

# 瑞尔特 (002790.SZ)

## 冲水组件领军企业，切入智能马桶开启二次成长

买入

### 核心观点

**冲水组件龙头，切入下游智能马桶行业。**瑞尔特主营节水型冲水组件、智能马桶、静音缓降盖板、冲水水箱等卫浴产品的研发、生产及销售，在冲水组件市场全球排名前三、国内第一。公司以组件业务起家，2012年进入智能马桶行业，2022年智能坐便器及盖板收入占比51%、冲水组件等配件收入占比37%。2018-2023年公司收入与净利润复合增速为17.0%、6.6%。

**行业：智能马桶蓬勃兴起，国产品牌大有可为。**智能马桶是切中卫浴痛点的低渗透高成长性品类，其中产品力和体验感更强的一体机年销量约679万台，渗透率仅9%，我们预计家用智能一体机销量2024年将增长18%至701万台。

**智能马桶的渗透率和规模如何展望？**1) 总量视角：与其他低渗透率品类对比，产品的高频使用、价格适中、体验感好决定了其能够拥有更高的渗透率天花板；2) 需求视角：当前较大体量的更新需求对行业销量的弹性拉动依然可观，家用一体机2023-28年销量预计复合增长18%至1350万台。

**智能马桶的格局如何展望？**线上渠道一体机CR5约40%，九牧、恒洁、箭牌与瑞尔特份额靠前，分体式外资主导CR5约73%；精装修与酒店渠道外资领先。短期看行业集中度较低，但起点高于可选消费品，国产替代或能成为格局变化的催化剂之一，尽管产品技术生产无法构成绝对壁垒，但渗透初期产品为王的逻辑依然成立，渠道能力对份额扩张亦有重要作用。

**瑞尔特：优质组件龙头进军下游，布局自主品牌成长可期。**1) 制造优势：公司深耕冲水组件二十余年，在卫浴产品的研发、制造、质量控制等多方面积累深厚，产品口碑好、客户资源多，冲水组件领先地位持续巩固；基于技术与客户优势的迁移，智能马桶代工业务增长动能充足。2) 自主品牌加速崛起：公司线上渠道快速放量，2023年线上GMV增长超300%；线下经销商及工程渠道初步建立，率先开拓新家电KA渠道，随着120万台产能陆续释放以及渠道、营销的日益完善，有望打开自主品牌的成长潜力。

**盈利预测与估值：**公司为全球冲水组件领军企业，切入智能马桶打开成长空间。预计2023-2025年归母净利润同比5.2%/24.9%/20.6%至2.2/2.8/3.3亿，对应PE为22.3/17.9/14.8倍。通过多角度估值，预计公司合理估值11.9-14.6元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**智能马桶行业渗透率提升不及预期；自主品牌拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,868	1,960	2,179	2,710	3,198
(+/-%)	45.5%	4.9%	11.2%	24.4%	18.0%
净利润(百万元)	139	211	222	277	334
(+/-%)	21.6%	51.4%	5.2%	24.9%	20.6%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.53	0.66	0.80
EBIT Margin	7.8%	8.8%	10.0%	10.9%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	10.9%	10.8%	12.5%	14.3%
市盈率 (PE)	35.6	23.5	22.3	17.9	14.8
EV/EBITDA	23.6	20.8	20.0	15.7	13.0
市净率 (PB)	2.79	2.56	2.42	2.24	2.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 深度报告

#### 轻工制造 · 家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004  
 证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004  
 证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn liijing29@guosen.com.cn S0980523020001  
 联系人：李晶

### 基础数据

投资评级 买入(首次评级)  
 合理估值 11.94 - 14.59元  
 收盘价 12.02元  
 总市值/流通市值 5023/3133百万元  
 52周最高价/最低价 13.29/7.10元  
 近3个月日均成交额 47.77百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

<b>瑞尔特：冲水组件龙头，切入智能马桶引领二次增长</b>	<b>5</b>
1.1 专注马桶卫浴二十余年，从代工走向自有品牌	5
1.2 大股东持续稳定，管理层经验丰富	6
1.3 收入稳健成长，盈利能力已企稳回升	7
<b>智能马桶蓬勃兴起，国产品牌大有可为</b>	<b>8</b>
2.1 智能马桶：切中痛点的低渗透高成长品类	8
2.1.1 智能马桶行业规模：三个核心问题的探讨	11
2.1.2 智能马桶格局分析：历史趋势与格局展望	17
2.2 冲水组件：发展趋于成熟，行业集中度较高	21
<b>瑞尔特：优质组件龙头进军下游，布局自主品牌成长可期</b>	<b>22</b>
3.1 多年全球冲水组件龙头，品质及技术研发实力领先	22
3.2 背靠产品力，渠道及营销日渐成熟，自主品牌成长可期	24
<b>财务分析</b>	<b>27</b>
4.1 收入规模尚小，增速领先可比公司	27
4.2 费用控制良好，盈利能力优异	28
4.3 现金流表现较好，存货周转天数回升	29
<b>盈利预测与投资建议</b>	<b>30</b>
5.1 盈利预测	30
5.2 估值与投资建议	31
<b>风险提示</b>	<b>33</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1: 公司历史大事沿革	5
图 2: 公司产品包括卫浴配件、智能卫浴及同层排水系统产品	5
图 3: 公司四大创始人及亲属持有超 65% 股权	6
图 4: 公司内外销并重发展, 营收整体增长稳健	7
图 5: 公司智能座便器及盖板业务收入快速增长	7
图 6: 公司毛利率自 2022 年开始逐渐修复	8
图 7: 公司期间费用率受财务费用率影响较大	8
图 8: 公司 2022 年净利润同比增长 51.4%	8
图 9: 公司此前净利率水平较高, 2022 年以来迎来修复	8
图 10: 智能坐便器功能持续完善, 在座圈加热外完善了各类提升舒适度的功能	9
图 11: 我国智能坐便器整体规模实现高速增长 (销量)	9
图 12: 智能马桶行业线上销额保持高速增长	9
图 13: 我国智能马桶渗透率成长空间大	10
图 14: 线上渠道分品类看, 一体机销量较马桶盖增幅更高	10
图 15: 一体机价格降幅更高是其占比高、增速快的原因之一	10
图 16: 京东 45 岁以上用户对智能坐便器的需求增长位居前列	11
图 17: 我国每年改造约 5 万个老旧小区、涉及近千万户	12
图 18: 智能一体机和马桶盖线上价格近年均保持下降	15
图 19: 智能一体机的线上均价已稳定低于海外中高端品牌传统坐便器的水平 (单位: 元)	15
图 20: 集成灶的价格溢价近年保持稳定 (单位: 元)	16
图 21: 烟灶消集成灶的溢价近年同样稳中有升 (单位: 元)	16
图 22: 智能一体机仍处于价格降低、销量高增的阶段	16
图 23: 智能一体机类似于集成灶早年高增、价差降低的年份	16
图 24: 一体机线上销额份额: 九牧和瑞尔特趋升、外资趋降	18
图 25: 线上智能马桶格局: 分体式 (右) 格局稳定	18
图 26: 2023 年 19 城 3-5 星级新开业酒店智能坐便器品牌份额	18
图 27: 用户对智能马桶的功能及价格最为关注	19
图 28: 产品痛点依然很多 (2023Q3 调查)	19
图 29: 智能马桶的冲洗水路存在诸多工业设计细节	19
图 30: 智能马桶各价格带的头部品牌有所不同 (2023 年)	19
图 31: 智能坐便器渠道主要包括线上、建材与连锁	20
图 32: 线下仍是智能坐便器主销渠道, 线上发展迅猛	20
图 33: 精装修市场智能马桶配置率持续提升	20
图 34: 智能一体机的抖音渠道起量明显 (销额)	20
图 35: 集成灶线下分品牌销额份额趋势	21
图 36: 集成灶龙头 2017-2022 年线下经销商数量	21
图 37: 冲水组件广泛应用在便器之中, 价格相较马桶整体价格较低但是最核心的配件	21

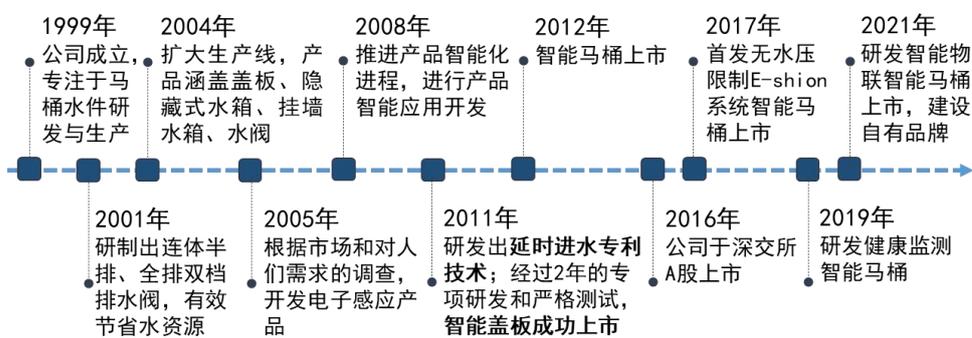
图 38: 冲水组件国内配套需求近 10 年规模平稳 .....	22
图 39: 智能马桶具备非常多的功能 .....	22
图 40: 公司保持 4%左右的研发投入 .....	23
图 41: 公司拥有的专利权数量持续攀升 .....	23
图 42: 瑞尔特的人均产出高于惠达及箭牌 (万元) .....	23
图 43: 公司冲水组件客户涵盖国内外知名卫浴品牌 .....	24
图 44: 公司对大客户的依赖度较低 .....	24
图 45: 公司智能坐便器及盖板收入快速成长 .....	24
图 46: 公司在线上主要电商平台收入迎来高增 .....	26
图 47: 公司线下以工程渠道及经销商门店为主 .....	26
图 48: 公司的百度搜索指数已超过 TOTO/九牧等头部品牌 .....	27
图 49: 自 2021 年开始公司销售费用投入加大 .....	27
图 50: 瑞尔特收入规模尚小 (单位: 亿元) .....	28
图 51: 瑞尔特收入增速保持领先 .....	28
图 52: 公司毛利率已恢复至行业较高水平 .....	28
图 53: 公司净利率水平领先行业 .....	28
图 54: 整体费率控制优异, 低于可比公司 .....	29
图 55: 公司现金流整体较为良好 .....	29
图 56: 应收账款周转天数下滑, 存货周转天数小幅回升 .....	29
表 1: 公司主要高管在瑞尔特具备丰富的任职经验 .....	6
表 2: 低渗透率品类消费属性对比: 智能马桶使用高频、渗透率低, 且预计天花板更高 .....	11
表 3: 智能马桶一体机商用需求拆分及预测 .....	13
表 4: 智能马桶一体机家用需求拆分及预测 .....	14
表 5: 低渗透品类对比: 智能一体机相较传统品类仍有价格收窄空间 .....	17
表 6: 集成灶与卫浴龙头线下经销商与门店数量对比 .....	21
表 7: 瑞尔特智能马桶功能完善, 产品评价较高 .....	25
表 8: 相较于其他卫浴品牌, 瑞尔特线下渠道仍有较大开拓空间 .....	26
表 9: 公司在抖音及小红书上的粉丝数位居行业头部水平 .....	27
表 10: 公司营业收入-盈利预测 .....	30
表 11: 公司未来 3 年盈利预测表 .....	31
表 12: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	31
表 13: 资本成本假设 .....	31
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	32
表 15: 公司及可比公司经营情况 .....	33

# 瑞尔特：冲水组件龙头，切入智能马桶引领二次增长

## 1.1 专注马桶卫浴二十余年，从代工走向自有品牌

公司诞生于1999年，成立之初便专注于马桶水件研发与生产。2001年研制出连体半排、全排双档排水阀，随后扩大产品线，推出盖板、水箱、电子感应产品等。2011年公司研发出延时进水专利技术，随后推出智能马桶、智能盖板，完成从组件到终端产品的布局。2021年公司推出自有品牌智能坐便器产品，并通过经销商、线上渠道和工程渠道进行销售，实现从代工到自有品牌的开拓。

图1：公司历史大事沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司主要产品包括**卫浴配件产品**（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**（隐藏式水箱等），在冲水组件市场全球排名前三、国内第一。

图2：公司产品包括卫浴配件、智能卫浴及同层排水系统产品

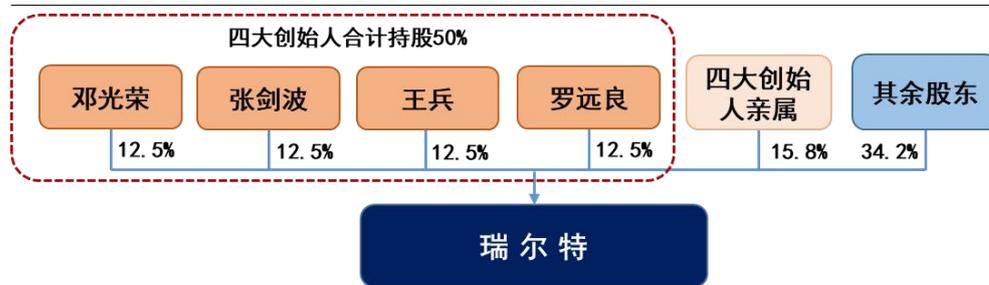


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 1.2 大股东持续稳定，管理层经验丰富

**四大创始人及亲属直接持股超 65%，股权结构稳定。**公司大股东为四大创始人，各自持股 12.5%，其余前十大股东均为创始人亲属，合计持股比例超过 65.8%，股权结构较为集中且稳定。公司四大创始人于 2012-2019 年存在一致行动关系，2019 年一致行动关系解除，公司不存在实际控制人。

图3：公司四大创始人及亲属持有超 65%股权



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：上述持股比例为 2023 年三季报数据

**管理层均在公司任职多年，经验丰富、激励足。**公司董事及高管均在公司有多年任职经历，分别负责研发、制造、管理等方面工作，分工明确、任职稳定。公司于 2020 年对副总经理等核心骨干员工共 114 人进行股权激励，共授权 2.73% 股权。

表1：公司主要高管在瑞尔特具备丰富的任职经验

高管	职位	履历
罗远良	董事长/创始人	厦门大学工商管理硕士，1995 年-1999 年在厦门威迪亚建材工业有限公司工作；从 1999 年起在瑞尔特工作；2008 年-2012 年担任公司执行董事；2012 年-2014 年担任公司董事长；2014 年-2016 年担任公司董事长、总经理；2016 年至今担任公司董事长。
张剑波	董事/总经理/创始人	西安交通大学机械工程系本科，1990 年-1999 年在虹福塑胶有限公司工作；1999 年-2012 年担任瑞尔特总经理；2012 年-2014 年担任公司董事、总经理；2014 年-2018 年担任公司董事；2018 年至今，担任董事、总经理。
邓光荣	董事/副总经理/创始人	1983 年-1999 年，曾先后在福建武夷汽配有限公司、厦门威迪亚建材工业有限公司工作；1999 年起，在瑞尔特工作；2001 年-2012 年担任公司监事；2012 年至今，担任公司董事、副总经理，负责公司管理部工作。
赵晓虎	副总经理	安徽理工大学化学工程系本科，1999 年-2007 年在安徽国祯能源等工作，2008 年-2016 年先后瑞尔特担任高级储干、总经理助理、装配科副经理、制造部经理；2016 年至今，担任公司副总经理。
王兵	副董事长/副总经理/创始人/核心技术人员	1990 年-1999 年，在厦门威迪亚建材工业有限公司等工作；1999 年起在瑞尔特负责研发工作；2000 年-2008 年担任公司执行董事；2012 年-2016 年担任董事、副总经理；2016 年-2018 年担任公司董事、总经理；2018 年至今，担任公司副董事长、副总经理。自公司创立伊始，王兵先生一直带领公司研发团队进行节水型卫浴产品的技术研究和产品开发工作，在他的领导下，公司先后取得了 1100 多项节水领域的自主知识产权。
童华辉	副总经理	2011 年至今先后在瑞尔特担任储备干部、采购专员、内审专员、总经理助理、电商总裁；2020 年 5 月至今在公司二级全资子公司 AQUATIZ INVESTMENT PTE. LTD. 担任董事；2020 年 5 月至今在公司三级全资子公司阿克蒂思(厦门)科技有限公司担任执行董事、经理。
吴燕娥	副总经理/董秘	2017 年 7 月至 2018 年 4 月，在四川好彩头实业股份有限公司从事法律事务工作；2018 年 5 月至今在公司证券事务部任职，2021 年 8 月起任公司证券事务代表。
陈绍明	财务总监	1990 年-2007 年，担任福建纺织化纤集团有限公司财务部副经理、经理、审计室主任；2007 年-2009 年担任泉州红瑞兴纺织有限公司财务总监；2009 年-2011 年担任永安市佳洁置业有限公司财务总监；2011 年-2012 年担任冠达星股份有限公司财务总监；2012 年 6 月至 8 月在瑞尔特财务部工作；2012 年 8 月至今，担任瑞尔特财务总监。

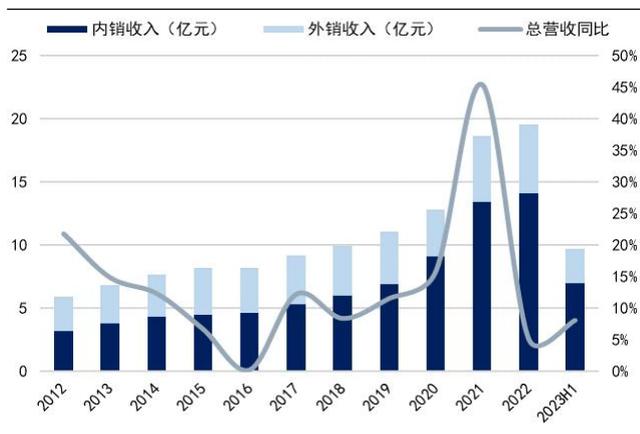
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 1.3 收入稳健成长，盈利能力已企稳回升

**营收稳健增长，内外销并重发展。**公司营收从2012年不到6亿稳步成长至2022年19.6亿，年复合增速12.7%，2023Q1-Q3收入同比+11.6%至15.5亿。公司内外销并重，2012-2022年内外销收入复合增速分别为16.1%、7.2%，内销占比从2012年的53%提升至72%。内销增长较快一方面受益于国内智能马桶行业的蓬勃发展，另一方面部分内销陶瓷卫浴客户将公司的产品配套后亦用于出口；直接外销除2021年受益于全球产业链转移之外，其余年份增长较为稳健。

**智能座便器及盖板快速放量，水箱及配件业务增长稳定。**分业务看，水箱及配件、智能座便器及盖板是公司两大核心业务，2022年营收占比分别为36.6%、51.3%，同层排水系统产品占比为9.1%。智能座便器及盖板收入快速增长，是公司的核心驱动力，2012-2022年智能座便器及盖板业务收入复合增速为28.6%，其中2019-2022年受益于智能卫浴高景气发展，公司智能座便器及盖板收入迎高增，复合增速高达51.1%；公司水箱及配件业务增长相对稳定，2012-2022年复合增速3.9%。

图4：公司内外销并重发展，营收整体增长稳健



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司智能座便器及盖板业务收入快速增长

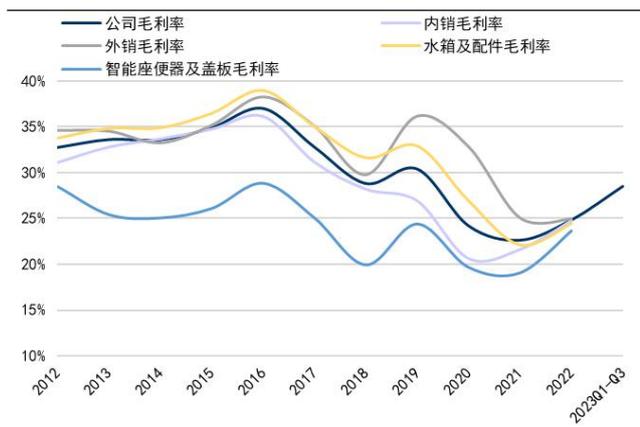


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**毛利率受原材料价格及疫情等影响，2022年以来已出现企稳回升趋势。**受疫情、原材料、业务结构等因素拖累，公司2020年以来毛利率处于历史低位，随着原材料价格高位回落，2022年公司毛利率开始企稳回升，2023Q1-Q3毛利率提升至28.5%。分业务看，公司核心产品冲水组件的毛利率相对较高，2012-2019年平均毛利率达到34.8%，主要系冲水组件是便器品质的核心部件，单价较低、行业格局较好；智能座便器2012-2019年毛利率在25%左右。分内外销看，公司外销毛利率较高，2012-2019年平均为34.6%。

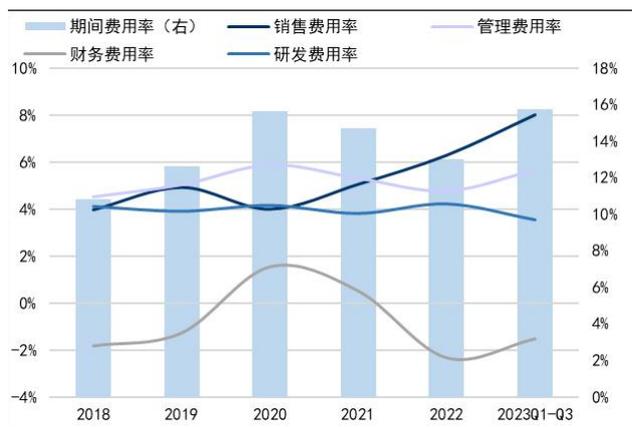
**公司费用率受汇兑损益影响较大，销售费用率有所提升。**公司管理费用率及研发费用率基本稳定，2018年以来分别在5%和4%左右上下浮动；销售费用率受到自有品牌建设力度加大的影响，从2018年不到4%提升至2023Q1-Q3的8.0%；财务费用对期间费率的影响相对较大，2023Q1-Q3财务费用率为-1.5%，主要受汇兑损益影响波动。

图6: 公司毛利率自 2022 年开始逐渐修复



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司期间费用率受财务费用率影响较大



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司 2019 年前净利率平均达到 18%，2022 年净利率逐渐修复。2020 年受到疫情、汇兑损益大幅增加的影响，公司利润率出现较大下滑；2021 年受到原材料成本上涨与自主品牌推广力度加大影响，盈利进一步承压；2022 年随着原材料价格下行、汇兑受益，净利率快速攀升至 11%；2023 年在毛利率修复的同时自主品牌的费用投放加大，净利率同比-0.6pct 至 10.2%。

图8: 公司 2022 年净利润同比增长 51.4%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理  
注: 2023 年数据来自公司业绩快报, 下同

图9: 公司此前净利率水平较高, 2022 年以来迎来修复



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 智能马桶蓬勃兴起，国产品牌大有可为

### 2.1 智能马桶：切中痛点的低渗透高成长品类

智能坐便器/马桶盖增长的本质，是产品切实有效地提升了消费者如厕体验，属于典型的“刚需类”消费升级品类。智能坐便器产品近年从过往简单的座圈加热、妇洗臀洗、感应冲水等功能基础上，节能省电、抗菌（座圈抗菌、冲水去除卫生死角、泡沫盾、阻垢）、智能翻盖、静音等产品功能的升级进一步提升了消费者使用体验。智能马桶分为智能马桶盖和智能马桶一体机两类，智能马桶盖可安装

在传统马桶上使其具备部分智能功能，同时智能马桶均价更高，根据奥维云网，2023 年线上智能一体机均价为 2505 元，智能马桶盖均价为 1383 元，而传统马桶均价低于 1000 元。

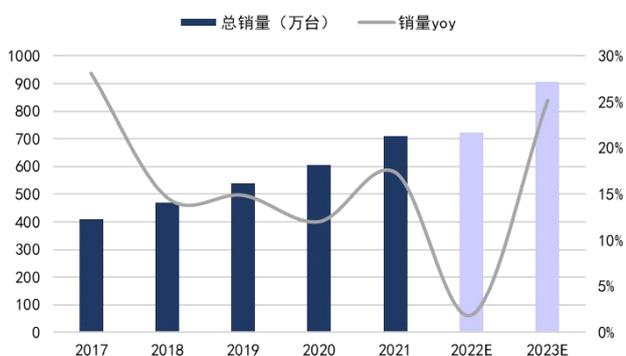
图10: 智能坐便器功能持续完善，在座圈加热外完善了各类提升舒适度的功能



资料来源: 京东瑞尔特产品页, 国信证券经济研究所整理

我国智能坐便器行业持续成长，年销量预计超 900 万台，但对比坐便器大盘，其渗透率仍处于低位。根据奥维线上数据，2023 年智能坐便器（含一体机和马桶盖）线上销额同比增长 11%至 68.4 亿元，零售量增长 19.8%至 308 万台。参考 2021-2022 年线上占全渠道比例约 34%~36%，预计 2023 年行业销量超 900 万台，对比国内每年约 0.85-1.0 亿台马桶的销售体量（参考中国建材流通协会陶瓷卫浴经销商委员会数据），预计目前智能坐便器的渗透率约 9%~10%左右。

图11: 我国智能坐便器整体规模实现高速增长（销量）



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 奥维云网推总测算, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 2022-2023 年参考历史渠道比例, 结合奥维线上监测数据推导

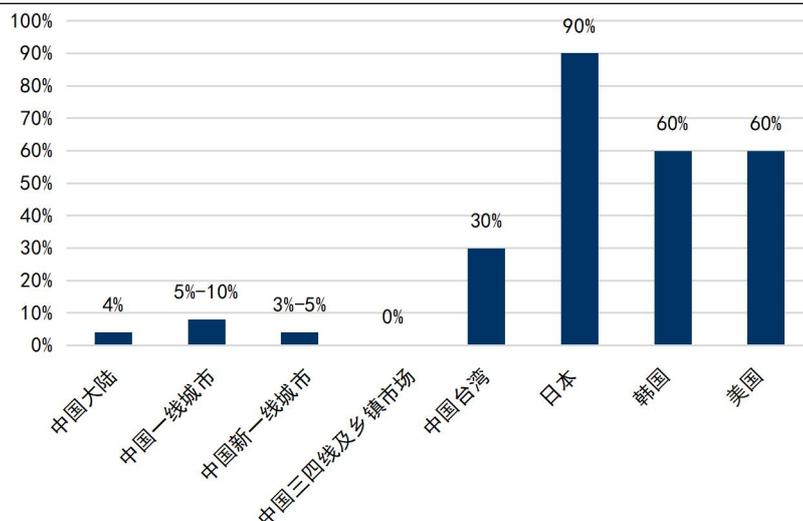
图12: 智能马桶行业线上销额保持高速增长



资料来源: 奥维云网线上推总测算, 国信证券经济研究所整理

而根据国家电网和奥维云网 2022 年 12 月发布的《2022 中国智能坐便器消费趋势》数据，在我国北上广等一线城市，智能马桶的普及率在 5%-10%以上；新一线城市的普及率在 3%-5%左右；三四线城市和乡镇市场中，还几乎处于空白阶段；而对比发达国家，日本为 90%、美国为 60%、韩国为 60%。

图13: 我国智能马桶渗透率成长空间大

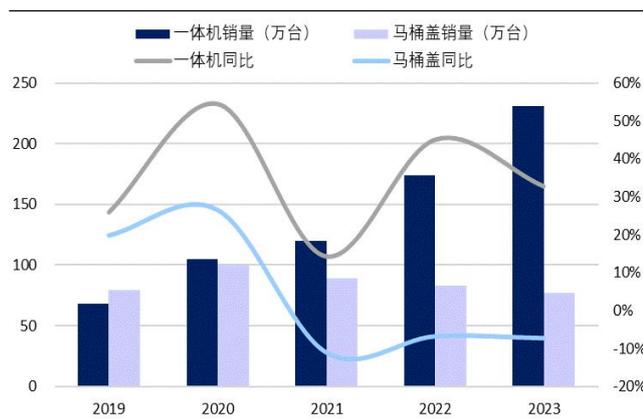


资料来源: 国家电网, 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

进一步细分来看, 一体机销量增速更高。参考 2023 年线上数据, 一体机和马桶盖的销额分别增长 14%/下滑 7.4%至 58 亿/11 亿元, 一体机和马桶盖零售量分别增长 32%/下滑 7%至 231 万/77 万台。目前一体机依然占据线上销量的三分之二以上, 考虑到智能一体机之于传统坐便器是完全替代 (而马桶盖与传统马桶并非完全此消彼长), 因此仅看智能一体机相对坐便器每年的销量渗透率则处在更低的水平。

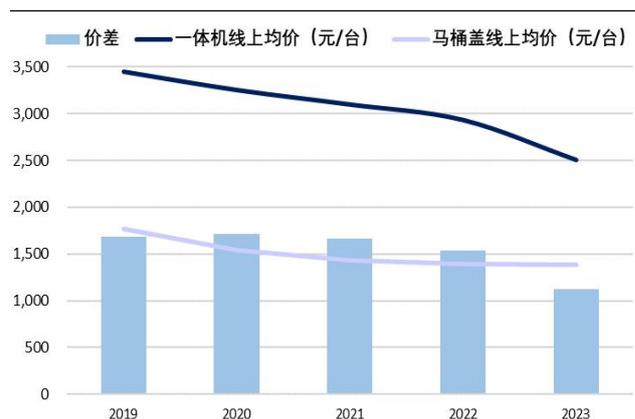
一体机销量增速和占比优于马桶盖的原因, 一方面来自于功能更全面的产品力优势, 另一方面则与两者价差缩小有关, 近年一体机价格趋降, 使整机的购买门槛持续降低。2023 年智能一体机线上均价为 2505 元/-14.6%; 智能马桶盖均价为 1383 元/-5.2%, 均价均持续下探, 但一体机较马桶盖的价差进一步缩小。

图14: 线上渠道分品类看, 一体机销量较马桶盖增幅更高



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图15: 一体机价格降幅更高是其占比高、增速快的原因之一



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

## 2.1.1 智能马桶行业规模：三个核心问题的探讨

智能马桶相对传统马桶带来的使用体验提升明显，这是智能马桶渗透率持续向上的最底层逻辑。而现阶段超 900 万台的年销量基础上，未来渗透率和规模的发展如何展望？我们尝试通过对比进行思考和讨论，结论是：**当前智能马桶仍处于初期高增的红利期，且预计天花板更高。**具体如下：

**Q1：总量视角：和近年其他低渗透率品类对比，其现在处于什么状态？**

A：通过对比低渗透率品类的各维度消费属性和近年销量/额数据，我们可以看到智能坐便器这一品类的优势是**使用频率最高、单价适中、体验感明显提升、且消费者对产品力和品牌的要求更高。**

表2：低渗透率品类消费属性对比：智能马桶使用高频、渗透率低，且预计天花板更高

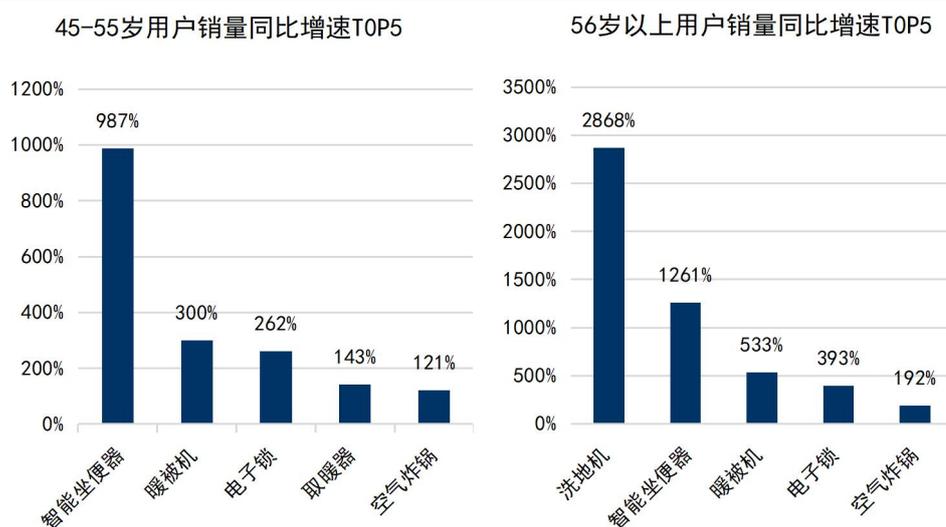
品类	使用频率	替代标的	内销渗透基数均价（元）	2023 销量（万台）	渗透/保有	规模化销售年份	近五年销量复合增速	可对标渗透/保有率
智能马桶	高，每日多次	传统马桶	7400 万台	2240	906	渗透：12% 2016：销量超 200 万	14%	美国、韩国保有率 60%、日本保有率 90%
集成灶	高，每日 1-3 次	传统烟灶	1885 万台	8957	271	渗透：14% 2017：销量超 100 万	6%	-
扫地机	低，周频	人工	城镇 3.3 亿户	2991	458	保有：10% 2015：销量超 200 万	-8%	美国保有率 12%
投影仪	中，每日 1-2 次	电视	3656 万台	1775	586	渗透：16% 2018：销量超 200 万	20%	卧室电视占比约 20%
按摩仪	中，周频	人工	城镇 3.3 亿户	277	4690	保有：14%	15%	日本按摩椅保有率 27%

资料来源：奥维云网、中国家电网、产业在线、洛图科技、国家统计局，国信证券经济研究所整理

同时定性来看，未来智能马桶的发展还存在另外两重催化：

**（1）老龄人口对于便捷、健康的需求。**京东数据显示，智能马桶增速在 45 岁以上的人群中位居前列。随着我国老龄化的加深，智能、便捷、健康产品的需求会持续增加。

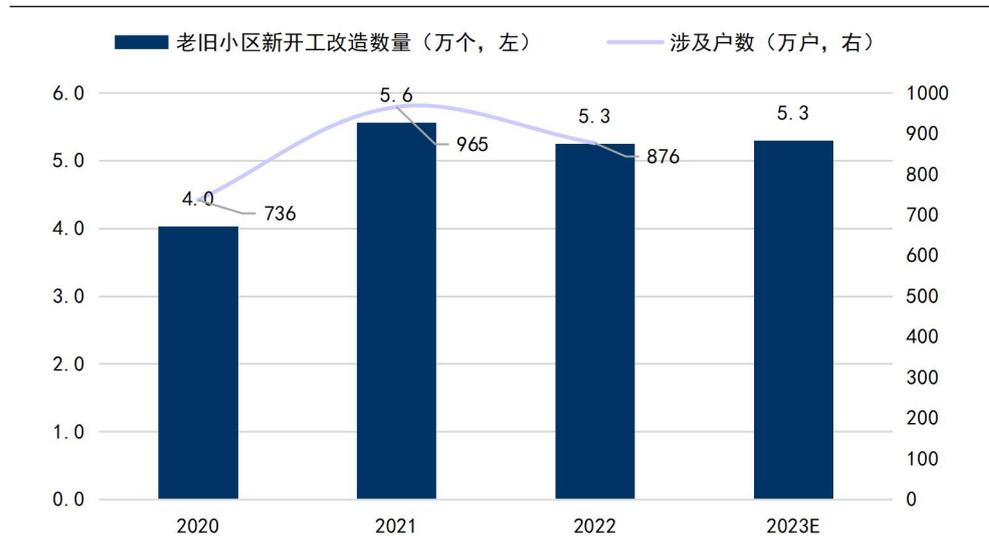
图16：京东 45 岁以上用户对智能坐便器的需求增长位居前列



资料来源：京东研究院，国信证券经济研究所整理

**（2）老旧小区改造需求大。**我国约有老旧小区 17 万个，涉及人口过亿，这些老旧小区基本采用传统马桶。2020 年我国开始全面推进城镇老旧小区改造工作，有望给智能马桶行业带来新增量。

图17: 我国每年改造约 5 万个老旧小区、涉及近千万户



资料来源：国家统计局、奥维云网，国信证券经济研究所整理

因此智能马桶的消费属性决定了其具有较扫地机、集成灶、投影、按摩器具等低渗透品类更高的空间，同时智能马桶兴起的时间更晚，这导致消费者受教育时间更短，叠加消费者年龄结构变化、老旧小区改造等外生催化，有望使行业仍处于初期高增的红利期。

## Q2：需求细拆：2C 需求和 2B 需求各几何？渗透率天花板在哪里？地产的影响？

A：首先，在上表数据中，相对模糊的数据是每年国内马桶的总需求量，其消费属性与白电有类似之处，但包含了 2C（住宅）需求和 2B（酒店、办公楼、公共场所等）需求，因此我们同时参考地产、商用场景和空调等品类数据先对马桶的基础需求进行拆分，再进一步测算智能马桶的未来渗透率和规模：

### 1、马桶的年实际需求测算

#### (1) 住宅需求：预计年需求量为 6901 万台/套

根据统计局 2023 年住宅竣工面积 7.24 亿平米和贝壳研究院数据统计的二手房成交套数约 596 万套推算（2020 年以前基本在 400 万+的水平），2023 年具有装修需求的住宅套数约为 1320 万套，参考空调约 123%的保有率，假设更为刚需高频的马桶的户均需求量为 1.5 套，则 2023 年住宅装修带来的马桶需求约为 1980 万套。

更新需求方面，假设马桶的更新周期与白电相当为 12 年（实际上，还存在部分农村地区原始厕所、以及城镇蹲便更新为坐便的需求），由于早年缺乏马桶销量相关数据，因此我们参考 2012 年同样相对刚需的大家电空冰洗的销售情况，同期空调、冰箱、洗衣机销量分别为 5716 万/5567 万/3481 万台（产业在线口径），因此以平均值假设马桶当年销量约为 4921 万台，即为 2023 年的更新需求。

据此我们判断住宅相关需求在 2023 年约为 6901 万台/套左右。

## (2) 商用需求：预计年需求量为 455 万台/套

商用需求集中在商用地产和酒店，其中：

商用地产我们主要根据办公和商业营业用房面积推算需求量。其中 2023 年办公楼+商业营业用房竣工面积约为 9913 万平米，假设每千平米设置 1 组厕所，每组厕所 10 个马桶的配置，则办公楼年均新增约为 99 万台/套。以 20 年更新替代计，则参考 2003 年商用建筑竣工面积推算得 56 万台/套，合计 155 万台/套。

酒店方面，参考中国饭店协会对 2022 年酒店的统计，国内存量客房数约为 1426 万间，同比增长 80 万间，假设其作为疫情后客房增速进一步恢复至 100 万间，则每年带来 100 万台/套增量需求。存量方面，假设酒店马桶更新周期为 12 年，参考中国社会科学院旅游研究中心发布的《2010 年中国旅游发展分析与预测》，国内星级酒店的客房总数为 200 万间、连锁酒店客房总数 94 万间，因此保守假设存量更新需求约在 300 万台/套。

据此我们判断商用需求量约为 455 万台/套左右。

综上所述我们预计国内马桶的实际年需求量约为 7356 万台/套的水平。

## 2、智能马桶的渗透率拆分和规模展望

我们假设一体机与传统马桶是此消彼长的关系，而智能马桶盖则与传统坐便器共存，因此为简化计算，对于智能一体机我们以每年马桶销量需求作为渗透率基数，而马桶盖则以马桶保有量作为渗透率基数。2023 年基于我们对马桶需求量测算，智能坐便器（一体机+马桶盖）的销量渗透率约为 12.3%。

### (1) 一体机：预计当前 679 万台的销量渗透率约为 9.2%

参考前文假设 2023 年线上渠道占比 34%，则预计一体机全渠道销量约 679 万台，对应马桶销量渗透率约 9.2%。这一渗透率若进一步从住宅和商用角度拆分：

**商用：**假设酒店需求占商用需求绝大比例，进一步假设四星级以上酒店均配备智能一体机，而三星级（以全季、桔子等为代表）配备率 30%，则根据智研咨询统计，三星级酒店客房占比约为 19%，四星及以上约为 21.9%（2021 年），因此预计酒店需求中智能一体机的销量约 84 万台，对应商用需求渗透率约为 18.5%。增量方面，假设未来 5 年高星级酒店保持低速增长，同时三星级酒店客房智能马桶逐步实现全部配备，则酒店需求增量约为 49 万台，年均约为 10 万台体量。

表3: 智能马桶一体机商用需求拆分及预测

	2023	2028E	五年增量 E
商用马桶总需求量（万台）	455	475	-
其中：办公及其他商用	155	155	-
<b>酒店需求量</b>	<b>300</b>	<b>320</b>	<b>20</b>
三星以下	177	177	-
三星	57	66	9
四星及以上	66	76	10
<b>酒店智能一体机销量（万台）</b>	<b>84</b>	<b>133</b>	<b>49</b>
<b>综合渗透率</b>	<b>18%</b>	<b>28%</b>	<b>10pct</b>
其中：三星	17	57	40
三星配备率	30%	100%	70%
四星及以上	66	76	10
四星以上配备率	100%	100%	-

资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理及预测

家用：减去商用需求后，家用智能一体机销量约为 595 万台，对应住宅相关的马桶销量渗透率约为 8.6%。结合此前集成灶在不到 10% 渗透率时新增与更新需求 7:3 作为推导参考，将新房需求和更新替代需求进行进一步的渗透率拆分，可以看到存量更新的渗透率处于低个位数水平，而新增需求渗透率预计在 21% 左右。

基于此我们假设 2024 年渗透率进一步加速增长，而长期维度假设渗透率增速略放缓，2024 年和 2028 年的综合渗透率分别达到 10.5% 和 17.6%。而基数角度，我们假设家用马桶的新增需求在 2024 年受竣工和二手房交易相对低迷影响，保守预计下滑 20%，长期维度回到 2023 年的水平；而更新需求保持 3% 的低位复合增长，则 2024 年预计家用智能一体机销量约 701 万台，同比增长约 18%；2028 年一体机销量达到 1350 万台，2023-2028 复合增速约为 18%。

表4：智能马桶一体机家用需求拆分及预测

	2022A/E	2023A/E	2024E 短期增量	2028E 长期增量	2023-2028 CAGR		
家用马桶总需求量（万台）	6204	6901	6653	-248	7685	784	2%
其中：更新替代	4778	4921	5069	148	5705	784	3%
新房与二手房新需求	1427	1980	1584	-396	1980	-	0%
家用智能一体机销量（万台）	413	595	701	105	1350	754	18%
综合渗透率	6.7%	8.6%	10.5%	1.9pct	17.6%	8.9pct	-
其中：更新替代量（万台）	124	179	304	125	616	437	28%
更新需求渗透率	3%	4%	6.0%	2pct	11%	7pct	-
新房与二手房新需求量（万台）	289	417	397	-20	734	317	12%
新增需求渗透率	20%	21%	25%	4pct	37%	16pct	-

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

注：2022 年数据中，假设马桶更新替代保持 3% 复合增速倒推；家用智能一体机销量根据 2022 年线上数据推导，得到总销量约为 483 万台，减去 2022 年商用需求（假设 2023 年商用需求增长 20%）得到家用销量体量约为 413 万台。2022-2023 年新增需求和更新需求渗透率假设仍为 7:3。

从测算中也可以看到，竣工/新房短期的波动客观上确实会对需求带来一定的负面影响，但由于较大体量的更新需求存在，其对行业整体销量的弹性拉动依然可观，可达到年均百万台的级别。

## （2）马桶盖：存量配套率空间巨大，但取决于价格的下探幅度。

由于智能马桶盖与一体机是竞争关系，其主要依托存量坐便器提升渗透率，即其渗透基数是建立在传统马桶的保有基础上的（此假设可以理解为当年非新增或更新的需求，如果消费者有新增或更新坐便器的需求，则会直接购买一体机，而非购买新坐便器+智能马桶盖）。因此综合上文对一体机的测算，进一步对马桶盖的渗透率和增长做测算：

家用领域，假设全国马桶的保有率略大于空调（2022 年保有率 134%）达到约 150%，则全国 4.9 亿户对应马桶保有量约为 7.4 亿台/套，参考奥维的线上监控数据的推导，预计从 2015 年到 2023 年智能一体机、智能马桶盖的全渠道累计总销量约为 4860 万台的水平，因此国内仍有约 7.0 亿台/套的传统马桶存量。因此在 7.0 亿的基础上，智能马桶盖的年销量在 200-300 万套的水平，即对整体配套率的年提升幅度约为 0.3-0.4pct。

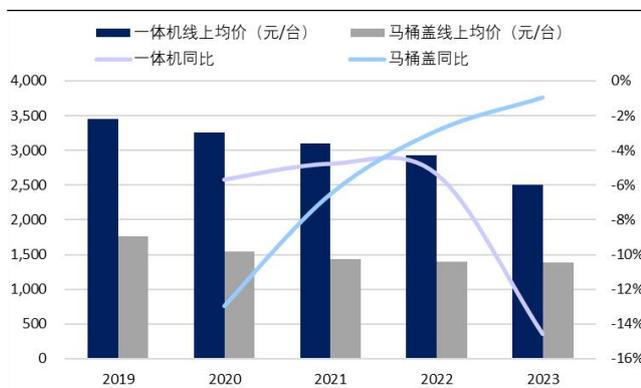
理论上智能马桶盖的保有率提升具有一定的可持续性，但实际上马桶盖 2023 年销量出现了下滑，除了和一体机存在潜在竞争外，**价格是马桶盖的主要竞争劣势**。奥维口径 2023 年马桶盖线上均价约为 1383 元，同比略降 0.9%，近五年价格的复合降幅 7.6%，但产品单价仍高于传统马桶 800-900 元的均价，因此智能马桶盖的销量突破重点或取决于其价格下探力度，若传统马桶+智能马桶盖的价格之和（2023 年线上价格之和约为 2205 元）显著低于一体机（2023 年线上均价 2505），

如低于 2000 元、即智能马桶盖价格下探到 1200 元以下，则马桶盖对存量马桶的配套率有望进一步提升。

### Q3：价格视角：量增价减持续多久？价格下探的幅度可能到什么程度？

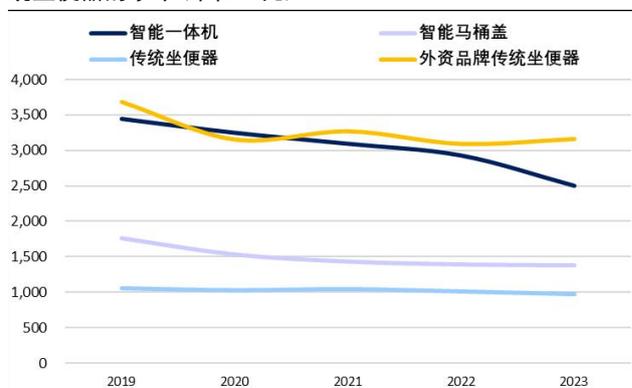
A：客观上看随着技术成熟、规模效应和竞争导致的价格下降仍会成为短期趋势，2019-2023 年智能一体机和马桶盖的线上均价复合降幅约为 7.7%、5.9%，这一方面有利于品类渗透率的加速提升，另一方面品类的**刚需耐用属性和传统马桶作为价格底**使品类的价格下探力度或相对有限（这一点与曾经的集成灶有类似之处）。另外，如果对比传统坐便器价格，可以看到目前智能一体机的均价已经稳定低于外资品牌传统产品（科勒、TOTO）的水平，**从侧面也能够佐证当前智能一体机的价格已经达到了消费者对于“中高端坐便器”合理的价格区间认知。**

图18：智能一体机和马桶盖线上价格近年均保持下降



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图19：智能一体机的线上均价已稳定低于海外中高端品牌传统坐便器的水平(单位：元)



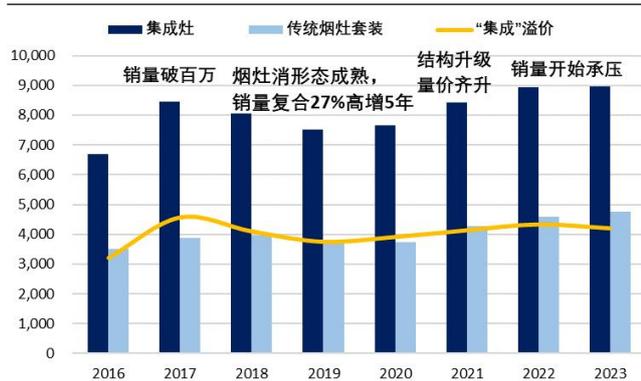
资料来源：奥维云网，久谦，国信证券经济研究所整理

注：外资品牌传统坐便器线上均价选取科勒、TOTO 线上均价

进一步地，如果我们回顾集成灶的近年行业均价可以看到，在产品形态阶段性成熟的 2018-2019 年、2022-2023 年，价格均存在一定压力，但“集成”带来的产品力溢价仍保持稳中略升。从过程来看，溢价由增转降一定伴随着销量的高增（2017-2018 年，体现出产品成熟、以价换量、竞争加剧的特点），而溢价持续下滑 2-3 年后，行业迎来一轮产品升级（2020-2021），此时溢价止跌回升并基本保持稳定，但销量仍在产品升级拉动下维持高增的景气，直到产品迭代进一步成熟，价格仍维持相对稳定，而增量方面出现承压。

另外考虑到 2021 年起产品结构升级（烟灶消→烟灶蒸烤等）对集成灶整体均价起到了拉升作用，若剔除这一因素，只比较烟灶消集成 vs 烟灶消分体这一固定形态，可以看到集成溢价在经历 2-3 年下滑后，仍实现了稳步回升。

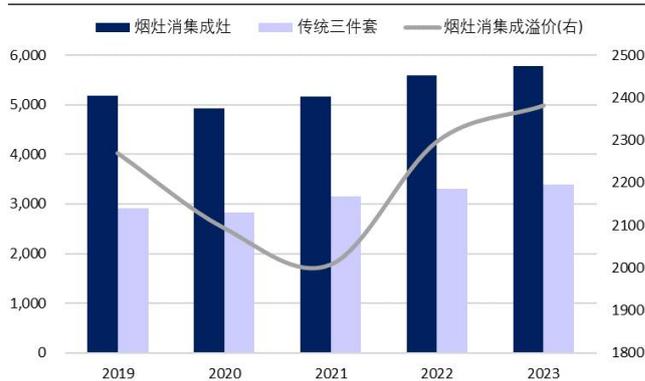
图20: 集成灶的价格溢价近年保持稳定 (单位: 元)



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

注: 集成套装价格为油烟机+燃气灶+部分(消毒柜+嵌入式微蒸烤)价格, 其中消毒柜和嵌入式的权重参考当年行业销量比例作为权重

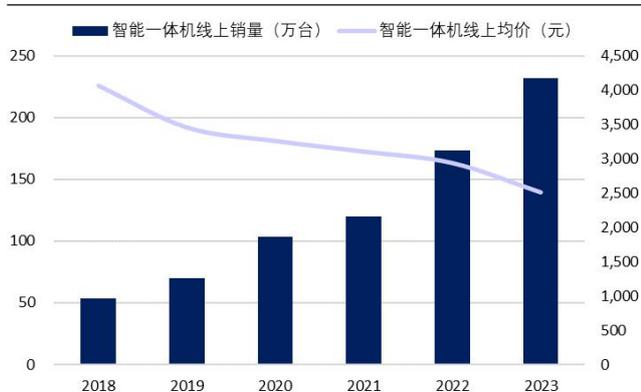
图21: 烟灶消集成灶的溢价近年同样稳中有升 (单位: 元)



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

因此回看智能马桶的量价关系与走势, 我们可以从定性角度出发, 判断目前行业处于销量景气高增的中期(或类似于集成灶的2019年前后, 只不过由于智能马桶的形态相对集成灶的丰富度略低, 因此以价换量的时间窗口也被拉长), 相较传统产品的溢价或仍存在收窄空间, 溢价止跌回升的时点或取决于(1)产品形态的重大更新; (2)行业销量相对饱和后竞争格局的优化, 因此短期价格端仍会存在压力, 但这或也能够从侧面说明, 行业销量的饱和期或还尚未到来。

图22: 智能一体机仍处于价格降低、销量高增的阶段



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图23: 智能一体机类似于集成灶早年高增、价差降低的年份



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

最后从价格绝对值来看, 若从消费端视角来看, 我们同样参考可替代品的价差水平。除了上文讨论的集成灶外, 若将其他可选品类纳入考量, 可以看到一个大致的规律: 低渗透品类的行业均价一般在传统品类的2倍以上, 而价格接近传统品类中的高端品牌均价。而目前智能一体机已经和行业头部品牌的传统产品均价相仿, 但考虑到目前行业销量仍处于高增状态, 以价换量或能够进一步向传统品类的价格底线靠近, 参考洗地机、集成灶的价格低点, 其均价较传统品类的头部品牌价格仍会进一步低约30%, 因此预计短期维度谨慎来看(不考虑形态的重大升级等), 智能一体机的价格或进一步下探到2200元的价格区间, 假设在未来三年高增期达到这一价格, 则价格的年均下探幅度预计约为4.4%。

表5: 低渗透品类对比: 智能一体机相较传统品类仍有价格收窄空间

低渗透品类	潜在竞争传统品类	高端品牌
集成灶	分体式	方太(集成烹饪中心)
8957	4755	10880
洗地机	无线吸尘器	戴森
2419	1400	2980
激光投影	彩电	索尼
9042	3495	10399
智能一体机	传统坐便器	科勒/TOTO
2505	970	3160

资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 2.1.2 智能马桶格局分析: 历史趋势与格局展望

智能马桶作为典型的耐用消费品, 其研发生产壁垒低于更可选的电子消费品, 但消费者对产品力和品牌的重视程度更高, 同时渠道壁垒介于可选消费品和耐用家用电器之间, 因此短期看, 行业集中度预计较低, 但起点会高于可选消费品, 但在向传统厨卫领域的集中度靠拢的过程中, 渠道所带来的护城河或略低于传统厨卫品类。另外国产替代或也能成为短期格局变化的催化剂之一。

### (1) 行业格局发展历史与趋势

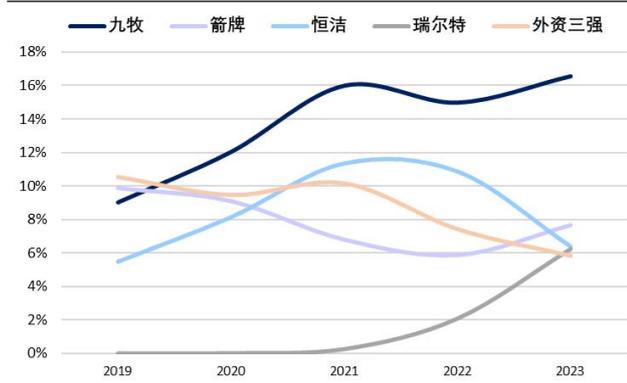
近年智能马桶一体机品牌数量快速扩容, 智能马桶盖品牌数量较为稳定: 奥维云网显示, 2017-2022 年智能马桶一体机品牌数量从 60 余个持续增加至超过 300 个, 不时有品牌异军突起; 而马桶盖品牌数量则稳定在 100 个左右。

**线上渠道: 一体机内资弯道超车, 分体式以外资为主。**

**一体机产品功能不断升级, 行业竞争较为激烈。**2023 年行业整体 CR5 约为 40%, 整体相对分散。九牧、恒洁、箭牌等传统卫浴品牌市占率靠前, 瑞尔特则爬升迅速, 2023 年线上份额分别为 17%/8%/6%/6%, 外资品牌份额 2022 年以来出现较为明显下滑, 科勒、松下和 TOTO 在 2023 年的线上销额份额均为 2%左右, 而**九牧和瑞尔特的提升趋势更为明显。**

**分体式格局稳定集中度高。**2023 年行业整体 CR5 约为 73%, 外资品牌松下、东芝、科勒、TOTO 等仍占据主要市场份额, TOP5 中仅海尔一家内资企业。其中松下一家独大, 一方面由于智能马桶盖的线上均价一般不到 1500 元, 而 TOP5 中科勒、TOTO 均价(2023)较高为 2769、3282 元, 松下、东芝、海尔则均在同一价格带且靠近行业主流价格, 同时进一步消费者对日系品牌在智能马桶的认知心智上也更为成熟, 导致了松下成为价格、品牌和消费者认可兼具的绝对龙头。

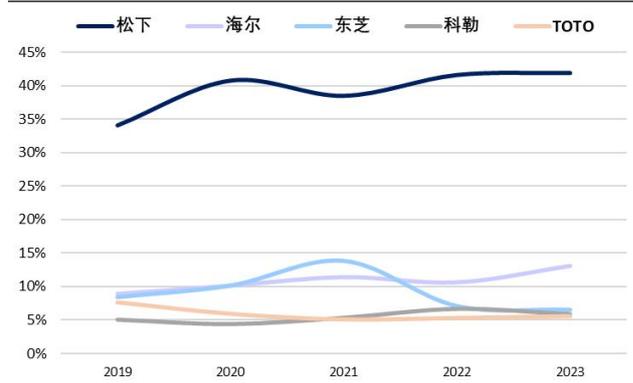
图24：一体机线上销额份额：九牧和瑞尔特趋升、外资趋降



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

注：外资三强为科勒、松下和TOTO，三品牌在2023年的线上销额份额均为约2%

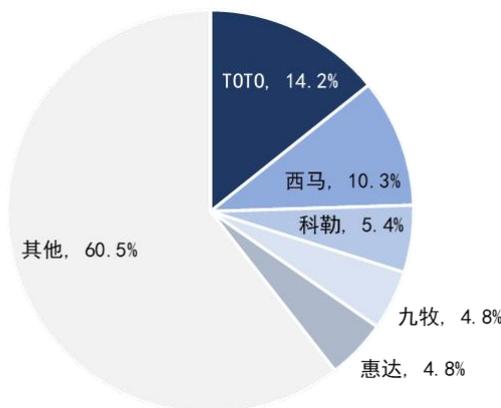
图25：线上智能马桶格局：分体式（右）格局稳定



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

**精装修与酒店渠道：外资领先、内资追击。**根据奥维地产大数据，精装修渠道外资优势较大，2023年智能一体机与智能盖板份额前三的品牌均为科勒、杜拉维特与唯宝，其中科勒以近三成的份额为TOP1，内资品牌中九牧领跑；酒店渠道方面，2023年TOTO以14.2%的份额为智能坐便器TOP1品牌，内资中西马、九牧与惠达也较为领先，份额分别为10.3%/4.8%/4.8%。

图26：2023年19城3-5星级新开业酒店智能坐便器品牌份额



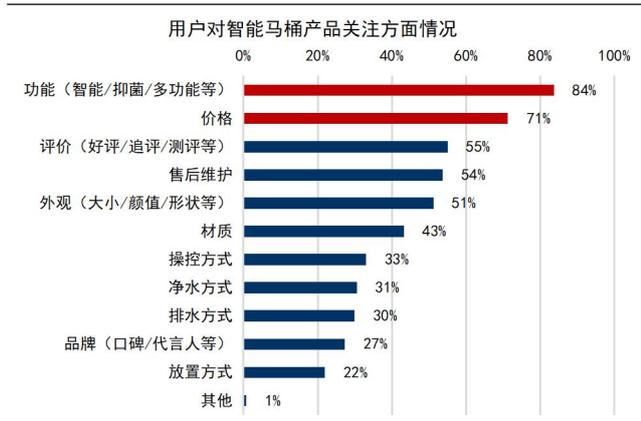
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

## (2) 行业竞争要素和格局展望

我们参考前文对智能马桶消费属性和品类属性的分析，作为低渗透的耐用消费品，尽管产品的技术生产无法构成绝对壁垒，但渗透初期产品为王的逻辑依然成立。进一步看，渠道能力的建设对份额的扩张有重要作用。

**产品角度：消费者对于产品功能及价格最为看重，品牌认知尚不稳固。**根据奥维云网的调研数据，用户在选购智能马桶时，对功能、价格及评价最为看重，而对品牌的关注度较为一般。另外当前产品痛点仍相对较多，用户对产品本身的重视，有利于强产品但营销、品牌偏弱的新进入企业，国内品牌及代工企业均有望获得更多的行业空间。

图27: 用户对智能马桶的功能及价格最为关注



资料来源: 奥维云网&国家电网调研, 国信证券经济研究所整理

图28: 产品痛点依然很多 (2023Q3 调查)

分类	具体内容	
产品方面	坐温	不使用时坐温也很高、费电
	冲水	冲水声音很大、影响晚上休息
		刚落座就冲水, 经常飞溅
		冲完水才自动合盖, 细菌容易扩散
	翻盖	翻盖太灵敏/不够灵敏
	按键	按键失灵
	妇洗臀洗	冲力很大, 有刺痛感, 洗不干净
	烘干	烘干要等很久
	语音控制	语音功能很鸡肋
	智能互联	手机连接没反应/很慢
泡沫盾	没效果, 而且会反臭	
质量	漏水漏电, 质量不好	
售后方面	售后服务差, 维修效率很低	

资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

而从具体产品方面的竞争力来看, 核心有二: 水路和智能化。

水路分为冲水水路和清洗水路, 冲水水路已经相对成熟, 但清洗水路在清洁杀菌、净水过滤、温度控制等综合维度要求更高, 在“配备”的基础上, 还需要在工业设计细节上拥有更丰富的迭代经验 (如冲水、自清洁的水流力度、清洁效果、水件间是否藏污纳垢、噪音等), 这使得目前市面上产品仍处于表面看各功能都有, 但实际使用效果不佳的局面。

智能化依靠人机交互的研发和产品迭代能力, 感应翻盖、感应冲水等一系列传感-执行-交互的功能由于逻辑相对简单, 属于“做到”简单“做好”难 (如翻盖感应过于灵敏/不够灵敏、座圈控温、节能性等)。

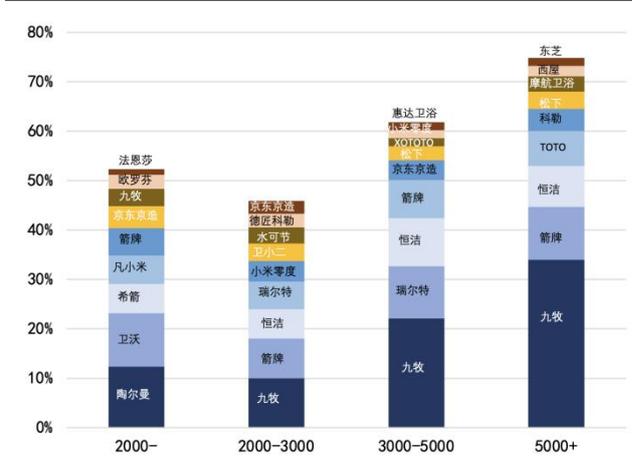
另外产品矩阵同样是重要的, 在智能马桶整体渗透率持续向上、马桶盖份额萎缩的背景下, 各价格段的消费者都处于需求较为旺盛的状态 (除了座圈加热刚需功能外, 感应、冲洗、泡沫盾等不同功能都有可能排列组合), 因此高中低端产品组合的完备性对品牌的份额提升具有积极意义。

图29: 智能马桶的冲洗水路存在诸多工业设计细节



资料来源: 奥维云网&国家电网调研, 国信证券经济研究所整理

图30: 智能马桶各价格带的头部品牌有所不同 (2023 年)



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

### 渠道角度：销售渠道扩宽

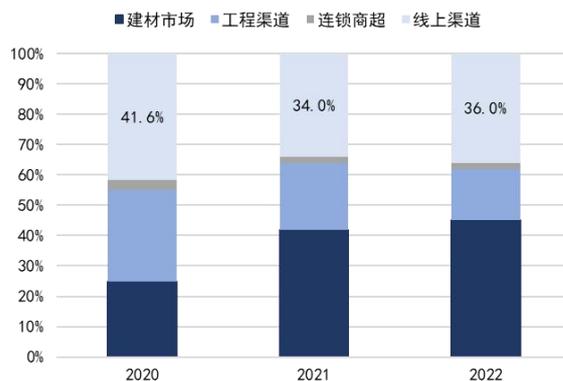
从渠道结构来看，根据国家电协会智能卫浴电器专业委员会数据，线下渠道仍是智能坐便器的主销渠道，主要集中在建材市场和工程渠道，2022年线下渠道合计占比达64%；线上渠道近年来实现迅猛发展，新进入品牌多选择以线上作为发力重点，2022年线上渠道占比36%。

图31：智能坐便器渠道主要包括线上、建材与连锁



资料来源：奥维云网、中国家电网，国信证券经济研究所整理

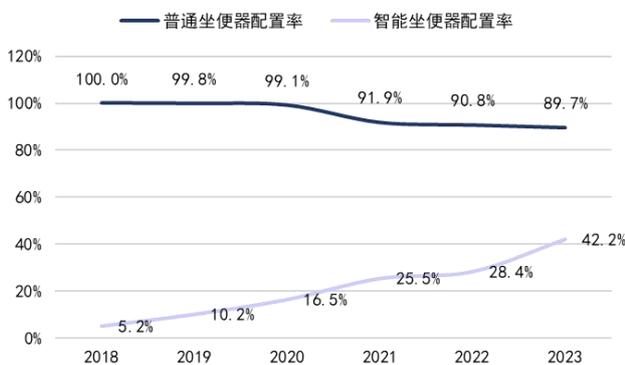
图32：线下仍是智能坐便器主销渠道，线上发展迅猛



资料来源：中国智能卫浴电器产业发展研究报告（2023），国信证券经济研究所整理

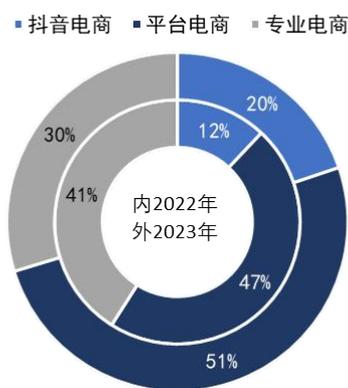
**新兴渠道起量明显。**1) 精装修渠道配置率持续提升：2023年精装修渠道智能马桶配套数量达39.4万套，配套率从2018年的5.2%提升至42.2%。2) 线上抖音、拼多多渠道占比提升：2023年线上销售渠道中，抖音渠道销售额占比+8pct至20%，快手、拼多多与小红书等渠道也快速崛起。

图33：精装修市场智能马桶配置率持续提升



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图34：智能一体机的抖音渠道起量明显（销额）



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

另外，尽管智能马桶线上占比并不低，但线下渠道的作用仍不可忽视，尤其是在B端仍有一定增量空间的背景下，无论是区域性的跑马圈地，还是家装、工程、2B等渠道的拓展依然都是早期行业高增时不可或缺的重要增量，另外售后服务同样是渠道能力的一环。当前智能马桶头部企业的线下布局仍处于相对初步的阶段，以瑞尔特为例，其经销商数量、能力对比传统卫浴品类与厨电品类仍相对较弱。

表6: 集成灶与卫浴龙头线下经销商与门店数量对比

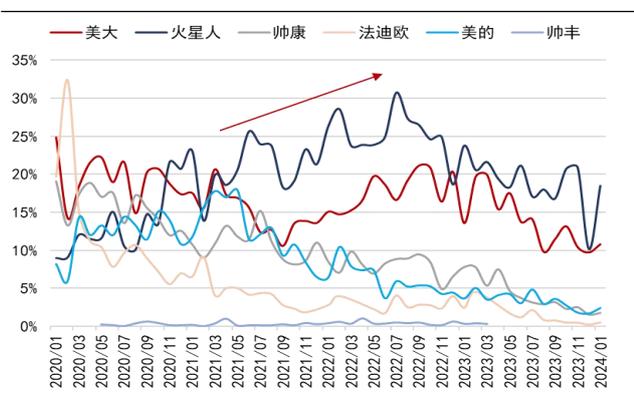
	集成灶				卫浴企业			
	火星人	帅丰电器	亿田智能	浙江美大	箭牌家居	惠达卫浴	帝欧家居	瑞尔特
经销商	1450	1300	1300	1900	2000	-	欧神诺 1400+帝王 750	经销网点 600+
门店	2000	1700	1700	3800	13378	1934	欧神诺 4000+帝王 1000	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 集成灶门店为经销专卖店; 卫浴企业中箭牌家居与帝欧家居为终端门店/惠达卫浴为专卖店, 传统卫浴企业的卫生陶瓷、龙头五金等品类线下渠道布局相对成熟

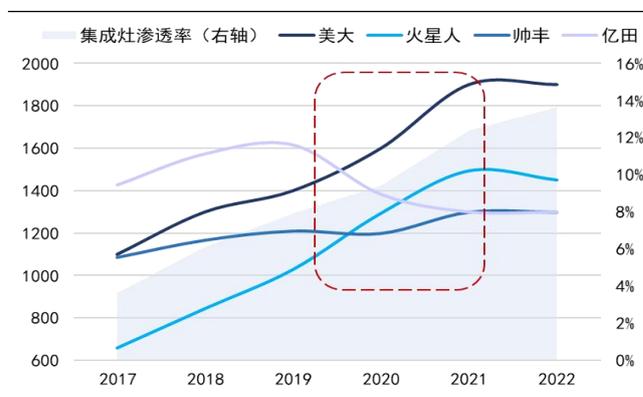
因此结合更成熟品类集成灶的格局演变历史来看, 在渗透率快速提升阶段, 线下渠道终端网点铺设的广度是提份额的重要抓手。当前智能马桶渗透率并不高, 我们预计智能马桶行业或仍处于竞争的白热化阶段, 考虑到品类线上占比约 40%且传统卫浴企业的线下渠道布局其实也相对成熟, 判断智能马桶的线下渗透率更低, 后续的招商空间也更充足。

图35: 集成灶线下分品牌销额份额趋势



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图36: 集成灶龙头 2017-2022 年线下经销商数量



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

## 2.2 冲水组件: 发展趋于成熟, 行业集中度较高

冲水组件广泛应用于便器当中, 决定便器的质量、节水效果。冲水组件由进水阀、排水阀构成, 应用在便器冲水水箱内部, 具有开启冲水、补水、自动关闭的功能。它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37: 冲水组件广泛应用在便器之中, 价格相较马桶整体价格较低但是最核心的配件



资料来源: 京东、公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

国内冲水组件需求规模约 7000 万套/年，全球规模约为 1.7 亿套/年，规模较为稳定。1) 参考公司招股说明书的计算方法，“便器类卫生陶瓷制品的产量约占卫生陶瓷总产量的 30%，以 1 套便器类卫生陶瓷制品需要装配 1 套冲水组件为标准”，以 2021 年规模进行测算，国内冲水组件配套市场需求量近 6660 万套/年，2011-2021 年复合增长 1.0%，发展较为平稳。以公司 2015 年销售均价 29.6 元/个计算，冲水组件行业规模为 19.7 亿。2) 以我国卫生陶瓷的产量约占全球卫生陶瓷产量的 40% 估算，全球冲水组件配套需求约为 1.7 亿套/年，预计规模超 50 亿元。

瑞尔特预计占全球冲水组件约 15% 的份额，位居全球第三、国内第一。以 2021 年全球冲水组件 50 亿规模计算，瑞尔特冲水组件收入约 7 亿+，份额约为 15.7%。全球排名前二的冲水组件企业为福马和吉博力，其中吉博力 2021 年安装及冲水系统收入 98 亿元（不仅含冲水组件），福马规模预计与吉博力接近。因此，预计全球冲水组件 CR3 超过 50%，行业集中度较高。

图 38: 冲水组件国内配套需求近 10 年规模平稳



资料来源: Wind、公司招股说明书, 国信证券经济研究所计算和整理  
注: 2022 年国内卫生陶瓷的生产秩序受疫情多点复发影响而出现断崖式下跌

图 39: 智能马桶具备非常多的功能



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 全球冲水组件规模为预估值, 销量根据我国销售规模倒推、均价采用瑞尔特 2015 年销售均价, 存在一定偏差

## 瑞尔特: 优质组件龙头进军下游, 布局自主品牌成长可期

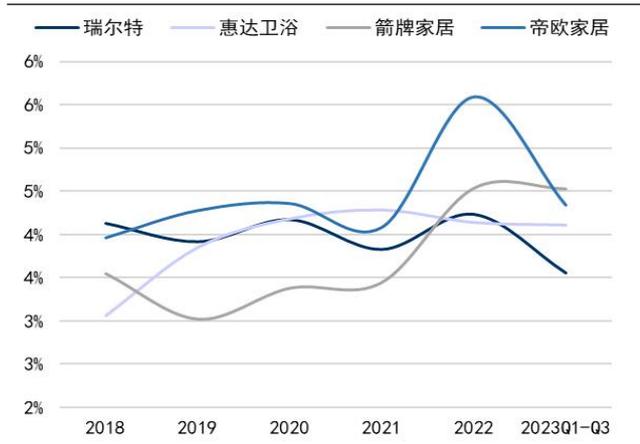
### 3.1 多年全球冲水组件龙头, 品质及技术研发实力领先

瑞尔特深耕冲水组件二十余年, 稳居全球冲水组件领先地位。公司已多年位居全球冲水组件市场前三名, 2021 年全球市占率约为 16%。保持领先的背后, 是公司在研发、制造、质量控制等方面持续不断的投入、进步与积累。

持续研发投入构建技术壁垒, 制造端实现“自动化”升级, 产品质量认证多且全。

1) 研发: 公司研发费用率稳定在 4% 左右, 专利数持续攀升至 1733 项, 其中发明专利 107 项。公司产品在节水、静音降噪、耐用等方面保持行业领先的水平。2) 制造: 公司拥有先进的模具制造设备和完整的模具研发、设计、加工制造能力, 能快速响应客户需求。2010 年公司成立自动化部门, 开始组件自动化产线, 大幅降低生产成本, 人均创收高于同行业公司。3) 认证: 公司获得中国、美国、欧盟等 10 多个国家和地区的权威机构认证, 在同行业中处于领先地位。

图40: 公司保持 4%左右的研发投入



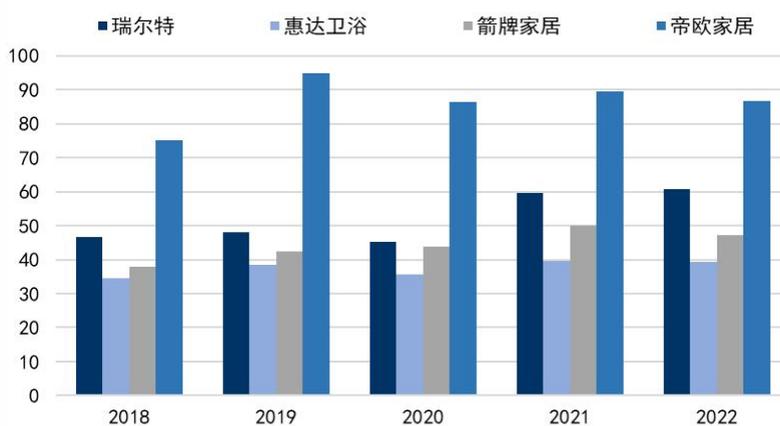
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图41: 公司拥有的专利权数量持续攀升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图42: 瑞尔特的人均产出高于惠达及箭牌 (万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 帝欧家居以陶瓷墙地砖为主, 卫浴产品占比不到 20%

**冲水组件技术优势+智能马桶专利储备, 开拓智能马桶市场水到渠成。**冲水组件是便器最核心的部件, 犹如发动机之于汽车。公司在冲水组件领域已是国际领先, 2008 年起开始研发智能马桶。目前公司在智能马桶方向已有 800+项专利储备, 在防潮、阻燃、使用寿命、防漏电等方面圆满达标。

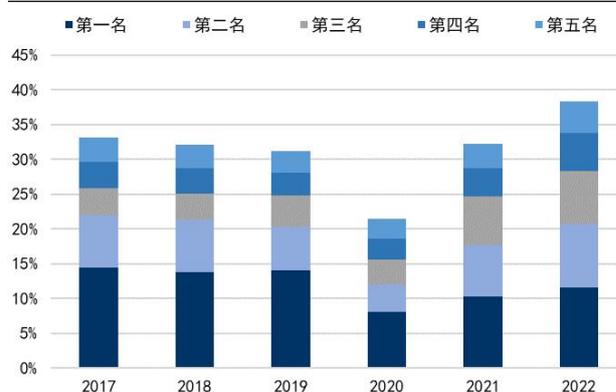
**丰富客户资源和良好的口碑, 有助于新产品快速打开市场。**节水组件赢得国际卫浴品牌信赖, B 端客户超 2000 家, 资源丰富, 主要客户涵盖 ROCA、INAX、KOHLER、American Standard、箭牌等国际知名卫浴品牌商, 拥有良好稳定的关系, 为公司切入智能马桶 ODM 贴牌业务提供支撑。

图43: 公司冲水组件客户涵盖国内外知名卫浴品牌



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图44: 公司对大客户的依赖度较低



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 3.2 背靠产品力, 渠道及营销日渐成熟, 自主品牌成长可期

公司智能马桶业务快速成长, 2019-2022 年智能坐便器及盖板收入复合增速达 51.1%。前期以代工为主, 为部分海内外中高端卫浴品牌、家电品牌、家居家装企业以及国内互联网企业提供 ODM; 2021 年公司推出自主品牌并重点发力, 背靠优质产品力, 当前自主品牌线上渠道已取得不错的成果, 线下正加速拓店, 借力营销促进销售转化, 有望进一步打开成长空间。

图45: 公司智能坐便器及盖板收入快速成长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**产品端: 多年技术沉淀打造智能马桶强大产品力, 从产品研发设计、生产制造到品质管控、售后服务有专业完善的自有体系, 得以持续进行产品迭代。**

**公司智能马桶功能齐全、评价高:** 1) 严格把控选品, 采用进口元器件, 产品维修率低于同行业 2%-3%; 2) 精准抓住用户的痛点, 智能化功能齐全。相较竞品, 公司采用医用级等离子高级灭菌技术, 覆盖马桶壁杀菌更彻底, 而市场普遍采用的

紫外线杀菌功能仅适用于局部杀菌且对喷嘴材质有要求；UX8 一级水效相较市场普遍的二级水效，节水性能更优异。公司将安全性放在首位，马桶冲刷、人体局部冲洗用水与自来水管设计时做到了安全、可靠的隔离；3) 公司天猫店铺评分 4.9 分，高于同行 20%，京东产品好评率行业领先。

**产能翻倍扩充:**公司于 2022 年底投产“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地项目”，原有智能坐便器产能为 60 万套，项目达产后智能卫浴产能达 180 万套，未来 3-5 年将随着市场消化能力而逐步释放。

表7: 瑞尔特智能马桶功能完善，产品评价较高

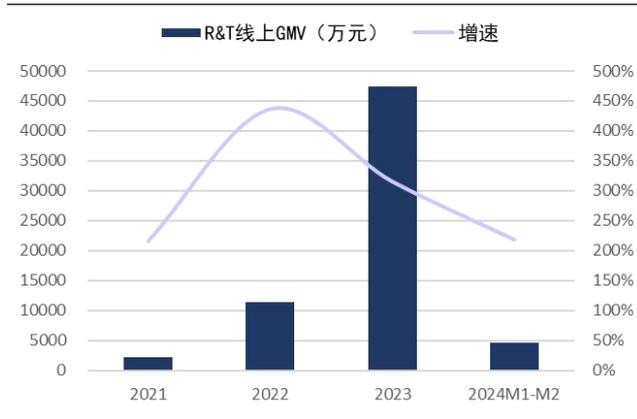
	A2 (轻智能)	F3	A6	D5	UX7	UX8	A60
到手价 (元)	2499	3298	3499	3698	4598	4999	5999
加热方式		即热式	即热式	即热式	即热式	即热式	即热式
智能显示					智能灯显	智能灯显	单温度
泡沫盾		内置			内置	内置	内置
温感自控	仅座温	✓		✓		✓	✓
进阶功能			✓	✓	✓	✓	✓
自动翻盖			✓	✓	✓	✓	✓
脚感翻盖冲水/离座关盖	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
等离子杀菌			✓	✓	✓	✓	✓
冲洗功能			✓	✓	✓	✓	✓
离座/停电/脚感冲水/预润湿	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
冲刷方式	E-shion	U-wave	E-shion	U-wave	U-power	U-power	E-shion turbo
人性化功能							
水温风温 6 档调节		✓	✓	✓	✓	✓	✓
水压 3 档调节		✓	✓	✓	✓	✓	✓
喷嘴位置 5 档调节		✓	✓	✓	✓	✓	✓
童洗模式						✓	✓
冷热清洗						✓	
暖风烘干		✓	✓	✓	✓	✓	✓
喷嘴抗菌自洁		✓	✓	✓	✓	✓	✓
基础功能							
臀/妇/移动按摩冲洗/双孔水洗/持续温水冲洗		✓	✓	✓	✓	✓	✓
坐圈加热/抗菌	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
光感夜灯	可开关	✓	✓	✓	✓	✓	✓
安全防护							
安全保护	7 重	12 重	12 重	12 重	12 重	12 重	12 重
除臭方式	硅藻纯	无光触媒	硅藻纯	无光触媒	无光触媒	无光触媒	水除臭
整机防水	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4	IPX4
环保							
水效	二级	二级	二级	二级	二级	一级	二级
评价							
京东好评率	98%	99%	98%	99%	98%	99%	100%

资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

**渠道端：全渠道的布局逐渐完善，线上高增，线下以经销模式拓店为主，同时积极进行门店形象管理，扩大专卖店比例、门头占有率。**

**自主品牌线上渠道快速增长。**公司线上渠道主要包括抖音、天猫及京东三个平台，以抖音为主要推广平台，直营官方旗舰店销售为主。根据久谦，2023 年公司线上全平台 GMV 总额同比+315.9%至 4.74 亿元；2024 年 1-2 月延续高增长，累计 GMV 同比+218.8%至 0.46 亿元。

图46: 公司在线上主要电商平台收入迎来高增



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图47: 公司线下以工程渠道及经销商门店为主

瑞尔特成功入选万科采筑2022供应商综合指数SCI榜单



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**线下以拓零售门店为主。**公司线下主要为经销商、工程两个渠道，1) 以经销商模式为主，通过零库存直销、轻成本的 1V1 店中店模式快速拓店，其中经销商仅负责销售获客，由公司统一负责仓储、物流与售后服务安装，目前铺设的经销网点已超 600 多家，此外公司已率先进驻苏宁易购、京东门店等新家电 KA 渠道，考虑到家电 KA 线下门店网点数量众多，有望成为重要的渠道增量。参考行业内箭牌、帝欧约 2000+经销商与 5000+终端门店数量，公司线下渠道仍有较大开拓空间。2) 工程渠道将在控制回款期限风险的前提下对接酒店与开发商、装修商。

表8: 相较于其他卫浴品牌, 瑞尔特线下渠道仍有较大开拓空间

	瑞尔特	箭牌家居	惠达卫浴	帝欧家居
工程家装	酒店/地产开发商/装修公司/养老院等	房企/酒店/学校/医疗/政府等	地产板块/央企政府板块/房企 (802 家)	地产开发商/酒店/医院/市政/学校/商业等
经销渠道	经销网点 600+家, 集中于沿海与中部地区, 进驻苏宁易购、京东门店等新店 KA 渠道	经销商约 2000 家 (箭牌/法恩莎/安华分别 1105/450/425 家) 终端门店 13378 家 (包括专卖店、家装店、商超店、家电/百货商场异业店、社区店、乡镇店)	专卖店 1934 家, 合作 KA 场包括居然之家 (204)、红星美凯龙 (144)、欧亚达、喜盈门等	专卖店 1400 家, 合作 KA 场包括居然之家 (204)、终端门店 4000 个; 帝王经销商 750+家, 门店数量近 1000 个

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

另外, 在安装与售后服务方面, 公司布局合作的安装售后团队已基本覆盖除偏远地区的全国各地, 同时也在积极培育经销商的售后服务能力。目前公司在一二线城市的布局相对密集, 根据销售半径进行辐射能实现较快速度地响应, 偏远地区也能在 24 小时内形成反馈。

**营销端: 积极广宣提高品牌曝光、助力销售转化。**公司积极拥抱新媒体, 进行流量投放, 在小红书、抖音等内容电商平台精准推广, 与红人、达人合作直播带货, 公司在抖音与小红书的粉丝数位居行业头部水平、获赞率较高。2022 年以来瑞尔特搜索指数快速提升, 目前已超过 TOTO、九牧卫浴等头部品牌水平; 同时在线下营销方面, 公司也在积极进行线下地广投放, 增强品牌认知力, 以吸引更多消费者。

表9: 公司在抖音及小红书上的粉丝数位居行业头部水平

	抖音			小红书		
	粉丝数量	作品	获赞	粉丝数量	笔记数量	获赞收藏
瑞尔特	22.2w	958	22.2w	0.91w	414	9.0w
惠达卫浴	4.8w	835	8.1w	0.36w	181	2.5w
idear 地尔	4.9w	343	107.8w	0.12w	106	0.23w
TOTO	0.83w	572	2.7w	3.8w	178	3.1w
箭牌	37.3w	543	120.8w	0.19w	223	0.28w
九牧	74.0w	1221	193.0w	4.4w	960	12.8w
希箭	40.1w	4301	37.4w	1.7w	301	2.6w

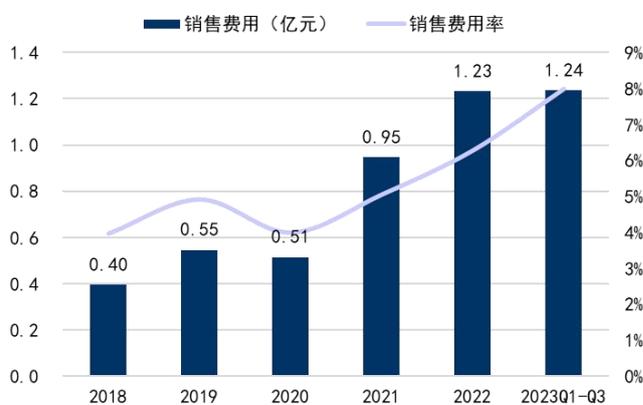
资料来源: 抖音、小红书, 国信证券经济研究所整理  
注: 截至 2024/3/27

图48: 公司的百度搜索指数已超过 TOTO/九牧等头部品牌



资料来源: 百度搜索, 国信证券经济研究所整理

图49: 自 2021 年开始公司销售费用投入加大



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

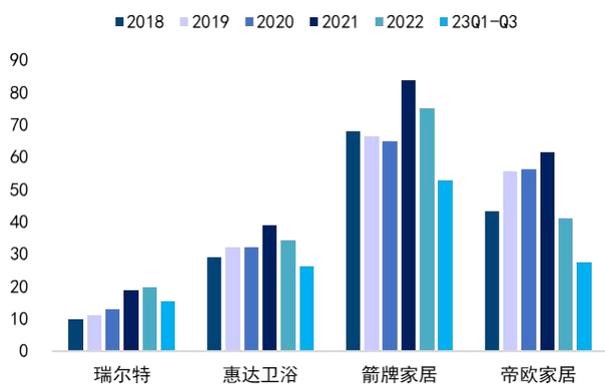
## 财务分析

### 4.1 收入规模尚小, 增速领先可比公司

与可比公司相比, 公司收入规模尚小, 成长空间充足。公司 2022 年收入尚不足 20 亿元, 其余可比公司收入体量均在 30 亿元以上。公司此前专注于冲水组件业务, 开拓智能马桶业务后, 营收成长空间充足。

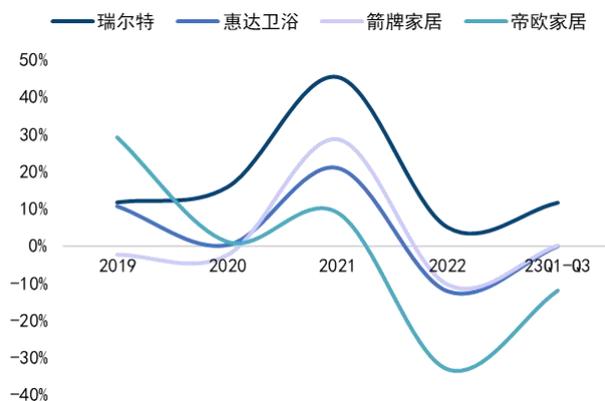
智能马桶业务注入新动力, 公司收入增速领先可比公司。公司智能马桶业务实现高速增长, 带动公司整体收入增长。与可比公司相比, 自 2020 年以来, 公司营收增速保持领先。

图50: 瑞尔特收入规模尚小 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图51: 瑞尔特收入增速保持领先



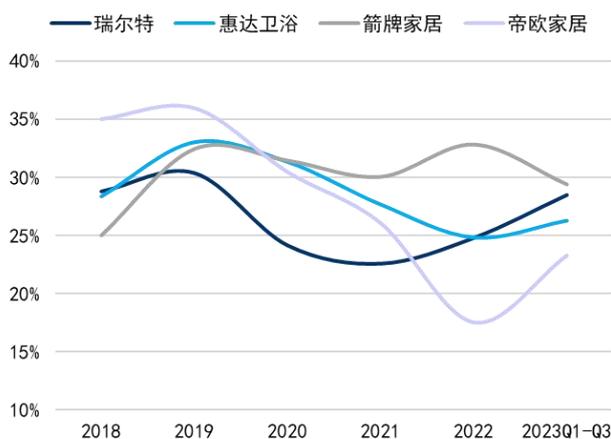
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 4.2 费用控制良好, 盈利能力优异

**毛利率已实现企稳回升。**受疫情、原材料以及业务结构等因素影响, 2020 年以来公司毛利率有所下滑。随着原材料价格高位回落及价格传导, 公司毛利率已企稳回升, 2023Q1-Q3 毛利率同比+2.8pct 至 28.5%, 前期毛利率较可比公司低主要是由于业务模式差异, 公司主要从事 ODM 贴牌。

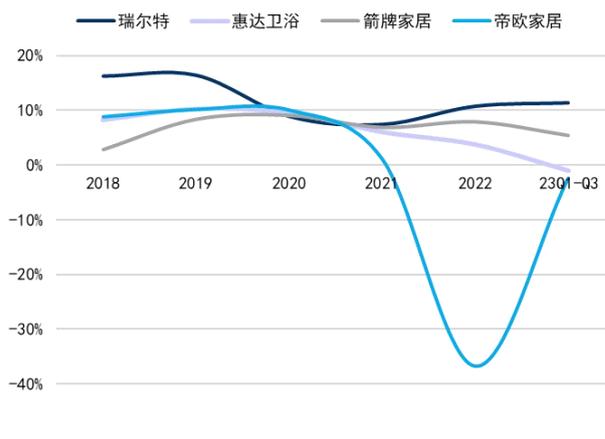
**费率控制优异, 盈利能力领先行业。**与可比公司相比, 公司整体费用率相对较低。2023Q1-Q3 销售、管理、研发费率分别为 8.0%/5.7%/3.6%, 其中随着自主品牌建设加快, 公司销售费用率有明显提升。净利率方面, 公司在优异的费率管控下净利率水平领先行业, 2023Q1-Q3 净利率同比提升 0.3pct 至 11.4%。

图52: 公司毛利率已恢复至行业较高水平



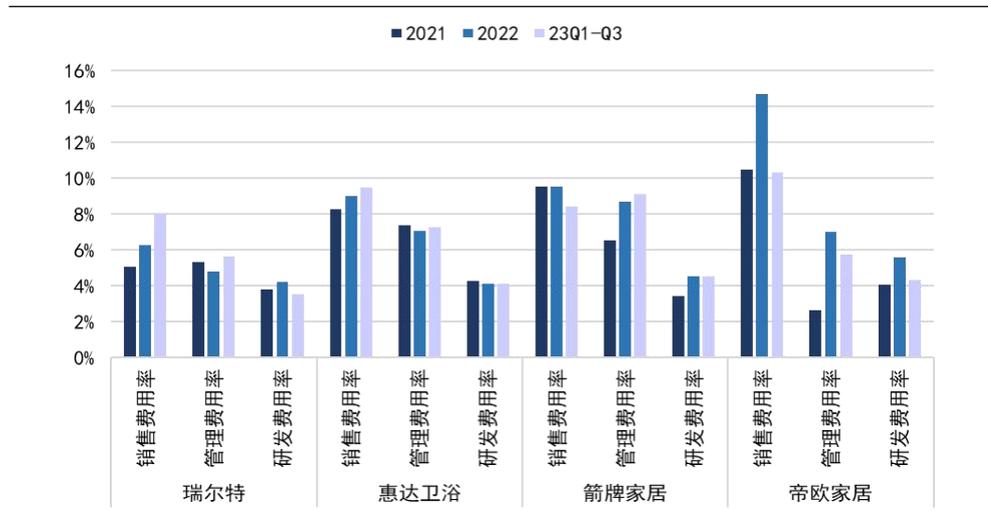
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图53: 公司净利率水平领先行业



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图54: 整体费率控制优异, 低于可比公司



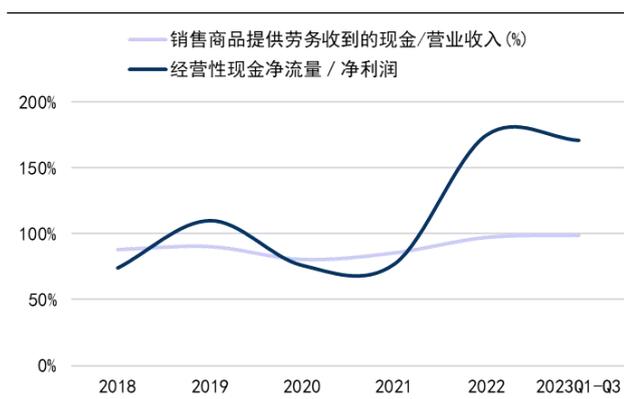
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 4.3 现金流表现较好, 存货周转天数回升

**现金流保持良好水平。**现金流方面, 公司整体现金流表现较好, 2023Q1-Q3 经营性活动净现金流 2.97 亿元, 销售商品提供劳务的现金占整体营收比重提升至 99.1%, 净利润现金含量达 171%, 公司现金回款能力较强且有所提升。

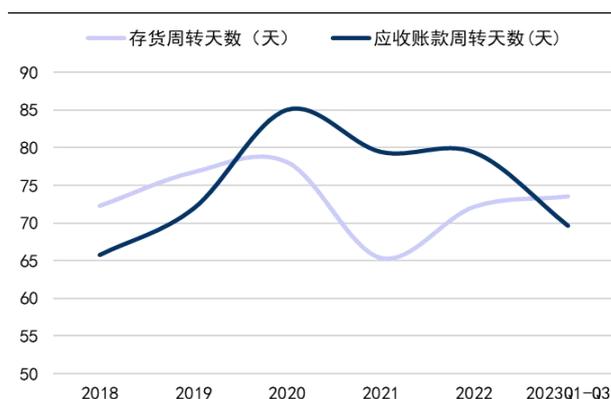
**应收账款周转天数下降, 存货周转天数有所回升。**随着自主品牌业务拓展, 公司应收账款周转天数从 2020 年的 85.1 天下降至 2023Q1-Q3 的 69.7 天, 回款能力提升。公司存货周转天数略有上升, 2023Q1-Q3 存货周转天数达到 73.5 天。

图55: 公司现金流整体较为良好



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图56: 应收账款周转天数下滑, 存货周转天数小幅回升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

#### 水箱及配件业务

水箱及配件主要为公司传统的冲水组件业务，公司在节水型冲水组件领域知名度明显。全球冲水组件发展已较为成熟，预计行业将维持稳定，考虑到海外通胀与需求疲软的影响，预计 2023 年代工订单有所下滑，后续随着代工复苏有望回归稳健增长，2023-2025 年水箱及配件业务收入预计分别-17.5%/-5.0%/+5.0%。

随着原材料价格压力缓解和价格向下游逐步传导，预计 2023-2025 年公司水箱及配件毛利率将逐渐恢复至 24.4%/25.3%/25.3%。

#### 智能坐便器及盖板

公司智能坐便器及盖板分为代工及自主品牌。其中自主品牌方面，根据线上电商的销售跟踪数据，公司近几年自主品牌的智能马桶销售均取得翻倍的增长，预计自主品牌业务将保持强劲的增长，代工业务也有望随着行业的蓬勃发展而保持稳健增长。预计公司 2023-2025 年智能坐便器及盖板业务收入分别+29.4%/+39.8%/+24.1%。

毛利率方面，随着自主品牌占比提升及规模逐渐扩大，预计毛利率有望稳步提高，预计 2023-2025 年毛利率为 29.5%/31.1%/32.5%。

#### 同层排水系统产品

公司该业务包含隐藏式水箱、卫浴管道等，规模较小，考虑到公司在产品力方面处于行业领先水平，预计内销整体保持平稳，而隐藏式水箱等产品有望在外销领域实现较高增速，预计 2023-2025 年收入增速分别+19.7%/+15.0%/+5.0%。盈利端则受到下游客户价格竞争影响略有下降，预计 2023-2025 年毛利率分别为 33.0%/31.0%/28.0%。

表10: 公司营业收入-盈利预测

单位: 亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>18.7</b>	<b>19.6</b>	<b>21.8</b>	<b>27.1</b>	<b>32.0</b>
收入 yoy	45.5%	4.9%	11.2%	24.4%	18.0%
综合毛利率	22.6%	24.8%	28.3%	29.7%	30.5%
<b>水箱及配件</b>	<b>7.8</b>	<b>7.2</b>	<b>5.9</b>	<b>5.6</b>	<b>5.9</b>
水箱及配件 yoy	31.4%	-7.5%	-17.5%	-5.0%	5.0%
水箱及配件毛利率	22.1%	24.4%	24.4%	25.3%	25.3%
<b>智能坐便器及盖板</b>	<b>8.5</b>	<b>10.1</b>	<b>13.0</b>	<b>18.2</b>	<b>22.6</b>
智能坐便器及盖板 yoy	57.5%	17.7%	29.4%	39.8%	24.1%
智能坐便器及盖板毛利率	19.1%	23.6%	29.5%	31.1%	32.5%
<b>同层排水系统产品</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>
同层排水系统产品 yoy	87.6%	2.9%	19.7%	15.0%	5.0%
同层排水系统产品毛利率	35.2%	33.1%	33.0%	31.0%	28.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

整体来看, 预计公司在智能马桶业务高景气、冲水组件稳健增长下, 2023-2025 年整体收入分别增长 11.2%/24.4%/18.0%。毛利率受益于原材料成本下降与自有

品牌占比提升，逐步提升至 28.3%/29.7%/30.5%。

费用端：随着自主品牌的发展，公司将加大线上线下全渠道拓展，预计销售费用率将有所提高，假设 2023-2025 年分别为 9.0%/9.2%/9.2%；管理费用率预计维稳，假设 2023-2025 年管理费用率分别为 4.8%/4.8%/4.8%；同时考虑到智能马桶仍有痛点需要解决，公司继续加大相关研发投入，预计研发费用率有小幅提升，2023-2025 年研发费用率分别为 3.7%/4.0%/4.0%。

参考公司 2023 年业绩快报，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别同比 +5.2%/24.9%/20.6%至 2.2/2.8/3.3 亿元，对应 EPS 为 0.53/0.66/0.80，对应 PE 为 22.3/17.9/14.8 倍。

### 未来 3 年业绩预测

表11：公司未来 3 年盈利预测表

(单位：百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1960	2179	2710	3198
营业成本	1473	1563	1906	2223
销售费用	123	196	249	294
管理费用（含研发）	175	185	238	281
财务费用	-45	-33	-19	-7
营业利润	236	249	311	376
利润总额	232	249	311	376
归属于母公司净利润	211	222	277	334
EPS	0.50	0.53	0.66	0.80
ROE	10.9%	10.8%	12.5%	14.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

## 5.2 估值与投资建议

**绝对估值：11.44-14.71 元**

同时由于估值过程受永续增长率和折现率影响较大，因此通过敏感性测试得到每股权益价值约为 11.44-14.71 元

**绝对估值**

未来 6 年估值假设条件见下表：

表12：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	45.5%	4.9%	11.2%	24.4%	18.0%	13.0%	9.6%	7.0%
营业成本/营业收入	77.4%	75.2%	71.7%	70.3%	69.5%	70.0%	69.6%	69.4%
管理费用/营业收入	9.1%	8.9%	8.5%	8.8%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
销售费用/销售收入	5.1%	6.3%	9.0%	9.2%	9.2%	9.0%	9.0%	8.8%
所得税税率	10.8%	10.2%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
股利分配比率	45.0%	29.8%	49.3%	41.4%	60.0%	50.2%	50.5%	53.6%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表13：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.02	T	11.0%
无风险利率	2.5%	Ka	9.1%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.02
公司股价 (元)	11.9	Ke	9.1%
发行在外股数 (百万)	418	E/(D+E)	99.4%
股票市值 (E, 百万元)	4952	D/(D+E)	0.6%
债务总额 (D, 百万元)	29	WACC	9.1%
Kd	5.3%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于股权成本和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		股权成本变化				
		8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%
永续 增长 率变 化	3.0%	17.27	15.59	14.19	13.01	12.00
	2.5%	16.16	14.71	13.47	12.42	11.50
	2.0%	15.24	13.95	<b>12.85</b>	11.90	11.07
	1.5%	14.45	13.30	12.31	11.44	10.68
	1.0%	13.78	12.74	11.84	11.04	10.34

资料来源：国信证券经济研究所分析

同时由于估值过程受永续增长率和折现率影响较大，因此通过敏感性测试得到每股权益价值约为 11.44-14.71 元。

**相对估值: 11.9-14.6元, 对应2024年PE为18-22倍, 对应未来两年PEG为0.8-1.0倍**

公司主要业务涵盖冲水组件及智能坐便器，我们选取从事卫浴与智能坐便器行业的上市公司惠达卫浴、箭牌家居、松霖科技作为可比公司。

从业务属性来看，虽然同为卫浴行业，但公司智能产品收入占比高于同行业可比公司，因此从成长性来看，不同于传统龙头以陶瓷卫浴为主要业务，公司所处的智能马桶赛道目前处于低渗透率高成长的阶段，考虑到公司重点拓展自主品牌业务，产品力领先、渠道营销发力，有望顺行业发展获取更高的预期增速。

同时从增长稳健性和抗风险能力来看，传统龙头在工程渠道等传统渠道占比多超过 20%相对较高，而公司以线上和线下经销为主，竣工下滑带来的销售和回款压力更小，且工程渠道或成未来潜在增量，这使得公司在未来收入增长的稳健性和抗风险能力方面强于传统卫浴行业企业。

因此从相对估值角度，参考行业平均 PE 的基础上给予一定溢价，溢价主要来自于公司相对更强的成长性和抗潜在风险带来的稳健性，从 PEG 角度给予公司给予公司 0.8-1.0 倍 PEG，公司 2023-2025 年净利润复合增速约为 23%，因此给予公司 2024 年 PE 为 18-22 倍，对应股价区间为 11.9-14.6 元。

预计 2023-2025 年公司归母净利润同比增长 5.2%/24.9%/20.6%至 2.2/2.8/3.3 亿元，对应 PE 为 22.3/17.9/14.8 倍。通过多角度估值，预计公司合理估值 11.9-14.6 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表15: 公司及可比公司经营情况

公司代码	公司名称	主营业务	智能业务占比(2022)	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603385.SH	惠达卫浴	公司主要产品为智能坐便器、浴室柜、浴室五金等全品类卫浴产品	10%	5.97	22.79	0.05	0.63	0.76	119.4	9.5	7.9
001322.SZ	箭牌家居	公司主要从事智能坐便器、卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等全系列家居产品的研发、生产、销售与服务	25%	9.36	90.80	0.54	0.66	0.79	17.3	14.2	11.8
603992.SH	松霖科技	公司主营业务为花洒、淋浴系统、龙头、软管、升降杆及零配件等卫浴配件产品的研发、生产和销售	-	18.07	73.72	0.92	1.14	1.44	19.6	15.9	12.5
平均									18.5	13.2	10.8
002790.SZ	瑞尔特	公司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、智能盖板等卫浴产品	50%(含缓降盖板)	11.85	49.52	0.53	0.66	0.80	22.3	17.9	14.8

资料来源: Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理

注: 惠达卫浴、箭牌家居与松霖科技采用 wind 一致预测数据, 2023 行业平均 PE 剔除因亏损导致 PE 异常的惠达卫浴

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;

加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;

相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较, 选取了可比公司平均 PE 做为相对估值的参考, 考虑到公司重点发力的智能坐便器行业具备低渗透高成长性特点, 给予更高的估值, 可能存在估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 11.2%/24.4%/18.0%, 公司未来的高增长建立在智能马桶行业渗透率提升与公司自主品牌顺利开拓的基础上, 若未来智能马桶需求不景气或消费者购买力不足, 进而导致智能坐便器渗透率不及预期, 则可能存在对公司收入预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 28.3%/29.7%/30.5%, 可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估, 同时若行业竞争恶化、价格大幅下滑, 则存在盈利预测高估的风险。

## 经营风险

自主品牌开拓不及预期。公司作为制造优势企业，从代工业务向自主品牌业务拓展，从 ToB 到 ToC，可能存在对渠道拓展、营销获客以及终端消费者需求把握等相关经验不足，进而导致自主品牌业务拓展不及预期的风险。

竞争加剧风险。由于智能坐便器产品的技术与生产门槛不高，行业格局分散，龙头竞争激烈，若有其他传统卫浴企业、家居与家电企业大量进入智能马桶市场，市场竞争将进一步加剧。

应收账款风险。公司线下工程渠道对接酒店、开发商与装修商等市场主体，若工程渠道拓展与客户增加，应收账款随之攀升，未来存在因应收账款发生坏账从而影响公司经营业绩。

汇率波动风险。公司产品出口以美元作为主要结算货币，出口业务收入占主营业务收入的比例在 40%左右。近年来人民币对美元汇率波动较大，一定程度上影响公司出口产品的盈利能力，并进而影响公司经营业绩。

原材料价格波动风险。公司生产产品所需主要原材料为工程塑料、五金件、橡胶件、陶瓷、电子材料等，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。如果主要原材料价格出现大幅波动，将使生产成本控制具有不确定性，从而影响公司经营业绩。

产品研发和技术创新风险。随着国家节能减排政策标准不断提升，对卫浴配件产品的节水性能要求越来越高，同时下游客户不断提高对新产品的开发与适配标准等，如果公司无法及时把握卫浴配件行业的发展趋势，保持行业内领先的技术研发优势，将面临较大的市场竞争风险。

国际宏观经济波动风险。公司产品出口的主要目标国家或地区多为新兴市场经济体，如果未来全球宏观经济形势发生进一步不利变化并向新兴市场经济体蔓延，尤其是这些国家或地区的基础建设投资、房地产市场投资下滑，消费者减少在卫浴产品上的消费开支，这些国家或地区的卫生陶瓷生产企业经营状况恶化等，很可能会导致公司所处行业的出口增速下降，进而对公司产品出口造成不利影响。

国内宏观经济波动风险。公司面临因国内宏观经济波动而造成未来业绩增速放缓的风险。未来若国内经济增长速度下降，固定资产投资增速放缓，居民消费需求降低，房地产市场低迷，进而对公司发展造成影响。

全球房地产市场风险。公司下游客户主要是国内外中高端便器类卫生陶瓷品牌企业，公司产品的终端消费市场主要是全球房地产建筑市场，全球房地产建筑市场的发展状况，直接决定卫浴行业的市场规模，并间接影响卫浴配件产品的市场消费需求，进而相应影响公司销售业务。

## 政策风险

企业所得税优惠风险。如果因政策原因导致公司及全资子公司一点智能高新技术企业资质失效，将不再享受 15%的所得税优惠税率，进而将增加公司的税负成本，给公司的盈利能力与股东回报带来一定影响。

出口退税政策变动风险。冲水组件产品作为卫生陶瓷核心部件，享受 13%-15%的出口退税优惠政策。未来如果国家降低冲水组件等产品的出口退税率，将直接增加营业成本，进而对公司的出口业务及经营业绩产生一定不利影响。

房地产市场政策调控风险。房住不炒政策的延续性将有利于中国房地产市场平稳

健康发展，但国内有可能进一步出台政策并加强房地产市场调控力度，房地产投资增速在中短期内存在持续放缓的可能性，可能影响公司产品的国内市场消费需求，进而可能影响国内市场收入。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	461	554	568	605	606	营业收入	1868	1960	2179	2710	3198
应收款项	585	455	594	739	829	营业成本	1446	1473	1563	1906	2223
存货净额	287	303	350	408	484	营业税金及附加	10	14	15	20	25
其他流动资产	69	115	118	149	175	销售费用	95	123	196	249	294
<b>流动资产合计</b>	<b>1652</b>	<b>1829</b>	<b>1925</b>	<b>2216</b>	<b>2431</b>	管理费用	171	177	186	240	283
固定资产	491	515	586	575	597	财务费用	10	(45)	(33)	(19)	(7)
无形资产及其他	31	30	29	28	27	投资收益	16	4	3	3	0
投资性房地产	65	53	53	53	53	资产减值及公允价值变动	12	9	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	0	3	3	3	3	其他收入	(16)	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2239</b>	<b>2430</b>	<b>2595</b>	<b>2875</b>	<b>3111</b>	营业利润	149	236	250	312	376
短期借款及交易性金融负债	8	6	5	6	5	营业外净收支	1	(4)	(0)	(0)	(0)
应付款项	244	252	273	335	392	利润总额	150	232	249	311	376
其他流动负债	151	152	172	212	248	<b>所得税费用</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>41</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>403</b>	<b>410</b>	<b>449</b>	<b>553</b>	<b>646</b>	少数股东损益	(6)	(3)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	25	25	25	25	归属于母公司净利润	139	211	222	277	334
其他长期负债	67	69	81	95	105						
<b>长期负债合计</b>	<b>67</b>	<b>93</b>	<b>106</b>	<b>120</b>	<b>129</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>470</b>	<b>503</b>	<b>556</b>	<b>673</b>	<b>775</b>	净利润	139	211	222	277	334
少数股东权益	(5)	(8)	(8)	(8)	(8)	资产减值准备	6	(10)	1	(0)	0
股东权益	1774	1935	2047	2210	2344	折旧摊销	84	91	57	63	68
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2239</b>	<b>2430</b>	<b>2595</b>	<b>2875</b>	<b>3111</b>	公允价值变动损失	(12)	(9)	5	5	5
						财务费用	10	(45)	(33)	(19)	(7)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(115)	81	(135)	(118)	(89)
每股收益	0.33	0.50	0.53	0.66	0.80	其它	(9)	8	(1)	0	(0)
每股红利	0.15	0.15	0.26	0.27	0.48	<b>经营活动现金流</b>	<b>93</b>	<b>372</b>	<b>150</b>	<b>227</b>	<b>318</b>
每股净资产	4.24	4.63	4.90	5.29	5.61	资本开支	(177)	(112)	(132)	(56)	(94)
ROIC	9%	10%	12%	15%	18%	其它投资现金流	78	(152)	107	(21)	(22)
ROE	8%	11%	11%	13%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(96)</b>	<b>(267)</b>	<b>(25)</b>	<b>(77)</b>	<b>(116)</b>
毛利率	23%	25%	28%	30%	30%	权益性融资	(8)	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	10%	11%	12%	负债净变化	0	25	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(63)	(63)	(109)	(115)	(201)
收入增长	45%	5%	11%	24%	18%	其它融资现金流	114	65	(1)	2	(1)
净利润增长率	22%	51%	5%	25%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(19)</b>	<b>(12)</b>	<b>(111)</b>	<b>(113)</b>	<b>(201)</b>
资产负债率	21%	20%	21%	23%	25%	<b>现金净变动</b>	<b>(22)</b>	<b>94</b>	<b>14</b>	<b>37</b>	<b>1</b>
股息率	1.3%	1.3%	2.2%	2.3%	4.0%	货币资金的期初余额	483	461	554	568	605
P/E	35.6	23.5	22.3	17.9	14.8	货币资金的期末余额	461	554	568	605	606
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2	2.1	企业自由现金流	(78)	214	(15)	151	217
EV/EBITDA	23.6	20.8	20.0	15.7	13.0	权益自由现金流	37	303	(9)	159	223

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032