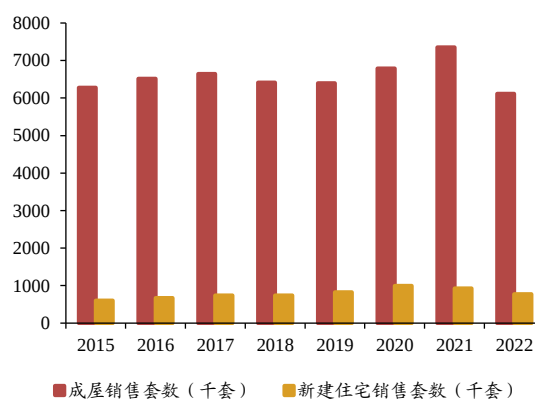
智能加码的趋势下，消费属性提升，弱化地产的周期属性。随着卫浴智能化逐步推进，智能产品渗透率提升，卫浴行业存在量价齐升的趋势，带动整体行业扩容。因此，这个阶段的卫浴行业逐步弱化地产周期，2015年以来美国成屋销售维持稳定，2022年起美联储加息，美国抵押贷款利率上升，住房销售呈现衰退，但是卫浴市场规模逐年提升，尤其是疫情复苏叠加智能化逐步渗透，推动美国卫浴市场规模于2022年达到1039亿美元，同比增长17.9%。

图9.美国卫浴市场 2020 年疫情影响严重，其余均呈现扩张趋势



数据来源：NKBA，财通证券研究所

图10.美国 2015 年以来成屋销售较为稳定



数据来源：全美房地产经纪商协会，美国商务部普查局，财通证券研究所

5) 2020 年以来：技术精进附加价值提升，智能家居整合趋势显著

随着越来越多的卫浴供应商进入市场，智能化趋势愈发显著，因此具有品牌、技术、渠道优势的企业开始研发并推出更先进的智能功能，并实现整体卫浴甚至全屋空间整合。目前，智能卫浴呈现出功能专业化、高科技附加、产品集成化的趋势。

● 功能专业化

技术模块化指针对消费者某个特定的需求进行深度挖掘。在智能卫浴发展初期，各品牌产品注重提升功能数量以吸引消费者，同时功能主要集中于清洁、加热、烘干。2020年以来，各品牌在目前的功能逐步加深挖掘消费者需求，大力投入研发创新，以提升消费者体验感和舒适感。以科勒近年来上市的产品为例，Veil、Eir、Numi2.0 等产品配备自清洁功能，通过电解水和紫外线灯对于频繁使用的喷水装置进行消毒，减少用户手动消毒的步骤。此外，科勒还可自定义清洗功能，比如定制水压、喷雾形状、移动方向和温度。

表3.科勒、摩恩、美标等品牌产品挖掘个性化需求

品牌	科勒				摩恩			美标		
产品	Numi 2.0	Eir	Veil	Karing 2.0	2 系列	3 系列	5 系列	Advanced Clean 100	Cadet (Advanced Clean 2.0)	Titan
推出时间	2022	2020	2019	2019	2022	2022	2022	2019	2019	2019
价格 (美元)	8600+	5300+	4500+	3700+	1400+	2300+	3900+	3000+		760+
基础功能	清洁	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	加热	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	烘干	√	√	√	√	√	√			
附加功能	自动开关	√								
	自动冲水	√	√	√	√	√	√	√	√	
	自清洁	√(电解水、紫外线)	√(电解水、紫外线)	√(电解水、紫外线)	√(电解水、紫外线)	√(紫外线)	√(紫外线)			
	除臭	√	√	√	√	√	√			
	照明	√	√	√	√	√	√			
	扬声器	√								
	APP 控制	√								

数据来源：科勒、摩恩、美标官网，亚马逊，财通证券研究所

注：价格获取时间为 2023 年 6 月 21 日

● 高科技附加

目前卫浴产品的定位已经从解决日常刚需的设备逐渐转换为赋有装饰意义的高科技产品，提升附加价值。当前的卫浴产品更类似于“高科技产品”，极具设计感和科技感。以科勒推出的 Numi2.0、Eir、Veil 等 3 款智能马桶为例，每款产品均包含先进的设计感和科技感。Numi2.0 采用棱角分明的现代设计，提供可与用户设备配对的高品质扬声器，以及可对音乐作出反应的照明系统，同时内置了亚马逊的 Alexa 家庭助理，提供语音控制功能；Eir 采用倾斜式设计，可安装金属装饰环，巧妙隐藏了电源线和供水系统；Veil 采用现代、低调的卵形设计，结合了科勒符合人体工程学的 French Curve 马桶座圈。

图11.科勒 Numi 2.0、Eir、Veil 智能马桶，每一款都包含先进的设计感和科技感



数据来源：dezeen，财通证券研究所

谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

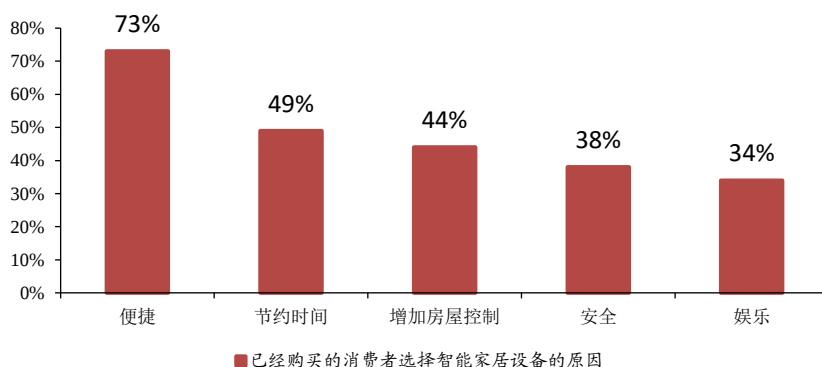
11

● 产品集成化

目前卫浴产品持续整合、集成，智能家居为未来趋势。根据 Harris Poll 的调研，美国消费者对智能卫浴设备的需求正在增长，53%的美国人有兴趣在他们的浴室中添加智能技术，而 69%的人希望升级他们浴室中已有的技术。根据 Security.org 的报告，73%的房屋购买者更愿意购买有智能家居设备的房屋，78%的购买者愿意为此类房屋支付更高价格。

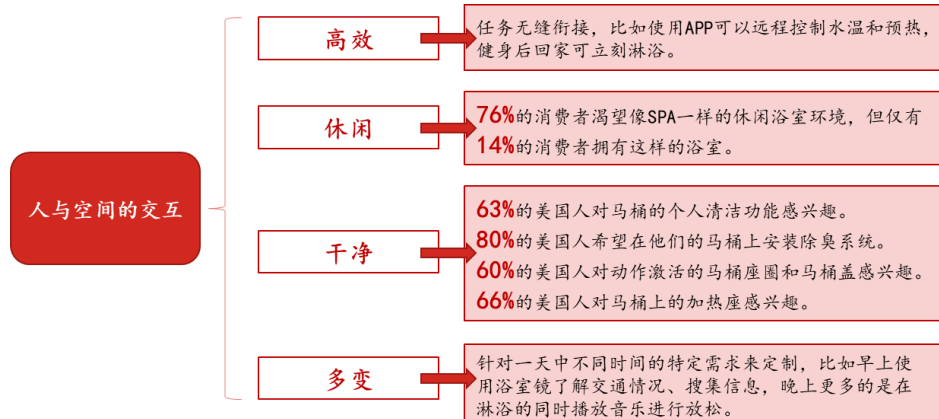
全屋智能成为趋势的重要原因之一在于人性化、个性化，提升生活质量。具体而言，智能家居解决方案给使用者提供情感体验、感官体验、交互体验，有效结合卫浴产品的使用功能和使用者的个性需求。将卫浴产品通过 APP 连接，能够提供更高效、休闲、卫生等特征，且能够应对消费者变化的需求。73%的消费者选择智能家居的主要因素为便捷。此外，目前消费群体集中于年轻一代，他们相较于中老年群体更偏好于生活的便利与效率。

图12.便捷成为美国消费者选择智能家居的主要原因



数据来源：Security.org，财通证券研究所

图13.智能卫浴集成化具有高效、休闲、卫生等特征，且能够应对变化的需求



数据来源：科勒官网，财通证券研究所

各大卫浴品牌推出全屋智能 APP，迎合家居智能化趋势。2018 年，科勒率先开启厨卫智能互联时代，通过 Konnect 软件联动智能马桶、智能淋浴、智能浴室镜等智能家居，构造由声控和光控主导的整体智能解决方案，实现“物物智能”。美标、摩恩也紧随其后推出全屋智能产品。2021 年美标推出 American Standard Home 智能家居集成平台，提供先进的温度控制及诊断功能，提高居住舒适度。2022 年摩恩推出 Smart Water 智能水系统，实现语音互动、定制化体验及自动化水质检测服务。

表4.科勒、美标、摩恩等先后推出全屋智能产品

产品	品牌	示意图	产品类别	推出时间	功能	价格
Konnect	科勒		智能家居	2018	智能学习、语音交互、产品互连、健康管理，提供智能厨卫整体解决方案，将 Konnect 连接到 WiFi，能够语音或远程控制智能家居，如 Numi 2.0 马桶、Moxie 淋浴喷头和扬声器、H2Wise+ 水监测系统、Verdera 镜子和收纳柜等	Numi 2.0 马桶：\$9900+； Moxie 淋浴喷头和扬声器：\$100-200； H2Wise+ 水监测系统：\$500； Verdera 镜子和收纳柜：\$450-1400
American Standard Home	美标		智能家居	2021	将 American Standard Home APP 连接到美标智能恒温器，可以监控温度湿度，并远程或语音调节温度、灯光等	Z-WAVE 室内无线温度湿度传感器：\$43； BR200 桥接器：\$70； GE Z-WAVE PLUS 入墙式智能开关：\$60
Smart Water	摩恩		智能家居	2022	Smart Water APP 连接所有摩恩智能设备：1) 自定义淋浴的水温和水量；2) 监测智能水设备的用水情况，监控用水风险，可执行远程关水；3) 语音激活设备智能水龙头、淋浴、水监测设备等	Sinema 水龙头：\$880+； Smart Shower 4-Outlet 智能淋浴：\$2200+； Flo 智能水监测器：\$58+

数据来源：科勒、摩恩、美标官网，财通证券研究所

图14.科勒智能马桶、浴缸、浴室镜集成成为智能卫浴



数据来源：Business Wire，财通证券研究所

2 行业掘金：科勒先发优势显著，百年品牌积淀

科勒为美国卫浴行业的龙头企业，美国市场占有率为 40% 左右。早期通过标杆产品聚焦卫浴业务，后持续加深产品功能性，同时率先以广告营销和全渠道布局抢占流量红利。

前瞻把握红利、打造标杆产品，实现卫浴的“从 0 到 1”。科勒公司于 1873 年由约翰·迈克尔·科勒在威斯康星州创立，成立之初是一个仅有面向地方市场的小型铸铁厂，主要生产农业工具和铸铁塑像等装饰品。当时正处于工业革命阶段，生产效率提升叠加经济增长下人们对于生活质量愈发重视，时代红利叠加创始人前瞻性发现了商业机遇，科勒先生投资建立了一间搪瓷工坊。19 世纪末，科勒为铸铁缸包上搪瓷层，并安装了四个装饰性的支脚，成为全球首个浴缸产品。同时公司将主营业务从农具转向厨卫产品。

20 世纪初，科勒再次抓住城市化加速、中产阶级规模扩大的时代红利，打破用户对于卫浴或搪瓷产品纯白朴素的固有印象，在其中加入艺术元素，铸造第一批彩色铸铁产品。这个阶段公司蓬勃发展，成为美国最大的厨卫巨头之一。

图15.科勒前瞻性把握红利、打造标杆产品



数据来源：科勒官网，财通证券研究所

聚焦卫浴业务后持续加深产品功能性。1) **传统功能强化：**在卫浴设备的传统改造方面，科勒不断升级冲水系统，以实现更强劲的冲力与最佳清洁效果，而节水环保效果也并未减弱。2) **智能功能深化：**科勒在智能卫浴设备的研发方面表现突出，其智能马桶可以通过语音控制或手机应用程序进行控制，实现自动冲洗、加热座便、座便喷洒等多项功能。此外还推出了智能水龙头和智能镜子等智能卫浴产品。科勒发布的云境系列产品集成了智能控制系统、语音控制、远程控制等技术，用户可通过手机 APP 调控，提供更加智能化和便捷的使用体验。

表5.科勒传统功能不断深化，产品追求智能化发展

	时间	技术/产品	功能
传统马桶冲水系统不断革新，冲力节水并重	1989	普通冲水系统	用水量为 6 升（约为 1.6 加仑）
	2006	五级旋风	超强排污，用水量 5.3 升
	2011	五级旋风绿能	超强排污、绿色节水，用水量 4.2 升
	2013	五级旋风双冲系统	强劲冲水、双冲虹吸，用水量 3.3/4.8 升
	2020	五级旋风 360	强劲冲水、洁净无忧，用水量 3.0/4.8 升
智能卫浴升级加速，贴合消费者需求	2011	Numi	第一代智能马桶，包括无线遥控、声控、座圈加热等
	2018	科勒云境	可通过语音指令或 APP 远程控制搭载智能芯片的全套产品(语音镜柜、座便器、浴缸、淋浴等)
	2019	Veil	功能较少，设计紧凑，具有感应冲水、暖风烘干、座圈加热、夜间灯光等功能
	2020	Eir	功能较少，设计紧凑，提供双喷头清洁系统、夜间灯光、可调节水压和温度、暖风烘干等功能
	2022	Numi2.0	360 度喷洒头、非接触式冲洗、语音控制、双效除菌、节水等功能

数据来源：科勒官网，财通证券研究所

科勒持续投入营销，早期以大胆独特的广告风格突破传统规范，目前公司不断寻求数字化营销与客户管理。20 世纪初，科勒使用杂志以及电视广告建立知名度，1967 年创建科勒的著名标语“科勒的大胆外观”，表现个性与创造力，其后几年科勒继续加大电视、广播和印刷品的宣传力度，1981 年，科勒的“路上的马桶”广告将公司推向了新的高度，大胆及幽默的广告创意为品牌增加了曝光。

科勒加强了线上数字化营销的拓展。美国疫情推动下，科勒发现消费者对支持清洁和健康家居的产品的兴趣急剧增加，于是公司加速了数字营化转型。目前，科勒与 Photon 合作构建一个客户数据中心，以整合客户互动和接触点，为客户提供个性化网络体验，并为销售人员识别交叉销售机会。

图16.科勒以“大胆”为标签成功营销



数据来源：科勒官网，Beautifullife, Click Americana, Gray Flannel Suit, 财通证券研究所

零售端线上与线下全渠道销售。科勒在北美设有多种销售渠道，包括展厅(专卖店)、批发零售分销、电商。批发零售方面，科勒主要通过大型家庭装修商店在北美地区进行线下批零分销，批发渠道合作商主要为 Wholesale Supply Group 和 Oziss。零售分销包括两类，分别为 DIY 和专业建材市场，DIY 商店包括家得宝、劳氏和梅纳兹 (Menards)，专业建材市场有费戈斯 (Ferguson)、HD、固安捷，这些销售

渠道使他们的产品被业主和 DIY 爱好者广泛使用。此外，美国大型仓储超市如沃尔玛、Costco 也提供科勒主流厨卫产品并提供配套安装服务。除了线下营销外，科勒也通过线上平台进行宣传推广，并迎合各类客户的购物偏好进行灵活调整。

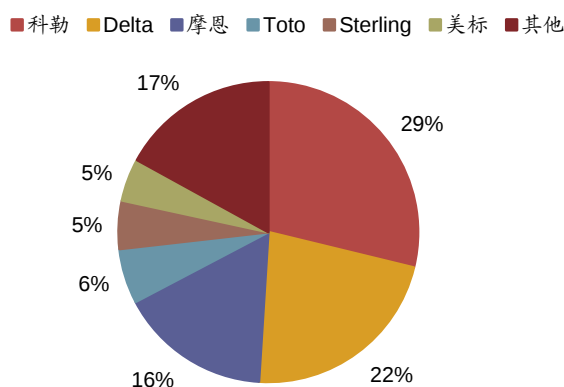
表6.科勒线上及线下全渠道推广

渠道类型		主要合作伙伴
线下	自营展厅	科勒签名店、科勒体验中心
	第三方展厅	Blackman Plumbing Supply、Hajoca
	批发合作	Wholesale Supply Group、Oziss
	零售（DIY）	The Home Depot、Lowe's、Menards
	零售（专业建材市场）	Ferguson、HD、固安捷
线上	官方网站	科勒官网
	第三方平台	亚马逊、Wayfair、Build.com

数据来源：科勒官网，财通证券研究所

工程端成长稳健，伙伴关系协同互利。在酒店行业中，科勒一直是一个备受信赖的品牌。科勒公司与全球各大酒店集团，如万豪、希尔顿、凯悦等，建立了长期的合作关系。此外，公司还提供定制化的解决方案来满足酒店的特定需求。在威斯康星州的圣凯特艺术酒店，科勒和一位当地艺术家创作了定制水槽，以反映酒店的独特身份。除了酒店行业，科勒还与其他工程渠道合作，如高端公寓、医院、学校等。科勒在工程渠道中的成功，主要得益于其高品质、高性能和高定制化的产品，以及其在行业中的声誉和信誉。2018年，科勒在美国工程渠道市占率为29%，比第二名 Delta 高出近 7%。

图17.2018年美国工程渠道科勒占比29%



数据来源：Statista，财通证券研究所

图18.美国酒店合作案例

The Jacquard Hotel & Rooftop



配备Composed™单把手水龙头和 Veil™ 双冲水壁挂式马桶

Inn on Woodlake



采用WaterTile™体喷淋浴和 Kathryn™台下式水槽

Saint Kate 艺术酒店



原创的Veil™水槽设计和KOHLEWasteLAB™的手工制作瓷砖

希望大学Haworth Hotel



Components单把手水槽水龙头和 Persuade™ Curve Comfort Height™马桶

数据来源：科勒官网，财通证券研究所

收并购拓宽产品边界，精进技术。科勒旗下拥有众多子品牌，除了作为引领全球的厨卫设备制造商，科勒还在发电机、度假村、家居等多个领域进行收并购业务。通过横向收购卫浴、家装品牌，扩大其在全球卫浴和厨房产品市场的份额，利用标的公司的新技术和生产设备，提高生产效率，并突破业务的地区限制。其他产品线的混合收购可以实现科勒的多元发展战略，拓展新的业务领域和市场机会。

表7.科勒公司通过收并购扩张地区范围，实现品类多元化

年份	标的公司	公司地点	主营业务	收购目的
1984	Sterling Faucet Co.	美国	水龙头制造	成为重点贸易客户（批发商、承包商、建筑商）的主要供应商
1987	Hytec Manufacturing Ltd.	加拿大	浴缸、淋浴系统和底座全线制造	扩展业务领域至淋浴/浴缸，扩展业务范围至北美地区
1989	Ann Sacks Tile and Stone, Inc.	美国	手工瓷砖、石材、管道等	拓宽公司高端卫浴产品组合路线
1989	Kallista	美国	高端管道产品	
1995	Robern	美国	优质镜面浴室柜和照明设备的领先制造	开发定制化、模块化解决方案，引进先进、精密的工艺及技术
2001	Mira	英国	淋浴制造	为获得英国产品认证提供便利，加强在英国的零售业务
2004	The Old Course Hotel	英国	高尔夫度假村和水疗中心	在国内和国际范围内寻找机会来扩大公司的度假村业务
2004	The Duke's Golf Course	英国	高尔夫球场	
2007	Lombardini S.r.l.	意大利	柴油发动机制造	为科勒现有的发动机业务部门以及市场地理覆盖范围上提供强有力的补充
2007	Uninterruptible Power Supplies Ltd. (UPSL)	英国	UPS（不间断电源）系统和服务	为爱尔兰和英国的数据中心和其他电力保护客户提供增强的 UPS 产品和支持服务
2011	诺维塔	韩国	坐浴盆座椅	引进先进的加热、清洁、灯光技术，扩展亚太地区销售服务
2017	Clarke Energy	韩国	发动机发电厂的工程、建造、安装和维护	Clarke Energy 的主要和连续气体解决方案是对科勒现有的备用柴油发电机产品的理想补充
2022	Heila Technologies	美国	简化分布式能源 (DER) 和微电网的集成和运营	扩展其清洁能源管理产品，继续专注于提供电源弹性解决方案

数据来源：科勒官网，美通社，Bidetsplus, GolfCourse，财通证券研究所

3 西学东渐：份额提升短看渠道、长看品牌

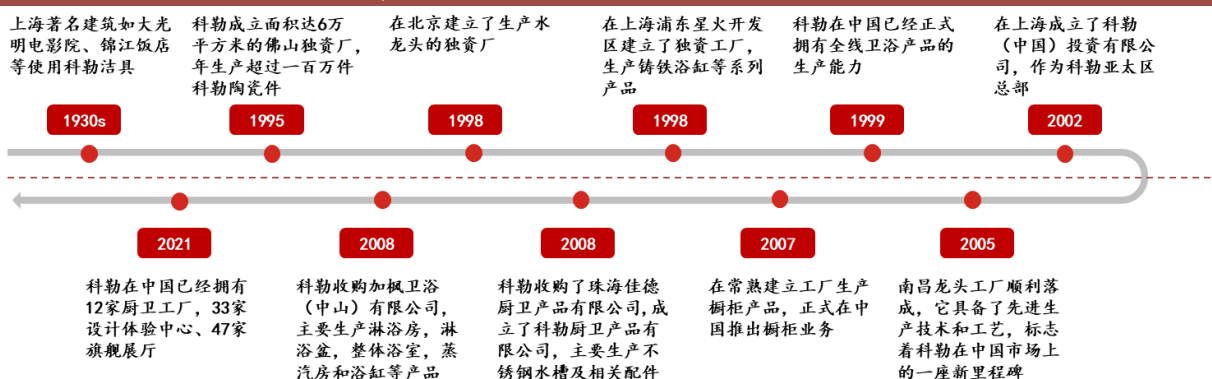
谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

17

3.1 科勒在国内如何发展？

科勒最早于 1930 年代进入国内市场，占领先发优势。早在 20 世纪 30 年代，上海许多著名的建筑，如上海的锦江饭店，大光明电影院等都使用了科勒洁具。1995 年，科勒在中国香港设立办事处，标志着科勒正式进驻中国市场。1999 年科勒将中国总部设在上海，先后在北京、广州等多个城市成立办事处，于佛山、南昌等地办厂。迄今，科勒在中国拥有 33 家设计体验中心、47 家旗舰展厅、900 多家门店，覆盖全国 160 多个城市。

图19.科勒于 1930 年代进入国内市场，占领先发优势



数据来源：科勒官网，财通证券研究所

高端定位赋能，品牌价值涌现。科勒凭借着“缔造优雅生活”的理念和对产品质量的严格把控成为中国洁具的高端品牌，其品牌价值在中国市场认可度较高。

表8.2023 年科勒在中国卫浴品牌排名中处于前列

	卫浴洁具	水龙头	花洒	马桶
1	TOTO	摩恩	九牧	TOTO
2	科勒	九牧	箭牌	九牧
3	九牧	科勒	科勒	恒洁
4	恒洁	TOTO	摩恩	箭牌
5	箭牌	汉斯格雅	恒洁	法恩莎
6	东鹏	高仪	TOTO	安华
7	安华	箭牌	汉斯格雅	科勒
8	惠达	恒洁	法恩莎	惠达
9	汉斯格雅	法恩莎	高仪	东鹏
10	法恩莎	苏泊尔	安华	美标

数据来源：买购网，财通证券研究所

工程端与零售端齐发力。科勒早期通过工程端打造知名度，后渗透至零售端，通过展厅展示产品，在终端消费者中打下良好口碑。工程端，科勒主要在高端商业酒店、甲级写字楼铺设。分区域来看，科勒在经济发达的江浙沪地区零售和工程比例相对平均，而在华中、华西地区欠发达地区，工程比例达 60-70%。同时科勒也进入大 B 渠道，品牌认可度较高。2022 年精装修市场卫浴规模中，外资品牌份额为 67.9%，同比+4.8%，参与品牌共有 297 家品牌商，其中科勒市占率为 23%，

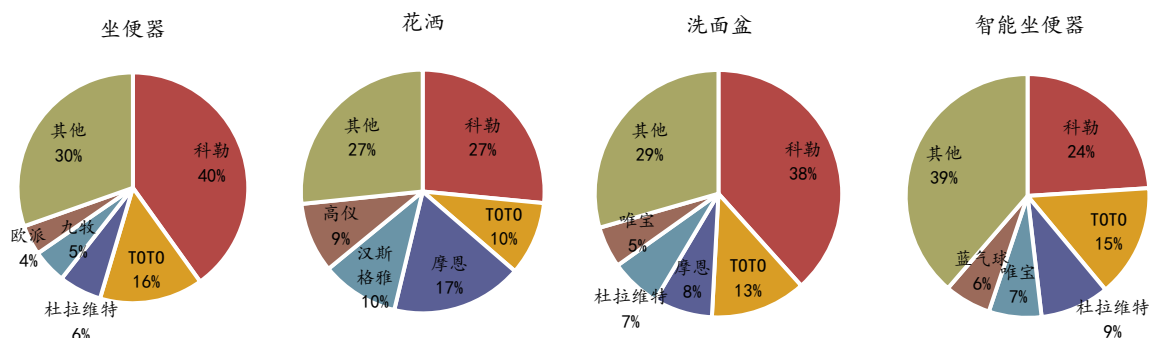
位居第一。科勒在精装修市场坐便器配套率高达 40.1%，同比上升 2.3%。在精装房单个部品配套情况中，科勒卫浴产品配套率均为第一，尤其在坐便器、洗面盆产品线优势明显。

表9.重大工程项目选择科勒为合作伙伴

工程种类	项目	工程种类	项目
高端商业	上海金茂大厦	五星级酒店	钓鱼台国宾馆
	上海中心大厦		北京华尔道夫酒店
	上海前滩中心		裸心谷
	上海 F1 国际赛车场		广州 W 酒店
	北京大兴机场		广州四季酒店
房地产商	上海露香园别墅		深圳丽思卡尔顿酒店
	上海中粮瑞虹海景壹号		重庆悦榕庄酒店
	上海复地雅园公馆		上海半岛酒店
国家级活动/展览	2008 年北京奥运会		上海前滩香格里拉酒店
	2010 年上海世博会		上海 JW 万豪超五星级大酒店

数据来源：科勒官网，财通证券研究所

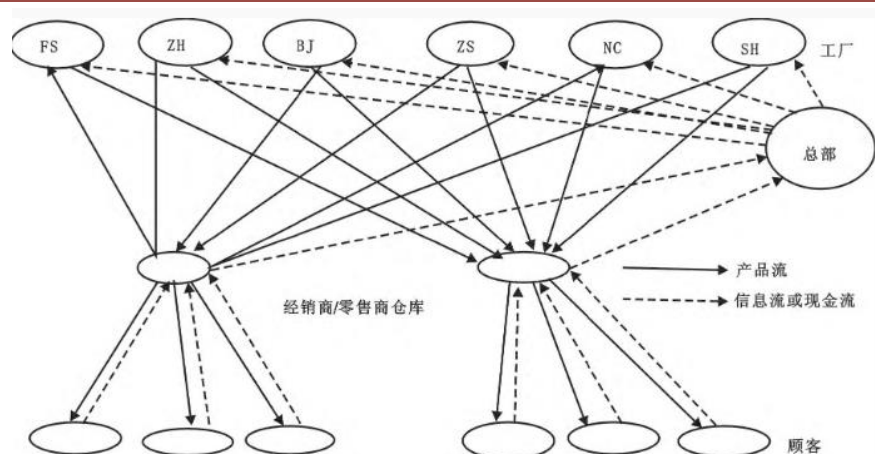
图20.科勒坐便器、花洒、洗面盆、智能坐便器配套率位列第一



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

零售端，科勒顺应市场发展由直销转经销，目前系统性建设分销网络进行销售。从渠道角度来看，科勒在中国分销网络的变化分为三个阶段。20 世纪 60 年代，公司刚由中国香港进入内地，内地只有少数贸易公司采购，没有早期市场调查，也缺乏销售服务团队，企业处于试探阶段。1985-1990 年间，国外马桶、瓷砖等陶瓷生产技术和设备引进中国，科勒通过收购陶瓷厂扩大产品供给，主要采用直销模式，在广州、上海、北京设立直属销售中心。1990 年至今，科勒正式入驻中国，直销改为区域销售代理模式，各区销售中心以发展经销商为主要任务。经销商为销售过程的核心连接顾客与工厂。科勒的分销网络中的区域总经销和分销为了降本增效，规定渠道层级最多不超过二级，发展较成熟的直辖市主要采用一级渠道直销模式。

图21.科勒正式入驻中国后采用区域销售代理模式



数据来源：《科勒卫浴分销渠道管理思考与分析》(夏涤华，2014)，财通证券研究所

目前在房地产行业发展增速放缓、我国步入存量房时代的背景下，产品更换、升级的需求旺盛。科勒于2015年提出微装概念，提供拆旧换新、智能升级、老人卫浴改造等服务项目，为消费者节省时间并保障产品与服务品质。截至2022年，微装工单量已至55000多单/年，销量接近6亿。

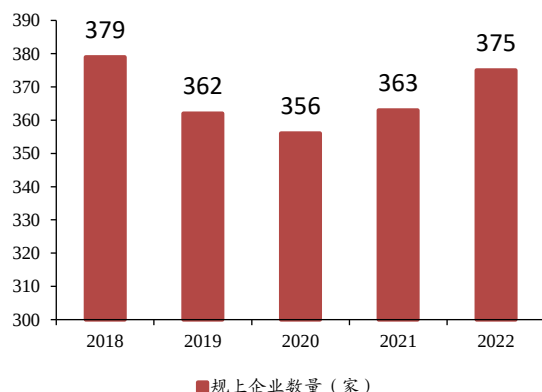
代言助力营销，数字软件促进门店签单。2021年，科勒签约自由式滑雪世界冠军谷爱凌为品牌代言人，谷爱凌突破极限的内在品质和科勒本身的敢创精神相契合，公司以此打造了微博话题和互动性小程序吸引用户关注。同时，科勒借助数字软件为客户提供更加真实的设计效果图。目前，科勒终端门店及部分代理商已经开始建立三维家设计软件培训体系并融入营销环节，增效显著。以科勒某地设计中心为例，2019年10月，成交额同增8.3%，使用三维家效果图成交的方案占总成交量的17.3%。

2022年科勒与瑞泰信息合作，针对家装渠道项目进行数字化全流程管理。其中包括客户数据沉淀和价值梳理、战略价格管理、订单管理升级，构建以数据支撑的项目运营，规范项目流程，并加强交付及售后的服务价值。

3.2 短期看，国牌有望通过产品、渠道提升综合能力向上突破

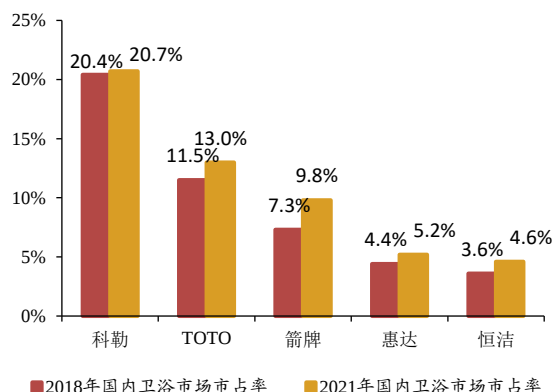
我国卫浴行业规模较大近2000亿元，规上企业数量较为稳定。根据QYResearch，2020年我国卫浴产品市场规模达到1906亿元，成为全球最大的卫浴产品市场。2022年中国规模以上卫生陶瓷企业数量为375家，且近年来企业数量维持在350-380家。

图22.2021 年规模以上卫生陶瓷企业数量为 363 家



数据来源：中国陶瓷家居网，财通证券研究所

图23.内资品牌国内卫浴市场占有率持续提升



数据来源：立鼎产业研究院，观研天下，财通证券研究所

从竞争格局来看，目前国内卫浴高端市场仍由科勒、TOTO 等外资品牌主导，但内资品牌如箭牌、惠达、恒洁等品牌近年来逐渐崛起。2021 年科勒、TOTO 市占率分别为 20.7%/13.0%，箭牌市占率从 2018 年的 7.3%提升到 2021 年的 9.8%，同时惠达、恒洁等品牌市场份额也有所提升。随着国内消费者对产品功能性及智能化要求不断提高，国产品牌高端化趋势显著，契合消费者需求。加之在疫情反复的大环境下，部分中小企业出清，行业集中度有望进一步向国内头部品牌集中。

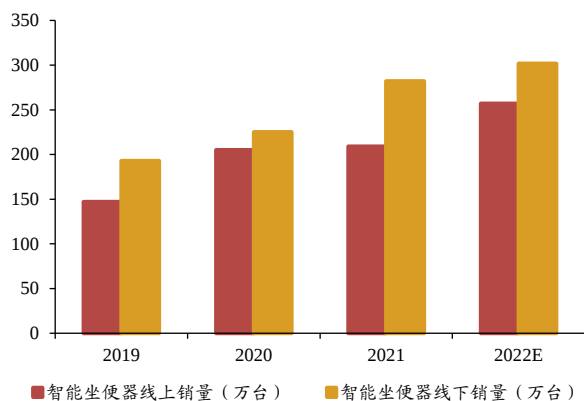
表10.对比来看，外资品牌主打高端市场，内资品牌崛起，其中箭牌家居生产基地及渠道铺设广泛

	成立年份	2021 年国内卫浴市占率	价格带	国内生产基地数量	生产基地分布	展厅/门店
科勒	1873 年	20.70%	3000 元-2 万元	11 个	佛山、北京、上海、常州、南昌、常熟、重庆、中山等地	33 家设计体验中心、45 家旗舰展厅、900 多家门店
Toto	1917 年	13%	3000 元-2 万元	8 个	北京、上海、南京、广州、福建漳州、辽宁大连等地	500-1000 家授权门店
箭牌家居	1994 年	9.80%	1500 元-1.5 万元	10 个	佛山、肇庆、韶关、景德镇、孝感、德州等地	超过 1.3 万家终端网点
惠达	1982 年	5.20%	2000 元-1.3 万元	3 个	唐山、重庆、广西	卫浴 1635 家、瓷砖 251 家
九牧	1990 年	-	1000 元-1 万元	5 个	福建南安	超过 1 万家
恒洁	1998 年	4.60%	2000 元-1.8 万元	5 个	广东佛山	3000 多家

数据来源：科勒、Toto、九牧、恒洁官网，箭牌家居招股说明书，惠达卫浴公告，财通证券研究所

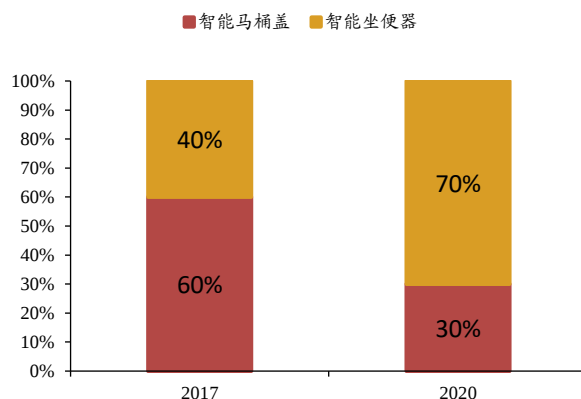
当前我国卫浴行业呈现智能化、一体化的趋势。1) 智能化：智能坐便器零售量在 2019-2021 年呈现逐年增长态势，2022 年奥维云网预计达到 558.8 万台。随着人们的健康意识不断提升、以及市场教育推进下人们对功能性产品诉求增加，智能坐便器的市场潜力有望进一步释放；2) 一体化：智能马桶盖与智能坐便器的销售占比从 2017 年的 6:4 变化为 2020 年的 3:7，一体机替代马桶盖的效果显著。

图24.智能坐便器零售量走高，市场潜力进一步释放



数据来源：奥维云网，国家电网发布的《中国智能坐便器行业发展白皮书》，财通证券研究所

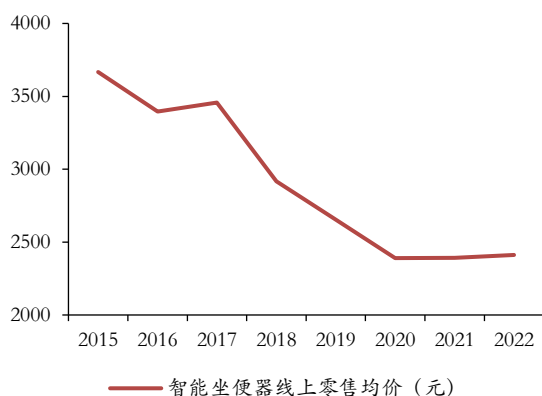
图25.智能坐便器逐渐代替智能马桶盖



数据来源：京东大数据研究院联合京东居家《2021 智能马桶线上消费趋势报告》，财通证券研究所

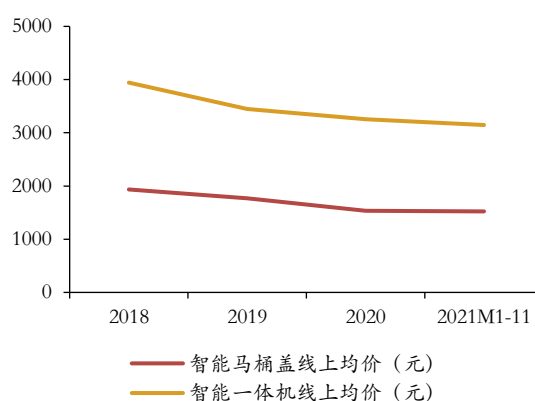
智能卫浴竞争愈演愈烈，产品均价存在下降趋势。2015 年日本智能马桶盖热潮起，国内智能卫浴开始发展。后续外资品牌加快智能产品在国内的营销，同时内资品牌投入智能产品研发，市场竞争愈发激烈，此时供需趋于平衡，带动智能一体机及智能马桶盖均价呈现下降趋势。

图26.2015-2020 年智能坐便器线上均价呈现下降趋势，2020-2022 年均价企稳



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图27.智能一体机和智能马桶盖线上均价呈现下行趋势



数据来源：国家电网发布的《中国智能坐便器行业发展白皮书》，财通证券研究所

在当前单一品类均价下行阶段，我们认为卫浴国牌有望通过产品套系化销售提升客单价，同时渠道差异化竞争提升销量，量价齐升抢占市场份额：

(1) 价：销售模式以套系化为主，提升客单价

在当前单一品类均价下降的基础上，品牌多以智能马桶为核心进行卫浴套系销售，以多品类捆绑销售的模式提升客单价。套系形式的销售方便整装消费者的购买，并可以享受更大力度的优惠折扣。企业也会提供不同价位、色系的套餐选择，配备一站式购物服务，强化消费体验。智能马桶作为卫浴品牌研发核心，是套餐销

售的重点，而其他设施配置可以根据智能马桶的特性进行匹配，带动非主流产品的销量，提高整个卫浴间的协调性，培养客户对品牌的忠诚度。

图28.各品牌推出套系化产品组合，以提升客单价



数据来源：各品牌天猫旗舰店，财通证券研究所

(2) 量：线上渠道国牌领跑，线下渠道持续突破

外资品牌早期通过工程渠道打造高端品牌形象，后借助高端形象进入零售渠道，但在线上渠道端尚未渗透。目前，内资卫浴企业多数致力于线上线下全渠道布局，线下零售端内资与外资共同竞争，线上电商渠道通过促销、广告投放、直播带货等方式抢占天猫等电商平台以及小红书、抖音等社交媒体流量，与外资实现差异化竞争。

表11.我国内资卫浴品牌率先抢占线上流量，线下端与外资品牌共同竞争

	渠道	内资品牌	外资品牌
线下	C 端	经销为主，门店布局较为密集，箭牌/九牧拥有超 1.3/1 万家门店，套系化销售提升客单值	早期为直销，目前经销为主，门店数量和内资相比较少，拥有大型展厅
	大 B	陆续进入央国企及大型民营地产商品品牌库，合作项目持续增加	精装房市占率较高
	小 B	随着品牌认知度提升，内资商业建筑合作项目增加，但高端项目仍和外资有一定差距	早期承接一线城市高端商业项目，打造高端品牌
线上	电商平台	内资品牌早期布局线上抢占流量，双 11、618 活动加大宣传和促销力度，拼多多百亿补贴提升用户购买意愿	外资品牌对于国内渠道变化反应与内资相比较慢，尚未在线上端有大动作
	社交媒体	内资品牌抢占社交媒体渠道迎合消费者年轻化趋势，2022 年抖音渠道销售占比达到 10% 以上，2022 年智能马桶在小红书上全年笔记总量 6.65 万篇，其中品牌主动投放 30%，站外流量仍是蓝海	

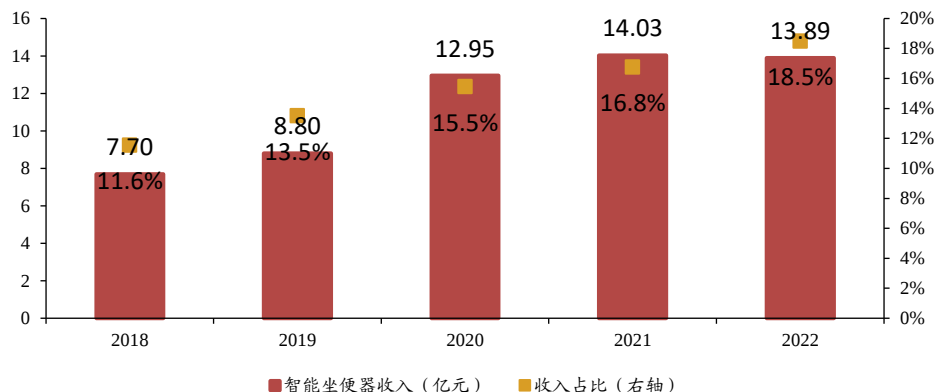
数据来源：奥维云网，箭牌家居公告，九牧官网，财通证券研究所

箭牌家居作为内资品牌龙头，持续打造智能产品提升功能属性、增加附加价值，同时进行全渠道布局，重点拓宽家装、电商和下沉渠道：

公司深耕卫浴产品生产研发，智能技术增强附加值。公司持续在产品、技术等方面深耕，朝高端化方向发展。2019-2021 年，公司坐便器平均价格从 631.6 元涨价至 688.7 元，主要是因为公司持续推动产品智能化发展，大力研发智能坐便器，

高端品类占比提升，从而带来坐便器均价的总体提升。同时智能座便器收入占比持续提升，从2018年的11.6%提升到2022年的18.5%。

图29.箭牌家居智能坐便器收入占比持续提升



数据来源：箭牌家居公告，财通证券研究所

高端产品中公司具备功能性和性价比优势，中端产品中公司较外资品牌更具价格优势。对比同等级产品，箭牌家居产品价格优势明显，分高端和中端市场来看：

1) 高端市场：公司大力推动产品智能化升级，推动公司“智慧转型”，通过智能制造和精益生产，提升生产制造的智能化、自动化水平，降低产品生产成本，定位高端市场的产品品类对比同行业产品更有性价比优势，增加了产品的竞争力。对比来看，在同等价格维度下，箭牌家居智能坐便器功能更为齐全，产品设计更为优化；在同等功能维度下，箭牌的智能坐便器则更具备价格优势。2) 中低端市场：公司在中低端市场的布局也在持续，对中低端产品通过压缩成本来降低价格，公司中低端市场产品较行业其他同等功能参数下其他产品具备价格优势。

表12.各品牌坐便器产品横向对比，箭牌性价比更有优势

	品牌	箭牌	九牧	恒洁	科勒	TOTO
高端市场	产品名称及参数	智能坐便器 AKB1520	智能一体机 JZT560	智能马桶坐便器 Q10 虹吸多功能自动冲水 抗菌坐圈马桶 HC0962	科勒 K-4026T-0	TOTOCES8624EC
	示意图					
	尺寸	715*430*500mm	670*420*503mm	695*400*395mm	670*424*528mm	721*286*512mm
	冲水方式	虹吸式	-	喷射虹吸式	漩涡虹吸式	直冲式
	排水方式	地排	-	地排	地排	地排
	坑距	305/400mm	305/400mm	305/400mm	305/400mm	305/400mm
	功能	暖风烘干、自动除臭、按摩清洗、臀部清洁、座圈加热、喷嘴自洁、女性清洗、喷嘴移动清洗、记忆功能、水温调节、水压调节、风温调节、座温调节、柔和夜灯	脚感开盖、无线遥控、座圈加热、暖风烘干、一键旋钮、离座冲刷	暖风烘干、自动除臭、臀部清洁、座圈加热、喷嘴自洁、女性清洗、喷嘴移动清洗、记忆功能、水温调节、水压调节、柔和夜灯	自动除臭、臀部清洁、座圈加热、女性清洗、喷嘴移动清洗、水温调节、感应翻盖	暖风烘干、自动除臭、按摩清洗、臀部清洁、座圈加热、喷嘴自洁、女性清洗、喷嘴移动清洗、记忆功能、净化水质、水温调节、水压调节、风温调节、座温调节、柔和夜灯
	售价(元)	11999	11998	13999	13097	17141
中端市场	产品名称及参数	箭牌 AE1204	坐便器 11316	恒洁 HC0501	科勒 76823T-S-0	TOTOCW854SB
	示意图					
	冲水方式	喷射虹吸式	喷射虹吸式	喷射虹吸式	喷射虹吸式	喷射虹吸式
	排水方式	地排	地排	地排	地排	地排
	坑距	305/400mm	305/400mm	305/400mm	305/400mm	305/400mm
	水效	2级	2级	2级	2级	2级
	售价(元)	899	899	869	1594	2873

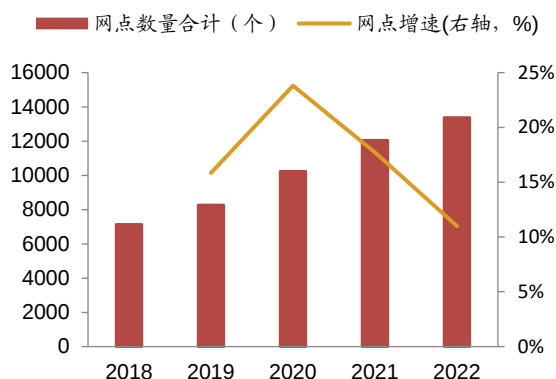
数据来源：天猫，财通证券研究所

注：价格获取时间为 2023 年 6 月 21 日

公司实现全渠道布局，深挖各渠道潜力，公司在零售、家装、电商等渠道均有所布局：

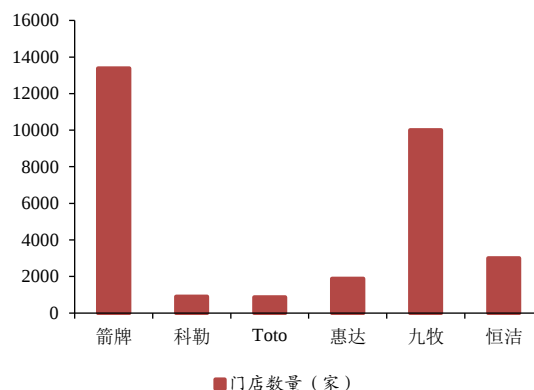
零售门店快速增加，乡镇店社区店扩大下沉渠道。截至 2022 年底，箭牌、法恩莎、安华三个品牌的经销商分别为 1105 家/450 家/425 家，终端门店网点合计 13378 家，销售范围覆盖全国。从零售渠道战略来看，公司将同步推动零售专卖店优化升级和渠道下沉布局，专卖店重点是提升卫浴产品配套率和智能产品销售占比，下沉渠道主要是扩大县级市场份额和社区旧改市场份额。

图30.2022 年箭牌家居经销&分销网点数量同增 11%



数据来源：箭牌家居公告，财通证券研究所

图31.箭牌家居拥有超过 1.3 万家营销网点，领先行业

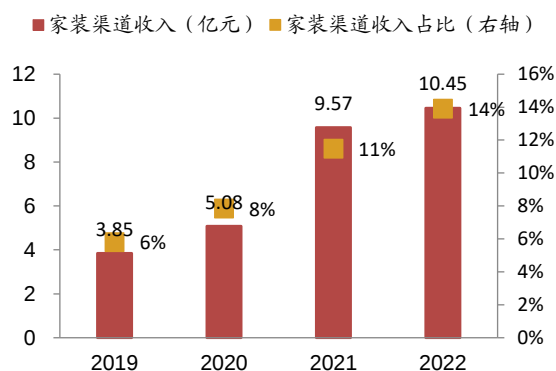


数据来源：科勒、Toto、九牧、恒洁官网，箭牌、惠达公告，财通证券研究所

持续拓展家装渠道，承接前端需求。在毛坯房、存量房装修中，家装公司、工长、设计师等均会对消费者的决策产生一定影响，因此公司通过经销商积极拓展家装渠道，通过输出套系化产品提升家装渠道的占有率。2022 年公司家装渠道收入为 10.45 亿元，收入占比 13.91%，同比增加 2.48pct。

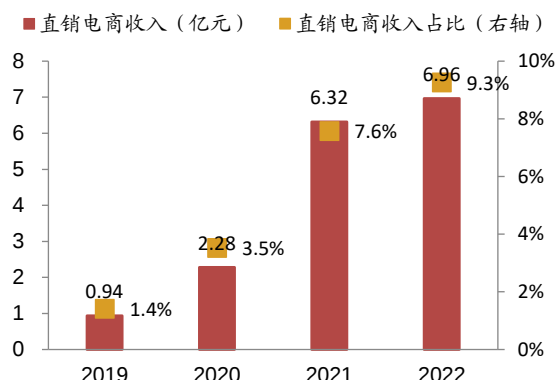
电商已成为直销模式下最主要的渠道，较高的毛利率有望带动整体毛利率提升。直销电商渠道收入从 2019 年的 0.94 亿元逐年增长到 2022 年的 6.96 亿元，2019-2022 年直销电商占总收入比例分别为 1.4%/3.5%/7.6%/9.3%。由于直销电商直面消费者，终端零售价较高，因此毛利率较其他直销及经销渠道高，2019-2021 年直销电商毛利率为 50%/51%/48%。

图32.2022 年箭牌家居家装渠道收入占总收入比例 14%



数据来源：箭牌家居公告，财通证券研究所

图33.2022 年箭牌家居直销电商渠道收入占总收入 9%



数据来源：箭牌家居公告，财通证券研究所

线上布局成效显著，领跑内资品牌。公司近年来持续通过产品智能化高端化以及渠道全国化布局，来提升公司品牌知名度。根据京东商城以及天猫商城发布的“厨房卫浴品牌销量 TOP10”榜单，箭牌家居 2019-2021 年连续三年位列榜单前三名，看未来，随着公司继续加强线上电商渠道的布局，线上产品销量有望进一步打开，市场份额也有望进一步提升。

表13.2019-2021年“双11”厨房卫浴品类品牌排行榜

排名	2019	2020	2021
1	九牧	九牧	九牧
2	箭牌	箭牌	恒洁
3	松下	松下	箭牌
4	恒洁	奥普	奥普
5	欧普	恒洁	松下
6	四季沐歌	四季沐歌	科勒
7	TOTO	TOTO	TOTO
8	科勒	科勒	欧普照明
9	奥普	卡贝	潜水艇
10	希箭	欧普照明	汉斯格雅

数据来源：京东，天猫，财通证券研究所

注：2019年品牌排名来自京东商城；2020、2021年品牌排名来源天猫商城

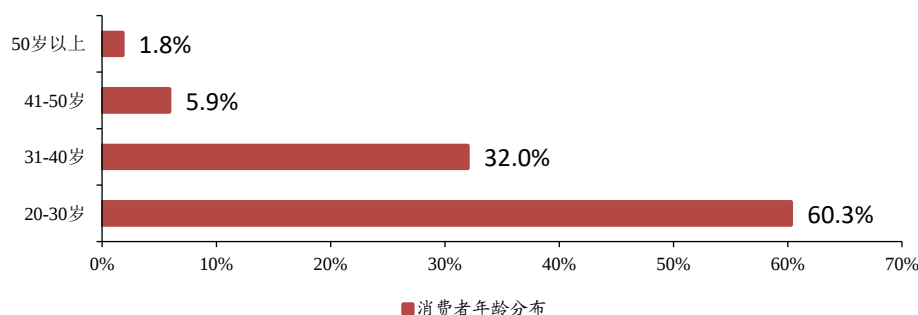
3.3 长期看，品牌塑造是关键

长期来看供需平衡后价格中枢将趋稳，在行业均价最终达到平衡，步入稳态的阶段，市占率提升的核心在于品牌塑造：

市场格局改变背后的原因是消费人群改变带来的消费观念变化。随着主流消费者年龄结构的变迁，用户对于品牌的理解也会有所改变。从美国经验来看，智能马桶初期阶段于美国发明但未能在当地普及的原因是老一代消费者对智能马桶认知较少，Toto及科勒对于智能马桶功能持续宣传，叠加新一代年轻消费人群崛起，智能马桶在美国逐步普及。从我国来看，早期外资卫浴品牌进入国内市场进行消费者教育，当时主流消费人群是目前的70后、80后，因此该人群对于外资品牌接受度较高。当前消费人群转移到90后、00后，该年龄段的人群对于国牌认可度逐步提升，有望带动国内卫浴格局改变。

因此长期提升品牌力的核心在于提升年轻一代消费者认知。奥维云网的调查中显示，48%的年轻人选购家居时关注大众国货品牌，而仅有8.1%和4.9%的人群关注传统品牌和外资高端品牌。

图34.80、90后为卫浴主要消费群体



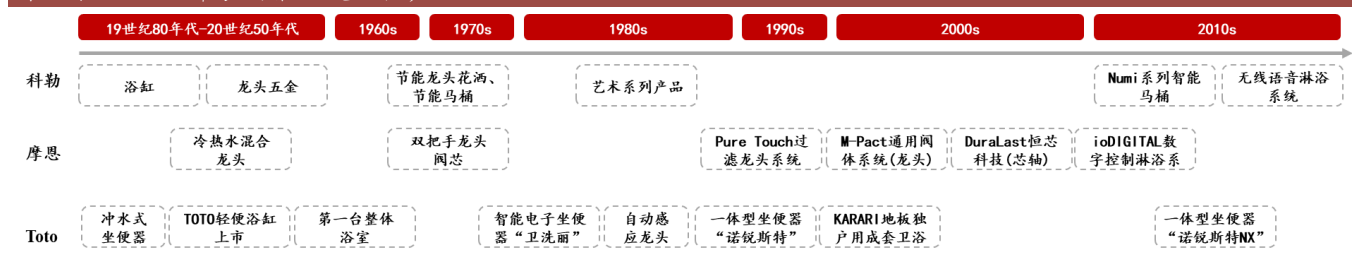
数据来源：赛立信、中洁《2020年卫浴消费趋势洞察报告》，财通证券研究所

提升认知度的方式或可分为以下几种：

(1) 研发突破性产品，抢占行业先发优势

从海外发展历程来看，每一轮产品的更迭都会带动行业进入新的发展阶段，如虹吸技术大幅降低成本带动抽水马桶普及、节水马桶符合环保要求从而成为主流、智能功能的突破带动卫浴消费属性提升并呈现高端化。我国目前智能马桶细分赛道竞争加剧，产生一定价格竞争，若未来能够通过研发投入，深度研究消费者需求，开发一款突破性产品，则能够抢占先发优势从而实现品牌力提升。

图35.各卫浴品牌分别推出突破性产品



数据来源：科勒、摩恩、美标、Toto 官网，财通证券研究所

突破型产品有两类：

一类为功能突破型，比如在智能产品板块上深耕智能功能，以科勒和摩恩为例，摩恩发布智能洒水器控制器，用于控制截止阀、智能水龙头等产品来测量用水量并检测管道结冰，同时还可延伸至草坪护理中，依据天气数据制定并调整浇水计划。科勒致力于研发数字化产品与智能监测器，Anthem 智能淋浴控制器可让用户通过简易操作选择不同淋浴效果，并智能监测用水量，Statement VES 可变生态喷洒淋浴头和手持式淋浴头经过优化，可在维持较低用水量的同时提供强大的冲淋覆盖。

另一类为品类突破型，比如从智能马桶细分领域拓宽至龙头花洒五金、淋浴房等领域，并在这些领域加以深耕，科勒推出瓷砖产品线，旗下 ANN SACKS 公司生产 Alo 瓷砖，其 50%至 70%的原材料来自废弃电视和电脑屏幕的回收玻璃。

图36.各卫浴品牌近期致力于在智能产品板块上研发“智能控制器或智能监测器”等关键部件



数据来源：厨卫资讯，中国日报，财通证券研究所

目前已经能从内资品牌产品推出过程中看到功能突破和品类突破的趋势。从功能突破来看，目前内资品牌高端智能马桶功能已经从传统的冲洗功能发展出喷水、气流冲洗，清洁效果更加彻底，除臭除菌、内壁自洁等功能的升级让消费者使用更加卫生、安心。在绿色环保方面，智能马桶可以通过智能感应、自动清洁等方式实现节能节水，实现可持续发展。目前，智能马桶也搭载了操作系统，消费者已经可以通过语音控制、触摸屏、手机 APP 等方式实现智能化使用体验。

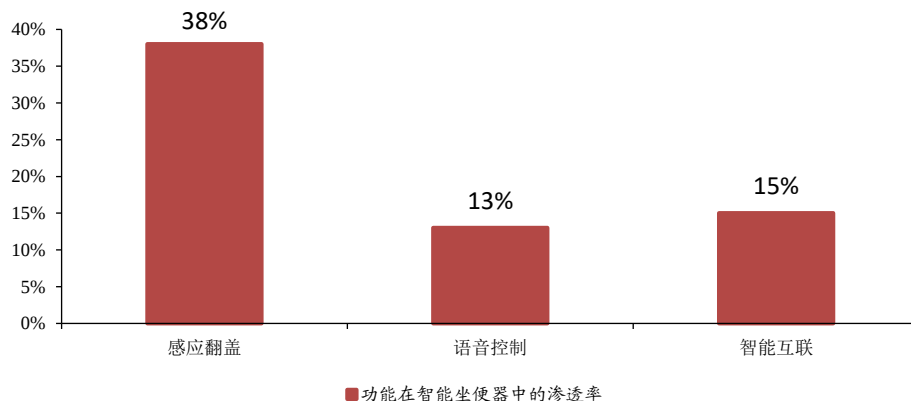
表14.卫浴国牌突破智能功能，高端产品提价

品牌	产品详情					
	型号	AKB1316	AKE1118	AKE1135	AKB1322	AKE1151
箭牌	功能	一键旋转、脚感功能、自动除臭、按摩冲洗、喷头自洁、LED 显示屏、超漩式冲洗、喷嘴自洁、喷嘴移动清洗	一键旋钮、智能定制、3D 超漩冲水、3 档坐温、按摩清洗、暖风烘干、智能遥控、停电冲水、智能除臭、喷头自洁、持久恒温	冲洗水压调节、双重水过滤、喷嘴自洁、自动除臭、紫外线杀菌、喷嘴移动清洗、无水压限制、LED 显示屏、脚踢翻盖、感应翻盖	一键旋钮、前置过滤器、停电冲水、泡沫盾防溅抑菌、电解质除菌水、水压调节、离座冲水、柔光夜灯、变频冲洗、抑菌蓝光釉、座温调节	智能壁挂、按摩清洗、自洁喷杆、离座感应冲水、非抗菌座圈、座温调节、流量调节、水温调节、风温调节、移动清洗、智能节电
	原价	6798 元	7998 元	9198 元	11998 元	14598 元
	折后价	3259 元	3999 元	4199 元	5999 元	7299 元
九牧	型号	S300i	S580	S770	I60	I9Pro
	功能	离座智慧大小冲、可拆洗抗菌喷嘴、稀土抗菌釉面、触媒除臭	双感自动冲水、智能脉冲强洗、智能除臭、内壁预湿润技术、防逆流过滤器、LED 显示屏	魔力泡（杀菌、防溅水、阻隔臭气、防挂污）、净力冲、智能免触	净力冲、智能免触、柔波净洗、旋钮操控、双重抗菌、智能数屏	360° 杀菌系统、舒适坐浴、助便畅洗、自动感应、AI 语音控制、APP 控制、IOT 物联端口、四季温感、低音劲冲
	原价	4498 元	5165 元	6831 元	10499 元	19799 元
恒洁	折后价	2699 元	3099 元	4099 元	--	--
	型号	QS2	Q3	Q8	Q9	R11
	功能	低水压劲冲、抗菌座圈喷嘴、三大洁净技术	一键旋钮、超导冲水系统、活水即热、喷嘴自洁、水压/水温/风温调节	活水即热、水凝能、文氏增压、水能倍增、导流导压、自动隔臭、一键旋钮、安全防护	感应翻盖、触摸翻盖、水凝能冲水、一键旋钮、SPA 按摩水洗、体感座圈、安全翼	水劲能冲水系统、清洗智能定位、恒净除菌 2.0、高频脉冲按摩、感应翻盖、一键旋钮
	原价	5937 元	7383 元	8998 元	9874 元	26460 元
	折后价	3859 元	4599 元	5649 元	7699 元	17999 元

数据来源：天猫，财通证券研究所

注：产品折后价可能受 618 促销影响，价格获取时间为 2023 年 6 月 6 日

图37.2022 年感应翻盖/语音控制/智能互联功能渗透率为 38%/13%/15%



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

从品类突破来看，目前内资品牌已经从马桶产品向外延伸产品线，陆续研发突破智能浴室柜、智能浴室镜以及其他智能花洒、浴缸等品类，比如箭牌浴室镜在拥有灯光设置的基础上，还配备了冷藏箱装置，为女性用户的高端化妆品提供了更好的储藏空间。未来，国牌将突破多品类智能化，实现品类串联，形成智慧家居空间。

表15.国内卫浴品牌于 2023 年发布多款智能产品

公司	产品/系统	示例	功能
箭牌	ARROW 天猫智能魔镜		作为卫浴场景空间的主控设备，搭载天猫精灵系统，嫁接智能坐便器、智能暖风机、智能毛巾架等产品，通过语音实现控制，同时连入天猫精灵在线音乐、视频、新闻、天气等娱乐影音功能。
	DOMINO 组合式智能镜柜		具备自适应灯光、自动除雾等基础功能，还包括“模块化”集成美妆冰箱、皂液机、牙刷消毒器，用户可按需自由搭配、定制组合。
九牧	MX Collection 数智卫浴空间		设置一键即启遇阻即停的智能侧边柜，可以语音调节灯光亮度和色温的梳妆镜，加载隐藏式龙头和无极调控水流，配备智能马桶与淋浴器，可以远程开启冷水预排功能并自动调温。
	九牧智能浴室镜		接入华为鸿蒙系统，装配温湿度传感器感应湿度变化，除雾模式自动开关；根据不同使用场景自由切换，通过触控操作启闭灯光；华为智慧生活 APP 全程操控，协同全屋智能场景。
恒洁	X7 系列肩背喷淋浴花洒组		T 型背喷淋浴系统，45°上下调节，按摩范围大，沉浸式舒缓按摩体验；JOY+恒洁悦享增压花洒，双倍水量；三大场景水型，一键畅享即关即停技术；净爽舒适智能感温数显技术，温度精准显示，双驱供电长效续航。

数据来源：箭牌、九牧、恒洁官网，财通证券研究所

(2) 精准营销，渗透年轻消费者

各大品牌在小红书、抖音等高流量平台大力营销，成效显著：箭牌、恒洁、九牧、科勒以及 TOTO 等卫浴头部企业逢“618”、“520”、“双十一”以及其他特殊节日则

发布促销活动广告，吸引消费者购买。此外还不定期发布关于智能马桶等产品的知识普及、功能测试以及线下展览相关内容，渗透消费者认知。

国产卫浴品牌借国潮东风，提升品牌形象：多个国牌成为国家级项目供应商，通过强有力的民族文化导向及精准定位宣传，提升品牌形象与影响力。

图38.各品牌通过小红书、抖音等社交媒体进行的营销宣传



数据来源：小红书，抖音，财通证券研究所

表16.携手国家级项目，注重品牌宣传

品牌	时间	主要项目
箭牌	2021	箭牌成为冬奥会国家体育馆官网独家卫浴供应商
	2021	箭牌家居成为迪拜世博会中国馆指定陶瓷洁具供应商，并作为中国家居行业唯一品牌代表举办专属企业品牌日
九牧	2018-2022	九牧连续四年赞助中国短道速滑队，在国际赛场上持续输出中国文化
	2018	产品入驻鸟巢、大兴国际机场
	2020	小牧优品入驻新华社直属创新项目新华优品战略合作
恒洁	2017	与东方卫视《梦想改造家》深度合作，通过节目与核心消费者深入沟通
	2019	接受故宫成为宫廷文化在卫浴行业的首家合作品牌
	2020	为抗疫第一线提供产品支持，开展“恒洁在线”卫浴无忧服务

数据来源：箭牌、九牧、恒洁官网，财通证券研究所

(3) “锚”准细分品类

本质上，卫浴产品的功能差异较小，且无法直观从视觉上在各智能功能之间加以区分，因此品牌力能够成为消费者认知的补偿，为其提供产生购买行为的理由。国内市场，在已有科勒和 Toto 两大外资品牌早期进入提升消费者认知的基础上，内资品牌或可通过锚定某一特定品类提升消费者品牌认知度。

以“水”领域为例，锚定细分品类已被证实是能够让新兴品牌向上突破的方式。农夫山泉是行业龙头，据观研天下 2021 年我国瓶装水市场中农夫山泉市占率达 26.5%，位居第一。但饮用水市场中今麦郎通过锚定“凉白开”进行概念开创，明确熟水具有更高安全性，与我国消费者饮用水安全需求相契合，因此销售额得以

快速提升。百岁山以“水中贵族”广告语抬升品牌定位，也使其在饮用水市场中能够分一杯羹。

对于卫浴行业来说，内资品牌或可锚定某特定品类，开创新概念，持续渗透消费者认知，从而长期提升市占率。

表17.水领域中，百岁山锚定“水中贵族”，今麦郎锚定“凉白开”，持续提升消费者认知

	成立年份	销售情况	锚定品类	营销方式
农夫山泉	1996 年	2012-2020 年，农夫山泉连续 9 年保持国内包装饮用水市占率第一	天然水	“有点儿甜”、“大自然的搬运工”等广告术语提升认知度
百岁山	1992 年	2017 年销售额 70.2 亿元，中国瓶装水市占率 10.1%	天然矿泉水	“水中贵族百岁山”明确高端产品定位
今麦郎	2016 年推出凉白开	2016 年售出 500 万箱，2017-2019 年销售额达 2.5/12.5/20 亿元，2022 年超过 30 亿元	熟水	凉白开定位熟水，与普通矿泉水相比具有更高安全性
屈臣氏	1989 年重新进入中国市场	-	蒸馏水	《热爱 105° C 的你》广告歌曲

数据来源：农夫山泉、百岁山、今麦郎官网，里斯咨询，智通财经网，财通证券研究所

4 投资建议

卫浴消费属性较高，美国卫浴行业孕育百年企业，龙头企业通过推出突破性产品并持续进行消费者教育提升品牌力，占领美国卫浴行业的先发优势。

展望我国卫浴行业，内资品牌有望进一步向上突破，国牌深耕产品端与当前智能化趋势相符，同时套系化销售方式也可在均价下行阶段提升客单价，长期看核心在于品牌力的提升。我们重点推荐卫浴国牌龙头**箭牌家居**，公司持续推进产品智能化，同时全渠道布局有望提升销量，渗透消费者认知。

5 风险提示

宏观环境波动风险：宏观环境影响着卫浴行业发展，未来可能存在国内经济恢复不及预期、房地产市场宏观调控及行业景气度影响，导致行业内企业经营受到不利影响的风险。

行业竞争加剧：目前整个行业集中度较低，部分区域性市场竞争较为激烈，部分欧美大型卫浴企业与国内非陶瓷卫浴企业纷纷进入国内卫浴市场，内资龙头品牌在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定风险。

渠道开拓不及预期：国牌持续进行渠道拓展来实现收入增长，未来若经销商赋能不足，渠道下沉不及预期，将影响公司规模扩张。

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。