2023 年 10 月 19 日

证券研究报告•公司研究报告

瑞 尔 特（002790） 轻工制造

买 入（上调）

当前价：11.77 元

目标价：15.40 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

智能卫浴东风将至，自主品牌成长可期

投资要点

- **推荐逻辑：**1）智能卫浴行业进入快速成长期，2022 年市场规模达到 156.9 亿元，2023 年品牌商推出入门级轻智能产品，品类渗透率有望加速提升，据预测 2022-2025 年智能坐便器市场规模复合增速有望达 16.1%，销量复合增速有望达 18.9%；2）瑞尔特作为代工起家的冲水组件生产厂商，掌握坐便器核心部件冲水系统和智能盖板生产研发能力，目前在建及已投产智能坐便器产能为 180 万台，成本及生产规模优势突出，下游客户为海内外卫浴一线品牌，代工品类从冲水组件扩展至智能坐便器等，充分受益于行业成长；3）以领先的技术优势发展自主品牌，公司以直播电商渠道为突破口，打造爆款单品，产品功能领先，性价比突出，自主品牌快速增长，2022 年自主品牌电商渠道同比增长 560%+。
- **智能坐便器渗透率对比海外成熟市场仍然较低，轻智能产品推广有望加速品类渗透率提升。**对比成熟市场来看，2022 年日本、韩国、美国智能坐便器保有量渗透率分别达到 90%，60%和 60%。根据我们测算，2022 年国内智能坐便器零售规模为 156.9 亿元，在新增需求中渗透率测算约为 11.9%，渗透率仍然较低。2023 年卫浴头部品牌开始推广轻智能产品，缩小智能坐便器和普通坐便器的价差，决策门槛降低，渗透率有望加速提升。根据《嘉世咨询：2022 智能马桶行业简析报告》，2021 年智能坐便器线上前五大品牌为九牧（12.6%）、恒洁（9.7%）、松下（5.9%）、箭牌（5.6%）、TOTO（2.8%），相对于传统卫浴赛道集中度更高，竞争格局更良性，且国产品牌在电商渠道及新品开发方面投入更大，占据先发优势，有望通过爆品构建持续向上的成长曲线。
- **研发和生产基因强，成本优势突出。**1）公司以坐便器核心部件冲水组件起家，与海内外中高端卫浴知名品牌建立长期合作关系，同时扩张智能坐便器等新品代工业务，代工收入规模有望稳定增长，侧面表现出公司强大制造能力和稳定供货能力；2）公司成本优势突出，通过智能马桶盖自产，以及注塑件高自动化率发挥规模优势，充分享受上游产业链利润空间，随着 120 万套智能坐便器新产能逐步释放，生产成本有望进一步优化；3）公司研发实力领先，2022 年开发的泡沫盾等新品已经实现量产并在终端作为爆品功能销售，在研产品包括适老产品、适用于翻新需求的产品等，产品开发具备前瞻性。
- **自主品牌爆品模式凸显性价比，直播电商渠道有望突围。1）对比头部国产品牌产品价格带来看，瑞尔特产品在不同价格带均保持强性价比优势。**从产品功能来看，瑞尔特产品有行业领先的泡沫盾、电容感应脚感翻盖等功能；从价格来看，瑞尔特产品在同价格带产品中功能更全或价格更低；**2）直播电商模式逐步跑通，客流量转化率高，电商迎来高增长**，公司直播渠道以直营自播为主，成本可控，2020-2022 年公司线上渠道增速亮眼，实现收入从 0.1 亿元增长至 1.2 亿元，CAGR 达 224.6%；3）**线下渠道结构扁平化，有助于渠道快速扩张。**公司在线下以店中店模式扩张，门店基本位于建材城，非专卖店形式大店，店租成本相对低。经销商主要负责门店经营和销售，运营成本较低，经销商利润空间优于同业品牌，有充足的开店及销售动力。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2023-2025 年归母净利润复合增速达 22.9%，考虑到智能卫浴行业渗透率有望加速提升，公司自主品牌成长较快，给予 2024 年 20 倍估值，对应目标价 15.4 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，行业竞争加剧的风险，地产销售恢复不及预期的风险，客户订单波动的风险，人民币汇率大幅波动的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1959.59	2396.78	2821.90	3272.02
增长率	4.89%	22.31%	17.74%	15.95%
归属母公司净利润（百万元）	210.94	271.55	323.12	388.33
增长率	51.36%	28.73%	18.99%	20.18%
每股收益 EPS（元）	0.50	0.65	0.77	0.93
净资产收益率 ROE	10.80%	12.71%	13.89%	15.21%
PE	24	18	15	13
PB	2.57	2.37	2.17	1.97

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

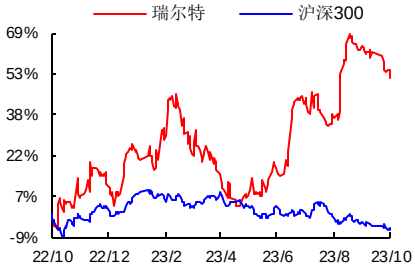
分析师：赵兰亭

执业证号：S1250522080002

电话：023-67511807

邮箱：zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.18
流通 A 股(亿股)	2.61
52 周内股价区间(元)	7.52-13.07
总市值(亿元)	49.18
总资产(亿元)	24.95
每股净资产(元)	4.72

相关研究

1. 瑞尔特（002790）：自主品牌增长靓丽，盈利能力稳健提升 (2023-09-11)

目 录

1 公司概况：冲水组件优质代工商，智能卫浴自主品牌快速发展 1

2 行业分析：智能坐便器东风将至，国产品牌成长领先 4

2.1 冲水组件：卫生洁具核心部件，行业规模稳健 4

2.2 智能马桶：行业较快增长，轻智能产品推出加速渗透率提升 5

2.3 竞争格局：智能卫浴国产品牌快速成长 8

3 公司分析：代工业务基本盘稳健，自主品牌快速成长 10

3.1 代工业务：优质代工客户彰显产品力，品类扩张贡献成长性 10

3.2 自主品牌：爆品模式凸显性价比，直播电商渠道突围 14

4 财务分析：ROE稳健，资产负债结构良好 19

5 盈利预测与估值 21

5.1 盈利预测 21

5.2 相对估值 22

6 风险提示 22

图 目 录

图 1：瑞尔特发展历程 1
图 2：瑞尔特股权结构图 2
图 3：2016-2023H1 主营业务收入及增速 2
图 4：2016-2023H1 归母净利润及增速 2
图 5：2018-2023H1 公司分产品营业收入（百万元） 3
图 6：2018-2023H1 公司分地区营业收入 3
图 7：2018-2023H1 公司毛利率及净利率 3
图 8：2018-2023H1 公司分产品毛利率 3
图 9：2008-2022 年国内卫生陶瓷产量 4
图 10：2014-2022 年国内卫生陶瓷出口量 4
图 11：瑞尔特冲水组件/智能盖板工艺流程图 5
图 12：国内智能坐便器发展演进 6
图 13：智能坐便器各渠道市场份额 7
图 14：智能坐便器精装项目配套率 7
图 15：海外智能坐便器保有量渗透率 7
图 16：中国规模以上卫生陶瓷生产厂商数量（家） 9
图 17：箭牌/惠达卫生陶瓷产量（万件） 9
图 18：2021 年智能坐便器品牌线上市场占有率 9
图 19：2021 年线上智能座便器各价位市场份额 9
图 20：TOTO 在中国及其他区域收入增速 11
图 21：箭牌家居外购智能盖板单价（元/个） 11
图 22：智能坐便器制造商及品牌数量 13
图 23：瑞尔特智能坐便器及盖板收入 13
图 24：瑞尔特同层排水系统收入（百万元） 14
图 25：瑞尔特电商渠道收入及增速 17
图 26：瑞尔特抖音旗舰店和爆款产品抖音榜单排名 17
图 27：瑞尔特电商渠道营销文案 19
图 28：瑞尔特专卖店 19
图 29：公司净资产收益率 19
图 30：可比公司 ROE 19
图 31：2018-2023H1 公司 ROE 拆分 20
图 32：2018-2023H1 公司各项费用率 20
图 33：瑞尔特&可比公司资产负债率 20
图 34：瑞尔特应收账款/合同负债规模 20

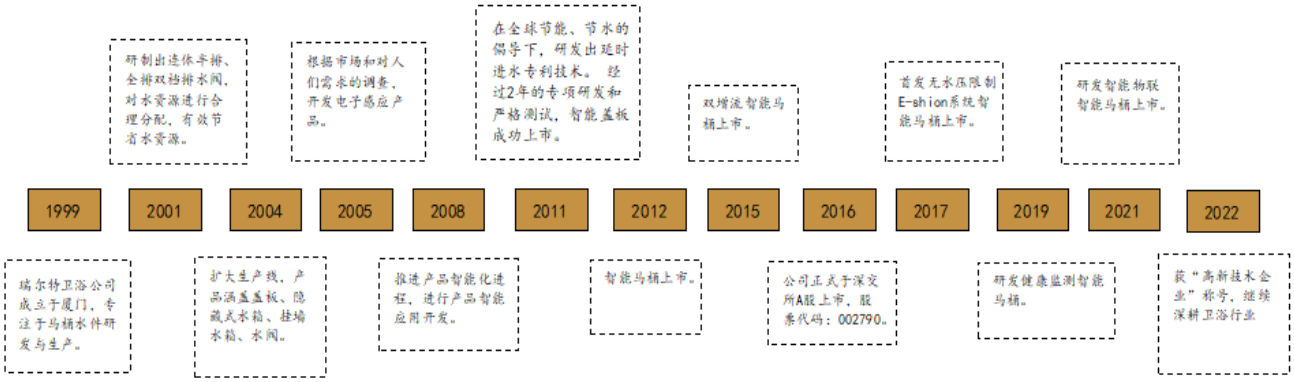
表 目 录

表 1：瑞尔特主要产品示意图 1
表 2：全智能/轻智能/智能盖板/普通坐便器价格带对比 7
表 3：国内智能坐便器零售市场规模测算 8
表 4：日本市场品牌智能及传统坐便器价格 8
表 5：国内智能坐便器市线上市场规模 10
表 6：公司前五大客户金额及占比 10
表 7：瑞尔特产能梳理 12
表 8：2021-2022 年公司主要研发项目 12
表 9：同层排水系统房企核心供应商 14
表 10：瑞尔特/九牧/箭牌主要产品系列价格梳理 14
表 11：其他品牌爆品功能及单价梳理（高端品牌） 15
表 12：其他品牌爆品功能及单价梳理（制造品牌） 16
表 13：各品牌电商渠道收入及增速对比 18
表 14：同业公司门店数量和单店收入 18
表 15：分业务收入及毛利率 21
表 16：可比公司估值 22
附表：财务预测与估值 23

1 公司概况：冲水组件优质代工商，智能卫浴自主品牌快速发展

瑞尔特是由冲水组件代工起家的卫浴产品生产商，近年通过突出的产品开发能力进入智能坐便器自主品牌领域，成长速度较快。公司产品矩阵丰富，主要包括卫浴冲水系统产品（节水型冲水组件、静音缓降盖板、挂式水箱等），智能卫浴产品（一体式智能坐便器、智能坐便盖等），同层排水系统产品（隐藏式水箱、卫浴管道等），也包括卫浴适老产品解决方案等，主要应用于家庭住宅、宾馆酒店、商场、写字楼等房屋建筑的卫生间设施。公司技术研发能力处于行业领先，截至 2023 年 6 月底已取得专利 1700 余项，产品已获得多个国家或地区权威机构的产品质量认证，并获得沸腾杯质量奖、2022 年厨卫行业产品质量金奖等殊荣，客户认可度高。

图 1：瑞尔特发展历程



数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

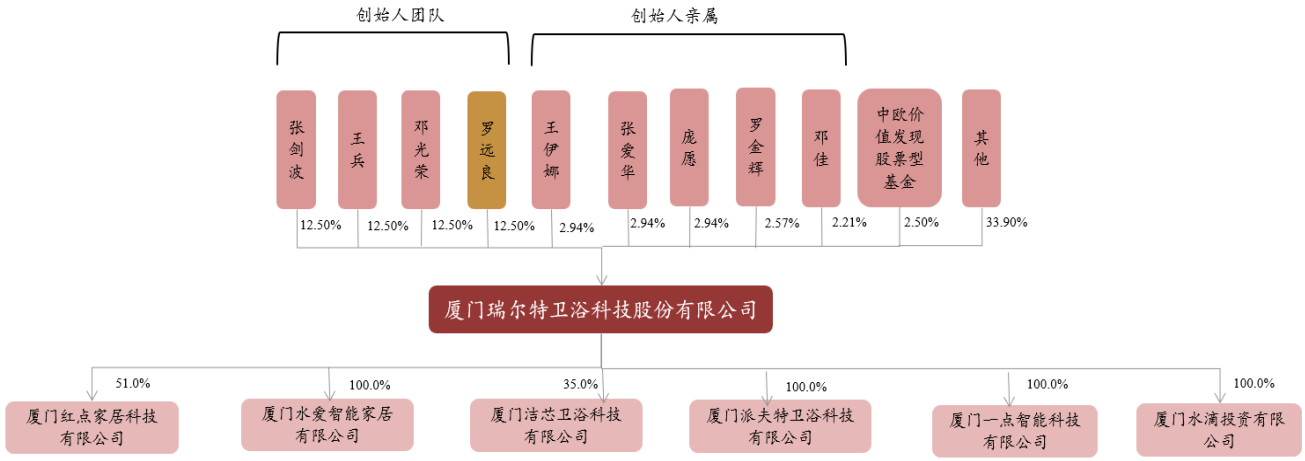
表 1：瑞尔特主要产品示意图

大类	细分品类	产品示意图	备注
智能坐便器及盖板	智能坐便器		在传统马桶基础上附加离座冲水、多档水洗、等离子杀菌、自动翻盖、座圈加热等功能。
	盖板		免去拆旧的繁琐，安装一键式智能分体盖板，率先享受智能生活的舒心体验。
水箱及配件	水箱		
	水箱配件		排水阀、进水阀、按钮等。
同层排水系统产品	隐藏式水箱		隐藏式水箱可将产品安装隐藏在墙体内，打造整洁清爽的浴室空间和高品位、时尚的卫浴体验。
其他	普通马桶、普通盖板、小便感应冲水器等		

数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

创始人团队共同控股，合计持股 50%。现任董事长罗远良、副董事长王兵、总经理张剑波、副总经理邓光荣均为公司创始团队成员，各持有公司 12.5%的股份，合计 50.0%。创始人团队分工管理公司业务，决策效率较高。同时，创始人亲属王伊娜、张爱华、庞愿、罗金辉、邓佳、谢桂琴分别持有公司 2.9%、2.9%、2.9%、2.6%、2.2%、2.2%的股份，创始人及其亲属合计持股 65.8%。

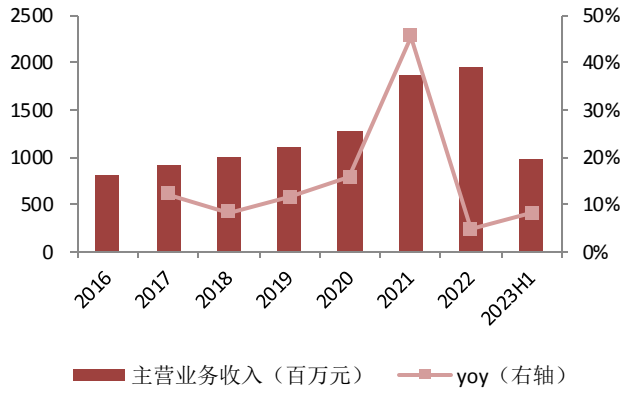
图 2：瑞尔特股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

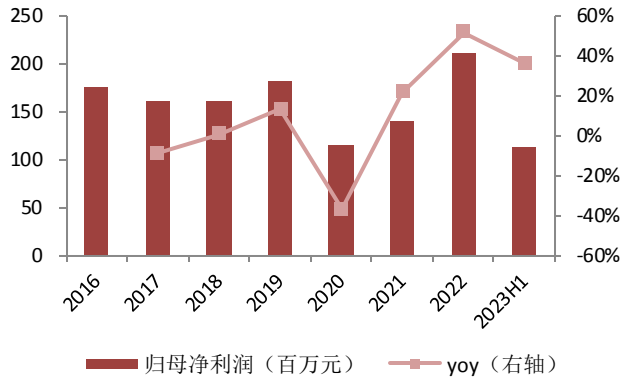
收入端保持稳步增长，利润增长已回归快车道。2016-2022 年公司业绩保持稳健增长，其中公司营收从 2017 年的 9.2 亿元增长至 2022 年的 19.6 亿元，CAGR 为 16.3%；归母净利润从 1.6 亿元增长至 2.1 亿元，CAGR 为 5.7%。净利润增速波动较大，主要受原材料价格波动以及公司自主品牌销售费用投放影响。2023 年 H1 公司实现营收 9.7 亿元(同比+8.1%)，实现归母净利润 1.1 亿元（同比+35.8%），收入增长稳健，盈利能力表现亮眼。公司现有智能坐便器产能 60 万套，新项目“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目”建设已完成，产能根据市场需求逐步释放，随着公司代工业务稳健增长及自主品牌扩张，营收端有望继续保持稳健增长。

图 3：2016-2023H1 主营业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

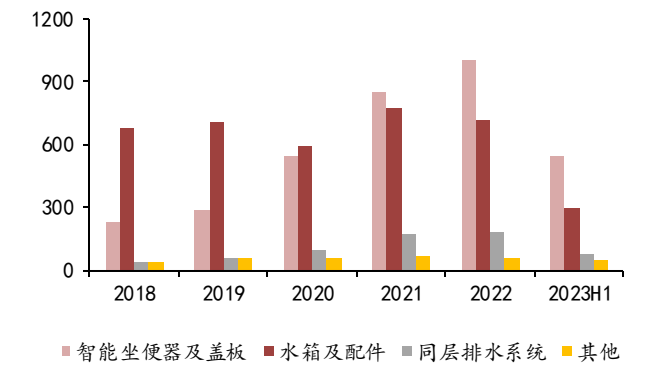
图 4：2016-2023H1 归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

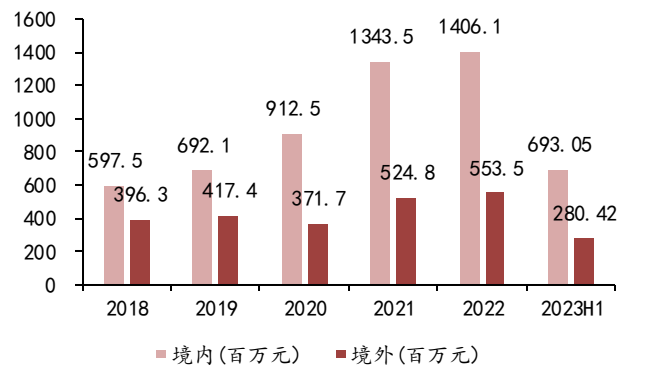
智能坐便器板块稳健增长，国内业务占比持续提升。分产品看，2022 年公司智能坐便器及盖板/水箱配件/同层排水系统产品分别实现营收 10.1/7.2/1.8 亿元，同比+17.7%/-7.5%/+3.0%，收入占比分别为 51.3%/36.6%/9.1%，智能坐便器及盖板占公司收入比例逐渐提升，从 2018 年的 23.4%增长至 2022 年的 51.3%。智能坐便器及盖板已成为公司主要收入来源，2023 年 H1 智能座便器及盖板业务收入占比再度提升至 55.7%。分市场看，公司把握国内智能卫浴发展东风，内销收入规模快速扩张，2017-2022 年国内收入从 5.3 亿元提升至 14.1 亿元，CAGR 达 21.6%，收入占比由 57.7%提升至 71.8%。2023 年 H1 公司内销/外销收入分别为 6.9/2.8 亿元，同比+16.3%/-8.0%，收入占比为 71.2%/28.8%。

图 5：2018-2023H1 公司分产品营业收入（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

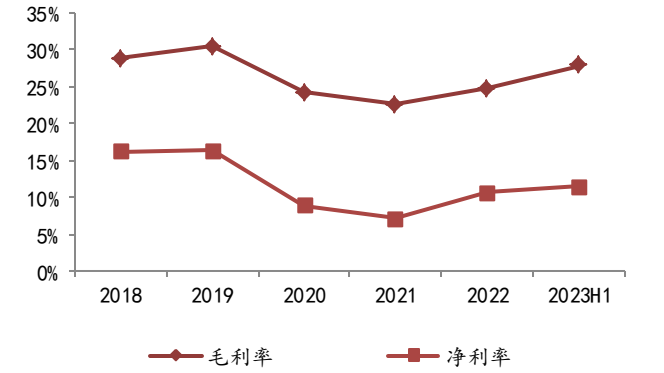
图 6：2018-2023H1 公司分地区营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

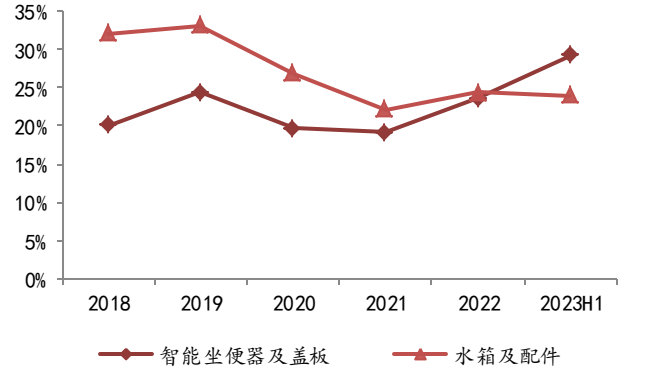
智能化产品毛利率较高，有望带动毛利率结构优化。公司主要原材料包括工程塑料、五金件、橡胶件等，2018-2022 年公司毛利率从 28.8%下行至 24.8%，主要由于收入准则调整，部分运输费从销售费用计入成本，以及原材料价格波动的影响。2021-2022 年由于原材料价格周期性回落、人民币贬值及智能化产品收入占比提升影响，毛利率有所上行，其中 2022 年毛利率/净利率分别为 24.8%（+2.2pp）/10.6%（+3.3pp）。2023 年 H1 公司产品结构继续优化，高附加值产品占比逐渐增长，实现毛利率/净利率分别为 27.9%（+2.6pp）/11.5%（+2.4pp）。分产品来看，智能坐便器及盖板产品附加值高，且自主品牌品类主要为智能坐便器，品类毛利率较高，2022 年智能坐便器及盖板/水箱及配件毛利率分别为 23.6%/24.4%，2023 年 H1 毛利率分别为 29.3%/23.9%。随着智能坐便器及盖板收入占比提升，公司毛利率有望进一步优化。

图 7：2018-2023H1 公司毛利率及净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2018-2023H1 公司分产品毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

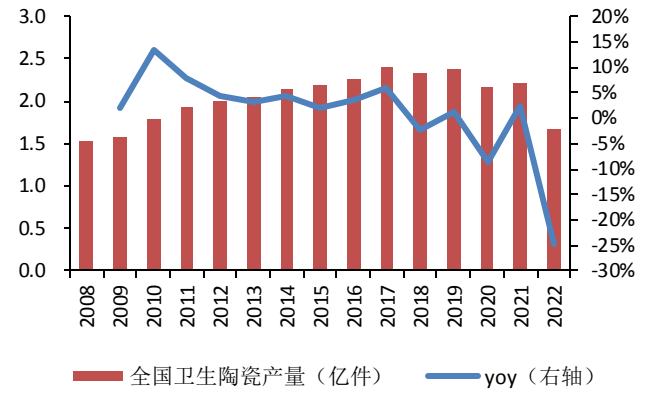
2 行业分析：智能坐便器东风将至，国产品牌成长领先

从瑞尔特核心产品所处行业来看，冲水组件行业规模稳健，瑞尔特市占率较高；智能坐便器行业在经历近十年消费者培育后，产品功能逐渐成熟，2023 年头部企业发力推广轻智能性价比产品，品类销量保持较高增长，渗透率有望加速提升。其中国产品牌具备灵活的渠道和明显的价格优势，在行业加速成长期间表现优于外资品牌。

2.1 冲水组件：卫生洁具核心部件，行业规模稳健

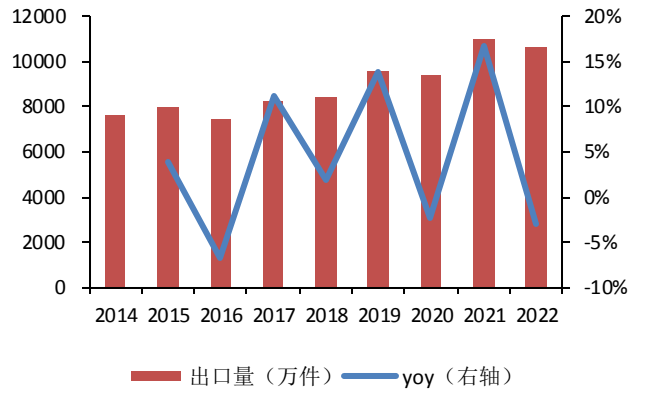
国内卫生陶瓷产量趋稳，出口量稳步增长。2008-2017 年国内卫生陶瓷产量稳步增长，2017 年达到峰值，2018-2021 年保持在 2 亿件以上，2022 年受国内疫情影响工厂生产时间缩短，卫生陶瓷产量有所下滑。出口方面，国内卫生陶瓷出口量总体稳健增长，2022 年出口量为 1.1 亿件，2014-2022 年出口量复合增速为 4.2%。

图 9：2008-2022 年国内卫生陶瓷产量



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 10：2014-2022 年国内卫生陶瓷出口量

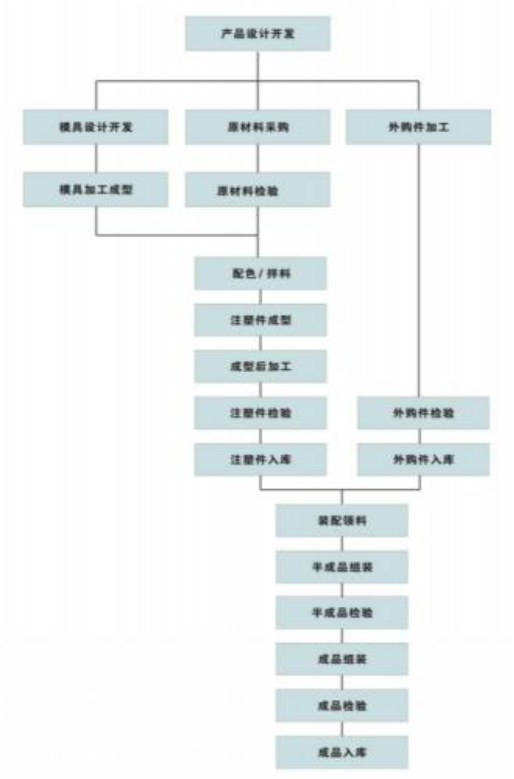


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

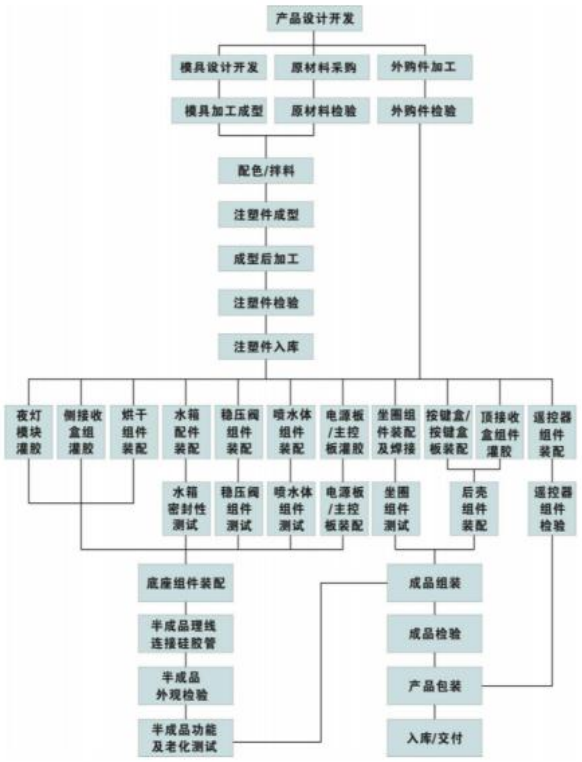
卫生洁具国内产业链成熟，各环节高度分工，其中冲水组件主要由进水阀、排水阀构成，应用在便器冲水水箱内部，作为便器的水源开关，具有开启冲水、补水、自动关闭的功能。冲水组件就如同手表中的机芯，决定便器的冲洗质量、安全性、节水效果和使用寿命等，是便器最核心的配套部件。

图 11：瑞尔特冲水组件/智能盖板工艺流程图

冲水组件工艺流程



智能盖板工艺流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

冲水组件配套规模总体稳定，瑞尔特市场份额较高。根据前瞻产业研究院数据，2021 年国内马桶总需求量在 8100 万-9800 万件之间。假设每套坐便器配套 1 套冲水组件，瑞尔特冲水组件总产能约为 3000 万件，假设其中内销比例为 50%，测算得到瑞尔特冲水组件市场份额约在 15-20%区间。

2.2 智能马桶：行业较快增长，轻智能产品推出加速渗透率提升

智能坐便器国产品牌生产能力逐渐成熟，消费者对国产品牌认可度提升。1990 年 TOTO 将智能马桶引入我国，自此拉开行业序幕。从行业发展历程来看，我国智能马桶行业可划分为“孕育期-粗犷发展期-精细发展期”三个阶段：

1.0 阶段　孕育期（1990-2014）：

1990 年 TOTO 将智能坐便器引入中国后的第 3 年，台州电子卫浴厂商开始进入智能坐便器行业，并于 1995 年成功自主制造出国内首台智能坐便器，但受制于电子元件几乎全部需要从日本进口，市场份额尚小。1998 年之后，受益于良好的资本环境和行业技术积累日趋成熟，国内智能坐便器行业实现稳健发展。2000 年后，我国出现第 3 代智能马桶——即热式，根治了前 2 代储热式马桶的细菌滋生问题，造型上也更加简约美观。自 1995 年至 2014 年，国内智能坐便器生产厂商也扩增至几十家，专业技术和人才逐渐丰满，为国内智能卫浴发展奠定良好基础。

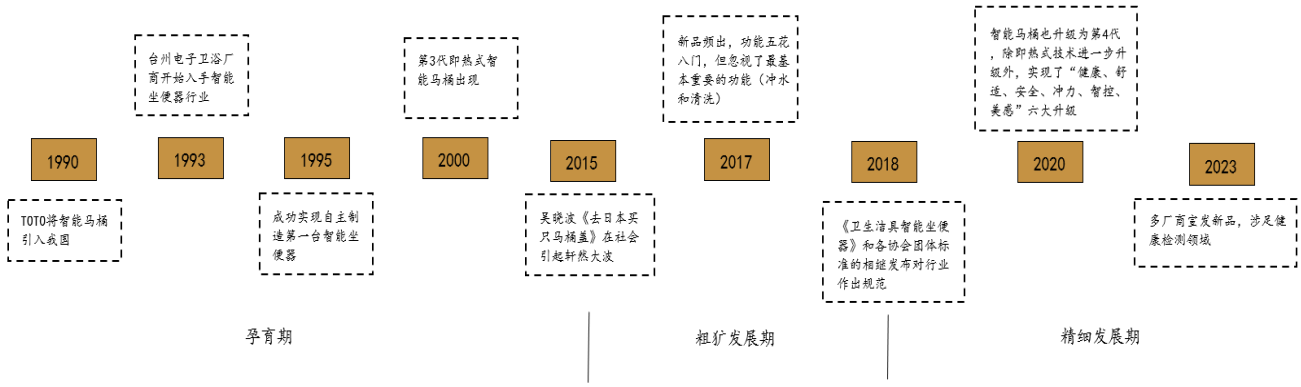
2.0 阶段 粗犷发展期（2015-2017）：

2015 年财经作家吴晓波《去日本买只马桶盖》一文在社会引起话题讨论，总理发言表示对行业提出期许，至此行业进入快车道，国产智能马桶盖和智能马桶一体机产能快速涌现。智能马桶生产厂商遍布浙江、江苏、福建、广东等地，各种五金企业、淋浴房企业、配件企业等通过自建团队组件工厂、OEM 合作等方式不断涌入。根据中国家用电器协会智能卫浴电器专业委员会发布的数据，截至 2015 年年底，智能马桶生产厂商达 200 家，总产量 340 万台，同比上升 35.5%。2015-2017 年，智能马桶行业实现了由弱到强的转变，得益于国内主流卫浴企业对产品品质和技术创新的坚守，产业发展达到新高度。

3.0 阶段 精细发展期（2018-今）：

进入 2018 年，在消费升级和品质意识驱动下，行业标准和市场规则逐步建立和完善，整个市场进入相对良性的发展阶段，卫浴企业开始由重视增长转向注重产品的优化与品质的提升。从品牌格局上来看，智能马桶高端品牌市场由美系和日系品牌占据，中端市场以传统卫浴和部分专业电子电器企业为主，部分家电品牌、互联网品牌也纷纷入局参与竞争，逐渐追赶外资领先品牌。智能马桶技术也持续升级迭代，除即热式技术进一步升级外，实现了“健康、舒适、安全、冲力、智控、美感”六大升级，最新产品更是瞄准健康检测领域，逐渐成为追求高品质智能卫浴生活家庭的必备品。

图 12：国内智能坐便器发展演进

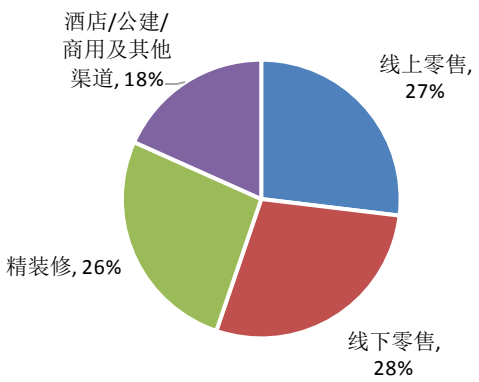


数据来源：公司公告，西南证券整理

智能坐便器渗透率对比海外成熟市场仍然较低，轻智能产品推广有望加速品类渗透率提升。对比成熟市场来看，2022 年日本、韩国、美国智能坐便器保有量渗透率分别达到 90%，60%和 60%，根据我们测算，2022 年国内智能坐便器零售规模为 156.9 亿元，在新增便器需求中渗透率约为 11.9%，渗透率仍然较低。从工程和酒店渠道来看，智能坐便器配套率逐步提升，根据奥维云网数据，2023H1 精装房配套智能坐便器的项目比例达到 36.8%，消费者的产品认知已经得到培养，消费习惯有望逐步传导到零售端。

卫浴头部品牌开始推广轻智能产品，缩小智能坐便器和普通坐便器的价差，决策门槛降低。智能坐便器由 TOTO、科勒等外资品牌率先进入国内市场，但价格定位普遍在 1 万元以上，消费门槛偏高。国产品牌高端产品的价格带在 5000 元左右，价格优势突出。2023 年上半年卫浴头部品牌通过简化产品功能推出简配智能产品，保留入门级自动翻盖、自动冲水、消毒除菌、电热座圈等功能，价格带充分下沉。高性价比的轻智能产品价格带在 2000 元以下，与传统坐便器价格差异进一步压缩，吸引传统坐便器消费者进一步转化。

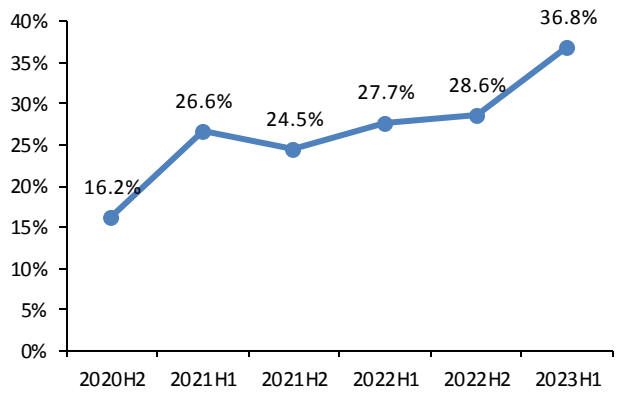
图 13：智能坐便器各渠道市场份额



数据来源：奥维云网，西南证券测算

备注：假设酒店及公用建筑智能坐便器渗透率为 5%

图 14：智能坐便器精装项目配套率



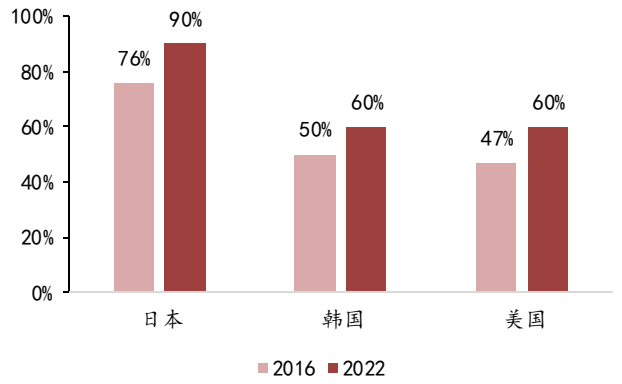
数据来源：奥维云网，西南证券整理

表 2：全智能/轻智能/智能盖板/普通坐便器价格带对比

单位：元/个	低端价	主流价	高端价
传统坐便器	500	800	3000
智能马桶上盖	1000	1500	5000
轻智能整机	1000	2000	3000
全智能整机	3000	4000	20000

数据来源：各品牌电商官方旗舰店，西南证券整理

图 15：海外智能坐便器保有量渗透率



数据来源：嘉世咨询：2022 智能马桶行业简析报告，西南证券整理

根据目前国内商品住宅及存量房数量，及智能坐便器的量价趋势，我们测算智能坐便器的市场空间：

假设 1：智能坐便器渗透率加速提升，2023-2025 年分别为 14%、16.5%、19%；

假设 2：智能坐便器行业均价 2023-2025 年增速分别为-5%、-2%、0%；

假设 3:考虑到 2021 年 20 年以上存量房占比已经达到 5%,假设存量房翻新占比从 2022 年开始逐步提升，2025 年约为 6.2%；

假设 4：根据前瞻产业研究院数据，2021 年国内马桶总需求量在 8100 万-9800 万件之间，假设 2021 年酒店及公装坐便器需求量为 3500 万套，且该部分需求量未发生明显波动；

假设 5:2023-2025 年商品住宅销售面积同比增速分别为-8%、-2%、-2%。

测算得到 2025 年智能坐便器市场空间为 245.6 亿元，3 年市场规模复合增速为 16.1%，销售量复合增速 18.9%。

表 3：国内智能坐便器零售市场规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
住房销售面积（万平方米）	150144	154878	156532	114631	105461	103351	101284
YOY	1%	3%	1%	-27%	-8%	-2%	-2%
住房销售套数（万套）	1501	1549	1565	1146	1055	1034	1013
存量房套数（万套）	15721	17222	18771	20336	21483	22537	23613
存量房翻新占比	5.0%	5.0%	5.0%	5.5%	5.8%	6.0%	6.2%
翻新套数（万套）	786	861	939	1119	1246	1352	1464
住宅坐便器需求套数（万套）	4575	4820	5008	4530	4601	4772	4954
商用公装渠道坐便器套数（万套）	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500
合计坐便器需求套数（万套）	8075	8320	8508	8030	8101	8272	8454
智能坐便器	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
渗透率	9.3%	9.9%	10.7%	11.9%	14.0%	16.5%	19.0%
销量（万个）	754	821	910	956	1134	1365	1606
yoy		8.9%	10.8%	5.0%	18.7%	20.3%	17.7%
出厂均价（元/个）	1557	1644	1618	1642	1560	1529	1529
yoy		5.6%	-1.6%	1.5%	-5%	-2%	0%
市场规模（亿元）	117.4	135	147.2	156.9	176.9	208.6	245.6
yoy		15.0%	9.0%	6.6%	12.8%	17.9%	17.7%

数据来源：华经产业研究院，艾媒咨询，wind，西南证券测算

短期内品牌价格带下沉以做大蛋糕为主要目的，长期智能坐便器格带有望稳步提升而非持续下行。对标海外市场来看，TOTO、美标等外资品牌在本土成熟市场，稳态智能坐便器和普通坐便器的价格倍数在 4-5 倍，目前国内零售市场爆款全智能坐便器和普通坐便器的价格倍数已经收窄到 4 倍，成熟稳态市场中智能坐便器仍能够维持与传统产品显著的价格差异。此外，由于消费者有产品保值的预期，不希望购买产品之后马上降价，品牌商有持续推新、做高价格带的动力。综合来看，智能坐便器品牌短期价格带下沉不改中长期量价齐升的趋势。

表 4：日本市场品牌智能及传统坐便器价格

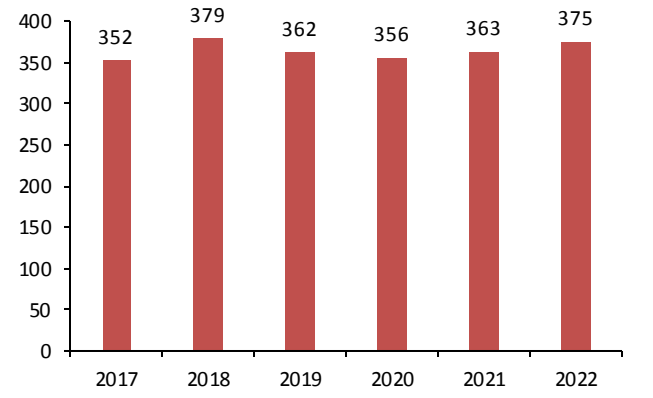
	高端智能	中高端智能	智能盖板	普通坐便器
TOTO（日本官网）	70 万日元	30-40 万日元	15-20 万日元	——
综合各品牌（家得宝美国站）	1600 美金	1000 美金	300-700 美金	150-400 美金

数据来源：TOTO 官网，家得宝官网，西南证券整理

2.3 竞争格局：智能卫浴国产品牌快速成长

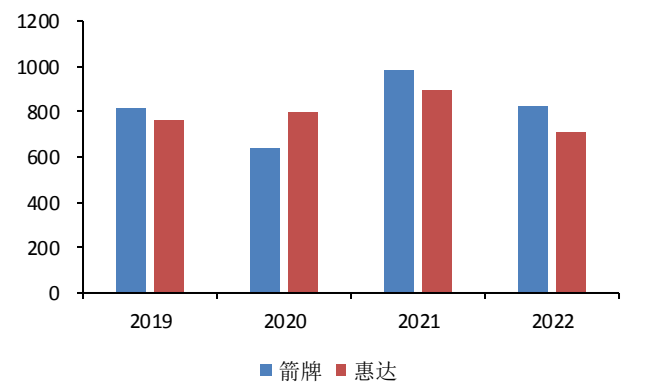
传统卫生陶瓷品牌分散，外资品牌知名度较高。传统卫生陶瓷品牌众多，其中高端品牌主要有汉斯格雅、德国唯宝等外资品牌；中高端品牌主要有科勒、TOTO 等外资品牌及箭牌、九牧、恒洁、惠达等国产品牌；此外本土品牌及小厂众多，行业格局总体分散。2022 年国内规模以上卫生陶瓷生产厂商数量为 375 家，2017-2022 年厂商数量总体稳定。从头部企业产量来看，2022 年箭牌/惠达的卫生陶瓷产量分别约为 820 万件和 700 万件，对比全国 2 亿件以上产量来看（图 9），市占率为 3-4%，仍然较低。

图 16：中国规模以上卫生陶瓷生产厂商数量（家）



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，西南证券整理

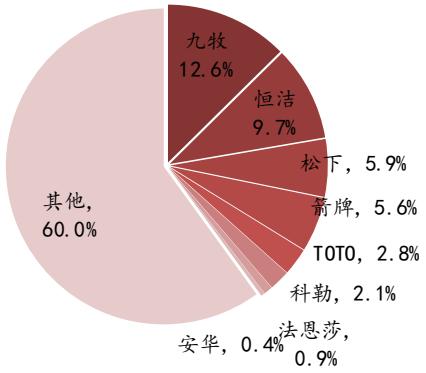
图 17：箭牌/惠达卫生陶瓷产量（万件）



数据来源：各公司公告，西南证券整理

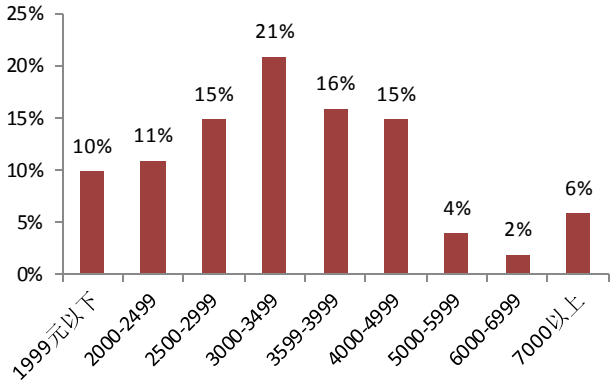
智能坐便器市场集中度更高，国产品牌在电商渠道优势突出。根据《嘉世咨询：2022 智能马桶行业简析报告》，2021 年智能坐便器线上前五大品牌为九牧（12.6%）、恒洁（9.7%）、松下（5.9%）、箭牌（5.6%）、TOTO（2.8%），相对于传统卫浴赛道集中度更高，竞争格局更良性。主要由于 1）智能坐便器偏升级消费，天然筛选掉价格高度敏感的人群，避免低价无序竞争；2）智能坐便器的产业链更长，对产品功能技术及新产品开发要求更高，有一定生产门槛，不具备产品开发能力的传统卫生陶瓷企业进入智能坐便器赛道难度较高。

图 18：2021 年智能坐便器品牌线上市场占有率



数据来源：嘉世咨询：2022 智能马桶行业简析报告，西南证券整理

图 19：2021 年线上智能座便器各价位市场份额



数据来源：嘉世咨询：2022 智能马桶行业简析报告，西南证券整理

国产品牌有望借助电商渠道+爆品模式，在智能卫浴赛道实现弯道超越。一方面外资品牌由于定价高端且产品更新慢，品牌优势不明显。另一方面，国产品牌渠道更灵活，尤其在直播等新兴电商渠道布局较早，在流量入口分散的国内市场优势突出。智能坐便器适合电商，尤其是直播电商渠道销售，直播电商可以承载门店的外观展示、产品介绍、比价等多项功能，消费者疑问可以在直播间获得实时解答，较门店更加便捷。外资品牌直播电商投入少，国产品牌具备渠道差异化优势。

表 5：国内智能坐便器市线上市场规模

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
线上市场零售额（亿元）	28	35	39	49	50	62
yoy	51.9%	28.4%	9.7%	26.3%	3.0%	23.4%
线上销售量（万台）	81	120	147	205	209	257
yoy	53.6%	47.3%	22.6%	39.7%	2.3%	22.7%

数据来源：奥维云网，西南证券整理

智能坐便器有爆品潜质，品牌有机会构建较快成长曲线。1）智能坐便器功能复杂，精简的 SKU 便于消费者理解产品卖点，同时生产端可扩大规模优势，减少模具开发成本；2）产品处于新品快速迭代的高速发展期，新品功能往往是同价位中更全面更高级的，消费者倾向于买新不买旧，新品更容易成为爆品；3）爆品强化品牌认知，新品牌在智能化品牌定位上反而有后发优势。TOTO、科勒等外资大牌往往多品类运营，智能化属性不突出。

3 公司分析：代工业务基本盘稳健，自主品牌快速成长

公司以冲水组件代工业务起家，目前代工业务仍为公司主要收入来源。公司在产品研发和生产成本等方面具备比较优势，与代工客户建立长期稳定合作关系，规模稳健增长，盈利波动小，为公司发展自主品牌提供支持。公司自主品牌以智能坐便器一体机为主，凭借多年研发经验开发差异化产品，通过电商打开突破口，已经形成一定销售规模；线下渠道尚处于扩张初期，成长空间充足。

3.1 代工业务：优质代工客户彰显产品力，品类扩张贡献成长性

3.1.1 品控及供应链稳定性强，成本优势领先

公司在卫浴冲水系统行业的节水型冲水组件细分领域内知名度高，海内外知名的中高端卫浴品牌厂商多与公司建立良好、稳定的合作关系，公司的节水型冲水组件等产品进入全球顶级卫浴品牌商配套体系，**主要包括 ROCA、INAX、KOHLER、American Standard 等，与大部分客户建立了十年以上合作关系**，公司的产品品质控制、供应链稳定性、交付周期等优势受到下游客户的认可和验证。

表 6：公司前五大客户金额及占比

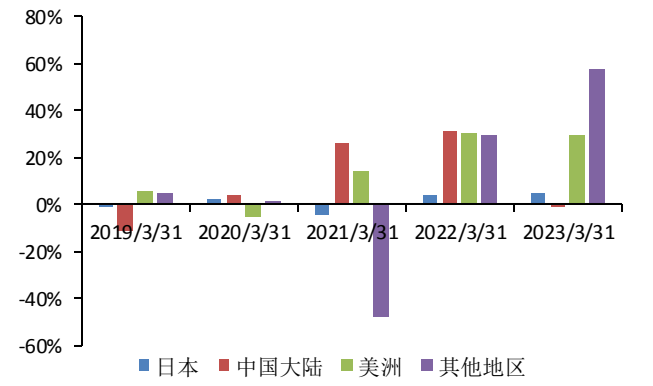
年份	客户名称	销售额（万元）	占营业收入比例	前五大客户合计占比
2019	第一名	13743.9	13.9%	31.2%
	第二名	7467.2	7.5%	
	第三名	3707.3	3.7%	
	第四名	3566.7	3.6%	
	第五名	3409.7	3.4%	
2020	第一名	15653.6	14.1%	21.5%
	第二名	6904.5	6.2%	
	第三名	5031.8	4.5%	
	第四名	3529.1	3.2%	
	第五名	3468.7	3.1%	

年份	客户名称	销售额（万元）	占营业收入比例	前五大客户合计占比
2021	第一名	10424.3	8.1%	32.2%
	第二名	4924.7	3.8%	
	第三名	4622.5	3.6%	
	第四名	3957.8	3.1%	
	第五名	3644.8	2.8%	
2022	第一名	19227.9	10.3%	38.3%
	第二名	13764.0	7.4%	
	第三名	13045.3	7.0%	
	第四名	7616.4	4.1%	
	第五名	6550.2	3.5%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

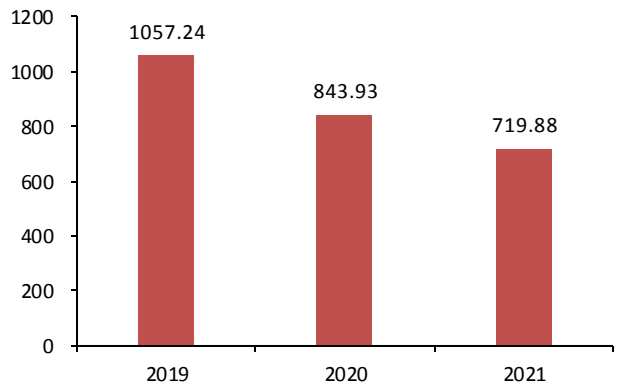
与大客户合作关系稳定，成本优势突出。节水型冲水组件是便器类卫生洁具的核心配件，其品质的可靠性与质量的稳定性成为知名卫浴品牌商对配套产品最为关注的重点，对配套产品供应商的选择有严格的验厂程序与较长时间的产品测试周期。公司在产品品质、质量管理和控制体系、产品认证、研发能力、生产管理、交货周期、社会责任等方面通过客户的考察验厂后确定合作，合作关系保持稳定。根据公司招股书显示，公司 2012-2015 年第一大客户为 SANIPRO ENTERPRISE，为一家主营东南亚市场的卫浴组件经销商，公司通过该客户供应 TOTO、INAX、KOHLER、AMERICAN STANDARD、HCG 等品牌的东南亚工厂，近几年以上品牌在东南亚市场保持较快增长。公司其余直供大客户包括国内头部品牌惠达、恒洁、箭牌、航标等以及国外 ROCA 等，客户结构优质。

图 20：TOTO 在中国及其他区域收入增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：箭牌家居外购智能盖板单价（元/个）



数据来源：箭牌家居招股说明书，西南证券整理

公司的成本优势主要来自：1）**占据核心成本的智能马桶盖为自产**，根据箭牌家居招股书，外购智能马桶盖单价为 700 元以上，在智能坐便器生产成本中占比较高。瑞尔特智能马桶盖主要为自产，成本较低的陶瓷体为外采，充分享受上游产业链利润空间，随着智能坐便器 120 万套新产线逐步投放，公司智能坐便器成本仍有进一步下行空间；2）**注塑件规模优势强，自动化水平高**，具有多条进口注塑线，为行业领先规模；3）参与上游模具研发和设计，拥有完整的模具研发、模具设计、模具加工制造能力的技术团队，从产品设计阶段开始与客户对接沟通，快速响应客户需求，参与产品前端模具设计；4）依托强大的研发团队，从研发层面通过优化工业设计实现降本。

表 7：瑞尔特产能梳理

	现有产能	募投产能	投产进展
冲水组件	2000 万套	1120 万套	已投产
智能坐便器及盖板	60 万套	年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目	已达到使用标准，根据市场需求排产，3-5 年满产

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.2 研发投入充足，产品开发方向具备前瞻性

参与智能坐便器国家标准制定，研发技术能力领先。公司专注于节水型冲水组件等卫浴配件产品、智能坐便器等智能卫浴产品、同层排水系统产品等的技术研发，先后参与起草、制定诸多国家标准、协会标准和团体标准。截止 2023 年 6 月 30 日公司及其全资子公司拥有 1733 项专利权，具备行业领先的卫浴节水技术。公司首创的双重洁净专利技术，可实现在一次冲水量的前提下实现连续两次虹吸冲刷，该专利于 2022 年斩获了建材与家居行业专利金奖；公司自主研发的“E-shion 冲刷系统”，双动力技术进行 360° 组合冲刷，实现更佳冲刷效果的同时进行节约用水，并有效缓解直冲噪音大的问题，内置“一体式冲洗阀”、下沉式水箱则能够实现纯机械式无电冲刷并且主冲不受水压影响，公司通过不断的研发创新，引领行业的发展。

表 8：2021-2022 年公司主要研发项目

	主要研发项目名称	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
2022	高低压分离安全加热盖板	进行中	提高产品寿命及使用安全性，同时降低产品成本，减小产品体积，节省产品空间，产品外观通用性强。	有助于巩固公司在加热盖板领域的竞争优势和市场份额，使产品更加多样化、精致化。
	一体机泡沫盾	**量产**	**不影响整机一体性，外观美观新颖，加液方便，出泡效率高。**	**丰富智能马桶的功能，满足不同人群的需求，进一步提高公司产品的市场竞争力。**
	A2473 高效双按排水阀	进入试生产阶段	获得客户批量订单	进一步完善公司马桶水件的产品系列，增强公司行业内的竞争优势。
	壁挂座式淋浴器	进入试生产阶段	获得目标人群的广泛使用	有助于完善公司适老产品线，增加公司利润增长点。
	具有动态水除菌功能的智能一体机项目	进行中	消除用户对智能马桶清洗功能的顾虑，可以让更多的用户敢于体验公司的智能马桶清洗功能，加快提升公司智能马桶的市场普及率。	及时响应终端用户的需求，有助于提升公司产品的市场竞争力。
	免更换除臭功能耗材的智能一体机项目	进行中	减少售后人工成本和用户使用成本。	降低售后人工成本和用户使用成本，对标市场同功能的竞品有价格优势，可增加公司产品的市场销售份额。
2021	一体机冲洗系统	产品验证完成，进入试生产阶段	获得客户批量订单。	有助于巩固公司在智能马桶领域内的竞争优势和市场份额，进一步增强公司在智能马桶领域的领先地位。
	D7210 非接触式驱动模块	已实际量产	对于市场现有排水阀型号有较好的安装匹配性，**无损安装升级感应功能。**	**拓展 DIY 市场分额**，巩固行业技术领先优势。
	A2606 隐藏式水箱排水阀	进行中	满足 WRAS 标准，解决现有排水阀调节时要繁琐地拆装的缺点。	满足 WRAS 标准，提高隐藏式水箱在欧洲，尤其是英国市场的产品竞争力。
	三圈独立缓降子母盖板	进行中	完成美式长款子圈、座圈、上盖缓降功能研发、验证、量产工作。	有助于填补国内客户对多圈缓降功能的需求，增强公司开发能力。

	主要研发项目名称	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
	欧款 PP 加热盖板	进行中	配合客户加热盖板欧洲业务开发需求。	拓展相关产品类型业务。
	分体式智能坐便器项目	进行中	**针对换修市场需求**，完成两款分体式智能坐便器的研发、量产上市。	培育消费者对智能坐便器的认知，有助于提高公司在智能盖板市场的占有率和市场份额。
	具有防溅消臭作用的一体式智能坐便器项目	进行中	针对市场痛点，完成多款具有快速烘干效果的一体式智能坐便器的研发、量产上市。	提高公司在智能盖板功能细分领域的市场占有率和市场份额。

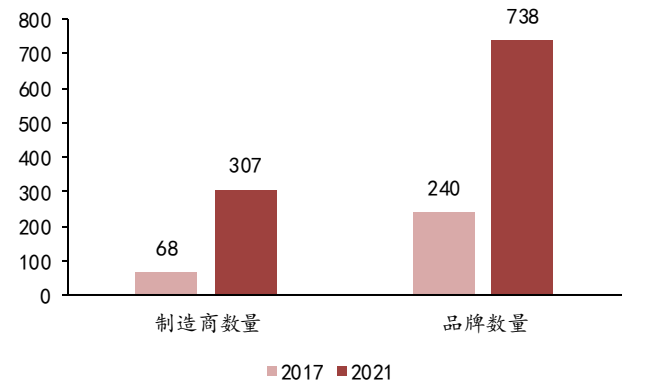
数据来源：公司公告，西南证券整理

从公司 2020-2021 年研发项目来看，公司产品开发落地速度较快，产品开发方向具备前瞻性。例如一体机泡沫盾，项目开发以来已有产品面世，泡沫盾功能已经加入公司高端 UX 系列，并提供新功能溢价。此外公司针对适老需求、DIY 需求、换修需求等不同方向进行产品储备，产品开发方向具备前瞻性。

3.1.3 代工业务拓展新品，充分受益于行业成长

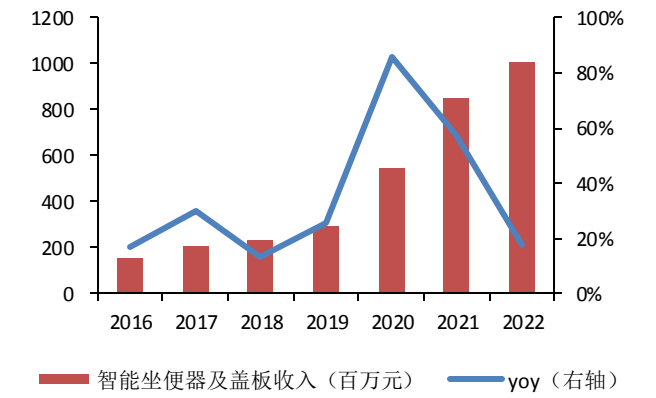
拓展智能马桶代工业务，充分受益于行业成长。国内智能马桶赛道成长，吸引新品牌入局，2017-2021 年国内智能马桶品牌数量快速扩张，从 240 个增长为 738 个，部分传统品牌扩展智能坐便器产品线，同时众多新品牌涌现。新品牌往往不具备自有产能，选择外协生产。公司凭借原有客户资源及业内口碑，在智能坐便器领域扩展新客户，代工+自主品牌同时受益于坐便器智能化趋势。

图 22：智能坐便器制造商及品牌数量



数据来源：嘉世咨询：2022 智能马桶行业简析报告，西南证券整理

图 23：瑞尔特智能坐便器及盖板收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

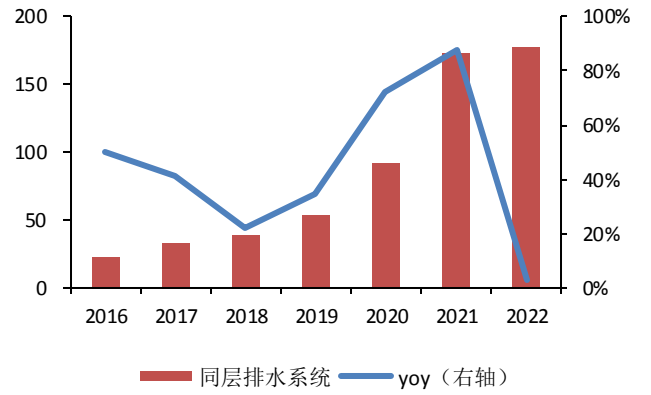
同层排水系统渗透率提升，行业持续扩容。同层排水系统是卫生间排水系统中的一个新颖技术，排水管道在本层内铺设，采用了一个共用的水封管配件代替诸多的 P 弯、S 弯，整体结构合理，所以不易发生堵塞，而且容易清理、疏通，同时节约卫生间空间，使用户可在卫生间内自由排布洁具位置。目前市场参与者主要为进口品牌吉博力、德房家等，但整套系统工程报价较高。随着国产品牌技术进步，市场容量有望逐步扩容。

表 9：同层排水系统房企核心供应商

品牌名称	品牌首选率
吉博力 GEBERIT	17%
德房家 Viega	10%
捷流	8%
帝希 TECE	5%
伟星新材	4%

数据来源：新浪地产，西南证券整理

图 24：瑞尔特同层排水系统收入（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 自主品牌：爆品模式凸显性价比，直播电商渠道突围

3.2.1 产品体系定位清晰，品牌认知有望持续增强

公司产品以清晰的产品系列区隔不同功能和价格带，SKU 持续优化精简，爆品属性强。公司核心产品系列主要为 UX 系列、F 系列、A 系列，S 系列、D 系列等，其中 UX 系列定位轻奢高端，功能全面；F 系列为性价比更高的全功能产品；A/S 系列为功能简配的轻智能产品。不同系列产品卖点突出，定位明确，价格带区隔到位。**对比头部国产品牌产品价格带来看，瑞尔特产品在不同价格带均保持强性价比优势**，从产品功能来看，瑞尔特产品有行业领先的泡沫盾、电容感应脚感翻盖等功能；从价格来看，瑞尔特产品在同价格带中功能更全或价格更低。

表 10：瑞尔特/九牧/箭牌主要产品系列价格梳理

	品牌	型号	水洗功能	控制功能	节能/水压功能	标价	折扣价/到手价
轻智能	瑞尔特	A1	无	静音冲刷、**座圈温感自控、男士脚感冲刷（电容感应）**、离座冲刷、断电可冲、**落座润瓷**	内置水箱	1999	1999
	箭牌	AKE1165	无	离座感应冲水、保温座圈、静音冲刷、氛围夜灯、纳米易洁釉面	低水压冲水	2399	1799
	九牧	J11423	无	智感双冲、脚感冲水、离座冲水、38℃恒温座圈、抗菌釉面、低噪缓降 PP 盖板、虹吸彻底、新德化陶瓷胚体	低水压适用	1899	1884
全智能	瑞尔特	F3	臀洗、妇洗、移动清洗	脚感冲水、离座自动冲水、**内置泡沫盾、暖风烘干**、座圈加热、无光触媒除臭、下沉式水箱、温感自控、脚感翻圈翻盖、无水压限制	带水箱	5999	2998
	箭牌	AKE1138	清洗功能：按摩清洗、移动清洗、臀部清洗、女性柔洗	喷杆紫外杀菌、自动除臭、离座自动冲水、润壁功能、2 级水效、夜灯照明、停电冲水、座圈加热、暖风烘干、静音缓降盖板，遥控器带屏显	陶瓷一体下沉式水箱	3869	2999
	九牧	ZS500D-305	清洗功能：柔和妇洗、洁净臀洗、移动清洗、**宽幅强洗**	零水压净水冲 2.0、激光脚感冲水、触媒除臭祛味、离座冲水、1 级节能水效、停电正常冲水、配备遥控一手操作	魔力冲无水压限制	3799	3199

	品牌	型号	水洗功能	控制功能	节能/水压功能	标价	折扣价/到手价
高端全智能	瑞尔特	UX6	臀洗、妇洗、移动按摩清洗、冷热交替洗，**童洗模式**、温度水流分档调节	温感自控、**泡沫防溅（内置泡沫盾）**、脚感翻圈翻盖、自动除菌，四季温感	冲刷1级水效、无水压限制	4298	3598（新品预售价格）
	箭牌	AKE1135	清洗功能：按摩清洗、妇洗模式、臀洗模式、移动清洗	抗菌座圈、紫外线杀菌、自动翻盖、脚触感应、落座润湿、停电排水、虹吸式	低水压冲水	5899	4099
	九牧	ZS770	脉冲强洗、柔和妇洗、洁净臀洗、移动清洗、**宽幅强洗**	预润壁、喷嘴自洁、活水即热、激光传感器、离座冲水关盖、脚感翻圈冲水	无水压限制	5399	4699

数据来源：各品牌官方旗舰店，西南证券整理

我们对比行业内不同品牌的产品力和价格定位，1）外资品牌主流价格在 8000-10000 元左右，与 2000-5000 元的国产品牌已经形成 1-2 倍价差，**外资品牌和国产品牌消费者预计明显分层**；2）**国产品牌在新品功能迭代速度上领先外资品牌**，外资品牌主要在冲洗功能上增加个性化设计，国产品牌除了传统的冲洗、消毒等功能外，已经开发了泡沫盾、无水压限制冲水系统、脚感翻盖等符合国内消费者住宅现状和解决痛点的功能，功能体验已经超过外资品牌；3）小米等制造型品牌以及其他非一线品牌价格带同样丰富，高中低端价格均有产品覆盖，侧面证明**消费者更偏好产品力和性价比，而非单一追求外资品牌或者超低价格。**

表 11：其他品牌爆品功能及单价梳理（高端品牌）

	型号	功能	定位	发售时间	标价	折后价
TOTO	G5	**外观：**U 型座圈、纳米抗污釉面技术 **清洗功能：**臀部洗净、下身洗净、摆动洗净、按摩洗净 **附加：**360°旋涡式冲洗技术、喷嘴自洁、除臭技术、保温便座、自动开闭盖、2 级水效	中高端	2023.3-4	13149	10999
	CW802	**外观：**树脂洁净材质、智洁釉面 **清洗功能：**臀部清洗、下身洗净、前后摆动洗净、按摩洗净 **附加：**喷嘴自洁、保温便座、自动除臭、静音缓降盖板、360°全方位漩流、电解水除菌、座圈加热	简配智能	2021.12	5599	4699
	CES8G520GCN	**外观：**纳米抗污釉面 **清洗功能：**空气韵波式洗净、臀部洗净、臀部轻柔洗净、下身洗净、下身护理洗净 **附加：**360°旋涡式冲洗、节水技术、除臭技术、智能洁净系统、电解水除菌技术、自动开闭、自动清洗、即热座圈	高端	2023.3-4	31149	25999
科勒	S350	**外观：**优质抗污釉面 **清洗功能：**女性冲洗、臀部清洗、脉冲冲洗、移动清洗 **附加：**智能除菌、银离子抗菌盖圈、自动冲水、五级旋风虹吸冲水、微波感应自动翻/关盖、LED 感应夜光灯	中高端		10609	8499
	C3-130	**外观：**科勒一体化设计、优质抗污釉面 **清洗功能：**女性冲洗、臀部冲洗、按摩清洗（脉冲+移动） **附加：**缓降静音盖板、座圈温度可调、自动除臭、银离子抗菌圈盖、落座感应、5 档座圈加热模式、智能除菌、LED 感应夜光、缓降盖板	中高端		9443	7573
	77780T	**外观：**优质抗污釉面 **清洗功能：**女性冲洗、臀部清洗、脉冲清洗、移动清洗 **附加：**微波感应自动翻/关盖、免触碰自动冲水、一键双重除菌、银离子抗菌座圈、LED 感应夜光、智能除菌、智能节电	高端		22657	18147

数据来源：各品牌官方旗舰店，西南证券整理

表 12：其他品牌爆品功能及单价梳理（制造品牌）

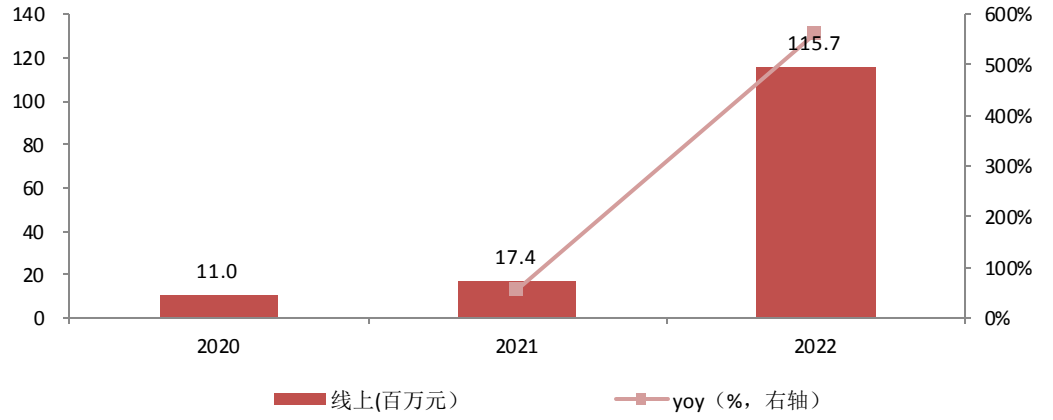
	型号	功能	定位	发售时间	标价	折后价
小米零度	M3-D1	外观：**ABS材质，座圈升级加宽 45%（超大设计 U型宽座圈）** 清洗功能：女性清洗、喷头自洁、往复按摩 附加：紫外线杀菌、座圈加热、停电冲水、泡沫盾、微波翻盖、双重自动增压、无水压限制、内嵌式水箱、脚感精准翻圈、恒温座圈、APP 小程序远程	全功能全顶配，高性价比	2022	3888	2680
	M808	外观：隐藏式高压水箱，银离子抑菌座垫 清洗功能：轻柔水洗、洁净臀洗、停止/冲水、暖风烘干 附加：UV 紫外线杀菌、**内置泡沫盾**、天猫精灵、自洁净水垢、独立开关专为老年人设计、脚控翻盖翻圈	娱乐款式（连接天猫精灵）	2023.5	4680	3380
	MSS1	外观：银离子抑菌座垫 附加：**四盾合一（净水盾、泡沫盾、洁厕盾、空气盾）**、支持米家 APP 控制、智能控温、无水压限制、智能显示屏、儿童清洗模式、强弱按摩、外观升级	链接米家智联	2023.8	3880	3680
	M1-D2	外观：**ABS 材质（区别于 PP 材质）**、内置水箱 清洗功能：臀部清洗、女性清洗、移动清洗、冷热按摩 附加：UV 杀菌、屏幕数显、脚感冲水、停电冲水、收集 APP、防溅泡沫盾	基础款	2022	2299（标配）	1399（标配）/2099（顶配）
其他品牌	NOEOX3	**外观：**超薄流线盖板设计、抗菌釉面全陶瓷体 **清洗功能：**轻柔妇洗、清爽臀洗、移动水洗 **附加：**天猫精灵、迎宾氛围灯、无水压限制、UVC 紫外杀菌、感应开盖、防溅泡沫盾、加大座圈恒温加热、X3 高智能芯片、脚感翻盖/翻圈、LED 透光大屏显		2023	4280	3480
	恒洁 QS1	**外观：**纳米抑菌自洁釉面 **清洗功能：**深层洁净臀洗、轻柔妇女按摩、移动按摩清洗、冷热按摩 **附加：**无水压限制、UV 紫外杀菌、全能水洗、停电冲水、防溅泡沫盾、恒温座圈、冲力强劲、防臭节水、运行低噪音、柔光夜灯照明、静音缓降盖板、自动翻盖		2023	3480	2680
	唯艇(WETN)945A	**外观：**V 型座圈 **清洗功能：**强力臀洗、妇洗模式、移动清洗、按摩模式 **附加：**语音控制、紫外线杀菌、红外线护疗灯、螺旋按摩、高清液晶显示屏、恒温座圈、柔和夜灯照明、防溅泡沫盾、自动翻盖、脚感翻盖、人体感应冲水、恒温座圈、停电冲水		2022.4	2099	1099

数据来源：各品牌官方旗舰店，西南证券整理

3.2.2 直播电商突围，抢占先发优势

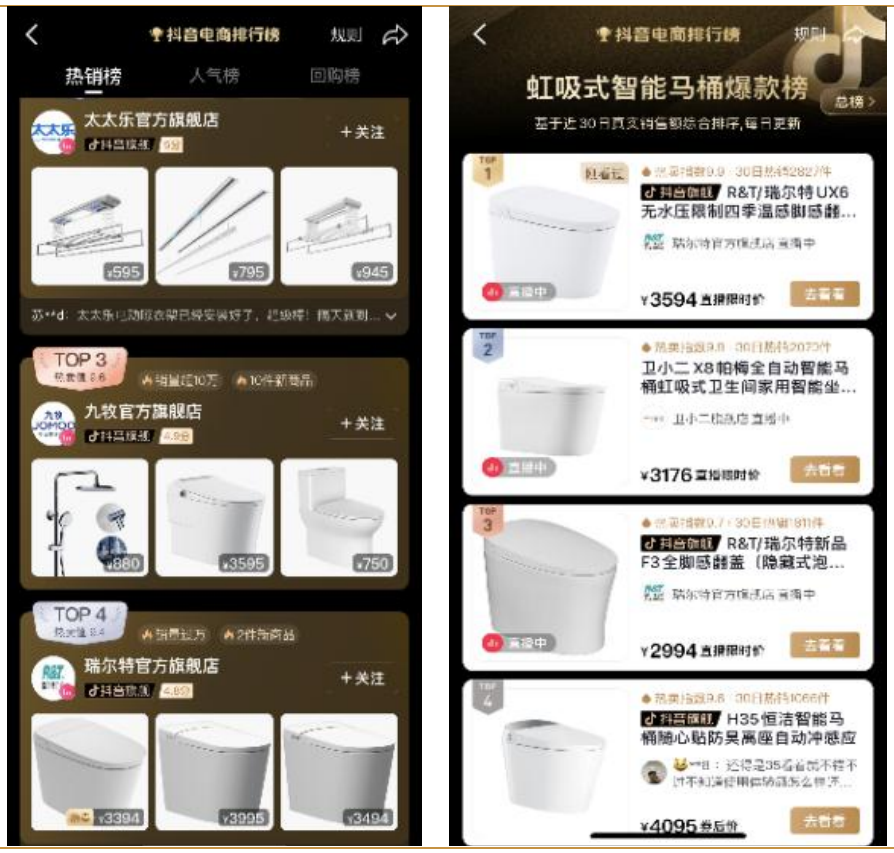
电商渠道收入高增，直播电商运营具备先发优势。公司在行业内较早布局抖音直播渠道，在抖音形成一定品牌积累。公司抖音直播间每日直播时长在 16 小时左右，通过实时解答直播间消费者提问，实时转化进店流量。根据抖音榜单，瑞尔特官方旗舰店在家装主材店铺榜单热销榜（近 30 天销量和评价等因子加权榜单）排名第四位，在卫浴品牌中仅次于九牧位居第二；瑞尔特爆款产品 UX6、F3 在虹吸式智能马桶爆款榜单分列第一和第三位。2020-2022 年公司线上渠道增速亮眼，实现收入从 0.1 亿元增长至 1.2 亿元，CAGR 达 224.6%，收入占比从 0.9%提升至 5.9%，其中 2022 年同比+564.2%。此外，公司在抖音直播平台的自播为主，直播频次高，与达人合作的频次较少，固定坑位费投放相应较低。

图 25：瑞尔特电商渠道收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：瑞尔特抖音旗舰店和爆款产品抖音榜单排名



数据来源：抖音，西南证券整理

搭建线下服务团队，匹配高质量线下安装服务能力。公司目前以自营服务团队落地进行安装服务，服务品质统一，客户满意度高。随着公司线下经销商逐步发展，以及公司对线下安装服务的支持培育，大商线下服务能力提升，有望承接公司线下服务职能，进一步助力公司安装网络的细化。

线上市场仍有份额提升空间。目前智能坐便器行业线上销量与线下渠道平分秋色，线上增速快于线下，我们认为从产品属性来看，未来线上仍是重要流量入口，主要由于智能坐便器产品功能众多，需要多方比较再进行决策，直播电商在功能对比上给消费者充足时间进行功能讲解和比价，是一个高转化率渠道，因此智能坐便器电商渠道有望保持高份额。2022年瑞尔特电商渠道收入1.2亿元，2022年智能坐便器全渠道市场规模156.9亿元，按电商渠道27%占比计算，目前瑞尔特电商市场份额为3%左右。电商渠道上新品速度快，且品牌不受线下门店扩张速度的制约，有望构建较快的增长曲线。

表 13：各品牌电商渠道收入及增速对比

		2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
箭牌	电商渠道收入（亿元）		8.17	10.30	15.31	15.08	7.16
	增速（%）			26.1%	48.6%	-1.5%	15.0%
惠达	电商渠道收入（亿元）	1.69	1.71				0.68
	增速（%）		1.1%				18.1%
瑞尔特	电商渠道收入（亿元）				0.2	1.2	
	增速（%）					560%+	

数据来源：各公司公告，西南证券整理

3.2.3 线下渠道结构扁平化，轻资产模式可快速复制

线下渠道结构扁平化，有助于渠道快速扩张。公司在线下以店中店模式扩展经销商资源，门店基本位于建材城，非专卖店形式大店，店租成本相对低。此外由于品类以智能坐便器为主毛利率较高，且公司承担运输及线下安装服务职能，经销商主要负责门店运营和销售，运营成本较低，经销商利润空间优于同业品牌，有充足的开店及销售动力。

线下渠道来看，2022-2023H1 公司线下经销商网点铺设速度较快，但与同业品牌相比网点数量仍然较少。对比同业品牌来看，截至 2023H1 惠达门店数量在 1900 家以上，箭牌网点数量突破 14000 家，目前公司尚有较大空白市场未进入。随着公司线下服务能力提升，网点数量仍有较大扩张空间。

表 14：同业公司门店数量和单店收入

惠达	2019	2020	2021	2022	2023H1
国内经销收入（百万元）	2306.0	1591.4	2001.5	1615.9	926.9
门店数量（家）	2408	2343	2077	1886	1934
单店收入（万元/年）	95.8	67.9	96.4	85.7	47.9
箭牌	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023H1**
经销渠道除工程外收入（百万元）	4478.3	4320.5	5336.8	4915.5	2230.0
网点数量（个）	8270	10239	12052	13378	14603
单店收入（万元/年）	54.2	42.2	44.3	36.7	15.3

数据来源：公司公告，西南证券整理

借助大牌代工背景背书产品力，加强消费者品牌认知。作为新进入市场的品牌，瑞尔特在各营销渠道强调自身上市公司、参与国标起草、产品出口全球等背景，全部产品5年全国联保期限，品质获得消费者信任。

图 27：瑞尔特电商渠道营销文案

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：瑞尔特专卖店

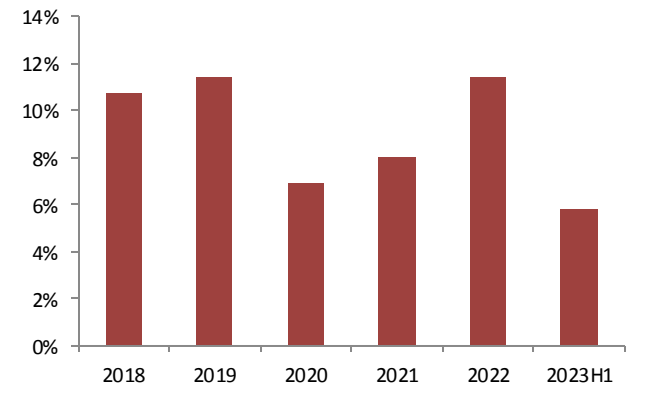
数据来源：小红书，西南证券整理

团队营销经验丰富，获客精准转化率较高。电商及线下渠道负责人具备行业头部品牌运营背景，营销策略与品牌定位匹配。电商方面，公司直播间单品类营销，品类集中在智能坐便器，不做品类连带，目标群体明确。自营直播间全天直播时间在 16 个小时以上，围绕智能坐便器反复讲解打造爆品。各平台均推广 180 天免费囤货服务，促进消费者在折扣期间成交，提升转化率。线下方面，公司门店数基数小，可根据市场需求及时优化门店业态，打法灵活。

4 财务分析：ROE 稳健，资产负债结构良好

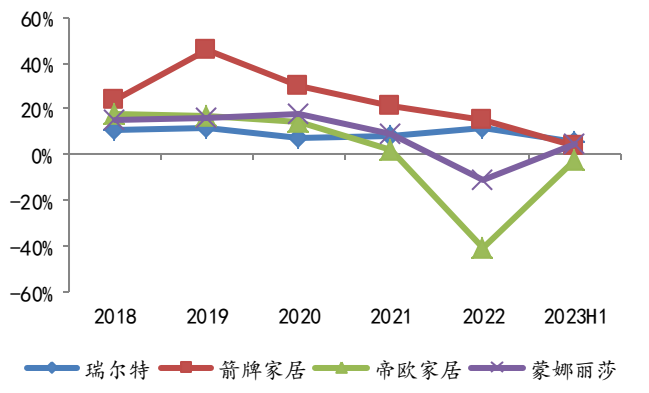
公司 ROE 维持稳健，处于同业中游水平。2018-2022 年公司 ROE 保持较强韧性，受疫情叠加新产能投放影响，ROE 由 2019 年的 11.4%下降为 2020 年的 6.9%，后随着公司产品结构优化、降本控费、产能利用率爬坡等举措落地逐步恢复，2022 年公司 ROE 为 11.4%，同比+3.3pp。同行业来看，公司 ROE 保持稳健趋势，2023 年 H1 ROE 为 5.8%，处于行业中游水平。

图 29：公司净资产收益率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：可比公司 ROE

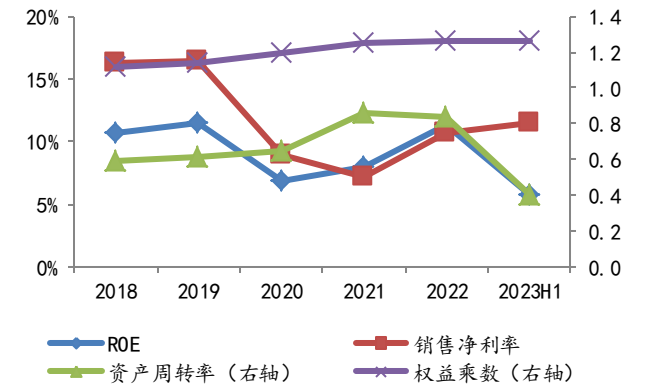


数据来源：公司公告，西南证券整理。

ROE 上行主要由净利率驱动，费用率稳中有降，彰显较强的控费能力。2022 年公司 ROE 为 11.4%，同比+3.3pp，主要系自主品牌发力，线上线下表现靓丽，带动销售利润率较快回升；资产周转率为 0.8；权益乘数为 1.2，资产负债结构稳定在合理区间。费用率总体稳定，2022 年总费用率为 13.0%，同比-1.7pp，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.3%/4.8%/4.2%/-2.3%，同比+1.2pp/-0.5pp/+0.4pp/-2.8pp。公司着力自主品牌宣传和渠道扩张，销售费用率有所上升。此外由于人民币对美元贬值，公司汇兑收益提升，财务费用率有所下降。2023 年 H1 公司总费用率为 14.6%（-1.3pp），其中销售费用率 6.8%（+0.1pp），管理费用率 6.2%（-0.7pp），研发费用率 3.7%（-1.3pp），财务费用率-2.1%（+0.7pp）。

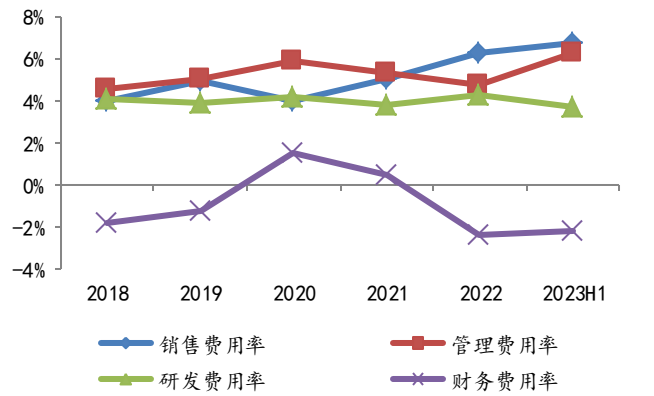
2018-2022 年公司资产周转率从 59%上升至 84%，主要由于在建产能逐步开始投产，产能利用率逐步提升。目前公司在建项目主要为 120 万套智能卫浴项目，截至 2022 年底已经达到可使用标准，根据市场需求逐步释放产能。新项目已经大部分转固，后续将按照会计准则逐年进行折旧摊销。

图 31：2018-2023H1 公司 ROE 拆分



数据来源：Wind，西南证券整理

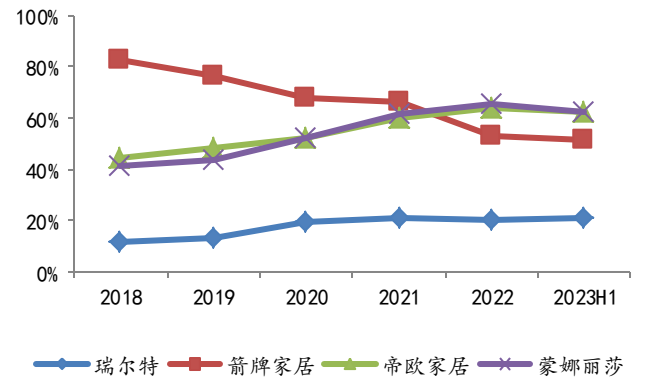
图 32：2018-2023H1 公司各项费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

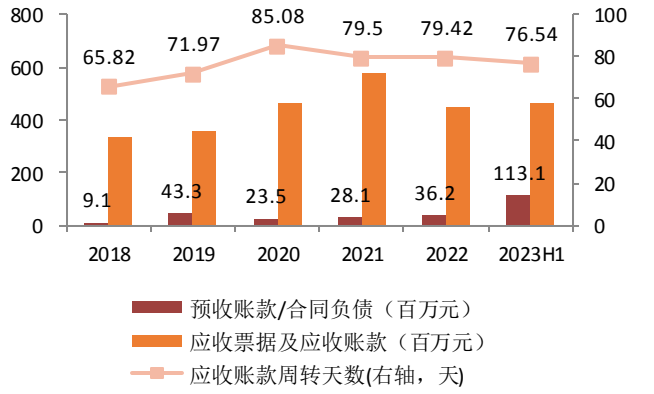
资产负债结构优良，周转能力强。公司资产负债率位于行业较低水平，2023 年 H1 瑞尔特/箭牌家居/帝欧家居/蒙娜丽莎资产负债率分别为 21.3%/51.4%/62.4%/62.4%。公司应收账款规模保持稳定，2021-2022 年应收账款周转速度加快，账期良性。随着线下渠道扩张合同负债稳健增长，2023H1 合同负债规模达到 1.1 亿元，营运能力稳中有升。

图 33：瑞尔特&可比公司资产负债率



数据来源：WInd，西南证券整理

图 34：瑞尔特应收账款/合同负债规模



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：智能马桶及盖板业务受益于国内智能马桶渗透率提升，公司代工及自主品牌智能坐便器销量均较快增长，结合公司新产能投放进展，假设 2023-2025 年智能坐便器销量分别增加 25 万套，ASP 增速分别为 0%、-3%、-1%；

假设 2: 水件业务 2023 年受海外通胀影响需求偏弱，2024-2025 年逐步修复，2023-2025 年销量增速分别为-2%、2%、2%，均价维持稳定；

假设 3：智能马桶及盖板业务产品结构优化，自主品牌占比提升，2023-2025 年毛利率分别为 29%、30%、30.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 15：分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	1959.6	2396.8	2821.9	3272.0
yoy	4.9%	22.3%	17.7%	16.0%
营业成本	1473.4	1729.2	2009.2	2310.6
毛利率	24.8%	27.9%	28.8%	29.4%
智能马桶及盖板				
收入	1,005.73	1424.8	1788.5	2173.1
yoy	17.7%	41.7%	25.5%	21.5%
成本	768.00	1,011.6	1,252.0	1,510.3
毛利率	23.6%	29.0%	30.0%	30.5%
水箱及配件				
收入	717.94	703.6	717.7	732.0
yoy	-7.5%	-2.0%	2.0%	2.0%
成本	542.64	534.7	543.3	552.7
毛利率	24.4%	24.0%	24.3%	24.5%
同层排水系统				
收入	178.04	204.7	245.7	289.9
yoy	3.0%	15.0%	20.0%	18.0%
成本	119.08	135.1	161.4	189.9
毛利率	33.1%	34.0%	34.3%	34.5%
其他				
收入	57.9	63.7	70.0	77.0
yoy	-10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	43.7	47.8	52.5	57.8
毛利率	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：公司公告，西南证券

5.2 相对估值

我们选取卫浴洁具品牌商箭牌家居、蒙娜丽莎为可比公司，可比公司 2023-2025 年平均估值为 16 倍、13 倍、11 倍。考虑到国内智能马桶赛道保持较快增长，公司自主品牌增长势头良好，盈利能力结构性改善，给予 2024 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 15.4 元，上调至“买入”评级。

表 16：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
001322	箭牌家居	13.56	0.71	0.86	1.04	19.19	15.76	13.07
002918	蒙娜丽莎	16.2	1.32	1.67	2.02	12.24	9.71	8.00
平均值						15.71	12.73	10.54

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

原材料价格大幅波动的风险：公司上游原材料主要包括工程塑料、五金件、橡胶件等，直接材料占生产成本比例较高，如果主要原材料价格发生大幅波动，将直接影响公司毛利率水平。

行业竞争加剧的风险：卫生洁具行业参与者众多，外资品牌知名度较高，国产品牌借助智能坐便器行业东风快速成长，假如大量新品牌涌入智能卫浴赛道，或外资品牌大幅下降产品价格，国产品牌对比外资品牌的价格优势将减弱，行业竞争或加剧。

地产销售恢复不及预期的风险：智能坐便器 C 端消费动机主要为新房装修及二手房置换，如住宅销售季二手房销售持续大幅下滑，将一定程度上影响智能坐便器的需求总量。

客户订单波动的风险：公司目前收入结构仍以代工为主，订单规模取决于客户自身经营情况以及公司的生产服务能力，如客户订单发生大幅波动，将较大程度影响公司收入增长幅度。

人民币汇率大幅波动的风险：公司部分代工客户为海外客户，2022 年外销收入占比约为 30%，人民币对其他币种汇率的波动将会引起公司汇兑收益波动，如果波动幅度较大或持续时间较长将会引起双方对合同价格重新议价，从而影响实际盈利能力。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1959.59	2396.78	2821.90	3272.02
营业成本	1473.43	1729.20	2009.18	2310.61
营业税金及附加	14.18	16.36	19.07	22.58
销售费用	123.28	165.38	194.71	222.50
管理费用	93.89	234.88	268.08	314.11
财务费用	-45.42	-24.48	-0.79	-1.27
资产减值损失	-5.67	-5.00	-5.00	-5.00
投资收益	4.35	18.00	18.00	18.00
公允价值变动损益	1.90	0.29	0.07	0.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	236.04	298.72	354.73	426.94
其他非经营损益	-4.32	-2.06	-2.32	-2.57
利润总额	231.72	296.66	352.40	424.37
所得税	23.69	30.93	36.50	44.05
净利润	208.03	265.73	315.90	380.32
少数股东损益	-2.91	-5.82	-7.22	-8.01
归属母公司股东净利润	210.94	271.55	323.12	388.33

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	208.03	265.73	315.90	380.32
折旧与摊销	91.24	63.64	64.67	65.87
财务费用	-45.42	-24.48	-0.79	-1.27
资产减值损失	-5.67	-5.00	-5.00	-5.00
经营营运资本变动	87.22	-166.90	-107.26	-115.98
其他	28.02	3.29	-4.28	-5.78
经营活动现金流净额	363.42	136.28	263.24	318.15
资本支出	-25.74	-30.00	-30.00	-30.00
其他	-233.93	18.29	18.07	18.45
投资活动现金流净额	-259.67	-11.71	-11.93	-11.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	24.80	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.84	0.00	0.00	0.00
支付股利	-62.68	-102.11	-131.19	-154.41
其他	-11.18	18.17	0.79	1.27
筹资活动现金流净额	-47.23	-83.93	-130.40	-153.14
现金流量净额	99.37	40.64	120.91	153.46

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	554.19	594.82	715.73	869.19
应收和预付款项	473.33	720.08	827.46	940.97
存货	303.34	366.80	420.51	487.31
其他流动资产	497.90	411.54	412.03	414.16
长期股权投资	2.72	2.72	2.72	2.72
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	515.36	485.82	455.25	423.48
无形资产和开发支出	31.28	27.30	23.32	19.34
其他非流动资产	52.11	52.00	51.88	51.76
资产总计	2430.23	2661.09	2908.90	3208.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	333.21	417.62	477.21	542.62
长期借款	24.80	24.80	24.80	24.80
其他负债	145.19	128.46	131.97	140.71
负债合计	503.19	570.88	633.99	708.12
股本	418.01	417.87	417.87	417.87
资本公积	456.10	456.24	456.24	456.24
留存收益	1069.52	1238.97	1430.89	1664.81
归属母公司股东权益	1934.64	2103.62	2295.55	2529.46
少数股东权益	-7.60	-13.42	-20.64	-28.65
股东权益合计	1927.04	2090.20	2274.91	2500.82
负债和股东权益合计	2430.23	2661.09	2908.90	3208.94

财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
销售收入增长率	4.89%	22.31%	17.74%	15.95%
营业利润增长率	58.51%	26.55%	18.75%	20.36%
净利润增长率	55.76%	27.74%	18.88%	20.39%
EBITDA 增长率	15.74%	19.88%	23.89%	17.42%
获利能力				
毛利率	24.81%	27.85%	28.80%	29.38%
三费率	8.76%	15.68%	16.37%	16.36%
净利率	10.62%	11.09%	11.19%	11.62%
ROE	10.80%	12.71%	13.89%	15.21%
ROA	8.56%	9.99%	10.86%	11.85%
ROIC	12.96%	17.57%	20.26%	22.26%
EBITDA/销售收入	14.38%	14.10%	14.83%	15.02%
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.94	1.01	1.07
固定资产周转率	4.15	4.89	6.33	8.11
应收账款周转率	4.19	4.61	4.28	4.30
存货周转率	4.79	5.02	4.96	4.97
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.53%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	20.71%	21.45%	21.79%	22.07%
带息债务/总负债	4.93%	4.34%	3.91%	3.50%
流动比率	4.46	4.38	4.40	4.41
速动比率	3.72	3.62	3.62	3.62
股利支付率	29.72%	37.60%	40.60%	39.76%
每股指标				
每股收益	0.50	0.65	0.77	0.93
每股净资产	4.63	5.03	5.49	6.05
每股经营现金	0.87	0.33	0.63	0.76
每股股利	0.15	0.24	0.31	0.37

业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	281.86	337.88	418.61	491.53
PE	23.59	18.33	15.40	12.82
PB	2.57	2.37	2.17	1.97
PS	2.54	2.08	1.76	1.52
EV/EBITDA	14.20	11.70	9.16	7.49
股息率	1.26%	2.05%	2.64%	3.10%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn