

瑞尔特(002790)

报告日期: 2023年07月01日

卫浴代工龙头，自主品牌崛起

——瑞尔特深度报告

投资要点

瑞尔特是卫浴代工龙头，智能马桶收入贡献半壁江山，21年起自建品牌。当前智能马桶行业加速渗透，公司产品优+高性价比，电商运营强势+线下加快铺设，我们看好公司自主品牌的快速崛起。

□ 卫浴代工龙头，发力自主品牌

瑞尔特始创于1999年，卫浴配件代工起家，目前冲水组件国内第一，全球第三，后业务延伸成为国内智能马桶代工龙头，2021年开始自建品牌。2022年实现营业收入19.6亿元，2018-2022年复合增速19.5%，实现归母净利润2.1亿元，2018-2022年复合增速7%，22年受益于原材料成本回落+汇兑收益，净利率回升。

□ 卫浴行业：乘智能之风，见国货崛起

卫浴行业2000亿市场，近年行业有三大产业趋势变化：1) 智能马桶高增，渗透低空间大：智能马桶超230亿市场，17-22年销量年复合增速12.8%，目前渗透率按保有量计仅4%，按销售量计15%，相比美日韩渗透率60-90%有很大空间。**2) 国货崛起：**卫浴行业外资进场早，近年国货快速崛起，智能马桶是国货弯道超车关键，一体机市占TOP3分别是箭牌/九牧/恒洁。**3) 龙头持续集中。**2021年我国卫生陶瓷零售端CR3达43.5%，相比2012年持续提升了14pct，我们认为CR3长期看到至少50%。

智能马桶产业链梳理：上游核心部件利润率较高，中游代工企业利润率较低，品牌商利润率较高，下游渠道毛利率最高，但费用率较高。**瑞尔特**处于上游和中游环节，上游核心部件冲水组件2019年毛利率可达33%，中游智能马桶代工环节毛利率偏低，但受益于高毛利自主品牌崛起，预计未来毛利率可持续优化。

□ 自主品牌：智能技术领先，电商高增亮眼

产品端：1) **定价高性价比，爆款成功打造。**产品策略一方面主推2000元左右轻智能低价引流，一方面主推高性价比全智能马桶，市场同价位段但功能更多。2023年线上已成功打造多个爆款单品F3、UX7、A1、A6等。2) **产品研发持久投入，智能技术行业领先。**智能马桶产品研发深耕数年，18-22年研发费用率在4%左右，且作为代工品牌已深受下游卫浴龙头品牌认可，功能技术领先，且稳定性强。3) **智能马桶延展卫浴空间：**以智能马桶一体机延伸恒温花洒等，致力于提供整体智能卫浴产品解决方案。

渠道端：1) **电商运营优异，品牌强势高增：**2022年线上销售额1.16亿元，2020-2022年复合增速225%，2023年618期间卫浴品牌GMV排名，抖音稳居第二（22年双十一期间也为第二），京东排名第六，天猫排名第十。2) **线下零售加快布局，补流量提利润。**线下多为店中店模式，部分为品牌专卖店，投入低，扩张快，且线下净利率高于线上，是重要的流量补充来源。

□ 代工业务：冲水组件龙头，客户深度绑定

冲水组件代工：龙头稳固，毛利率高。该业务公司有三大优势：1) **冲水组件全球龙头。**根据公司22年报，目前居国内冲水组件第一名，全球冲水组件第三名；2) **头部客户合作，粘性强，龙头稳固。**目前公司深度合作客户包括科勒、美标、箭牌、惠达等；3) **该产品单值低，重要性高，毛利率高：**2019年公司冲水组件毛利率为33.1%。

智能马桶代工：代工龙头，资源复用，产品领先。公司为国内代工龙头，技术质量深

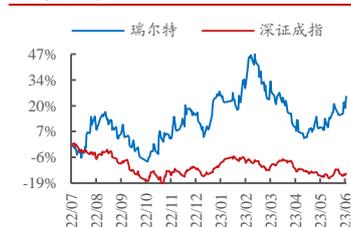
投资评级：买入(首次)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 9.72
总市值(百万元)	4,063.07
总股本(百万股)	418.01

股票走势图



相关报告

- 《智能卫浴新变局，国货崛起正当时——卫浴行业深度报告》
2023.04.19
- 《国货卫浴龙头，领衔智能风潮——箭牌家居深度报告》
2023.06.09

受用户认可，下游代工客户包括定位高端市场的外资卫浴品牌、国内传统卫浴品牌、家电品牌，互联网品牌等。该业务短期因大客户转自产有所承压，长期受益于智能马桶行业高增。

产能持续投放，支撑智能马桶高增。 年产 120 万智能卫浴产品生产基地建设项目即将投产，可满足代工和自有品牌增长需求，同时规模效应下有助降本增效。

毛利率受益于原材料成本下行。 工程塑料件生产成本占比在 30% 以上，2023 年以来原材料持续下行，预计公司毛利率可增厚。

□ 盈利预测与估值

公司处于智能马桶高景气赛道，看好自有品牌崛起，依靠高性价比产品、强电商运营能力、线下快速起量。同时，代工业务长期龙头稳固，短期库存和大客户承压因素环比改善。我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 23.52/28.80/34.86 亿元，同比增长 20.0%/22.4%/21.1%，归母净利润 2.52/3.08/3.81 亿元，同比增长 19.7%/22.1%/23.7%，对应当前市值 PE 为 15.89/13.01/10.52，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧；地产波动风险；智能渗透率提升不及预期；原材料价格波动；大客户订单波动；海外订单恢复不及预期；自主品牌费用投放超预期；行业规模测算偏差等。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,960	2,352	2,880	3,486
(+/-) (%)	4.9%	20.0%	22.4%	21.1%
归母净利润	211	252	308	381
(+/-) (%)	51.4%	19.7%	22.1%	23.7%
每股收益(元)	0.50	0.60	0.74	0.91
P/E	19.02	15.89	13.01	10.52

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 卫浴代工龙头，发力自主品牌	6
1.1 深耕卫浴行业，从配件代工到自主品牌	6
1.2 创始人团队持股，高管稳定经验足	9
2 卫浴行业：乘智能之风，见国货崛起	11
2.1 行业新风向：智能风起，国货崛起，龙头集中	11
2.2 智能马桶产业链梳理	14
3 自主品牌：智能技术领先，电商高增亮眼	16
3.1 产品端：高性价比爆款，智能技术行业领先	16
3.2 渠道端：电商运营强势，线下加快布局	20
4 代工业务：冲水组件龙头，客户深度绑定	22
5 盈利预测与估值	25
6 风险提示	26

图表目录

图 1: 瑞尔特产品矩阵.....	6
图 2: 公司发展历程.....	7
图 3: 股权结构图（截至 2023 年一季报）.....	9
图 4: 瑞尔特管理层一览.....	10
图 5: 公司管理架构.....	11
图 6: 卫浴行业市场规模.....	11
图 7: 智能马桶渗透率（按保有量）.....	11
图 8: 2020 年智能马桶一体机市占率.....	12
图 9: 中国智能马桶市场金字塔（价格为终端零售价）.....	13
图 10: 中国卫生陶瓷零售端市占率持续提升.....	13
图 11: 美国卫生陶瓷零售端市场格局.....	13
图 12: 日本卫生陶瓷零售端市场格局.....	14
图 13: 2021 年家居家电市场规模及 CR3 对比.....	14
图 14: 智能马桶产业链梳理.....	15
图 15: 智能马桶产业链价值分布.....	15
图 16: 智能马桶产业链代表公司利润率一览（2022 年）.....	16
图 17: 瑞尔特自有品牌产品梳理（注：此为线上折扣价）.....	17
图 18: 23 年 618 京东家装建材单品榜.....	17
图 19: 23 年 618 抖音卫浴洁具单品榜.....	17
图 20: 公司研发费用情况.....	18
图 21: 公司研发人数与专利数量情况.....	18
图 22: 瑞尔特“E-shion 冲刷系统”.....	19
图 23: 瑞尔特获得八十多个国家或地区的权威机构认证.....	19
图 24: 瑞尔特线上销售额及增速.....	20
图 25: 瑞尔特销售费用率处于行业低位.....	20
图 26: 23 年 618 抖音家装建材品牌 GMV 排行榜.....	21
图 27: 23 年 618 京东卫浴品牌 GMV 排行榜.....	21
图 28: 武汉全景体验馆（直营）.....	22
图 29: 青岛建材城展区店（经销）.....	22
图 30: 南通品牌专卖店（经销）.....	22
图 31: 呼和浩特门店（经销）.....	22
图 32: 公司前 5 大客户销售稳定.....	23
图 33: 产能投放进度.....	24
图 34: 智能马桶主要原材料.....	24
图 35: 工程塑料价格（元/吨）与公司毛利率变动关系.....	25
图 36: 可比公司估值.....	26
表 1: 瑞尔特核心财务数据一览.....	8
表 2: 瑞尔特收入产品拆分.....	8
表 3: 瑞尔特收入地区拆分.....	9
表 4: 公司高管获售限制性股票激励情况.....	10
表 5: 智能马桶市场规模测算.....	12

表 6: 卫浴主流品牌竞争格局.....	12
表 7: 智能马桶一体机产品功能对比.....	18
表 8: 卫浴产品矩阵.....	19
表 9: 卫浴三大解决方案.....	20
表 10: 瑞尔特主要代工客户一览.....	23
表 11: 分产品预测.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	28

1 卫浴代工龙头，发力自主品牌

1.1 深耕卫浴行业，从配件代工到自主品牌

卫浴深耕 24 年，从配件代工到自建品牌。瑞尔特于 1999 年成立于厦门，主营卫浴产品的研发、生产与销售，主要产品包括智能坐便器及盖板、节水型冲水组件、挂式水箱、同层排水系统等。公司以卫浴配件代工起家，根据公司 22 年报，目前已居国内冲水组件第一名，全球冲水组件第三名，进而延伸到智能马桶代工，并于 2021 年开始建设自有品牌。2022 年实现营业收入 19.6 亿元，2018-2022 年复合增速 19.5%，实现归母净利润 2.1 亿元，2018-2022 年复合增速 7%，利润增速慢于收入，主要由于近年疫情冲击，原材料成本上行，以及低毛利的智能马桶代工业务占比提升。

图1：瑞尔特产品矩阵

产品类型	22年收入情况	产品名称	产品示例	产品定义
智能坐便器及盖板	收入10.06亿元 占比51.32% 同比+17.66%	智能坐便器		由机电系统和/或程序控制，完成至少包含温水清洗功能在内的一项及以上基本职能功能的坐便器，自动实现臀洗、妇洗、按摩、烘干、除臭及水压、座温、水温、风温的调节等功能。
		盖板		坐便器的盖和圈。
水箱及配件	收入7.18亿元 占比36.63% 同比-7.5%	节水型冲水组件		是公司最主要的产品。主要由进水阀、排水阀构成，应用在便器冲水水箱内部，作为便器的水源开关，具有开启冲水、补水、自动关闭的功能，可实现便器单次冲洗周期的用水量不大于6L，能将污物冲离便器存水弯、并排入重力排放系统。
		挂式水箱		装有进水阀、排水阀、驱动装置等附件，安装固定在墙壁或立壁上的冲洗水箱，包含与便器相连的管件和附件，实现冲刷功能。
同层排水系统	收入1.78亿元 占比9.09% 同比+2.96%	隐藏式水箱		装有进水阀、排水阀、驱动装置等附件，安装在隐蔽工程内的整体冲洗水箱，与壁挂式便器配套时，则由整体冲洗水箱和安装机架组成，适用于可实现同层排水的建筑房屋内。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司发展历史可分为 3 大阶段：

公司初创期（1999-2010）：1999 年成立于厦门，专注于马桶水件研发与生产，逐步研制出连体半排、全排双档排水阀，且 2004 年开始扩产，为国内外知名卫浴品牌提供代工服务，产品远销亚洲、南美、欧洲、北美等全球八十多个国家和地区。

智能化升级期（2011-2016）：早在 2008 年公司开始进行智能研发，并于 2011 年成功上市智能盖板，2012 年上市智能马桶一体机，2015 年上市双增流智能马桶。2016 年 3 月 8 日，公司正式于深交所 A 股上市，募集资金 6.15 亿元主要用于扩大产能。2017 年首发无水压限制 E-shion 系统智能马桶上市，2019 年研发健康检测智能马桶，2021 年研发智能物联马桶。公司为众多国内外知名卫浴品牌提供代工服务，智能马桶及盖板逐渐成为收入增长主要驱动力。

自主品牌崛起 (2021-至今)：公司于2021年开始建设瑞尔特自有品牌。同时，公司将部分原有募集资金转而投入“年产120万套智能卫浴产品生产基地建设项目”，进一步扩大智能卫浴产能。

图2：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

业绩速览：智能马桶核心驱动，利润率波动回升

收入端：1) **分品类看：**2022年智能坐便器及盖板/水箱配件/同层排水系统收入占比分别为51.3%/36.6%/9.1%/2.8%，同比+17.7%/-7.5%/+3%/-5.2%，智能坐便器及盖板收入贡献最大，增速最快，且占比持续提升。2) **分地区看：**2022年国内/国外收入占比分别为71.75%/28.25%，同比+4.66%/+5.47%，海外以代工为主。

利润端：1) **净利率波动主要受毛利率影响：**2018-2022年毛利率分别为28.8%/30.4%/24.2%/22.6%/24.8%，同比+1.6/-6.2/-1.6/+2.2pct，2020年毛利率下滑较多，主要受疫情导致开工率不足，且低毛利的智能坐便器及盖业务占比提升；2021年毛利率进一步下滑主因原材料涨价，2022年毛利率提升主因原材料成本回落+汇兑收益。2) **近年销售费用率上行，主因自主品牌持续投入。**

表1: 瑞尔特核心财务数据一览

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
营业总收入	993.79	1109.44	1284.20	1868.29	1959.59
YOY	8.34%	11.64%	15.75%	45.48%	4.89%
归母净利润	161.05	181.54	114.63	139.36	210.94
YOY	0.39%	12.73%	-36.86%	21.58%	51.36%
扣非归母净利润	144.02	162.09	83.61	114.33	192.64
YOY	3.21%	12.55%	-48.42%	36.75%	68.49%
毛利率	28.81%	30.40%	24.16%	22.59%	24.81%
期间费用率	10.84%	12.64%	15.63%	14.74%	13.00%
其中: 销售费用	39.56	54.68	51.47	94.62	123.28
销售费用率	3.98%	4.93%	4.01%	5.06%	6.29%
其中: 管理费用	45.14	56.04	75.62	99.45	93.89
管理费用率	4.54%	5.05%	5.89%	5.32%	4.79%
其中: 研发费用	41.02	43.46	53.56	71.52	82.93
研发费用率	4.13%	3.92%	4.17%	3.83%	4.23%
其中: 财务费用	-17.98	-13.94	20.03	9.77	-45.42
财务费用率	-1.81%	-1.26%	1.56%	0.52%	-2.32%
归母净利率	16.21%	16.36%	8.93%	7.46%	10.76%
扣非归母净利率	14.49%	14.61%	6.51%	6.12%	9.83%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 瑞尔特收入产品拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
智能座便器及盖板	232.53	291.60	542.66	854.74	1005.73
占比	23.40%	26.28%	42.26%	45.75%	51.32%
YOY	13.00%	25.40%	86.10%	57.51%	17.66%
毛利率	19.95%	24.39%	19.69%	19.09%	23.64%
同层排水系统(隐藏式水箱)	39.73	53.45	92.16	172.93	178.04
占比	4.00%	4.82%	7.18%	9.26%	9.09%
YOY	22.40%	34.53%	72.42%	87.64%	2.96%
毛利率	40.04%	40.42%	41.82%	35.21%	33.12%
水箱及配件(冲水组件+挂式水箱)	678.62	707.02	590.76	776.13	717.94
占比	68.29%	63.73%	46.00%	41.54%	36.64%
YOY	4.65%	4.18%	-16.44%	31.38%	-7.50%
毛利率	31.09%	32.30%	24.57%	22.09%	24.42%
其它	42.91	57.37	58.62	64.49	57.88
占比	4.32%	5.17%	4.56%	3.45%	2.95%
YOY	39.08%	33.70%	2.17%	10.02%	-10.24%
毛利率	30.42%	26.44%	29.84%	36.92%	24.42%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表3: 瑞尔特收入地区拆分

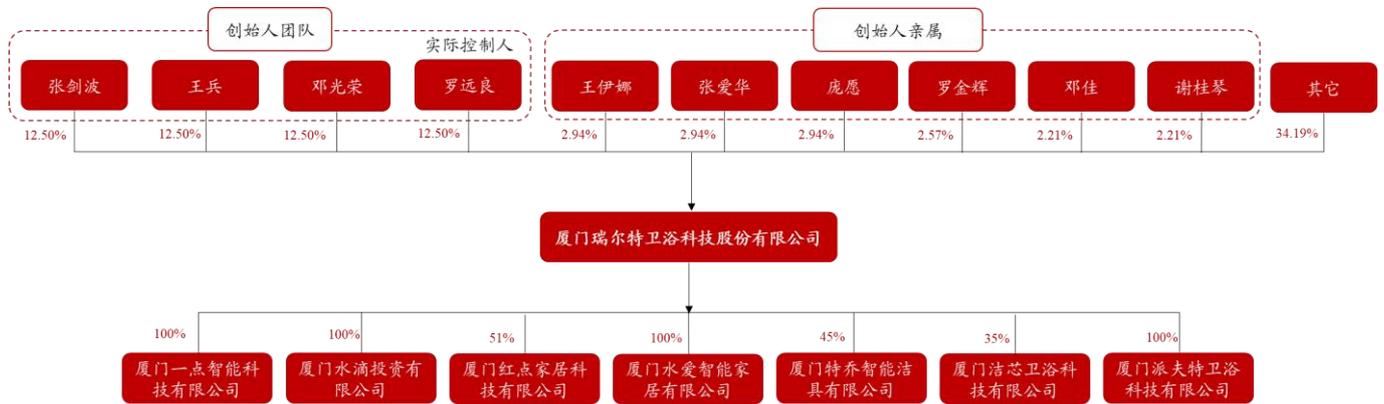
单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022
境内	597.53	692.09	912.45	1343.47	1406.06
占比	60.13%	62.38%	71.05%	71.91%	71.75%
YOY	12.98%	15.83%	31.84%	47.24%	4.66%
毛利率	28.18%	26.91%	20.63%	21.62%	24.76%
境外	396.26	417.35	371.74	524.82	553.53
占比	39.87%	37.62%	28.95%	28.09%	28.25%
YOY	2.01%	5.32%	-10.93%	41.18%	5.47%
毛利率	29.77%	36.18%	32.83%	25.05%	24.94%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 创始人团队持股, 高管稳定经验足

股权结构相对集中, 创始人团队家族控股。公司由董事长罗远良、副董事长王兵、总经理张建波、副总经理邓光荣共同创立, 各持有公司 12.50% 的股份, 合计持股 50%, 控制权集中稳定。同时, 创始人亲属王伊娜、张爱华、庞愿、罗金辉、邓佳、谢桂琴亦分别持有公司 2.94%、2.94%、2.94%、2.57%、2.21%、2.21% 的股份, 创始人及其亲属合计持股 65.81%, 股权结构相对集中。

图3: 股权结构图 (截至 2023 年一季报)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

创始人分工明确, 高管团队稳定经验足, 股权激励充分。四位创始人分工明确, 董事长罗远良 1995 年进入卫浴行业, 拥有近 30 年的从业经验; 副董事长王兵为核心技术人员, 主管研发; 总经理张剑波主管品牌运营; 副总经理邓光荣负责公司管理部工作。高管团队在公司多年任职, 副总经理赵晓虎、童华辉、财务总监陈绍明分别自 2008/2011/2012 年进入瑞尔特, 童华辉任电商总裁。股权激励充分, 2020 年限制性股票激励计划面向公司董事、高管以及核心骨干员工, 非公开发行股份 1119.80 万股 (占当时总股本 2.73%), 以营业收入/净利润增速作为限制性股票激励解禁条件, 截至 2023 年 5 月 5 日已分三次解禁完毕。

图4: 瑞尔特管理层一览

	姓名	年龄	职务	基本情况
创始人团队	罗远良	57	董事长、创始人	厦门大学工商管理硕士学位, 厦门市海沧区第十二届人大代表, 中国人民政治协商会议龙岩市第五届委员会委员。1995年-1999年, 在 厦门威迪亚建材 工作; 1999年4月起任瑞尔特董事长。
	王兵	53	副董事长、创始人	毕业于吉林市农业机械化学校。1990-1999年, 曾先后在公主岭市气门芯厂, 厦门威迪亚建材 工作; 1999年4月起在瑞尔特负责研发; 2000年9月起担任执行董事、副董事长等。
	张剑波	53	总经理、创始人	毕业于西安交通大学机械工程系。1990-1999年在虹福塑胶工作; 1999年4月起担任瑞尔特董事、总经理。
	邓光荣	56	副总经理、创始人	1983-1999年, 曾先后在福建武夷汽配、 厦门威迪亚建材 工作; 1999年4月起在瑞尔特任董事、副总经理。
高管团队	赵晓虎	46	副总经理	毕业于安徽理工大学化学工程系。1999-2007年, 曾先后在安徽国祯能源, 厦门宇沓复材科技, 埃梯梯科能(厦门)工作; 2008年-2016年3月, 先后在瑞尔特担任 高级储干 、总经理助理、装配科副经理、制造部经理; 2016年3月至今, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司副总经理。
	童华辉	35	副总经理	大学本科学历、经济学、管理学双学士。2011年10月至今先后在瑞尔特担任 储备干部 , 采购专员、内审专员、总经理助理、电商总裁; 2020年5月至今在公司二级全资子公司 AQUATIZ INVESTMENT担任董事; 2020年5月至今在公司三级全资子公司阿克蒂思担任执行董事, 经理。
	吴燕娥	30	副总经理, 董事会秘书	本科学历, 法学专业, 2017年7月-2018年4月, 在四川好彩头从事法律事务工作; 2018年5月至今在公司证券事务部任职
	陈绍明	56	财务总监	毕业于浙江工商大学会计系, 高级会计师。1990年7月-2007年8月, 担任福建纺织化纤集团财务部副经理, 经理, 审计室主任; 2007-2012年历任泉州红瑞兴纺织, 永安市佳洁置业, 冠达星股份有限公司财务总监; 2012年8月至今任瑞尔特财务总监。

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

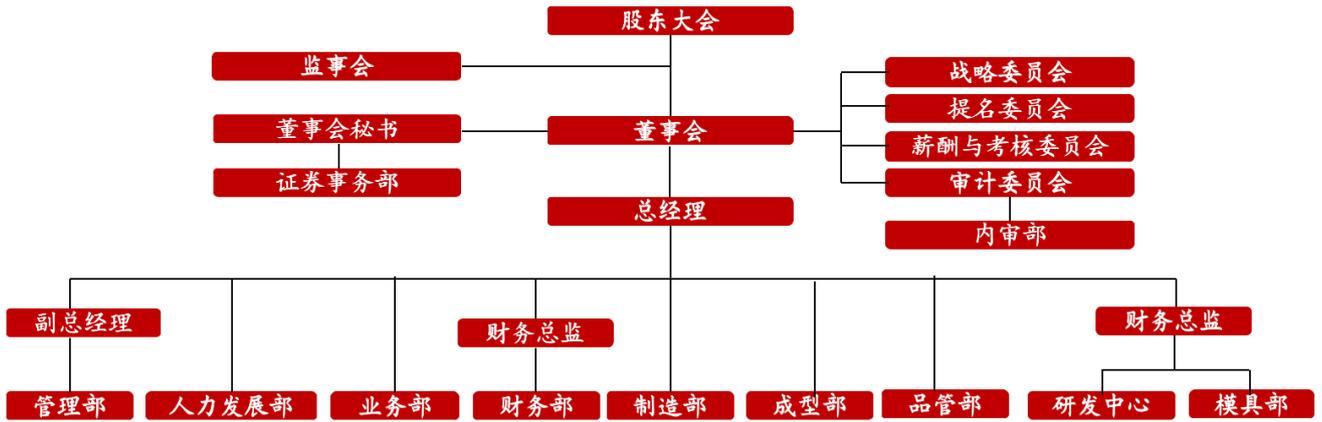
表4: 公司高管获售限制性股票激励情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)
赵晓虎	副总经理	25.00
陈绍明	财务总监	12.80
罗红贞	董事	12.80
陈雪峰	副总经理、 董事会秘书 (已离职)	10.00
核心骨干员工 (共114人)		859.20
预留		200.00

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

管理扁平化体系化。公司核心设置研发中心、模具部、品管部、成型部、制造部、财务部等部门, 分工明确。

图5: 公司管理架构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

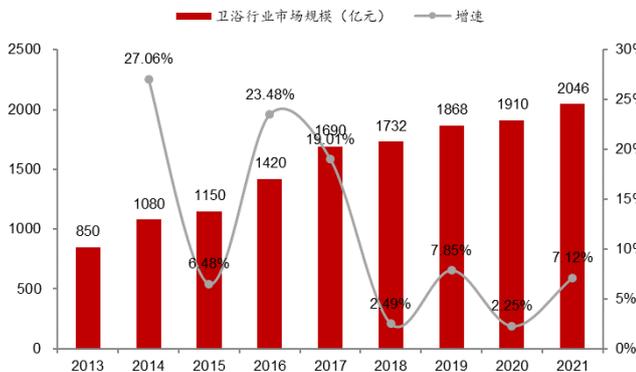
2 卫浴行业: 乘智能之风, 见国货崛起

2.1 行业新风向: 智能风起, 国货崛起, 龙头集中

近年卫浴行业出现三大产业趋势变化: 1) 智能卫浴品类快增, 当前处于渗透率低位; 2) 国货崛起加速: 国货卫浴品牌九牧、箭牌中国收入体量已超 TOTO 等外资品牌进入第一梯队; 3) 龙头持续集中: 2021 年我国卫生陶瓷 CR3 44%, 相比 2012 年持续提升 14pct。

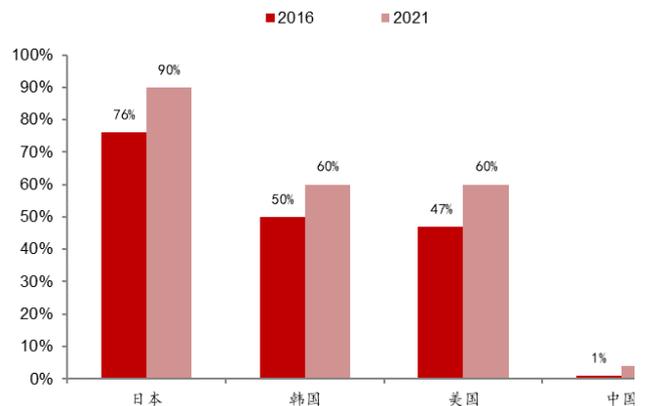
产业趋势: 智能马桶驱动卫浴行业量价齐升, 市场规模超 230 亿。2021 年中国卫浴市场规模 2046 亿元, 2017-2021 年复合增长率为 5%, 近年智能卫浴兴起, 其中智能马桶品类市场空间大, 行业增速快, 驱动成熟的卫浴行业重新进入量价齐升阶段。根据奥维云网, 2022 年中国智能马桶销售额 156.9 亿元, 2017-2022 年 5 年复合增速 8.2%, 拆分量价看, 销量 5 年复合 12.8%, 均价 5 年复合 -4.1%, 智能马桶增长核心由渗透率提升带动量增驱动。长期看, 智能马桶渗透空间大, 2021 年以年销量计渗透率 15%, 以保有量计为 4%, 相比海外成熟国家日本/韩国/美国渗透率 90%/60%/60%还有很大空间。预计 2025 年市场规模接超 230 亿元, 此时渗透率年销量计达 30%, 保有量计达 18%。我们看好智能马桶渗透率的持续提升, 主要动能来自产品持续迭代升级; BC 需求联动普及; 价格带下移以降低体验门槛。

图6: 卫浴行业市场规模



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图7: 智能马桶渗透率 (按保有量)



资料来源: 华经研究院, 浙商证券研究所

表5: 智能马桶市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
智能马桶销额(亿元)	105.9	112.9	117.4	135.0	147.2	156.9	180.4	205.7	234.5
销售额yoy		7%	4%	15%	9%	7%	15%	14%	14%
销量(万台)	552	674	754	821	910	1006	1258	1509	1811
销量yoy		22%	12%	9%	11%	11%	25%	20%	20%
均价(元)	1918	1675	1557	1644	1618	1560	1434.9	1363.1	1295.0
均价yoy		-13%	-7%	6%	-2%	-4%	-8%	-5%	-5%
智能马桶渗透率(按销量)	10%	12%	13%	14%	15%	17%	21%	25%	30%

资料来源: 奥维云网, 艾媒咨询, 浙商证券研究所测算

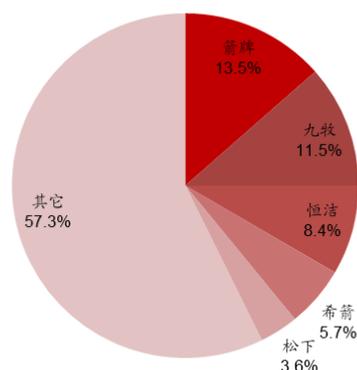
行业格局: 外资先发, 国货崛起, 智能马桶已破局。卫浴行业最早追溯到90年代, 科勒、TOTO、美标等外资品牌集中进入中国, 近年国货品牌持续全国扩张和加速整合下, 九牧、箭牌国货品牌总收入体量已超TOTO进入第一梯队(目前卫浴市占率排序: 九牧>科勒>箭牌>TOTO>恒洁>惠达)。智能马桶是国货崛起的重要路径之一, 目前智能马桶一体机国货品牌市占可达73%, 市占TOP3分别是箭牌/九牧/恒洁(根据奥维云网, 2020年市占分别为13.5%/11.5%/8.4%), 国货相比外资在智能马桶上功能技术相近, 性价比优势明显(九牧箭牌等国货主流价格带在3-5千, 科勒TOTO等在1万以上), 我们看好国货持续崛起。

表6: 卫浴主流品牌竞争格局

公司简介		旗下品牌	2021年收入体量	2021年利润率	卫浴行业市占率	零售网点数	
国际品牌	科勒	1873年创立于美国, 1995年进入中国	主品牌KOHLER科勒厨卫, 年轻时尚卫浴品牌KARAT卡丽, 浴室柜品牌Sanijura, 高端瓷砖品牌Ann Sacks Tile&Stone	/	/	/	专卖店约1000家
	TOTO	1917年创立于日本, 1995年进入中国	主品牌TOTO, 智能坐便器品牌Washlet卫洗丽, 瓷砖品牌Hyrotec	中国大陆54亿元(YOY+21%)	中国大陆 营业利润率20%	2.6%	专卖店约1000家
本土品牌	箭牌	1994年创立于广东佛山	主品牌ARROW箭牌, 时尚品牌ANNWA安华, 高端艺术品牌FAENZA法恩莎	总收入83.3亿元(YOY+29%)	毛利率30.1% 营业利润率7.5% 净利率6.9%	4.1%	网点数12052家
	九牧	1999年创立于福建	主品牌JOMOO九牧, 年轻卫浴品牌小牧优品, 收购德国高端橱柜品牌博德宝	总收入152亿元(YOY+35%)	/	7.4%	网点数超1万家
	惠达	1982年创立, 前身为黄各庄陶瓷厂, 1995年推出惠达品牌	主品牌惠达HUIDA(包括卫生陶瓷和瓷砖等), 陶瓷薄板LA'BOBO	总收入38.9亿元(YOY+21%), 其中零售/工程/海外分别为20.0/8.7/9.7亿元	毛利率27.7% 营业利润率9.2% 净利率6.1%	1.9%	专卖店2077家
	恒洁	1998年创立于广东佛山	主品牌HEGII恒洁	/	/	/	专卖店约3000家
	瑞尔特	1999年成立于福建厦门	目前代工为主, 自主品牌瑞尔特R&T	总收入18.68亿元(YOY+45%)	毛利率22.6% 营业利润率8.0% 净利率7.2%	0.9%	/

资料来源: 公司公告, 欧睿, 公司官网, 浙商证券研究所

图8: 2020年智能马桶一体机市占率



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图9：中国智能马桶市场金字塔（价格为终端零售价）



资料来源：天猫，浙商证券研究所

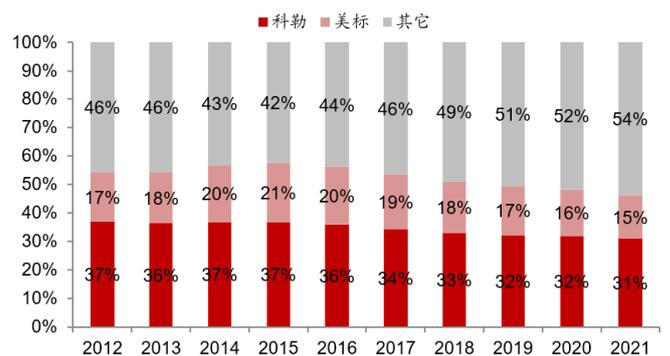
格局展望：龙头持续集中，卫生陶瓷CR3远期至少50%。近年，卫生陶瓷集中度持续提升，根据欧睿，2021年我国卫生陶瓷零售端CR3达43.5%，相比2012年持续提升了14pct，我们认为卫生陶瓷CR3远期至少可达到50%以上。1) 海外对标看：根据欧睿，海外成熟市场美国、日本、韩国卫生陶瓷零售端CR3可达60-90%。2) 品类对标看：我们认为卫生陶瓷集中度将大于定制家居品类（2021年中国定制橱柜/衣柜CR3为15%），接近家电（中国冰箱/空调/洗衣机CR3分别为62%/82%/72%），从品类特性看，如坐便器等卫浴产品相比其他家居品类具有更强的标准化和规模化效应，同时智能化单品的渗透带来更高的技术进入壁垒，这与家电特征类似，另外，消费者对功能性和售后维修服务有要求，对品牌依赖度高，品牌集中效应也更为明显。

图10：中国卫生陶瓷零售端市占率持续提升



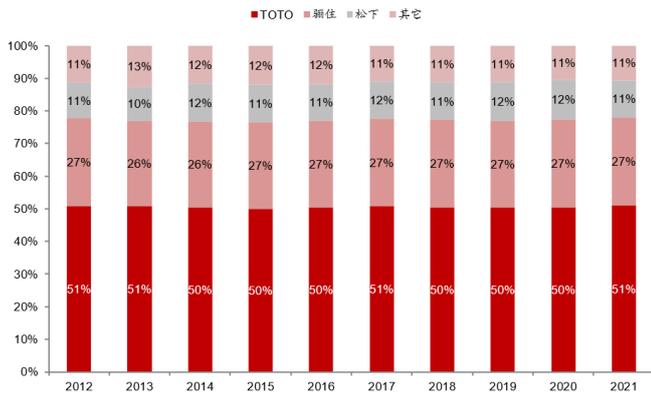
资料来源：欧睿，浙商证券研究所（注：此为卫生陶瓷零售口径统计）

图11：美国卫生陶瓷零售端市场格局



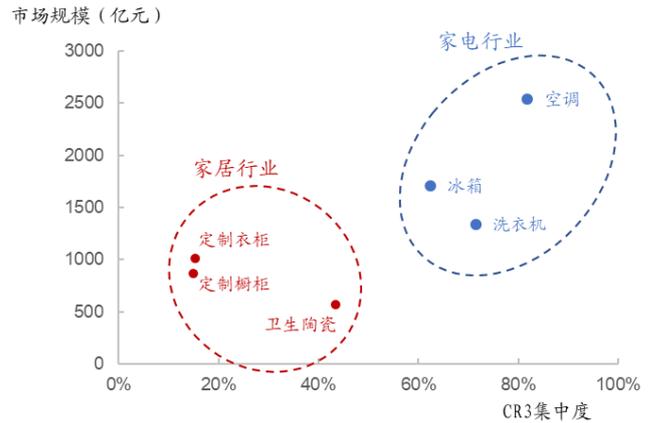
资料来源：欧睿，浙商证券研究所（注：此为卫生陶瓷零售口径统计）

图12: 日本卫生陶瓷零售端市场格局



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所 (注: 此为卫生陶瓷零售口径统计)

图13: 2021年家居家电市场规模及CR3对比



资料来源: 浙商证券研究所

2.2 智能马桶产业链梳理

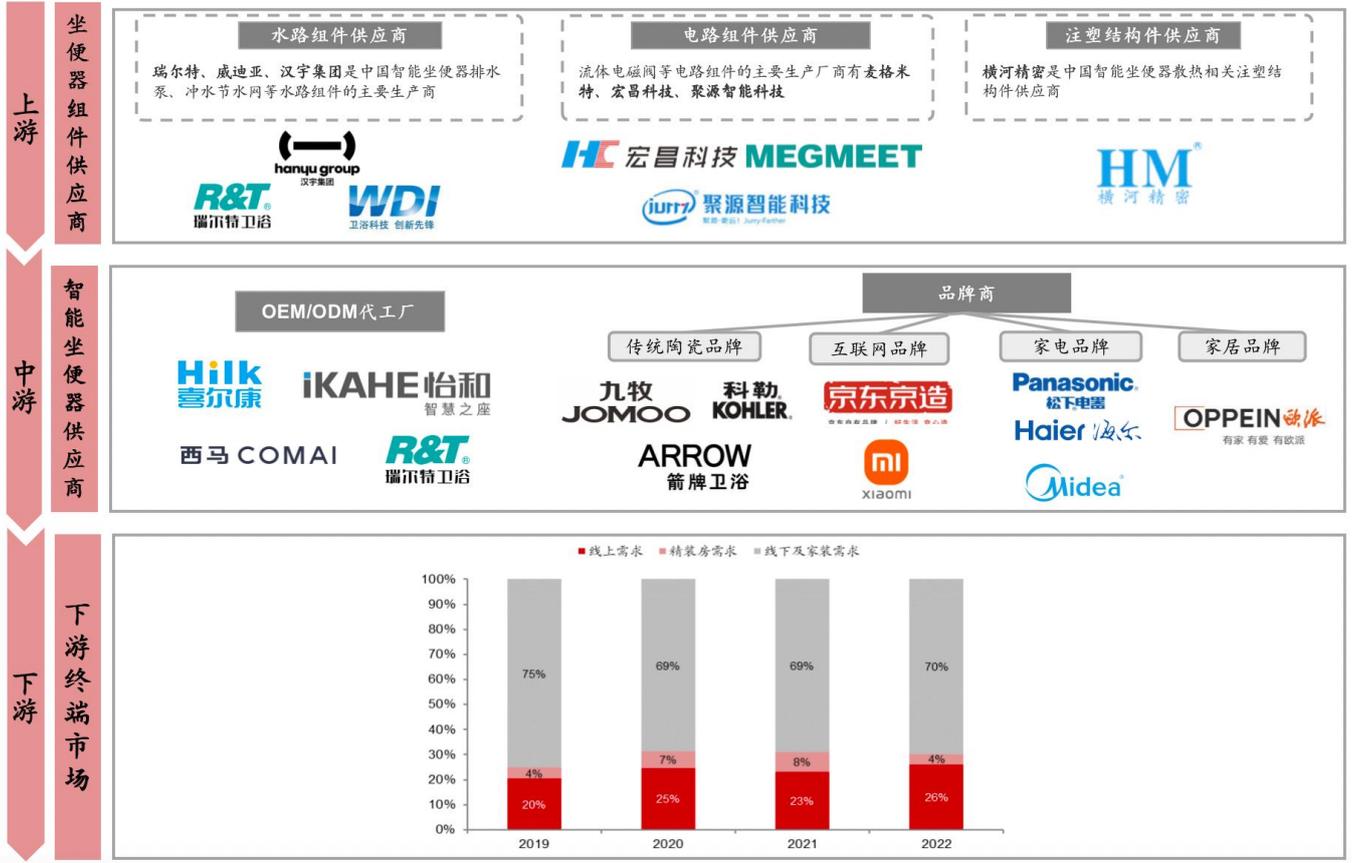
智能马桶产业链梳理:

1) 上游: 主要为原材料供应商, 基本可分为水路组件 (包括智能坐便器排水泵、冲水节水阀、五金零部件等)、电路组件 (包括功能模块, 控制板、流体电磁阀等)、注塑结构件及陶瓷体供应商;

2) 中游: 主要为智能坐便器制造商, 包括代工厂和品牌商, 目前代工厂主要玩家为喜尔康、瑞尔特、西马、怡和, 品牌商可分为四类玩家, 传统陶瓷品牌如九牧、科勒、箭牌、瑞尔特等, 互联网品牌如京东京造、小米等, 家电品牌如松下、海尔、美的等, 家居品牌如欧派等。

3) 下游: 终端渠道可分为线下零售、工程 (包含精装)、线上电商、家装四种, 过往以线下零售渠道为主 (集中在卖场和街边专卖店), 近年电商和家装新渠道崛起分流, 智能马桶22年线上渠道占比26%, 相比2019年提升6pct。瑞尔特处于上游组件供应商, 中游代工企业和品牌商三个角色环节。

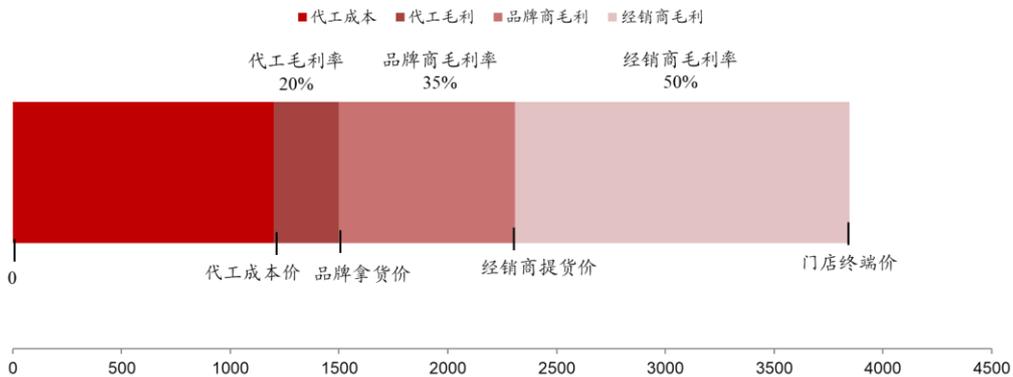
图14: 智能马桶产业链梳理



资料来源: 头豹研究院, 奥维云网, 浙商证券研究所

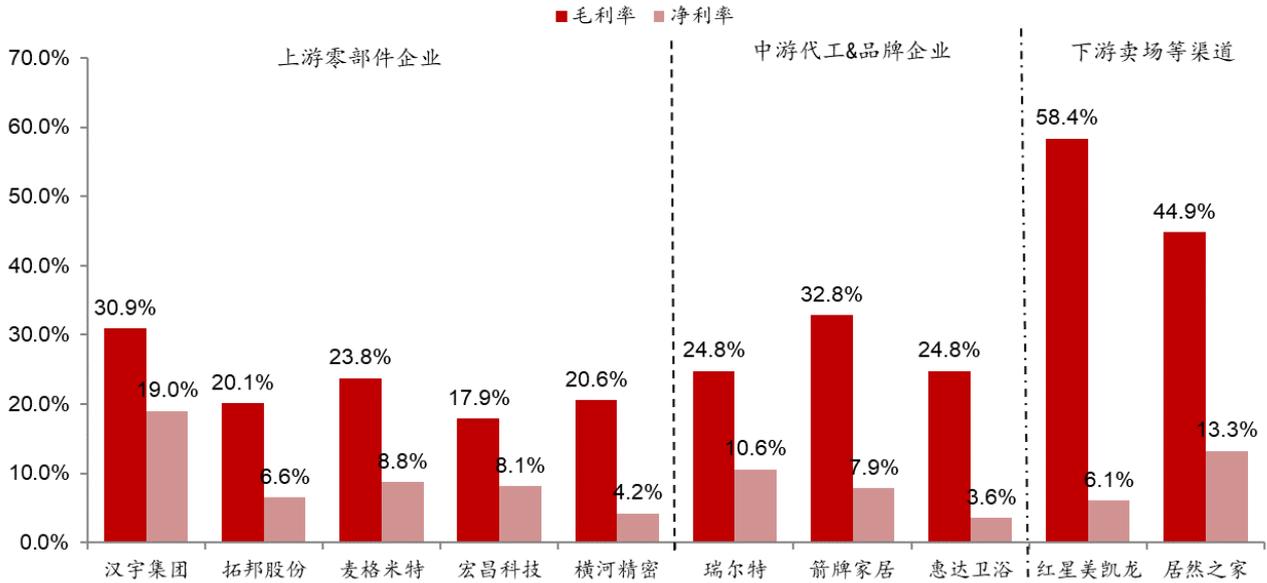
产业链价值分布: 1) 上游: 核心部件毛利率较高, 如瑞尔特冲水组件 2019 年毛利率 33%, 如主营排水泵的汉宇集团 2022 年毛利率 30.9%; 2) 中游: 代工环节毛利率较低 (约 20%), 品牌商毛利率较高, 箭牌家居毛利率 22 年为 32.8%; 3) 下游: 渠道毛利率最高, 但渠道费用率较高, 如红星美凯龙毛利率 58.4%, 净利率 6.1%, 居然之家毛利率 44.9%, 净利率 13%。对于瑞尔特: 处于上游和中游环节, 上游核心部件冲水组件 2019 年毛利率可达 33%, 中游智能马桶代工毛利率偏低, 但受益于高毛利自主品牌崛起, 预计未来毛利率可持续优化。

图15: 智能马桶产业链价值分布



资料来源: 浙商证券研究所整理

图16: 智能马桶产业链代表公司利润率一览(2022年)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

3 自主品牌: 智能技术领先, 电商高增亮眼

3.1 产品端: 高性价比爆款, 智能技术行业领先

定价高性价比, 爆款成功打造。自主品牌瑞尔特主流价格带在2000-7000元, 定位高性价比, 一方面主推2000元左右轻智能马桶如A1(座圈加热+离座脚感冲水核心功能), 推动价格带下探, 降低尝新门槛; 一方面全智能马桶主推市场同价位段但功能附加更多, 如定价2500元左右的F1全智能马桶上附加了泡沫盾防溅功能。2023年线上成功打造多个爆款单品F3、UX7、A1、A6等, 2023年618期间UX7全智能马桶居抖音家装建材类商品成交榜TOP1; A6全智能马桶居京东卫浴洁具类商品成交榜TOP3。

图17: 瑞尔特自有品牌产品梳理(注: 此为线上折扣价)

型号		A1	F1	A8	F3	A6	UX7	壁挂式7216
折扣价(元)		2399	2698	2999	3298	4099	5198	6999
基础功能	座圈加热	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	暖风烘干		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	光感夜灯		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	臀洗妇洗		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	按摩清洗		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	即热水洗		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	喷嘴自洁		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	落座润瓷	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
冲水功能	离座冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	停电冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	遥控冲水		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	脚感冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	冲水系统	静音冲刷	节水双冲	静音冲刷	U-wave湃净	U-wave湃净	U-power湃净	隐藏式水箱
	水压限制	低水压1.5L/10s	低水压2.5L/10s	低水压1.5L/10s	无水压限制	无水压限制	无水压限制	无水压限制
感应功能	自动翻盖					✓	✓	
	脚感翻盖翻圈				✓	✓	✓	
	脚感闭盖闭圈					✓	✓	
	自动闭盖				✓	✓	✓	
其它升级功能	智能灯光显示						✓	
	泡沫盾防溅		✓		✓		✓	
	等离子杀菌					✓	✓	
	除臭		无光触媒除臭	硅藻纯除臭	无光触媒除臭	硅藻纯除臭	无光触媒除臭	硅藻纯除臭
	ECO节能模式		✓	✓	✓	✓	✓	✓
安全防护	8重防护	12重防护	12重防护	12重防护	12重防护	12重防护	12重防护	

资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

图18: 23年618京东家装建材单品榜



资料来源: 京东, 浙商证券研究所

图19: 23年618抖音卫浴洁具单品榜



资料来源: 抖音, 浙商证券研究所

产品研发持久投入，智能技术行业领先。瑞尔特在智能马桶产品研发深耕数年，前期作为代工品牌已深受下游主流卫浴品牌如科勒、恒洁等认可，延伸到自主品牌产品的功能性和稳定性亦有保障：**1) 功能配置上**，已与高端外资相近，从水压控制、冲洗功能、清洗清洁、除臭烘干、座圈加热、用户记忆、安全防护、光感夜灯等功能都已备齐。**2) 稳定性能上**，智能马桶的常见痛点是电磁冲水弱+噪音大，公司自主发明的“E-shion 冲刷系统”，双动力技术进行360°组合冲刷，在有效节水冲刷的同时最大化降低噪音，同时内置“一体式冲洗阀”实现无电冲刷，不受水压影响，解决高楼层低水压问题。**功能配置和性能稳定的领先都源于产品精进研发**。2022年公司研发投入8,293万元，研发费用率4.23%，共有研发人员312名，占公司员工比例14.38%，专利权1695项，其中包括发明专利102项，同时先后参与起草、制定协会标准《CBMF15—2016 智能坐便器》、国家标准《GB/T34549—2017 卫生洁具智能坐便器》、国家标准《GB38448-2019 智能坐便器能效水效限定值及等级》等，获得行业与国家认可。

表7: 智能马桶一体机产品功能对比

功能	箭牌AKE1138	箭牌AKB1305	箭牌AKE1137	瑞尔特A8	九牧S400	恒洁Qe30	惠达 ET66	科勒 星朗	TOTO CES9433
有无水箱	√	√	X	√	X	X	√	X	√
静态水压	无水压限制	5秒1.5L	30秒10L	10秒1.5L	10秒3L	10秒2.5L	10秒1L		
加热方式	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	活水即热	即热	贮水式
冲洗功能	预润湿	√	√	√	√	√	√	√	√
	离座冲水	√	√	√	√	√	√	√	√
	遥控冲水	√	√	√	√	√	√	√	√
	停电冲水	X	√	X	√	√	X	√	√
	冲水方式	超漩式	超漩式	超漩式	超漩式	虹吸式	虹吸式	超漩虹吸式	虹吸式
脚感冲水	X	X	X	√	X	X	脚感触控	X	X
脉冲助冲洗	X	X	X	X	√	X	X	√	X
清洗功能	臀部清洗	√	√	√	√	√	√	√	√
	移动清洁	√	√	√	√	√	√	√	√
	女性清洗	√	√	√	√	√	√	√	√
	儿童清洗	X	X	X	X	X	√	√	X
除臭烘干功能	除臭模式	活性炭	活性炭	活性炭	硅藻纯除臭		√	落座自动除臭	高科技触媒除臭
	烘干功能	四档烘干	三档烘干	三档烘干	六档烘干	三档烘干	√	√	√
清洁功能	抗菌座圈	SIAA抗菌座圈	X	SIAA抗菌座圈	√	SIAA抗菌座圈	√	银离子抗菌座圈	银离子抗菌座圈
	喷头清洁	√	√	√	√	√	√	√	√
可拆卸喷嘴	X	√	√	√	√	√	√	√	
座圈加热	√	√	√	√	√	√	√	√	
用户记忆功能	X	√	√	X	X	X	√	X	X
安全防护	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX5		IPX4	IPX4
光感夜灯	√	√	√	√	√		√	√	√
售价	2899	3198	2799	2799	2499	2949	4899	9999	10199

资料来源：各公司官网，天猫旗舰店，浙商证券研究所

图20: 公司研发费用情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图21: 公司研发人数与专利数量情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图22: 瑞尔特“E-shion 冲刷系统”



资料来源: 京东、浙商证券研究所

图23: 瑞尔特获得八十多个国家或地区的权威机构认证



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

从智能马桶延展卫浴空间。公司从卫浴配件起家，延展到智能马桶一体机和智能马桶盖产品，进而以该品类为核心，围绕卫浴空间延伸恒温花洒、感应龙头等品类，致力于提供整体智能卫浴产品解决方案。另外，针对老年人提供无障碍卫浴解决方案，包括可升降坐便器，可升降台盆，辅助器等产品；针对商用公共空间提供感应解决方案，包括小便感应冲水器，感应龙头等。

表8: 卫浴产品矩阵

感应龙头



隐藏式水箱



恒温花洒



资料来源: 公司官网, 天猫旗舰店, 浙商证券研究所

表9: 卫浴三大解决方案

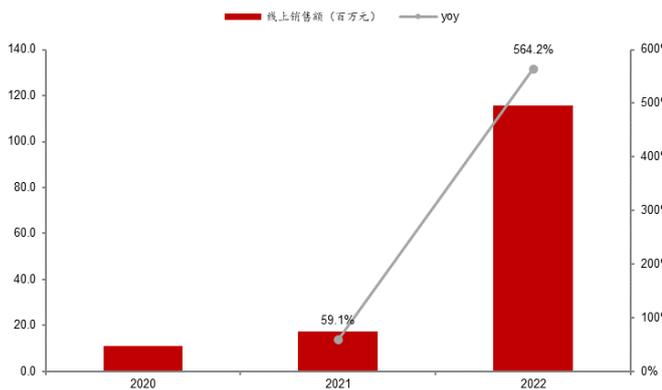
<p>感应产品解决方案 Touchless Bathroom Solution</p>	<p>卫生间整体解决方案 Overall solution of toilet</p>	<p>无障碍卫浴解决方案 Barrier-free Bathroom Solution</p>
<p>免触 洁净 更安心</p>	<p>智慧人居新生活</p>	<p>让关爱 无障碍</p>
<p>瑞尔特感应产品系列, 红外精准感应, 即时出水洁净, 为商用公共空间提供免触解决方案, 守护健康出行。</p>	<p>瑞尔特智能家居系统可提供整体智能卫浴产品解决方案, 打造健康、精致、智慧的全新生活方式。</p>	<p>以关爱所有家庭成员的需求为基础, 以人性化的设计手段实现带辅助功能、可升降系列产品, 为每一个家庭传递关怀与温暖。</p>

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.2 渠道端: 电商运营强势, 线下加快布局

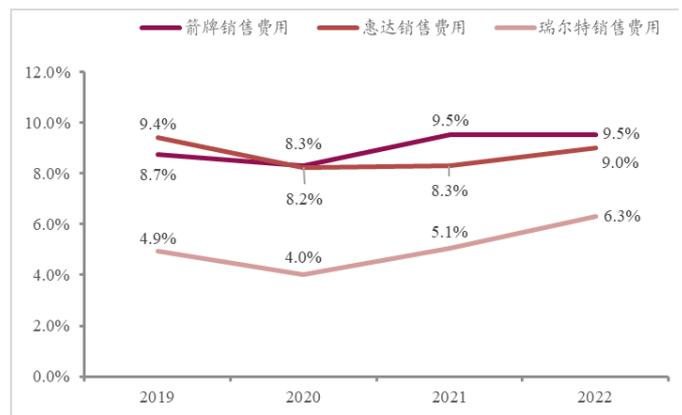
电商运营优异, 品牌强势高增。公司线上主要通过天猫、京东、抖音等平台, 采取直销模式, 天猫和京东为自有团队运营, 抖音为强绑定的外包团队运营。2022 年线上销售额 1.16 亿元, 2020-2022 年复合增速 225%, 2022 年我们预计自有品牌总销售额线上占比接近一半。公司电商运营实力强, 品牌声量逐渐扩大, 2023 年 618 期间卫浴品牌 GMV 排名, 抖音稳居第二 (22 年双十一期间也为第二), 京东排名第六, 天猫排名第十。同时公司投流控费能力强, 2022 年销售费用 1.23 亿元, 销售费用率 6.3%, 处于同业低位。

图24: 瑞尔特线上销售额及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图25: 瑞尔特销售费用率处于行业低位



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图26: 23年618抖音家装建材品牌GMV排行榜



资料来源: 抖音, 浙商证券研究所

图27: 23年618京东卫浴品牌GMV排行榜



资料来源: 京东, 浙商证券研究所

线下零售加快布局, 补流量提利润。公司近年加快线下布局, 一方面如前文所述 2022 年智能马桶 70%流量来自线下渠道, 因此线下布局、流量补充是必然之举; 另一方面线下所需费用投放少, 综合净利率高于线上, 可优化利润结构。公司线下主要采取经销模式, 经销商仅负责销售获客, 仅承担门店样品成本和销售讲解, 公司负责发货、运输、安装及售后, 店态多为店中店模式, 分布在建材五金店、传统卫浴店、苏宁家电异业店等, 门店面积不限, 部分为品牌专卖店, 公司给予装修补贴, 品牌 logo 露出, 产品策略采取线上线产品区隔, 同款同价。此店态在早期投入低, 扩张快的优势, 2022 年全国门店数约 300 家。为增强消费者体验和品牌打造, 2021 年底在武汉开设 700 平全景体验馆直营店, 陈列产品包括智能马桶、浴室柜、浴室镜、花洒龙头、全卫空间设计等。

图28: 武汉全景体验馆(直营)



资料来源: 公司公众号, 浙商证券研究所

图29: 青岛建材城展区店(经销)



资料来源: 浙商证券研究所

图30: 南通品牌专卖店(经销)



资料来源: 浙商证券研究所

图31: 呼和浩特门店(经销)



资料来源: 浙商证券研究所

4 代工业务: 冲水组件龙头, 客户深度绑定

冲水组件代工: 龙头稳固, 毛利率高。冲水组件是便器的核心部件, 决定便器的冲洗质量、安全性、节水效果和使用寿命等, 公司生产的节水型冲水组件可实现便器单次冲洗周期的用水量不大于 6L 即能将污物冲离便器存水弯, 并排入重力排放系统的效果。**该业务上, 公司有三大优势:** **1) 冲水组件全球龙头:** 根据公司招股书, 2014 年公司在国内市占率为 16.93%, 全球市占率为 11.89%, 根据公司 22 年报, 目前居国内冲水组件第一名, 全球冲水组件第三名, 与吉博力(欧洲)、福马(美国)、威迪亚(中国)主导国际高端冲水组件市场, 格局基本稳定; **2) 头部客户合作, 粘性强, 龙头稳固:** 此类产品的特征是单值低, 重要性高, 客户粘性强, 目前公司深度合作客户包括 ROCA、INAX、科勒、美标、箭牌、航标、惠达等卫浴龙头企业, 合作时长平均在 6 年以上。 **3) 毛利率较高:** 该产品规模效应显著, 毛利率较高, 2019 年公司冲水组件毛利率为 33.1%。

智能马桶代工: 代工龙头, 资源复用, 产品领先。公司智能马桶代工模式为外采陶瓷体、电路件等, 自产水路组件、注塑件等, 自行设计水路和电路系统, 与下游客户交付方式为提供核心智能坐便盖由客户自行组装, 或直接出厂一体机贴牌。**该业务上, 公司有三大大看点:** **1) 国内代工龙头:** 目前公司与喜尔康、西马、怡和同为国内智能马桶代工头部企

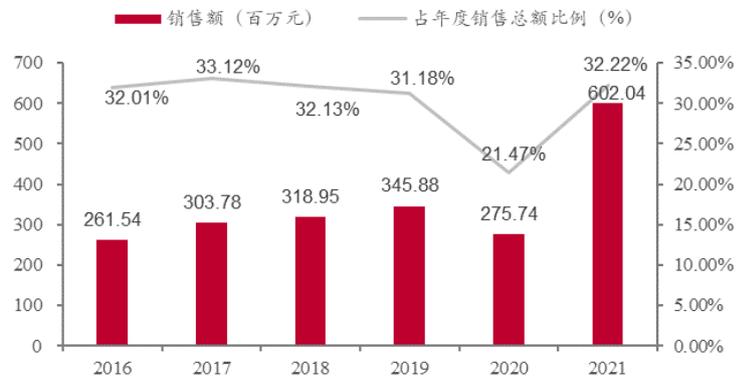
业，智能马桶技术质量深受行业各类客户认可；**2) 客户资源复用，产品质量领先**：公司以冲水组件为切入点，不断向下游客户拓展品类，提供隐藏式水箱、智能坐便器及盖板等高附加值的代工产品。公司下游代工客户包括定位高端市场的外资卫浴品牌，国内传统卫浴品牌、家电品牌，互联网品牌等；**3) 长期展望**：短期业务因大客户转自产有所承压，长期受益于智能马桶行业高增，如前文所述，行业量增在 20-25%。

表10: 瑞尔特主要代工客户一览

客户类别	客户名称	客户简介	合作时长
海外卫浴龙头	ROCA/乐家	西班牙百年卫浴品牌、全球卫浴龙头	十年以上
	INAX/伊奈	日本百年卫浴品牌、全球卫浴龙头，属于日本住宅设备巨头骊住(LIXIL)集团	七年以上
	KOHLER/科勒	美国百年卫浴品牌，全球卫浴龙头，是最早布局中国的全球卫浴龙头之一	十年以上
	American Standard/美标	美国百年卫浴品牌，2013年被日本住宅设备巨头骊住(LIXIL)集团收购	七年以上
国内卫浴龙头	恒洁卫浴	国内卫浴龙头品牌，发祥于陶瓷之都广东潮州，后迁至佛山	-
	箭牌卫浴（含旗下品牌乐华、法恩莎）	国内卫浴龙头品牌，发祥于广东佛山	七年以上
	惠达	国内卫浴领先品牌，发祥于北方陶瓷之都唐山	十年以上
	航标卫浴	国内十大领先品牌，发祥于福建漳州	七年以上
出口企业	SANIPRO ENTERPRIS	深耕于卫浴配件的东南亚经销商，在东南亚地区拥有丰富的卫生陶瓷客户资源	二十年以上
	南京美邦	面向美国的出口企业	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图32: 公司前 5 大客户销售稳定



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

产能持续投放，支撑智能马桶高增。公司于 2016 年上市募集 6.15 亿元用于扩产，上市募投项目包括：1) 新建年产 1120 万套卫浴配件生产基地项目，2017 年已投产；2) 阳明路卫浴配件生产基地改建项目，公司敏锐发现智能卫浴新趋向，此项目在 2020 年已变更为年产 120 万智能卫浴产品生产基地建设项目，即将投产，达产后公司将拥有 180 万套智能马桶产能，充足产能可满足代工和自有品牌增长需求，同时规模效应下有助降本增效。

图33: 产能投放进度

项目名称	投资金额 (万元)	建设期 (年)	投产时点
新建年产1,120万套卫浴配件生产基地项目	32,698.33	1.5	2017年1月31日投产
年产120万套智能卫浴产品生产基地建设项目	26,038.55	3	产线升级, 尚未投产

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

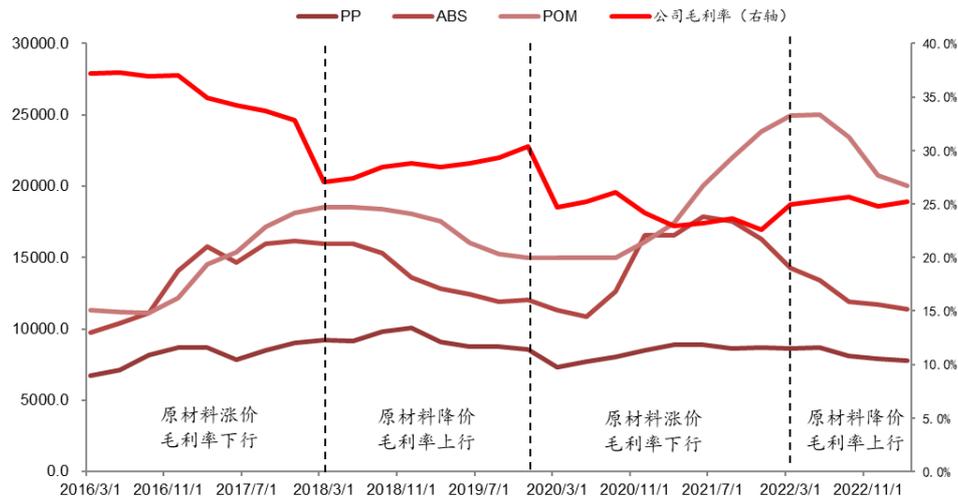
毛利率受原材料价格波动, 目前受益于成本下行。智能马桶原材料主要包括工程塑料 (ABS、POM、PP 等化工原料)、陶瓷、电机电控、五金件、橡胶件等, 公司工程塑料件生产成本占比在 30%以上。2021 年原材料大幅上涨, PP/ABS/POM 均价同比 +11.3%/+33.1%/+36.3%, 毛利率同比下滑 1.6pct, 2022 年起原材料回落, PP/ABS/POM 均价同比 -4.8%/-24.9%/+13%, 毛利率同比回升 2.2pct, 2023 年以来原材料持续下行, 2023 年截至 6 月 30 日期间 PP/ABS/POM 价格 -9.6%/-11.8%/-8%, 同时期均价同比 -13%/-22%/-21.4%, 预计公司毛利率可增厚。

图34: 智能马桶主要原材料

原材料	工程塑料	陶瓷	电机电控	五金件	橡胶件
图例					
说明	主要含ABS、POM、PP等大宗类化工原料, 用于制造智能马桶盖, 公司自产为主	用于制造智能马桶陶瓷底座, 公司外采为主	用于操控智能马桶清洗器、水箱、自动加热、干燥、除臭等多个装置, 公司外采为主, 自行负责系统开发设计	用于智能马桶模具制造、组装	用于智能马桶模具制造、组装

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图35: 工程塑料价格(元/吨)与公司毛利率变动关系



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

我们看好瑞尔特在自主品牌快速崛起, 代工业务龙头稳固下持续兑现业绩。如前文所言, 卫浴行业处于智能渗透、国货崛起、龙头集中的关键阶段, 产品和渠道是拉开差距的关键。瑞尔特为智能马桶代工龙头, 产品功能技术和性能稳定性已被下游卫浴龙头认可, 延伸到自主品牌, 定价性价比, 爆款单品已在线上成功打造, 同时电商运营强, 线下渠道快速铺设, 我们看好瑞尔特在卫浴行业变局中快速崛起。

1. 收入预测

我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 23.52/28.80/34.86 亿元, 同比增长 20%/22%/21%。按产品拆分看: **1) 智能马桶及盖板:** 我们预计 2023-2025 年营业收入同比增长 30.5%/24.9%/20.6%。拆分看, 智能马桶自有品牌业务预计高增, 以量增核心驱动, 均价在行业竞争激烈情况下预计略有下降; 智能马桶代工业务短期受大客户转自产影响, 但受益于智能马桶行业高景气, 老客户放量, 新客户补单, 因此假设该业务收入稳定; **2) 水箱及配件:** 我们预计 2023-2025 年营业收入同比持平。公司卫浴配件代工龙头地位稳固, 该业务以传统水箱配件为主, 对应成熟卫浴行业增速有限, 且随智能马桶的快速渗透替代有所对冲。 **3) 同层排水系统:** 我们预计 2023-2025 年营业收入年复合增速 10%。隐藏水箱式马桶热销, 行业增速高于普通马桶。

表11: 分产品预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1868.3	1959.6	2352.2	2879.8	3486.2
yoy	45.5%	4.9%	20.0%	22.4%	21.1%
智能坐便器及盖板	854.7	1005.7	1382.6	1910.3	2516.7
yoy	45.7%	17.7%	37.5%	38.2%	31.7%
水箱及配件	776.1	717.9	717.9	717.9	717.9
yoy	31.4%	-7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
同层排水系统	172.9	178.0	195.8	215.4	237.0
yoy	87.6%	3.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其它主营业务	58.8	55.7	55.7	55.7	55.7
yoy	10.1%	-5.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2. 利润预测

毛利率：我们预计 2023-2025 年毛利率为 26.1%/27.3%/27.8%，同比提升 1.3/1.2/0.5pct，毛利率持续提升，主要源于毛利率较高的自有品牌占比提升，23 年更受益于原材料成本下行。

净利率：随毛利率提升，规模效应释放，运营效率提升，但由于自主品牌投入加大，我们预计 2023-2025 年净利率持平略增。

因此，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 2.52/3.08/3.81 亿元，同比增长 19.7%/22.1%/23.7%。

3. 估值与投资评级

综合以上假设，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 23.52/28.80/34.86 亿元，同比增长 20.0%/22.4%/21.1%，归母净利润 2.52/3.08/3.81 亿元，同比增长 19.7%/22.1%/23.7%，对应当前市值 PE 为 15.89/13.01/10.52。我们看好智能卫浴赛道高景气，相比传统家具品类具有成长 α 属性，公司智能马桶收入占比超过半壁江山，受益于高景气。同时产品功能技术和性能稳定性领先，自主品牌爆发力强，首次覆盖给予“买入”评级。

图36：可比公司估值

股票名称	企业类型	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
箭牌家居	卫浴品牌	162	75.13	86.45	99.61	115.51	5.93	7.12	8.55	10.11	22.7	18.9	16.0
yoy			-10%	15%	15%	16%	3%	20%	20%	18%			
松霖科技	卫浴配件	62	31.81	35.13	40.22	46.58	2.61	3.49	4.03	4.68	17.6	15.3	13.1
yoy			7%	10%	15%	16%	-13%	34%	16%	16%			
东鹏控股	瓷砖卫浴品牌	95	69.30	85.66	100.28	117.19	2.02	6.92	8.92	10.66	13.7	10.6	8.9
yoy			-13%	24%	17%	17%	32%	243%	29%	20%			
行业平均											18.0	14.9	12.7
瑞尔特	卫浴代工及品牌商	40	19.60	23.52	28.80	34.86	2.11	2.52	3.08	3.81	15.9	13.0	10.5
yoy			5%	20%	22%	21%	51%	20%	22%	24%			

注：收盘价为 2023 年 6 月 30 日数据，标红取自 wind 一致预期
 资料来源：公司公告，浙商证券研究所

6 风险提示

- (1) 行业竞争加剧。智能马桶高景气吸引多方入场，行业竞争加剧。
- (2) 地产波动风险。卫浴属于地产后周期行业，市场需求受下游房地产调控政策影响较大。
- (3) 智能渗透率提升不及预期。目前智能化渗透率较低，仍需进行消费者教育与普及，同时终端消费力变化也会影响智能化渗透进度。
- (5) 原材料价格波动：智能马桶原材料主要包括工程塑料（ABS、POM、PP 等化工原料）、陶瓷、机电电控、五金件、橡胶件等，原材料价格波动可能给企业带来成本压力。
- (6) 大客户订单波动风险：智能马桶代工下游客户因转自产，有砍单风险。
- (7) 海外去库存及订单恢复不及预期

- (8) 自主品牌费用投放超预期: 自主品牌前期投入费用较大, 或会对利润率有影响。
- (9) 行业规模测算偏差。行业市场规模及渗透率发展可能不及测算预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,829	2,077	2,368	2,873
现金	554	691	904	1,233
交易性金融资产	402	402	402	402
应收账款	449	556	600	614
其它应收款	6	7	9	10
预付账款	19	22	25	31
存货	303	391	421	576
其他	96	7	7	7
非流动资产	601	640	688	727
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3	3	4	5
固定资产	513	546	596	632
无形资产	30	30	29	28
在建工程	2	2	0	0
其他	53	59	59	62
资产总计	2,430	2,716	3,056	3,600
流动负债	410	532	571	743
短期借款	0	0	0	0
应付款项	252	339	360	488
预收账款	0	0	0	0
其他	158	193	212	254
非流动负债	93	93	93	93
长期借款	25	25	25	25
其他	69	69	69	69
负债合计	503	626	665	836
少数股东权益	(8)	(13)	(20)	(28)
归属母公司股东权	1,935	2,103	2,411	2,792
负债和股东权益	2,430	2,716	3,056	3,600

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	363	314	292	411
净利润	208	248	300	373
折旧摊销	98	66	45	61
财务费用	(40)	1	1	1
投资损失	(4)	(12)	(14)	(17)
营运资金变动	84	12	(39)	(6)
其它	18	(1)	(1)	(2)
投资活动现金流	(260)	(92)	(78)	(81)
资本支出	(111)	(103)	(91)	(97)
长期投资	(3)	(0)	(1)	(1)
其他	(146)	12	14	17
筹资活动现金流	(47)	(85)	(1)	(1)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	25	0	0	0
其他	(72)	(85)	(1)	(1)
现金净增加额	99	137	213	329

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,960	2,352	2,880	3,486
营业成本	1,473	1,739	2,093	2,517
营业税金及附加	14	16	19	24
营业费用	123	183	239	306
管理费用	94	113	135	160
研发费用	83	100	119	141
财务费用	(45)	(39)	(19)	(26)
资产减值损失	(6)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	4	12	14	17
其他经营收益	17	21	26	31
营业利润	236	274	335	415
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	232	274	335	415
所得税	24	26	34	42
净利润	208	248	300	373
少数股东损益	(3)	(5)	(8)	(7)
归属母公司净利润	211	252	308	381
EBITDA	282	289	346	431
EPS (最新摊薄)	0.50	0.60	0.74	0.91

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	4.89%	20.03%	22.43%	21.06%
营业利润	58.51%	15.99%	22.25%	23.87%
归属母公司净利润	51.36%	19.68%	22.10%	23.44%
获利能力				
毛利率	24.81%	26.08%	27.31%	27.81%
净利率	10.76%	10.73%	10.70%	10.91%
ROE	10.90%	12.00%	12.78%	13.63%
ROIC	8.39%	9.46%	11.11%	11.87%
偿债能力				
资产负债率	20.71%	23.03%	21.75%	23.22%
净负债比率	26.11%	29.93%	27.80%	30.25%
流动比率	4.46	3.90	4.14	3.87
速动比率	3.66	3.11	3.35	3.04
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.91	1.00	1.05
应收账款周转率	4.53	6.00	7.20	9.00
应付账款周转率	5.94	5.88	5.99	5.94
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.60	0.74	0.91
每股经营现金	0.87	0.75	0.70	0.98
每股净资产	4.63	5.03	5.77	6.68
估值比率				
P/E	19.02	15.89	13.01	10.54
P/B	2.07	1.91	1.66	1.44
EV/EBITDA	10.81	11.63	9.10	6.54

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>