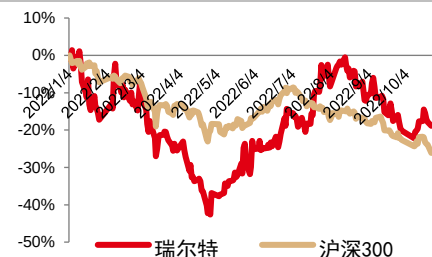


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

|              |             |
|--------------|-------------|
| 最新收盘价(元)     | 7.52        |
| 总股本/流通股本(亿股) | 4.18/2.58   |
| 总市值/流通市值(亿元) | 31.43/19.39 |
| 52周内最高/最低价   | 10.73/5.13  |
| 资产负债率        | 20.77%      |
| 市盈率(TTM)     | 19.22       |
| 第一大股东        | 邓光荣         |
| 持股比例         | 12.49%      |

研究所

分析师：杨维维

SAC 登记编号：S1340522090007

Email: yangweiwei@cnpsec.com

瑞尔特 (002790.SZ):

盈利水平大幅改善，利润端表现靓丽

● 事件概述：

公司发布 2022 年三季度报：

2022 年前三季度公司实现收入 13.86 亿元，同比+5.85%；归母净利润为 1.54 亿元，同比+38.26%；扣非后归母净利润为 1.44 亿元，同比+52.30%。

分季度来看，2022Q3 公司实现收入为 4.85 亿元，同比-4.09%；归母净利润为 0.71 亿元，同比+35.38%；扣非后归母净利润为 0.68 亿元，同比+52.35%。Q3 收入端同比略下滑，但利润端表现亮眼。

● 收入端：短期或受传统业务拖累，Q3 收入同比略下滑

Q3 单季度公司收入同比略有下滑，我们预计主要受疫情等影响，公司占比较高的传统水箱及配件等业务下滑拖累整体表现，2022 年上半年公司水箱及配件收入同比-0.07%，占收入比重约 41%；而智能坐便器及同层排水等新业务我们预计仍保持良好增长，2022 年上半年公司智能坐便器及盖板、同层排水产品收入同比分别+21.65%、+19.55%。目前来看，公司在手订单较为充足，截至 2022 年 9 月底，公司合同负债为 0.42 亿元，环比略有回落，但仍保持较高水平。

● 盈利端：盈利水平改善明显，期间费用率管控良好

公司 2022 年前三季度毛利率、净利率分别为 25.70%、10.99%，同比分别+2.02pct、+2.69pct，其中 Q3 单季度毛利率、净利率分别为 26.46%、14.48%，同比分别+2.06pct、+4.34pct，盈利水平提升明显，且净利率水平改善幅度优化毛利率，我们预计主要由于智能坐便器业务持续放量带来的业务结构优化，原材料价格下行带来的成本端优化以及汇兑收益贡献。

期间费用率方面，2022 年前三季度公司期间费用率为 13.48%，同比-1.67pct，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 7.13%、6.09%、3.92%、-3.67%，同比分别+0.91pct、-0.05pct、+1.19pct、-3.73pct。分季度看，2022Q3 公司期间费用率为 10.96%，同比-3.47pct，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 7.88%、4.46%、3.87%、-5.26%，同比分别

+1.32pct、-1.38pct、+1.31pct、-4.72pct，其中财务费用率下降明显，预计主要为因汇率波动带来的汇兑收益贡献增加。

### ● 投资建议：

瑞尔特深耕卫浴行业二十多年，冲水组件行业地位领先，产品逐步从卫浴配件延申到市场空间更为广阔的智能坐便器领域，近几年持续受益于智能坐便器业务持续放量，业绩保持良好增长。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 19.67/23.71/28.13 亿元，同比分别 +5.30%/+20.52%/+18.65%；归母净利润分别为 2.00/2.48/3.01 亿元，同比分别+43.96%/+23.52%/+21.54%，对应 2022 年 10 月 24 日市值，PE 分别为 16/13/10 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### ● 风险提示

智能坐便器业务放量不及预期风险；原材料价格下行不及预期风险；新品类推出不及预期风险；行业竞争加剧风险。

### ■ 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 1284.20 | 1868.29 | 1967.31 | 2370.92 | 2813.02 |
| YOY        | 15.75%  | 45.48%  | 5.30%   | 20.52%  | 18.65%  |
| 归母净利润（百万元） | 114.63  | 139.36  | 200.49  | 247.64  | 300.98  |
| YOY        | -36.86% | 21.58%  | 43.86%  | 23.52%  | 21.54%  |
| 每股收益（元）    | 0.27    | 0.33    | 0.48    | 0.59    | 0.72    |
| 毛利率        | 22.59%  | 23.50%  | 24.94%  | 25.86%  | 22.59%  |
| 净利率        | 7.15%   | 9.99%   | 10.24%  | 10.49%  | 7.15%   |
| 市盈率        | 22.56   | 15.68   | 12.69   | 10.44   | 22.56   |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表           | 2020A        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 资产负债表            | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 1284.20      | 1868.29      | 1967.31      | 2370.92      | 2813.02      | 货币资金             | 505.48  | 482.75  | 460.52  | 404.45  | 373.24  |
| 减：营业成本        | 973.89       | 1446.33      | 1504.96      | 1779.49      | 2085.46      | 交易性金融资产          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业税金及附加       | 10.32        | 10.46        | 15.12        | 18.22        | 21.62        | 应收和预付款项          | 371.25  | 483.82  | 600.35  | 632.31  | 852.53  |
| 营业费用          | 51.47        | 94.62        | 123.94       | 129.21       | 147.68       | 其他应收款            | 1.97    | 4.84    | 6.34    | 1.37    | 1.97    |
| 管理费用          | 75.62        | 99.45        | 112.14       | 125.66       | 144.87       | 存货               | 184.29  | 238.09  | 287.50  | 322.37  | 398.75  |
| 研发费用          | 53.56        | 71.52        | 74.76        | 85.35        | 98.46        | 其他               | 6.36    | 11.38   | 3.98    | 3.98    | 3.98    |
| 财务费用          | 20.03        | 9.77         | -78.69       | -35.56       | -14.07       | 固定资产和在建工程        | 0.00    | 2.58    | 0.13    | 0.13    | 0.13    |
| 减值损失          | 10.87        | 16.49        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 无形资产和开发支出        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 加：投资收益        | 16.08        | 16.21        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 其他非流动资产          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动损益      | 4.49         | -4.24        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>资产总计</b>      | 411.30  | 414.52  | 490.67  | 433.93  | 373.23  |
| 其他经营损益        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 短期借款             | 25.19   | 31.80   | 32.33   | 28.15   | 23.97   |
| <b>营业利润</b>   | 162.56       | 203.14       | 215.09       | 268.54       | 328.99       | 交易性金融负债          | 19.84   | 43.36   | 64.00   | 145.91  | 3.29    |
| 加：其他非经营损益     | 14.91        | 18.16        | 12.14        | 12.14        | 12.14        | 应付和预收款项          | 1890.71 | 2089.49 | 2238.93 | 2206.88 | 2386.61 |
| <b>利润总额</b>   | 177.47       | 221.30       | 227.23       | 280.68       | 341.13       | 长期借款             | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 减：所得税         | 9.58         | 16.22        | 30.68        | 37.89        | 46.05        | 其他负债             | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>净利润</b>    | 167.89       | 205.08       | 196.55       | 242.79       | 295.08       | <b>负债合计</b>      | 219.51  | 337.25  | 358.49  | 390.13  | 465.30  |
| 减：少数股东损益      | -0.29        | -5.80        | -3.93        | -4.86        | -5.90        | 股本               | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>归母净利润</b>  | 168.18       | 210.88       | 200.49       | 247.64       | 300.98       | 资本公积             | 31.02   | 68.73   | 111.19  | 36.71   | 36.71   |
|               |              |              |              |              |              | 留存收益             | 250.52  | 405.98  | 469.69  | 426.85  | 502.01  |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2020A</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>归属母公司股东权益</b> | 409.60  | 418.47  | 418.33  | 418.33  | 418.33  |
| 经营性现金净流量      | 87.29        | 102.40       | 133.91       | 40.96        | 275.24       | 少数股东权益           | 416.96  | 421.15  | 435.55  | 435.55  | 435.55  |
| 投资性现金净流量      | -31.90       | -51.26       | -109.50      | 30.50        | 10.50        | <b>股东权益合计</b>    | 813.49  | 843.55  | 920.06  | 1030.34 | 1166.57 |
| 筹资性现金净流量      | -53.48       | -71.58       | -80.47       | -102.67      | -125.21      | 负债和股东权益合计        | 1640.05 | 1683.18 | 1773.94 | 1884.23 | 2020.45 |
| <b>现金流量净额</b> | -22.84       | -28.69       | -56.07       | -31.21       | 160.52       |                  |         |         |         |         |         |

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                              | 类型    | 评级   | 说明                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| <p>报告中投资建议的评级标准：<br/>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br/>市场基准指数的选取：<br/>A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p> | 股票评级  | 推荐   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                     |       | 谨慎推荐 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                     |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                     |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                     | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                     |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                     |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                     | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                     |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                     |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                     |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。