

瑞尔特 (002790)

乘智能马桶东风，自有品牌快速成长

科技与洁净有机融合，卫浴行业领先制造商

公司致力于卫浴产品的研发、生产和销售，主要产品包括卫浴配件产品、智能卫浴产品、同层排水系统产品等。公司拥有稳定的合作关系，为众多国内外高端卫浴品牌提供产品配套服务，产品远销 80 多个国家和地区。凭借领先的品质优势，公司产品获得十多个国家或地区的产品质量认证，多次斩获国内外荣誉。

持续推进业务转型，盈利能力显著增长

21 年营收 18.68 亿，同增 45.48%，主要系国内经济运行向好，以及智能卫浴高景气背景带动所致；21 年归母净利润 1.39 亿，同增 21.58%。22Q1-3 营收 13.86 亿，同增 5.85%；22Q1-3 归母净利润 1.54 亿，同增 38.26%。

分产品看，智能座便器及盖板营收增速较快。21 年智能座便器及盖板营收 8.55 亿，同增 57.51%，占总收入 45.75%，主要系智能坐便器产业加速发展所致；22H1 营收 4.11 亿，同增 21.65%，占总收入 45.64%。21 年水箱及配件营收 7.76 亿，同增 31.38%，占总收入 41.54%；22H1 营收 3.68 亿，同减 0.07%，占总收入 40.90%。

毛利率及归母净利率均显著增长。21 年毛利率 22.59%，同减 1.57pct，主要系原材料涨幅较大，成本上升所致。22Q1-3 毛利率 25.70%，同增 2.02pct；22Q1-3 归母净利润 11.12%，同增 2.60pct。

智能坐便器行业发展空间大，国货品牌有望崛起

国内智能坐便器市场潜力大。2021 年国内智能坐便器市场规模增速 9.05%，预计 2026 年将突破 200 亿。且我国智能坐便器市场渗透率仅 4%，相较发达国家 60%-90% 水平，仍有较大增长空间。

国产品牌发展契机来临。随着民族文化自信的快速成长，民族卫浴品牌将迎来更广阔的发展空间。下游房地产行业为了确保产品质量、争取品牌背书多选择与高端品牌合作。

技术创新成效显著，自有品牌转型发展迅速

重视研发投入，持续技术创新。公司始终注重研发体系建设和完善，形成强大产品研发和设计能力。以智能坐便器为代表的智能卫浴产品重视用电安全、用水安全、耐用性，创新成果显著，获行业高度认可。

冲水组件积累丰富客户资源，智能坐便器逐步打开市场。公司凭借节水型冲水组件显著的技术优势，与众多知名中高端卫浴品牌建立良好、稳定合作关系；智能坐便器发展迅速，逐步打开国内外市场。

智能卫浴产能充足，支持自有品牌业务转型。公司在原有以代工为主基础上，勇于开拓自主品牌业务，智能坐便器等产品销售迅速放量，线上渠道高速发展。现有智能车间改造、新建项目建设均完成后，智能卫浴产品产能将扩至 150 万套，为品牌业务发力提供有效保障。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2022-24 年公司营收分别为 20.2、24.4、29.2 亿元，归母净利分别为 2.1、2.6、3.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.5、0.62、0.76 元/股，对应 PE 分别为 19、15、13x。给予公司 2023 年目标 PE

证券研究报告
2022 年 11 月 29 日

投资评级

行业 轻工制造/家居用品

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 9.49 元

目标价格 11.38 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 418.01

流通 A 股股本(百万股) 257.83

A 股总市值(百万元) 3,966.93

流通 A 股市值(百万元) 2,446.83

每股净资产(元) 4.47

资产负债率(%) 20.77

一年内最高/最低(元) 10.73/5.13

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

约为 18.35x，对应目标价约 11.38 元/股。

风险提示：市场竞争加剧风险；房地产市场调控风险；汇率波动风险；产品研发和技术创新风险；原材料价格波动风险；宏观经济风险等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,284.20	1,868.29	2,022.62	2,438.93	2,919.98
增长率(%)	15.75	45.48	8.26	20.58	19.72
EBITDA(百万元)	273.10	321.85	344.10	374.56	443.44
归属母公司净利润(百万元)	114.63	139.36	210.62	258.10	316.18
增长率(%)	(36.86)	21.58	51.13	22.54	22.50
EPS(元/股)	0.27	0.33	0.50	0.62	0.76
市盈率(P/E)	34.61	28.46	18.83	15.37	12.55
市净率(P/B)	2.36	2.24	2.10	1.97	1.82
市销率(P/S)	3.09	2.12	1.96	1.63	1.36
EV/EBITDA	5.77	9.90	9.05	8.06	6.61

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 瑞尔特：科技与洁净有机融合，卫浴行业领先制造商	5
1.1. 从卫浴配件到智能卫浴产品，产品结构持续升级	5
1.2. 股权较为集中，核心管理层稳定	6
1.3. 持续推进业务转型，盈利能力显著增长	7
2. 智能坐便器行业发展空间大，国货品牌有望崛起	10
2.1. 冲水组件行业需求向好，中高端节水型组件大势所趋	10
2.2. 国内智能坐便器市场潜力大，集中度低，国牌迎发展机遇	11
3. 技术创新成效显著，自有品牌转型发展迅速	14
3.1. 重视研发投入，持续技术创新	14
3.2. 冲水组件积累丰富客户资源，智能坐便器逐步打开市场	14
3.3. 智能卫浴产能充足，支持自有品牌业务转型	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：瑞尔特发展历程	6
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 8 月 25 日）	7
图 3：2022Q1-Q3 营收 13.86 亿，同增 5.85%	8
图 4：22Q1-Q3 归母净利润 1.54 亿，同增 38.26%	8
图 5：22Q1-Q3 扣非净利润 1.44 亿，同增 52.30%	8
图 6：22H1 智能座便器及盖板营收 4.11 亿，同增 21.65%，占总收入 45.64%	8
图 7：22H1 内销收入 5.96 亿，同增 10.46%，占总收入 66.17%	9
图 8：22Q1-Q3 毛利率 25.70%，同增 2.02pct，归母净利率 11.12%，同增 2.60pct	9
图 9：销售费用率波动增长，财务费用率显著减少	10
图 10：冲水组件上下游关系示意图	10
图 11：中高端冲水组件企业	11
图 12：2017-2026 中国智能坐便器市场规模（亿元）及增长率（按销售额）	12
图 13：2016 与 2021 年部分国家智能坐便器市场渗透率对比	12
图 14：2018-2020 年智能马桶一体机品牌零售额集中度走势	13
图 15：2018-2020 年智能马桶盖品牌零售额集中度走势	13
图 16：2021 年智能马桶一体机线上渠道价格区间分布	13
图 17：2021 年智能马桶盖线上渠道价格区间分布	13
图 18：2017-2021 年公司研发投入	14
图 19：公司主要客户品牌标志	15
图 20：2016-2021 年公司前五大客户的销售额	15
图 21：瑞尔特智能卫浴线上销售产品	16

表 1: 瑞尔特产品	5
表 2: 公司部分高管人员简介	7
表 3: 公司 2022-2024 年收入预测 (亿元)	17
表 4: 可比公司 P/E (2022 年 11 月 29 日)	18

1. 瑞尔特：科技与洁净有机融合，卫浴行业领先制造商

1.1. 从卫浴配件到智能卫浴产品，产品结构持续升级

瑞尔特是一家致力于节约全球水资源的卫浴产品的研发、生产和销售的高新技术企业。截至 2022 年 8 月 25 日，公司主要产品包括：卫浴配件产品（节水型冲水组件、静音缓降盖板、挂式水箱等），智能卫浴产品（一体式智能座便器、智能坐便盖等），同层排水系统产品（隐藏式水箱等）。其中，节水型冲水组件是公司核心产品；智能座便器是公司重点新产品，代表着便器类卫生洁具的未来发展方向。**过硬的品质及售后服务，强大的产品研发及设计能力，以及稳定的合作关系，共同组成了公司竞争优势。**

公司为众多国际高端卫浴品牌 ROCA、INAX、KOHLER、American Standard 和国内知名卫浴品牌箭牌、航标等提供产品配套服务。公司产品获得十多个国家或地区的质量认证。曾获得沸腾杯质量奖、iF 设计奖、科技创新奖等殊荣。

截至 2021 年 10 月 31 日，公司全球区域布有四大生产基地，产品远销南美、东南亚、北美、欧洲等 80 多个国家和地区。专利超 1600 项，在新品研发的举措上，公司走在行业前列。

表 1：瑞尔特产品

产品类型	产品名称及图示	22H1 营收（亿元）	22H1 毛利率
一体式智能座便器	智能坐便盖		
			
智能座便器及盖板	静音缓降盖板	4.11	23.76%
			
挂式水箱	隐藏式水箱		
			
水箱及配件	节水型冲水组件（进水阀）	3.68	25.43%
			
	节水型冲水组件（排水阀）		
			

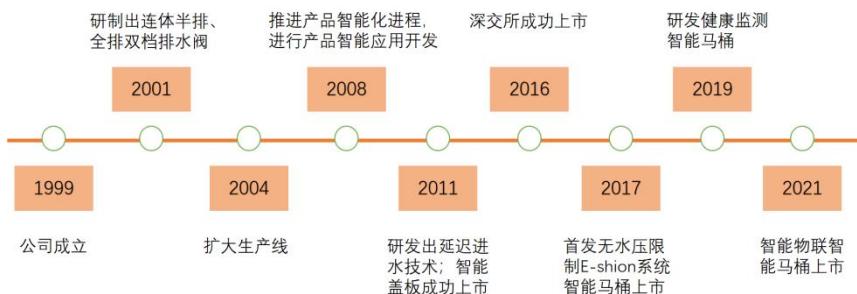


资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

公司经过二十余年发展，已成为卫浴产品领先企业，业务体量和行业地位逐步提升。

1999年，公司成立于厦门，专注于马桶水件研发与生产；2004年，扩大生产线；2008年，持续推进产品智能化进程；2011年，研发出延时进水专利技术，经过2年的专项研发和严格测试，智能盖板成功上市，满足消费者及下游客户对智能化产品的需求；2016年，公司成功在深圳证券交易所上市，资本化进程开启；2017年，首发无水压限制E-shion系统智能马桶上市；2019年，研发健康监测智能马桶，产品种类不断丰富；2021年，智能物联智能马桶上市。

图1：瑞尔特发展历程

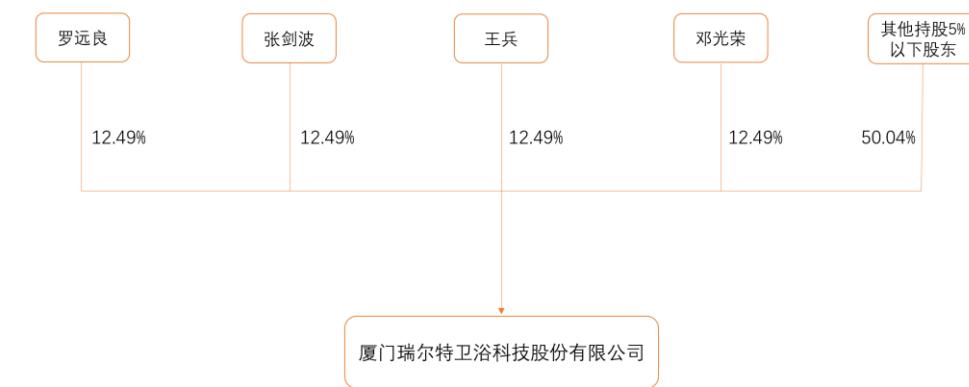


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权较为集中，核心管理层稳定

2019年4月8日至2022年4月，公司无实际控制人，四位创始人共同管理，股权较为集中。截至2022年10月25日，公司四位创始人罗远良先生、王兵先生、张剑波先生、邓光荣先生分别持股12.49%，合计共持有49.96%。公司前十大股东均为四位创始人及其直系亲属，合计持股65.75%，股权结构整体较为集中且稳定。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 8 月 25 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

核心管理层稳定，行业从业经验丰富。以四位创始人为核心的管理层分工明确，拥有丰富的经验，掌握行业生产特点、管理模式和发展动态。

表 2：公司部分高管人员简介

人员	职位	履历简介
罗远良	董事长、代董事会秘书	创始人之一，工商管理硕士；曾任厦门瑞尔特卫浴工业有限公司执行董事、董事长、总经理；2016年3月至今，担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事长。
张剑波	董事、总经理	创始人之一，本科学历；曾任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事；2018年5月至今，担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事、总经理。
王兵	副董事长、副总经理	创始人之一，中专学历；曾任厦门瑞尔特卫浴工业有限公司执行董事、副总经理、总经理；2018年5月至今，担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司副董事长、副总经理。
邓光荣	董事、副总经理	创始人之一；曾任厦门瑞尔特卫浴工业有限公司监事；2012年5月至今，担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事、副总经理。
陈绍明	财务总监	本科学历，高级会计师；2012年8月至今，担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司财务总监。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 持续推进业务转型，盈利能力显著增长

2018-2021年公司营收由9.94亿增长至18.68亿，持续稳步增长。**2021年营收18.68亿，同增45.48%，**主要系：1)国内复苏面持续扩大，经济运行总体向好；2)智能卫浴高景气背景的带动。**2022Q1-Q3营收13.86亿，同增5.85%。**

图 3：2022Q1-Q3 营收 13.86 亿，同增 5.85%



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

2021 年公司归母净利润 1.39 亿，同增 21.58%；2022Q1-Q3 归母净利润 1.54 亿，同增 38.26%。扣除非经常性损益后，2022Q1-Q3 归母净利润 1.44 亿，同增 52.30%。

图 4：22Q1-Q3 归母净利润 1.54 亿，同增 38.26%



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

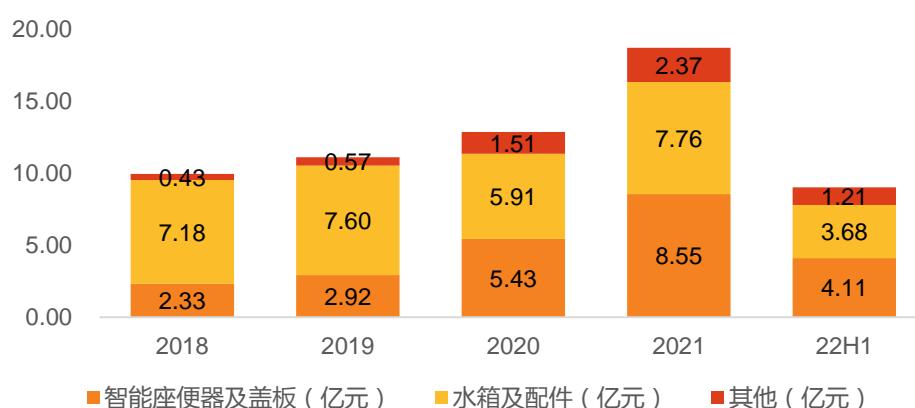
图 5：22Q1-Q3 扣非净利润 1.44 亿，同增 52.30%



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

分产品来看，智能座便器及盖板营收增速较快。2018-2021 年智能座便器及盖板营收由 2.33 亿增长至 8.55 亿；2021 年营收 8.55 亿，同增 57.51%，占总收入 45.75%，主要系智能坐便器产业加速发展所致；22H1 营收 4.11 亿，同增 21.65%，占总收入 45.64%。2021 年水箱及配件营收 7.76 亿，同增 31.38%，占总收入 41.54%；22H1 营收 3.68 亿，同减 0.07%，占总收入 40.90%。

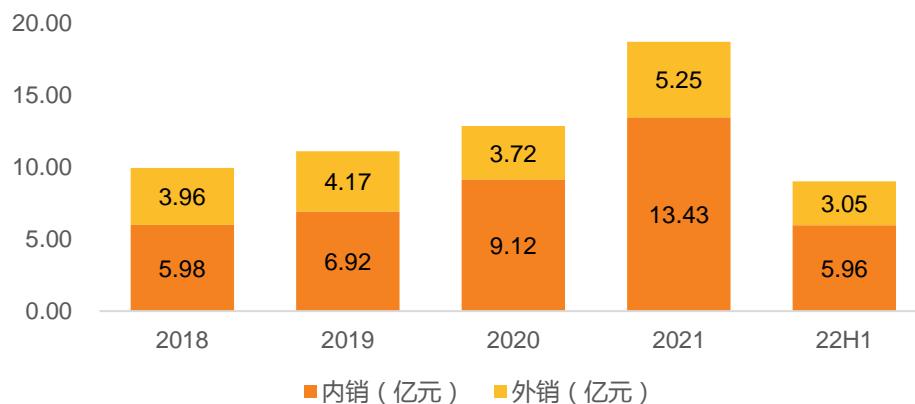
图 6：22H1 智能座便器及盖板营收 4.11 亿，同增 21.65%，占总收入 45.64%



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

分地区来看，公司产品销售市场以国内市场为主。2021年内销收入13.43亿，同增47.24%，占总收入71.92%；22H1内销收入5.96亿，同增10.46%，占总收入66.17%。2021外销收入5.25亿，同增41.18%，占总收入28.09%；22H1外销收入3.05亿，同增15.51%，占总收入33.83%。公司国内外销售模式以直销模式为主，经销模式作为对直销模式的有益补充，符合公司的实际情况与销售策略。

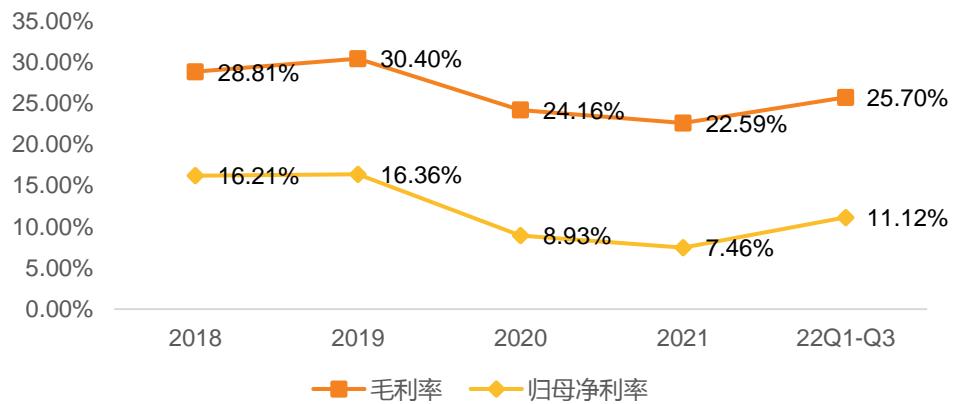
图 7：22H1 内销收入 5.96 亿，同增 10.46%，占总收入 66.17%



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

毛利率及归母净利率均显著增长。公司2021年毛利率为22.59%，同减1.57pct，主要系原材料涨幅较大，成本上升所致；2022Q1-Q3毛利率为25.70%，同增2.02pct。2022Q1-Q3公司归母净利率为11.12%，同增2.60pct。

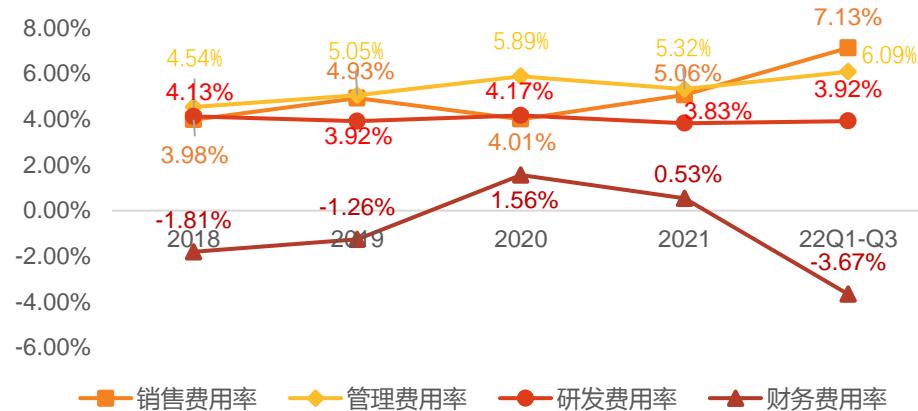
图 8：22Q1-Q3 毛利率 25.70%，同增 2.02pct，归母净利率 11.12%，同增 2.60pct



资料来源：wind，天风证券研究所

销售费用率波动增长，财务费用率显著减少。2022Q1-Q3公司销售费用率为7.13%，同增0.91pct；管理费用率6.09%，同减0.04pct；研发费用率3.92%，同增1.18pct，主要系公司加大家居类产品的研发投入所致；财务费用率-3.67%，财务费率同减3.73pct，主要系汇率变动所致。

图 9：销售费用率波动增长，财务费用率显著减少



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 智能坐便器行业发展空间大，国货品牌有望崛起

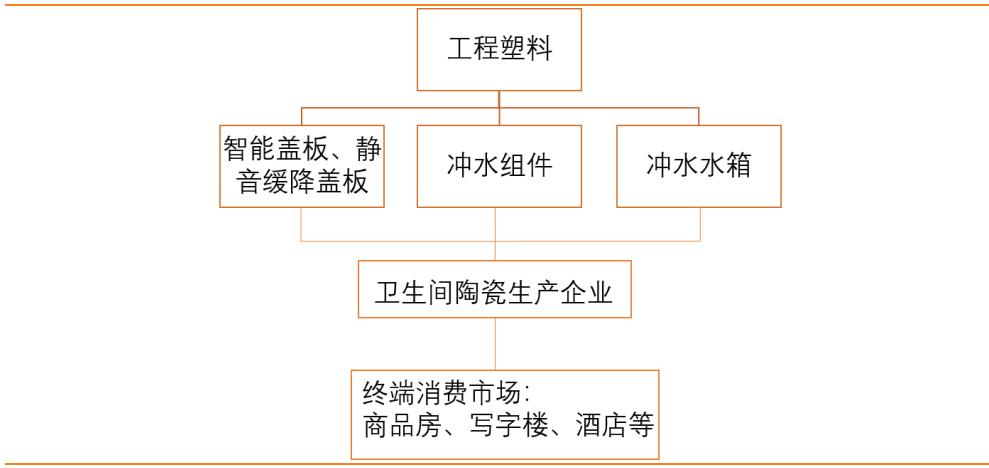
2.1. 冲水组件行业需求向好，中高端节水型组件大势所趋

卫浴品牌厂商对冲水组件的配套采购、存量冲水组件的换修、家庭 DIY 装修等对冲水组件市场需求有重要影响。水资源持续紧张以及国内外节水政策间接带动中高端节水型冲水组件逐步取代低端冲水组件，节水型冲水组件制造企业的市场份额有望持续扩展。

冲水组件下游及终端消费需求稳定。冲水组件下游客户主要是卫浴品牌厂商，对我国冲水组件产品的直接采购需求趋势向好，并且我国已发展成为全球最大的卫生陶瓷生产国与出口国，全球冲水组件市场对中国卫浴配件行业的直接采购和间接需求将综合带动国内卫浴配件行业发展。

终端消费市场主要是房地产等建筑行业，我国城市化水平的提高及住宅产业的发展，或将为以冲水组件为代表产品的卫浴配件行业提供广阔的市场空间。

图 10：冲水组件上下游关系示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

存量换修市场发展潜力较大。境外发达国家当地居民自行换修冲水组件等 DIY 的行为较为普遍，但我国的冲水组件换修市场规模较小，处于逐步成型并稳固发展阶段。随着节水型冲水组件积极的推广与应用，我国冲水组件换修市场具备很大的发展潜力。同时，我国庞大的人口基数有望支撑冲水组件产品广阔的换修市场空间。

我国拥有消费潜力较大的农村市场，增量渗透空间可期。随着农民收入水平提升、消费观念进步、农村居民生活方式的改善以及国家对新农村建设力度的不断加强，农村市场对卫生洁具的消费需求将为卫浴配件行业带来稳定持续的增长动力，并为中高端节水型冲水组件企业带来新的发展契机。

水资源紧张背景下，政策推动节水型卫浴配件行业发展。当前，全球水资源状况严重恶化，水危机日趋严重，我国也面临着严重的水资源形势。水资源的持续紧张形势以及国家越来越重视节水政策的推行，将继续推进卫浴配件行业中节水产品的研制、生产、销售与推广，提高我国节水型卫浴配件行业标准化与工业化水平，促进产业升级。

冲水组件制造产业集中度高，头部企业占据主要份额。全球高端冲水组件制造领域主要由吉博力、福马、瑞尔特、威迪亚等企业所占据。吉博力自 1996 年进入中国市场，并在我国上海与浙江两地设立制造基地；福马自 2005 年在我国成立跨国公司，将其亚太地区的重要制造基地转移至我国广东中山。以瑞尔特为代表的国内高端冲水组件制造企业集中于福建厦门、广东中山等地。而一些新兴企业研发能力有限、生产总量较小。

图 11：中高端冲水组件企业



资料来源：各公司中国官网，天风证券研究所

低端产品面临淘汰风险，中高端市场有望持续拓展。低端冲水组件产品基本不满足法规及国家、地方标准要求，产品技术、工艺较为简单，产品使用寿命较短，质量缺乏保证，性价比低，生产厂家数量众多，瑞尔特预计低端冲水组件产品将逐步退出市场，并将逐渐被中高端节水型冲水组件替换、取代，中高端节水型冲水组件市场空间有望持续拓展，市场发展潜力大。

2.2. 国内智能坐便器市场潜力大，集中度低，国牌迎发展机遇

随着中国经济飞速发展与人民生活水平不断提升，人们对卫浴产品的概念，逐渐突破传统观念，愈加注重节能减排、艺术欣赏、保健养生等功能，并为高科技、智能化的卫浴产品的开发与应用带来机遇，推动国内卫浴行业向智能化等多样性应用领域发展。

预计 2026 国内智能坐便器市场规模将突破 200 亿。据奥维云网统计，2017 年-2021 年中国智能坐便器市场规模不断扩展，由 105.90 亿元增长至 147.20 亿元，其中 2020 年增速高达 14.99%，2021 年增速 9.04%。华经产业研究院预计 2026 年市场规模将突破 200 亿元。

图 12：2017-2026 中国智能坐便器市场规模（亿元）及增长率（按销售额）

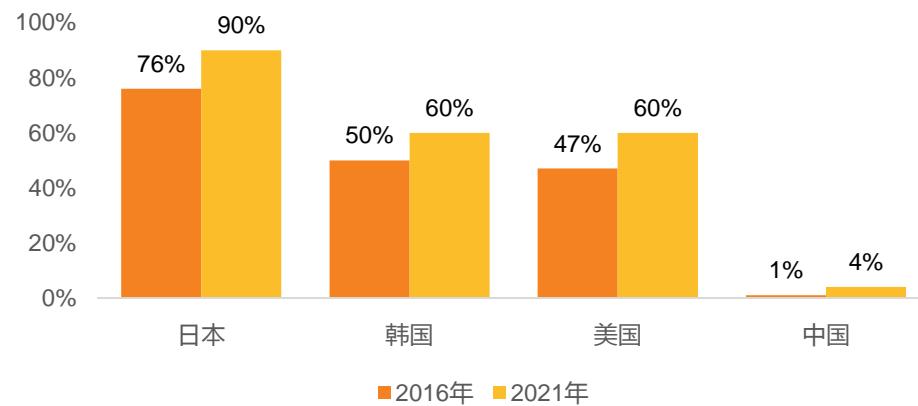


资料来源：奥维云网、华经情报网、天风证券研究所

据奥维云网（AVC）线上推总数据显示，2020 年智能一体机零售额 33.7 亿元，同比增长 40.6%，零售量 104.6 万台，同比提升 54.8%，智能马桶盖零售额 15.2 亿元，同比提升 3.1%，零售量 100 万台，同比提升 26.8%。

智能坐便器在中国市场渗透率仅 4%，远低于发达国家水平，仍有较大增长空间。根据华经情报网数据，截至 2021 年，日本智能坐便器市场渗透率接近 90%、韩国约 60%、美国约 60%；而我国市场渗透率仅为 4%。在上海、北京、广州等一线城市，智能坐便器渗透率为 5-10%以上，新一线城市渗透率为 3-5%左右，而三四线城市和乡镇市场几乎处于空白，有较大增长空间。

图 13：2016 与 2021 年部分国家智能坐便器市场渗透率对比

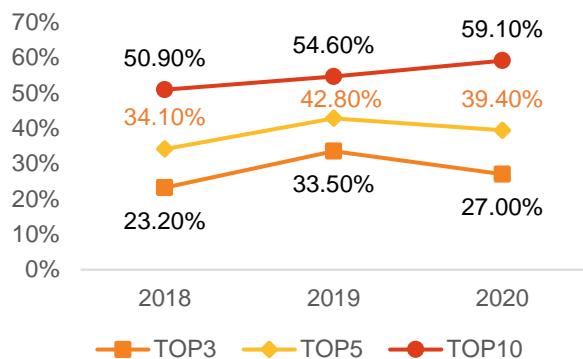


资料来源：华经情报网、天风证券研究所

国内智能坐便器品牌众多，竞争激烈。中国智能坐便器市场的品牌格局，既有传统卫浴行业品牌，也有单一从事智能坐便器产品的小厂商，还有跨界进入智能坐便器产业的综合家电企业、综合家居建材企业，以及互联网企业品牌。据公司 2021 年报内的不完全统计，2015 年我国有 68 家生产智能坐便器的制造商，而截止 2021 年我国从事生产、研发智能坐便器产品及相关产品的厂商已增至 300 家以上；智能坐便器仅线上品牌数量已从 2017 年 240 个增长至 2021 年 738 个。

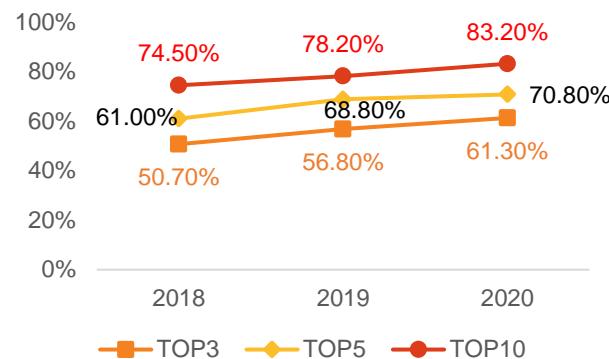
一体机品牌集中度低，发展态势良好。据奥维云网数据，2020年一体机品牌CR5仅39.4%，相较2019年的42.8%减少3.4pct，头部品牌仍以传统卫浴企业如箭牌、恒洁为主，代工品牌与外资品牌参与较多。2020年智能马桶盖品牌CR5为70.8%，集中度相对较高且保持较稳定的增长速度，松下领跑市场，零售份额占42%，但随着海尔、东芝、飞利浦、智米等品牌进入，松下优势有所下降。

图 14：2018-2020 年智能马桶一体机品牌零售额集中度走势



资料来源：奥维云网、天风证券研究所

图 15：2018-2020 年智能马桶盖品牌零售额集中度走势

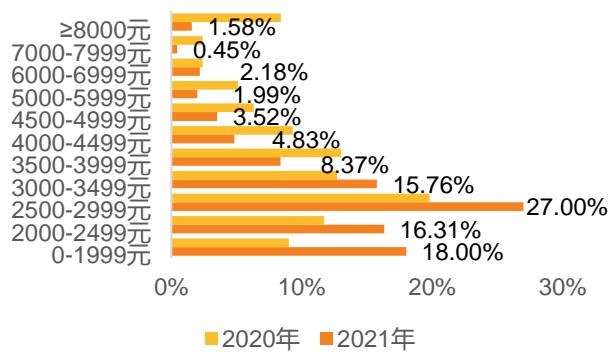


资料来源：奥维云网、天风证券研究所

据京东大数据研究院发布的《2021智能马桶线上消费趋势报告》显示，在2017年智能马桶盖与智能马桶一体机的销量比超6:4，而在2020年这一比例为3:7，智能马桶一体机销量逐年增长，展示出消费者从智能马桶盖到智能马桶一体机的转变。

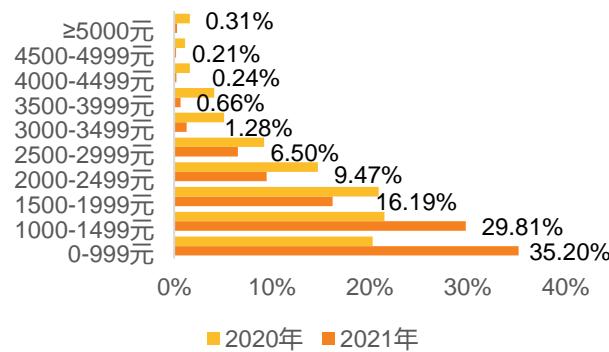
价格下沉，有助于渗透率提升、销量增长。据奥维云网数据，2021年智能马桶一体机在2500-2999元区间销量最多，占比27%。同时，3000-3499元区间占比虽仅15.76%，但同比增长3.06pct；3499元以下总占比77.07%，同比增长23.87pct，价格下沉趋势明显。2021年马桶盖999元以下占比35.2%，相较2020年增长14.9pct；1000-1499元占比29.81%，同比增长8.31pct；2021年1500元以下占比65.01%，已成为核心区间。产品均价下行，更有助于促进消费者购买，加速智能马桶普及进程。

图 16：2021 年智能马桶一体机线上渠道价格区间分布



资料来源：奥维云网、华经情报网、天风证券研究所

图 17：2021 年智能马桶盖线上渠道价格区间分布



资料来源：奥维云网、华经情报网、天风证券研究所

国产品牌发展契机来临，下游优选高端化品牌。随着民族文化自信的快速成长，近年来越来越多的年轻人开始偏向选择国货，民族卫浴品牌将迎来更广阔的发展空间。未来，随着国内消费升级，市场接受能力增强，消费者更加青睐具有品质保障、优质服务和设计创新的民族品牌。此外，下游房地产行业为了确保产品质量、性价比，争取品牌背书吸引购房者，国内工程采购多选择生产实力与品牌知名度兼备的高端品牌合作，卫浴企业的品牌化意识将不断得到强化。

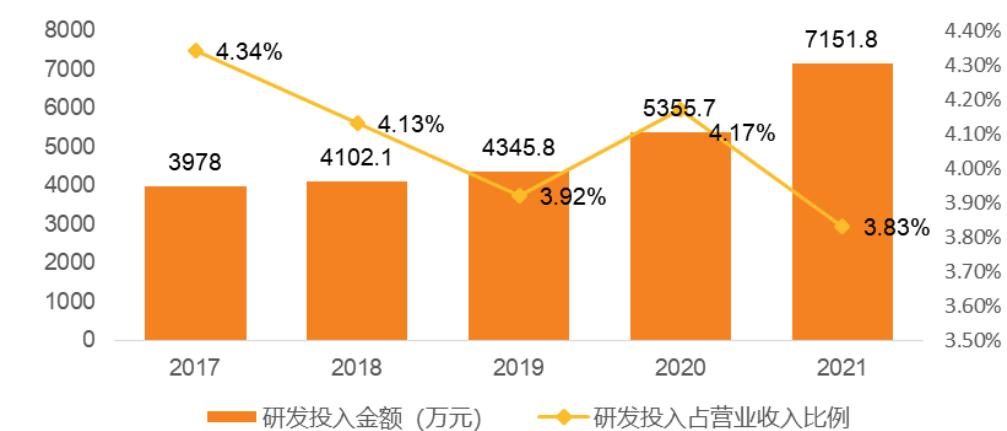
3. 技术创新成效显著，自有品牌转型发展迅速

3.1. 重视研发投入，持续技术创新

专利数量行业领先，研发投入持续扩大。公司专注于节水型冲水组件等卫浴配件产品、智能坐便器等智能卫浴产品、同层排水系统产品等的技术研发。公司及其控股子公司截止2022年上半年已拥有1612项专利权，其中包括：发明专利92项（含美国发明专利11项，欧洲发明专利2项），具备行业领先的卫浴节水技术。

公司始终注重研发体系建设和完善，形成强大产品研发和设计能力。公司研发中心根据目标市场上产品样式、功能需求的变化趋势及客户的实际需求进行新产品的设计与研发，每年均有多项新品在研开发项目。公司自成立以来，研发投入逐年增长，2021年研发投入7151.81万元，同比增长33.5%。

图 18：2017-2021 年公司研发投入



资料来源：公司公告、天风证券研究所

智能坐便器技术创新成效显著。公司智能坐便器产品研发设计尤其注重用电安全（符合西方发达国家卫生间用电产品安全观），用水安全（马桶冲刷用水、人体局部冲洗用水、自来水管道做到安全隔离，防止污染饮用水），耐用性（降低产品生命周期内的故障率）。

公司自主研发的“E-shion 冲刷系统”，双动力技术进行360°组合冲刷实现更佳冲刷效果的同时进行节约用水并有效缓解直冲噪音大的问题，内置“一体式冲洗阀”、下沉式水箱实现纯机械式无电冲刷并且主冲不受水压影响。

创新成果获行业高度认可。自2003年起，公司被厦门市科技局认定为“高新技术企业”；2012年、2015年、2018年、2021年均通过高新技术企业资格的重新认定；公司先后斩获2020年智净杯“智能卫浴科技创新奖”、中国建陶质量大会“科技领先产品奖”、中国建筑卫生陶瓷协会2021年度“科技创新三等奖”（《A2422 桶式双按排水阀》项目）、2021年度中国建筑卫生陶瓷协会“科技创新二等奖”（《E-shion 冲刷系统/A7000》项目）等技术荣誉。

3.2. 冲水组件积累丰富客户资源，智能坐便器逐步打开市场

产品获多国认证，国际市场积累深厚。公司产品获得：美国 cUPC、EGS、FCC、EPA、Mass、DOE、CEC、MAP、NSF等认证，中国CQC认证、水效认证，澳大利亚WaterMark、WELS、RCM认证，英国WRAS认证，欧盟CE认证，法国NF认证，印度UPCI认证，中国香港

WSD 认证，新加坡 PSB 认证，沙特阿拉伯 Saber、WEL 认证，墨西哥 NOM 认证等十多个国家或地区的权威机构认证，在同行业中处于领先地位，使得公司产品在国际市场上具有较大竞争优势。

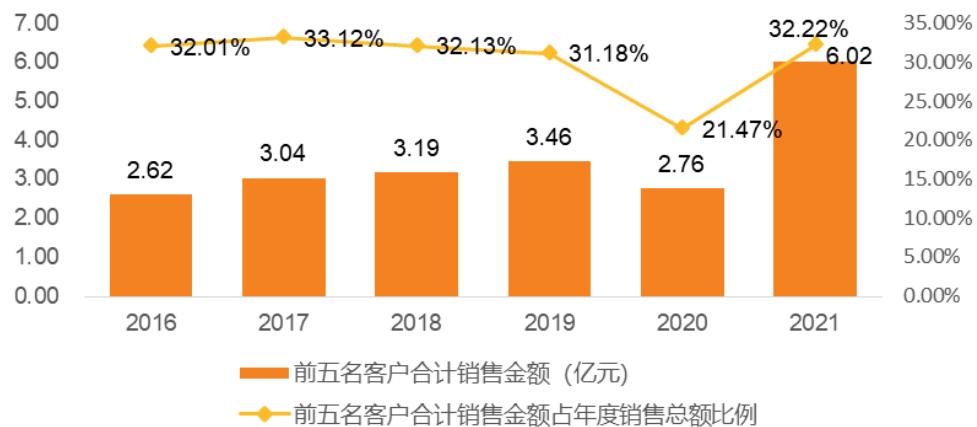
节水型冲水组件技术优势显著，积累丰富客户资源。公司在节水型冲水组件细分行业在行业内知名度高，包括 ROCA、INAX、KOHLER、American Standard、箭牌、航标等海内外知名中高端卫浴品牌厂商均与公司建立良好、稳定的合作关系，公司节水型冲水组件等产品进入全球顶级卫浴品牌商配套体系。节水型冲水组件是便器类卫生洁具核心配件，知名卫浴品牌商最注重配套产品品质可靠性与质量稳定性，这也是对公司产品的高度肯定，优质且丰富的客户资源为公司长远发展奠定坚实基础。公司前五大客户在 2016 年至 2019 年间，以及 2021 年都贡献公司 30%以上的销售额，为公司稳健经营提供保障。

图 19：公司主要客户品牌标志



资料来源：各公司中国官网、天风证券研究所

图 20：2016-2021 年公司前五大客户的销售额



资料来源：公司公告、天风证券研究所

智能坐便器发展迅速，逐步打开国内外市场。公司智能坐便器产品为部分海内外中高端卫浴品牌、著名家电品牌及境内互联网企业提供 ODM，其中含有国内个别一线家电巨头和

海外个别顶级奢侈卫浴品牌。公司从智能坐便器研发设计、到生产制造、再到品质管控、最后到售后服务，都有专业、严整、完善的自有体系，并且逐年推出升级换代新功能产品，能够更好的满足客户的需求。

3.3. 智能卫浴产能充足，支持自有品牌业务转型

卫浴及配件产量实现突破。公司自 2016 年上市募集资金，累计投入 3.28 亿元用于新建年产 1120 万套卫浴配件生产基地，已达到预定可使用状态。卫浴及其配件是公司营收的重要组成部分，2021 年公司卫浴及配件产品实现 3695.78 万套生产量，同比增长 46.9%。

智能卫浴产能储备充足，保障品牌业务增长。公司 2016 年上市募集资金，累计投入 2816.97 万元用于阳明路卫浴配件生产基地改扩建项目，并于 2020 年决定变更募投项目，投资总额 3.91 亿元由公司一级全资子公司厦门一点智能科技有限公司实施“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目”，预计将于 2022 年 12 月前建设完毕。现有智能车间改造、新建项目建设均完成后，智能卫浴产品产能将扩产至 150 万套。

突破原有商业模式，积极培育自主品牌。国内智能坐便器市场渗透率较低，公司预计未来市场容量较大。智能坐便器产品有可能颠覆传统陶瓷坐便器行业，并为国内智能卫浴行业提供弯道超车机会。公司在原有以代工业务为主基础上，勇于开拓自主品牌。目前公司智能卫浴产品主要包括：智能马桶、智能马桶盖、卫浴感应产品（感应水龙头、感应小便器等）。2022H1 智能马桶及盖板营收占到总营收 45.64%。智能卫浴产品取得全球多个国家的产品质量认证，公司智能卫浴产品曾获“沸腾杯”质量金奖。

图 21：瑞尔特智能卫浴线上销售产品



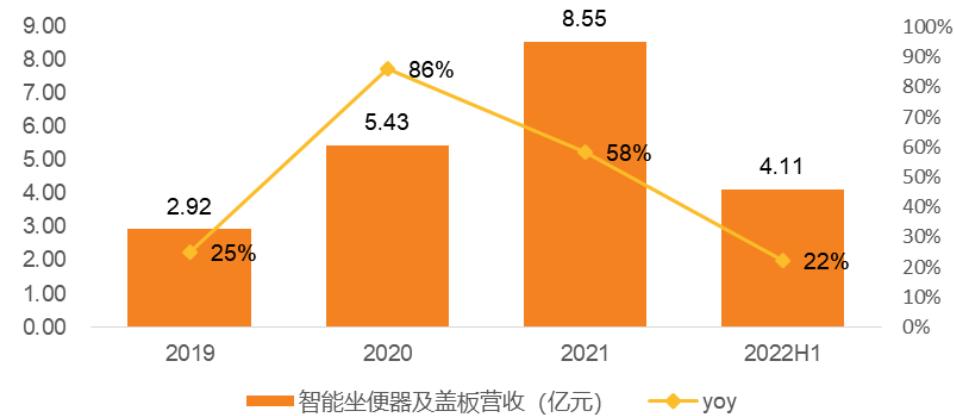
资料来源：瑞尔特天猫旗舰店、天风证券研究所

备注：价格仅供参考

以智能坐便器产品为代表的自主品牌迅速放量，驱动智能坐便器及盖板业务高增。受益于在智能卫浴产品领域持续加大投入，大力开拓市场，公司智能坐便器销售额自 2020 年以来实现大幅增长。2020 年公司智能马桶及盖板业务收入同比增长 86.1%，成为公司业绩新增长点。2021 年智能马桶及盖板营收达 8.55 亿，占总营收比重 45.75%。2022 年上半年营收

达 4.11 亿元，占总营收比重 45.64%。

图 22：智能坐便器及盖板营收（亿元）及 YOY



资料来源：公司公告、天风证券研究所

品牌业务各渠道并进，毛利率基本保持稳定。公司目前主要有三个销售渠道：1) 线上渠道（京东、天猫、抖音）；2) 经销商渠道，公司与具有良好商业信誉、广泛销售渠道、丰富客户资源的经销商进行合作；3) 工程渠道，目前占比较低。2020 年以来，随着产能扩大、智能卫浴产品的推进、渠道的拓展，在疫情背景下智能坐便器及盖板毛利率基本保持稳定，2020 年智能坐便器及盖板毛利率为 19.69%，2021 年毛利率为 19.09%。

4. 盈利预测与估值

公司具备较为完整的产品研发体系、生产制造体系和质量控制体系，并在节水型冲水组件等卫浴配件产品、智能坐便器等智能卫浴产品、同层排水系统产品等产品领域的市场竞争中，积累了一定竞争优势。随着国内智能坐便器迅速发展，我们假设智能坐便器及盖板相关业务 22-24 年持续加速增长；水箱及配件业务 23-24 年恢复稳健增长。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2022-24 年公司营收分别为 20.2、24.4、29.2 亿元，归母净利分别为 2.1、2.6、3.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.5、0.62、0.76 元/股，对应 PE 分别为 19、15、13x。

表 3：公司 2022-2024 年收入预测（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	18.68	20.23	24.39	29.20
YOY	45.48%	8.26%	20.58%	19.72%
智能坐便器及盖板	8.55	9.83	12.97	16.74
YOY	58%	15%	32%	29%
水箱及配件	7.76	7.76	8.30	8.89
YOY	31%	0%	7%	7%
其他	2.37	2.64	3.11	3.58
YOY	57%	11%	18%	15%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们选取可比公司箭牌家居、欧派家居、朗特智能、和而泰等，其 2023 年 PE 均值约为 18.35x，

故我们给予瑞尔特 2023 年目标 PE 约为 18.35x，对应目标股价约为 11.38 元/股。

表 4：可比公司 P/E (2022 年 11 月 29 日)

	2022P/E	2023P/E	2024P/E
箭牌家居	22.21	18.11	14.93
欧派家居	24.91	21.18	17.97
朗特智能	22.6	16.96	11.55
和而泰	23.61	17.14	12.84
均值	23.33	18.35	14.32

资料来源：wind，天风证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

5. 风险提示

(1) 市场竞争加剧风险

公司主营的智能卫浴行业集中度较低，市场竞争较为激烈。如果公司未能在技术、营销等方面占据优势，将面临一定的市场竞争风险。

(2) 房地产市场调控风险

如果国内进一步出台政策并加强房地产市场调控力度，房地产增速存在持续放缓的可能性，这将影响到公司产品的国内市场消费需求，进而影响公司国内市场的销售收入。

(3) 汇率波动风险

公司产品出口以美元作为主要结算货币。人民币对美元汇率波动较大，汇率的波动在一定程度上影响公司出口产品的盈利能力，并进而影响公司经营业绩。

(4) 产品研发和技术创新风险

如果公司无法及时把握卫浴配件行业的发展趋势，加大对新产品的研发力度，保持公司在行业内领先的技术研发优势，公司将面临越来越大的市场竞争风险。

(5) 原材料价格波动风险

公司生产产品所需主要原材料为工程塑料、五金件、橡胶件等，如果公司主要原材料价格出现大幅波动，将使公司的生产成本控制具有不确定性，从而影响公司经营业绩。

(6) 宏观经济风险

国际上，全球贸易局势紧张且增速放缓，各国单边主义和贸易保护主义抬头、贸易摩擦升级，可能造成公司所处行业的出口增速下降。国内，若未来经济增速下降，固定资产投资增速放缓，居民消费需求降低，房地产市场低迷，可能对公司的外部发展环境造成影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	482.75	460.52	493.58	597.47	688.07	营业收入	1,284.20	1,868.29	2,022.62	2,438.93	2,919.98
应收票据及应收账款	464.82	578.91	652.09	819.35	904.01	营业成本	973.89	1,446.33	1,520.20	1,814.07	2,166.62
预付账款	14.16	15.10	16.61	22.49	22.75	营业税金及附加	10.32	10.46	16.59	13.41	16.35
存货	238.09	287.50	332.47	396.14	450.91	销售费用	51.47	94.62	107.60	104.87	125.27
其他	399.97	309.91	360.65	361.77	343.56	管理费用	75.62	99.45	120.95	128.29	153.01
流动资产合计	1,599.80	1,651.94	1,855.40	2,197.23	2,409.31	研发费用	53.56	71.52	85.76	92.68	113.30
长期股权投资	2.58	0.13	0.13	0.13	0.13	财务费用	20.03	9.77	(3.35)	(3.83)	(4.51)
固定资产	410.88	431.73	346.78	261.82	176.87	资产/信用减值损失	(10.87)	(16.49)	(18.65)	(13.20)	(16.11)
在建工程	3.64	58.94	68.94	73.94	78.94	公允价值变动收益	4.49	(4.24)	65.16	(17.36)	(10.15)
无形资产	31.80	31.49	30.14	28.79	27.44	投资净收益	16.08	16.21	12.41	16.30	14.97
其他	40.78	64.70	42.33	48.59	50.98	其他	(35.43)	(8.26)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	489.68	587.00	488.32	413.27	334.36	营业利润	125.04	148.92	233.79	275.16	338.66
资产总计	2,089.49	2,238.93	2,343.72	2,610.50	2,743.67	营业外收入	0.01	1.10	0.31	0.93	0.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.13	0.23	1.10	0.33	0.55
应付票据及应付账款	226.24	244.05	261.55	352.89	366.76	利润总额	123.92	149.79	233.00	275.76	338.88
其他	116.48	130.83	155.76	203.71	155.73	所得税	9.58	16.22	25.56	22.83	30.84
流动负债合计	342.72	374.88	417.31	556.60	522.49	净利润	114.34	133.56	207.44	252.93	308.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.29)	(5.80)	(3.19)	(5.17)	(8.14)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	114.63	139.36	210.62	258.10	316.18
其他	39.81	66.72	45.76	50.76	54.42	每股收益(元)	0.27	0.33	0.50	0.62	0.76
非流动负债合计	39.81	66.72	45.76	50.76	54.42						
负债合计	405.98	469.69	463.07	607.36	576.91						
少数股东权益	0.33	(4.70)	(6.33)	(8.95)	(13.20)	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	418.47	418.33	418.01	418.01	418.01	成长能力					
资本公积	449.13	453.95	455.73	455.73	455.73	营业收入	15.75%	45.48%	8.26%	20.58%	19.72%
留存收益	844.60	921.26	1,029.50	1,159.97	1,325.38	营业利润	-39.16%	19.10%	56.99%	17.70%	23.08%
其他	(29.03)	(19.60)	(16.26)	(21.63)	(19.16)	归属于母公司净利润	-36.86%	21.58%	51.13%	22.54%	22.50%
股东权益合计	1,683.51	1,769.25	1,880.65	2,003.14	2,166.76	获利能力					
负债和股东权益总计	2,089.49	2,238.93	2,343.72	2,610.50	2,743.67	毛利率	24.16%	22.59%	24.84%	25.62%	25.80%
						净利率	8.93%	7.46%	10.41%	10.58%	10.83%
						ROE	6.81%	7.86%	11.16%	12.83%	14.50%
						ROIC	17.90%	17.01%	20.46%	24.09%	28.56%
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	114.34	133.56	210.62	258.10	316.18	资产负债率	19.43%	20.98%	19.76%	23.27%	21.03%
折旧摊销	79.01	84.83	86.31	86.31	86.31	净负债率	-28.68%	-25.59%	-26.11%	-29.65%	-31.54%
财务费用	24.00	11.37	(3.35)	(3.83)	(4.51)	流动比率	4.37	4.10	4.45	3.95	4.61
投资损失	(16.08)	(16.21)	(12.41)	(16.30)	(14.97)	速动比率	3.72	3.39	3.65	3.24	3.75
营运资金变动	(149.68)	(108.44)	(84.47)	(118.02)	(165.64)	营运能力					
其它	35.71	(2.71)	61.98	(22.53)	(18.28)	应收账款周转率	3.11	3.58	3.29	3.32	3.39
经营活动现金流	87.29	102.40	258.68	183.72	199.08	存货周转率	6.08	7.11	6.52	6.69	6.89
资本支出	82.34	131.57	30.95	0.00	1.35	总资产周转率	0.65	0.86	0.88	0.98	1.09
长期投资	2.58	(2.45)	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(116.82)	(180.38)	(158.70)	45.91	28.94	每股收益	0.27	0.33	0.50	0.62	0.76
投资活动现金流	(31.90)	(51.26)	(127.75)	45.91	30.28	每股经营现金流	0.21	0.24	0.62	0.44	0.48
债权融资	(20.03)	(2.01)	(1.83)	4.69	5.66	每股净资产	4.03	4.24	4.51	4.81	5.22
股权融资	(50.59)	(48.60)	(96.04)	(130.44)	(144.42)	估值比率					
其他	17.13	(20.97)	0.00	(0.00)	(0.00)	市盈率	34.61	28.46	18.83	15.37	12.55
筹资活动现金流	(53.48)	(71.58)	(97.87)	(125.75)	(138.76)	市净率	2.36	2.24	2.10	1.97	1.82
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	5.77	9.90	9.05	8.06	6.61
现金净增加额	1.92	(20.44)	33.07	103.89	90.60	EV/EBIT	8.12	13.41	12.08	10.47	8.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com