

瑞尔特 (002790.SZ)

2023年08月27日

2023H1 业绩超预期，智能坐便器业务增速亮眼

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

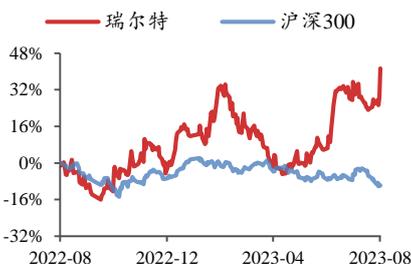
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/8/25
当前股价(元)	11.86
一年最高最低(元)	11.86/7.11
总市值(亿元)	49.56
流通市值(亿元)	30.92
总股本(亿股)	4.18
流通股本(亿股)	2.61
近3个月换手率(%)	104.05

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《冲水组件制造龙头，卡位智能坐便器赛道乘风再起航——公司首次覆盖报告》-2023.6.14

● 2023H1 业绩超预期增长，智能坐便器业务增速亮眼，维持“买入”评级

公司 2023 年上半年实现营收 9.7 亿元 (+8.1%)，实现归母净利润 1.13 亿元 (+35.8%)。单季度看，2023Q2 公司实现营收 5.8 亿元 (+17.0%)，实现归母净利润 0.7 亿元 (+57.0%)。公司受益于原材料价格回落及产品结构优化，盈利能力改善，业绩边际向好趋势明显，2023Q2 收入及归母净利润均创两年内新高。我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.55/3.06/3.68 亿元（原值为 2.25/2.39/4.76 亿元），对应 EPS 为 0.61/0.73/0.88 元，当前股价对应 PE 19.4/16.2/13.5 倍，自主品牌持续发力，公司成长动力充足，维持“买入”评级。

● 收入：智能坐便器及盖板增速亮眼，内外销产品毛利率均同比提升

2023H1 公司智能坐便器及盖板收入增速亮眼。分产品：水箱及配件营收 2.99 亿 (-18.78%)，毛利率 23.91% (-1.52pct)，收入占比 30.73%；智能坐便器及盖板营收 5.42 亿 (+31.96%)，毛利率 29.26% (+5.50pct)，收入占比 55.72%；同层排水产品营收 1.06 亿 (+32.35%)，毛利率 33.99%，同比+1.23pct，收入占比 10.87%。分地区：境内营收 6.93 亿 (+16.3%)，毛利率 28.18% (+3.72pct)，收入占比 71.19%；境外营收 2.80 亿 (-7.97%)，毛利率 27.19% (+0.27pct)，收入占比 28.81%。

● 盈利能力：产品结构改善下毛、净利率均同比持续提升

公司盈利能力因原材料价格下降叠加自有品牌下的智能产品逐步放量持续提升。2023H1 公司毛利率为 27.9% (+2.6pct)。费用率方面，公司期间费用率 14.6% (-0.3pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.8%/6.2%/3.7%/-2.1%，综合影响下公司净利同比提升 2.4pct 至 11.5%。2023Q2 公司毛利率 29.7% (+4.1pct)；期间费用率为 13.0% (-0.9pct)。综合影响下，公司净利率同比+3.3pct 至 12.6%。

● 未来展望：智能坐便器自主品牌持续发力，公司第二增长曲线雏形已现

展望公司发展，我们看好公司智能坐便器自主品牌持续发力，传统代工业务托底公司成长。收入端看，我们认为智能化产品仍为公司重要成长曲线，瑞尔特自主品牌孵化顺利，产品功能不断丰富、价格带不断拓宽，市场占有率逐步提升，公司成长动力充足。传统代工业务方面，公司深度绑定行业优质客户，将托底公司业务实现稳增长。业绩端看，公司“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目”已结项，我们预计高自动化程度的新产线投产将进一步扩大公司智能卫浴产品产能水平，同时降低人工成本。公司将通过生产制造端优势及渠道店中店轻资本模式铸高成本优势护城河，叠加产品结构优化，盈利能力提升逻辑通顺。

● 风险提示：自有品牌推广不及预期、行业竞争加剧

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,868	1,960	2,265	2,700	3,211
YOY(%)	45.5	4.9	15.6	19.2	18.9
归母净利润(百万元)	139	211	255	306	368
YOY(%)	21.6	51.4	21.1	19.7	20.2
毛利率(%)	22.6	24.8	26.8	26.9	27.1
净利率(%)	7.5	10.8	11.3	11.3	11.5
ROE(%)	7.5	10.8	12.0	12.8	13.8
EPS(摊薄/元)	0.33	0.50	0.61	0.73	0.88
P/E(倍)	35.6	23.5	19.4	16.2	13.5
P/B(倍)	2.8	2.6	2.4	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023H1 公司净利润增长亮眼，二季度增长提速.....	3
2、 盈利能力：毛、净利率加速提升，期间费用有所下降.....	4
3、 亮点及展望：智能坐便器自主品牌持续发力，第二增长曲线雏形已现.....	5
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

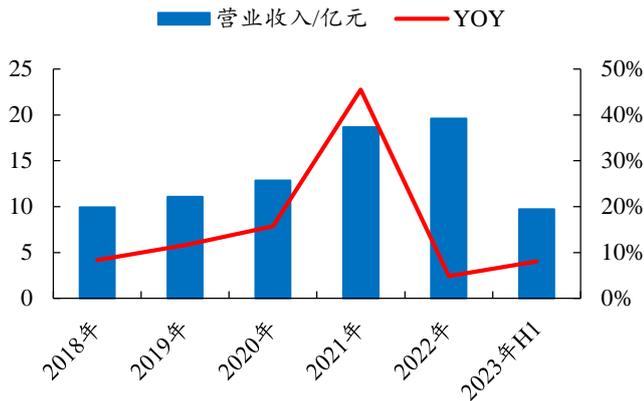
图表目录

图 1： 2023H1 公司收入同比增长 8.1%.....	3
图 2： 2023Q2 公司收入同比增长 17.0%.....	3
图 3： 2023H1 公司归母净利润同增 35.8%.....	3
图 4： 2023Q2 公司归母净利润同增 57%.....	3
图 5： 2023 年 H1 公司毛、净利率维持增长趋势.....	4
图 6： 2023 年 H1 公司期间费用率为 14.6%.....	4
图 7： 天猫、京东销售额 YOY 均稳步提升.....	5
图 8： 瑞尔特各线上平台市占率提升迅速.....	6
图 9： 瑞尔特产品力得到多平台消费者认可.....	6
表 1： 2023H1 公司智能坐便器及盖板增速亮眼.....	4

1、2023H1 公司净利润增长亮眼，二季度增长提速

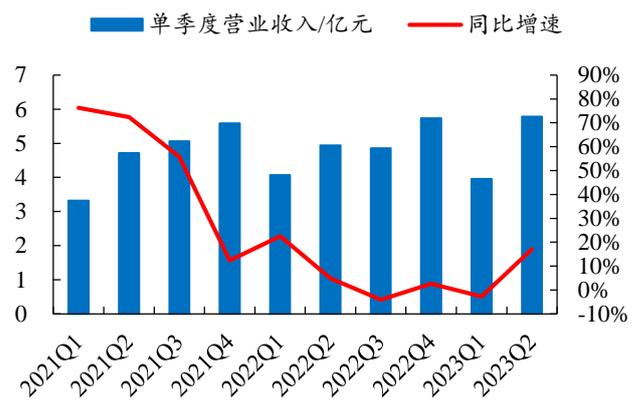
2023H1 公司实现营收 9.7 亿元(+8.1%)，实现归母净利润 1.13 亿元(+35.8%)。扣非归母净利润 1.05 亿元(+38.5%)。分季度看，2023Q2 公司实现营收 5.8 亿元(+17.0%)，实现归母净利润 0.7 亿元(+57.0%)，扣非归母净利润 0.7 亿元(+60.3%)。公司受益于原材料价格回落及产品结构优化，盈利能力改善，业绩边际向好趋势明显，2023Q2 收入及归母净利润均创两年内新高。

图1：2023H1 公司收入同比增长 8.1%



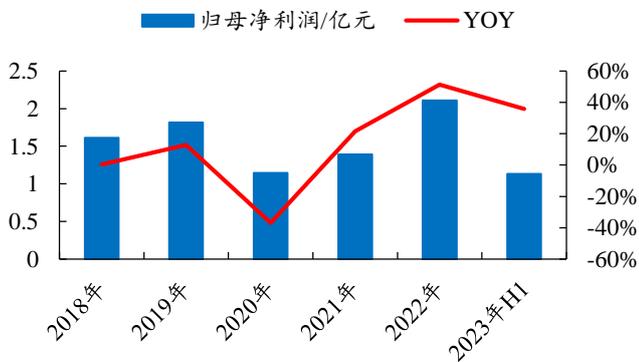
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2023Q2 公司收入同比增长 17.0%



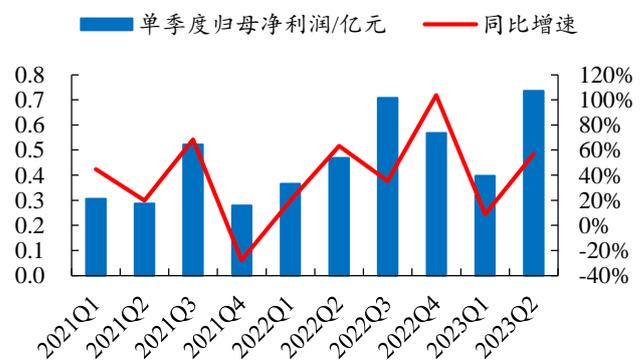
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023H1 公司归母净利润同增 35.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2023Q2 公司归母净利润同增 57%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品看：2023H1 公司智能坐便器及盖板和同层排水产品均保持了 30% 以上的增速，总营收占比在 66% 以上。具体来看，水箱及配件营收 2.99 亿 (-18.78%)，毛利率 23.91% (-1.52pct)，收入占比 30.73%；智能坐便器及盖板营收 5.42 亿 (+31.96%)，毛利率 29.26% (+5.50pct)，收入占比 55.72%；同层排水产品营收 1.06 亿 (+32.35%)，毛利率 33.99%，同比 +1.23pct，收入占比 10.87%。公司高毛利产品的快速增长助力公司毛利提升。

表1: 2023H1 公司智能坐便器及盖板增速亮眼

百万元	2020	2021	2022	2023H1
水箱及配件	590.76	776.13	717.94	299.18
YOY		31.38%	-7.50%	-18.78%
收入占比	46.00%	41.54%	36.64%	30.73%
智能坐便器及盖板	542.66	854.74	1005.73	542.45
YOY		57.51%	17.66%	31.96%
收入占比	42.26%	45.75%	51.32%	55.72%
同层排水系统产品	92.16	172.93	178.04	105.80
YOY		87.64%	2.96%	32.35%
收入占比	7.18%	9.26%	9.09%	10.87%
其他	58.61	64.49	57.88	26.03
YOY		10.03%	-10.24%	-55.03%
收入占比	4.56%	3.45%	2.95%	2.68%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

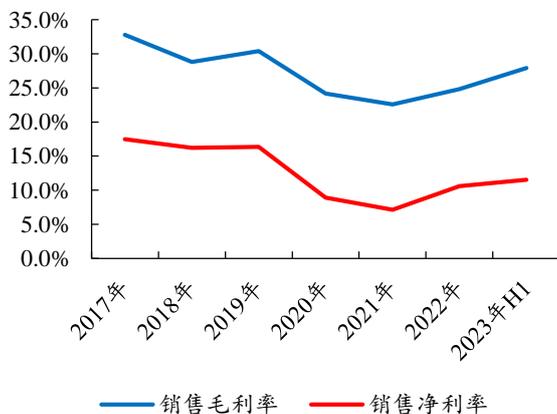
2、盈利能力: 毛、净利率加速提升, 期间费用有所下降

2023 年 H1 公司盈利能力因高毛利智能坐便器及盖板和同层排水产品收入占比提升而同比改善, 且在 2023Q2 呈进一步提升趋势。

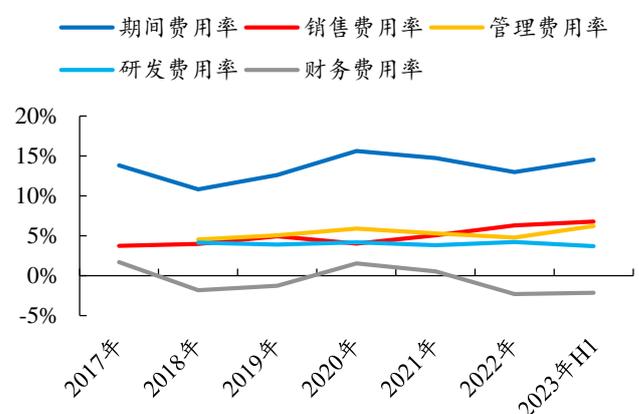
毛利率方面, 2023 年 H1 公司整体毛利率为 27.9%, 同比+2.6pct; 2023Q2 公司毛利率为 29.7%, 同比+4.1pct, 毛利率上升主要源于公司积极扩大毛利率较高的智能坐便器和同层排水产品收入占比。

费用率方面, 2023 年 H1 公司期间费用率下降 0.3pct 至 14.6%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.8%/6.2%/3.7%/-2.1% (+0.0/-0.7/-0.3/+0.7pct)。公司在加大智能马桶自有品牌投入下, 通过精细管控维持期间费用率稳定, 控费能力凸显。

综合影响下, 2023 年 H1 公司净利率同比提升。2023 年 H1, 公司净利率同比提升 2.4pct 至 11.5%, 2023Q2 公司净利率同比提升 3.3pct 至 12.6%, 单季度净利率随产品结构优化加速提升。

图5: 2023 年 H1 公司毛、净利率维持增长趋势


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2023 年 H1 公司期间费用率为 14.6%


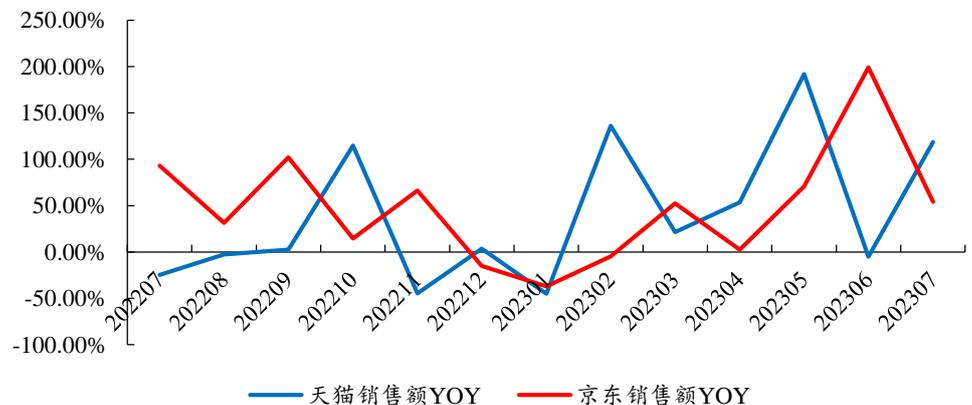
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、亮点及展望：智能坐便器自主品牌持续发力，第二增长曲线雏形已现

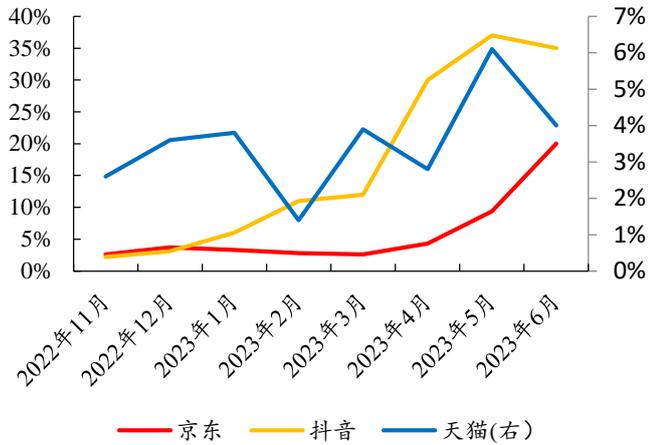
公司 2023 年上半年经营亮点方面，智能坐便器自主品牌表现亮眼，线上渠道扩张迅速。据久谦京东、天猫线上销售数据显示，截止 2023 年 7 月，智能坐便器产品线上销售额呈稳步增长态势。2023 年 7 月，天猫及京东智能坐便器销售额分别同比迅速增长。承接行业东风，瑞尔特线上电商平台扩张顺利。据久谦平台数据，瑞尔特在抖音、天猫及京东三大平台市占率明显提升态势。“618”大促期间，瑞尔特获得了“京东建材 618 品牌榜单”第一名、“抖音 618 家装建材行业品牌榜单第二名”；**热销产品方面**，瑞尔特 UX7 全智能马桶获得抖音 618 商品榜第一名、瑞尔特 A6 智能马桶获得京东 TOP 榜单第三名；多项 618 亮眼战报凸显公司产品及品牌竞争力。

展望公司发展，我们看好公司智能坐便器自主品牌持续发力，传统代工业务托底公司成长。（1）**收入端：**我们认为智能化产品仍为公司重要成长曲线，瑞尔特作为节水型冲水组件龙头企业，以冲水系统的深厚积累为基础发力智能化产品，自主品牌孵化顺利，产品功能不断丰富、价格带不断拓宽，市场占有率逐步提升，公司成长动力充足。**传统代工业务方面**，公司深度绑定行业优质客户—科勒、TOTO、箭牌等，合作稳定兼可持续良性发展，将托底公司业务实现稳增长。（2）**业绩端：**公司“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目”已结项，我们预计高自动化程度的新产线投产将进一步扩大公司智能卫浴产品产能水平，同时降低人工成本。公司将通过生产制造端优势及渠道店中店轻资本模式铸高成本优势护城河，公司盈利能力提升逻辑通顺。

图7：天猫、京东销售额 YOY 均稳步提升



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图8：瑞尔特各线上平台市占率提升迅速


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图9：瑞尔特产品力得到多平台消费者认可


资料来源：瑞尔特官方微博、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

公司 2023 年上半年实现营收 9.7 亿元 (+8.1%)，实现归母净利润 1.13 亿元 (+35.8%)。单季度看，2023Q2 公司实现营收 5.8 亿元 (+17.0%)，实现归母净利润 0.7 亿元 (+57.0%)。公司受益于原材料价格回落及产品结构优化，盈利能力改善，业绩边际向好趋势明显，2023Q2 收入及归母净利润均创两年内新高。我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.55/3.06/3.68 亿元（原值为 2.25/2.39/4.76 亿元），对应 EPS 为 0.61/0.73/0.88 元，当前股价对应 PE 19.4/16.2/13.5 倍，自主品牌持续发力，公司成长动力充足，维持“买入”评级。

5、风险提示

终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1652	1829	1730	1909	2171	营业收入	1868	1960	2265	2700	3211
现金	461	554	842	946	1124	营业成本	1446	1473	1658	1974	2340
应收票据及应收账款	579	449	0	0	0	营业税金及附加	10	14	16	18	22
其他应收款	6	6	8	9	11	营业费用	95	123	161	216	227
预付账款	15	19	20	26	29	管理费用	99	94	97	109	151
存货	287	303	362	430	509	研发费用	72	83	109	106	126
其他流动资产	304	498	498	498	498	财务费用	10	-45	-7	-11	-13
非流动资产	587	601	622	661	696	资产减值损失	-8	-6	-6	-9	-9
长期投资	0	3	5	7	9	其他收益	16	17	15	16	16
固定资产	432	513	530	564	593	公允价值变动收益	-4	2	1	-1	1
无形资产	31	30	30	30	30	投资净收益	16	4	12	11	9
其他非流动资产	124	55	57	60	63	资产处置收益	1	2	2	2	2
资产总计	2239	2430	2352	2570	2867	营业利润	149	236	279	334	403
流动负债	403	410	170	163	177	营业外收入	1	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	4	2	2	3
应付票据及应付账款	244	252	0	0	0	利润总额	150	232	277	332	401
其他流动负债	159	158	170	163	177	所得税	16	24	27	34	40
非流动负债	67	93	89	84	79	净利润	134	208	250	298	361
长期借款	0	25	20	15	11	少数股东损益	-6	-3	-5	-8	-7
其他非流动负债	67	69	69	69	69	归属母公司净利润	139	211	255	306	368
负债合计	470	503	258	247	256	EBITDA	221	308	342	408	493
少数股东权益	-5	-8	-13	-20	-27	EPS(元)	0.33	0.50	0.61	0.73	0.88
股本	418	418	418	418	418						
资本公积	454	456	456	456	456	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	921	1070	1204	1371	1576	成长能力					
归属母公司股东权益	1774	1935	2107	2343	2639	营业收入(%)	45.5	4.9	15.6	19.2	18.9
负债和股东权益	2239	2430	2352	2570	2867	营业利润(%)	19.1	58.5	18.0	19.8	20.8
						归属于母公司净利润(%)	21.6	51.4	21.1	19.7	20.2
						获利能力					
						毛利率(%)	22.6	24.8	26.8	26.9	27.1
						净利率(%)	7.5	10.8	11.3	11.3	11.5
						ROE(%)	7.5	10.8	12.0	12.8	13.8
						ROIC(%)	6.7	9.8	10.9	11.6	12.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.0	20.7	11.0	9.6	8.9
						净负债比率(%)	-24.5	-26.1	-38.1	-39.0	-41.7
						流动比率	4.1	4.5	10.2	11.7	12.3
						速动比率	3.3	3.7	7.9	8.9	9.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.1	1.2
						应收账款周转率	4.5	4.5	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	6.2	5.9	13.2	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.33	0.50	0.61	0.73	0.88
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.87	1.10	0.70	0.92
						每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.63	5.04	5.61	6.31
						估值比率					
						P/E	35.6	23.5	19.4	16.2	13.5
						P/B	2.8	2.6	2.4	2.1	1.9
						EV/EBITDA	19.3	13.1	11.0	8.9	7.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn