



瑞尔特 (002790.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

为什么公司自主品牌发展有望成功?

投资逻辑

为什么我们认为中国智能坐便器品类渗透率将迎加速提升: 根据奥维云网统计, 2022年中国智能坐便器市场规模约177亿元, 17-22年CAGR5达24.0%, 该品类规模虽然目前快速增长, 但渗透率仍然较低。目前一线/新一线/三四线城市及乡镇渗透率分别为10%/5%/1%, 而日本渗透率已超80%, 中国市场仍有较大提升空间。通过复盘日本智能坐便器及中国功能沙发品类的渗透率提升历程, 我们认为同样的逻辑也将在中国智能坐便器品类上演: 1) 安装较复杂、更换周期长的品类属性+收入水平提升共同奠定智能坐便器渗透提升基础; 2) 产品持续迭代升级+售价逐步下移(2022年智能一体机线上渠道均价已较2017年下降28.3%至2933元)将共同催化智能坐便器加速渗透。

为什么国产智能坐便器品牌有望突围: 1) 行业竞争格局尚未成型: 2022年传统坐便器/智能坐便器线上CR10分别为77.2%/51.4%, 与传统坐便器相比, 中国智能坐便器市场格局仍未成型; 2) 品类功能属性强使得产品参数对比更为直观, 对品牌力诉求降低, 国产品牌优势更为凸显。3) 渠道线上化趋势助力国产品牌突围: 根据华经产业研究院统计, 21年智能坐便器线上销售占比已达41.8%, 本土化运营+更早布局电商使得国产品牌在电商具备先天优势。

公司自主品牌运营思路清晰, 快速发展可期: 公司自主品牌22年营收预计已超2亿元, 渠道运营思路清晰+成本优势将助力自主品牌步入高速成长期。1) 线上渠道: 公司一方面顺应线上流量变化趋势, 发展重心逐步从天猫平台扩展至京东、抖音, 23H1公司智能坐便器在天猫/京东/抖音的份额分别达4.1%/11.4%/30.5%; 另一方面公司依托自产的成本优势打造高性价比爆品, 借力线上购物节实现爆品突围; 2) 线下渠道: 公司积极开拓经销渠道, 以轻成本的店中店形式布局, 仓储、安装售后均由公司负责, 经销商仅需负责销货环节, 经销商低投入模式助力线下渠道快速铺开。

公司代工业务有望稳健发展, 利润率有望迎来修复: 收入端来看, 代工业务深度绑定优质大客户, 其中传统品类或将稳健发展, 而智能坐便器品类有望受益行业快速扩容迎快速增长, 预计23-25年代工业务收入分别同比+9.9%/+8.4%/+9.7%至19.2/20.8/22.8亿元。利润端来看, 随着短期原材料成本压力缓解, 公司盈利水平有望逐步修复, 预计23年代工业务毛利率同比提升0.3pct至23.3%。

盈利预测及投资建议

我们预计公司23-25年EPS为0.60/0.73/0.90元, 当前股价对应PE为18/14/12倍。考虑公司自主品牌进入快速发展期, 给予公司24年20倍PE, 目标价14.6元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧; 2) 需求释放低预期; 3) 原材料价格大幅上涨; 4) 人民币汇率波动

轻工组

分析师: 张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师: 尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 10.56元

目标价 (人民币): 14.60元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,868	1,960	2,356	2,878	3,469
营业收入增长率	45.48%	4.89%	20.22%	22.16%	20.55%
归母净利润(百万元)	139	211	252	306	375
归母净利润增长率	21.58%	51.36%	19.55%	21.48%	22.30%
摊薄每股收益(元)	0.333	0.505	0.603	0.733	0.897
每股经营性现金流净额	0.24	0.87	0.55	0.91	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.86%	10.90%	12.03%	13.44%	14.96%
P/E	28.40	16.90	17.50	14.40	11.78
P/B	2.23	1.84	2.11	1.94	1.76

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 冲水组件代工龙头，自主品牌建设已开启.....	5
2. 为什么我们认为中国智能坐便器渗透率将迎加速提升？.....	7
2.1 日本市场智能坐便器高渗透率原因剖析.....	7
2.2 从中国功能沙发观智能坐便器未来发展趋势.....	9
2.3 四大因素或推动智能坐便器在中国市场加速渗透.....	10
3. 为什么我们认为公司自主品牌发展能成功？.....	13
3.1 智能坐便器市场格局尚未成型，国产品牌有望借助线上渠道突围.....	13
3.2 线上打法：顺应流量变化趋势+爆品策略驱动强劲增长.....	14
3.3 线下打法：店中店轻成本模式助力经销门店快速铺开.....	18
4. 代工业务如何展望？.....	18
4.1 收入端：受益智能坐便器渗透率提升，收入稳健增长可期.....	19
4.2 利润端：短期或将受益原材料价格下行.....	20
5. 盈利预测与投资建议.....	21
5.1 盈利预测.....	21
5.2 投资建议及估值.....	22
风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 公司历年营业收入（亿元）及增速.....	5
图表 2： 公司历年归母净利润（亿元）及增速.....	5
图表 3： 公司发展历程.....	5
图表 4： 收入按产品拆分（百万元，%）.....	6
图表 5： 收入按地区、渠道拆分（百万元，%）.....	6
图表 6： 我国智能坐便器市场规模及增速（亿元，%）.....	7
图表 7： 2021 年中国不同线级城市智能坐便器渗透率.....	7
图表 8： 日本智能坐便盖市场规模（百万日元）.....	8
图表 9： 日本智能坐便器市场渗透率.....	8
图表 10： 日本智能坐便器行业发展历程.....	8
图表 11： 日本历年人均可支配收入（万日元）及增速.....	8
图表 12： 日本历年人均 GDP 变动趋势（美元）.....	8
图表 13： 日本智能坐便盖价格变动趋势（万日元，%）.....	9
图表 14： 功能沙发、智能坐便器的共同属性.....	9



图表 15:	传统美式沙发和改进功能沙发对比	10
图表 16:	芝华士沙发功能丰富	10
图表 17:	中美两国市场功能沙发渗透率对比	10
图表 18:	天猫平台功能沙发均价逐步下降 (元)	10
图表 19:	四大因素助力中国智能坐便器渗透率提升	11
图表 20:	智能家居使用寿命对比 (年)	11
图表 21:	中国城镇、农村居民人均可支配收入 (元)	12
图表 22:	中国历年人均 GDP 变动趋势 (美元)	12
图表 23:	中国智能坐便器发展历程, 功能逐渐丰富	12
图表 24:	2021 年智能坐便器、普通马桶均价对比 (元)	13
图表 25:	线上渠道智能坐便盖、一体机价格双降 (元)	13
图表 26:	天猫平台传统坐便器前三、五、十大品牌市场占有率 (%)	13
图表 27:	天猫平台智能坐便器前三、五、十大品牌市场占有率 (%)	13
图表 28:	2022 年线上销售额前十品牌份额 (%)	14
图表 29:	2021 年智能坐便器不同渠道购买占比 (%)	14
图表 30:	公司历年线上收入及 yoy (亿元, %)	14
图表 31:	公司线上三大平台月度销售额及 yoy (百万元, %)	14
图表 32:	公司历年线上份额变化	15
图表 33:	公司销售费用率逐步提升	15
图表 34:	智能坐便器线上平台销售额占比变化趋势	15
图表 35:	公司智能坐便器抖音、京东份额明显提升	15
图表 36:	公司智能坐便器线上平台月度总销量	15
图表 37:	公司智能坐便器天猫平台畅销产品销量占比	15
图表 38:	各品牌热销智能坐便器价格及参数对比	16
图表 39:	各品牌天猫旗舰店综合排名第一的产品差评率对比	16
图表 40:	公司斩获沸腾杯“质量金奖”	16
图表 41:	公司研发费用率稳步提升	17
图表 42:	公司研发人员占比逐步提升	17
图表 43:	卫浴企业专利数	17
图表 44:	E-SHION 冲刷系统实现全方位性能突破	17
图表 45:	公司自产直销具备成本优势	18
图表 46:	各品牌代工商一览	18
图表 47:	公司生产销售服务全流程图	18
图表 48:	前五大客户销售收入及占比 (亿元, %)	19
图表 49:	前五大客户营收规模 (亿元)	19



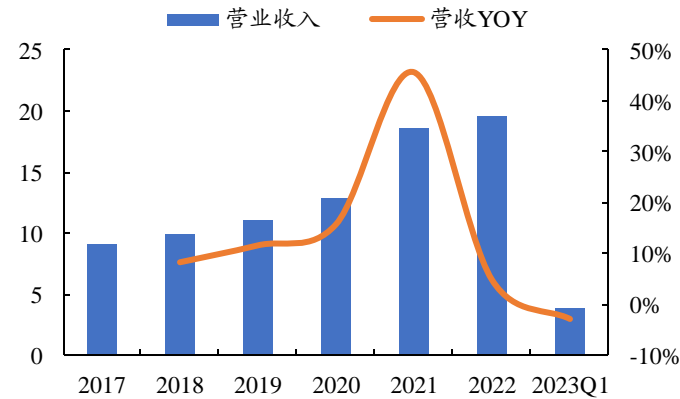
图表 50: 水箱及配件代工收入及 yoy (百万元, %)	19
图表 51: 智能坐便器及盖板代工收入及 yoy (百万元, %)	19
图表 52: 公司部分代工客户简介	19
图表 53: 全球卫生陶瓷市场规模 (亿美元, %)	20
图表 54: 全球智能坐便器市场规模及预测 (亿美元)	20
图表 55: 原材料采购价格变动毛利率弹性测算	20
图表 56: 工程塑料历年价格变动 (元/吨)	21
图表 57: 橡胶制品及卫浴五金价格变动	21
图表 58: 分业务拆分预测	22
图表 59: 可比公司估值比较 (市盈率法)	22



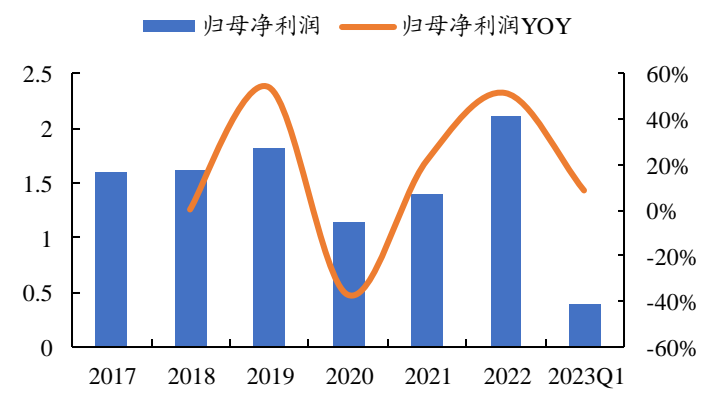
1. 冲水组件代工龙头，自主品牌建设已开启

公司创立于1999年，致力于卫浴产品的研发、生产与销售，主营智能坐便器及盖板、水箱及配件等卫浴产品。公司此前核心产品为节水型冲水组件，其市占率在国内排名第一，全球排名前三。公司经过多年研发积累，于2009年进入智能坐便器领域，在智能坐便器渗透率提升催化下，2019年起公司收入迎来快速增长阶段，并且从2021年开始发力自主品牌建设，积极打造第二成长曲线，2022年实现收入/归母净利润19.6/2.1亿元，2019-2022CAGR3分别为20.9%/5.3%。此外，2023年Q1公司实现营收4.0亿元，同比-2.8%，归母净利润0.4亿元，同比+8.7%。

图表1：公司历年营业收入（亿元）及增速



图表2：公司历年归母净利润（亿元）及增速



来源：wind，国金证券研究所

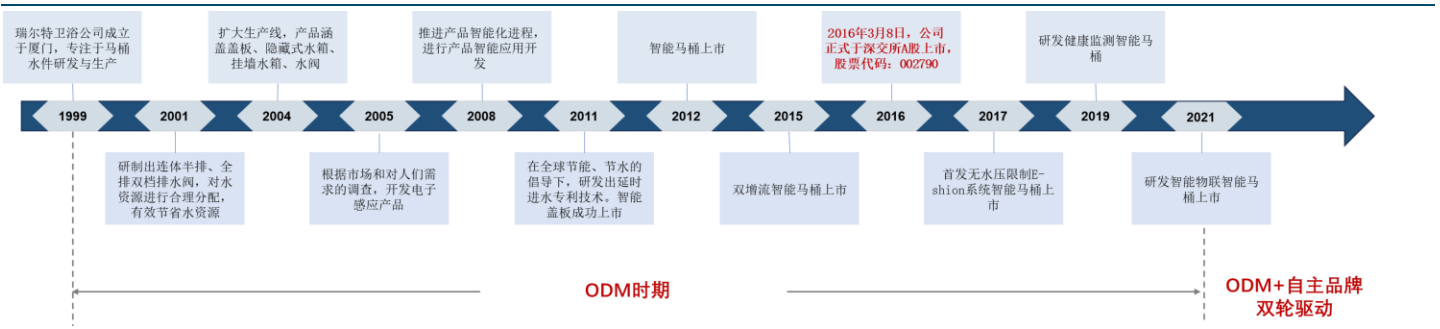
来源：wind，国金证券研究所

发展历程拆解：

代工业务为主，智能技术沉淀阶段（1999-2020）：公司于1999年成立于福建厦门，起初专注于卫浴配件的研发与生产，2008年起逐步推进产品智能应用开发，经过多年研发积淀，业务延伸至智能盖板、智能马桶整机产品。这一时期公司销售模式以代工为主，客户主要为海内外知名卫浴品牌商。

ODM+自主品牌双轮驱动，转型高质量发展新阶段（2021至今）：经过多年代工及自主研发积累，公司在冲水组件领域已经形成稳固优势，叠加自研智能技术的持续迭代，公司产品及规模优势显著。2021年公司开始发力自主品牌建设，以线上渠道为切入点积极打造新增长点，步入高质量发展新阶段。

图表3：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

分业务来看：公司以节能型冲水组件起家，经过多年研发与创新，逐步实现从卫浴配件向智能座便器、排水系统产品的延伸，2022年智能坐便器/水箱及配件/同层排水系统（隐藏式水箱）产品营收占比分别为51.3%/36.6%/9.1%。从公司历年分业务营收占比变化趋势来看，智能坐便器及盖板的营收贡献逐年提升，2022年实现收入10.1亿元，2017-2022营收CAGR5达37.4%，其2022年营收占比为51.3%，首次超过水箱及配件营收占比。随着我国智能座便器品类迎来渗透率加速提升新阶段，公司智能坐便器及盖板业务营收持续增长可期。


图表4: 收入按产品拆分 (百万元, %)

	2018	2019	2020	2021	2022
智能坐便器及盖板					
收入	232.53	291.60	542.66	854.74	1005.73
YoY	13.00%	25.40%	86.10%	57.51%	17.66%
占比	23.40%	26.28%	42.26%	45.75%	51.32%
毛利率	19.95%	24.39%	19.69%	19.09%	23.64%
水箱及配件 (冲水组件+挂式水箱)					
收入	678.62	707.03	590.76	776.13	717.94
YoY	4.65%	4.19%	-16.44%	31.38%	-7.50%
占比	68.29%	63.73%	46.00%	41.54%	36.64%
毛利率	31.09%	32.30%	24.57%	22.09%	24.42%
同层排水系统 (隐藏式水箱)					
收入	39.73	53.45	92.16	172.93	178.04
YoY	22.40%	34.55%	72.41%	87.64%	2.96%
占比	4.00%	4.82%	7.18%	9.26%	9.09%
毛利率	40.04%	40.42%	41.82%	35.21%	33.12%
其他					
收入	42.91	57.36	58.61	64.49	57.88
YoY	40.03%	33.67%	2.19%	10.03%	-10.24%
占比	4.32%	5.17%	4.56%	3.45%	2.95%
毛利率	30.43%	28.11%	33.67%	41.02%	24.48%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

分区域、分渠道来看: 公司以内销为主, 线上渠道发展正加速。具体来看, 公司 2022 年境内/境外收入占比分别为 71.6%/28.4%。渠道方面, 此前线下渠道占比较高, 近年发力自主品牌后, 线上渠道占比有所提升, 2022 年线上渠道占比 5.9%, 较 2020 年提升 5.1pct。

图表5: 收入按地区、渠道拆分 (百万元, %)

	2018	2019	2020	2021	2022
按地区拆分:					
境外					
收入	396.26	417.35	371.74	524.82	553.53
YoY	2.01%	5.32%	-10.93%	41.18%	5.47%
占比	41.19%	44.78%	39.34%	31.16%	28.40%
毛利率	29.77%	36.18%	32.83%	25.05%	24.94%
境内					
收入	597.53	692.09	912.45	1343.47	1406.06
YoY	12.98%	15.83%	31.84%	47.24%	4.66%
占比	58.81%	55.22%	60.66%	68.84%	71.60%
毛利率	28.18%	26.91%	20.63%	21.62%	24.76%
按渠道拆分:					
线下					
收入			1273.24	1850.86	1843.84
YOY				45.37%	-0.38%



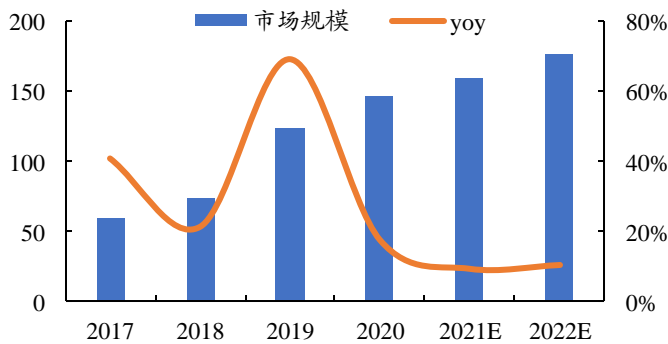
占比			99.15%	99.07%	94.09%
毛利率			24.03%	22.34%	23.31%
线上					
收入			10.95	17.43	115.75
YOY				59.07%	564.25%
占比			0.85%	0.93%	5.91%
毛利率			39.98%	48.43%	48.73%

来源：公司公告，国金证券研究所

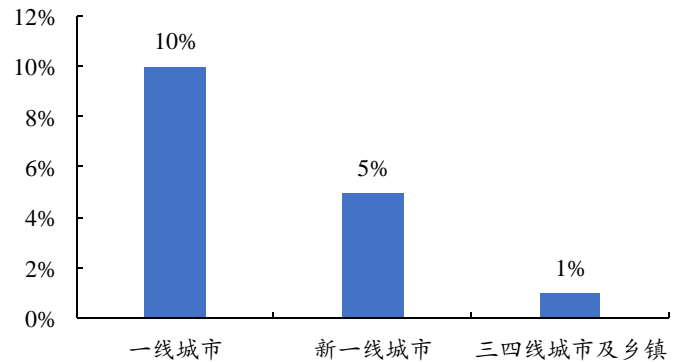
2. 为什么我们认为中国智能坐便器渗透率将迎加速提升？

近年来，智能坐便器市场步入快速增长阶段，根据奥维云网统计，2022 年智能坐便器市场规模约为 177 亿元，2017-2022 年 CAGR5 达 24.0%。从渗透率来看，目前一线城市/新一线城市/三四线城市及乡镇渗透率分别为 10%/5%/1%，根据日本经济产业省数据，该品类在日本的渗透率已超 80%，中国市场仍有较大提升空间。通过复盘日本智能坐便器及中国功能沙发品类的渗透历程，我们认为同样的逻辑也将在中国智能坐便器品类上演：1) 安装较复杂、更换周期长的品类属性+人均收入水平提升共同奠定智能坐便器渗透率提升基础；2) 产品持续迭代升级+售价逐步下移（2022 年智能一体机线上渠道均价已较 2017 年下降 28.3%至 2933 元）共同催化智能坐便器将迎加速渗透。

图表6: 我国智能坐便器市场规模及增速 (亿元, %)



图表7: 2021 年中国不同线级城市智能坐便器渗透率



来源：奥维云网，国金证券研究所

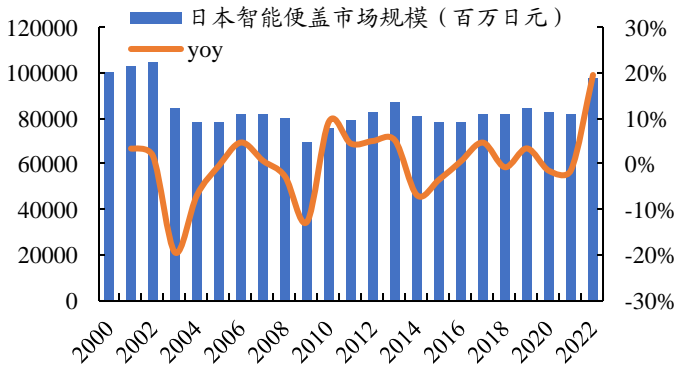
来源：中国家用电器协会，国金证券研究所

2.1 日本市场智能坐便器高渗透率原因剖析

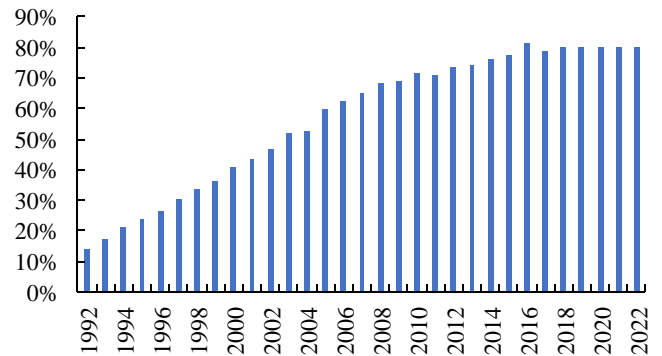
1967 年，伊奈制陶 (INAX) 推出日本首个附带温水洗净功能的国产坐便器，TOTO 于 1969 年推出附有暖气烘干功能的产品，至此智能坐便器已具备了基本的功能。然而，由于智能坐便器价格高昂、水温调节技术薄弱导致发生烫伤事件，且日本下水道系统并未广泛使用，直到 70 年代末，传统的日式蹲便器仍然占据主流。1980 年，TOTO 推出了卫洗丽系列，增加了暖风烘干、座圈加热、杀菌等智能化和人性化的功能，智能坐便器逐渐走进大众的视野。根据日本经济产业省数据，智能坐便器渗透率从 1992 年的 14% 快速上升至 2012 年的 74%，随后的十年里增长逐渐趋于平稳，2022 年智能坐便器渗透率达 80.3%，智能便盖市场规模达 975 亿日元。



图表8: 日本智能坐便盖市场规模 (百万日元)



图表9: 日本智能坐便器市场渗透率



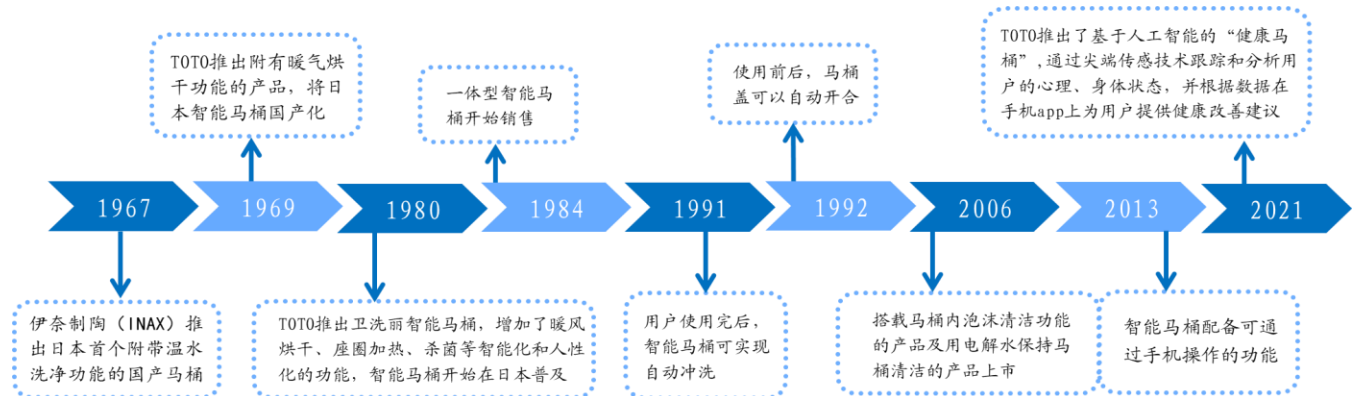
来源: 日本经济产业省, 国金证券研究所

来源: 日本内阁府, 国金证券研究所

我们认为日本智能坐便器快速普及的原因主要有:

1) 产品和技术的迅速迭代。日本 1967 年发明第一台智能坐便器后, 智能坐便器便迅速进入居民的日常生活, 有着深厚的历史积淀。之后几十年间, 日本企业在智能坐便器的基础上增加了自动加热、杀菌、换膜、检测健康状态、智能音姬、尿液分析等各种功能, 持续的研发投入和产品迭代使得智能坐便器更贴合消费者需求。

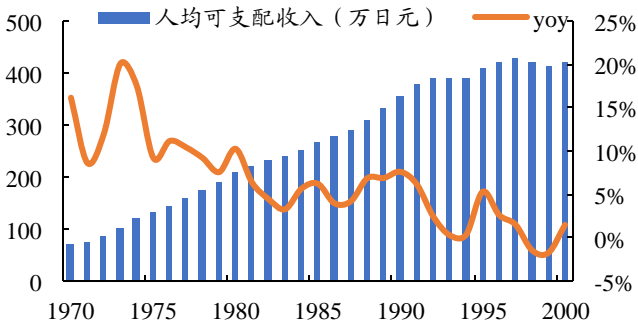
图表10: 日本智能坐便器行业发展历程



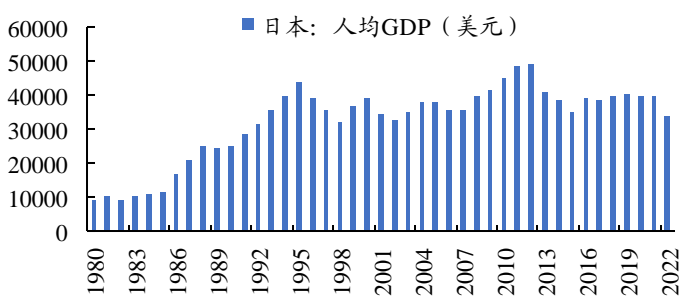
来源: 国金证券研究所

2) 二战结束后日本经济的腾飞带来国民可支配收入的提升。根据日本不动产经济研究所数据, 日本人均可支配收入从 1970 年的 70 万日元提升至 1994 年的 390.7 万日元 (1994 年人均 GDP 为 39933.5 美元), 人均可支配收入水平迅速提升驱动智能坐便器普及率增长, 1994 年日本智能坐便器普及率首次突破 20%。经济水平的提升带动了日本国民对高品质及健康生活的需求, 结构性消费升级带来智能坐便器市场的蓬勃发展, 智能坐便器渗透率也以较高增长率迅速提升至目前的 80%。

图表11: 日本历年人均可支配收入 (万日元) 及增速



图表12: 日本历年人均 GDP 变动趋势 (美元)



来源: 日本不动产经济研究所, 国金证券研究所

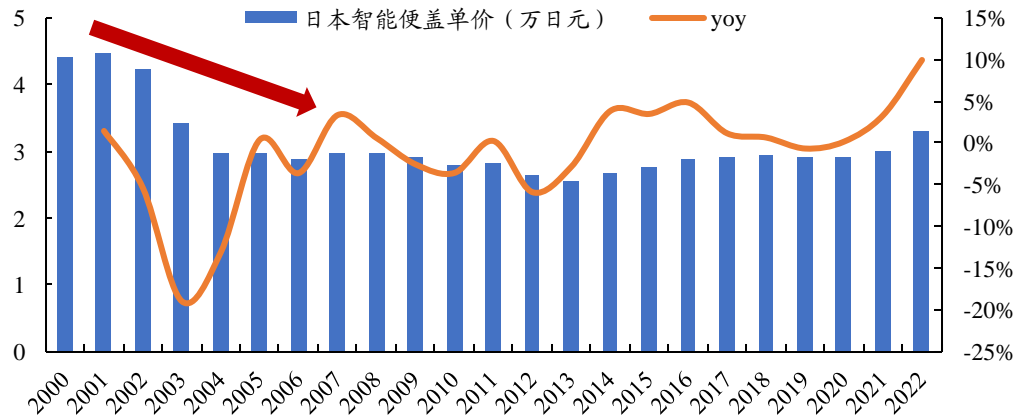
来源: 世界银行, 国金证券研究所

3) 价格下移推动智能坐便器渗透率提升。以日本智能坐便盖销售均价变动为例, 2001 年



开始智能坐便盖价格逐步走低，2005 年日本智能坐便盖单价为 3.0 万日元，较 2000 年下降 32.4%，根据日本经济产业省统计，期间智能坐便器渗透率从 41%快速提升至 60%，价格下探显著推动了智能坐便器品类渗透率提升。

图表 13：日本智能坐便盖价格变动趋势（万日元，%）



来源：日本经济产业省，国金证券研究所

2.2 从中国功能沙发观智能坐便器未来发展趋势

功能沙发和智能坐便器在诸多方面具备相似性：1) 强标品属性：性能配置清晰可见；2) 低频消费品：功能沙发及智能坐便器均属于耐用消费品，使用年限一般在 8-10 年；3) 功能性丰富：功能沙发及智能坐便器功能均逐步向“舒适+健康”方向迭代，服务于想要提升生活品质的消费者。因此我们认为功能沙发市场的演变对智能坐便器有一定参考意义。

图表 14：功能沙发、智能坐便器的共同属性

属性	功能沙发	智能坐便器
消费属性	从高价低频向低价低频转变	从高价高频向低价低频转变
消费群体	客户注重生活品质，客户主要分布在 25-45 岁	客户注重生活质量，中高收入群体、老年客户居多
定价特征	根据沙发材质、不同功能定价，价格差异大	根据不同功能定价，价格带较宽，可满足多元需求
产品功能 (舒适健康)	具备姿态调整、转向、摇摆、形态变换等功能，可作为躺椅、躺床使用，符合人体工程学，部分沙发还有按摩、加热等功能。国内白领普遍存在肩颈腰问题，功能沙发以“舒适”为卖点，同时也能解决部分健康问题	可以调节冲洗位置、水温、烘干强度等，并可进行座圈加热，满足人们的舒适度需求。此外，产品功能还涵盖自动喷洗、紫外杀菌、水波按摩、智能音姬、尿液分析等，更加健康卫生
产品特征	标准化产品，可批量生产 功能沙发需要插电，有电路要求	标准化产品，可批量生产，市场更容易集中 卫生间智能坐便器旁需要有插座
技术壁垒	在普通沙发的基础上加入电动沙发架和电机的生产和组装，工艺复杂，自主生产有一定的技术壁垒	智能坐便器技术复杂，涉及水、电、加热、机械、传感、注塑、焊接等领域，在安全、性能方面存在技术壁垒
迭代方向	沙发的标准化、模块化（可排列组合成多样沙发）	零部件的标准化、模块化、微型化，从而降低成本
使用寿命	8-10 年	8-10 年，购买决策较难
后期保养	需要定期擦拭清洁	需要定期更换滤芯，滤嘴定期清洁
后期维修	在普通沙发的基础上加入电动零部件，维修成本高	在普通马桶的基础上加入电子技术，维修成本高

来源：国金证券研究所整理

根据敏华年报，近年来中国功能沙发渗透率显著提升，从 2018 年的 4.2% 提升至 2022 年的 7.2%，四年间渗透率提升了 3.0pct，同期美国渗透率仅提升 1.9pct，其主要原因在于：

1) 功能沙发设计符合中国消费者审美和习惯。功能沙发在原本美式沙发的基础上进行改



进,提升了沙发样式的美观度,升降模式的新设计和尺寸也降低对于客厅空间的硬要求,更符合中国客厅沙发靠墙的习惯。此外,单人功能沙发可以灵活摆放,使其与周围的布景相得益彰,增加客厅的层次和美感,提高生活的品质感。

2) 功能改进满足更多消费需求。在当下追求生活品质的时代,功能沙发的实用性、舒适性也成了消费者的购买决策因素之一。例如,芝华仕对沙发在多功能、操控方便、舒适实用等方面进行了改良,提升了用户体验,而产品痛点的解决也极大地推动了消费需求。

图表15: 传统美式沙发和改进功能沙发对比



传统美式功能沙发

更符合中国户型需求功能沙发

图表16: 芝华仕沙发功能丰富

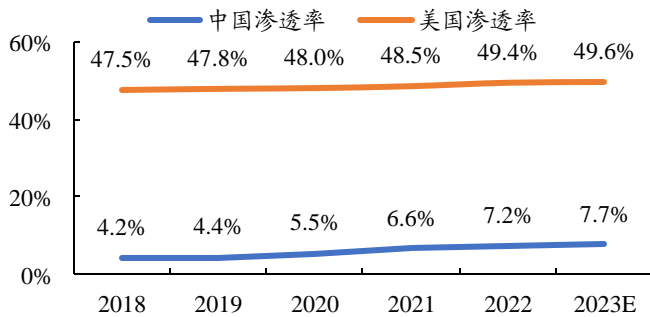


来源: 芝华仕京东旗舰店, 国金证券研究所

来源: 芝华仕京东旗舰店, 国金证券研究所

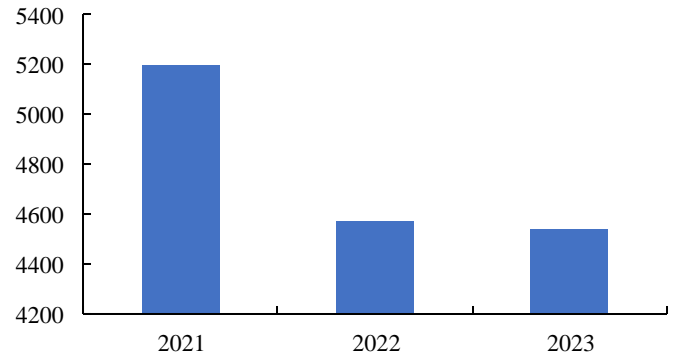
3) 价格逐步亲民,快速下沉市场。随着功能沙发推出平价系列产品,产品均价有所下降,对应购买门槛也相应降低,根据久谦数据,2022年天猫平台功能沙发均价为4574.4元,较2021年下降11.9%。功能沙发购买价格下降带动需求加速提升,根据敏华年报数据,2022年中国市场功能沙发渗透率为7.2%,同比提升0.6pct。

图表17: 中美两国市场功能沙发渗透率对比



来源: 敏华公司公告, Euromonitor, 国金证券研究所

图表18: 天猫平台功能沙发均价逐步下降(元)



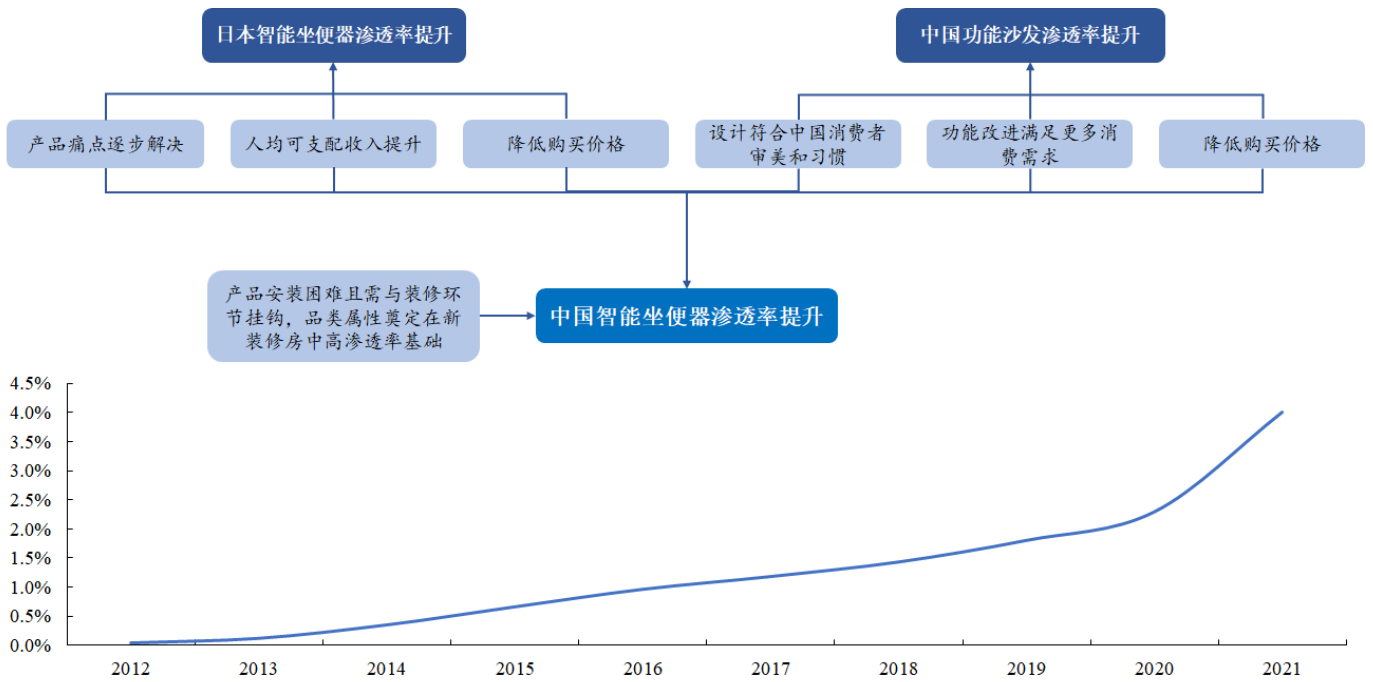
来源: 久谦中台, 国金证券研究所; 注: 2023年均价核算截止日期为2023年7月

2.3 四大因素或推动智能坐便器在中国市场加速渗透

通过前文对日本智能坐便器、中国功能沙发市场的发展梳理,我们认为中国智能坐便器或将演绎同样的发展逻辑。1) 安装难、更换周期长品类属性+人均收入水平提升奠定智能坐便器渗透基础:一方面,智能坐便器安装难度大、更换周期长(一般8-10年)的品类属性将显著影响新装修需求的消费者决策,考虑到未来智能坐便器是大势所趋,消费者倾向于首选智能坐便器品类。另一方面,2022年中国城镇居民/农村居民人均可支配收入分别已达4.9/2.0万元,并且人均GDP已达1.3万美元(日本市场随着人均GDP超1万美元后,智能坐便器渗透率逐步突破10%),中国在人均收入水平不断提升趋势下,智能坐便器已逐步具备高渗透率基础。2) 产品持续迭代升级+购买价格逐步下移,助力智能坐便器加速渗透:智能坐便器产品功能性越发完善叠加产品质量、稳定性逐步提升,消费者体验感全面提升。与此同时,该品类价格逐步亲民,根据奥维云网统计,智能一体机线上渠道均价已从2017年的4092元降至2022年的2933元,智能坐便器产品性价比进一步凸显,助力渗透率加速提升。



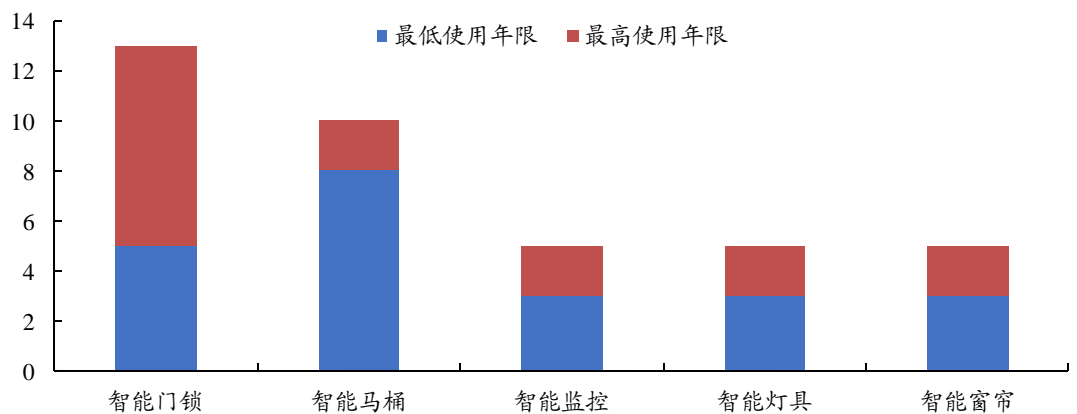
图表19: 四大因素助力中国智能坐便器渗透率提升



来源: 国金证券研究所

1) 安装困难+耐用属性奠定智能坐便器高渗透基础: 此前国内智能坐便器市场已经有所渗透的原因在于智能坐便器的安装更换较为复杂, 且更新周期较长 (一般为 8-10 年), 安装智能坐便器时需要安装电源插座和进水管, 更换智能便盖对马桶形状、水箱到便座前端距离、安装孔间距离等也有限制。因此, 考虑到智能坐便器是未来趋势所在, 后期更换难度大, 具有装修需求的消费者将倾向于安装智能坐便器, 智能坐便器安装困难+耐用属性使得其在装修需求中具备高渗透基础。

图表20: 智能家居使用寿命对比 (年)

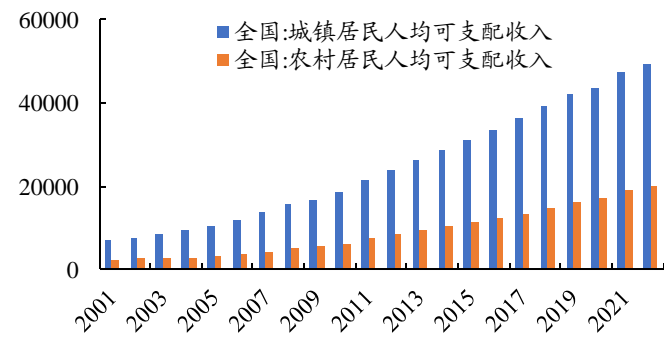


来源: 国家电网, 国金证券研究所

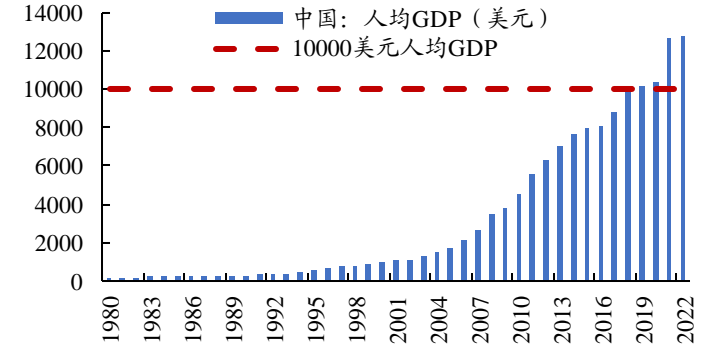
2) 人均可支配收入提升带来消费习惯改变: 根据国家统计局数据, 2022 年中国城镇居民/农村居民人均可支配收入分别为 4.9/2.0 万元, 较 2001 年分别提升 4.2/1.8 万元, 近年来受疫情影响增长略有下滑, 但长期增长趋势不减。此外, 根据世界银行数据显示, 2020 年中国人均 GDP 首次突破 10000 万美元, 2022 年中国人均 GDP 达 12720.2 美元, 此前日本市场在人均 GDP 超 1 万美元后, 智能坐便器渗透率逐步突破 10%。因此我们认为, 当前中国消费者的购买力已能够较好支撑智能坐便器达到更高渗透率。



图表21: 中国城镇、农村居民人均可支配收入 (元)



图表22: 中国历年人均 GDP 变动趋势 (美元)

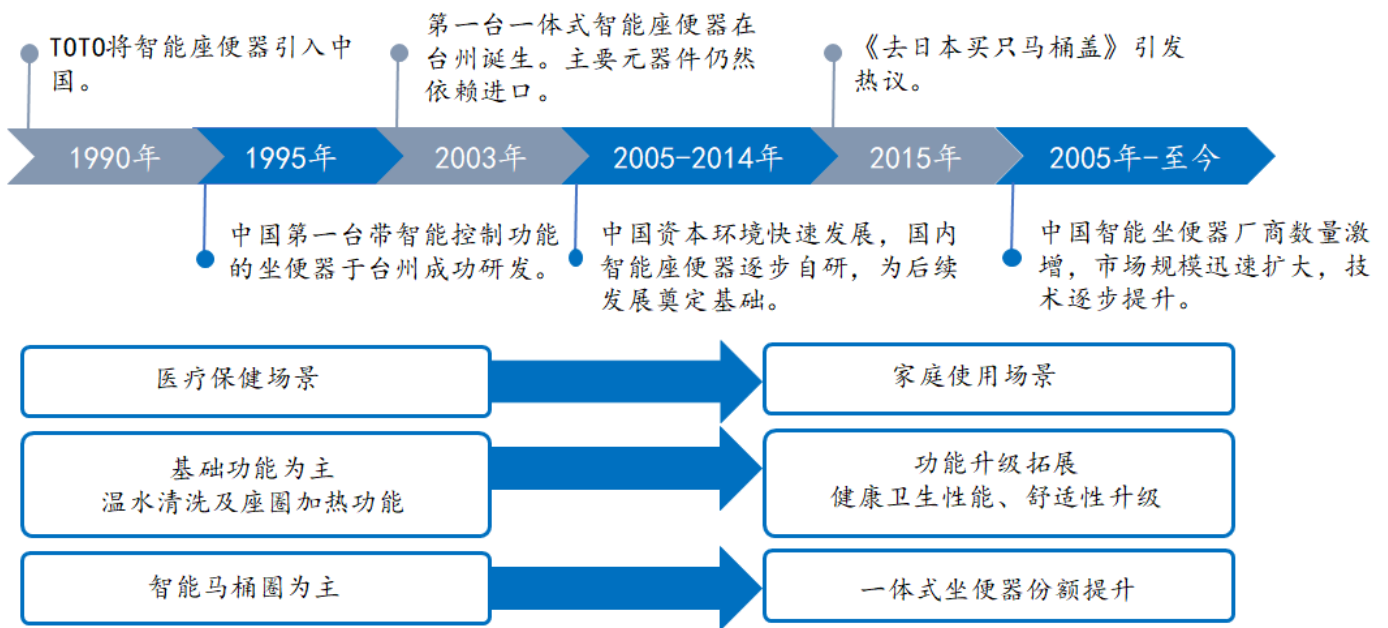


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 世界银行, 国金证券研究所

3) 产品持续升级迭代, 消费者痛点逐步解决: 智能坐便器在发展初期功能性单一叠加存在技术瓶颈, 导致消费者体验感不佳。经过多年发展, 智能坐便器在温水清洗、坐圈加热等基础功能上逐步向健康、卫生领域升级, 并且增加了提升用户使用舒适性的扩展功能, 很大程度上提升用户的使用体验感。与此同时, 产品的功能与质量稳定性也持续优化, 产品的持续优化迭代, 将直接推动提升消费者对于智能坐便器的需求。

图表23: 中国智能坐便器发展历程, 功能逐渐丰富

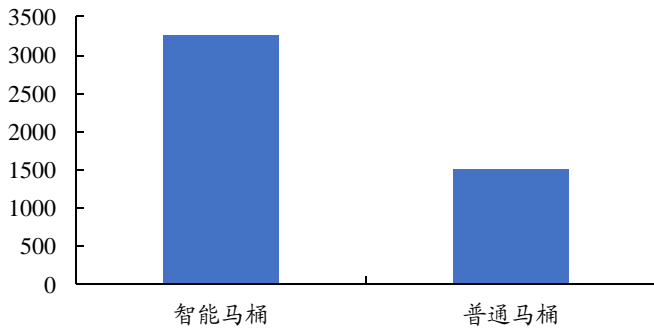


来源: 国金证券研究所

4) 购买成本降低: 智能坐便器由于具备多种功能, 定价高于普通坐便器, 根据智研咨询数据, 2021 年智能坐便器/普通坐便器均价分别为 3259/1500 元, 较高的价格或是制约渗透率提升的主要因素。而近年来, 产品价格逐年降低, 根据奥维云网数据, 智能一体机及智能盖板线上均价逐年下降趋势明显, 其中一体机价格下降幅度更为快速, 2022 年智能一体机线上均价为 2933 元, 较 2017 年下降 28.3%。智能坐便器的价格逐步亲民, 越发趋近普通坐便器价格或将助推智能坐便器迎来加速渗透期。

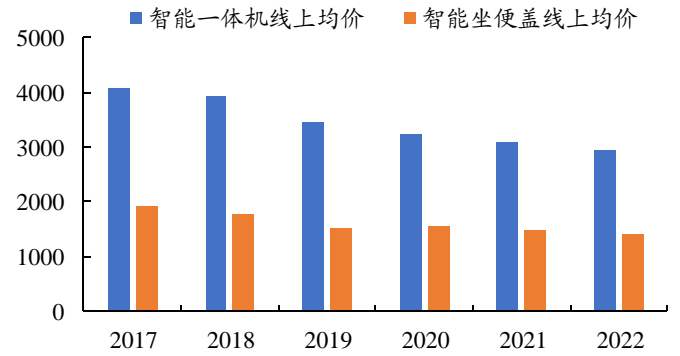


图表24: 2021年智能坐便器、普通马桶均价对比(元)



来源: 智研咨询, 卫浴网, 国金证券研究所

图表25: 线上渠道智能坐便盖、一体机价格双降(元)



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

3. 为什么我们认为公司自主品牌发展能成功?

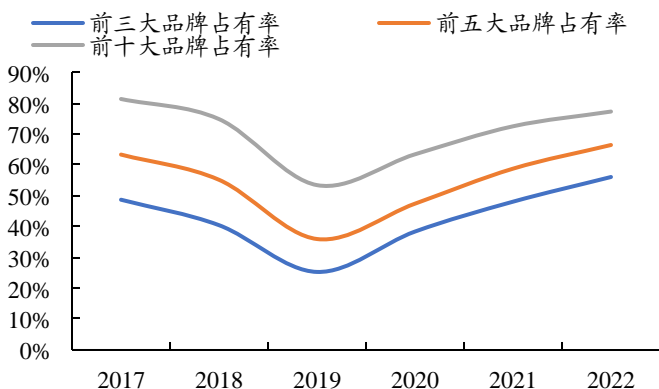
根据久谦中台数据, 2022年天猫平台普通坐便器/智能坐便器 CR10 分别为 77.2%/51.4%, 相较于普通坐便器, 中国智能坐便器市场格局仍未完全成型, 在品类功能属性较强的情况下, 国产品牌有望凭借高性价比产品实现突围, 公司凭借优异产品力、极致性价比以及精细化线上运营具备从国产品牌中脱颖而出的基础。具体策略方面, 公司一方面顺应线上流量变化趋势, 平台布局重点逐步从天猫平台扩展至京东、抖音; 另一方面公司依托大规模自产优势打造高性价比爆品, 借力线上购物节实现爆品突围, 618 期间公司爆品 UX7 在抖音 618 商品榜中排名第一。线下渠道方面, 公司积极开拓经销渠道, 具体门店以轻成本的店中店形式布局, 从仓储到安装售后均由公司负责, 而经销商仅需负责销货环节, 经销商轻资产模式助力渠道快速铺开。整体来看, 在行业格局仍未成型的情况下, 公司线上、线下发展思路清晰, 自主品牌有望迎快速发展期。

3.1 智能坐便器市场格局尚未成型, 国产品牌有望借助线上渠道突围

3.1.1 智能坐便器线上市场集中度仍低, 国产品牌有望突围

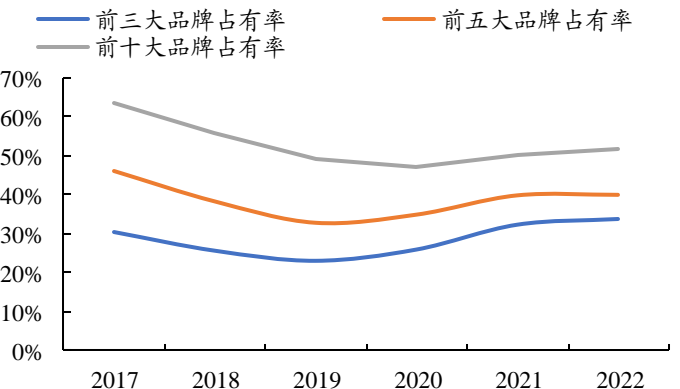
由于外资品牌较早进入中国市场, 且以线下销售为主, 叠加品牌+产品优势稳固, 卫浴行业大量市场份额仍由外资品牌把控。而智能坐便器作为新兴品类, 消费者教育不够导致该品类渗透率仍然较低, 并且市场格局尚未成型。根据久谦数据统计, 2022年传统坐便器线上 CR3/CR5/CR10 分别为 56.1%/66.2%/77.2%, 而智能坐便器线上 CR3/CR5/CR10 分别为 33.9%/39.8%/51.4%, 与传统坐便器相比, 智能坐便器线上市场集中度低, 对于国产品牌而言, 或能够借助线上渠道在智能坐便器赛道实现突围。

图表26: 天猫平台传统坐便器前三、五、十大品牌市场占有率 (%)



来源: 久谦中台, 国金证券研究所

图表27: 天猫平台智能坐便器前三、五、十大品牌市场占有率 (%)



来源: 久谦中台, 国金证券研究所

3.1.2 线上化+智能化助推国产品牌份额提升

智能坐便器格局尚未成型, 国产品牌有望借力线上渠道实现份额提升: 一方面, 国产品牌智能坐便器在具备价格优势的前提下, 在功能丰富度上与外资品牌已无明显差异; 另一方面, 国产品牌定位性价比更适于线上销售, 本土化运营+更早布局电商平台使得国产品牌在线上渠道具备先发优势, 根据久谦中台数据, 2022 智能坐便器年线上销售额前十品牌



中国产品牌份额达到 82.0%，其中排名前三品牌为恒洁、九牧、箭牌，份额分别为 28.8%/24.0%/13.0%，智能坐便器线上化销售趋势将助推国产品牌份额进一步提升。

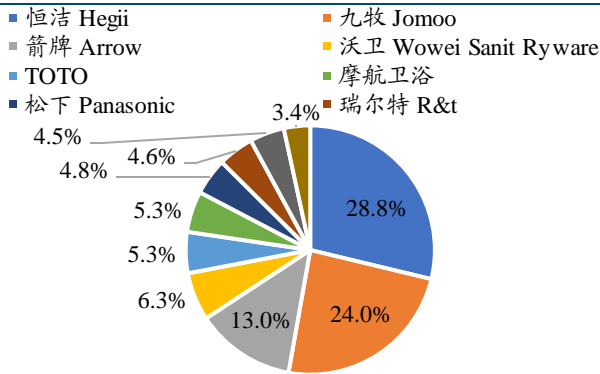
➤ 国产智能坐便器功能齐全且具备高性价比

目前国产品牌 3000 元左右价位的智能坐便器除了传统清洗、座圈加热功能外，更具备多种智能化附加属性，如多种清洗模式、多档加热模式、暖风烘干、自动冲水、自动除臭等，部分品牌更是配备了脚感冲水、紫外线抑菌、光感夜灯等多种能够提升用户舒适度属性的扩展功能，国产品牌在功能丰富度上与外资品牌已经没有明显差异。此外，由于智能坐便器的功能属性清晰直观，价格对比也更直观，使得品牌溢价作用降低。与松下、东陶、科勒等品牌相比，在配置相同功能情形下，国产品牌定价更低，整体具备更高性价比。

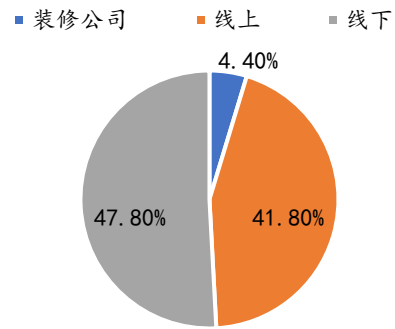
➤ 线上化购买成为趋势，国产品牌线上运营优势明显

根据华经产业研究院数据统计，2021 年中国消费者通过线上及线下购买智能坐便器比例分别为 41.8%/47.8%，线上渠道重要性日益凸显。相比于外资品牌，国产品牌性价比定位更适于线上销售，本土化运营+更早布局电商平台使得国产品牌在线上渠道具备先发优势，加之近年来带货直播等引流方式更加多元化，国产品牌曝光率将进一步提升，线上渠道优势更加稳固。

图表28: 2022 年线上销售额前十品牌份额 (%)



图表29: 2021 年智能坐便器不同渠道购买占比 (%)



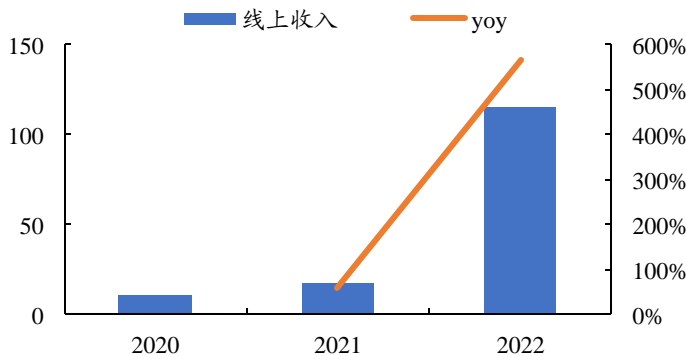
来源: 久谦中台, 国金证券研究所

来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

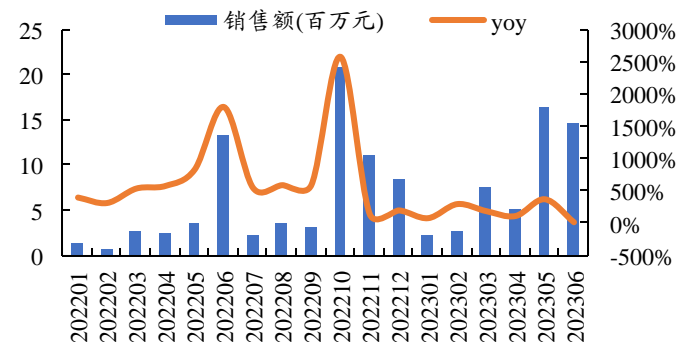
3.2 线上打法: 顺应流量变化趋势+爆品策略驱动强劲增长

线上平台为国产品牌提供了在智能坐便器领域实现份额提升的机遇,公司凭借优异产品力、极致性价比以及精细化线上运营具备从国产品牌中脱颖而出基础。具体策略方面,公司一方面顺应线上流量变化趋势,线上布局逐步从天猫扩展至京东、抖音,深耕新兴平台奠定流量转化基础;另一方面打造高性价比单品,发力线上购物节,打造爆品带动各平台销量高速增长。整体来看,公司线上运营已初显成果,2022 年实现线上收入 1.2 亿元,同比增长 564.2%,近年来份额快速提升,截至 2023 年 6 月,公司线上份额达 3.4%。

图表30: 公司历年线上收入及 yoy (亿元, %)



图表31: 公司线上三大平台月度销售额及 yoy (百万元, %)

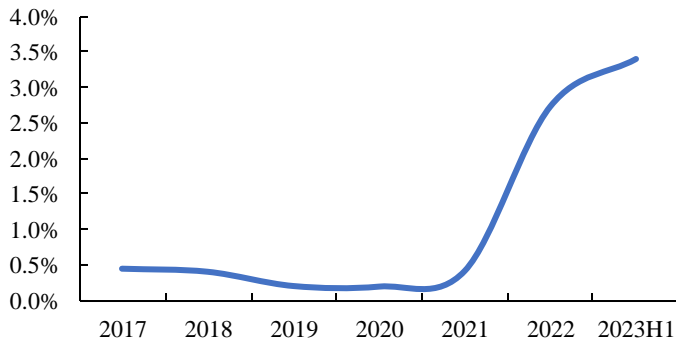


来源: 公司公告, 国金证券研究所

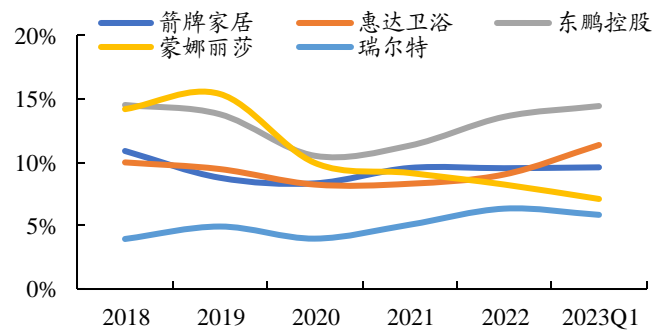
来源: 久谦中台, 国金证券研究所



图表32: 公司历年线上份额变化



图表33: 公司销售费用率逐步提升



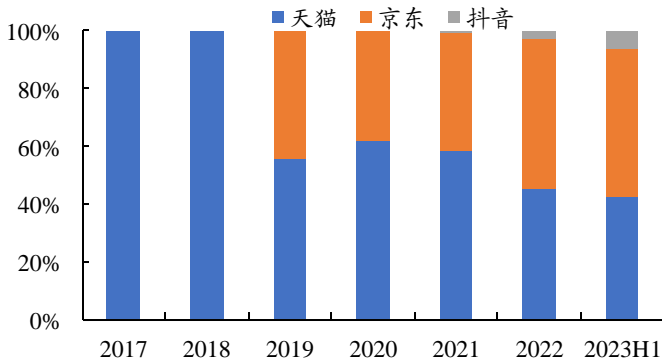
来源: 久谦中台, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

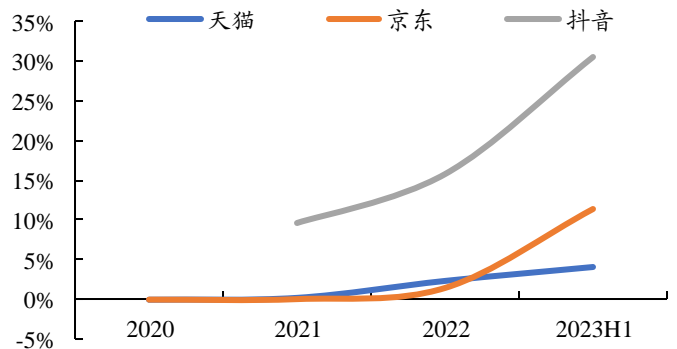
3.2.1 顺应平台流量趋势变化, 线上平台布局逐步完善

公司较早布局线上, 起初只在天猫销售, 后续顺应智能坐便器线上多元化销售趋势, 逐步拓展到京东、抖音平台, 线上平台布局逐步完善。从智能坐便器线上销售额占比变化来看, 京东、抖音平台销售占比逐步提升, 2023年H1 京东/抖音智能坐便器销售额占比分别为 50.9%/6.3%。公司紧跟线上流量变动趋势, 着重布局京东、抖音平台, 实现份额快速提升, 2023H1 公司智能坐便器产品在京东/抖音的份额分别为 11.4%/30.5%, 较 2021 年分别提升 11.3%/21.0pct。

图表34: 智能坐便器线上平台销售额占比变化趋势



图表35: 公司智能坐便器抖音、京东份额明显提升



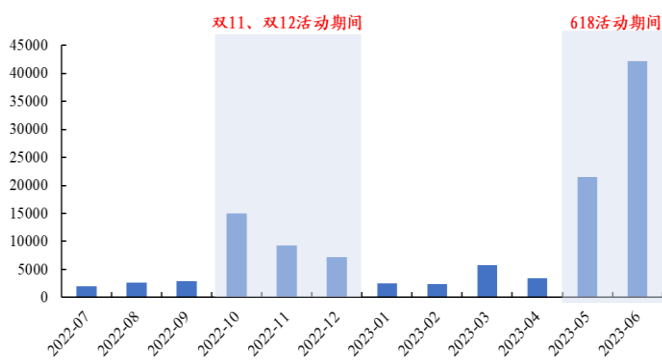
来源: 久谦中台, 国金证券研究所

来源: 久谦中台, 国金证券研究所

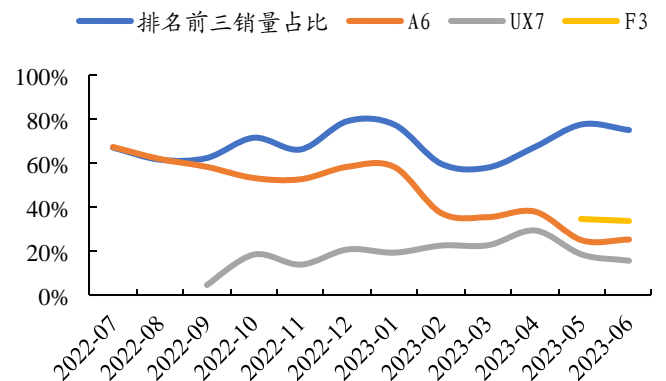
3.2.2 爆品策略+借势购物节带动销量高增长

公司线上采取爆品策略, 频繁推出高性价比单品带动销量提升。从天猫平台近一年线上销售数据来看, 公司排名前三畅销智能坐便器销量占比均在 55%以上, UX7/F3 推出后首月销量占比分别为 4.3%/34.3%, 此外, 公司高性价比单品路线契合线上购物节举办理念, 购物节期间借势主要线上销售平台突破销量天花板, 其中 UX7 在抖音 618 商品榜中排名第一, A6 斩获京东 TOP 单品榜第三。

图表36: 公司智能坐便器线上平台月度总销量



图表37: 公司智能坐便器天猫平台畅销产品销量占比



来源: 久谦中台, 国金证券研究所

来源: 久谦中台, 国金证券研究所



公司爆品打造思路：优质产品力+强成本优势打造极致性价比单品

从各品牌热销智能坐便器产品横向对比来看，公司大热单品 A6、F3 在功能丰富度上已经显著领先海外品牌，并且在定价上具备较强优势。我们认为依托优质产品力+强成本优势实现极致性价比或是公司成功打造爆品的关键，具体来看，优异产品质量+持续研发投入保障优质产品力持续兑现，大规模自产能力保障公司成本端优势领先。

图表38：各品牌热销智能坐便器价格及参数对比

品牌	瑞尔特		箭牌		TOTO		
	型号	旗舰款A6	F3	AKE1135	AKE1134	CW830+TCF3F260 ECN	CES9433CS
基本情况	价位	3899	2988	4159	2959	4099	9999
	机型	智能一体机	智能一体机	智能一体机	智能一体机	分体式	智能一体机
	加热方式	即热式	即热式	即热式	即热式	即热式	储热式
排水	排水方式	地排	地排	地排	地排	地排	地排
	坐便器冲水方式	E-shion静音	U-wave	虹吸式	虹吸式	直冲式	直冲式
	冲水量	4.8L	4.8L	5.0L	5.0L	4.8L	3.0L/4.5L
	水效等级	2级	2级	2级	2级	2级	3级
	安装水压	10秒3瓶水	无水压限制	10秒4瓶水	10秒4瓶水	10秒4瓶水	10秒4瓶水
	停电冲水	●	●	●	●	-	●
清洗	喷嘴材质	ABS弧形喷杆（可拆卸、SIAA抗菌认证）	ABS弧形喷杆（可拆卸、SIAA抗菌认证）	不锈钢	不锈钢	洁净树脂	洁净树脂
	臀洗	●	●	●	●	●	●
	妇洗	●	●	●	●	●	增加轻柔清洗
	清洗强度	3档	3档	3档	3档	5档	5档
	移动清洗	●	●	●	●	●	●
	IPX4防水	●	●	●	●	-	-
其他	除臭功能	硅藻除臭+等离子杀菌	无光触媒	活性炭	活性炭	●	●
	抗菌座圈	SIAA认证	SIAA认证	SIAA认证	SIAA认证	国内认证	国内认证
	智能节电	ECO节电	四季温感	ECO节电	ECO节电	定时+自动节电	定时+自动节电
	其他保护	防干烧等7项	防干烧等7项	漏电保护等5项	漏电保护等5项	-	-
	泡沫盾	-	●	-	-	-	-

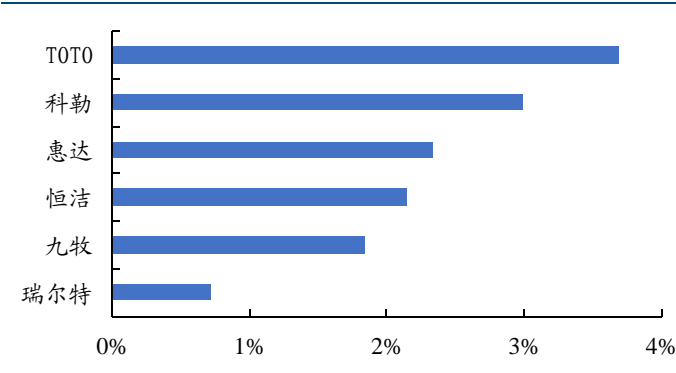
来源：各品牌天猫旗舰店，国金证券研究所

➤ 产品质量优异

公司早在 2004 年就通过了 ISO9001 质量管理体系认证，在生产过程中采用严谨的制造工艺与严格控制流程，从而保证产品质量的稳定性，在与可比公司的天猫旗舰店综合排名第一的产品差评率对比来看，公司差评率最低。同时，公司产品维修率低于同行业 2%-3%，正常情况下，其智能坐便器产品可以使用 10 年左右，而 G21026 静音 R&T 挂式水箱的使用寿命为 25 万次，正常可使用 15 年以上，同行领先。此外，公司于 2018 年上市的产品 V8800 智能坐便器及 V2500 智能盖凭借节能舒适、耐用安全等关键性能获得沸腾杯“质量金奖”荣誉，优异产品质量得到充分验证。

图表39：各品牌天猫旗舰店综合排名第一的产品差评率对比

图表40：公司斩获沸腾杯“质量金奖”



来源：各品牌天猫旗舰店，国金证券研究所；注：时间截至 2023 年 6 月

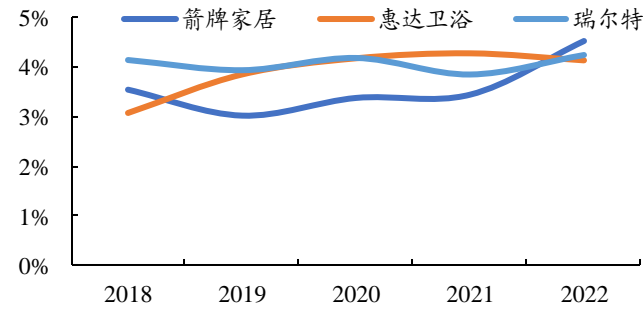
来源：瑞尔特微信公众号，国金证券研究所



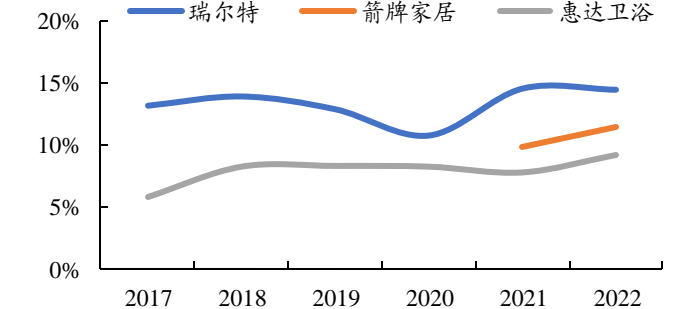
➤ 产品技术持续迭代，针对市场痛点开发 E-shion 技术

近年来公司为支持自主品牌发展，持续加码研发端，研发费用率及人员占比稳步提升且位于行业前列。横向对比卫浴企业专利数来看，截至 2022 年末，箭牌家居/惠达卫浴/瑞尔特发明专利数量分别为 70/45/102 项，公司发明专利数量同行领先，保证产品竞争力持续兑现。以 E-shion 冲刷技术为例，针对市面上智能坐便器普遍存在的冲刷力度不够、冲刷噪音大等问题，公司于 2021 年成功开发 E-shion 冲刷技术，双动力技术进行 360°组合冲刷实现更佳冲刷效果的同时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”、下沉式水箱则能够实现纯机械式无电冲刷并且主冲不受水压影响。该技术凭借优越性能已经得到广泛推广及运用，切实提升消费者使用体验。

图表41：公司研发费用率稳步提升



图表42：公司研发人员占比逐步提升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表43：卫浴企业专利数

	箭牌家居	瑞尔特	惠达卫浴
实用新型专利	1554	1593	934
外观设计专利	719		
发明专利	70	102	45
共计	2343	1695	979

来源：各公司公告，国金证券研究所；注：专利数量为 2022 年年报披露数据

图表44：E-SHION 冲刷系统实现全方位性能突破

配套技术实测		
序号	测试项目	设计要求
1	MISO 测试 静压 0.35MPa	≥600g
2	PP 球 100 个 PP 球	全部通过
3	小颗粒 2500 个 PE 小颗粒+ 100 个尼龙球	残留小颗粒平均值≤5 颗 残留尼龙球无残留
4	噪音 测试 L10、L50	L10≤63dB L50≤50dB
5	最低使用压力	静压 0.06MPa
6	18 米管道输送能力	18 米全部通过
7	智能盖板厚度	厚度可做到 70mm 以下
8	水效等级要求	满足一、二级水效

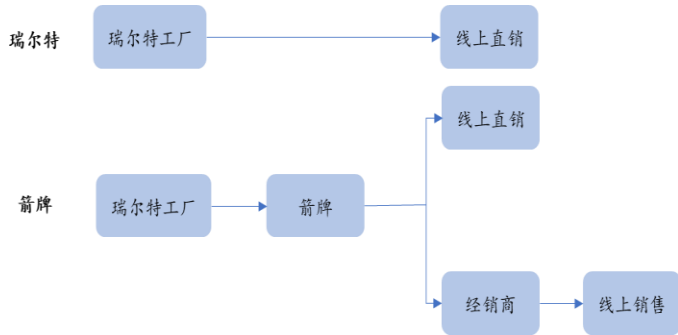
来源：瑞尔特微信公众号，国金证券研究所

➤ 自产保障产品高性价比

从生产端来看，公司具备大规模一体化生产能力，对比 TOTO、惠达卫浴、箭牌卫浴等国内外知名品牌以 OEM 为主，一方面公司通过全产业链布局有效保障了产品质量的稳定性，在生产规模不断扩大的前提下规模效应也得以释放；另一方面，自主化生产能够使得企业具备更大利润空间，公司从工厂端到线上销售没有中间环节，而需要代工的厂商从工厂出货到线上销售需要 2-3 个中间环节，精简中间环节使得公司在定价上更具优势。



图表45：公司自产直销具备成本优势



来源：国金证券研究所

图表46：各品牌代工商一览

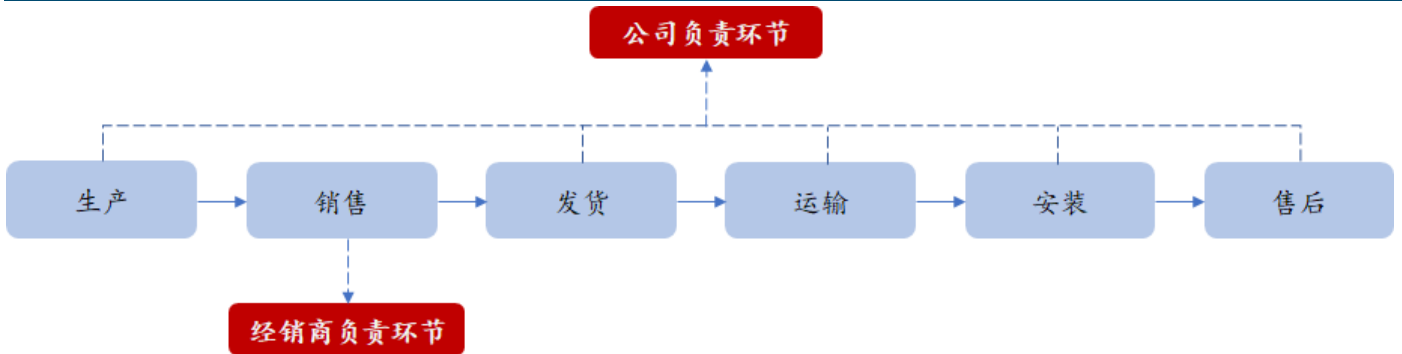
品牌	代工商
ROCA	瑞尔特
INAX	瑞尔特
KOHLER	瑞尔特、福马
American Standard	瑞尔特、福马
箭牌	瑞尔特
惠达	瑞尔特
航标	瑞尔特
TOTO	威迪亚

来源：各公司年报，国金证券研究所

3.3 线下打法：店中店轻成本模式助力经销门店快速铺开

公司自主品牌线下渠道主要通过经销模式展开。一方面，不同于专卖门店多层级经销商的模式，公司经销商门店主要以店中店形式分布在建材五金店、苏宁易购等门店中，轻资产模式助力经销网点快速铺开。另一方面，在生产到售后服务的全流程环节中，经销商只需负责获客销售环节，其余仓储、物流、安装及售后环节均由公司完成，该模式使得经销商能够专注于销售获客环节，充分调动经销商积极性从而助力销量增长。

图表47：公司生产销售服务全流程图



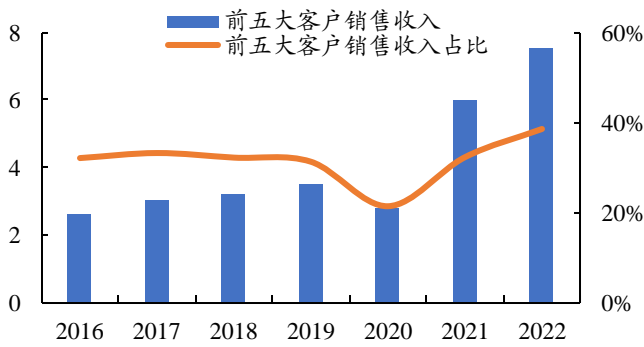
来源：国金证券研究所

4. 代工业务如何展望？

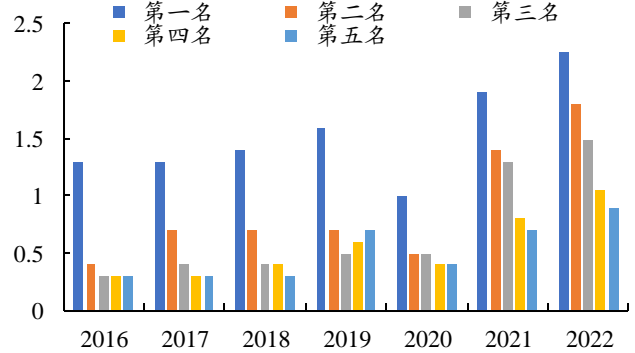
公司以冲水组件代工起家，后期代工业务逐步拓展至智能坐便器整机/盖板等品类，代工业务 2022 年收入约 17.4 亿元，占比 89.0%，仍为公司重要收入来源。公司下游客户合作关系稳固，2022 年前五大客户销售收入为 7.5 亿元，收入占比达 38.3%，2016-2022 年公司前五大客户销售收入及占比均呈现稳步提升态势，体现较强客户粘性。整体来看，公司代工业务收入端，随着全球卫生陶瓷市场规模进一步扩容，智能坐便器市场蓬勃发展，公司或可凭借优异制造能力，持续绑定现有大客户并开拓新客保证代工业务收入端稳健增长。利润端来看，2020-2021 年工程塑料等主要原材料价格均出现大幅上涨，对公司盈利水平产生显著负面影响，而 2022 年以来工程塑料等原材料价格已经开始回落，随着公司主要原材料价格进入下行通道，公司盈利能力修复可期。



图表48: 前五大客户销售收入及占比 (亿元, %)



图表49: 前五大客户营收规模 (亿元)



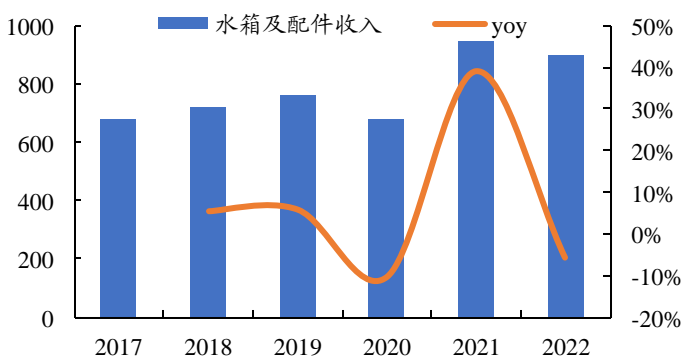
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

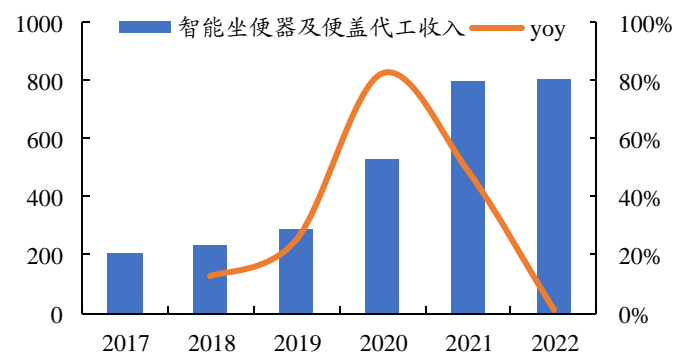
4.1 收入端: 受益智能坐便器渗透率提升, 收入稳健增长可期

- 冲水组件代工: 从行业格局来看, 全球高端冲水组件领域主要由吉博力、福马、瑞尔特等企业占据, 技术+客户资源壁垒使得行业格局较为稳定集中, 根据公司 2022 年年报数据, 公司在国内冲水组件市场占有率排名第一, 在全球冲水组件市场占有率排名前三, 优势地位稳固。冲水组件代工高度依赖下游客户需求, 公司作为有能力提供高品质产品与配套服务的冲水组件制造商与 ROCA、INAX、箭牌等国内外知名卫浴企业有着良好、稳定的合作关系。我们认为, 随着全球卫生陶瓷市场规模稳步扩容, 公司或可凭借现有客户资源及新拓客户实现冲水组件代工业务稳健增长。
- 智能坐便器代工: 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, 当前公司已经建立起从研发设计到售后服务的完善自有体系, 并在此基础上逐年推出升级换代新功能产品, 不断夯实智能坐便器产品竞争力。展望未来, 智能坐便器渗透率提升将带动下游客户代工需求提升, 根据 GII 数据, 2028 年全球智能坐便器市场规模有望达到 135 亿美元, 2022-2028CAGR 为 9.3%, 智能坐便器加速渗透将带动公司智能坐便器代工业务进一步增长。

图表50: 水箱及配件代工收入及 yoy (百万元, %)



图表51: 智能坐便器及盖板代工收入及 yoy (百万元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表52: 公司部分代工客户简介

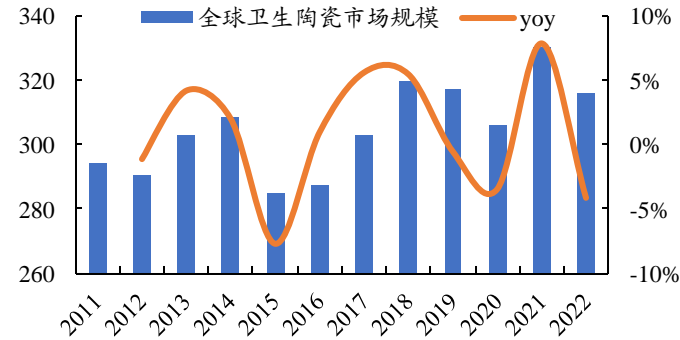
代工产品	代工品牌	收入体量
冲水组件	ROCA	2021 年总收入 20.53 亿欧元, 折合人民币 162.3 亿元
冲水组件	INAX	lixil 旗下子品牌, lixil 集团 2022 年总收入 14960 亿日元, 折合人民币 759.1 亿元
冲水组件	American Standard	
冲水组件、智能坐便器整机	KOHLER	/
冲水组件	汉斯格雅	/
冲水组件	箭牌	2022 年总收入 75.1 亿元, 其中智能马桶收入为 13.9 亿元



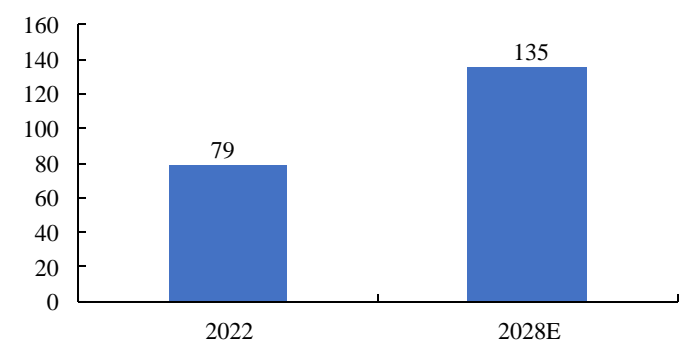
冲水组件	惠达	2022 年总收入 34.2 亿元，其中五金洁具 5.26 亿元
冲水组件	航标	/
智能坐便器整机	TOTO	2022 财年收入为 7012 亿日元，折合人民币 357.3 亿元，其中中国大陆贡献收入 43.4 亿元
智能坐便器整机	京东京造	/

来源：各品牌官网，Wind，国金证券研究所

图表53：全球卫生陶瓷市场规模（亿美元，%）



图表54：全球智能坐便器市场规模及预测（亿美元）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：GII，国金证券研究所

4.2 利润端：短期或将受益原材料价格下行

2020-2021 年公司主要原材料价格均出现大幅上涨，对公司盈利水平产生显著负面影响。而 2022 年以来工程塑料、五金等原材料价格已经开始回落，未来随着各原材料价格回归正常区间，公司毛利率水平将得到修复。若工程塑料、橡胶、五金件成本均下降 10% 的情况下，公司毛利率有望提升 3.6pct。

测算假设：1) 公司出厂价不变的情况下；2) 根据公司 2014 年各原材料采购占比，假设原材料中工程塑料成本占比 32.7%，五金件成本占比 11.7%，橡胶件成本占比 9.1%。

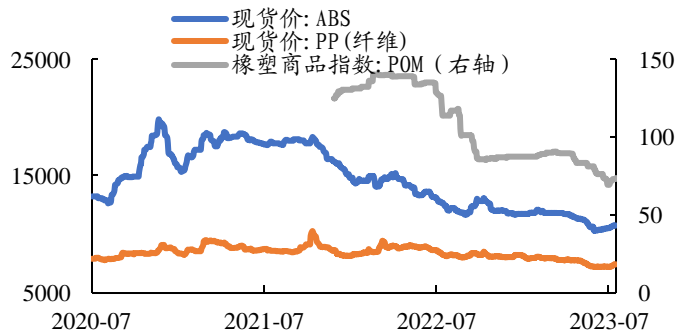
图表55：原材料采购价格变动毛利率弹性测算

工程塑料	五金件		0%	-10%	-20%	-30%
	橡胶件					
0%	0%		0.00%	0.78%	1.56%	2.34%
	-10%		0.61%	1.39%	2.17%	2.95%
	-20%		1.21%	1.99%	2.77%	3.55%
	-30%		1.82%	2.60%	3.38%	4.16%
-10%	0%		2.17%	2.95%	3.73%	4.52%
	-10%		2.78%	3.56%	4.34%	5.12%
	-20%		3.38%	4.16%	4.95%	5.73%
	-30%		3.99%	4.77%	5.55%	6.33%
-20%	0%		4.35%	5.13%	5.91%	6.69%
	-10%		4.95%	5.73%	6.51%	7.29%
	-20%		5.56%	6.34%	7.12%	7.90%
	-30%		6.16%	6.94%	7.72%	8.50%
-30%	0%		6.52%	7.30%	8.08%	8.86%
	-10%		7.12%	7.90%	8.69%	9.47%
	-20%		7.73%	8.51%	9.29%	10.07%
	-30%		8.33%	9.11%	9.90%	10.68%

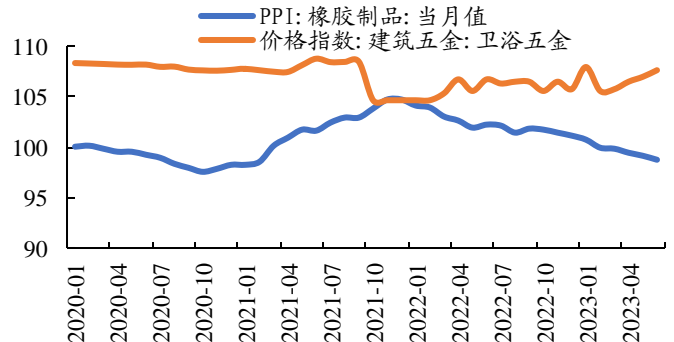
来源：公司招股说明书，国金证券研究所测算



图表56: 工程塑料历年价格变动 (元/吨)



图表57: 橡胶制品及卫浴五金价格变动



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

1) 智能坐便器及盖板: 智能坐便器及盖板业务是公司核心业务, 且智能坐便器品类正迎加速渗透, 公司 ODM+自主品牌有望共同加速发展, 尤其自主品牌在线上及线下渠道快速拓展的情况下, 我们预计 2023-2025 年其收入分别+104.0%/82.4%/48.7%至 4.4/8.0/11.9 亿元, 而整体智能坐便器及盖板业务我们预计 2023-2025 年收入分别+38.0%/+36.7%/+30.3%至 13.9/19.0/24.7 亿元。毛利率方面, 一方面由于自主品牌在智能坐便器及盖板业务中收入占比提升至 31.6%/42.2%/48.1%, 收入结构优化有望推动毛利率逐步改善, 另外一方面, 原材料成本下降将助推毛利率修复, 整体来看, 我们预计 2023-2025 年智能坐便器及盖板业务毛利率分别为 25.8%/27.6%/28.8%。

2) 水箱及配件: 水箱及配件业务主要包括冲水组件及挂式水箱代工, 由于公司下游客户需求较为稳定, 我们预计 2023-2025 年水箱及配件业务收入分别为 7.2/7.2/7.2 亿元, 与 2022 年持平。毛利率方面, 公司较强用户粘性将使得代工业务毛利率保持相对稳定, 我们预计 2023-2025 年毛利率分别为 24.6%/24.6%/24.5%。

3) 同层排水系统: 同层排水系统主要包括隐藏式水箱代工, 由于全球卫生陶瓷市场稳步扩容趋势较为确定, 并且考虑公司较强的客户绑定及拓新客户能力, 我们认为未来同层排水系统业务稳健增长可期, 预计 2023-2025 年收入分别+8.0%/+7.0%/+7.0%至 1.9/2.1/2.2 亿元。毛利率方面, 公司较强用户粘性将使得代工业务毛利率保持稳定, 考虑到 2022 年原材料价格下行趋势, 我们预计 2023-2025 年毛利率分别为 33.3%/33.2%/33.2%。

4) 销售费用率预测: 由于公司自主品牌建设加速推进, 预计未来销售费用率将持续快速增长, 我们预计 2023-2025 年销售费用率为 6.3%/6.6%/7.0%。

5) 管理费用率预测: 由于公司正在大力建设自主品牌, 相关管理人员将逐步增加, 我们预计未来管理费用率稳中有升, 预计 2023-2025 年管理费用率为 4.9%/5.0%/5.1%。

6) 研发费用率预测: 研发是公司持续提升核心竞争力的重要保障, 公司将持续投入研发促进智能技术迭代, 预计公司研发费用率保持稳定, 2023-2025 年研发费用率分别为 4.0%/4.0%/4.0%。

综上, 我们预计公司 2023-2025 年营收为 23.6 亿元、28.8 亿元、34.7 亿元, 归母净利润分别为 2.5 亿元、3.1 亿元、3.8 亿元。



图表58: 分业务拆分预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	1868.29	1959.59	2355.87	2878.03	3469.42
智能坐便器及盖板	854.74	1005.73	1387.77	1896.46	2470.56
水箱及配件	776.13	717.94	717.94	717.94	717.94
同层排水系统	172.93	178.04	192.29	205.75	220.15
其他	64.49	57.88	57.88	57.88	60.78
同比增速	45.48%	4.89%	20.22%	22.16%	20.55%
智能坐便器及盖板	57.51%	17.66%	37.99%	36.66%	30.27%
水箱及配件	31.38%	-7.50%	0.00%	0.00%	0.00%
同层排水系统	87.64%	2.96%	8.00%	7.00%	7.00%
其他	10.03%	-10.24%	0.00%	0.00%	5.00%
毛利率	22.59%	24.81%	25.99%	27.19%	28.12%
智能坐便器及盖板	19.09%	23.64%	25.76%	27.59%	28.80%
水箱及配件	22.09%	24.42%	24.64%	24.64%	24.54%
同层排水系统	35.21%	33.12%	33.30%	33.24%	33.24%
其他	41.02%	24.48%	24.00%	24.00%	24.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.60/0.73/0.90 元, 对应 PE 为 18、14、12 倍。我们选取欧派家居、顾家家居、箭牌家居、好太太等家居建材行业相关公司作为可比公司, 2024 年可比公司估值中位数为 17 倍。考虑公司自主品牌建设正迎提速阶段, 给予公司 2024 年 20 倍估值, 目标价 14.6 元, 给予公司“买入”评级。

图表59: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
可比公司												
603833.SH	欧派家居	97.23	4.38	4.41	5.16	6.02	7.00	33.71	27.54	18.83	16.14	13.90
603816.SH	顾家家居	41.27	2.63	2.20	2.48	2.92	3.43	29.31	19.37	16.64	14.13	12.03
001322.SZ	箭牌家居*	17.55	0.66	0.61	0.77	0.93	1.12	-	24.75	22.79	18.87	15.67
603848.SH	好太太*	14.84	0.75	0.55	0.77	0.92	1.09	18.50	25.59	20.81	17.33	14.65
中位数								29.31	25.17	19.82	16.74	14.27
平均数								27.17	24.31	19.77	16.62	14.06
002790.SZ	瑞尔特	10.56	0.33	0.50	0.60	0.73	0.90	28.40	16.90	17.50	14.40	11.78

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价

风险提示

- 1) 行业竞争加剧: 随着智能坐便器渗透率逐步提升, 多方进入该领域将导致行业内竞争加剧。
- 2) 需求释放低预期: 若地产销售、竣工改善不及预期、消费力恢复缓慢将导致智能坐便器需求不景气进而影响公司业绩兑现。
- 3) 原材料价格大幅上涨: 公司原材料采购成本占比相对较高, 若未来原材料采购价格大幅上涨, 将不利于公司的成本控制, 进而影响公司业绩。
- 4) 人民币汇率波动风险: 公司外销以美元作为主要结算货币, 并且近年来公司出口业务收入占主营业务收入的比例均在 40%左右, 若人民币汇率大幅波动, 将直接影响公司利润。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,284	1,868	1,960	2,356	2,878	3,469
增长率		45.5%	4.9%	20.2%	22.2%	20.5%
主营业务成本	-974	-1,446	-1,473	-1,744	-2,096	-2,494
%销售收入	75.8%	77.4%	75.2%	74.0%	72.8%	71.9%
毛利	310	422	486	612	782	975
%销售收入	24.2%	22.6%	24.8%	26.0%	27.2%	28.1%
营业税金及附加	-10	-10	-14	-16	-23	-28
%销售收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
销售费用	-51	-95	-123	-148	-190	-243
%销售收入	4.0%	5.1%	6.3%	6.3%	6.6%	7.0%
管理费用	-76	-99	-94	-115	-144	-177
%销售收入	5.9%	5.3%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%
研发费用	-54	-72	-83	-94	-115	-139
%销售收入	4.2%	3.8%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	119	146	172	238	310	389
%销售收入	9.3%	7.8%	8.8%	10.1%	10.8%	11.2%
财务费用	-20	-10	45	29	11	15
%销售收入	1.6%	0.5%	-2.3%	-1.3%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-11	-16	-7	-7	-1	-1
公允价值变动收益	4	-4	2	0	0	0
投资收益	16	16	4	20	20	20
%税前利润	13.0%	10.8%	1.9%	7.1%	5.9%	4.8%
营业利润	125	149	236	280	340	423
营业利润率	9.7%	8.0%	12.0%	11.9%	11.8%	12.2%
营业外收支	-1	1	-4	0	0	-5
税前利润	124	150	232	280	340	418
利润率	9.6%	8.0%	11.8%	11.9%	11.8%	12.0%
所得税	-10	-16	-24	-28	-34	-43
所得税率	7.7%	10.8%	10.2%	10.0%	10.0%	10.3%
净利润	114	134	208	252	306	375
少数股东损益	0	-6	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	115	139	211	252	306	375
净利率	8.9%	7.5%	10.8%	10.7%	10.6%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	114	134	208	252	306	375
少数股东损益	0	-6	-3	0	0	0
非现金支出	90	109	105	120	132	152
非经营收益	-5	4	-33	-32	-18	-13
营运资金变动	-112	-143	84	-110	-41	5
经营活动现金净流	87	102	363	230	380	518
资本开支	-88	-140	-111	-134	-143	-158
投资	56	89	-150	0	0	0
其他	0	0	1	20	20	20
投资活动现金净流	-32	-51	-260	-114	-123	-138
股权募资	30	0	0	9	0	0
债权募资	0	0	25	-6	0	0
其他	-84	-72	-72	-103	-125	-152
筹资活动现金净流	-53	-72	-47	-99	-125	-152
现金净流量	-23	-29	99	17	132	228

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	483	461	554	569	700	927
应收款项	525	635	544	586	609	619
存货	238	287	303	346	405	469
其他流动资产	354	269	428	440	448	454
流动资产	1,600	1,652	1,829	1,941	2,163	2,469
%总资产	76.6%	73.8%	75.3%	76.6%	78.1%	80.2%
长期投资	3	0	3	3	3	3
固定资产	415	491	515	544	554	556
%总资产	19.8%	21.9%	21.2%	21.4%	20.0%	18.1%
无形资产	33	34	32	36	38	40
非流动资产	490	587	601	595	606	609
%总资产	23.4%	26.2%	24.7%	23.4%	21.9%	19.8%
资产总计	2,089	2,239	2,430	2,536	2,769	3,078
短期借款	0	8	6	0	0	0
应付款项	256	263	262	280	305	360
其他流动负债	110	132	142	119	144	174
流动负债	366	403	410	398	449	534
长期贷款	0	0	25	25	25	25
其他长期负债	40	67	69	25	24	23
负债	406	470	503	448	498	581
普通股股东权益	1,683	1,774	1,935	2,095	2,279	2,504
其中：股本	418	418	418	418	418	418
未分配利润	712	774	905	1,056	1,240	1,465
少数股东权益	0	-5	-8	-8	-8	-8
负债股东权益合计	2,089	2,239	2,430	2,536	2,769	3,078

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.274	0.333	0.505	0.603	0.733	0.897
每股净资产	4.022	4.241	4.628	5.014	5.454	5.992
每股经营现金净流	0.209	0.245	0.869	0.550	0.909	1.239
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.241	0.293	0.359
回报率						
净资产收益率	6.81%	7.86%	10.90%	12.03%	13.44%	14.96%
总资产收益率	5.49%	6.22%	8.68%	9.94%	11.06%	12.17%
投入资本收益率	6.44%	7.18%	7.72%	10.13%	12.17%	13.84%
增长率						
主营业务收入增长率	15.75%	45.48%	4.89%	20.22%	22.16%	20.55%
EBIT 增长率	-30.86%	22.28%	17.80%	38.34%	30.57%	25.32%
净利润增长率	-36.86%	21.58%	51.36%	19.55%	21.48%	22.30%
总资产增长率	10.51%	7.15%	8.54%	4.35%	9.20%	11.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.3	80.6	80.5	66.0	54.0	44.0
存货周转天数	79.2	66.3	73.2	74.0	72.0	70.0
应付账款周转天数	65.4	59.3	61.4	55.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	116.8	84.3	95.6	76.1	57.3	42.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.17%	-39.72%	-48.02%	-45.33%	-47.43%	-52.25%
EBIT 利息保障倍数	6.0	14.9	-3.8	-8.1	-27.9	-26.1
资产负债率	19.43%	20.98%	20.71%	17.67%	17.97%	18.89%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究