

卫浴产品代工领先企业，智能马桶快速放量

瑞尔特(002790)

卫浴产品代工领先企业，从卫浴配件拓展至智能卫浴。

瑞尔特成立于1999年，成立以来致力于卫浴配件产品的研发、生产和销售。经过二十多年的发展，公司在国内冲水组件市场占有率排名估量位居第一名，在全球冲水组件市场占有率排名估量位居前三名，产品也逐渐从卫浴配件到一体化智能卫浴产品。受益于智能马桶新业务快速放量，2021年前三季度公司收入达13.09亿元，同比+66.46%，收入为历史以来最高水平；归母净利润1.11亿元，同比+46.56%，利润端则受原材料价格影响，增速不及收入，但仍保持较高水平，随着原材料价格下行以及提价落实，利润端有望改善，中长期则随着收入的增长保持向上态势。

智能马桶行业处于发展初期，市场拓展空间大。

随着我国居民生活水平的不断提高，大众对智能卫浴产品需求快速增长，且智能卫浴企业不断推出更多细节化个性化功能，我国智能卫浴行业于2012年后在国内市场呈现爆发式发展，据艾媒咨询，我国智能马桶销量从2015年的340万台上升至2020年的821万台，年均复合增长率达19.28%，预计2021年智能马桶的销量将达到910万台，但目前渗透率不到2%，对比日本、美国、韩国等发达国家提升空间大，未来行业发展可期，其中，国产品牌有望通过提供更本土化产品、发力电商&工程等新渠道实现弯道超车。

技术、产品、客户、产能等优势领先，募投产能陆续释放。

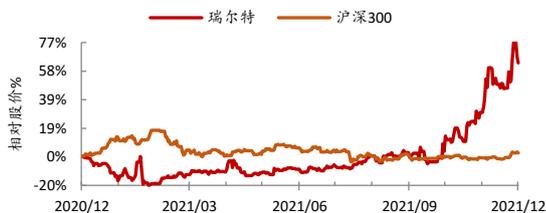
公司深耕卫浴行业二十多年，每年研发支出占营收比重保持在4%左右，目前已经形成强大的产品研发和设计能力。产品端通过领先的技术水平从卫浴配件产品拓展至高附加值智能卫浴新业务，产品结构持续优化；渠道端与核心客户稳定合作，陆续导入新品类且不断发展新客户，代工业务保持良好增长，此外，公司大力发展自有品牌业务，品牌价值不断显现；产能端，募投项目陆续投产，其中智能马桶项目有望在明年投产，满足下游客户和市场旺盛订单需求，未来发展可期。

短期扰动因素缓解，订单饱满助力高增长。

受工程塑料等原材料价格大幅上涨影响，2021年前三季度公司盈利水平下滑。目前来看，短期扰动因素逐步缓解，上游原材料价格自10月中旬以来持续下行，叠加公司今年产品提价逐步落实，盈利能力预计将持续向上。此外，公司目前订单饱满，前期由于海运运力紧张影响，公司订单交付周期拉长，目前来看，海运运力逐步缓解，海运价格自10月份以来不断回落，有助于公司海外订单交付周期缩短，助力公司持续高增长。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	9.7
股票代码:	002790
52周最高价/最低价:	10.7/4.88
总市值(亿)	40.58
自由流通市值(亿)	24.78
自由流通股数(百万)	255.51



分析师：杨维维
邮箱：yangww@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520080001

分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002

助理分析师：宋姝旺
邮箱：songsw@hx168.com.cn

投资建议：

持续看好智能马桶渗透率快速提升，公司智能马桶代工业务订单饱满且自有品牌快速发力，盈利端随着规模效应的发挥，盈利能力持续提升，我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 17.76/24.72/31.21 亿元，EPS 分别为 0.38/0.65/0.88 元/股，按照 2021 年 12 月 14 日收盘价 9.70 元/股，对应 PE 分别为 25 倍、15 倍、11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

智能马桶等新业务放量不及预期风险；原材料价格大幅波动影响；行业竞争加剧风险；海运持续紧张影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,109	1,284	1,776	2,472	3,121
YoY (%)	11.6%	15.8%	38.3%	39.2%	26.3%
归母净利润(百万元)	182	115	161	270	368
YoY (%)	12.7%	-36.9%	40.3%	67.8%	36.5%
毛利率 (%)	30.4%	24.2%	23.5%	23.9%	24.7%
每股收益 (元)	0.43	0.27	0.38	0.65	0.88
ROE	11.1%	6.8%	8.7%	12.8%	14.8%
市盈率	22.35	35.40	25.22	15.03	11.01

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

一、 核心观点	5
二、 卫浴产品代工领先企业，智能马桶新业务快速放量	5
2.1 卫浴产品代工领先企业，产品销往全球	5
2.2 从卫浴配件到一体化智能卫浴产品，产品结构持续丰富	6
2.3 下游客户订单充足，收入高增长	7
2.4 共同实际控制人为四位创始人，股权集中	8
2.5 股权激励绑定核心人员，彰显发展信心	9
三、 智能马桶行业处于发展初期，市场拓展空间大	10
3.1 我国智能马桶行业处于发展初期，行业增速显著	10
3.2 我国智能卫浴渗透率较低，发展空间大	10
3.3 品牌众多，国产品牌有望弯道超车	11
四、 技术、客户资源优势领先，募投产能陆续释放	12
4.1 重视研发投入，卫浴节水技术水平领先	12
4.2 客户资源丰富，代工产品由卫浴配件向智能卫浴产品发展	13
4.3 自有品牌持续推进，期待业务放量	14
4.4 产能扩充，募投项目产能陆续释放	15
五、 短期扰动影响缓解，订单饱满助力高增长	16
六、 投资建议	17
6.1 盈利预测	17
6.2 估值分析	18
七、 风险提示	19

图表目录

图 1 推荐逻辑：下游智能卫浴行业快速发展，卫浴行业代工领先企业持续受益	5
图 2 瑞尔特：卫浴产品代工领先企业，产品销往全球	6
图 3 从卫浴配件到一体化智能卫浴产品	6
图 4 智能卫浴业务快速放量	7
图 5 盈利能力受原材料价格、人力成本上涨影响	7
图 6 2021 年前三季度收入同比+66.46%	8
图 7 2021 年前三季度归母净利润同比+46.56%	8
图 8 盈利能力略有下滑	8
图 9 期间费用率管控良好	8
图 10 共同实际控制人为四位创始人，股权集中（截止 2021 年三季报）	9
图 11 股权激励计划激励对象为公司高管、董事及核心人员	9
图 12 股权激励考核目标稳增长	10
图 13 京东京造智能马桶	10
图 14 预计 2021 年智能马桶销量将达到 910 万台	10
图 15 我国智能马桶普及率仍处于较低水平	11
图 16 日本温水洗净座便器普及率和每户拥有量高	11
图 17 2020 年我国智能马桶一体机 TOP5 为 39.4%	11
图 18 2020 年我国智能马桶盖 TOP5 为 70.8%	11
图 19 智能马桶市场竞争格局	12
图 20 2000-4000 元智能马桶一体机参与品牌众多	12
图 21 公司研发支出占收入比重约 4%	13
图 22 历年专利权数量变化和公司产品研发人员数量	13
图 23 公司与下游中高端卫浴品牌商保持良好合作	13
图 24 与主要客户合作关系稳定	13
图 25 智能马桶新品：V8800 双旋增压超静音畅享尊贵	14

图 26 扩品类，产品品类逐渐丰富.....	14
图 27 前五大客户销售收入占比约 3-4 成.....	14
图 28 国内收入占比持续提升	14
图 29 瑞尔特自有品牌智能马桶产品.....	15
图 30 瑞尔特自有品牌智能马桶产品.....	15
图 31 瑞尔特厦门总部	15
图 32 产品销售量、生产量持续提升.....	15
图 33 募投项目持续推进	16
图 34 2021Q3 单季度营收创历史新高.....	16
图 35 2021Q3 单季度归母净利润同比+68%.....	16
图 36 公司目前在手订单饱满	17
图 37 海运价格自 10 月高点回落	17
图 38 盈利能力持续改善	17
图 39 原材料 ABS 市场价格自 10 月高点持续回落.....	17
图 40 业绩分拆	18
图 41 可比公司估值分析	19

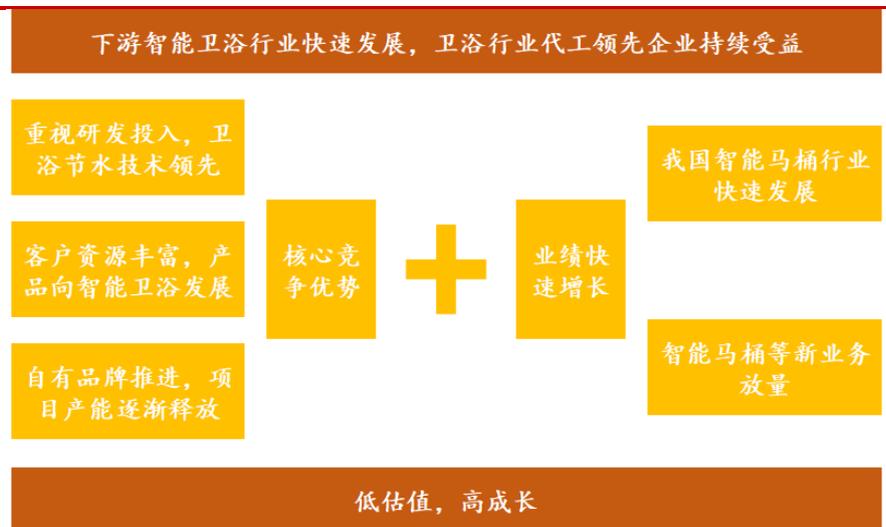
一、核心观点

公司是卫浴产品代工领先企业，随着技术水平的不断提升，公司产品逐渐从卫浴配件到一体化智能卫浴产品，智能马桶新业务快速放量满足国内市场旺盛需求，公司未来成长可期，具体来看：

- **我国智能卫浴行业快速发展：**据艾媒咨询，我国智能马桶销量从 2015 年的 340 万台上升至 2020 年的 821 万台，年均复合增长率达 19.28%，预计 2021 年智能马桶的销量将达到 910 万台，但目前渗透率不到 2%，对比日本、美国、韩国等发达国家提升空间大，未来行业发展可期，其中，国产品牌有望通过提供更具本土化产品、发力电商&工程等新渠道实现弯道超车。
- **瑞尔特优势领先：**公司作为卫浴产品代工领先企业，产品端则通过领先的技术水平产品逐步从卫浴配件到高附加值的智能卫浴产品，产品结构持续优化；渠道端与核心客户稳定合作，陆续导入新品类且不断发展新客户，代工业务保持良好增长，此外，公司大力发展自有品牌业务，品牌价值不断显现；产能端，募投项目陆续投产，其中智能马桶项目有望在明年投产，满足下游客户和市场旺盛订单需求，未来发展可期。

我们认为智能卫浴行业处于快速发展阶段，瑞尔特作为卫浴行业代工领先企业，智能马桶等新业务快速放量，有望持续受益。从估值角度看，公司 22 年 PE 估值约 15 倍，估值处于行业中等水平，考虑到公司业绩的快速释放，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 1 推荐逻辑：下游智能卫浴行业快速发展，卫浴行业代工领先企业持续受益



资料来源：华西证券研究所整理

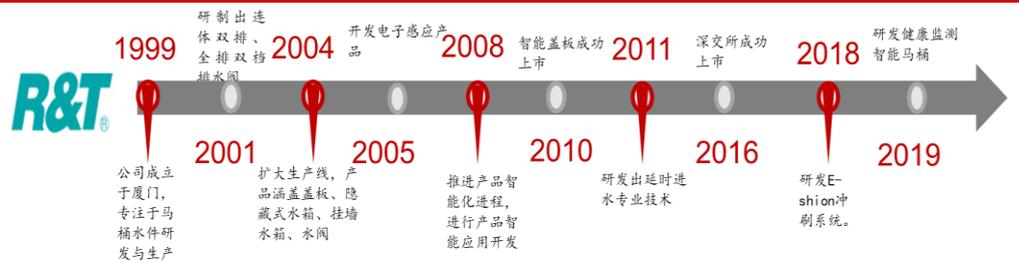
二、卫浴产品代工领先企业，智能马桶新业务快速放量

2.1 卫浴产品代工领先企业，产品销往全球

稳扎稳打，卫浴产品代工领先企业。瑞尔特成立于厦门，成立以来致力于卫浴配件产品的研发、生产和销售。2004 年公司扩大生产线，产品逐步扩大至盖

板、隐藏式水箱、挂墙水箱、水阀等；2008 年持续推进产品智能化进程，2010 年公司智能盖板成功上市，满足消费者及下游客户对智能化产品的需求；2011 年研发出延时进水专利技术，进一步节能节水；2016 年公司成功在深圳证券交易所上市，资本化进程开启；2019 年公司研发出健康检测智能马桶，产品种类不断丰富。经过二十多年的发展，瑞尔特已经成为卫浴产品代工领先企业，其中，在国内冲水组件市场占有率排名估量位居第一名，在全球冲水组件市场占有率排名估量位居前三名，产品销往南美、东南亚、北美、欧洲等几十余个国家和地区。

图 2 瑞尔特：卫浴产品代工领先企业，产品销往全球



资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

2.2 从卫浴配件到一体化智能卫浴产品，产品结构持续丰富

从卫浴配件到一体化智能卫浴产品，产品结构持续丰富。公司成立以来，产品主要为包括节水型冲水组件、静音缓降盖板、隐藏式水箱、挂式水箱等卫浴配件产品，其中，节水型冲水组件是公司的核心产品，冲水组件决定便器的冲洗质量、安全性、节水效果和使用寿命等，是便器最核心的配套部件，产品技术壁垒较高。考虑到智能卫浴产品逐渐成为行业主要发展趋势，公司逐渐将业务重心转向智能卫浴领域，陆续推出一体式智能座便器、智能座便盖等智能卫浴产品，业务结构持续丰富，产品广泛应用于家庭住宅、酒店、商场、写字楼、学校、医院等房屋建筑物的卫生间设施。

图 3 从卫浴配件到一体化智能卫浴产品



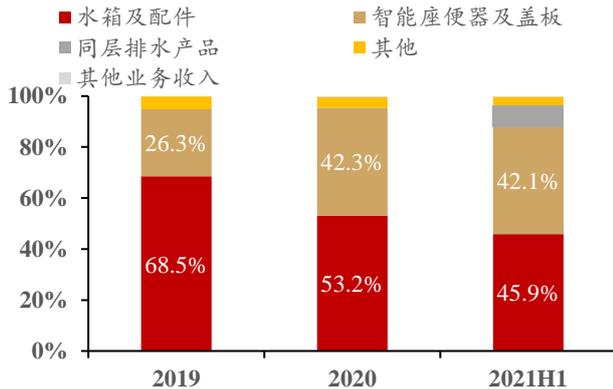
资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

智能卫浴业务快速增长水平稳步提升。公司目前主要收入来源于卫浴配件产品，但智能卫浴业务占比快速提升，2020 年公司水箱及配件、智能座便器及盖

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

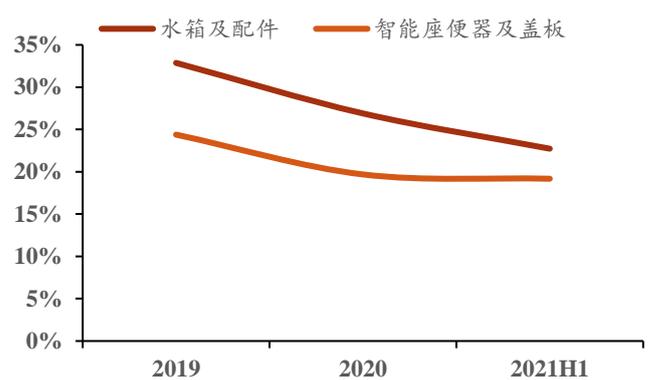
板收入分别为 6.83、5.43 亿元，同比分别-10.20%、+86.10%，收入占比分别为 53.18%、42.26%。2021 年上半年公司智能座便器及盖板收入 3.38 亿元，同比+96.36%，收入占比 42.06%，智能卫浴新业务维持高增长发展态势，逐渐成为公司主要收入来源之一。盈利能力方面，2020 年公司水箱及配件、智能座便器及盖板毛利率分别为 26.90%、19.69%，同比分别-5.97pct、-4.70pct；2021H1 以上业务毛利率分别为 22.73%、19.18%，同比分别-1.36pct、-2.67pct，毛利率受原材料价格上涨、人力成本的上升等因素影响有所承压，其中智能座便器及盖板业务由于仍处于拓展期，规模较小，毛利率水平低于传统水箱及配件产品。

图 4 智能卫浴业务快速放量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 盈利能力受原材料价格、人力成本上涨影响

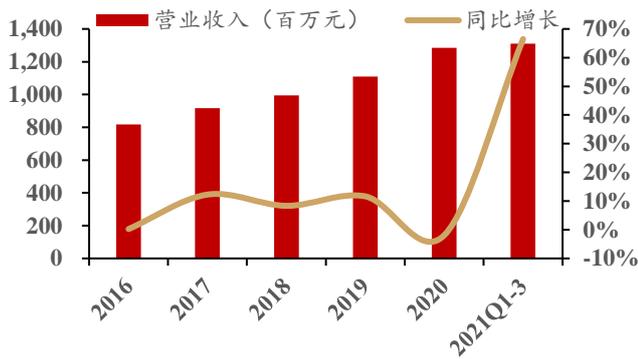


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3 下游客户订单充足，收入高增长

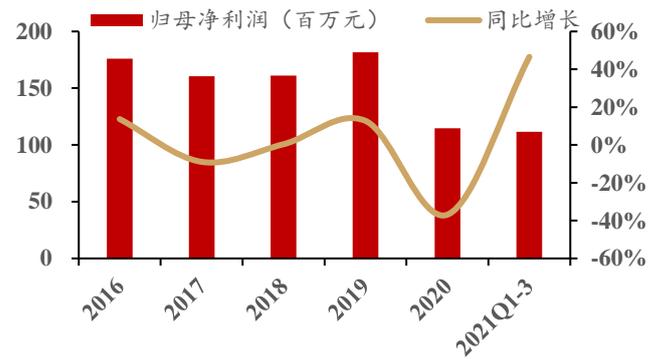
2016-2020 年公司收入、归母净利润年复合增速分别为 11.97%、-10.19%，收入端保持稳步增长，利润端则受原材料价格、汇率波动、海运费等影响增速不及收入，其中，2020 年受疫情影响利润端同比-36.86%，下滑幅度较为明显。受终端需求量恢复，客户订单充足，2021 年前三季度公司收入达 13.09 亿元，同比+66.46%，收入为历史以来最高水平；归母净利润 1.11 亿元，同比+46.56%，利润端则受原材料价格影响，增速不及收入，但仍保持较高水平，随着原材料价格下行以及提价落实，利润端有望改善，中长期则随着收入的增长保持向上态势。

图 6 2021 年前三季度收入同比+66.46%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

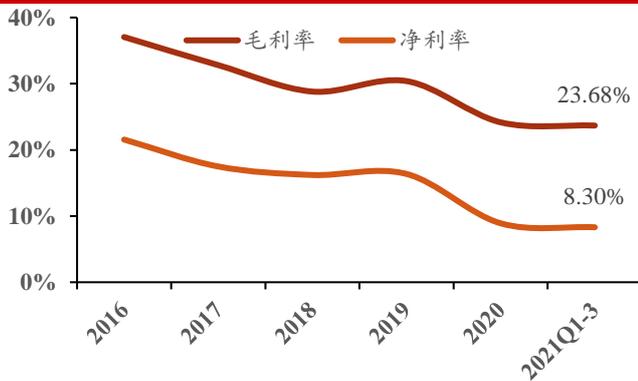
图 7 2021 年前三季度归母净利润同比+46.56%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

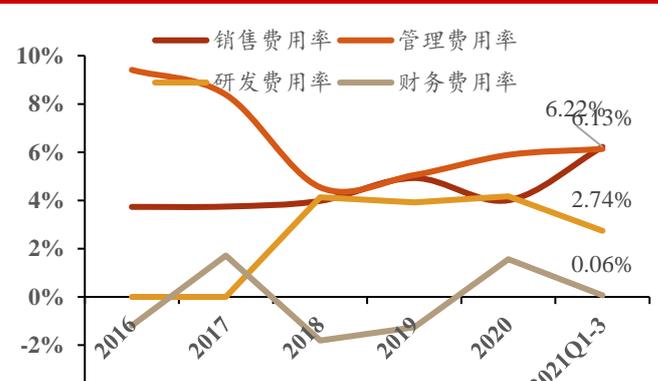
盈利能力略有下滑，期间费用率管控良好。 盈利能力方面，2016-2019 年公司毛利率基本维持在 28% 以上，净利率基本保持在 15% 以上。随着智能座便器及盖板等新业务放量以及上游大宗原材料价格上行，2020 年公司整体毛利率、净利率分别为 24.16%、8.90%，同比分别-6.23pct、-7.46pct；2021 年前三季度公司整体毛利率、净利率分别为 23.68%、8.30%，同比分别-2.43pct、-1.36pct。随着原材料价格下行、公司提价落实以及新业务的逐步放量，规模效应发挥，预计公司盈利水平将逐步提升。期间费用方面，2016-2019 年期间费用率保持 11%-14% 区间，2020 年公司加大研发费用以及汇兑损失造成财务费用率提升，期间费用率同比+2.99pct 至 15.63%。2021 年前三季度公司期间费用率 15.15%，同比-0.47pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 6.22%、6.13%、2.74%、0.06%，同比分别+0.60pct、-0.74pct、-1.73pct、-0.40pct，各期间费用率均保持不同程度的下滑。

图 8 盈利能力略有下滑



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 期间费用率管控良好



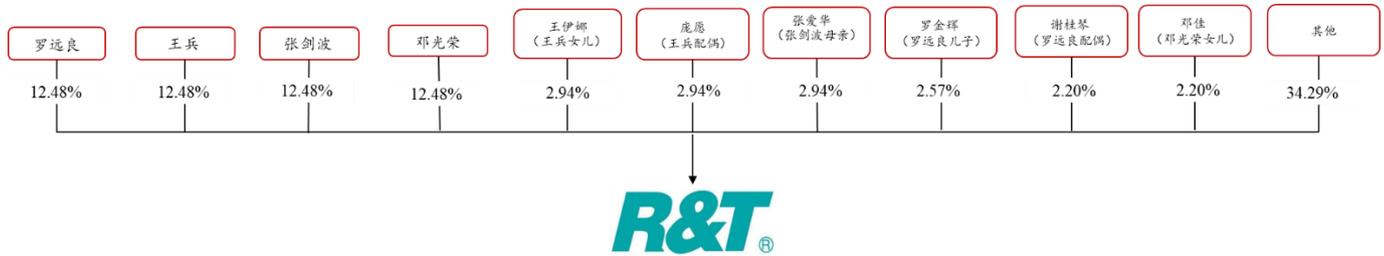
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.4 共同实际控制人为四位创始人，股权集中

公司共同实际控制人为四位创始人，股权集中。公司由罗远良（现任公司董事长）、王兵（现任公司副董事长及副总经理）、张剑波（现任总经理）、邓光荣（现任公司副总经理）等四位先生担任，四位为公司共同实际控制人。根据公司 2021 年三季报，罗远良、王兵、张剑波、邓光荣均直接持有公司 12.48% 股份，合计共持有 49.92%，另外，张爱华（张剑波母亲）、王伊娜（王兵女儿）、庞愿（王兵配偶），

罗金辉（罗远良儿子）、谢桂琴（罗远良配偶）、邓佳（邓光荣女儿）分别直接持有公司 2.94%、2.94%、2.94%、2.57%、2.20%、2.20%，合计共持有公司 65.71% 股权，股权集中于共同实际控制人及其亲属。

图 10 共同实际控制人为四位创始人，股权集中（截止 2021 年三季度报）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.5 股权激励绑定核心人员，彰显发展信心

前期股权激励已实施，有助于公司长期发展战略的实现。公司于 2020 年 2 月 11 日拟向包括公司董事、高管及核心骨干员工等 118 名员工授予限制性股票 1119.80 万股，授予价格为 3.35 元/股，股权激励计划绑定核心员工，完善公司激励计划，有助于公司长期稳步发展。

图 11 股权激励计划激励对象为公司高管、董事及核心人员

姓名	职位	获授限制性股票数量 (万股)	占总股本比例
赵晓虎	副总经理	25.00	0.06%
陈绍明	财务总监	12.80	0.03%
罗红贞	董事	12.80	0.03%
陈雪峰	副总经理、董秘	10.00	0.02%
核心骨干员工 (共114人)		859.20	2.10%
预留		200.00	0.49%
合计		1,119.80	2.73%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

本次激励计划对 2020-2022 年业绩进行考核，以 2018 年营业收入为基数，2020-2022 年营业收入增长率分别不低于 21.0%、33.0%、46.0%，或以 2018 年净利润为基数，2020-2022 年净利润增长率分别不低于 16.0%、21.0%、27.0%。即 2020-2022 年收入分别不低于 12.02、13.22、14.51 亿元，同比分别不低于 8.4%、9.9%、9.8%，或净利润分别不低于 1.87、1.95、2.05 亿元，同比分别不低于 2.9%、4.3%、5.0%，其中，2020 年收入端在受疫情影响，终端客户订单暂时性下滑的背景下，实际表现超业绩考核目标。2021 年前三季度收入接近公司全年业绩考核目标，预计业绩考核目标完成可能性大。

图 12 股权激励考核目标稳增长

行权期	业绩考核目标
第一个解除限售期	1) 以2018年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于21.0%；或2) 以2018年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于16.0%
第二个解除限售期	1) 以2018年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于33.0%；或2) 以2018年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于21.0%
第三个解除限售期	1) 以2018年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于46.0%；或2) 以2018年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于27.0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

三、智能马桶行业处于发展初期，市场拓展空间大

3.1 我国智能马桶行业处于发展初期，行业增速显著

我国智能卫浴行业处于发展初期，行业高速发展。近年来，随着我国国民经济的不断发展，生活水平的不断提高，消费升级使得大众对于居家品质方面的要求在不断提升，同时也促进智能家居行业的快速升级。其中，智能卫浴产品在干净卫生、舒适智能等基础功能上，不断涌现更多细节个性化功能，于 2012 年后在国内市场呈现爆发式发展，据艾媒咨询，我国智能马桶销量从 2015 年的 340 万台上升至 2020 年的 821 万台，年均复合增长率达 19.28%，其中，2020 年在疫情的影响下，智能马桶销量仍保持近 10% 的增速，且预计 2021 年智能马桶的销量将达到 910 万台，行业呈现快速增长态势。

图 13 京东京造智能马桶



资料来源：京东京造旗舰店，华西证券研究所

图 14 预计 2021 年智能马桶销量将达到 910 万台



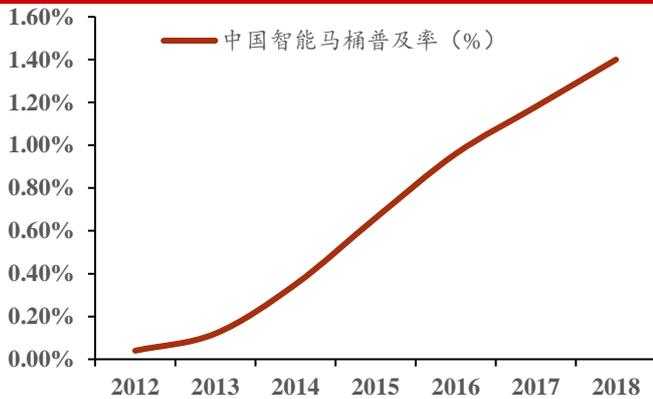
资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

3.2 我国智能卫浴渗透率较低，发展空间大

智能座便器产品于 1964 年起源于美国，最初设置仅有温水洗净功能，主要用于医疗和老年保健。随后经日本和韩国卫浴公司引进并进行改良，智能座便器产品功能不断丰富，渗透率在全球发达国家快速上升，以日本为例，据日本内阁府数据，截至 2021 年 3 月，日本两户及以上家庭温水洗净座便器普及率为 80.30%，每 100 户家庭的单位数量为 113.2 台，智能座便器产品应用场景包括家庭以及公共卫生间等多场景，渗透率较高。相比之下，智能卫浴于 90 年代初引入中国，引入国内时间较晚，消费普遍对于智能马桶的价值认知度不够，渗透率近几年虽有提升，但目前仍处于较低水

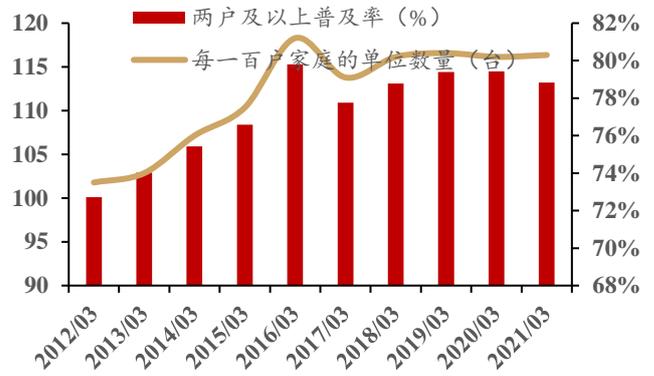
平，据产业信息网，2018 年我国智能马桶普及率不到 2%，提升空间大。随着我国居民可支配收入的持续增加，消费者尤其是 80、90 后乃至 00 后等消费主力军对于干净健康的智能家居产品认知提升，以及智能卫浴产品个性化细节化功能增加，智能卫浴行业规模快速提升。此外，后疫情时代，消费者对卫生、抗菌杀毒等产品更为重视，预计也将驱动智能卫浴行业的持续快速增长。据奥维云网预测，2024 年中国智能马桶普及率有望达到 10%，我国智能卫浴行业发展空间巨大。

图 15 我国智能马桶普及率仍处于较低水平



资料来源：产业信息网，华西证券研究所

图 16 日本温水洗净座便器普及率和每户拥有量高

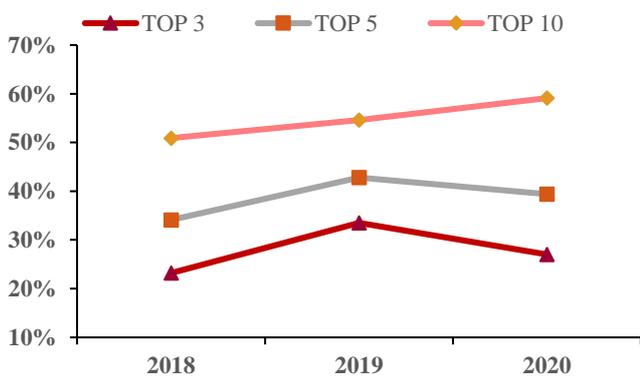


资料来源：新浪家居，华西证券研究所

3.3 品牌众多，国产品牌有望弯道超车

我国智能马桶品牌众多，行业集中度较低。目前，我国智能卫浴行业参与者主要以国内外卫浴品牌、海外卫浴品牌以及代工品牌为主，此外，部分家电品牌、互联网品牌纷纷试水智能卫浴产品，行业集中度较低，尚未形成垄断格局。据奥维云网，2020 年我国智能马桶一体机行业 TOP5 品牌集中度为 39.4%，其中头部品牌主要以九牧、箭牌、恒洁等传统卫浴企业为主；而智能马桶盖品牌集中度相对较高，松下市占率约 42%，但近些年来随着海尔、东芝、飞利浦、智米等品牌的逐步发力，松下市占率略有下降。

图 17 2020 年我国智能马桶一体机 TOP5 为 39.4%



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 18 2020 年我国智能马桶盖 TOP5 为 70.8%

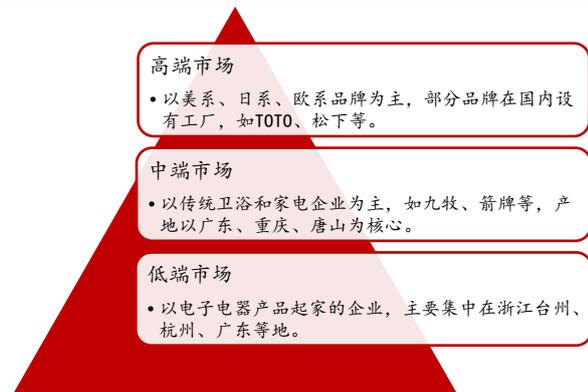


资料来源：奥维云网，华西证券研究所

高中低端分化明显，国产品牌逐渐追赶外资领先品牌。随着我国智能卫浴行业市场的快速发展，行业参与者逐渐增加，目前来看，行业分化较为明显，其中，美国、日本、欧洲等海外领先品牌凭借领先的卫浴品牌力、技术实力等占据我国智能卫浴高

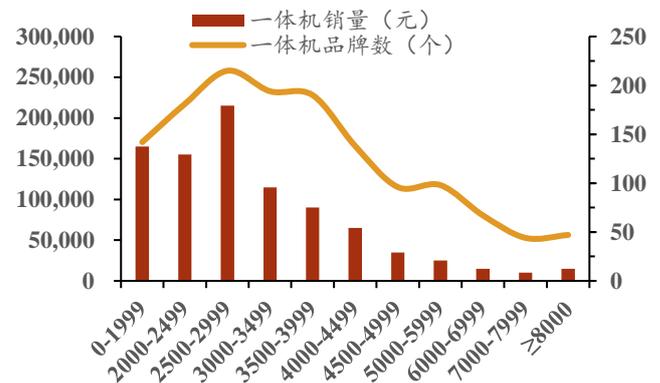
端市场，而九牧、箭牌、恒洁等国内传统卫浴品牌目前占据我国智能卫浴中端市场，另外则由电子电器产品起家的小企业占据低端市场，这些企业产品质量相对较差，多以市场价格进行竞争。其中，国内卫浴品牌通过产品、渠道、品牌布局，产品质量提升，产品功能持续满足本土消费者需求，在智能卫浴行业不断追赶外资领先品牌，有望弯道超车。从目前销售均价看，目前 2500 元左右的一体机以及 1000 元左右的马桶盖成为市场最畅销的产品价格，双品类低价普及趋势较为明显，对于规模、成本等优势国产领先品牌尤其是多年为国内外知名卫浴品牌代工企业而言发展机会较大。

图 19 智能马桶市场竞争格局



资料来源：前瞻经济学人，天极网，华西证券研究所

图 20 2000-4000 元智能马桶一体机参与品牌众多



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

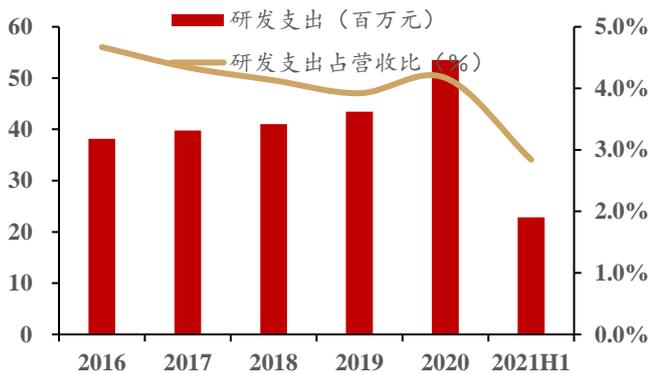
线上销售表现亮眼，助力国产品牌弯道超车。据京东大数据研究院联合京东居家发布的《2021 智能马桶线上消费趋势报告》，2017-2020 年，智能马桶盖在京东平台销量翻番，智能马桶一体机销量翻了 10 倍，线上电商平台智能卫浴产品快速增长。另外，2021 年双十一期间，智能马桶在京东、苏宁等电商平台的成交额同比大幅增长。智能卫浴产品在全国化普及和电商市场进一步扩展。对于国产品牌而言，我国水质、水压、卫浴环境以及用户卫生观念与日本智能马桶大国之间均存在较大差异，产品端通过不断改良产品设计，提升进水过滤、防水等级、杀菌抑菌、简化操作、免费改电等方向，解决用户购买过程中的担忧，销售端通过加大发力线上渠道，与国内优质房地产开发商合作以及其他新渠道不断抢占市场，缩小与外资品牌的差距，或有望迎来弯道超车机会。

四、技术、客户资源优势领先，募投产能陆续释放

4.1 重视研发投入，卫浴节水技术水平领先

重视研发投入，卫浴节水技术行业领先。公司自成立以来便专注于节水型冲水组件、静音缓降盖板、隐藏式水箱、挂式水箱等卫浴配件产品和智能座便器等智能卫浴产品的技术研发，每年研发支出占营收比重保持在 4% 左右，研发人员数由 2016 年的 148 人稳步增长至 2020 年的 199 人。研发投入水平相对较高，目前已经形成强大的产品研发和设计能力，截至 2021 年 6 月底，公司及其控股子公司目前已拥有 1296 项专利权，其中包括发明专利 85 项（含美国发明专利 11 项，欧洲发明专利 1 项，德国发明专利一项），具备行业领先的卫浴节水技术。公司持续通过领先的技术水平不断拓展高附加值产品，产品获得包括美国 UPC 认证、EGS 认证等 10 多个国家或地区的权威机构认证，深度绑定核心客户，不断提升公司产品市占率。

图 21 公司研发支出占收入比重约 4%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 公司历年专利权数量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2 客户资源丰富，代工产品由卫浴配件向智能卫浴产品发展

公司作为节水型冲水组件领先企业，产品质量、性价比、产能规模等保持领先优势，节水型冲水组件等产品进入全球顶级卫浴品牌商的配套体系。冲水组件的下游客户注重的是配套质量的稳定性与产品品质的可靠性，对配套商的选择有严格的验厂程序与较长时间的产品测试周期，冲水组件配套商必须通过多项环节的检验测试后方可进入知名卫浴品牌商的配套体系，确定合作关系后，合作关系将在较长时期内保持稳定。目前来看，公司下游客户群体为包括 ROCA、INAX、KOHLER、American Standard、箭牌、航标等国内外知名的中高端卫浴品牌商，且均与公司建立 6 年以上的合作关系，合作关系稳定。

图 23 公司与下游中高端卫浴品牌商保持良好合作



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

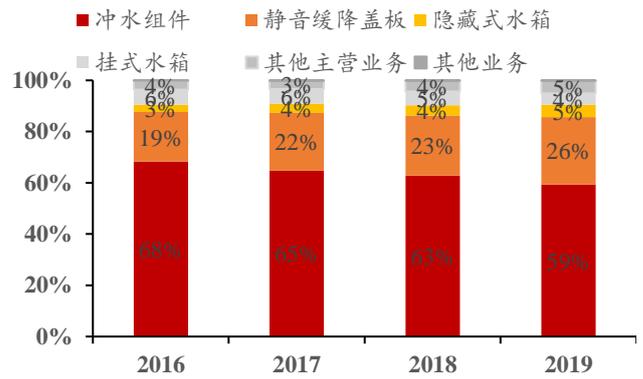
图 24 与主要客户合作关系稳定

客户名称	签署时间	协议期限	销售产品
ROCA BRASIL	2009.1.1	有效期至2010年12月31日，期间届满如双方未提出书面变更或解除要求，则自动顺延。	卫浴配件
Colceramic S.A	2010.3.9	有效期至2011年3月8日，期间届满如双方未提出书面变更或解除要求，则自动顺延。	卫浴配件
佛山科勒有限公司	2012.12.1	有效期至2012年12月1日至2013年11月30日，到期双方如无异议可自动顺延一年，以此类推。	卫浴配件
景德镇乐华陶瓷洁具有限公司	2013.1.1	2013.1.1-2016.12.31	卫浴配件
佛山市高明安华陶瓷洁具有限公司	2013.1.1	2013.1.1-2016.12.31	卫浴配件
佛山市法恩莎洁具有限公司	2013.1.1	2013.1.1-2016.12.31	卫浴配件
德州市乐华陶瓷洁具有限公司	2013.1.1	2013.1.1-2016.12.31	卫浴配件
惠达卫浴股份有限公司	2013.2.1	有效期2013年2月1日至2014年2月1日，但合同有效期届满前1个月内如双方均未提出书面解除要求，本合同即自动顺延一年，并以此类推按一个或多个一年期继续生效。	卫浴配件
漳州万晖洁具有限公司	2014.1.1	2014.1.1-2016.12.31	卫浴配件
SANIPRO MARKETING PTE LTD.	2014.1.1	2014.1.1-2016.12.31	卫浴配件
佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司	2015.1.1	2015.1.1-2016.12.31	卫浴配件

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

扩品类，代工产品逐渐向高附加值产品发展。公司以冲水组件产品为主要切入点，不断向下游国内外知名中高端卫浴品牌商客户导入静音缓降盖板、隐藏式水箱、智能马桶等高附加值新产品，2020 年公司智能座便器及盖板收入占比达 42.26%，同比提升 16pct，智能卫浴新业务持续放量。此外，公司研发中心根据目标市场上产品样式、功能需求的变化趋势及客户的实际需求进行新产品的设计与研发，每年持续不断地开发新产品以满足不同客户的需求。2020 年公司全年高新产品收入占总收入的比重达 80% 以上，高新产品占比的提升，有助于公司产品附加值不断提升，业绩规模的逐步扩大。

图 25 智能马桶新品：V8800 双旋增压超静音畅享尊贵 图 26 扩品类，产品品类逐渐丰富

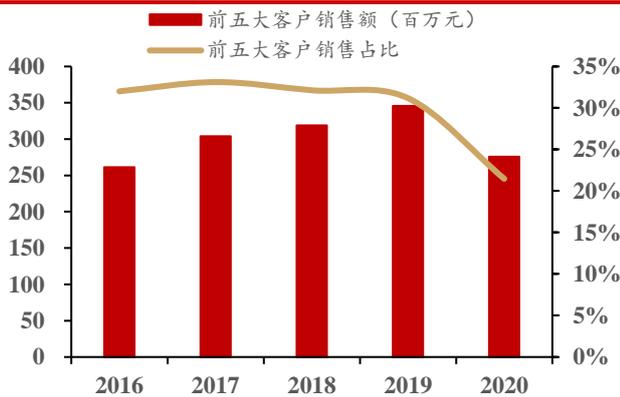


资料来源：公司官网，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

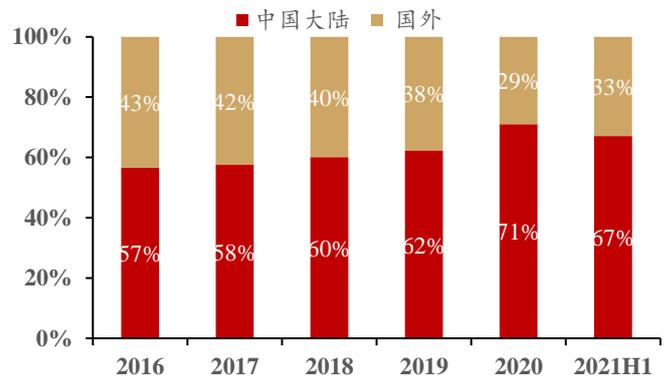
扩客户，国内客户占比逐渐提升。此外，公司凭借多年与国内外知名中高端卫浴品牌商合作背书以及产品性能、质量优势，不断开拓新客户，前五大客户销售收入占比由 2016 年的 32% 下降至 2020 年的 21%。且随着国内客户智能卫浴马桶行业的快速发展，公司下游国内品牌商规模的扩大以及新客户的开拓，国内市场业务由 2016 年的 57% 提升至 2020 年的 71%，国内业务收入贡献逐步提升。

图 27 前五大客户销售收入占比约 3-4 成



资料来源：公司招股书，公司公告，华西证券研究所

图 28 国内收入占比持续提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.3 自有品牌持续推进，期待业务放量

经过多年的技术革新，现有产品性能、质量获得了国内外卫浴品牌商的普遍认可，因此，在开展代工业务的基础上，为满足国内消费者对高品质智能卫浴日益高涨的需求，开拓自有品牌业务，根据公司官网，目前公司自有品牌“瑞尔特”产品已在天猫、京东以及苏宁等电商平台进行销售，产品涵盖智能马桶一体机、智能马桶盖、水箱系列、座便器盖板等产品，以智能马桶一体机为例，产品价格覆盖高中低端消费群体，产品价格从 2500 元至 17000 元。预计随着国内消费者对于高品质卫浴配件及智能卫浴产品需求的提升，公司自有品牌放量可期。

图 29 瑞尔特自有品牌智能马桶产品



资料来源：瑞尔特京东旗舰店，华西证券研究所

图 30 瑞尔特自有品牌智能马桶产品



资料来源：瑞尔特天猫旗舰店，华西证券研究所

4.4 产能扩充，募投项目产能陆续释放

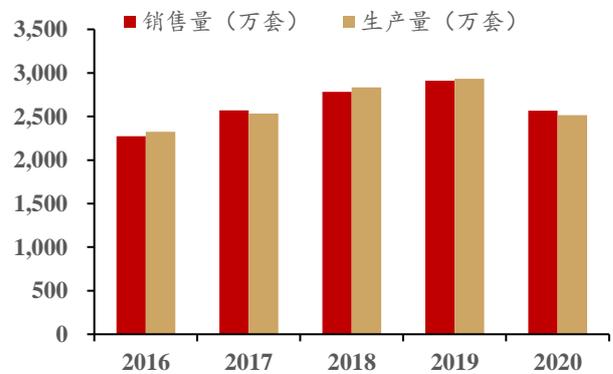
公司是国内冲水组件制造领域领先企业，总部及生产基地位于福建厦门等主要出口基地及国内卫浴配件消费企业所在地之一，随着国内外中高端卫浴品牌商在中国市场加速采购配套产品以及国内智能卫浴行业快速发展，公司产品生产量由 2016 年的 2326 万套提升至 2020 年的 2516 万套，销售量由 2016 年的 2273 万套提升至 2020 年的 2567 万套，2020 年受疫情影响，下游终端消费需求暂时性下滑，导致公司生产和销售同比较略有下滑。

图 31 瑞尔特厦门总部



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 32 产品销售量、生产量持续提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

随着客户订单需求快速发展，公司产能瓶颈凸显。为了进一步提高产能，公司 2016 年上市募集资金净额 6.15 亿元扩产，募投项目包括：1) 新建年产 1,120 万套卫浴配件生产基地项目；2) 阳明路卫浴配件生产基地改扩建项目。鉴于智能卫浴已成为卫浴行业的主要发展趋势，公司适时调整产品布局，重点发展智能卫浴产品领域，于 2020 年 4 月将“阳明路卫浴配件生产基地改扩建项目”变更为“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目”，大力发展智能卫浴产品。目前来看，新建年产 1,120 万套卫浴配件生产基地项目已于 2017 年 1 月底达到预定可使用状态，2020 年新增产能 1820 万套，募投项目**建成投产**，年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目目前仍处于建设中

图 33 募投项目持续推进

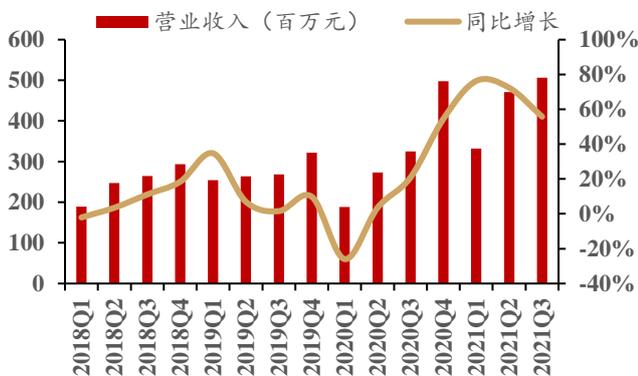
项目名称	募投项目	达产后新增产能 (万套)	投资金额 (万元)	建设期 (年)	工程进度	备注
新建年产 1120 万套卫浴配件生产基地	节水型冲水组件	800	32,698.33	1.5		2017年1月31日该项目达到预定可使用状态
	静音缓降盖板	300				
	智能盖板	5				
	隐藏式水箱	15				
	合计	1,120				
年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目	智能卫浴产品	120	26,038.55	2	7.67%	尚在建设中, 暂未产生效益

资料来源：公司公告，华西证券研究所

五、短期扰动影响缓解，订单饱满助力高增长

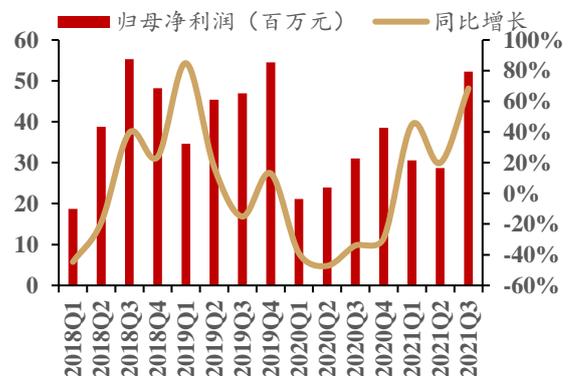
客户订单持续释放，业绩高增长。 受益于客户订单的增加，公司业绩高增长，2021 年前三季度公司实现营收 13.09 亿元，同比+66.46%；归母净利润 1.11 亿元，同比+46.56%。分季度看，Q3 单季度公司实现营收 5.06 亿元，同比+55.77%，Q3 单季度营收创历史新高；归母净利润 0.52 亿元，同比+68.42%，利润增速高于收入主要受益于公司产品结构持续优化以及前期提价落实。

图 34 2021Q3 单季度营收创历史新高



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 35 2021Q3 单季度归母净利润同比+68%



资料来源：Wind，华西证券研究所

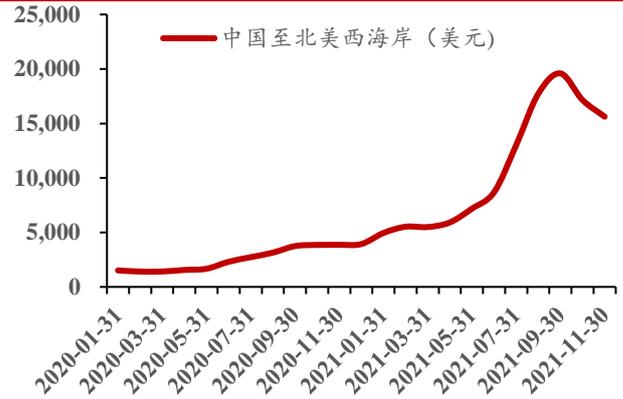
订单饱满，海运缓解助力交付。 随着国内卫浴行业的快速发展，公司海外收入占比由 2016 年的 43% 下降至 2020 年 29%，且海外业务主要为 ODM 模式，海运费采取 FOB 模式即海运费由客户承担。但受海外疫情影响，海运运力紧张，海运成本飙升，公司部分客户国际订单交付周期拉长，公司存货水平自 2020Q2 开始持续攀升，截至 2021 年 9 月底公司存货水平为 3.09 亿元，同比+31%，库存水平达上市以来新高水平，此外，公司合同负债由于客户预收款持续增加，目前也达到上市以来的高点，截至 2021 年 9 月底公司合同负债约 0.59 亿元，同比+53%。目前来看，海运运力逐步缓解，海运价格自 10 月份以来不断回落，且预计随着疫情的有效控制，海运运力将进一步缓解，海运价格有望延续回落态势，有助于公司海外订单交付周期缩短。

图 36 公司目前在手订单饱满



资料来源：公司公告，华西证券研究所

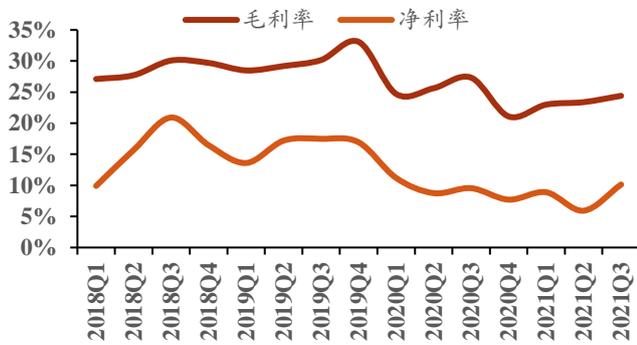
图 37 海运价格自 10 月高点回落



资料来源：datayes，华西证券研究所

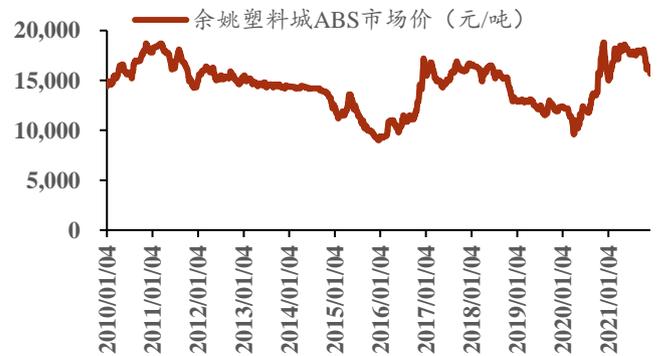
原材料价格下行&提价落实，盈利持续向上。公司产品主要原材料为工程塑料、五金件、橡胶件等，其中工程塑料是公司最重要的生产用原料，占生产成本的比重在 30% 以上，相对较高。工程塑料包括 ABS、POM、PP 等大宗类化工原料，属于石油化工行业与煤化工行业的副产品，以 ABS 为例，10 月中旬以来价格持续下行，目前市场价格保持在 15650 元/吨，较 10 月中旬 18100 元/吨，下降幅度达 14%，原材料价格下行，成本端压力逐步缓解。公司与主要原材料供应商保持紧密合作关系，通过签订长期购销合同以保证稳定的供应量和有利的采购价格。此外，为了应对原材料压力，公司今年对产品进行提价，提价逐步落实，叠加原材料价格下行，盈利能力预计将持续向上。

图 38 盈利能力持续改善



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 39 原材料 ABS 市场价格自 10 月高点持续回落



资料来源：Wind，华西证券研究所

六、投资建议

6.1 盈利预测

关键假设：

收入端：

1) 传统业务稳步增长：冲水组件、挂式水箱及普通盖板等传统业务行业成熟，行业参与者众多，公司产品质量、客户资源、规模优势领先，预计未来保持平稳增长；

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2) 新业务爆发在即: 智能马桶受益于渗透率的持续提升, 公司自有品牌发力以及代工订单的大幅提升, 预计智能马桶新业务延续高增长态势; 隐藏式水箱相较于传统水箱更加美观、提高卫浴空间的收纳能力, 越来越受消费者欢迎, 业务也将保持快速增长。

盈利端: 短期受益于原材料价格下降以及公司产品提价落实, 盈利能力持续向上, 中长期则受规模效应的发挥以及产品结构优化, 整体毛利率水平不断提升。期间费用率方面, 则受益于公司产能规模的持续释放, 以及公司加强对费用管控, 预计期间费用率平稳向下。

根据以上假设, 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 17.76/24.72/31.21 亿元, 同比分别+38%/+39%/+26%; 归母净利润分别为 1.61、2.70、3.68 亿元, 同比+40%/+68%/+37%。

图 40 业绩分拆

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
静音缓降盖板 (百万元)	233	292	543	838	1,346	1,781
yoy	13.00%	25.40%	86.10%	54.46%	60.55%	32.32%
毛利率	19.95%	24.39%	19.69%	19.70%	20.00%	21.00%
同层排水产品 (百万元)	40	53	68	134	214	321
yoy	22.40%	34.53%	26.29%	98.13%	60.00%	50.00%
毛利率		40.42%	42.02%	40.00%	40.00%	40.00%
水箱及配件 (百万元)	679	707	615	744	849	954
yoy	4.65%	4.18%	-12.96%	20.88%	14.13%	12.34%
毛利率	29.53%	32.30%	25.24%	23.79%	24.80%	25.13%
其他主营业务 (百万元)	42	56	53	56	59	62
yoy	39.08%	34.99%	-4.69%	5.26%	5.00%	5.00%
毛利率	0.00%	26.44%	29.84%	30.00%	30.00%	30.00%
其他收入 (百万元)	1	1	5	4	4	4
yoy	76.92%	-5.80%	298.46%	-30.89%	11.73%	0.00%
毛利率			73.17%	70.00%	70.00%	70.00%
合计 (百万元)	994	1,109	1,284	1,776	2,472	3,121
yoy	8.34%	11.64%	15.75%	38.27%	39.20%	26.28%
毛利率	28.81%	30.40%	24.16%	23.52%	23.87%	24.66%

资料来源: Wind, 华西证券研究所预测

6.2 估值分析

选取同行业及模式较为相近的上市公司作为可比公司进行估值分析, 对比 2022 年可比公司平均 PE 为 13 倍, 估值处于同行平均水平。

图 41 可比公司估值分析

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
603408.SH	建霖家居	13.99	62	0.87	0.90	1.08	16	16	13
301061.SZ	匠心家居	74.74	60	3.43	3.49	4.35	22	21	17
603385.SH	惠达卫浴	10.21	39	0.83	0.86	1.08	12	12	9
002918.SZ	蒙娜丽莎	25.47	106	1.40	1.65	2.17	18	15	12
	平均值			1.63	1.73	2.17	17	16	13
002790.SZ	瑞尔特	9.70	41	0.28	0.39	0.65	35	25	15

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：最新日期为 2021 年 12 月 14 日

考虑到智能马桶渗透率快速提升，公司智能马桶代工业务订单饱满且自有品牌快速发力，盈利端随着规模效应的发挥，盈利能力持续提升带动业绩快速增长，我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 17.76/24.72/31.21 亿元，EPS 分别为 0.38/0.65/0.88 元/股，按照 2021 年 12 月 14 日收盘价 9.70 元/股，对应 PE 分别为 25 倍、15 倍、11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

七、风险提示

智能马桶等新业务放量不及预期风险。公司目前智能马桶等新业务代工订单和自有品牌发展顺利，后续若新业务放量不及预期，可能对公司业绩产生一定影响。

原材料价格大幅波动影响。公司主要原材料为工程塑料、五金件、橡胶件等大宗类化工原料，其中工程塑料是公司最重要的生产用原料，占生产成本的比重在 30%以上，相对较高，若上游原材料价格大幅波动，公司产品价格传导不及时，可能对公司盈利水平造成一定影响。

房地产市场政策趋严的风险。地产公司所处家具行业与地产行业具有一定的关联性，若地产销售数据、竣工数据不及预期，可能造成对家具的需求减弱，从而影响行业及公司的经营业绩。

行业竞争加剧风险。公司传统业务行业参与者众多，行业竞争激烈，若行业竞争加剧，可能造成传统业务盈利水平的下降。

海运持续紧张影响。公司海外收入占比约 3 成，海外业务运输为 FOB 模式为主，海运费主要由客户承担，但海运持续紧张，可能会导致公司订单交付周期拉长，对公司现金流或存在一定影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,284	1,776	2,472	3,121	净利润	114	161	270	368
YoY (%)	15.8%	38.3%	39.2%	26.3%	折旧和摊销	79	41	43	44
营业成本	974	1,358	1,882	2,352	营运资金变动	-112	247	-38	-46
营业税金及附加	10	17	22	27	经营活动现金流	87	456	251	323
销售费用	51	92	131	165	资本开支	-88	114	46	68
管理费用	76	92	126	156	投资	56	0	0	0
财务费用	20	13	-23	-28	投资活动现金流	-32	136	76	106
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	30	0	0	0
投资收益	16	21	30	38	债务募资	0	38	-28	-5
营业利润	125	175	293	399	筹资活动现金流	-53	886	-640	-208
营业外收支	-1	-1	-1	-1	现金净流量	-23	1,477	-313	221
利润总额	124	174	292	399	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	10	13	23	31	成长能力				
净利润	114	161	270	368	营业收入增长率	15.8%	38.3%	39.2%	26.3%
归属于母公司净利润	115	161	270	368	净利润增长率	-36.9%	40.3%	67.8%	36.5%
YoY (%)	-36.9%	40.3%	67.8%	36.5%	盈利能力				
每股收益	0.27	0.38	0.65	0.88	毛利率	24.2%	23.5%	23.9%	24.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	8.9%	9.1%	10.9%	11.8%
货币资金	483	1,960	1,647	1,868	总资产收益率 ROA	5.5%	4.9%	8.7%	10.9%
预付款项	14	15	23	30	净资产收益率 ROE	6.8%	8.7%	12.8%	14.8%
存货	238	391	531	664	偿债能力				
其他流动资产	865	583	636	682	流动比率	4.37	2.10	3.02	3.71
流动资产合计	1,600	2,949	2,838	3,244	速动比率	3.68	1.81	2.43	2.92
长期股权投资	3	3	3	3	现金比率	1.32	1.40	1.75	2.14
固定资产	411	421	409	386	资产负债率	19.4%	43.9%	31.7%	26.9%
无形资产	32	51	69	78	经营效率				
非流动资产合计	490	338	255	151	总资产周转率	0.61	0.54	0.80	0.92
资产合计	2,089	3,288	3,093	3,395	每股指标 (元)				
短期借款	0	38	10	5	每股收益	0.27	0.38	0.65	0.88
应付账款及票据	226	315	437	546	每股净资产	4.02	4.41	5.05	5.93
其他流动负债	140	1,050	492	322	每股经营现金流	0.21	1.09	0.60	0.77
流动负债合计	366	1,404	939	873	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	40	40	40	40	PE	35.40	25.22	15.03	11.01
非流动负债合计	40	40	40	40	PB	1.44	2.20	1.92	1.63
负债合计	406	1,444	979	913					
股本	418	418	418	418					
少数股东权益	0	0	0	-1					
股东权益合计	1,684	1,844	2,114	2,482					
负债和股东权益合计	2,089	3,288	3,093	3,395					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。