

## 建筑材料行业+公司首次覆盖

# 智能卫浴快速渗透期，国产品牌加速崛起

增持（维持）

2024年05月02日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

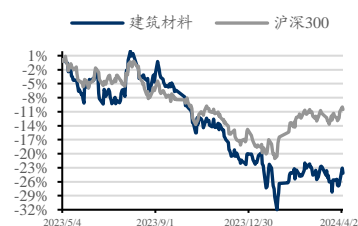
执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

### 投资要点

- 智能卫浴是卫浴空间内所有智能产品的全场景联动及用户定制化享受，其中包含的单品有浴室镜柜、智能电热毛巾架、智能浴霸、智能马桶、智能花洒等。智能座便器是功能最为完善、渗透率提升速度最快的卫浴单品。
- 日本市场：老龄化、城市化、价格带下移等因素加速智能座便器渗透。日本是智能座便器最为成熟的市场，日本智能座便器普及率从1992年的14.2%提升到2021年的80.3%。1) 需求增加：1990-2010年是日本智能座便器渗透率提升最快的阶段。我们认为，消费意识、消费能力和人口结构变化共同推动了智能座便器的渗透率提升。2) 供给端技术进步、价格下移：以TOTO为例，在1980年推出WASHLET后，叠加了水波按摩、自动节电、360度漩涡式冲洗、便盖自动开闭等大量功能，2000-2017年日本智能坐便器价格持续下行，与此同时智能坐便器的渗透率从2000年的43.2%大幅提升到2017年的80.2%。
- TOTO发展回顾：技术创新引领行业，因时而变穿越周期。TOTO成立至今已有百年历史，2022财年营收接近7012亿日元，观察TOTO的发展历史，在日本步入存量房时代，TOTO仍能穿越周期，实现跨越式发展的原因主要在于其持续的挖掘市场需求、技术创新引领行业发展，以及在各个发展阶段针对性的调整发展战略。
- 国内智能座便器市场：产品轻智能化加速渗透，新品牌有望借助新渠道突围。1) 产品及价格：目前智能座便器厂商开始推出轻智能产品，将使用率不高的进阶功能简化，只保留基础的座圈加热、自动冲水、自动翻盖等基础性功能，随着轻智能产品的快速推广和占比提升，使得智能马桶均价有所下行。2) 竞争格局：线下渠道方面，传统卫浴龙头在渠道、品牌资源方面积累深厚，智能产品能够快速全面铺开，占据领先优势；线上渠道方面，九牧、恒洁、箭牌等传统卫浴龙头市占率较高，瑞尔特等新品牌通过线上渠道迅速发展。
- 投资建议：结合以下两条主线推荐智能座便器品牌商及有智能卫浴布局的组件厂商：1) 智能座便器渗透率处在快速提升阶段，市场认知度持续提升，龙头企业纷纷加大布局力度，在线上、线下全渠道布局，加大品牌投入提升知名度，同时在产品端不断迭代产品、推出轻智能单品加速智能座便器推广渗透，建议关注有智能座便器自主品牌的卫浴龙头箭牌家居、瑞尔特、惠达卫浴等。2) 卫浴组件龙头企业依靠自身在研发、制造等方面的实力逐步积累智能座便器技术，同时现有客户基本为国际知名卫浴品牌商，组件龙头纷纷布局智能卫浴赛道，未来有望在智能代工领域逐步拓展客户，建议关注在智能卫浴领域布局积累的组件代工龙头瑞尔特、松霖科技、建霖家居等。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险、下游房地产需求不及预期的风险、智能家居渗透速度不及预期的风险等。

### 行业走势



### 相关研究

《行业需求疲弱凸显个体增长》

2024-04-29

《玻纤价格继续上涨》

2024-04-22

## 内容目录

1. 智能卫浴：智能座便器是卫浴空间中价值量最高的单品 .....	4
2. 日本市场对标：老龄化、城市化、价格带下移等因素加速智能座便器渗透 .....	6
2.1. 人口老龄化和城镇化程度的深入带动智能座便器需求 .....	7
2.2. 价格带下移是智能座便器加速渗透的重要驱动 .....	8
2.3. 存量更新市场是日本卫浴企业长期持续发展的重要来源 .....	9
2.4. TOTO 发展历程回顾：技术创新引领行业，因时而变穿越周期 .....	10
3. 智能座便器轻智能化发展，国产龙头快速崛起 .....	13
3.1. 产品趋势：智能座便器轻智能化发展，渗透率有望加速提升 .....	14
3.2. 竞争格局：国产品牌逐渐崛起，新品牌有望借助新渠道突围 .....	14
4. 投资建议 .....	16
4.1. 箭牌家居：智能化持续渗透，国产卫浴龙头加速崛起 .....	17
4.2. 瑞尔特：卫浴组件代工龙头，开拓智能马桶第二成长曲线 .....	18
4.3. 松霖科技：领先的卫浴组件代工龙头，拓展美容健康及智能健康等新业务 .....	18
4.4. 建霖家居：厨卫及净水代工龙头，境内境外产能建设布局未来 .....	19
4.5. 惠达卫浴：老牌卫浴龙头，渠道优化、智能产品占比持续提升 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1:	卫浴空间所包含的六大场景.....	4
图 2:	卫浴空间中智能单品的价格带情况.....	5
图 3:	智能坐便器产业链及主要涉及的公司.....	6
图 4:	1991-2022 年日本智能坐便器普及率变动情况.....	6
图 5:	日本智能坐便器保有量变动情况 (台/100 户).....	6
图 6:	日本 65 岁以上人口占比情况 (%).....	7
图 7:	中国 65 岁以上人口占比情况 (%).....	7
图 8:	中国和日本城市化率对比情况 (%).....	8
图 9:	中国和日本人均 GDP 对比情况 (美元).....	8
图 10:	日本热水冲洗座便器 CPI 变动情况 (%).....	8
图 11:	日本温水洗净便座零售价格.....	8
图 12:	农村每百户耐用品拥有量 (台).....	9
图 13:	城镇家庭平均每百户耐用消费品拥有量 (台).....	9
图 14:	日本温水洗净便座销量及新开工户数变动情况.....	9
图 15:	日本新屋开工户数变动.....	9
图 16:	TOTO 的智能座便器 Washlet 技术及产品迭代过程.....	11
图 17:	TOTO 的智能马桶产品 Washlet 在 1980-2022 年累计销量变动 (万台).....	11
图 18:	TOTO 智能一体机 NEOREST 主要技术一览.....	12
图 19:	TOTO 改造业务从 90 年代后期开始快速发展.....	13
图 20:	TOTO 改造业务占比情况.....	13
图 21:	TOTO 改造业务规模变动 (十亿日元).....	13
图 22:	瑞尔特轻智能座便器配置及功能情况.....	14
图 23:	智能座便器线上销售均价变动情况 (元/台).....	15
图 24:	智能马桶盖和一体机线上销售规模及变动 (亿元).....	15
图 25:	2023 年线上渠道智能马桶一体机价格段 (按销量).....	15
图 26:	2023 年智能一体机线上市占率情况 (按销额).....	16
图 27:	2023 年智能一体机线上市占率情况 (按销量).....	16
图 28:	线上渠道分品牌智能马桶一体机均价对比 (2023 年; 元/台).....	16
图 29:	箭牌智能座便器收入及占主营业务收入比重.....	17
图 30:	箭牌家居智能座便器销量及出厂单价变动.....	17
图 31:	瑞尔特智能坐便器及盖板营业收入 (百万元).....	18
图 32:	瑞尔特营业收入构成变动情况.....	18
图 33:	松霖科技分业务营收变动情况 (百万元).....	19
图 34:	倍洁特营业收入变动情况.....	19
图 35:	建霖家居分业务营收变动情况 (百万元).....	20
图 36:	建霖家居分区域营收结构情况.....	20
图 37:	惠达卫浴分渠道营收变动情况 (亿元).....	21
图 38:	惠达智能卫浴收入及占比变动情况.....	21
表 1:	有关存量建筑推广智能家居的表述.....	10

## 1. 智能卫浴：智能座便器是卫浴空间中价值量最高的单品

随着国民生活水平提高，消费者的生活习惯、健康意识逐渐转变，对于家居产品的人性化、舒适化以及健康环保的要求越来越高，智能化已经成为家居行业的主要发展趋势，智能座便器、智能晾衣机、智能花洒等多元化的智能家居产品，以其便捷、安全、功能丰富等特点，成为越来越多家庭消费升级的选择。

在卫浴空间中包含沐浴场景、如厕场景、洗漱场景、化妆场景、起夜场景、入户场景等。智能卫浴是卫浴空间内所有智能产品的全场景联动及用户定制化享受，其中包含的单品有浴室镜柜、智能电热毛巾架、智能浴霸、智能马桶、智能花洒等。

图1：卫浴空间所包含的六大场景



数据来源：佳普乐 CANPRO 官网，东吴证券研究所

从智能功能开发程度来看，智能座便器是功能最为完善、可叠加功能最多的卫浴单品，其功能包括座圈加热、自动冲水、臀/妇洗、暖风烘干、除菌除臭、自动翻盖等，也是价值量最大的智能卫浴单品，同时也是目前渗透率快速提升的智能单品。在卫浴空间中，还包括电热毛巾架、恒温花洒、浴室镜柜等单品叠加了部分光控、温控、加热除菌等功能。



图2: 卫浴空间中智能单品的价格带情况



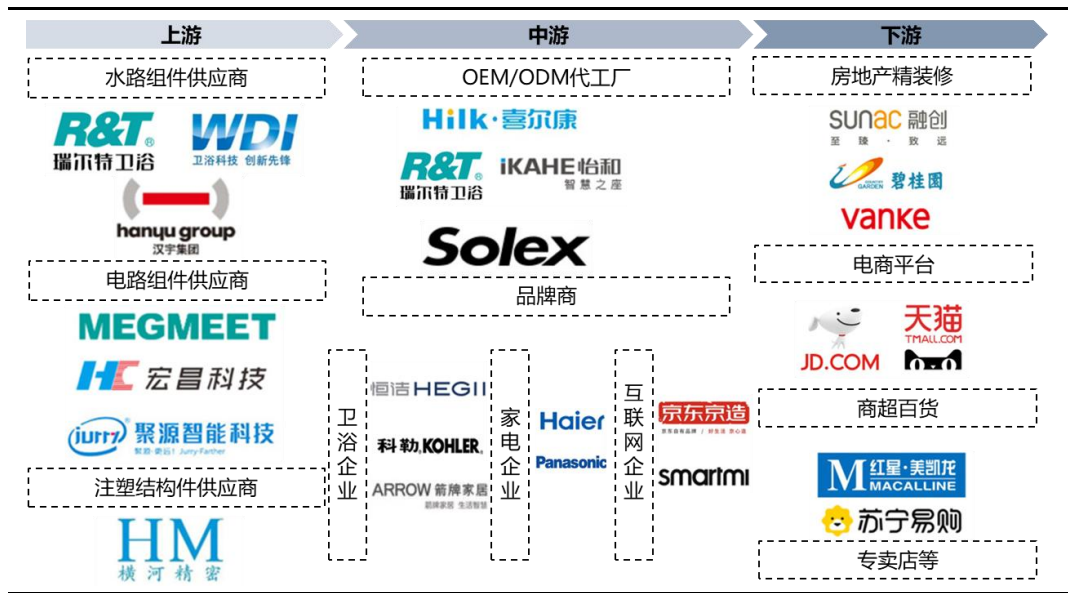
数据来源: 瑞尔特、箭牌等京东店, 东吴证券研究所

**智能坐便器是卫浴空间中的核心单品。**世界上第一台智能马桶盖诞生于 1964 年的美国, 美国人 Arnold Cohen 发明出由脚踏板控制的集冲洗和烘干为一体的智能马桶盖, 主要用于医疗和老年保健, 最初仅设置有温水洗净和烘干功能。后经日本的卫浴公司逐渐引进技术开始制造, 在日本“厕神”和洁净意识的双重影响之下, 加之加入了集便盖加热、温水洗净、暖风干燥、杀菌等多种功能, TOTO 在 1980 年推出 Washlet 智能便盖后, 智能座便器在日本逐步普及, 到 2021 年日本温水洗净便座的普及率已经达到 80% 以上。20 世纪 90 年代初, 日本卫浴企业将智能座便器产品引入中国, 1995 年国内卫浴厂商成功生产出第一台智能座便器, 拉开了智能座便器中国制造的序幕。

**我国智能马桶推广较晚, 渗透率处于起步阶段。**2015 年财经作家吴晓波撰写的题为《去日本买只马桶盖》的文章引发热议, 从 2015 年开始, 国产智能马桶持续迭代, 从智能马桶盖升级为智能马桶一体机, 国内卫浴品牌厂商开始快速发展。此前智能马桶高端品牌市场主要凭借技术和品牌等先发优势的美系和日系品牌占据, 国产品牌发展较晚, 但是随着国产品牌在智能座便器技术、设计上持续攻克, 推动智能座便器在我国逐步普及。

智能座便器上游主要涉及水路组件、电路组件、注塑结构件等; 中游包括品牌商和 OEM/ODM 厂商, 中游制造商例如喜尔康、瑞尔特、怡和等代工厂均拥有自主品牌, 品牌商包括箭牌、九牧、恒洁等传统卫浴厂商, 也包括海尔、松下等家电入局厂商以及京东京造、小米零度等互联网电商; 下游主要有地产、装修公司等 B 端渠道, 以及电商品牌、商超百货、专卖店等 C 端零售渠道。

图3: 智能坐便器产业链及主要涉及的公司

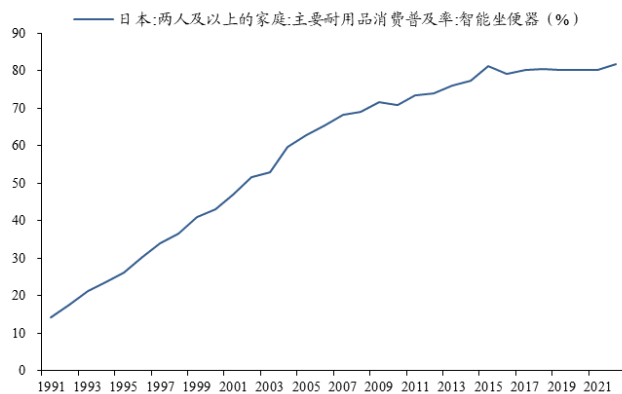


数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

## 2. 日本市场对标: 老龄化、城市化、价格带下移等因素加速智能座便器渗透

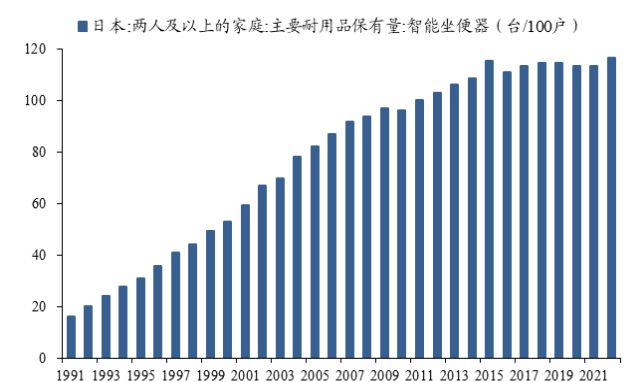
日本市场是智能座便器普及最为成熟的市场, 根据日本政府发布 2021 年主要耐用消费品普及情况, 日本智能坐便器普及率从 1992 年的 14.2% 提升到 2021 年的 80.3%, 2021 年每 100 户的智能坐便器家庭保有量达到 113.2 台。参考日本智能坐便器的渗透率提升过程, 我们认为当前国内智能马桶仍处于渗透初期, 未来提升空间仍大。

图4: 1991-2022 年日本智能坐便器普及率变动情况



数据来源: 日本内阁府, 东吴证券研究所

图5: 日本智能坐便器保有量变动情况 (台/100 户)



数据来源: 日本内阁府, 东吴证券研究所

从日本智能座便器普及历程来看, 自 1980 年 TOTO 推出 Washlet 智能便座开始, 1987 年正式进入普及阶段, 到 2021 年三十多年间日本智能座便器渗透率提升到 80% 以上, 在 1990-2010 年是日本智能坐便器渗透率提升最快的阶段。我们认为, 消费意识、

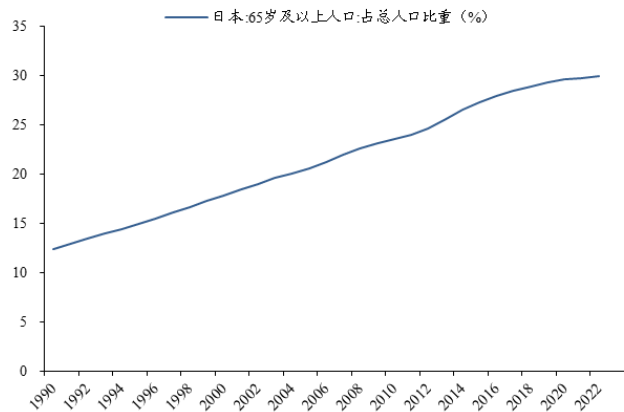
消费能力和人口结构变化共同推动了智能座便器的渗透率提升。

## 2.1. 人口老龄化和城镇化程度的深入带动智能座便器需求

回顾这 1990-2010 年这一阶段日本的社会人口结构，日本 65 岁以上老龄人口占比从 1990 年的 12.40% 提升到 2010 年的 23.6%，智能座便器的渗透率快速提升伴随着社会人口结构从轻度老龄化过度到中度老龄化。目前中国 65 岁及以上老龄人口占比 15.4%（2023 年），人口老龄化趋势将进一步催生智能马桶的需求，带动智能马桶渗透率提升。

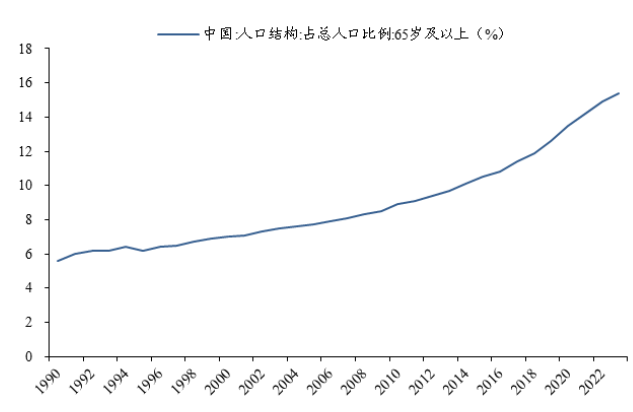
据中国国家卫健委测算，预计“十四五”时期，60 岁及以上老年人口总量将突破 3 亿，占比将超过 20%，进入中度老龄化阶段。2035 年左右，60 岁及以上老年人口将突破 4 亿，在总人口中的占比将超过 30%，进入重度老龄化阶段。从日本的发展经验来看，轻度老龄化向中度老龄化过度的阶段是智能便座渗透率提升最快的阶段。而我国也正处在这一发展阶段上，智能座便器的渗透率有望跟随社会人口年龄结构变动而提升。

图6: 日本 65 岁以上人口占比情况 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

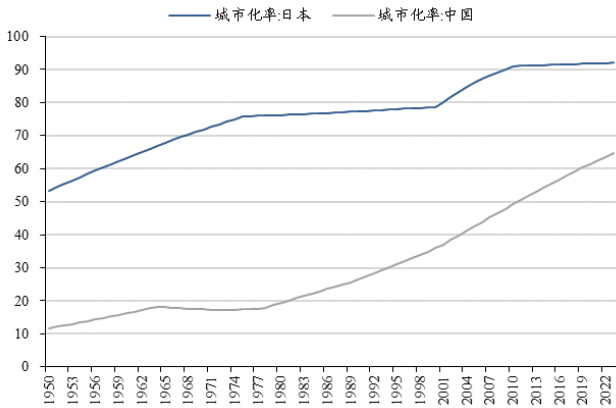
图7: 中国 65 岁以上人口占比情况 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

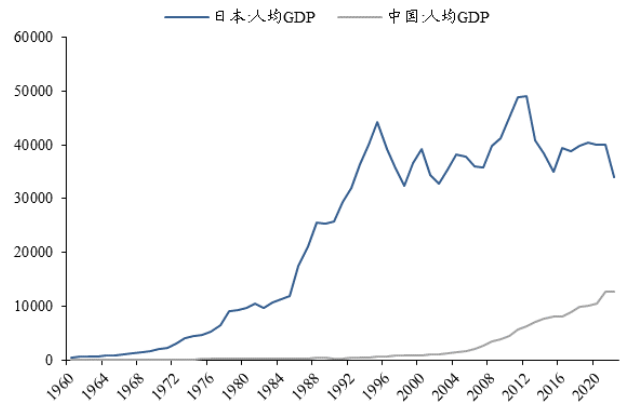
从日本的经济发展阶段来看，日本智能座便器开始普及的阶段城市化率基本在 75% 以上，而中国目前的城市化率水平在 64.6%，根据联合国的预测，中国的城市化率将会在 2030 年达到 70% 以上，参考日本的发展经验，未来随着城镇化率提升智能座便器也有望广泛普及。中国 2022 年的人均 GDP 水平相当于日本 1985 年水平，2022 年我国人均 GDP 提升到 12720 美元，与日本 80 年代水平相当。日本智能座便器的加速渗透主要是从 80 年代后期开始，此后二十年间是渗透率提升最快的阶段，对比之下我国智能座便器仍处于渗透初期，智能座便器渗透率逐步进入加速发展阶段。

图8：中国和日本城市化率对比情况（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图9：中国和日本人均 GDP 对比情况（美元）



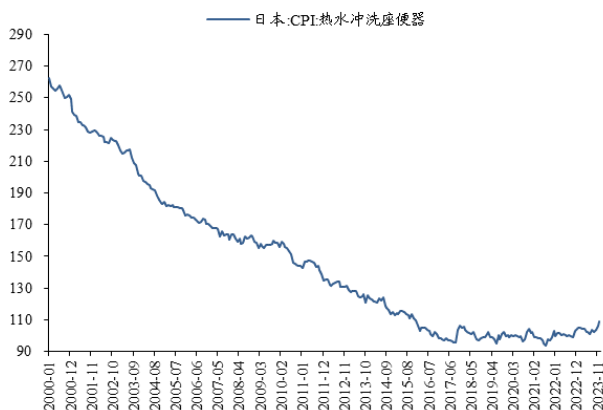
数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 2.2. 价格带下移是智能座便器加速渗透的重要驱动

从日本统计局统计的热水冲洗座便器的 CPI 指数变动来看，2000-2017 年日本智能座便器价格持续下行，与此同时智能座便器的渗透率从 2000 年的 43.2% 大幅提升到 2017 年的 80.2%。价格下降能够加速智能坐便器的渗透率快速提升。而当渗透率达到 80% 以上后，热水冲洗座便器的 CPI 指数相对稳定。

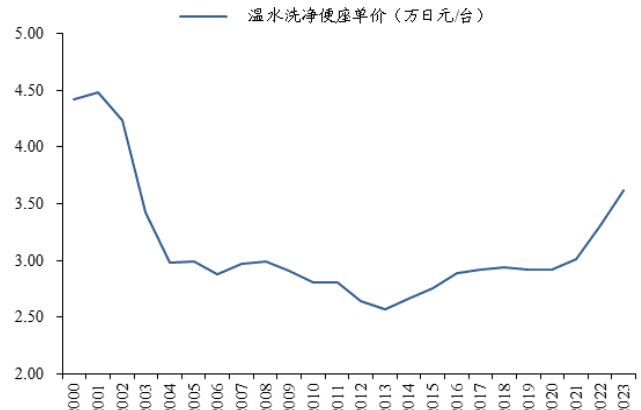
相较于日本，目前我国智能座便器的单价占月人均可支配收入的比重仍较高。根据日本电机工业会的数据，2023 年日本温水洗净便座的平均单价为 3.62 万日元（约合人民币 1800 元/台），占日本月人均可支配收入的 24% 左右；而目前中国智能坐便器主流产品的价格带在 2500-3000 元左右，占中国月人均可支配收入的 60-75%。

图10：日本热水冲洗座便器 CPI 变动情况（%）



数据来源：日本统计局，东吴证券研究所

图11：日本温水洗净便座零售价格



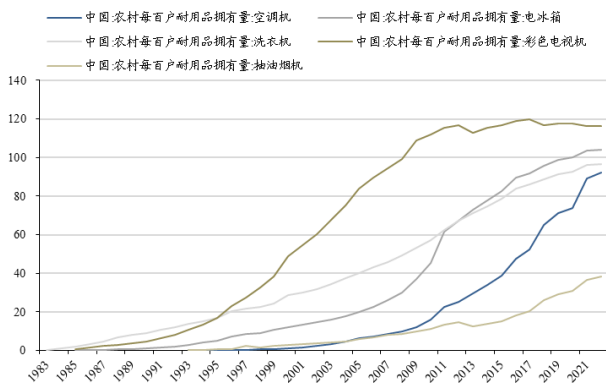
数据来源：日本电机工业会，东吴证券研究所

以其他成熟家电品类的渗透率提升过程为参考，2009 年家电下乡冰箱品类加速渗透。冰箱价格相对于洗衣机更高，2009 年 2 月开始的家电下乡冰箱作为最早入选补贴范围的家电品类，非城镇户口居民在购买冰箱时享受产品售价 13% 的补贴，在冰箱价格带下移的时候渗透率快速提升，农村每百户的冰箱拥有量从 2008 年的 30.19 台提升到 2014



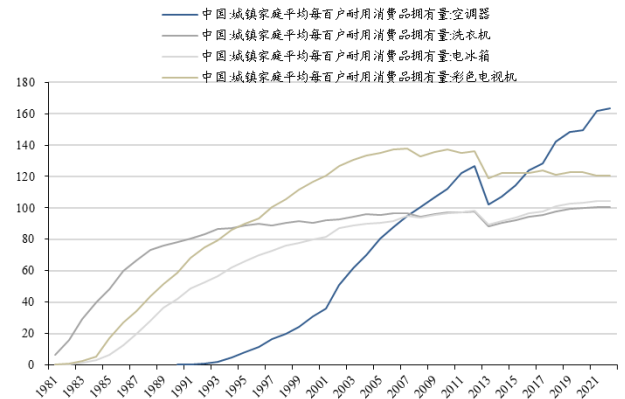
年的 77.6 台，因此价格是渗透率提升过程中的关键要素。

图12: 农村每百户耐用品拥有量(台)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图13: 城镇家庭平均每百户耐用消费品拥有量(台)

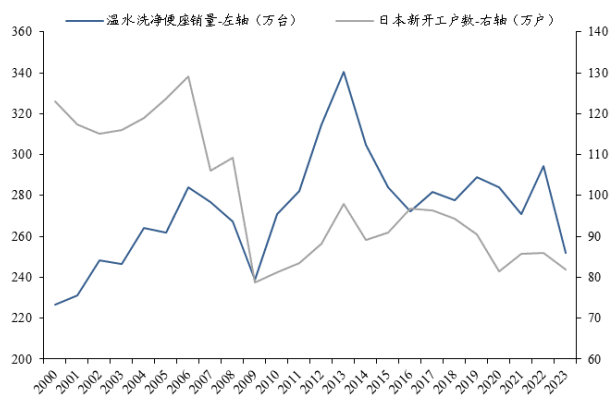


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

### 2.3. 存量更新市场是日本卫浴企业长期持续发展的重要来源

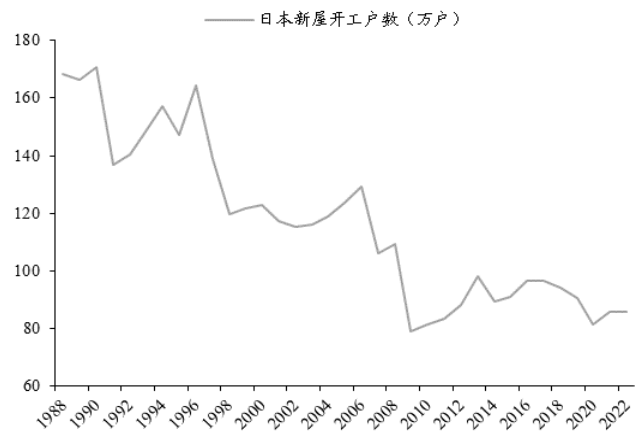
从日本温水洗净便座普及率过程来看，与日本新房市场关联度不高。1975 年之后日本生育率开始逐步下降，进入到城市化的后期，新房数量开始下降，居住需求也从数量到质量转变。日本的新开工户数在 90 年代开始显著下降，存量住宅的贡献度逐步提升。但从日本国内的温水洗净便座的销量情况来看，尽管进入到 2000 年日本新屋开工户数较 1990 年下滑 28%，2010 年新屋开工户数又较 2000 年下滑 34%，但日本温水洗净便座的销量 2010 年较 2000 年增长 19%。

图14: 日本温水洗净便座销量及新开工户数变动情况



数据来源: 日本统计局, 日本电机工业会, 东吴证券研究所

图15: 日本新屋开工户数变动



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

多部门政策强调推广存量建筑使用智能家居，有望带动产品渗透。3 月 13 日国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提出实施消费品以旧换新行动，开展家电产品以旧换新和推动家装消费品换新；支持居民开展旧房装修、厨卫等局

部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费，智能马桶等智能化家居产品也有望加快渗透。

表1: 有关存量建筑推广智能家居的表述

时间	部门	文件	主要内容
2024年3月13日	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费
2023年7月12日	商务部、发改委等	《关于促进家居消费的若干通知》	支持居民更换或新购绿色智能家居产品、开展旧房装修，鼓励有条件的地区开展家电家具家装下乡，因地制宜支持农村居民购买绿色智能家居产品、开展家庭装修

数据来源：政府网站，东吴证券研究所

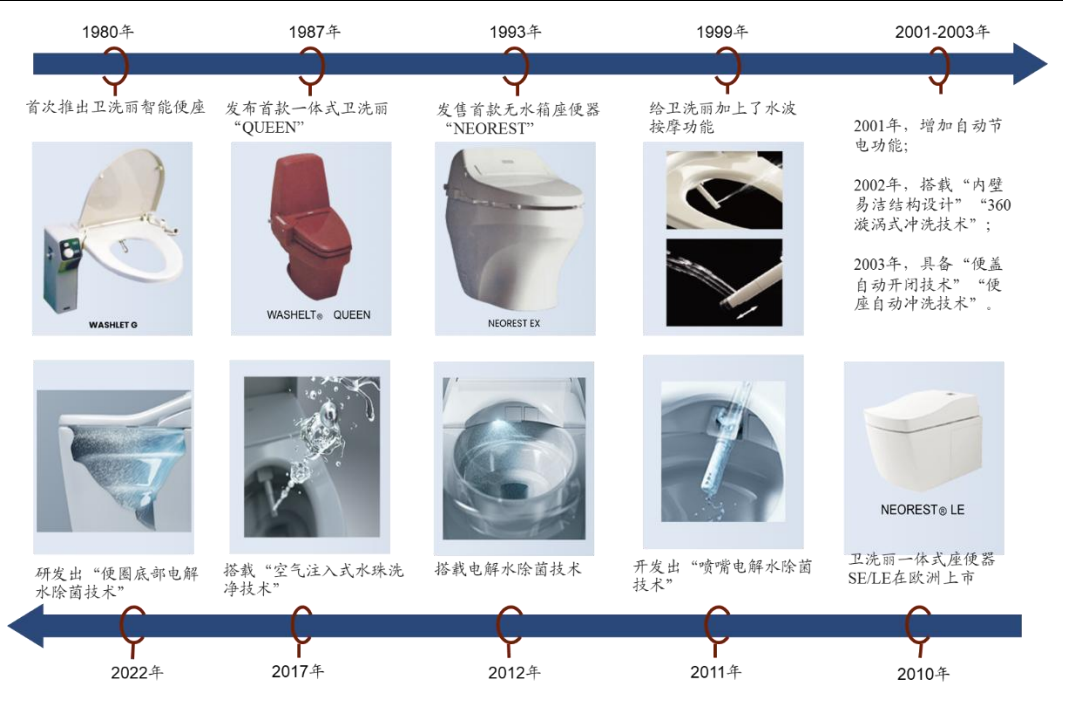
## 2.4. TOTO 发展历程回顾：技术创新引领行业，因时而变穿越周期

TOTO 成立于 1917 年，最初名为“东洋陶器株式会社”，随后更名为 TOTO。1946 年 TOTO 开始生产制造金属配件、水龙头及陶瓷品；1980 年 TOTO 推出卫洗丽产品，颠覆了传统如厕方式，以水洗代替纸擦；1990 年 TOTO 业务扩展到美国、印尼、韩国、朝鲜等；1994 年 TOTO 将业务拓展到中国内；1993 年 TOTO 推出一体式智能座便器 NEOREST 系列产品；1995 年东陶（中国）有限公司正式成立，中国成为 TOTO 在全球最主要的生产基地及重点市场；2020 年 TOTO 的卫洗丽产品全球销量突破 5000 万台。TOTO 成立至今已有百年历史，2022 财年营收接近 7012 亿日元，观察 TOTO 的发展历史，在日本步入存量房时代，TOTO 仍能穿越周期，实现跨越式发展的原因主要在于其持续的挖掘市场需求、技术创新引领行业发展，以及在各个发展阶段针对性的调整发展战略。

### 1) 深挖消费者需求，产品持续迭代引领市场潮流

日本在 1975 年后人口老龄化加剧、城市化进程放缓，房地产的基本面支撑不足，日本正在发生从“数量”到“质量”的需求的结构性变化。考虑到市场需求的变化，TOTO 加大新产品的开发力度，1980 年 TOTO 首次推出卫洗丽智能便座产品，颠覆了传统的如厕方式，以水洗代替纸擦；1987 年，TOTO 发布首款一体式卫洗丽“QUEEN”；TOTO 在 1993 年推出了收款无水水箱一体式智能座便器“NEOREST”；此后卫洗丽逐步加上了水波按摩、自动节电、360 度漩涡式冲洗、便盖自动开闭、便座自动冲洗、电解水除菌等技术，产品功能逐步完善。

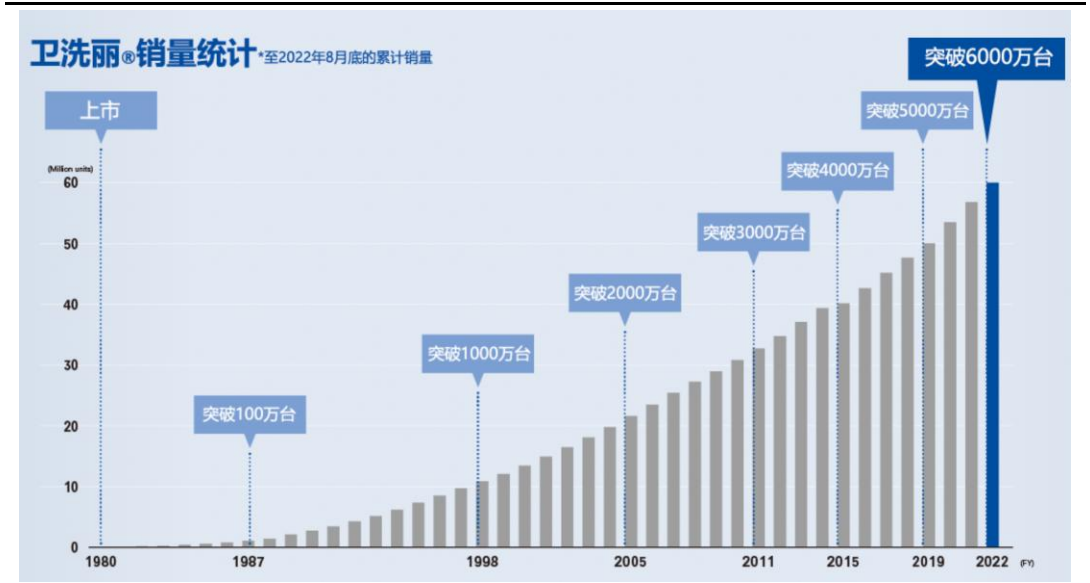
图16: TOTO 的智能座便器 Washlet 技术及产品迭代过程



数据来源: TOTO 官网, 东吴证券研究所

TOTO 在 1980 年推出 Washlet 之后 1986 年开始在海外销售, 1987 年智能马桶盖正式进入普及阶段, Washlet 在发售 7 年后(1987 年)出货量累计突破 100 万台, 此后 1987-1998 年间是智能马桶盖增速最快的阶段, Washlet 累计销量从 100 万台提升到了 1000 万台。随着规模体量的扩大, Washlet 的销量增速有所放缓, 到 2022 年 Washlet 全球销量达到 6000 万台。

图17: TOTO 的智能马桶产品 Washlet 在 1980-2022 年累计销量变动 (万台)



数据来源: TOTO 官网, 东吴证券研究所

TOTO 在 1993 年 4 月 1 日发售的 NEOREST 产品, 代表 TOTO 尖端科技与设计水

平的坐便器，将智能科技与高级美学融为一体，成为新一代坐便器的代表。NEOREST从第一代产品开始就奉行“无水箱”低轮廓设计，逐渐搭载了“电解水除菌技术”、“360°漩涡式冲洗技术”、“纳米抗污釉面技术”等先进技术，引领了智能座便器一体机产品发展潮流。

图18: TOTO 智能一体机 NEOREST 主要技术一览



数据来源：TOTO 官网，东吴证券研究所

## 2) 深入挖掘适老和改造消费需求，调整经营策略穿越周期

日本经济从 1990 年开始减速，泡沫破裂经济陷入长期低迷状态，由于新建建筑增长乏力，TOTO 开始强调存量建筑需求，在 1993 年提出了“改造宣言”，TOTO 在“与客户建立新关系”的口号下，开展了以展示室为核心的地域性销售活动，积极举办翻新咨询会和各种展会，挖掘翻新需求，1993 年开始 TOTO 的翻新俱乐部门店数量逐步增加；1999 年 10 月开始，在营销本部设立“联络营业推进室”，以展厅为核心的区域性销售与客户建立新的关系并重新唤起设计的需求。



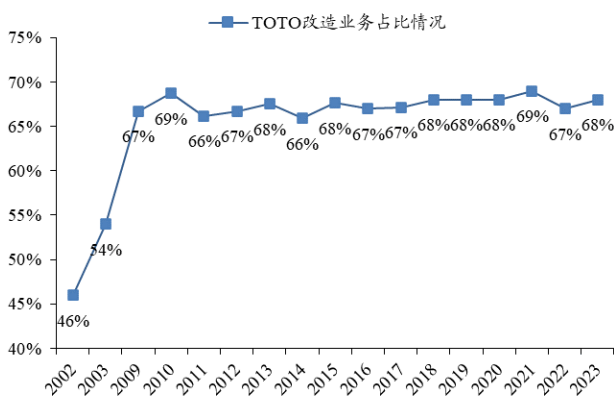
图19: TOTO 改造业务从 90 年代后期开始快速发展



数据来源: TOTO 官网, 东吴证券研究所

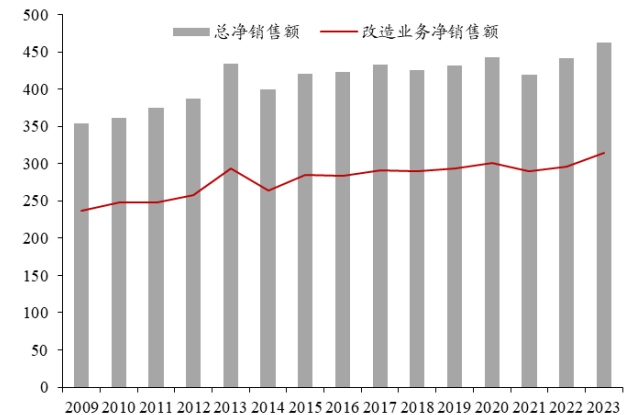
2002 年, 为了进一步加快改造翻新业务的发展, TOTO 与日本综合建材品牌日本大建 (DAIKEN)、门窗品牌 YKKAP 组建了 TDY 联盟, 实现厨卫改造品牌协同。TDY 联盟中的三家公司合作开设了展厅、组织改造博览会等其他活动, 此后 TOTO 的改造翻新业务占比进一步提升, 从 2002 年的 46% 提升到 2009 年的 67%, 此后基本维持在 7 成左右, 2009 年 TOTO 的改造业务净销售额达到 2362 亿日元, 此后改造业务规模及占比基本维持稳定发展, 到 2023 财年 TOTO 的改造业务规模达到 3147 亿日元。

图20: TOTO 改造业务占比情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图21: TOTO 改造业务规模变动 (十亿日元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

此外, TOTO 在开发适老产品方面也走在行业前列。2000 年日本 65 岁及以上人口占总人口比重达到 17.8%, TOTO 加强相关产品的开发和销售, 很快对适老建筑住宅改造从 2000 年的 186 亿日元增加到 2003 年的 456 亿日元。

### 3. 智能座便器轻智能化发展, 国产龙头快速崛起

### 3.1. 产品趋势：智能座便器轻智能化发展，渗透率有望加速提升

从智能座便器的功能迭代来看，功能已经较为齐全，叠加功能越多价格越高，功能较全的智能座便器对于大众来说具有一定的价格门槛和使用门槛。目前智能座便器厂商开始推出轻智能产品，将使用率不高的进阶功能简化，只保留基础的座圈加热、自动冲水、自动翻盖等基础性功能，随着轻智能产品的快速推广和占比提升，使得智能马桶均价有所下行。

以瑞尔特为例，性价比产品的单价在 3000-5999 元/台不等，而轻智能产品的价格带在 1498-2498 元/台之间，价格带显著下降。**轻智能产品不含臀洗、妇洗及烘干功能，在此基础上做其他的功能搭配。**随着轻智能产品的推广和渗透，低价格带和高性价比的基础产品有望带动智能座便器整体渗透率加速提升。

图22：瑞尔特轻智能座便器配置及功能情况

型号	S1轻智能	S1P轻智能	S2C轻智能	S3轻智能	M2轻智能	A1轻智能	A2轻智能		
规格/单价	单价(元)	1498	1698	2298	2498	1998	1998	2498	
	水压要求	3L/10S	无水压要求	无水压要求	无水压要求	无水压要求	1.5L/10S	1.5L/10S	
进阶功能	脚感翻盖			✓	✓			✓	
	脚感关盖			✓	✓			✓	
	自动关盖			✓	✓			✓	
	泡沫盾功能				✓	✓			
基础配置	控制方式	侧按键	侧按键	侧按键	侧按键+遥控	侧按键	旋钮	侧按键	
	外观形状	V型	V型	V型	V型	V型	U型	U型	
	自带水箱		✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	冲刷方式	双重虹吸	增压劲冲	增压劲冲	增压劲冲	U-wave	E-Shion静音	E-Shion静音	
	座圈加热	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
除臭方式							硅藻纯		
基础功能	离座冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	按键冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	停电冲水	内置电池停电冲水					机械式无限次冲水		
	脚感冲刷	✓	✓	✓	✓	✓	脚感冲刷(不支持关闭)	✓	
	预湿润	✓	✓	✓	✓	预湿润(不支持关闭)	预湿润(不支持关闭)	✓	
	SIAA抗菌座圈	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	光感夜灯	柔和夜灯(常亮/常灭模式)	柔和夜灯(常亮/常灭模式)	柔和夜灯(常亮/常灭模式)	柔和夜灯(常亮/常灭模式)	柔和夜灯(常亮/常灭模式)		光感夜灯(可开关)	
	7重安全保护	防低温烫伤/防虹吸装置/温度过高保护/抗菌保护/漏电保护/阻燃保护/IPX4防水保护							
人性化功能	久坐提醒			✓	✓				
	座温自控			✓	✓		✓	✓	
	座温调节	3档	3档	3档	3档	3档	3档	3档	
其他	电源线	1.2m	1.2m	1.2m	1.2m	1.2m	1.5m	1.5m	
	水效等级	二级							

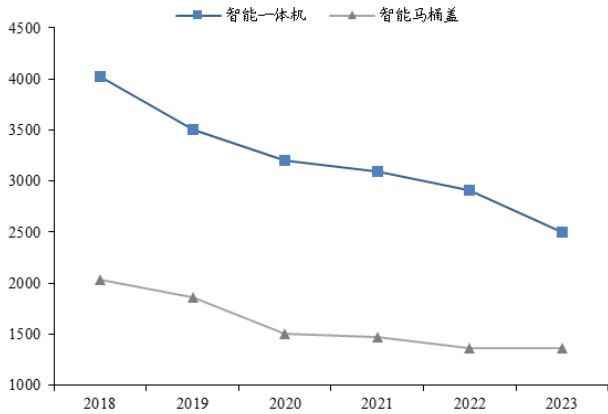
数据来源：瑞尔特京东店，东吴证券研究所

### 3.2. 竞争格局：国产品牌逐渐崛起，新品牌有望借助新渠道突围

智能一体机价格带向下，产品加速渗透。从线上智能马桶分体机（智能马桶盖）和

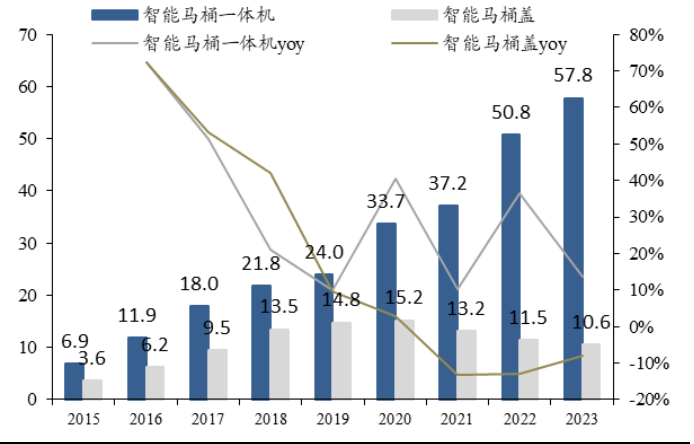
智能马桶一体机的销售情况来看，智能一体机的渗透速度远快于智能马桶盖，成为智能马桶消费中的主流产品。

图23: 智能座便器线上销售均价变动情况 (元/台)



数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

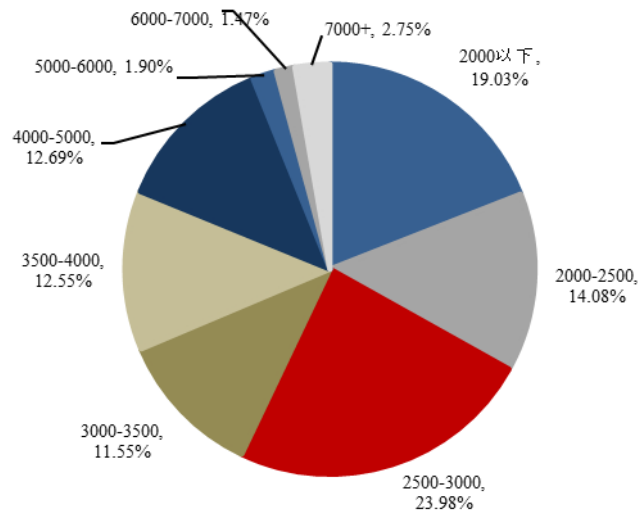
图24: 智能马桶盖和一体机线上销售规模及变动 (亿元)



数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

3000 元以内中低价格带的智能马桶最受欢迎。从 2023 年线上智能马桶一体机的价格端来看，3000 以内是最畅销的产品，2500-3000 元价格带的产品销量占比 23.98%，2000-2500 元价格带的产品销量占比 14.08%，2000 元以下价格带的产品销量占比 19.03%。

图25: 2023 年线上渠道智能马桶一体机价格段 (按销量)

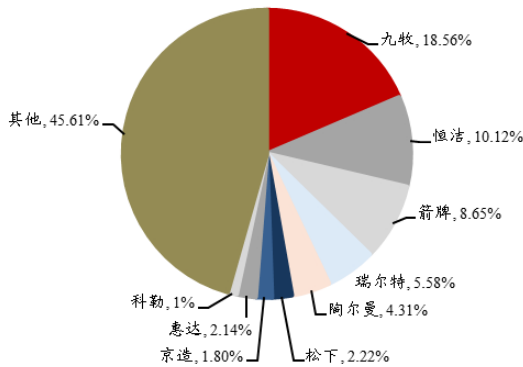


数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

九牧、恒洁、箭牌等传统卫浴龙头市占率较高，新品牌通过线上渠道迅速发展。从 2023 年智能座便器一体机的销售额市占率情况来看，目前市占率最高的是九牧 (18.56%)、恒洁 (10.12%)、箭牌 (8.65%)、瑞尔特 (5.58%)。以销量计的市占率看，市占率最高的依次是九牧 (13.40%)、陶尔曼 (8.86%)、沃卫 (8.43%)、恒洁 (7.61%)、箭牌 (6.42%)、瑞尔特 (4.05%)。从市占率变动情况来看，以销售额计瑞尔区市占率提升最快，2023 年市占率同比+3.3pct；以销量计则均价 1500 元以内的低端品牌市占率提升较快，例如陶

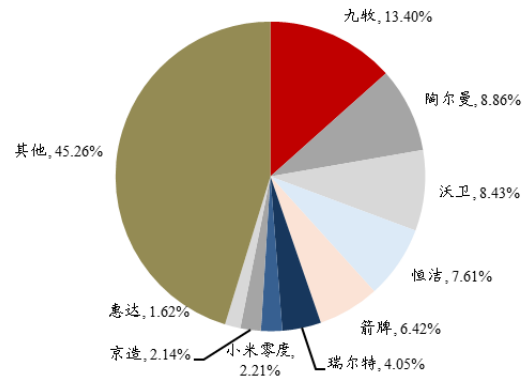
尔曼、沃卫等品牌。

图26: 2023年智能一体机线上市占率情况(按销额)



数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

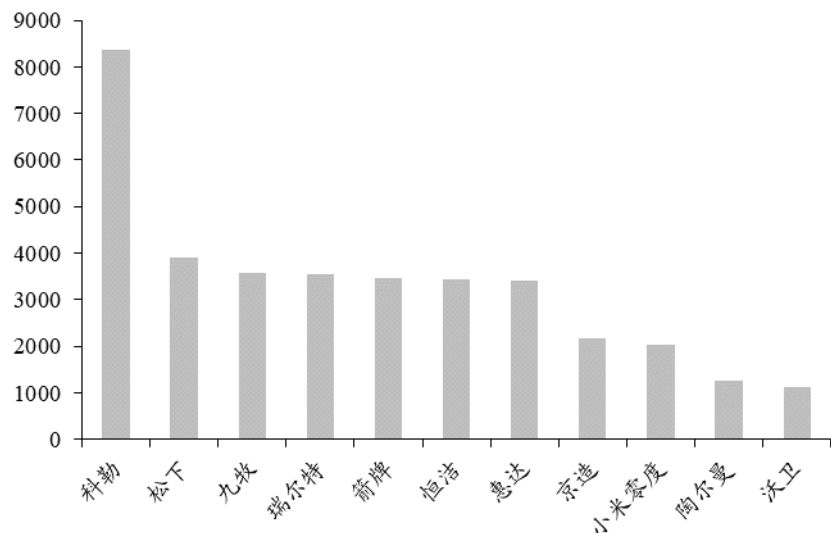
图27: 2023年智能一体机线上市占率情况(按销量)



数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

价格来看, 外资品牌 > 国产老牌卫浴品牌 > 电商自主品牌 > 中低端品牌。从线上渠道的各品牌均价水平来看, 外资品牌均价相对较高, 例如奥维云网监测的科勒 2023 年线上渠道销售均价 8368 元/台; 国产老牌卫浴品牌九牧、箭牌、恒洁等均价在 3400-3600 元左右; 市占率较高的中低端品牌例如陶尔曼、沃卫均价在 1100-1300 之间; 电商自主品牌例如京造和小米零度均价在 2000 元左右。

图28: 线上渠道分品牌智能马桶一体机均价对比(2023年; 元/台)



数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

#### 4. 投资建议

观察日本智能座便器提升过程可以发现, 人口老龄化和城镇化程度的深入能够带动智能座便器的需求增加, 而产品价格带的下移则是驱动智能座便器加速渗透的重要因素。我国目前所处的发展阶段恰处于轻度老龄化向中度老龄化过度的阶段, 人均 GDP 水平



也与日本 80 年代水平相当，是日本智能座便器开始快速渗透的起点。同时，国产卫浴品牌快速发展，加大智能化产品布局，在产品技术迭代方面已经较为成熟，产品价格带也逐步下移，智能座便器具备渗透率快速提升的基础。从日本卫浴企业的发展来看，尽管从 70 年代末期日本已逐步迈入存量房市场，但 TOTO 仍凭借自身的技术创新、战略调整、国际化和多品类布局实现了超越周期的增长。结合以下两条主线推荐智能座便器品牌商及有智能卫浴布局的组件厂商：

1) 智能座便器渗透率处在快速提升阶段，市场认知度持续提升，龙头企业纷纷加大布局力度，在线上、线下全渠道布局，加大品牌投入提升知名度，同时在产品端不断迭代产品、推出轻智能单品加速智能座便器推广渗透，建议关注有智能座便器自主品牌的卫浴龙头箭牌家居、瑞尔特、惠达卫浴等。

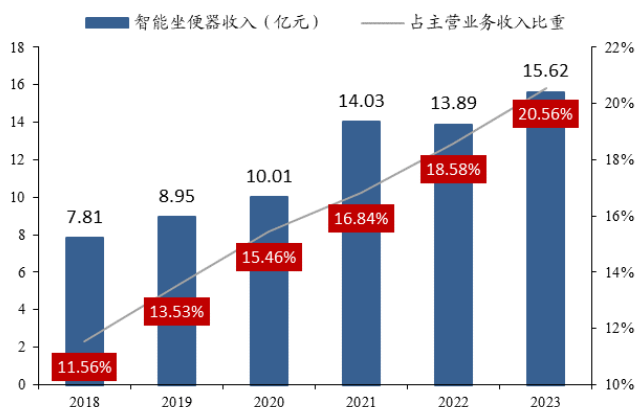
2) 卫浴组件龙头企业依靠自身在研发、制造等方面的实力逐步积累智能座便器技术，同时现有客户基本为国际知名卫浴品牌商，组件龙头纷纷布局智能卫浴赛道，未来有望在智能代工领域逐步拓展客户，建议关注在智能卫浴领域布局积累的组件代工龙头松霖科技、建霖家居、瑞尔特等。

#### 4.1. 箭牌家居：智能化持续渗透，国产卫浴龙头加速崛起

箭牌家居创始于 1994 年，已发展成为国产卫浴领军企业，旗下箭牌、法恩莎、安华三大品牌覆盖不同消费群体。公司未来产品朝向智能化发展，同时深入推进全渠道营销，品牌影响力持续提升。

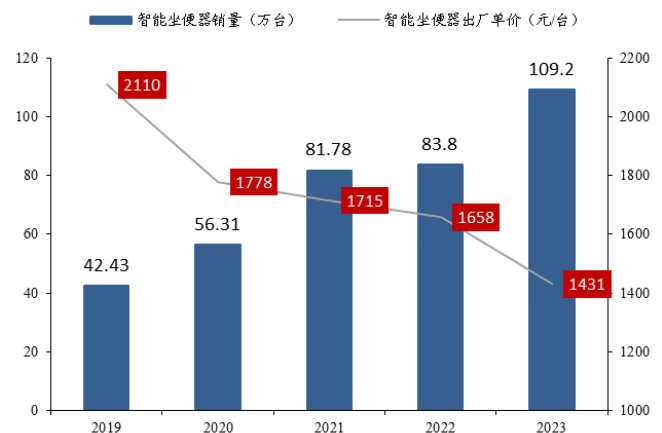
公司加大智能化投入，将智能产品作为公司的发展重心之一。2023 年，公司智能座便器收入达到 15.62 亿元，占主营业务收入比重 20.56%，占比进一步提升。从箭牌家居智能座便器单价来看，由于轻智能产品的推出，公司智能座便器出厂单价有所下降，从 2019 年 2110 元/台下降至 2023 年的 1431 元/台，智能产品加快渗透。

图29：箭牌智能座便器收入及占主营业务收入比重



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图30：箭牌家居智能座便器销量及出厂单价变动



数据来源：WIND，东吴证券研究所

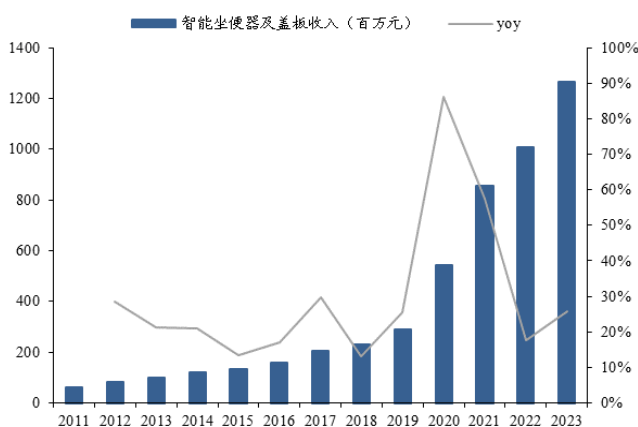
### 4.2. 瑞尔特：卫浴组件代工龙头，开拓智能马桶第二成长曲线

公司现在已形成 ODM+自有品牌双驱动的模式。公司自主研发产品已从最初的水件产品，拓展为智能马桶、魔镜、净水产品、康养产品、感应产品等，全面进入智能家居时代。1)ODM 方面，公司从事水件代工及智能座便器代工，公司通过与优质客户长期、稳定合作，同时不断开拓新客户模式，在智能马桶代工方面有望持续增长。2)自有品牌方面，公司目前已形成高性价比智能卫浴产品的市场定位。目前公司出口业务收入占比逐步降低，业务结构更加均衡。

智能座便器加速渗透，公司加大布局力度，公司从智能坐便器研发设计、到生产制造、再到品质管控、到售后服务，都有专业、严整、完善的自有体系，并且持续对产品进行更新迭代。公司智能座便器及盖板收入规模持续增加，2022 年公司智能座便器及盖板业务营收 10.06 亿元，同比+17.66%；2023 智能座便器及盖板收入 12.66 亿元，同比+25.90%，智能座便器业务开启公司第二成长曲线。

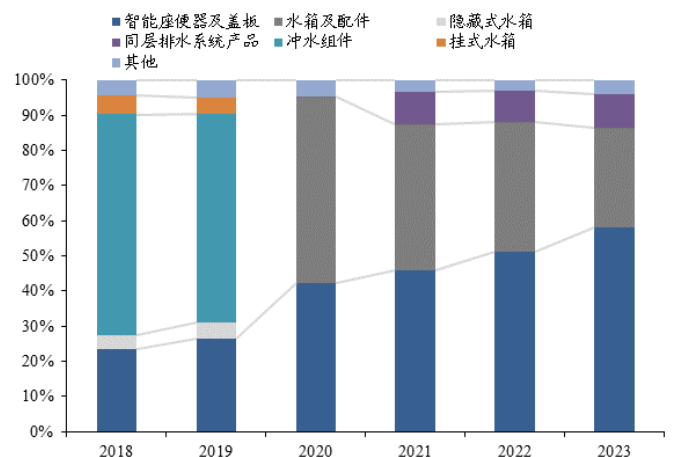
公司产品定位高性价比，线上渠道实现国产突围。1)产品端：公司智能马桶产品高性价比、覆盖价格带较全，2000 元以下价格带的轻智能系列包括 A1、S1、S1P、M2 等；定价不超过 3000 元的高性价比 F3 型号产品等；高端价格带的 UX 系列、A60 型号等。2)渠道端：线下渠道方面，分为对接酒店与地产的工程渠道、经销渠道以及新家电 KA（如苏宁易购、京东门店等）区域入驻渠道。经销渠道方面，公司目前主要在沿海和中部铺设经销网点 500 多家，主要以 1V1 店中店的形式开设；线上渠道方面，主要在抖音、天猫、京东电商平台，以直营官方旗舰店作为销售渠道，公司持续加大线上流量的投放和新品推出，同时控制费销比，维持稳定的盈利能力。

图31：瑞尔特智能坐便器及盖板营业收入（百万元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图32：瑞尔特营业收入构成变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

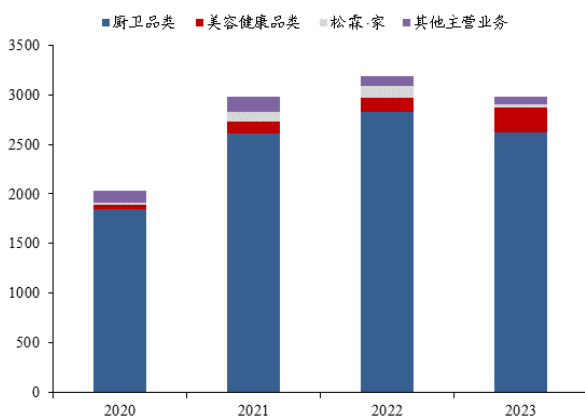
### 4.3. 松霖科技：领先的卫浴组件代工龙头，拓展美容健康及智能健康等新业态

## 务

公司致力于打造“健康硬件的 IDM 品类冠军孵化平台”，包括厨卫健康品类、美容健康品类和新兴智能健康品类。公司在厨卫健康领域积累较为深厚，同时公司积极开拓第二成长曲线业务。**1) 传统厨卫业务：**公司主要客户包括摩恩、东陶、科勒等全球知名企业，目前厨卫配件业务已成熟稳定发展。**2) 美容健康：**目前已成为公司发展最快的新业务，产品包括 SPA 美容花洒、美容仪、冲牙器、健发仪、智能测肤仪等细分单品。2023 年公司美容健康类产品营收 2.59 亿元，同比增长 79.19%，逐渐成长为推动公司成长的第二曲线业务。**3) 新兴智能健康：**公司目前主要聚焦于智能健身及智能睡眠监测系统两大品类及场景，目前公司对于新兴智能健康业务仍在培育开发阶段。2020 年以来，传统厨卫业务毛利率在 30% 上下，美容健康品类的毛利率在 50% 以上，未来随着公司美容健康品类的发展，整体毛利率水平有望继续提升。

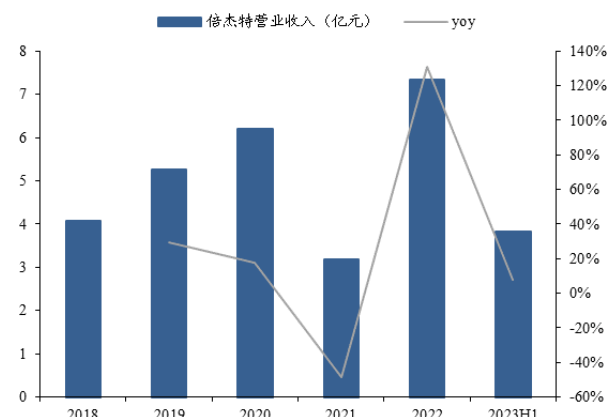
在智能马桶领域，公司在 2021 年 8 月以 2.86 亿元收购倍杰特 51% 的股权，2023 年 10 月以 3.42 亿元收购剩余 49% 的股权，公司未来拟让旗下倍杰特由传统的代工、加工业务升级到以 IDM 模式经营为主，加大研发创新力度，提高产品竞争力，抓住智能马桶业务发展的红利期。

图33：松霖科技分业务营收变动情况（百万元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图34：倍杰特营业收入变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

#### 4.4. 建霖家居：厨卫及净水代工龙头，境内境外产能建设布局未来

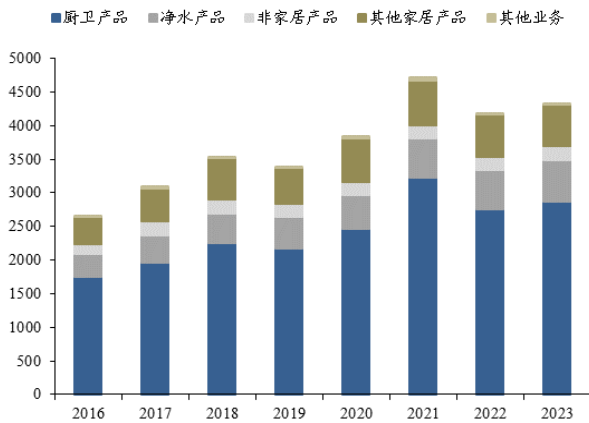
公司坚持“技术驱动、健康驱动、品牌驱动”的三轮驱动发展战略，目前业务涵盖厨卫、净水、宜居空气、健康照护、综合等产业，形成厦门、宁波、漳州、台北等产业基地。公司在厨卫等领域积累了一批优质客户，包括科勒、马斯科、摩恩、洁碧、3M、康丽根、骊住集团、麦格纳、弗格森、海尔智家、美的等国际知名企业。

公司前瞻性海外布局，助力海外市场深耕和新业务开拓。公司通过战略性投建海外基地、完善业务协同布局、增强在地化供应能力等措施，持续扩大海外市场份额。2023

年海外市场主营业务收入 33.09 亿元，同比增长 2.1%。公司目前泰国建霖一期工厂已建设完成，二期也即将完工，进一步扩产以满足海外市场需求。

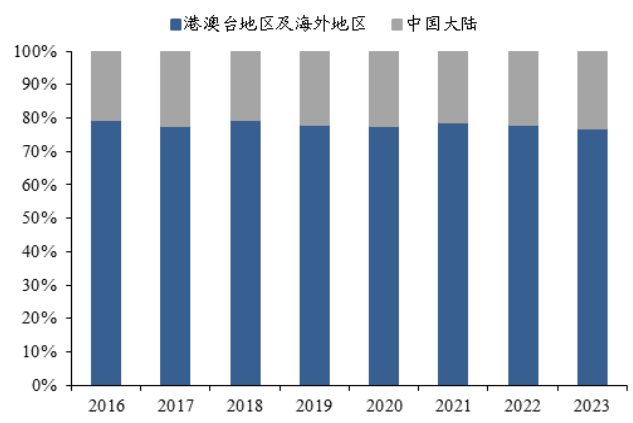
在智能卫浴业务方面，公司目前正在加快技术和产品储备，同时公司计划投建大健康产业园，主要用于集中开发和生产净水、康养个护、智能马桶等健康家居产品，公司未来计划布局智能家居产业，为公司长期发展增添动能。

图35: 建霖家居分业务营收变动情况 (百万元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图36: 建霖家居分区域营收结构情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

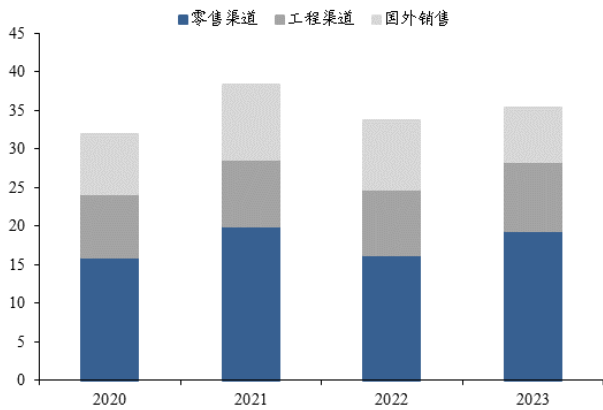
#### 4.5. 惠达卫浴: 老牌卫浴龙头, 渠道优化、智能产品占比持续提升

公司创始于 1982 年, 并于 2017 年在上交所上市。公司实施全球化运营战略, 构建了完善的销售和服务体系, 营销网络遍及全国 30 多个省、自治区和直辖市, 国外销售网络遍布美国、加拿大、英国、澳大利亚等 100 多个国家和地区。公司旗下产品包括卫浴、瓷砖、薄板、整体卫浴 (惠达住工) 等, 为全球消费者提供一站式综合卫浴解决方案。

公司在智能马桶领域深耕已久, 营收占比持续提升。2018 年, 公司与麦格米特合作成立惠米科技, 双方发挥各自的优势, 在智能马桶领域深耕细作。一方面, 深挖并解决用户痛点, 使产品更加适配用户需求; 另一方面, 保持产品性价比, 着力打造智能卫浴爆款产品, 积极参与、引领智能卫浴品类发展。公司持续推进数据化、智能化建设, 不断丰富智能卫浴产品的品类, 2023 年公司智能卫浴的收入为 4.46 亿元, 同比增长 37.55%, 占营收比重达到 12.38%。

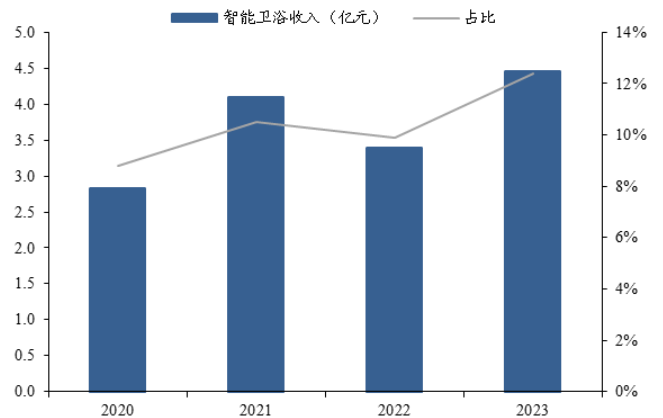


图37: 惠达卫浴分渠道营收变动情况 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图38: 惠达智能卫浴收入及占比变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

### 行业竞争加剧的风险

陶瓷卫浴行业整体集中度较低, 市场竞争较为激烈。随着房地产行业调控的持续以及环保标准不断趋严, 市场新增需求规模承压, 而相关厂商密集进入智能卫浴行业, 行业存在价格竞争风险。未来市场竞争中, 若相关公司不能在新产品研发和迭代、产能规模、品牌建设、渠道布局、绿色制造等方面保持现有竞争优势, 将会给公司的生产、销售及盈利水平带来不利影响。

### 下游房地产需求不及预期的风险

智能卫浴行业与房地产行业具有一定的相关性。随着城镇化的推进、老旧小区改造等因素释放的刚需性住房和改善性住房需求进一步扩大, 预计在未来住宅装修装饰市场的需求将保持增长, 但若我国房地产政策趋于收紧, 将导致消费者的购房和装修需求增长放缓, 进而对智能卫浴的销售带来不利影响。

### 智能家居渗透速度不及预期的风险

智能家居行业目前渗透率较低, 消费者认知度亟待提升, 智能卫浴的渗透率与消费升级、消费理念变更等息息相关, 未来如果消费趋势和消费能力发生变化, 相关产品渗透率提升不及预期, 将会使得相关公司增长能力受到抑制。

# 瑞尔特 (002790)

## 卫浴组件代工龙头，发展智能马桶第二成长曲线

增持 (首次)

2024年04月30日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,960	2,184	2,648	3,087	3,558
同比 (%)	4.89	11.47	21.20	16.58	15.27
归母净利润 (百万元)	211.00	218.58	285.90	347.10	421.63
同比 (%)	51.41	3.59	30.80	21.40	21.47
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.50	0.52	0.68	0.83	1.01
P/E (现价&最新摊薄)	23.43	22.62	17.29	14.24	11.72

### 投资要点

- 瑞尔特创始于1999年，已形成包括以节水型冲水组件为核心的卫浴冲水系统产品解决方案、以智能坐便器为核心的智能卫浴产品解决方案、同层排水系统产品解决方案、卫浴适老产品解决方案、卫浴空间智慧互联解决方案和卫浴装配式整体解决方案的产品体系。公司自主研发的产品从水件逐步拓展至智能家居产品。公司2023年营收21.84亿，同比+11.47%。
- 公司现在已形成 ODM+自有品牌双驱动的模式。1) ODM 方面，公司从事水件代工及智能座便器代工，公司通过与优质客户长期、稳定合作，同时不断开拓新客户模式，在智能马桶代工方面有望持续增长。2) 自有品牌方面，公司2021年开始发展自主品牌，逐步提升销售规模，形成高性价比智能卫浴产品的市场定位。目前公司出口业务收入占比逐步降低，业务结构更加均衡。
- 公司在智能座便器方面积累深厚，开拓第二成长曲线。智能座便器加速渗透，公司加大布局力度，公司从智能坐便器研发设计、到生产制造、再到品质管控、到售后服务，都有专业、完整、完善的自有体系，并且持续对产品进行更新迭代。2022年公司智能座便器及盖板业务营收10.06亿元，同比+17.66%；2023年智能座便器及盖板收入12.66亿元，同比+25.90%，智能座便器业务保持快速增长。
- 公司产品定位高性价比，线上渠道实现国产突围。1) 产品端：公司智能马桶产品高性价比、覆盖价格带较全，2000元以下价格带的轻智能系列包括A1、S1、S1P、M2等；定价不超过3000元的高性价比F3型号产品等；高端价格带的UX系列、A60型号等。2) 渠道端：线下渠道方面，分为对接酒店与地产的工程渠道、经销渠道以及新家电KA（如苏宁易购、京东门店等）区域入驻渠道。经销渠道方面，公司目前主要在沿海和中部铺设经销网点500多家，主要以1V1店中店的形式开设；线上渠道方面，主要在抖音、天猫、京东电商平台，以直营官方旗舰店作为销售渠道，公司持续加大线上流量的投放和新品推出，同时控制营销比，维持稳定的盈利能力。
- 盈利预测与投资评级：公司是国内卫浴组件代工龙头，2021年开拓智能座便器自主品牌，已形成高性价比智能卫浴产品的市场定位。公司通过线上、线下全渠道布局目前品牌知名度和市场份额持续提升，同时海外智能代工加速开拓，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.86/3.47/4.22亿元，对应PE分别为17X/14X/12X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险；智能座便器渗透率提升不及预期的风险；贸易政策变更的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.83
一年最低/最高价	7.10/13.29
市净率(倍)	2.31
流通A股市值(百万元)	3,083.91
总市值(百万元)	4,943.43

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.12
资产负债率(%,LF)	22.45
总股本(百万股)	417.87
流通A股(百万股)	260.69

### 相关研究

## 瑞尔特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,069</b>	<b>2,342</b>	<b>2,628</b>	<b>3,176</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,184</b>	<b>2,648</b>	<b>3,087</b>	<b>3,558</b>
货币资金及交易性金融资产	1,179	1,284	1,504	1,796	营业成本(含金融类)	1,539	1,877	2,185	2,515
经营性应收款项	504	735	691	960	税金及附加	16	21	23	27
存货	369	305	413	399	销售费用	238	201	231	263
合同资产	0	0	0	0	管理费用	101	154	174	196
其他流动资产	17	19	20	21	研发费用	91	101	113	125
<b>非流动资产</b>	<b>625</b>	<b>698</b>	<b>737</b>	<b>757</b>	财务费用	(21)	(15)	(18)	(25)
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	19	11	12	14
固定资产及使用权资产	519	550	572	585	投资净收益	10	5	6	7
在建工程	5	47	66	73	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	67	67	66	66	减值损失	(4)	(4)	(6)	(6)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	2	3	3	4
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>249</b>	<b>325</b>	<b>394</b>	<b>476</b>
其他非流动资产	30	30	30	30	营业外净收支	(3)	(3)	(4)	(4)
<b>资产总计</b>	<b>2,694</b>	<b>3,040</b>	<b>3,365</b>	<b>3,934</b>	<b>利润总额</b>	<b>246</b>	<b>322</b>	<b>390</b>	<b>472</b>
<b>流动负债</b>	<b>522</b>	<b>586</b>	<b>569</b>	<b>722</b>	减:所得税	31	40	48	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	<b>净利润</b>	<b>215</b>	<b>282</b>	<b>342</b>	<b>415</b>
经营性应付款项	281	397	356	483	减:少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(6)
合同负债	98	38	44	50	<b>归属母公司净利润</b>	<b>219</b>	<b>286</b>	<b>347</b>	<b>422</b>
其他流动负债	137	145	163	182	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.68	0.83	1.01
非流动负债	103	103	103	103	EBIT	214	305	372	446
长期借款	25	25	25	25	EBITDA	321	363	434	512
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.53	29.09	29.21	29.30
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	10.01	10.80	11.25	11.85
其他非流动负债	66	66	66	66	收入增长率(%)	11.47	21.20	16.58	15.27
<b>负债合计</b>	<b>625</b>	<b>689</b>	<b>672</b>	<b>825</b>	归母净利润增长率(%)	3.59	30.80	21.40	21.47
归属母公司股东权益	2,080	2,366	2,713	3,135					
少数股东权益	(11)	(15)	(20)	(26)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,069</b>	<b>2,351</b>	<b>2,693</b>	<b>3,109</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,694</b>	<b>3,040</b>	<b>3,365</b>	<b>3,934</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	436	233	318	373	每股净资产(元)	4.98	5.66	6.49	7.50
投资活动现金流	(316)	(126)	(96)	(79)	最新发行在外股份(百万股)	418	418	418	418
筹资活动现金流	(93)	(2)	(2)	(2)	ROIC(%)	9.19	11.88	12.74	13.34
现金净增加额	33	105	220	292	ROE-摊薄(%)	10.51	12.08	12.79	13.45
折旧和摊销	106	58	62	66	资产负债率(%)	23.20	22.66	19.96	20.97
资本开支	(138)	(131)	(102)	(86)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.62	17.29	14.24	11.72
营运资本变动	115	(108)	(89)	(109)	P/B(现价)	2.38	2.09	1.82	1.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 惠达卫浴 (603385)

## 老牌卫浴龙头，渠道优化、智能产品占比持续提升

增持 (首次)

2024年05月01日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

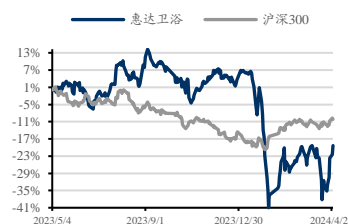
证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3,419	3,604	4,065	4,490	4,884
同比 (%)	(12.16)	5.38	12.81	10.45	8.78
归母净利润 (百万元)	128.20	(196.65)	196.17	227.75	258.05
同比 (%)	(45.52)	(253.39)	199.76	16.10	13.31
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.34	(0.52)	0.51	0.60	0.68
P/E (现价&最新摊薄)	17.75	—	11.60	9.99	8.82

### 股价走势



### 投资要点

- 惠达卫浴成立于1982年，经过四十余年发展，公司目前旗下产品包括卫浴、瓷砖、薄板、整体卫浴（惠达住工）等，为全球消费者提供一站式综合卫浴解决方案。公司坚持整体化、智慧化、生态化、数字化的“四化”发展战略，2023年公司实现营收36.04亿元，同比增长5.38%。
- 经销渠道加快开拓，工程渠道严控风险。公司2023年零售渠道占主营业务收入比54.83%（其中：电商渠道占主营业务收入比4.68%，家装渠道占主营业务收入比3.84%），工程渠道占主营业务收入比25.27%。**1）经销渠道：**公司深挖零售渠道（经销商渠道、家装渠道和电商渠道等），公司加速推进“千商万店”计划，截至2023年末，公司拥有境内专卖店总数为1,774家，其中卫浴门店1518家。**2）工程渠道：**公司强化对风险项目管控，不断提升工程渠道业务水平，拓展优质客户。同时公司2023年进行了大额计提，预计24年有望轻装上阵。
- 把握智能卫浴发展机遇，智能产品占比持续提升。2018年，公司与麦格米特合作成立惠米科技，双方发挥各自的优势，在智能马桶领域深耕细作。一方面，深挖并解决用户痛点，使产品更加适配用户需求；另一方面，保持产品性价比，着力打造智能卫浴爆款产品，积极参与、引领智能卫浴品类发展。公司持续推进数据化、智能化建设，不断丰富智能卫浴产品的品类，2023年公司智能卫浴的收入为4.46亿元，同比增长37.55%，占营收比重达到12.38%。
- 盈利预测与投资评级：公司是老牌卫浴龙头，目前在经销体系及产品结构调整升级，同时加大智能产品发展力度，智能卫浴占比持续提升，同时公司2023年进行大额减值计提，计提后有望轻装上阵，迎来业绩修复。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.96/2.28/2.58亿元，对应2024-2026年PE分别为12X/10X/9X，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险等。

### 市场数据

收盘价(元)	6.20
一年最低/最高价	4.25/8.84
市净率(倍)	0.64
流通A股市值(百万元)	2,366.67
总市值(百万元)	2,366.67

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.63
资产负债率(% ,LF)	32.90
总股本(百万股)	381.72
流通A股(百万股)	381.72

### 相关研究



## 惠达卫浴三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,391</b>	<b>3,030</b>	<b>3,348</b>	<b>4,254</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,604</b>	<b>4,065</b>	<b>4,490</b>	<b>4,884</b>
货币资金及交易性金融资产	213	305	663	912	营业成本(含金融类)	2,690	3,027	3,344	3,639
经营性应收款项	920	1,228	1,138	1,536	税金及附加	52	55	58	63
存货	1,010	1,256	1,298	1,562	销售费用	372	388	413	444
合同资产	2	0	0	0	管理费用	242	267	290	312
其他流动资产	246	241	249	244	研发费用	150	167	180	193
<b>非流动资产</b>	<b>3,453</b>	<b>3,423</b>	<b>3,159</b>	<b>3,076</b>	财务费用	8	2	(2)	(14)
长期股权投资	7	7	7	7	加:其他收益	47	59	61	63
固定资产及使用权资产	1,717	1,645	1,562	1,472	投资净收益	57	41	36	39
在建工程	1	43	62	70	公允价值变动	(4)	0	0	0
无形资产	245	245	244	244	减值损失	(394)	(30)	(40)	(45)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	5	7	7
长期待摊费用	32	32	32	32	<b>营业利润</b>	<b>(201)</b>	<b>233</b>	<b>270</b>	<b>311</b>
其他非流动资产	1,451	1,451	1,251	1,251	营业外净收支	25	15	18	15
<b>资产总计</b>	<b>5,844</b>	<b>6,453</b>	<b>6,506</b>	<b>7,330</b>	<b>利润总额</b>	<b>(176)</b>	<b>248</b>	<b>288</b>	<b>326</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,829</b>	<b>2,239</b>	<b>2,062</b>	<b>2,624</b>	减:所得税	24	50	58	65
短期借款及一年内到期的非流动负债	476	446	416	416	<b>净利润</b>	<b>(200)</b>	<b>198</b>	<b>231</b>	<b>261</b>
经营性应付款项	829	1,324	1,128	1,641	减:少数股东损益	(3)	2	3	3
合同负债	145	67	74	87	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(197)</b>	<b>196</b>	<b>228</b>	<b>258</b>
其他流动负债	378	402	444	479	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.52)	0.51	0.60	0.68
非流动负债	179	179	179	179	EBIT	(226)	244	300	337
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(10)	406	466	505
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.34	25.53	25.51	25.50
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	(5.46)	4.83	5.07	5.28
其他非流动负债	160	160	160	160	收入增长率(%)	5.38	12.81	10.45	8.78
<b>负债合计</b>	<b>2,008</b>	<b>2,419</b>	<b>2,241</b>	<b>2,803</b>	归母净利润增长率(%)	(253.39)	199.76	16.10	13.31
归属母公司股东权益	3,647	3,843	4,071	4,329					
少数股东权益	190	192	194	197					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,836</b>	<b>4,035</b>	<b>4,265</b>	<b>4,526</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,844</b>	<b>6,453</b>	<b>6,506</b>	<b>7,330</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	504	202	235	280	每股净资产(元)	9.55	10.07	10.66	11.34
投资活动现金流	(458)	(70)	160	(25)	最新发行在外股份(百万股)	382	382	382	382
筹资活动现金流	(113)	(39)	(37)	(6)	ROIC(%)	(5.74)	4.43	5.22	5.57
现金净增加额	(61)	92	358	249	ROE-摊薄(%)	(5.39)	5.10	5.59	5.96
折旧和摊销	216	161	165	169	资产负债率(%)	34.36	37.48	34.45	38.25
资本开支	(37)	(111)	(76)	(64)	P/E(现价&最新股本摊薄)	—	11.60	9.99	8.82
营运资本变动	141	(136)	(147)	(140)	P/B(现价)	0.62	0.59	0.56	0.53

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 松霖科技 (603992)

## 领先的卫浴组件代工龙头，拓展美容健康及智能健康等新业务

增持 (首次)

2024年04月30日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3,181	2,983	3,513	4,075	4,628
同比 (%)	6.84	(6.20)	17.77	15.99	13.57
归母净利润 (百万元)	261.22	352.49	444.08	548.59	647.44
同比 (%)	(13.30)	34.94	25.98	23.53	18.02
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.64	0.86	1.09	1.34	1.59
P/E (现价&最新摊薄)	29.58	21.92	17.40	14.09	11.94

### 股价走势



### 投资要点

- 公司致力于打造“健康硬件的IDM品类冠军孵化平台”，包括厨卫健康品类、美容健康品类和新兴智能健康品类。公司以“健康，智能”作为底层技术，专注于拓展可发挥“技术共享、客户共享、制造共享”效应的健康硬件产品。2023年公司实现营收29.83亿元，同比下滑6.20%。
- 传统厨卫业务稳健发展，美容健康业务打造第二成长曲线。1) 传统厨卫业务：公司主要客户包括摩恩、东陶、科勒等全球知名企业，目前厨卫配件业务已成熟稳定发展。2) 美容健康：目前已成为公司发展最快的新业务，产品包括SPA美容花洒、美容仪、冲牙器、健发仪、智能测肤仪等细分单品。2023年公司美容健康类产品营收2.59亿元，同比增长79.19%，逐渐成长为推动公司成长的第二曲线业务。3) 新兴智能健康：公司主要聚焦于智能健身及智能睡眠监测系统两大品类及场景，对于新兴智能健康业务仍在培育开发阶段。2020年以来公司传统厨卫业务毛利率在30%上下，美容健康品类的毛利率在50%以上，未来随着公司美容健康品类的发展，整体毛利率水平有望继续提升。
- 研发及生产能力突出，各业务间协同效应较强。1) 研发实力：公司注重研发创新，2023年公司研发费用率在6.82%，通过充分共享底层技术、底层制造平台、客户资源，升级厨卫健康品类，加速发展美容健康品类，积极布局新兴智能健康品类。2) 生产端：公司销售的产品多批次、小批量，公司通过CRM、PLM、SAP、OA、MES、SRM等系统的充分集成，以及自动化设备机台的开发和引进，打造高品质、高效率、柔性化、数字化、透明化的智能制造能力。
- 收购倍杰特未来有望在智能马桶领域发力。公司在2021年8月以2.86亿元收购倍杰特51%的股权，2023年10月以3.42亿元收购剩余49%的股权。未来倍杰特将由传统的代工、加工业务升级到以IDM模式经营为主，公司加大倍杰特在智能马桶领域的技术和产品储备，力争未来抓住智能马桶业务发展的红利期。
- 盈利预测与投资评级：公司在传统厨卫组件出口领域已形成稳定的龙头地位，基于IDM模式逐步开发出美容健康、智能健康等新业务，业务规模及综合毛利率持续向上，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.44/5.49/6.47亿元，对应PE分别为17X/14X/12X，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：全球宏观经济波动的风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；新产品拓展不及预期的风险。

### 市场数据

收盘价(元)	18.94
一年最低/最高价	12.27/20.20
市净率(倍)	2.90
流通A股市值(百万元)	7,595.19
总市值(百万元)	7,727.29

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.52
资产负债率(% ,LF)	34.50
总股本(百万股)	407.99
流通A股(百万股)	401.01

### 相关研究

## 松霖科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,632</b>	<b>3,017</b>	<b>3,567</b>	<b>4,737</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,983</b>	<b>3,513</b>	<b>4,075</b>	<b>4,628</b>
货币资金及交易性金融资产	1,632	1,630	2,297	3,043	营业成本(含金融类)	1,939	2,263	2,605	2,949
经营性应收款项	633	772	809	965	税金及附加	31	33	33	37
存货	314	541	400	649	销售费用	119	134	151	169
合同资产	0	0	0	0	管理费用	260	302	346	389
其他流动资产	53	74	61	81	研发费用	204	232	265	292
<b>非流动资产</b>	<b>1,620</b>	<b>1,825</b>	<b>1,766</b>	<b>1,701</b>	财务费用	(6)	13	13	(7)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	19	21	24	19
固定资产及使用权资产	1,030	1,159	1,162	1,140	投资净收益	7	7	8	0
在建工程	172	234	147	78	公允价值变动	(29)	0	0	0
无形资产	230	245	270	295	减值损失	(56)	(10)	(10)	(10)
商誉	82	82	82	82	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	46	46	46	46	<b>营业利润</b>	<b>380</b>	<b>555</b>	<b>685</b>	<b>808</b>
其他非流动资产	56	56	56	56	营业外净收支	(2)	(3)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,252</b>	<b>4,842</b>	<b>5,333</b>	<b>6,438</b>	<b>利润总额</b>	<b>378</b>	<b>552</b>	<b>685</b>	<b>808</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,000</b>	<b>1,104</b>	<b>992</b>	<b>1,385</b>	减:所得税	(13)	66	82	97
短期借款及一年内到期的非流动负债	53	53	53	53	<b>净利润</b>	<b>391</b>	<b>486</b>	<b>603</b>	<b>711</b>
经营性应付款项	512	745	601	956	减:少数股东损益	39	42	54	64
合同负债	77	91	104	118	<b>归属母公司净利润</b>	<b>352</b>	<b>444</b>	<b>549</b>	<b>647</b>
其他流动负债	357	215	234	259	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.86	1.09	1.34	1.59
非流动负债	681	681	681	681	EBIT	405	581	710	821
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	576	726	859	977
应付债券	595	595	595	595	毛利率(%)	35.02	35.59	36.07	36.28
租赁负债	27	27	27	27	归母净利率(%)	11.81	12.64	13.46	13.99
其他非流动负债	58	58	58	58	收入增长率(%)	(6.20)	17.77	15.99	13.57
<b>负债合计</b>	<b>1,681</b>	<b>1,785</b>	<b>1,673</b>	<b>2,066</b>	归母净利润增长率(%)	34.94	25.98	23.53	18.02
归属母公司股东权益	2,572	3,016	3,564	4,212					
少数股东权益	0	42	96	160					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,572</b>	<b>3,057</b>	<b>3,660</b>	<b>4,372</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,252</b>	<b>4,842</b>	<b>5,333</b>	<b>6,438</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	477	384	788	876	每股净资产(元)	6.33	7.31	8.66	10.25
投资活动现金流	(287)	(346)	(82)	(90)	最新发行在外股份(百万股)	408	408	408	408
筹资活动现金流	(388)	(40)	(40)	(40)	ROIC(%)	13.07	14.64	15.48	15.40
现金净增加额	(188)	(2)	666	746	ROE-摊薄(%)	13.71	14.73	15.39	15.37
折旧和摊销	171	145	149	156	资产负债率(%)	39.52	36.86	31.37	32.09
资本开支	(149)	(353)	(90)	(90)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.92	17.40	14.09	11.94
营运资本变动	(153)	(293)	(5)	(41)	P/B(现价)	2.99	2.59	2.19	1.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 建霖家居（603408）

# 厨卫及净水代工龙头，境内境外产能建设布局未来

增持（首次）

2024年04月30日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

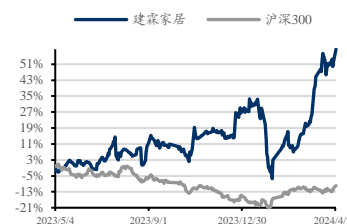
证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	4,186	4,334	4,941	5,496	6,024
同比（%）	(11.16)	3.52	14.00	11.24	9.62
归母净利润（百万元）	458.06	424.83	507.46	598.63	681.71
同比（%）	21.72	(7.25)	19.45	17.97	13.88
EPS-最新摊薄（元/股）	1.02	0.95	1.13	1.33	1.52
P/E（现价&最新摊薄）	15.77	17.01	14.24	12.07	10.60

### 股价走势



### 投资要点

- 公司实施“技术驱动、健康驱动、品牌驱动”的三轮驱动战略，坚持产业高端化、数字化、绿色化发展，构建“健康家·生活”、“商用·工程”、“智造·定制”等多元化发展格局，致力于全面的健康家居产业发展。2023年公司实现营业收入43.34亿元，同比增长3.52%。
- 境内境外业务同步推进，深入推进数字化提升运营管理效率。境外业务方面，公司在北美市场业务布局从品牌商拓展到批发零售卖场以及跨境电商等渠道已初见成效；境内业务方面，加速渠道拓展和品牌建设，在精装渠道、商用渠道、2C渠道稳步拓展，逐步形成由「瑞摩」品牌、「埃瑞德」品牌、「水美乐」品牌等构建的多品牌矩阵；数字化建设方面，公司深入推进数字化转型，赋能组织与流程，持续优化运营效率。
- 公司前瞻性海外布局，助力海外市场深耕和新业务开拓。公司通过战略性投建海外基地、完善业务协同布局、增强在地化供应能力等措施，持续扩大海外市场份额。2023年海外市场主营业务收入33.09亿元，同比增长2.1%。公司目前泰国建霖一期工厂已建设完成，二期也即将完工，进一步扩产以满足海外市场需求。
- 新增产能稳步落地，为公司未来发展提供保障。2023年底完成五金龙头扩产项目。项目完工后，将为公司增加年产400万套五金龙头的生产能力。另一方面，公司计划投建大健康产业园，主要用于集中开发和生产净水、康养个护、智能马桶等健康家居产品，公司未来计划布局智能家居产业，为公司长期发展增添动能。
- 盈利预测与投资评级：公司坚持三轮驱动战略，短期公司业务发展重心在厨卫、净水、空气等业务方面，中长期公司布局智能家居领域。目前公司漳州龙头扩产项目已落地，公司在五金龙头领域有望进一步提升市占率。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.07/5.99/6.82亿元，对应PE分别为14X/12X/11X，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：全球政治、经济不确定性的风险；汇率波动风险；原材料价格波动的风险。

### 市场数据

收盘价(元)	16.09
一年最低/最高价	9.10/16.56
市净率(倍)	2.27
流通A股市值(百万元)	7,201.45
总市值(百万元)	7,225.37

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.10
资产负债率(%，LF)	30.94
总股本(百万股)	449.06
流通A股(百万股)	447.57

### 相关研究



## 建霖家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,064</b>	<b>3,566</b>	<b>4,433</b>	<b>4,918</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,334</b>	<b>4,940</b>	<b>5,496</b>	<b>6,024</b>
货币资金及交易性金融资产	785	1,081	1,547	2,199	营业成本(含金融类)	3,208	3,670	4,069	4,460
经营性应收款项	1,056	812	1,337	1,128	税金及附加	22	27	29	30
存货	664	753	696	820	销售费用	153	168	184	196
合同资产	77	99	110	120	管理费用	261	287	311	336
其他流动资产	483	821	743	651	研发费用	239	272	297	319
<b>非流动资产</b>	<b>1,634</b>	<b>1,667</b>	<b>1,684</b>	<b>1,641</b>	财务费用	(17)	(3)	(12)	(26)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	47	49	48
固定资产及使用权资产	1,350	1,388	1,411	1,373	投资净收益	33	35	33	36
在建工程	78	66	56	48	公允价值变动	(14)	0	0	0
无形资产	158	164	169	172	减值损失	(46)	(30)	(25)	(25)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	1	0	1	1
长期待摊费用	5	5	5	5	<b>营业利润</b>	<b>479</b>	<b>572</b>	<b>676</b>	<b>769</b>
其他非流动资产	42	42	42	42	营业外净收支	(3)	(2)	(3)	(3)
<b>资产总计</b>	<b>4,699</b>	<b>5,233</b>	<b>6,117</b>	<b>6,559</b>	<b>利润总额</b>	<b>475</b>	<b>570</b>	<b>673</b>	<b>766</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,520</b>	<b>1,556</b>	<b>1,843</b>	<b>1,603</b>	减:所得税	51	63	74	84
短期借款及一年内到期的非流动负债	200	200	200	200	<b>净利润</b>	<b>424</b>	<b>507</b>	<b>599</b>	<b>682</b>
经营性应付款项	974	738	1,048	761	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	62	66	73	80	<b>归属母公司净利润</b>	<b>425</b>	<b>507</b>	<b>599</b>	<b>682</b>
其他流动负债	284	552	521	562	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.95	1.13	1.33	1.52
非流动负债	79	79	79	79	EBIT	441	584	670	746
长期借款	7	7	7	7	EBITDA	657	772	873	955
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.97	25.72	25.95	25.97
租赁负债	27	27	27	27	归母净利率(%)	9.80	10.27	10.89	11.32
其他非流动负债	45	45	45	45	收入增长率(%)	3.52	14.00	11.24	9.62
<b>负债合计</b>	<b>1,599</b>	<b>1,635</b>	<b>1,922</b>	<b>1,682</b>	归母净利润增长率(%)	(7.25)	19.45	17.97	13.88
归属母公司股东权益	3,098	3,595	4,194	4,875					
少数股东权益	2	2	2	2					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,100</b>	<b>3,597</b>	<b>4,196</b>	<b>4,878</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,699</b>	<b>5,233</b>	<b>6,117</b>	<b>6,559</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	612	505	667	794	每股净资产(元)	6.90	8.01	9.34	10.86
投资活动现金流	(437)	(187)	(189)	(131)	最新发行在外股份(百万股)	449	449	449	449
筹资活动现金流	(334)	(21)	(11)	(11)	ROIC(%)	12.03	14.51	14.44	13.92
现金净增加额	(150)	296	466	652	ROE-摊薄(%)	13.71	14.12	14.27	13.98
折旧和摊销	216	188	202	208	资产负债率(%)	34.03	31.25	31.41	25.64
资本开支	(308)	(222)	(222)	(167)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.01	14.24	12.07	10.60
营运资本变动	(59)	(199)	(140)	(98)	P/B(现价)	2.33	2.01	1.72	1.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>