

# 瑞尔特 (002790): 冲水组件龙头, 智能马桶打开成长空间

2022 年 9 月 29 日

推荐/首次

瑞尔特

公司报告

**导语:** 随着大家对于居家生活品质的追求, 以及供给端智能元器件的发展完善, 智能马桶成为为数不多的明显带有消费升级属性的品类之一。瑞尔特以马桶的冲水组件为基础, 抓住新消费趋势, 沿着自己的优势领域做拓展, 突破品类和产业环节, 打开新增长空间。

瑞尔特于 1999 年在厦门成立, 当前已是国内最大的便器冲水组件生产商。公司以冲水组件为基础逐步扩充产品线, 产品当前已涵盖节水型冲水组件、静音缓降盖板、挂式水箱、智能坐便器、同层排水系统产品。近年来收入持续增长, 其中智能卫浴产品增速迅猛。

**冲水组件行业趋于稳定, 智能马桶进入快速发展期。** 冲水组件格局稳定, 瑞尔特等数家厂商多年来保持份额前列。节水是冲水组件最重要的功能属性, 随消费者节水意识提高, 节水型冲水组件份额有望继续提升。智能马桶相对于传统坐便器, 增加清洗、加热等功能, 可明显改善如厕体验并提高安全性。根据《中国智能马桶行业发展白皮书》统计, 智能马桶渗透率约 5%, 对比海外增长空间广阔。行业规模持续增长, 疫情爆发后居家时间延长, 智能马桶渗透率加速提升。品牌和制造商数量随行业发展而增加, 当前行业竞争较为激烈, 产品价格连续多年下降。我们认为价格下行对行业参与者尤其是制造商的成本控制提出更高的要求, 有望推动行业逐步出清, 集中度提升。品牌端, 产品智能化升级打破原有卫浴行业格局, 新晋品牌存在机会。制造端, 新品牌的增加也为制造商带来增长动力; 中小厂商在成本控制、质量控制等方面存在劣势, 随产品价格持续降低或将逐步退出, 瑞尔特等掌握生产优势的大厂有望提高占有率。

**瑞尔特以水件为基础拓展智能马桶, 优势有望得以延伸。** 冲水组件决定便器的冲洗质量、节水效果、安全性和使用寿命等, 是便器最核心的部件。公司作为国内最大的水件生产商, 客户资源丰富且技术、规模优势领先。我们看好公司积累的优势能延伸至智能产品: 1) 客户优势: 卫浴厂商一般对水件的品质要求较高, 公司与客户合作多年, 产品力和交付能力得到充分认可, 新品类导入会更加顺利; 2) 制造优势: 核心部件的自产能力能有效保障整机产品的高品质并降低成本, 同时公司持续大力投入研发, 强化整体产品力。同时公司积极拓展自有品牌业务, 针对各渠道组建专门团队, 其中线上业务实现高增。当前公司产能储备充足, 未来随收入规模的提升叠加自有品牌的持续拓展, 毛利率有望持续提升。

**盈利预测及投资评级:** 公司是国内最大的冲水组件生产商, 客户资源丰富, 技术、成本优势显著。从核心部件向智能马桶拓展, 技术和成本优势有望得以延伸。同时公司积极开拓自有品牌, 打开未来增长空间。智能马桶渗透率持续提升, 空间广阔, 我们看好瑞尔特能充分享受行业的快速发展, 在竞争中持续提升自身份额。我们预计公司 2022-2024 年实现营收 20.54、25.09、30.76 亿元, 归母净利润为 2.06、2.42、3.08 亿元, 对应的 PE 分别为 16.01、13.73、10.90, 首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。

**风险提示:** 原材料价格大幅波动, 疫情影响终端需求, 地产销售下滑超预期。

## 公司简介:

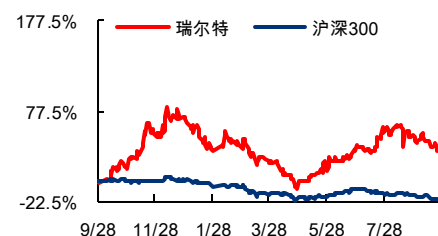
公司是一家致力于节约全球水资源的卫浴产品的研发、生产和销售的高新技术企业。公司主要生产的卫浴产品, 包括节水型冲水组件、静音缓降盖板、隐藏式水箱、挂式水箱、感应产品、智能盖板等, 产品主要应用在家庭住宅、宾馆酒店、商场、写字楼等房屋建筑中卫生间设施。公司先后获得“厦门市专利试点企业”、“福建省著名商标”、“福建名牌产品”、“中国卫浴产品行业知名品牌”、“中国卫浴名牌产品”、“《节能产品政府采购清单》入选企业”等诸多殊荣。

资料来源: 公司公告、WIND

## 发债及交叉持股介绍: 无 交易数据

52 周股价区间 (元)	10.52-5.32
总市值 (亿元)	32.56
流通市值 (亿元)	20.09
总股本/流通 A 股 (万股)	41,801/41,801
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	4.53

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521080005

## 研究助理: 沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480121050014

### 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,284.20	1,868.29	2,053.97	2,508.74	3,075.79
增长率（%）	15.75%	45.48%	9.94%	22.14%	22.60%
归母净利润（百万元）	114.63	139.36	205.62	242.15	308.02
增长率（%）	-36.86%	21.58%	47.54%	17.77%	27.20%
净资产收益率（%）	6.81%	7.86%	10.83%	11.96%	14.11%
每股收益(元)	0.28	0.34	0.49	0.57	0.71
PE	27.82	22.91	16.01	13.73	10.90
PB	1.94	1.84	1.73	1.64	1.54

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 瑞尔特：依托冲水组件切入智能马桶新赛道 .....	4
1.1 依托冲水组件，持续拓展品类 .....	4
1.2 新品类带动收入规模提升，盈利能力有望持续回升 .....	5
2. 冲水组件行业趋于稳定，智能马桶进入快速发展期 .....	8
2.1 冲水组件格局稳定，中高端节水组件有望继续提高份额 .....	8
2.2 智能马桶行业快速发展，未来集中度有望提升 .....	9
3. 以水件为基础拓展智能马桶，优势有望得以延伸 .....	12
3.1 冲水组件品类积累客户和技术优势，积极拓展智能产品 .....	12
3.2 积极培育自有品牌，未来发展可期 .....	14
3.3 智能马桶产能储备充足，毛利率有望随规模提升 .....	15
4. 盈利预测与投资评级 .....	15
4.1 盈利预测 .....	16
4.2 投资评级 .....	16
5. 风险提示 .....	17

## 插图目录

图 1：瑞尔特产品矩阵 .....	4
图 2：股权结构图（截至 2022Q2） .....	5
图 3：公司收入按品类拆分 .....	6
图 4：各品类毛利率 .....	6
图 5：公司收入按境内外拆分 .....	6
图 6：境内境外毛利率 .....	6
图 7：公司收入持续增长 .....	7
图 8：公司归母净利润持续增长 .....	7
图 9：近两年盈利能力有所下滑 .....	7
图 10：费用率呈现缓步上升态势 .....	7
图 11：工程塑料 ABS 价格走势 .....	8
图 12：工程塑料 PP 价格走势 .....	8
图 13：马桶产品主要部件构成及出厂价拆分 .....	8
图 14：智能马桶销售量持续增长 .....	9
图 15：智能马桶销售额持续增长 .....	9
图 16：智能马桶配套项目套数今年下滑 .....	10
图 17：智能马桶配套率持续提升 .....	10
图 18：智能马桶普及率对比 .....	10
图 19：2021 年线上智能马桶一体机价格带分布 .....	11
图 20：2021 年线上智能马桶盖价格带分布 .....	11
图 21：线上智能马桶盖品牌集中度变化 .....	12

图 22： 线上智能马桶一体机品牌集中度变化 .....	12
图 23： 公司客户资源丰富 .....	13
图 24： 公司智能卫浴产品今年持续快速增长 .....	13
图 25： 研发费用率保持较高水平 .....	14
图 26： 公司持续取得专利 .....	14
图 27： 公司自有品牌智能马桶产品 .....	15
图 28： 智能一体机产品功能全面 .....	15
图 29： 生产量持续增长，产销率保持高位 .....	15
图 30： 智能产品毛利率较低，未来有望提升 .....	15

## 表格目录

表 1： 瑞尔特发展历程.....	4
表 2： 盈利预测表.....	16

**导语：**

马桶品类本身属于家居必须消费品，但是马桶的构成也使得如冲水组件具有了其他家居产品不具备的技术壁垒。随着大家对于居家生活品质的追求，以及供给端智能元器件的发展完善，智能马桶成为为数不多的明显带有消费升级属性的品类之一。在供给端助力产品功能的完善，以及消费者认知度提升双重作用下，智能马桶的需求处在高速增长阶段，行业渗透率加速提升，这在当前的消费环境里更显得难能可贵。

瑞尔特作为传统制造企业，抓住新消费趋势，沿着自己的优势领域做拓展，最终突破单一零部件，在智能马桶领域找到新增长点，突破制造身份，布局制造+品牌的双重环节。我们将在本篇报告探究智能马桶行业的趋势，及公司的布局策略。

## 1. 瑞尔特：依托冲水组件切入智能马桶新赛道

### 1.1 依托冲水组件，持续拓展品类

瑞尔特深耕冲水组件，逐步拓展围绕坐便器拓展产品。瑞尔特于 1999 年在厦门创立。公司组建初期专注于马桶冲水组件的生产，客户涵盖众多国际高端卫浴企业。经过二十余年的深耕发展，当前公司在国内冲水组件市场占有率第一，在全球冲水组件市场占有率前三。冲水组件是用于操纵或辅助冲洗水箱完成冲洗动作的配件组，包含进水阀、排水阀和其他必要附件，具备冲洗、自动关闭等功能。公司以冲水组件为基础逐步在卫浴领域扩充产品线，最初拓展水箱、盖板等产品，后逐步向智能化进发，智能盖板、智能马桶已上市。

**图1：瑞尔特产品矩阵**

冲水组件	水箱	智能系列产品
 进水阀   排水阀	 隐藏式水箱   外挂式水箱	 智能马桶一体机   智能盖板

资料来源：瑞尔特官网，公司招股说明书，东兴证券研究所

**表1：瑞尔特发展历程**

年份	事件
1999	瑞尔特卫浴公司成立于厦门，专注于马桶水件研发与生产
2001	研制出连体半排、全排双档排水阀，对水资源进行合理分配，有效节省水资源
2004	扩大生产线，产品涵盖盖板、隐藏式水箱、挂墙水箱、水阀
2005	开发电子感应产品。
2008	推进产品智能化进程，进行产品智能应用开发
2011	研发出延时进水专利技术。经过 2 年的专项研发和严格测试，智能盖板成功上市
2012	智能马桶上市
2016	公司于上交所上市
2017	首发无水压限制 E-shion 系统智能马桶上市
2021	研发智能物联智能马桶上市

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**股权稳定，创始人分工明确。**公司创始人为罗远良先生、王兵先生、张剑波先生、邓光荣先生，四人分别持股 12.49%，合计占比 49.96%。目前公司前十大股东均为四位创始人及其直系亲属，合计持股 65.75%，股权稳定。公司无实际控制人，由四位创始人共同管理，分工明确。

**图2：股权结构图（截至 2022Q2）**

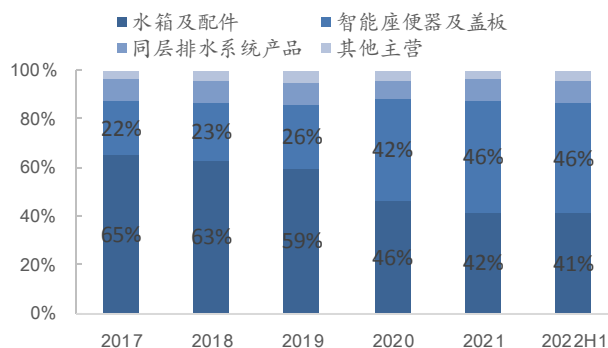


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1.2 新品类带动收入规模提升，盈利能力有望持续回升

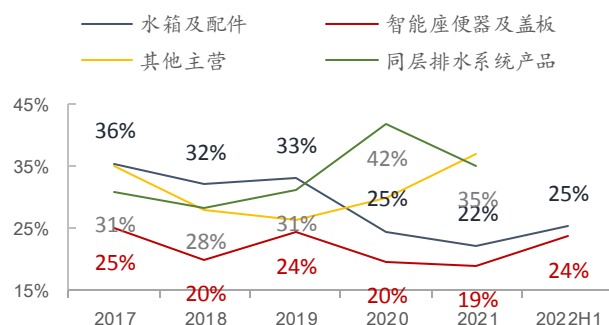
**业务结构方面，智能化产品迅速增长，增长主要源于境内。**水箱以及同层排水系统等相关冲水部件是公司的核心品类，2021 年合计占比仍在 50% 以上。其中同层排水系统产品毛利率水平较高，其主要包含隐藏式水箱等，技术含量较高。公司智能马桶及盖板业务开始加速增长，2021 年后收入达到 8.55 亿元，占比达到 46%，得益于疫情爆发后居家时间提升，智能马桶销量快速提高。近两年各品类毛利率，在原材料价格上涨的压力下均有下降。境内境外业务均保持持续增长，在智能产品高增的推动下，境内增速高于境外，占比显著提升。

图3：公司收入按品类拆分



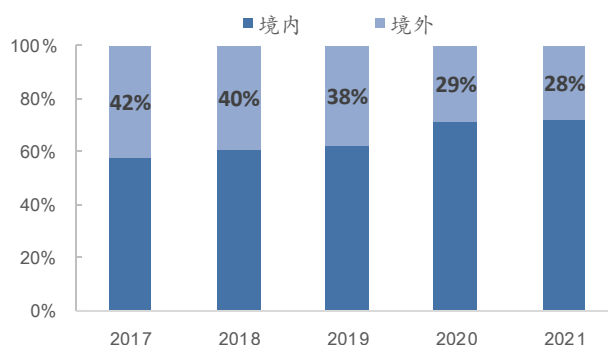
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：各品类毛利率



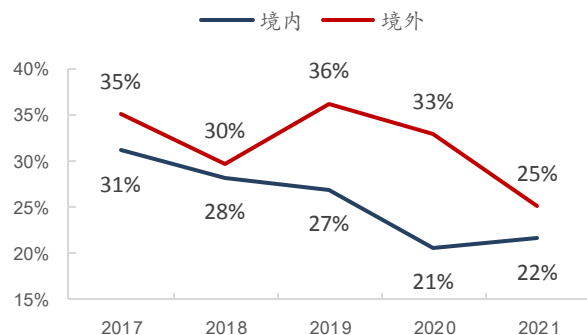
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：公司收入按境内外拆分



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：境内境外毛利率

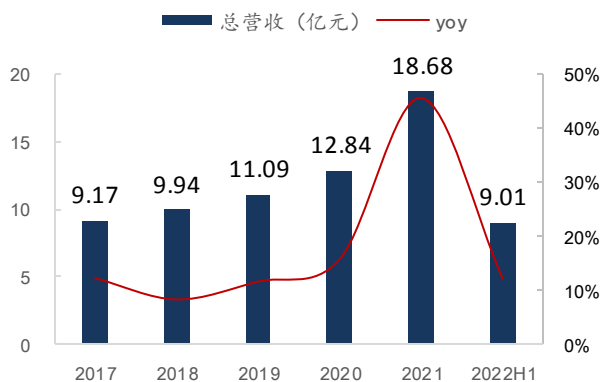


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

收入持续增长，净利润在原材料价格压力下承压。水件业务持续增长，智能马桶及盖板 2020 年后高速增长，推动整体收入增长，且 2021 年开始加速，5 年 CAGR 为 17.99%。利润方面，近两年工程塑料等原材料价格涨幅较大，净利润有所下滑，使得利润复合增长率为负。2022 上半年在地产压力及疫情影响下，收入端仍保持正增长，利润端受益于人民币贬值及原材料价格回落加速增长。

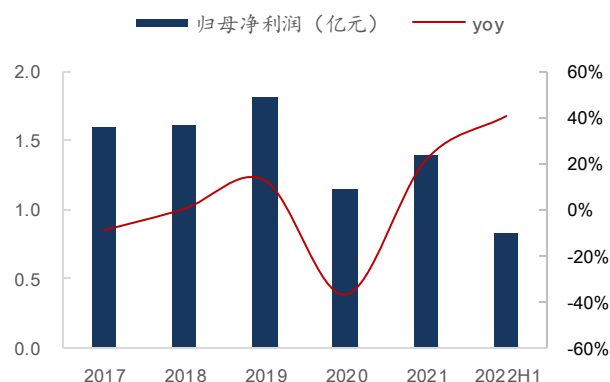


图7: 公司收入持续增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

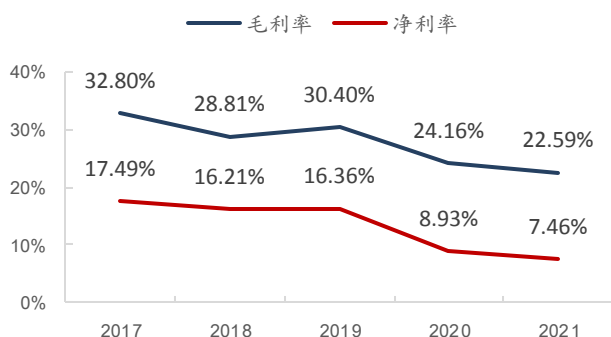
图8: 公司归母净利润持续增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

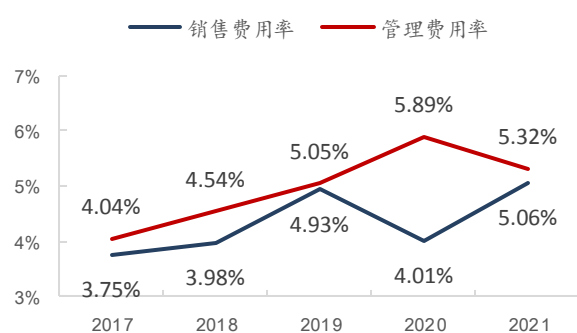
盈利能力有所承压, 原材料价格回落有望推动利润率回升。公司毛利率与净利率在近两年有明显下滑, 主要因为受原材料价格影响较大。根据公司招股说明书, 工程塑料 ABS、POM、PP 等占公司成本约 30%, 2020 年以来价格上升影响毛利率水平。当前价格已有明显回落, 公司 2022 上半年毛利率 25.29%, 净利率 9.26%, 已有明显回升。我们看好成本端回落继续推动毛利率回升。费用率方面, 销售和管理费用率近年来有上升态势, 主要因公司拓展智能产品业务以及培育自有品牌所致。2021 年收入高增, 同时公司加大自有品牌投入, 因此销售费用率提升, 而管理费用率有所回落。未来随业务规模提升, 预计费用率将持续降低, 我们看好公司盈利能力持续上升。

图9: 近两年盈利能力有所下滑



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图10: 费用率呈现缓步上升态势



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图11：工程塑料 ABS 价格走势



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：工程塑料 PP 价格走势

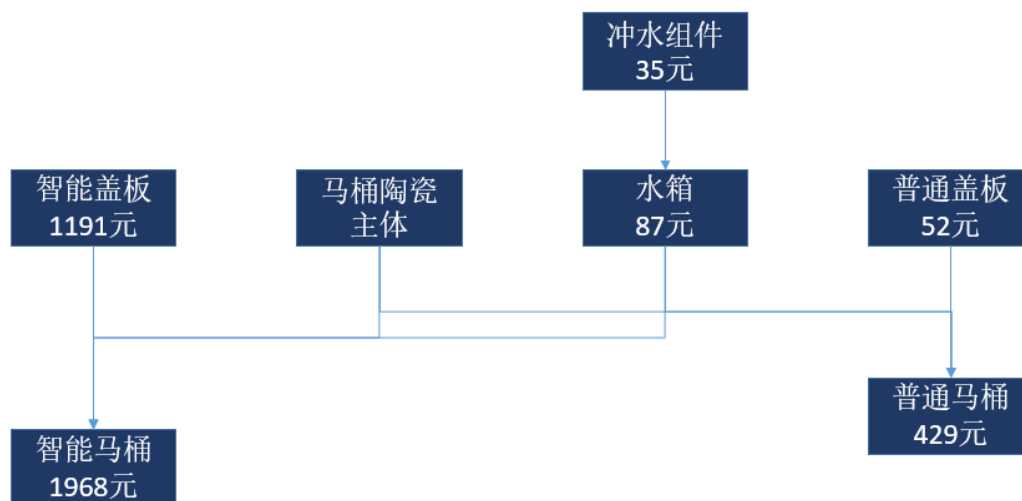


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2. 冲水组件行业趋于稳定，智能马桶进入快速发展期

我们根据惠达卫浴与瑞尔特的招股说明书，对马桶的主要部件与出厂价进行了拆分。马桶主要由陶瓷主体、水箱、盖板三部分组成，其中冲水组件是水箱的关键部分。出厂价方面，智能马桶的价格远高于传统马桶，价格差别主要体现在盖板上。

图13：马桶产品主要部件构成及出厂价拆分



资料来源：惠达卫浴招股说明书，公司招股说明书，东兴证券研究所

注：普通盖板价格为公司招股书披露的2012-2014年价格的均值；其余产品价格均为惠达卫浴招股书披露的2014-2016年价格的均值

### 2.1 冲水组件格局稳定，中高端节水组件有望继续提高份额

传统马桶高端市场被外资品牌占据。当前全球卫浴行业品牌集中度较高，国内高端马桶市场主要被 ROCA、INAX、KOHLER、AmericanStandard、TOTO 等少数几家国际卫浴品牌占据，此外箭牌、惠达、航标等国内卫浴品牌在国内中高档产品市场占据一定份额。

**冲水组件决定便器节水效果，行业格局稳定。**冲水组件又称水箱配件，决定了便器的冲洗质量、节水效果、安全性和使用寿命等，是便器较为核心的配套部件。节水是水件重要的功能考量标准，中高端冲水组件可实现便器单次用水量不大于 6L 即能将污物冲离的效果，其中高端产品能达到单次用水量不大于 4L 的最高水效等级，节水效果明显。当前全球冲水组件细分行业的发展已趋成熟稳定，能够进入国际高端卫浴品牌商配套体系的冲水组件制造商主要包括：吉博力、福马、瑞尔特、威迪亚等。根据瑞尔特招股说明书，2014 年行业格局已经确定，瑞尔特在冲水组件品类上国内份额 16.93%，全球份额 11.89%。

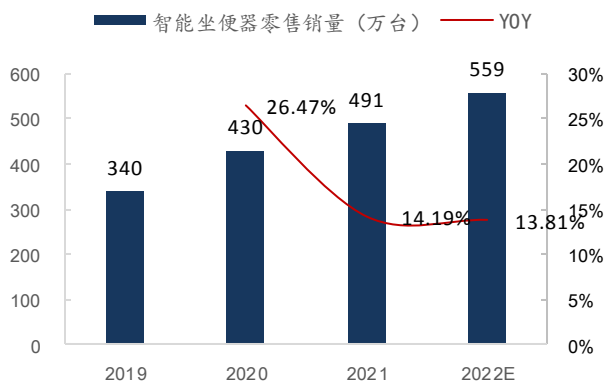
**节水符合政策导向，节水型水件有望继续替代中低端产品。**我国干旱缺水较多数其他国家严重，面临比较严峻的水资源形势。75%左右的生活用水消耗在卫生间的便器及附属配套设施，因此自上世纪 90 年代以来，我国相继出台了多项产业政策推进节水型卫浴行业发展。头部冲水组件制造商均通过节水认证，产品质量可靠且具备规模优势，相对于小型厂商优势明显。考虑到冲水组件单价较低，下游厂商对组件敏感度不高，我们看好随消费者节水意识提高，节水型冲水组件份额持续提升。

## 2.2 智能马桶行业快速发展，未来集中度有望提升

### 2.2.1 智能马桶行业处于快速增长期，未来空间广阔

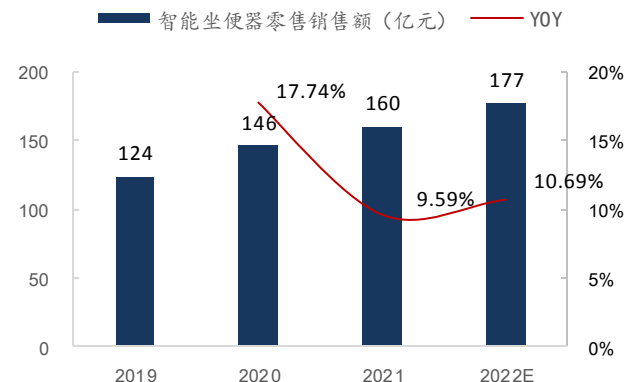
**智能马桶行业增速较高，渗透率持续提升。**智能马桶相对于传统坐便器，增加诸如清洗、烘干、坐便盖加热、杀菌等功能，可明显改善如厕体验并提高安全性。产品功能多由机电系统控制，可分为马桶盖和一体机。中国智能马桶市场于 2010 年前后开始发展，2015 年财经作家吴晓波《去日本买只马桶盖》引发了消费者对智能马桶的关注，推动了第一波行业增长和消费者教育。根据奥维云网数据，智能马桶（一体机+马桶盖）近年来保持较快的增速。因疫情延长居家时间，消费者的健康意识被唤醒，智能马桶的消费者认可度迅速提高，2020 年行业零售额同比增速超 26%。《2022 年天猫 618 新消费趋势》显示，天猫 618 期间，智能一体马桶一跃成为家装行业销售冠军，智能马桶销量达到传统马桶的 4 倍。同时，智能马桶精装配套率近年来也在持续上升。总体来看，近年来智能马桶渗透率提升较快。

图14：智能马桶销售量持续增长



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

图15：智能马桶销售额持续增长



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

图16：智能马桶配套项目套数今年下滑

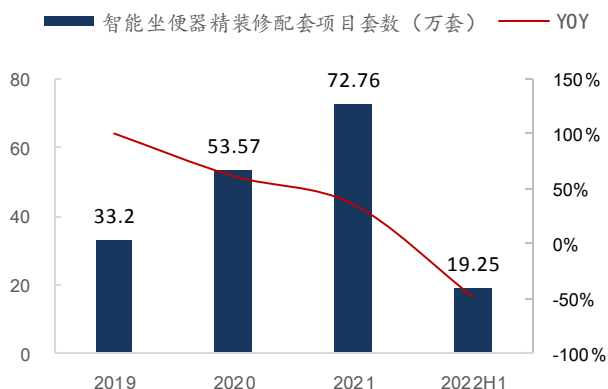
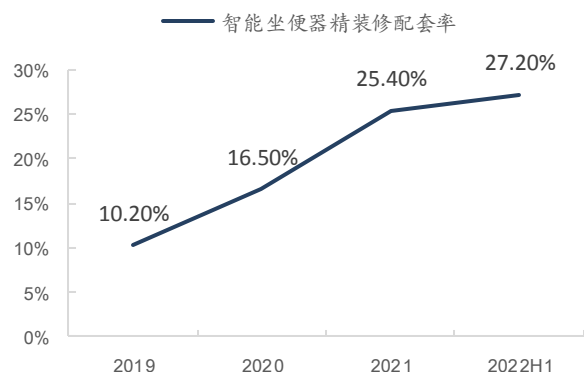


图17：智能马桶配套率持续提升

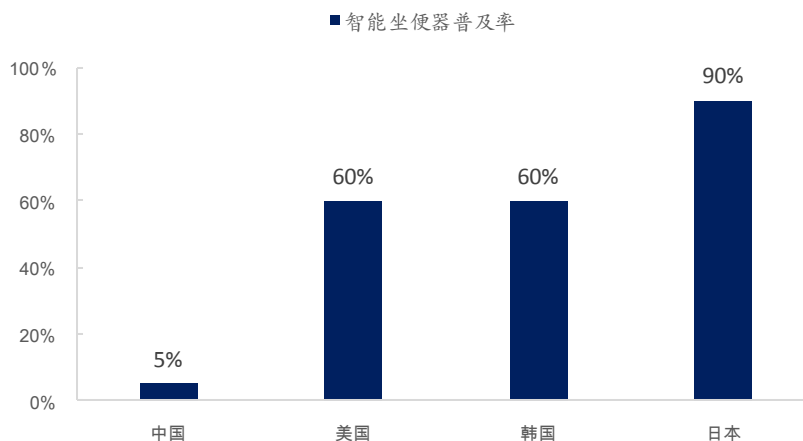


资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

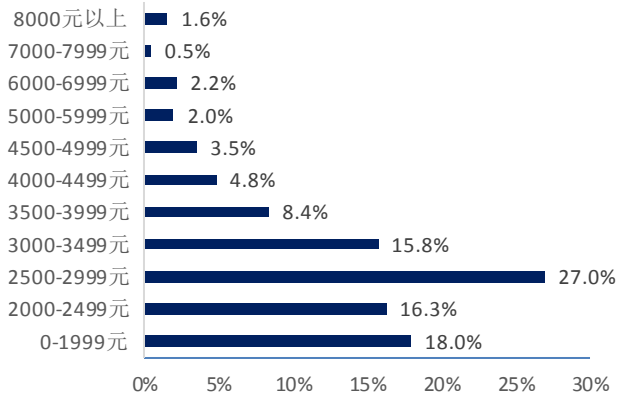
**智能马桶对比海外渗透率提升空间大。**根据《中国智能马桶行业发展白皮书》统计，目前智能马桶在我国市场普及率约为5%。其中在一线城市约5-10%，新一线城市约3-5%，三四线城市已下几乎处于空白。而在美国、韩国、日本普及率分别接近60%、60%、90%。对标海外，我国智能马桶普及率提升空间巨大。根据第七次全国人口普查数据，我国共49415万户，若普及率提升1pct，智能马桶销量能提高近500万套。

图18：智能马桶普及率对比

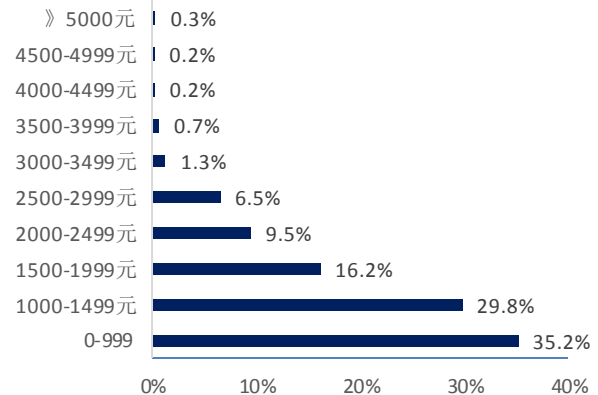


资料来源：中国家电网，东兴证券研究所

**疫情催化智能马桶加速渗透消费者心智，普及率有望持续提升。**疫情期间居家时间延长，消费者对于居家生活品质要求提高，使得智能马桶普及率加速提升，智能马桶快速渗透消费者心智。根据智研咨询数据，2021年智能马桶一体机在线上的平均售价已不足3000元，较2019年下降16%，价格的下降是普及率提升的重要推动力。此外，智能马桶盖目前主流价格带仅在千元左右，凭借低价和安装便利性推动非装修客户的普及。智能马桶渗透率提升空间广阔，短期受地产下行影响，但长期来看，随着供给端的推动，消费者接受度的持续提升，以及老龄化带来的舒适、卫生等需求，智能马桶渗透率有望持续增长。

**图19: 2021 年线上智能马桶一体机价格带分布**


资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

**图20: 2021 年线上智能马桶盖价格带分布**


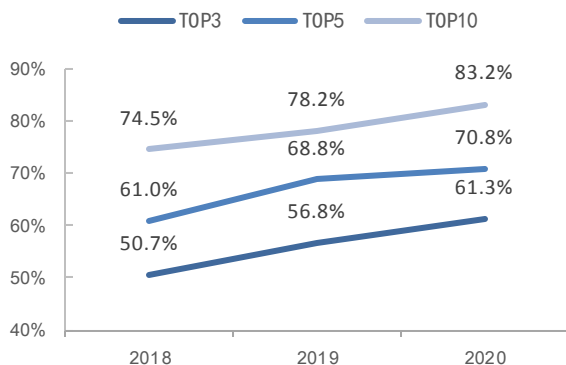
资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

## 2.2.2 智能马桶参与者众多, 集中度有望提升

智能马桶行业竞争较为激烈, 有望逐步出清。根据《中国智能马桶行业发展白皮书》, 智能马桶仅线上品牌数量就从 2017 年的 240 个增长到 2021 年的 738 个; 制造商数量在 2015 年为 68 家, 到 2021 年厂商已达到 300 家以上。随着智能马桶行业规模快速增长, 参与者数量也有所提高, 竞争逐渐激烈。品牌端方面, 智能马桶有较强的标品属性, 较为适合通过线上销售。除传统卫浴品牌外, 众多家电以及互联网企也纷纷推出智能马桶产品; 此外部分卫浴制造商如瑞尔特也推出自有品牌, 共同拉动智能马桶品牌数量快速增加。供给端方面, 随行业高速发展也涌现出众多中小制造商。行业竞争激烈是推动价格持续下行的重要因素, 同时价格下行对行业参与者尤其是制造商的成本控制提出更高的要求, 有望推动行业逐步出清, 集中度提升。

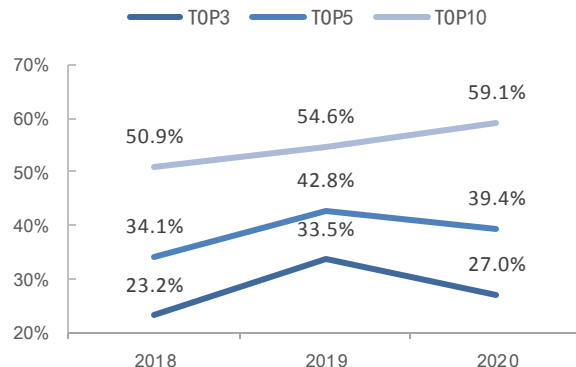
**品牌端: 一体机品牌集中度较低, 新晋品牌存在机会。**根据奥维云网统计的线上数据, 2020 年智能马桶盖 CR5 为 70%, 集中度较高且保持增长态势, 头部品牌主要以松下、海尔等家电品牌为主; 2020 年一体机 CR5 为 39%, 远低于马桶盖, 且 2020 年有所下滑, 头部品牌以传统卫浴品牌为主。智能马桶盖以电相关功能为主, 具有较强的标品属性, 因此家电品牌力延伸带来了较高的集中度。而一体机主体仍为马桶, 冲水功能仍是主要考虑因素且需要测量安装等工序, 因此传统卫浴企业仍有较强的品牌力, 但因为包括代工企业在内的参与者更多, 整体集中度不高。在装修中, 一体机竞争力强于智能马桶盖+传统马桶的组合, 因此长期来看, 一体机将逐步代替马桶盖, 我们更看好卫浴相关企业在行业中的竞争力。在产品变革且当前集中度较低的背景下, 如瑞尔特等在核心部件具备竞争力的代工企业, 有望顺利转型品牌业务, 持续获取份额。

图21：线上智能马桶盖品牌集中度变化



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

图22：线上智能马桶一体机品牌集中度变化



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

**制造端：新进入品牌带来代工机会，长期集中度有望提升。**众多品牌跨界进入智能马桶领域，为控制风险初期一般采用产能外包模式，推动代工端企业快速增长。我们认为，小米、网易严选等互联网企业专注品牌和渠道，将会长期采用产能外包模式；传统卫浴、家电等企业后期存在自产的可能性，但部分中小企业仍会将生产外包，因此代工模式将会长期存在。集中度方面，目前制造端厂商众多，其中中小厂商在成本控制、质量控制等方面存在劣势。随产品价格持续降低，中小厂商或将逐步退出，瑞尔特在马桶核心部件冲水组件上规模优势显著，有望以低成本提升自身制造端占有率。

### 3. 以水件为基础拓展智能马桶，优势有望得以延伸

#### 3.1 冲水组件品类积累客户和技术优势，积极拓展智能产品

**公司在冲水组件品类上具备技术与规模优势，客户资源丰富。**瑞尔特深耕冲水组件二十余年，多年来在该领域保持国内份额第一，全球仅次于瑞士吉博力和美国福马。公司水件产品品质稳定，高端节水产品可实现最高水效等级，产品力领先。公司凭借优秀的产品力，领先的交付能力和产能规模，已与 KOHLER、AMERICAN STANDARD、箭牌等众多海内外大型客户建立稳定合作多年，客户资源丰富。冲水组件相对于马桶整机价值量较低，但关系到马桶冲水效果与节水的关键性能，卫浴企业转换成熟供应商的动力较低，因此我们看好瑞尔特能保持在冲水组件行业的竞争力。



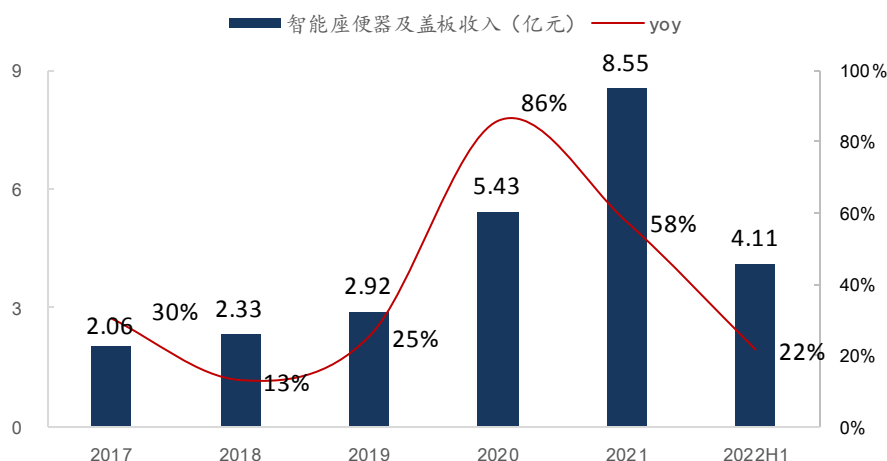
图23：公司客户资源丰富



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

在卫浴领域拓展品类，智能马桶打开增长空间。公司借助冲水组件的客户和技术优势，逐步在卫浴领域拓展品类。品类边界由水件逐步拓展至水箱、盖板、智能马桶。公司积极把握智能马桶行业机会，2018 年公司加大在智能卫浴产品领域地投入，成立“一点智能”专注智能卫浴产品的研发、生产和销售，产品由智能盖板拓展至一体机，当前已实现一体机的生产，打开增长空间。在公司的大力开拓下，智能产品近年来保持快速增长，增速明显高于行业，2022 上半年在地产及疫情压力下，智能品类仍保持较高的增速。

图24：公司智能卫浴产品今年持续快速增长

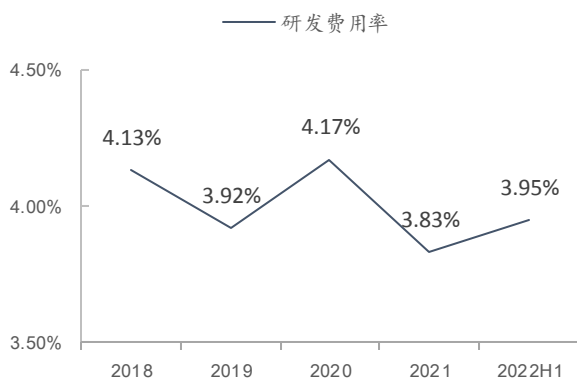


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

我们看好公司在智能卫浴产品持续保持优于行业的发展速度，主要包括两点：

- **在头部客户已建立良好口碑, 助力新品类快速导入。**冲水组件作为便器核心部件, 公司下游客户对产品的品质和稳定性有较高的要求, 往往对产品有较长时间的验证测试周期。公司作为品类国内第一的龙头公司, 已打入众多客户的供应商体系, 且均有多年稳定的合作, 产品力和交付能力得到客户认可。我们认为公司新品类导入客户会较为顺利, 同时头部客户的背书也助力公司快速拓展客户。此外, 公司相比于海外竞争对手在拓展客户方面更具优势, 能够充分享受国内智能马桶发展浪潮。
- **公司技术优势可延伸至智能产品, 持续研发投入强化产品力。**公司在冲水组件积累的技术优势包括节水、静音等功能, 可延伸至智能产品。核心部件的自产能力能有效保障整机产品的高品质同时降低成本。同时公司积极开发防溅、除臭、烘干等功能, 强化产品优势。近年来公司研发费用率保持在 4% 左右的较高水平, 专利数量持续提高。

图25: 研发费用率保持较高水平



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

图26: 公司持续取得专利



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

### 3.2 积极培育自有品牌, 未来发展可期

**持续培育自主品牌, 有望持续为公司带来增量。**便器智能化升级打破原有便器行业格局, 为各品牌带来弯道超车机会, 公司把握契机积极培育自有品牌业务。智能马桶产品的差异化主要体现在功能的不同, 公司智能马桶产品均为自主研发设计, 定价可覆盖高中低各档位, 功能全面可满足消费者需求。当前自主品牌业务增速迅猛, 我们推测收入占比已达到 10% 左右。公司对线上、工程、经销商等各渠道, 均组建专门团队大力拓展。线上方面, 公司已在天猫、京东、苏宁、抖音等平台开店, 并积极进行营销推广。其中公司自有品牌线上在 2021 年实现收入 1700 余万, 同比增长 59%, 反映出公司自有品牌业务的高速发展, 我们看好自有品牌业务持续快速增长。



图27: 公司自有品牌智能马桶产品



资料来源: 瑞尔特天猫旗舰店, 东兴证券研究所

图28: 智能一体机产品功能全面

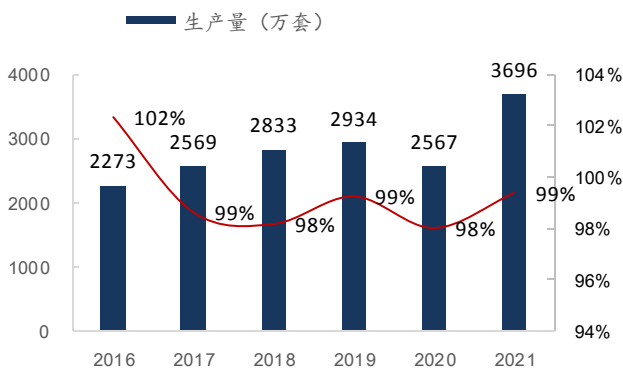


资料来源: 瑞尔特天猫旗舰店, 东兴证券研究所

### 3.3 智能马桶产能储备充足, 毛利率有望随规模提升

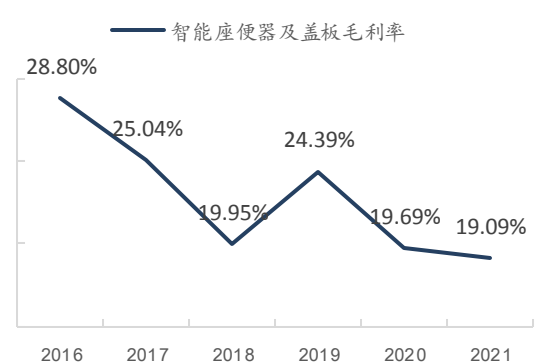
智能马桶产能储备充足, 毛利率有望随规模提升。公司 2016 年上市募集资金 6.15 亿元用于扩产, 保证充足的产能。上市募投项目包括: 1) 新建年产 1120 万套卫浴配件生产基地项目, 2017 年已投产, 产能充足, 生产量持续增长; 2) 阳明路卫浴配件生产基地改建项目, 该项目在 2020 年已变更为“年产 120 万智能卫浴产品生产基地建设项目”, 当前仍在建设, 智能产品产能储备充足。当前智能产品产能尚未充分利用, 未来随规模的不断提升叠加自有品牌的持续拓展, 毛利率有望持续提升。

图29: 生产量持续增长, 产销率保持高位



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

图30: 智能产品毛利率较低, 未来有望提升



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

## 4.1 盈利预测

**收入假设:** 水箱及配件业务优势明显, 我们预计保持稳健增长。智能产品行业渗透率仍在持续提升, 公司产能充足, 在公司的大力拓展下有望持续保持高增速。同层排水系统主要包含隐藏式水箱, 国内渗透率较低, 预计也将保持较快的增长。

**毛利率:** 2020-2021 年, 受原材料及竞争加剧等因素影响有所下滑, 22 上半年已有明显回升。随原材料回落以及公司规模优势持续显现, 预计毛利率保持稳健增长态势。

**费用率:** 预计随着智能产品规模持续提升, 销售和管理费用均有望逐步回落。。

**收入&净利润:** 综合上述因素, 预计公司 2021-2023 年实现营收 20.96、25.62、31.42 亿元, 归母净利润为 2.22、2.54、3.18 亿元。

表2: 盈利预测表

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>水箱及配件</b>					
营业收入	5.91	7.76	7.64	8.33	9.07
YOY	-10.35%	31.38%	-1.61%	9.04%	8.96%
毛利率	24.57%	22.09%	24.43%	24.76%	25.50%
<b>智能马桶及盖板</b>					
营业收入	5.43	8.55	10.11	13.44	17.74
YOY	85.84%	57.51%	18.23%	32.97%	31.99%
毛利率	19.69%	19.09%	22.42%	23.30%	23.50%
<b>同层排水系统产品</b>					
营业收入	0.92	1.73	2.02	2.50	3.08
YOY	-8.75%	87.64%	16.76%	23.81%	23.17%
毛利率	41.82%	35.21%	33.50%	34.00%	34.50%
<b>其他主营</b>					
营业收入	0.53	0.59	0.71	0.74	0.78
YOY	-5.36%	11.32%	20.02%	5.00%	5.00%
毛利率	29.84%	36.92%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>其他</b>					
营业收入	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09
<b>合计</b>					
营业收入	12.79	18.63	20.54	25.09	30.76
YOY	15.40%	45.69%	10.26%	22.14%	22.60%
毛利率	24.16%	22.59%	24.87%	25.36%	25.63%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 4.2 投资评级

瑞尔特是国内最大的冲水组件生产商, 客户资源丰富, 技术、成本优势显著。从核心部件向智能马桶拓展, 技术和成本优势有望得以延伸。同时公司积极开拓自有品牌, 打开未来增长空间。智能马桶渗透率持续提升,

空间广阔,我们看好瑞尔特能充分享受行业的快速发展,在竞争中持续提升自身份额。目前公司市值对应 2022 年业绩仅 16 倍市盈率, PEG 小于 1, 首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。

## 5. 风险提示

原材料价格大幅波动, 疫情影响终端需求, 地产销售下滑超预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	1600	1652	2836	4962	5080	营业收入	1284	1868	2096	2562	3142
货币资金	483	461	1535	3448	3310	营业成本	974	1446	1569	1911	2337
应收账款	357	468	574	702	861	营业税金及附加	10	10	15	18	22
其他应收款	5	6	7	9	11	营业费用	51	95	124	150	179
预付款项	14	15	20	23	26	管理费用	76	99	123	150	190
存货	238	287	344	419	512	财务费用	20	10	-60	-19	-33
其他流动资产	11	4	6	11	11	研发费用	54	72	84	100	123
非流动资产合计	490	587	666	788	938	资产减值损失	-0.68	-8.18	-20.00	-1.00	-1.00
长期股权投资	3	0	0	0	0	公允价值变动收益	4.49	-4.24	-4.00	0.00	0.00
固定资产	411	432	474	511	659	投资净收益	16.08	16.21	16.15	16.18	16.16
无形资产	32	31	35	38	40	加：其他收益	12.49	16.24	14.36	15.30	14.83
其他非流动资产	12	11	12	11	11	营业利润	125	149	250	286	357
资产总计	2089	2239	3501	5750	6018	营业外收入	0.01	1.10	0.56	0.83	0.69
流动负债合计	366	403	1537	3652	3758	营业外支出	1.13	0.23	0.68	0.46	0.57
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	124	150	249	286	357
应付账款	226	244	310	348	444	所得税	10	16	27	31	39
预收款项	0	2034	3140	5210	5214	净利润	114	134	222	254	318
一年内到期的非流	0	8	0	0	0	少数股东损益	0	-6	0	0	0
非流动负债合计	40	67	62	64	63	归属母公司净利润	115	139	222	254	318
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	406	470	1599	3716	3821	成长能力					
少数股东权益	0	-5	-5	-5	-5	营业收入增长	15.75%	45.48%	12.20%	22.23%	22.63%
实收资本(或股本)	418	418	423	427	431	营业利润增长	-39.16%	19.10%	67.58%	14.42%	25.01%
资本公积	449	454	454	454	454	归属于母公司净利	-36.86%	21.58%	59.29%	14.63%	24.89%
未分配利润	712	774	862	962	1088	获利能力					
归属母公司股东权	1683	1774	1907	2039	2202	毛利率(%)	24.16%	22.59%	25.13%	25.40%	25.62%
负债和所有者权益	2089	2239	3501	5750	6018	净利率(%)	8.90%	7.15%	10.59%	9.93%	10.11%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.49%	6.22%	6.34%	4.43%	5.28%
单位:百万元						ROE(%)	6.81%	7.86%	11.64%	12.48%	14.43%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	87	102	1254	2165	171	资产负债率(%)	19%	21%	46%	65%	63%
净利润	114	134	222	254	318	流动比率	4.37	4.10	1.85	1.36	1.35
折旧摊销	79.01	84.83	39.46	45.21	55.16	速动比率	3.72	3.39	1.62	1.24	1.22
财务费用	20	10	-60	-19	-33	营运能力					
应收账款减少	-107	-111	-106	-128	-159	总资产周转率	0.65	0.86	0.73	0.55	0.53
预收账款增加	-43	2034	1106	2071	3	应收账款周转率	4	5	4	4	4
投资活动现金流	-32	-51	-143	-148	-188	应付账款周转率	7.36	7.95	7.56	7.78	7.93
公允价值变动收益	4	-4	-4	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.28	0.34	0.53	0.60	0.74
投资收益	16	16	16	16	16	每股净现金流(最	0.00	-0.05	2.54	4.48	-0.32
筹资活动现金流	-53	-72	-37	-104	-121	每股净资产(最新	4.02	4.24	4.51	4.78	5.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	27.82	22.91	14.83	13.06	10.56
普通股增加	9	0	4	4	4	P/B	1.94	1.84	1.73	1.63	1.52
资本公积增加	32	5	0	0	0	EV/EBITDA	12.40	11.55	7.66	-0.40	0.13
现金净增加额	2	-20	1074	1914	-139						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

## 研究助理简介

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526