

瑞尔特 (002790)：智能马桶业务快速发展，自主品牌开拓顺利

2023年4月19日

推荐/维持

瑞尔特

公司报告

事件：公司发布 2022 年度报告。公司全年营业收入 19.6 亿元，同比+4.9%；归母净利润 2.1 亿元，同比+51.4%；扣非归母 1.9 亿元，同比+68.5%。其中 Q4 营业收入 5.7 亿元，同比+2.6%；归母净利润 0.57 亿元，同比+103.8%；扣非归母 0.49 亿元，同比+145.9%，业绩端高速增长。

智能马桶业务快速发展，自主品牌发展迅猛。公司智能马桶及盖板业务实现收入 10.1 亿元，同比+17.7%，收入占比已超过 50%，业务的快速发展助力公司在 2022 年内需压力下实现逆势增长。分业务类型，智能马桶的 ODM 与自主品牌业务均有较快发展，其中 **自主品牌发展迅猛**。自主品牌线上 2022 年收入 1.15 亿元，同比+564%；线下也在快速拓展，经销商数量快速增加。自主品牌收入占比提升，拉动智能马桶业务毛利率同比+4.6pct 至 23.6%，此外原材料价格回落对毛利率提升也有所贡献。智能马桶 ODM 业务利用过往积累的客户资源进行拓展，海外市场 2022 年初步打开。根据奥维云网数据，2022 年智能马桶线上零售规模 62 亿元，同比上涨 23%，行业保持高景气度。公司深耕马桶产业链 20 余年，前瞻性布局智能马桶业务，把握住了近年行业高速发展的红利，在整机制造和品牌建设上占据了先机，并且积极做产能储备。根据中国家电网数据，国内智能马桶普及率在 5% 左右，对比日韩 60% 以上的普及率提升空间大，行业有望保持快速发展势头，公司智能马桶业务持续高增可期。

传统水件业务受地产影响承压，龙头地位稳固。水箱及配件、同层排水系统产品分别实现收入 7.2、1.8 亿元，同比-7.5%、+2.7%。水箱及配件主要为冲水组件，行业格局稳固，公司多年来保持国内份额第一，全球第三，龙头地位稳固。水箱及配件业务 2022 年受国内地产压力影响有所下滑，今年随地产回暖增长可期。水件毛利率同比+2.3pct，主要受益原材料价格回落。同层排水系统产品主要市场为国外，国内渗透率提升提供一定增量，业务平稳发展。整体来看，冲水组件及同层排水等传统业务今年回暖可期，未来预计平稳发展。

毛利率提升逻辑持续兑现。公司 2022 年毛利率 24.8%，同比+2.1pct（其中 Q4 毛利率同比+2.6pct），各品类毛利率均有提升，原材料价格回落以及自主品牌占比提高是主要原因。目前原材料价格保持低位，自主品牌高速发展，叠加智能马桶产能利用率提高，毛利率继续提升可期。全年公司销售、管理、研发费用率分别+1.2、-0.5、+0.4pct，自主品牌的推广使得整体费用率上升。此外人民币贬值下汇兑损益增长，推动财务费用率同比-2.8pct。综合来看，全年净利率 10.8%，同比+3.3pct，若剔除汇兑损益影响，同比+1.1pct，利润率向好。自主品牌的持续拓展，有望推动公司盈利能力持续提升。

盈利预测与投资评级：公司是国内最大的冲水组件生产商，前瞻性地布局智能马桶，把握住了行业的高速发展机遇，建立了先发优势。公司自有品牌开拓顺利，发展迅猛，打开未来增长空间。智能马桶渗透率持续提升，空间广阔，我们看好瑞尔特能充分享受行业的快速发展，自有品牌占比提高拉动整体净利率提升。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 23.9、27.9、32.2 亿元，归母净利润为 2.4、3.0、3.5 亿元，目前股价对应 PE 分别为 15.7、12.7、10.9

公司简介：

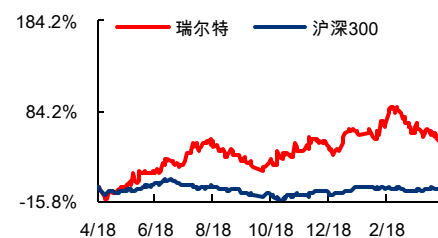
公司是一家致力于节约全球水资源的卫浴产品的研发、生产和销售的高新技术企业。公司主要生产的卫浴产品，包括节水型冲水组件、静音缓降盖板、隐藏式水箱、挂式水箱、感应产品、智能盖板等，产品主要应用在家居住宅、宾馆酒店、商场、写字楼等房屋建筑中卫生间设施。公司先后获得“厦门市专利试点企业”、“福建省著名商标”、“福建名牌产品”、“中国卫浴产品行业知名品牌”、“中国卫浴名牌产品”、“《节能产品政府采购清单》入选企业”等诸多殊荣。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

| | |
|-----------------|---------------|
| 52 周股价区间 (元) | 11.54-5.32 |
| 总市值 (亿元) | 38.4 |
| 流通市值 (亿元) | 23.69 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 41,790/41,790 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | -/- |
| 52 周日均换手率 | 3.32 |

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

倍，维持“推荐”评级。

风险提示：自有品牌推广不及预期，原材料价格大幅波动，地产销售回暖不及预期。

财务指标预测

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 1,868.29 | 1,959.59 | 2,391.27 | 2,791.75 | 3,221.66 |
| 增长率（%） | 45.48% | 4.89% | 22.03% | 16.75% | 15.40% |
| 归母净利润（百万元） | 139.36 | 210.94 | 243.22 | 301.47 | 352.25 |
| 增长率（%） | 21.58% | 51.36% | 15.30% | 23.95% | 16.85% |
| 净资产收益率（%） | 7.86% | 10.90% | 11.76% | 13.57% | 14.68% |
| 每股收益（元） | 0.34 | 0.51 | 0.58 | 0.72 | 0.84 |
| PE | 26.88 | 17.92 | 15.71 | 12.67 | 10.85 |
| PB | 2.16 | 1.97 | 1.85 | 1.72 | 1.59 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产合计 | 1652 | 1829 | 1975 | 2122 | 2278 | 营业收入 | 1868 | 1960 | 2391 | 2792 | 3222 |
| 货币资金 | 461 | 554 | 622 | 659 | 714 | 营业成本 | 1446 | 1473 | 1757 | 2028 | 2336 |
| 应收账款 | 468 | 397 | 459 | 497 | 530 | 营业税金及附加 | 10 | 14 | 17 | 20 | 23 |
| 其他应收款 | 6 | 6 | 7 | 9 | 10 | 营业费用 | 95 | 123 | 155 | 186 | 216 |
| 预付款项 | 15 | 19 | 21 | 25 | 27 | 管理费用 | 99 | 94 | 112 | 131 | 151 |
| 存货 | 287 | 303 | 366 | 428 | 493 | 财务费用 | 10 | -45 | -3 | -3 | -4 |
| 其他流动资产 | 4 | 7 | 12 | 16 | 16 | 研发费用 | 72 | 83 | 100 | 114 | 129 |
| 非流动资产合计 | 587 | 601 | 649 | 693 | 780 | 资产减值损失 | 8.18 | 5.67 | 3.00 | 2.00 | 2.00 |
| 长期股权投资 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | -4.24 | 1.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 432 | 513 | 549 | 580 | 605 | 投资净收益 | 16.21 | 4.35 | 10.28 | 7.31 | 8.80 |
| 无形资产 | 31 | 30 | 34 | 37 | 39 | 加:其他收益 | 16.24 | 17.38 | 16.81 | 17.09 | 16.95 |
| 其他非流动资产 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 营业利润 | 149 | 236 | 278 | 339 | 396 |
| 资产总计 | 2239 | 2430 | 2624 | 2815 | 3058 | 营业外收入 | 1.10 | 0.00 | 0.55 | 0.28 | 0.41 |
| 流动负债合计 | 403 | 410 | 481 | 518 | 584 | 营业外支出 | 0.23 | 4.32 | 5.00 | 1.00 | 1.00 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 19 | 0 | 0 | 利润总额 | 150 | 232 | 273 | 339 | 396 |
| 应付账款 | 244 | 252 | 294 | 341 | 392 | 所得税 | 16 | 24 | 30 | 37 | 44 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 净利润 | 134 | 208 | 243 | 301 | 352 |
| 一年内到期的非流 | 8 | 6 | 6 | 6 | 6 | 少数股东损益 | -6 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 67 | 93 | 83 | 85 | 84 | 归属母公司净利润 | 139 | 211 | 243 | 301 | 352 |
| 长期借款 | 0 | 25 | 25 | 25 | 25 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 470 | 503 | 564 | 603 | 668 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | -5 | -8 | -8 | -8 | -8 | 营业收入增长 | 45.48% | 4.89% | 22.03% | 16.75% | 15.40% |
| 实收资本(或股本) | 418 | 418 | 418 | 418 | 418 | 营业利润增长 | 19.10% | 58.51% | 17.66% | 22.22% | 16.77% |
| 资本公积 | 454 | 456 | 456 | 456 | 456 | 归属于母公司净利 | 21.58% | 51.36% | 15.30% | 23.95% | 16.85% |
| 未分配利润 | 774 | 905 | 1004 | 1128 | 1273 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 1774 | 1935 | 2069 | 2221 | 2399 | 毛利率(%) | 22.59% | 24.81% | 26.53% | 27.34% | 27.49% |
| 负债和所有者权益 | 2239 | 2430 | 2624 | 2815 | 3058 | 净利率(%) | 7.15% | 10.62% | 10.17% | 10.80% | 10.93% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | 6.22% | 8.68% | 9.27% | 10.71% | 11.52% |
| 单位:百万元 | | | | | | ROE(%) | 7.86% | 10.90% | 11.76% | 13.57% | 14.68% |
| 经营活动现金流 | 102 | 363 | 246 | 293 | 363 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 134 | 208 | 243 | 301 | 352 | 资产负债率(%) | 21% | 21% | 21% | 21% | 22% |
| 折旧摊销 | 84.83 | 91.24 | 45.84 | 51.61 | 57.36 | 流动比率 | 4.10 | 4.46 | 4.11 | 4.10 | 3.90 |
| 财务费用 | 10 | -45 | -3 | -3 | -4 | 速动比率 | 3.39 | 3.72 | 3.35 | 3.27 | 3.06 |
| 应收账款减少 | -111 | 71 | -62 | -39 | -32 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 总资产周转率 | 0.86 | 0.84 | 0.95 | 1.03 | 1.10 |
| 投资活动现金流 | -51 | -260 | -88 | -88 | -136 | 应收账款周转率 | 5 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 公允价值变动收益 | -4 | 2 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 7.95 | 7.90 | 8.76 | 8.79 | 8.79 |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 3 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 16 | 4 | 10 | 7 | 9 | 每股收益(最新摊 | 0.34 | 0.51 | 0.58 | 0.72 | 0.84 |
| 筹资活动现金流 | -72 | -47 | -90 | -167 | -172 | 每股净现金流(最 | -0.05 | 0.14 | 0.16 | 0.09 | 0.13 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新 | 4.24 | 4.63 | 4.95 | 5.31 | 5.74 |
| 长期借款增加 | 0 | 25 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 26.88 | 17.92 | 15.71 | 12.67 | 10.85 |
| 资本公积增加 | 5 | 2 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.16 | 1.97 | 1.85 | 1.72 | 1.59 |
| 现金净增加额 | -20 | 57 | 68 | 37 | 55 | EV/EBITDA | 13.87 | 11.73 | 10.14 | 8.23 | 6.98 |

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业研究助理, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526