

瑞尔特(002790)

报告日期: 2023年08月24日

自主品牌崛起, 毛利率优化超预期

——瑞尔特 23H1 业绩点评报告

投资要点

□ 瑞尔特发布 23 年中报

23H1 实现营收 9.73 亿元 (同比+8.09%), 归母净利润 1.13 亿元 (同比+35.84%), 扣非归母净利润 1.05 亿元 (同比+38.51%)。其中 23Q1/Q2 收入同比-2.8%/+17.02%, 归母净利润同比+8.7%/+57%, 扣非归母净利润同比+8.4%/+60.34%。

□ Q2 收入略超预期: 自主品牌爆发+代工订单回暖

智能马桶及盖板 23H1 收入 5.42 亿元 (同比+31.96%), 23Q2 提速明显: 1) 我们预计自主品牌 Q2 加速明显, 电商高增, 线下开店符合预期。自主品牌高增持续验证, 23 年目标兑现确定性高; 2) 我们预计代工同降, Q2 回暖明显, 受益于行业提速及新客户订单。

普通水件代工 23H1 收入 4.31 亿元 (同比-12%), 其中同层排水系统/水箱配件同比+32.35%/-18.78%, 水箱配件主要受海外订单拖累, Q2 已有环比回暖。

□ Q2 利润大超预期: 毛利率同增 4 个点达新高

23H1 毛利率 27.9% (同比+2.6pct), 23Q2 毛利率 29.73% (同比+4.13pct), 毛利率提升主因高毛利的自主品牌占比提升+代工客户结构优化+原材料成本下降。23H1 智能马桶及盖板/同层排水系统/水箱及配件毛利率 29.26%/33.99%/23.91%, 同比+5.5/+1.2/-1.5pct。

23H1 归母净利率 11.6% (同比+2.4pct), 23Q2 归母净利率 12.72% (同比+3.24%), 净利率提升主要受毛利率影响, 23Q2 销售/管理/研发/费用率为 7.43%/6.36%/3.34%, 同比-0.45/+1.89/-0.53pct, 财务费用率-4.17%, 相比去年-5.39%, 汇兑收益对利润率贡献同比下降。

□ 经营指标稳健

23H1 经营性现金流 1.95 亿元 (同比+23.49%), 23Q2 存货周转天数/应收账款天数分别为 76.89/76.54, 同比-4.29/-16.25

□ 盈利预测与估值

我们持续看好公司自有品牌高增, 代工业务稳健, 以及利润率持续优化, 上调 23 年归母净利率假设, 我们预计 23/24/25 年收入 23.8/28.6/34.12 亿元, 同比+21.3%/+20.5%/19.1%, 归母净利润 2.73/3.17/3.8 亿元, 同比+29%/+16%/+20%, 当前市值对应 PE 16.5/14.2/11.9x, 维持“买入”评级!

□ 风险提示

行业竞争加剧; 海外订单波动; 大客户订单波动; 地产波动影响等

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,960	2,377	2,864	3,412
(+/-) (%)	4.89%	21.31%	20.49%	19.12%
归母净利润	211	273	317	380
(+/-) (%)	51.36%	29.27%	16.09%	19.99%
每股收益(元)	0.50	0.65	0.76	0.91
P/E	21.35	16.52	14.23	11.86

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

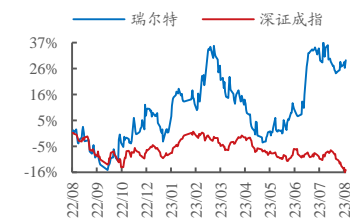
执业证书号: S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 10.78
总市值(百万元)	4,504.66
总股本(百万股)	417.87

股票走势图



相关报告

1 《卫浴代工龙头, 自主品牌崛起》 2023.07.02

资料来源：浙商证券研究所

图1: 公司季度业绩拆分

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业总收入	332.20	471.12	506.06	558.91	406.83	493.81	485.38	573.57	395.61	577.86
YOY	76.30%	72.39%	55.77%	12.32%	22.46%	4.82%	-4.09%	2.62%	-2.76%	17.02%
归母净利润	30.57	28.68	52.25	27.86	36.59	46.83	70.73	56.78	39.79	73.53
YOY	44.78%	19.82%	68.42%	-27.72%	19.72%	63.26%	35.38%	103.79%	8.74%	57.00%
扣非归母净利润	26.73	23.14	44.69	19.77	31.92	44.01	68.08	48.62	34.61	70.56
YOY	53.99%	19.70%	84.68%	-12.96%	19.45%	90.16%	52.35%	145.88%	8.41%	60.34%
毛利率	22.98%	23.38%	24.40%	20.03%	24.93%	25.60%	26.46%	22.65%	25.22%	29.73%
期间费用率	15.01%	16.02%	14.43%	13.77%	15.98%	13.90%	10.96%	11.83%	16.87%	12.96%
其中: 销售费用	20.12	28.12	33.22	13.16	26.81	33.81	38.26	24.40	23.02	42.94
销售费用率	6.06%	5.97%	6.57%	2.35%	6.59%	6.85%	7.88%	4.25%	5.82%	7.43%
其中: 管理费用	22.78	27.95	29.58	19.14	20.12	42.59	21.67	9.51	23.84	36.73
管理费用率	6.86%	5.93%	5.84%	3.42%	4.94%	8.63%	4.46%	1.66%	6.03%	6.36%
其中: 研发费用	11.57	11.28	12.97	35.71	16.73	18.85	18.79	28.56	16.57	19.32
研发费用率	3.48%	2.39%	2.56%	6.39%	4.11%	3.82%	3.87%	4.98%	4.19%	3.34%
其中: 财务费用	-4.59	8.14	-2.74	8.96	1.36	-26.63	-25.53	5.38	3.33	-24.11
财务费用率	-1.38%	1.73%	-0.54%	1.60%	0.33%	-5.39%	-5.26%	0.94%	0.84%	-4.17%
归母净利率	9.20%	6.09%	10.32%	4.99%	8.99%	9.48%	14.57%	9.90%	10.06%	12.72%
扣非归母净利率	8.05%	4.91%	8.83%	3.54%	7.85%	8.91%	14.03%	8.48%	8.75%	12.21%
存货	270.89	293.82	308.90	287.50	309.81	319.38	301.73	303.34	302.62	296.35
存货周转天数	89.53	77.61	73.89	65.41	88.00	81.18	77.25	72.18	92.18	76.89
较上年同期增减	-30.78	-18.80	-23.49	-12.66	-1.52	3.57	3.36	6.77	4.17	-4.29
应收票据	92.16	63.04	67.77	110.93	94.37	50.03	33.60	52.11	45.74	36.34
较上年同期增减	7.99	31.55	2.79	3.31	2.21	-13.02	-34.18	-58.82	-48.64	-13.69
应收账款	308.60	403.03	432.89	467.98	406.94	460.49	327.18	396.67	438.59	431.17
应收账款周转天数	90.19	85.17	81.46	79.50	96.77	92.78	77.45	79.42	95.01	76.54
较上年同期增减	-17.71	-3.92	0.04	-5.57	6.58	7.61	-4.01	-0.08	-1.77	-16.25
应付账款及应付票据	222.23	247.83	223.61	244.05	260.86	217.15	209.58	251.81	249.74	220.82
应付账款周转天数	78.3	68.7	60.8	58.5	74.4	61.7	59.5	60.6	76.3	60.6
较上年同期增减	3.54	3.83	-6.35	-5.98	-3.93	-7.02	-1.30	2.05	1.90	-1.09
预收账款(合同负债)	37.84	48.50	59.11	28.09	62.25	69.50	42.36	36.21	77.23	113.11
较上年同期增减	7.10	14.24	20.53	4.64	24.40	21.00	-16.75	8.11	14.98	43.62
经营性现金流净额	46.01	17.88	-31.73	70.24	81.72	75.79	144.83	61.07	31.46	163.05
较上年同期增减	-4.19	-45.77	-24.45	89.52	35.71	57.92	176.56	-9.18	-50.26	87.26
筹资性现金流净额	-0.51	-63.14	-5.02	-2.91	-1.30	-64.73	21.64	-2.84	-1.30	-88.20
较上年同期增减	-25.25	17.38	-4.66	-5.57	-0.79	-1.59	26.66	0.07	0.00	-23.47
资本开支	20.18	27.63	14.33	80.16	19.16	24.10	16.91	55.04	18.28	20.80
较上年同期增减	0.10	21.16	3.29	20.98	-1.01	-3.52	2.58	-25.12	-0.88	-3.30
ROE	1.80%	1.69%	3.05%	1.59%	2.04%	2.60%	3.86%	2.99%	2.04%	3.72%
YOY(±)	0.53%	0.25%	1.18%	-0.71%	0.24%	0.91%	0.81%	1.40%	-0.01%	1.13%
资产负债率	18.74%	21.22%	20.71%	20.98%	22.05%	21.53%	20.77%	20.71%	20.36%	21.26%
YOY(±)	7.82%	8.63%	5.90%	1.55%	3.31%	0.31%	0.07%	-0.27%	-1.69%	-0.27%

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图2: 收入拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022H1	2022H2	2022A	2023H1
智能座便器及盖板	232.53	291.60	542.66	854.74	411.06	594.67	1005.73	542.45
占比	23.40%	26.28%	42.26%	45.75%	45.64%	56.16%	51.32%	55.72%
YOY	13.00%	25.40%	86.10%	57.51%	21.65%	15.06%	17.66%	31.96%
毛利率	19.95%	24.39%	19.69%	19.09%	23.76%	23.56%	23.64%	29.26%
同层排水系统	39.73	53.45	92.16	172.93	79.94	98.10	178.04	105.80
占比	4.00%	4.82%	7.18%	9.26%	8.88%	9.26%	9.09%	10.87%
YOY	22.40%	34.53%	72.42%	87.64%	19.55%	-7.50%	2.96%	32.35%
毛利率	40.04%	40.42%	41.82%	35.21%	32.76%		33.12%	33.99%
水箱及配件	678.62	707.02	590.76	776.13	368.38	349.56	717.94	299.18
占比	68.29%	63.73%	46.00%	41.54%	40.90%	33.01%	36.64%	30.73%
YOY	4.65%	4.18%	-16.44%	31.38%	-0.07%	-14.22%	-7.50%	-18.78%
毛利率	31.09%	32.30%	24.57%	22.09%	25.43%	23.36%	24.42%	23.91%
其它	42.91	57.37	58.62	64.49	41.26	16.62	57.88	325.22
占比	4.32%	5.17%	4.56%	3.45%	4.58%	1.57%	2.95%	33.41%
YOY	39.08%	33.70%	2.17%	10.02%	37.95%	-51.93%	-10.24%	688.21%
毛利率	30.42%	26.44%	29.84%	36.92%			24.42%	23.65%

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,829	2,086	2,385	2,871
现金	554	700	948	1,271
交易性金融资产	402	402	402	402
应收账款	449	567	584	606
其它应收款	6	7	9	10
预付账款	19	21	24	30
存货	303	381	411	545
其他	96	7	7	7
非流动资产	601	640	688	727
金融资产类	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	2,726	3,074	3,597
流动负债	410	522	559	708
短期借款	0	0	0	0
应付款项	252	331	351	462
预收账款	0	0	0	0
其他	158	191	208	246
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	615	652	802
少数股东权益	(8)	(13)	(21)	(28)
归属母公司股东权	1,935	2,123	2,442	2,824
负债和股东权益	2,430	2,726	3,074	3,597

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,960	2,377	2,864	3,412
营业成本	1,473	1,714	2,043	2,415
营业税金及附加	14	17	19	24
营业费用	123	185	237	300
管理费用	94	138	160	187
研发费用	83	101	118	138
财务费用	(45)	(39)	(19)	(19)
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	296	346	416
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	232	296	346	416
所得税	24	28	35	42
净利润	208	267	311	375
少数股东损益	(3)	(5)	(8)	(7)
归属母公司净利润	211	273	319	382
EBITDA	282	310	357	440
EPS (最新摊薄)	0.50	0.65	0.76	0.91

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	4.89%	21.31%	20.49%	19.12%
营业利润	58.51%	25.28%	16.23%	20.40%
归属母公司净利润	51.36%	29.27%	16.09%	19.99%
获利能力				
毛利率	24.81%	27.90%	28.59%	29.14%
净利率	10.76%	11.47%	11.05%	11.13%
ROE	10.90%	12.84%	12.97%	13.47%
ROIC	8.39%	10.29%	11.32%	11.98%
偿债能力				
资产负债率	20.71%	22.57%	21.27%	22.31%
净负债比率	26.11%	29.16%	27.01%	28.72%
流动比率	4.46	4.00	4.26	4.05
速动比率	3.66	3.21	3.47	3.22
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.92	0.99	1.02
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	0.65	0.76	0.91
每股经营现金	0.87	0.77	0.78	0.97
每股净资产	4.63	5.08	5.84	6.75
估值比率				
P/E	21.35	16.52	14.23	11.86
P/B	2.33	2.12	1.85	1.60
EV/EBITDA	10.81	12.38	10.14	7.48

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	363	323	325	403
净利润	208	267	309	372
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	1	(15)	(13)
其它	18	(1)	(1)	(2)
投资活动现金流	(260)	(91)	(78)	(81)
资本支出	(111)	(103)	(91)	(98)
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	146	245	321

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>