

瑞尔特 (002790)

自主品牌及海外智能快速开拓, 抢占智能马桶发展先机

增持 (维持)

2024年05月27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)	1960	2184	2648	3087	3558
同比 (%)	4.89	11.47	21.20	16.58	15.27
归母净利润 (百万元)	211.01	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)	23.27	22.46	17.17	14.15	11.65

关键词: #第二曲线

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。

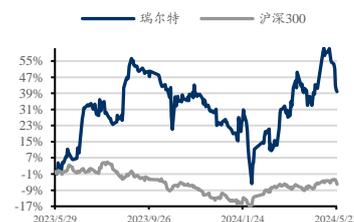
■ 公司在智能座便器方面积累深厚, 开拓第二成长曲线。智能座便器加速渗透, 公司加大布局力度, 公司从智能坐便器研发设计、到生产制造、再到品质管控、到售后服务, 都有专业、严整、完善的自有体系, 并且持续对产品进行更新迭代。2022年公司智能座便器及盖板业务营收10.06亿元, 同比+17.66%; 2023年智能座便器及盖板收入12.66亿元, 同比+25.90%, 智能座便器业务保持快速增长。

■ 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, 同时控制费销比, 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, 目前公司线下建材卫浴门店及家电KA新渠道快速放量, 代工业务稳步发展, 我们维持预计公司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, 维持“增持”评级。

■ 风险提示: 下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料价格大幅波动的风险、产品研发和技术创新风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.70
一年最低/最高价	7.10/13.87
市净率(倍)	2.28
流通A股市值(百万元)	3,050.02
总市值(百万元)	4,889.11

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

内容目录

1. 瑞尔特：自主品牌快速放量，海外智能代工持续开拓	4
2. 智能卫浴行业：产品轻智能化加速渗透，新赛道新品牌	6
2.1. 新兴品牌快速扩大市场份额，瑞尔特市占率提升最快	7
2.2. 产品趋势：智能座便器轻智能化发展，渗透率有望加速提升	9
3. 自主品牌全渠道开拓快速放量，海外智能代工稳步开拓	10
3.1. 公司注重研发创新，研发及制造能力突出	10
3.2. 自主品牌：智能马桶自主品牌打开第二成长曲线，线下渠道快速开拓	12
3.2.1. 线上渠道弯道超车，三大电商平台运营成果显著	12
3.2.2. 五金卫浴经销渠道稳步开拓，家电 KA 新渠道贡献增量	13
3.3. 代工业务：海外智能代工加速拓展，传统水件代工稳步发展	15
3.3.1. 传统水件代工：公司在传统水件代工领域积累深厚	15
3.3.2. 智能代工业务：海外智能代工快速发展	16
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测假设	16
4.2. 投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	瑞尔特公司发展历程.....	4
图 2:	瑞尔特营业收入及增速变动.....	5
图 3:	瑞尔特归母净利润及增速变动.....	5
图 4:	瑞尔特分业务收入结构变动情况.....	5
图 5:	瑞尔特境内外收入结构占比变动情况.....	5
图 6:	瑞尔特分业务毛利率变动情况 (%)	6
图 7:	瑞尔特期间费用率变动情况 (%)	6
图 8:	1991-2022 年日本智能坐便器普及率变动情况	7
图 9:	日本智能坐便器保有量变动情况 (台/100 户)	7
图 10:	智能坐便器产业链及主要涉及的公司.....	7
图 11:	线上渠道智能马桶一体机价格段 (按销量, 元/台)	8
图 12:	线上渠道分品牌智能马桶一体机均价对比 (2023 年; 元/台)	8
图 13:	2023 年智能一体机线上市占率情况 (按销额)	9
图 14:	2023 年智能一体机线上市占率情况 (按销量)	9
图 15:	线上销售智能座便器均价变动情况 (元/台)	9
图 16:	智能马桶盖和一体机线上销售规模及变动 (亿元)	9
图 17:	箭牌家居智能座便器销量及出厂单价变动.....	10
图 18:	瑞尔特研发投入变动情况.....	11
图 19:	瑞尔特研发人员数量 (人)	11
图 20:	瑞尔特性价比产品配置及功能情况.....	11
图 21:	瑞尔特轻智能座便器配置及功能情况.....	12
图 22:	瑞尔特线上销售收入规模变动 (亿元)	13
图 23:	瑞尔特线上渠道销售占比情况.....	13
图 24:	瑞尔特在电商平台迅速崛起.....	13
图 25:	瑞尔特品牌代言人李雪琴.....	13
图 26:	瑞尔特杭州经销门店.....	14
图 27:	瑞尔特武汉全景体验馆.....	14
图 28:	瑞尔特入驻长沙京东 MALL	15
图 29:	瑞尔特对前五大客户销售规模及占比.....	15
图 30:	瑞尔特水箱及配件业务收入及增速变动.....	16
图 31:	瑞尔特水箱及配件业务毛利率变动 (%)	16
表 1:	瑞尔特分业务预测.....	17
表 2:	可比公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 5 月 23 日)	18

1. 瑞尔特：自主品牌快速放量，海外智能代工持续开拓

公司成立于1999年，专注于马桶水件的研发与生产；2004年公司扩大生产线，产品涵盖盖板、隐藏式水箱、挂墙水箱和水阀等；2008年瑞尔特进军智能马桶领域；2011年公司研发推出智能盖板；2012年智能马桶上市；2016年公司于深交所A股上市；2017年公司首发无水亚限制E-shion系列智能马桶上市；2019年公司研发健康监测智能马桶；2021年公司研发的智能物联智能马桶上市；2023年公司自有品牌产品618位列抖音第二，京东、淘宝前列。

图1：瑞尔特公司发展历程

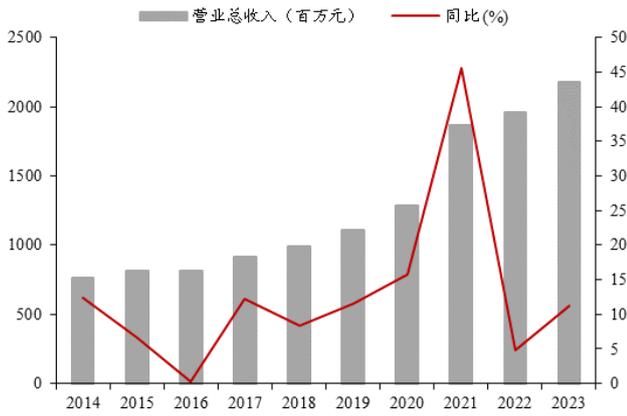


数据来源：瑞尔特公司官网，东吴证券研究所

目前公司主要产品包括：以节水型冲水组件、静音缓降盖板、挂式水箱等为主的卫浴冲水系统产品及其解决方案，以一体式智能坐便器、智能坐便盖等为主的智能卫浴产品及其解决方案，以隐藏式水箱、卫浴管道等为主的同层排水系统产品及其解决方案以及卫浴适老产品解决方案、卫浴空间智慧互联解决方案和装配式卫浴整体解决方案

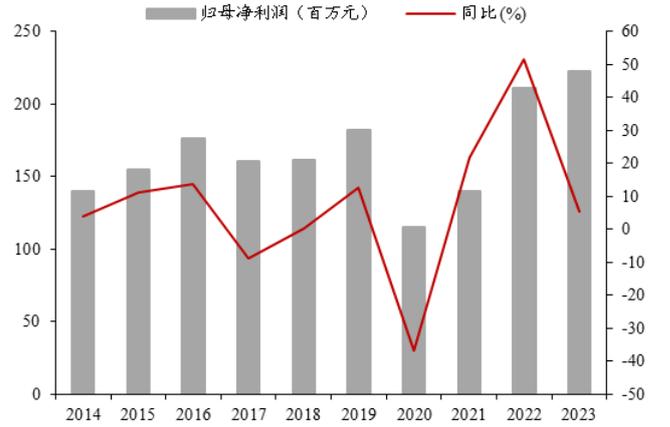
公司营收及业绩规模持续稳健增长。2023年公司实现营业收入21.84亿元，同比增长11.47%；归母净利润2.19亿元，同比增长3.59%。2024Q1公司实现营业收入5.23亿元，同比增长32.30%；归母净利润5855万元，同比增长47.15%。

图2: 瑞尔特营业收入及增速变动



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图3: 瑞尔特归母净利润及增速变动



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

“自主品牌+代工”双轮驱动，国内外业务同步发展。公司推出自主品牌“R&T”品牌的智能马桶、智能盖板，智能座便器及盖板业务占比持续提升，从2019年的26.28%提升到2023年的57.96%，超越水箱及配件成为公司最主要的收入来源。同时，公司境内业务占比也随之提升，2023年公司境内业务占比达到75.48%。

图4: 瑞尔特分业务收入结构变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

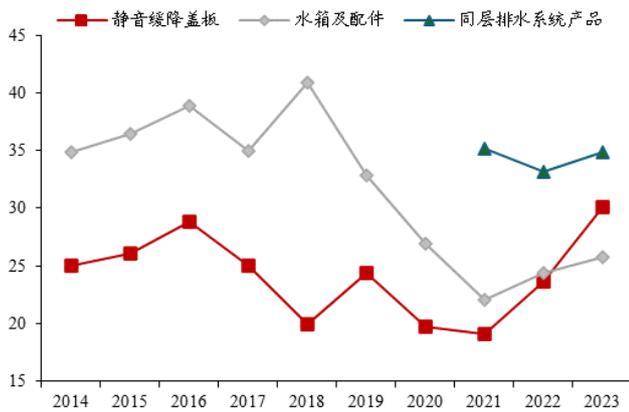
图5: 瑞尔特境内外收入结构占比变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

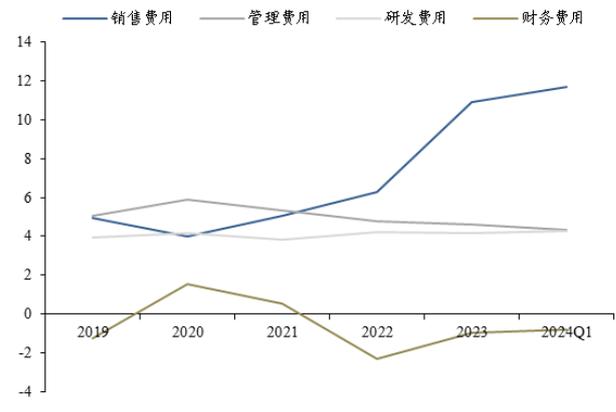
毛利率稳中有升，加大品牌宣传及市场推广投入。公司主要产品毛利率稳中有升，2023年公司静音缓降盖板毛利率30.12%，同比变动+6.48pct；水箱及配件毛利率25.80%，同比变动+1.38pct；同层排水系统产品毛利率34.87%，同比变动+1.75pct。公司2023年销售费用率10.88%，同比变动+4.59pct，主要系公司自主品牌营销费用投入增加。

图6: 瑞尔特分业务毛利率变动情况 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图7: 瑞尔特期间费用率变动情况 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

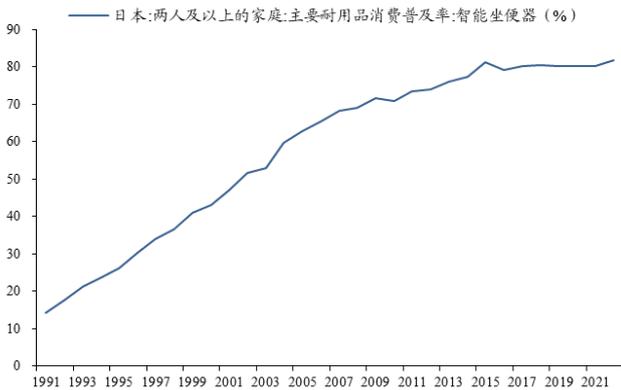
2. 智能卫浴行业: 产品轻智能化加速渗透, 新赛道新品牌

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关系和日系品牌占据, 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。

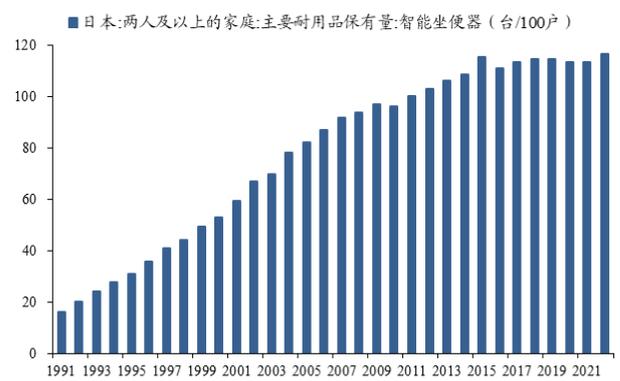
对标日本, 中国的智能座便器渗透率提升空间较大。日本智能坐便器普及率从 1992 年的 14.2% 提升到 2021 年的 80.3%, 2021 年每 100 户的智能坐便器家庭保有量达到 113.2 台。参考日本智能坐便器的渗透率提升过程, 我们认为当前国内智能马桶仍处于渗透初期, 未来提升空间仍大。

图8: 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

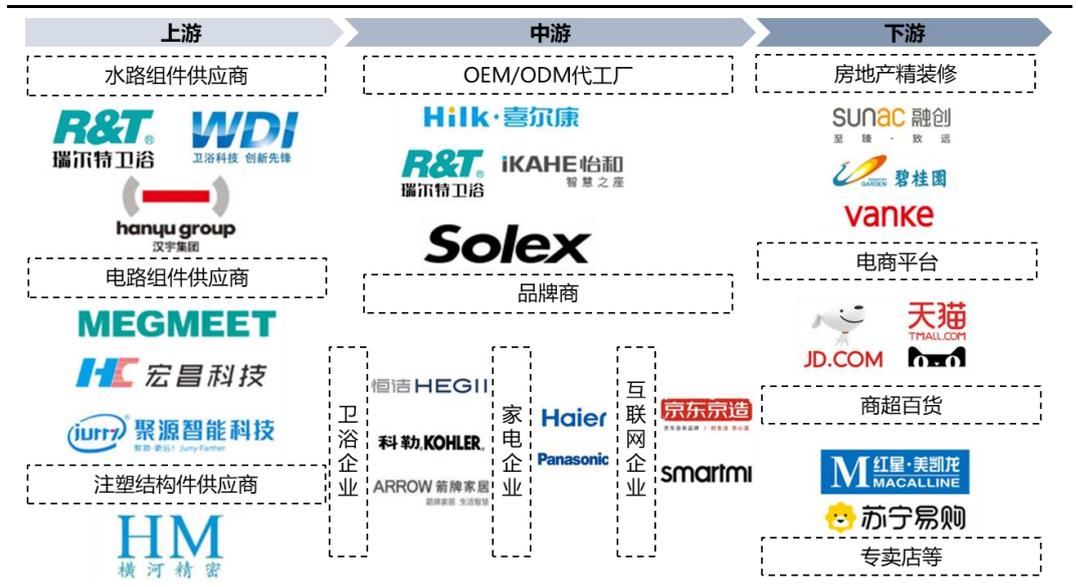
图9: 日本智能坐便器保有量变动情况 (台/100户)



数据来源: 日本内阁府, 东吴证券研究所

智能座便器参与商众多, 水件代工企业、家电企业等跨界进入。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, 以及电商平台、商超百货、专卖店等 C 端零售渠道。

图10: 智能坐便器产业链及主要涉及的公司



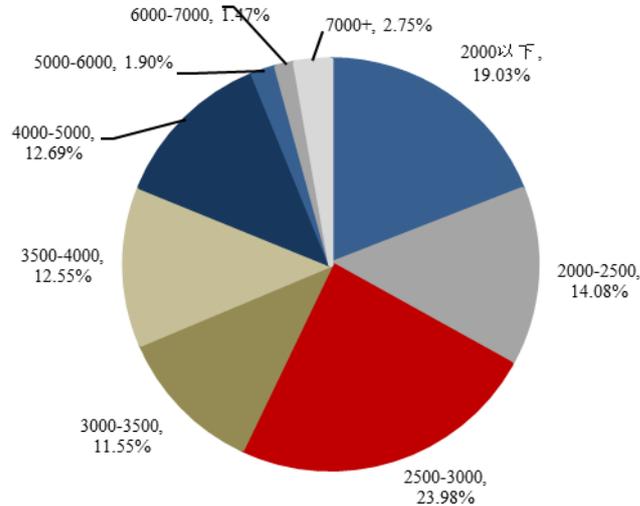
数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

2.1. 新兴品牌快速扩大市场份额, 瑞尔特色占率提升最快

智能座便器作为传统卫浴之外衍生出的一条新兴赛道, 参与者众多, 除了老牌卫浴龙头企业, 新兴品牌商、家电企业等纷纷入局, 传统卫浴企业凭借自身的渠道优势快速占领市场份额, 而新品牌则通过高性价比产品、线上新渠道推广营销等快速突围, 并逐步将线上构建的品牌效应外溢到线下渠道。

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%。

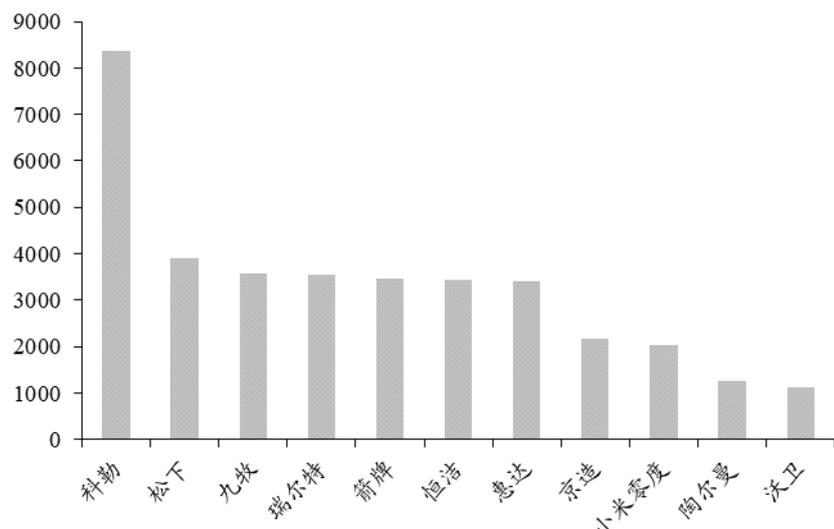
图 11: 线上渠道智能马桶一体机价格段 (按销量, 元/台)



数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

从智能座便器的平均价格来看, 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。因此中低端的国产品牌占据了最为广泛的消费群体, 并在其中市占率持续提升。

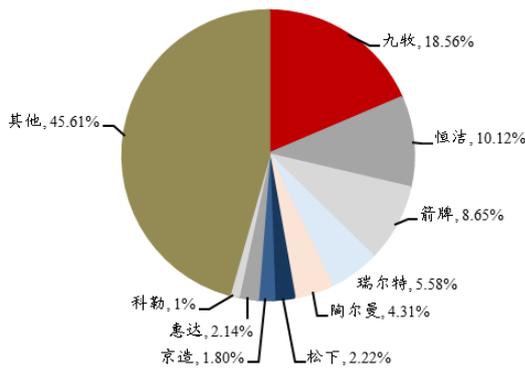
图 12: 线上渠道分品牌智能马桶一体机均价对比 (2023 年; 元/台)



数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

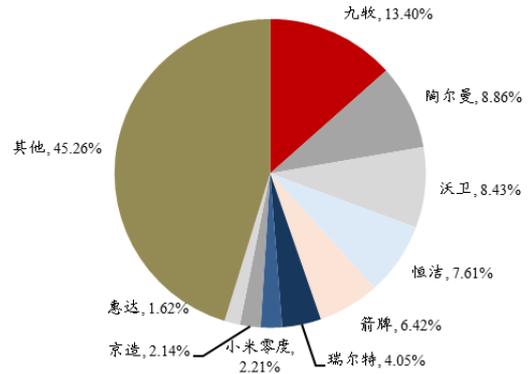
瑞尔特 2023 年线上渠道市占率 5.58%，市占率提升较快。根据奥维云网，从 2023 年智能座便器一体机的销售额市占率情况来看，目前市占率最高的是九牧（18.56%）、恒洁（10.12%）、箭牌（8.65%）、瑞尔特（5.58%）。以销量计的市占率看，市占率最高的依次是九牧（13.40%）、陶尔曼（8.86%）、沃卫（8.43%）、恒洁（7.61%）、箭牌（6.42%）、瑞尔特（4.05%）。从市占率变动情况来看，以销售额计瑞尔上市占率提升最快，2023 年市占率同比+3.3pct。

图13: 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14: 2023 年智能一体机线上市占率情况（按销量）

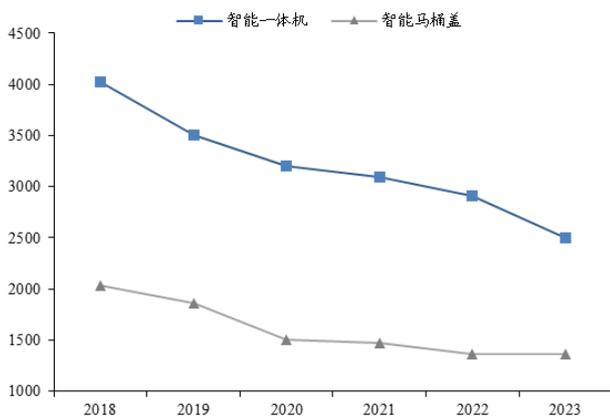


数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

2.2. 产品趋势：智能座便器轻智能化发展，渗透率有望加速提升

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15: 线上销售智能座便器均价变动情况（元/台）



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

图16: 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

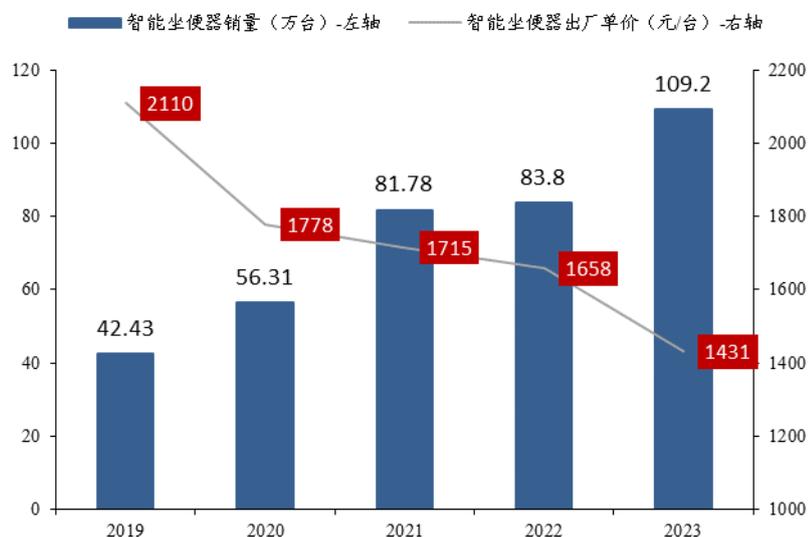
从智能座便器的功能迭代来看，功能已经较为齐全，叠加功能越多价格越高，功能较全的智能座便器对于大众来说具有一定的价格门槛和使用门槛。目前智能座便器厂商

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。

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17：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

3. 自主品牌全渠道开拓快速放量，海外智能代工稳步开拓

3.1. 公司注重研发创新，研发及制造能力突出

公司专注于节水型冲水组件等卫浴冲水系统产品、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，每年持续不断地开发新产品以满足不同客户的需求。截至 2024 年 3 月 31 日公司及其全资子公司拥有 1834 项专利权，具备行业领先的卫浴产品研发能力。

公司通过持续的研发创新引领行业发展。公司智能坐便器产品研发设计尤其注重用电安全（符合西方发达国家卫生间用电产品安全观），用水安全（马桶冲刷用水、人体局部冲洗用水、自来水管做到安全隔离，防止污染饮用水），耐用性和稳定性（降低产品生命周期内的故障率）。公司自主研发的“E-shion 冲刷系统”，双动力技术进行 360° 组

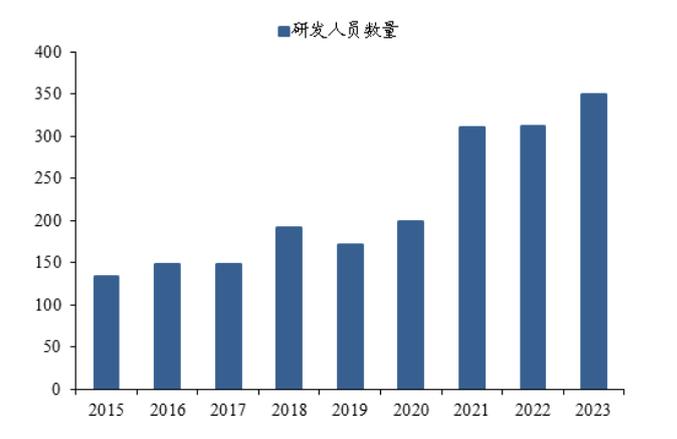
合冲刷实现更佳冲刷效果的同时进行节约用水并有效缓解直冲噪音大的问题，内置一体式冲洗阀、下沉式水箱则能够实现纯机械式无电冲刷并且主冲不受水压影响。同时，公司也是多项国家标准和协会标准的参与制定单位之一，公司始终注重研发体系的建设和完善，已形成强大的产品研发和设计能力。

图18: 瑞尔特研发投入变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图19: 瑞尔特研发人员数量 (人)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

目前瑞尔特全功能产品功能已较为齐全，公司持续推陈出新，2024 年公司推出智能马桶新品 A60P，包含 UVC 动态水路杀菌、电解水除菌、0 耗材水除臭、泡沫盾、四季温感、脉冲清洗等功能，契合 R&T 瑞尔特全新理念“懂冲刷、懂安全、懂杀菌”。

图20: 瑞尔特性价比产品配置及功能情况

	型号	F3	A6	D5C	D5	UX7	UX8	A60
	到手单价	3298	3499	3599	3698	4598	4999	5999
	智能灯显					✓	✓	✓
	泡沫盾	✓		✓		✓	✓	✓
	温感自控	✓		✓			✓	✓
进阶功能	自动翻盖		✓		✓	✓	✓	✓
	脚感翻盖	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	脚感关盖冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	离座自动关盖			✓	✓	✓	✓	✓
	等离子杀菌		✓		✓	✓	✓	✓
冲洗功能	预湿润	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	离座冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	遥控冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	停电冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	脚感冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
基础功能	童洗模式			✓			✓	✓
	冷热清洗			✓			✓	
	臀/妇/移动按摩清洗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	双孔水洗、持续温水清洗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	座圈加热	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	暖风烘干	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	除臭方式	无光触媒	无光触媒	无光触媒	无光触媒	无光触媒	无光触媒	水除臭
A60新增功能	脉冲清洗	✓						
	UVC动态水路杀菌	✓						

数据来源: 瑞尔特京东店, 东吴证券研究所

在全智能产品之外，公司推出功能简化的轻智能产品带动智能座便器加速渗透，瑞尔特的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21: 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. 自主品牌: 智能马桶自主品牌打开第二成长曲线, 线下渠道快速开拓

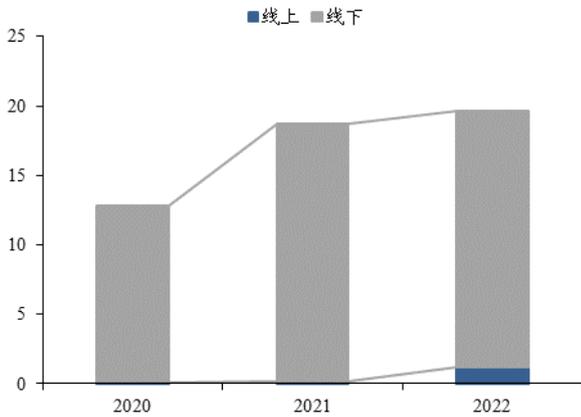
公司自主品牌渠道主要分为线上、线下两个主渠道。线上目前是以抖音、京东、天猫为主要销售平台, 并且以抖音作为主要的推广平台。线下渠道包括工程渠道、经销渠道和家电渠道。

3.2.1. 线上渠道弯道超车, 三大电商平台运营成果显著

公司成立自有品牌后以抖音团队、天猫团队、以及京东自营团队为主在线上销售平台推广品牌, 通过与平台红人、达人带货直播合作, 同时也逐步培养公司内部销售主播, 公司线上收入规模逐年提升。瑞尔特通过抖音等社交平台深耕短视频市场, 将高科技的

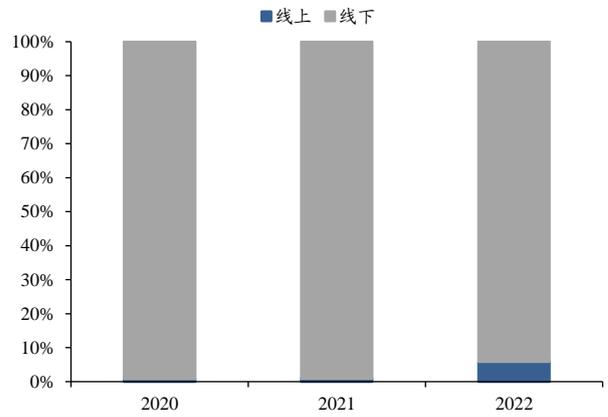
智能卫浴产品融入到年轻消费者的日常生活，并通过精工品质和研发技术迅速收获了一众用户的青睐和自传播，在抖音平台迅速崛起，成为了抖音智能马桶黑马品牌，并获得2022 抖音电商年度突破品牌、2023 京东 618 品牌潜力榜 TOP1、2023 抖音 618 好物节建材行业品牌榜 TOP1、京东“618” UX7 全智能座便器 TOP1 等。

图22: 瑞尔特线上销售收入规模变动 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图23: 瑞尔特线上渠道销售占比情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

公司持续加大营销费用投入，公司2023年销售费用占比10.88%，同比增加4.59个百分点，主要系公司加大营销推广投入，公司2024年3月官宣青年演员李雪琴为公司的品牌代言人。

图24: 瑞尔特在电商平台迅速崛起



数据来源: 分众传媒公众号, 东吴证券研究所

图25: 瑞尔特品牌代言人李雪琴



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

3.2.2. 五金卫浴经销渠道稳步开拓，家电 KA 新渠道贡献增量

公司采用区别于专卖门店多层级经销商的模式，主要以 1V1 店中店的布局，通过信息系统统一管理订单，由公司制造工厂统一负责仓储、物流及售后服务安装，以零库存直销的轻成本模式加快经销网点扩张速度，增加线下地广投放，提高品牌露出率，增强品牌认知力以吸引更多消费群体。

线下渠道方面，公司主要以店中店的方式销售自主品牌产品，与传统卫浴专卖店差

异化竞争。公司对经销商合作资质进行考察，选用信用度高、经销产品与卫浴、建材、五金、家电相关的经销商合作，公司采用的经销商模式，主要是以 1V1 店中店的模式布局，通过信息系统统一管理订单，由公司统一负责仓储、物流及售后服务安装，以零库存直销的轻成本模式加快经销网点扩张速度。

图26: 瑞尔特杭州经销门店



数据来源: 瑞尔特官网, 东吴证券研究所

图27: 瑞尔特武汉全景体验馆

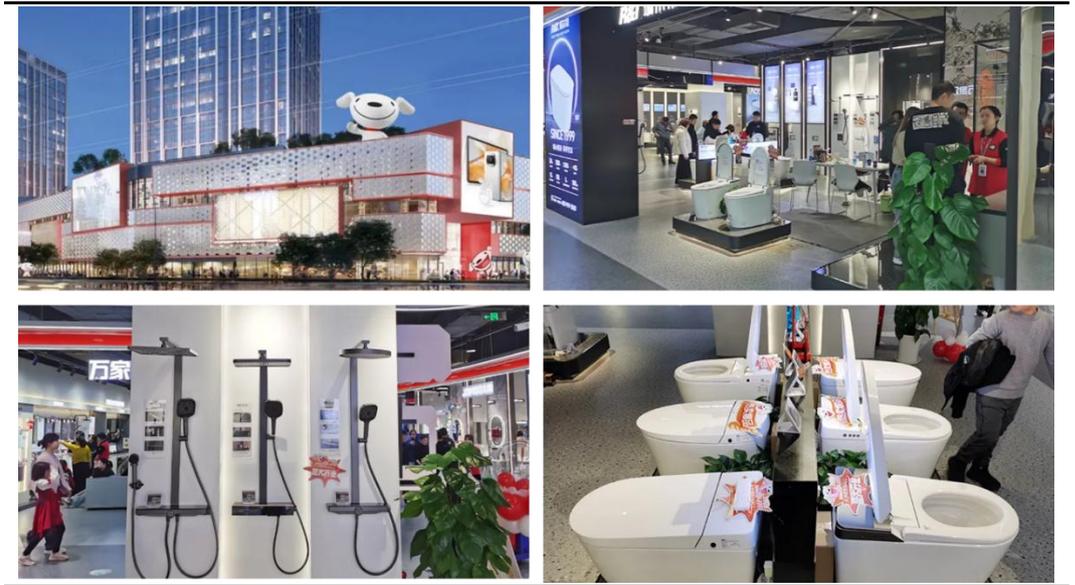


数据来源: 瑞尔特公众号, 东吴证券研究所

在安装售后服务方面，公司智能马桶自主品牌线上线下采用一致的售后模式，对于智能马桶的售后安装、维修服务方面，以 24 小时内响应的“服务到家”原则为核心。在全国布局合作安装售后团队，定期进行产品培训与安装售后服务培训，目前布局的团队已基本覆盖除偏远地区外的全国各地，一、二线城市较为密集，根据销售半径进行辐射，响应速度较快，而偏远地区的销售半径较长，但也能实现 24 小时反馈的服务速度。

开发新兴家电渠道，进一步打开成长空间。公司 2023Q4 开始逐步建设新家电 KA 渠道（如苏宁易购、京东门店等）入驻渠道。家电渠道一是通过运营商去拓展，另一种是公司直接业务拓展。门店来源主要是京东、天猫的线下门店以及苏宁国美等卖场，还有一些是原本卖电器的门店，比如美的和海尔等。例如 R&T 瑞尔特入驻长沙京东超体，创新卫浴消费场景，通过线上线下同款同价的承诺吸引了众多消费者的目光。

图28: 瑞尔特入驻长沙京东 MALL



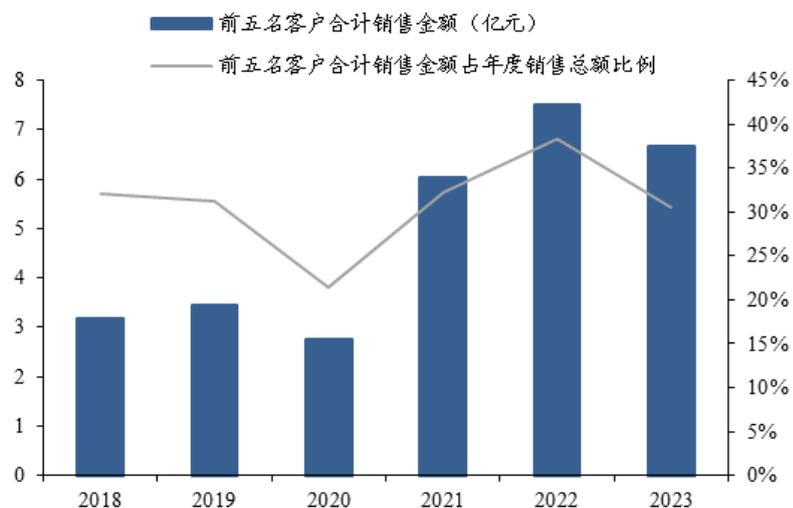
数据来源: 瑞尔特微信公众号, 东吴证券研究所

3.3. 代工业务: 海外智能代工加速拓展, 传统水件代工稳步发展

3.3.1. 传统水件代工: 公司在传统水件代工领域积累深厚

公司在传统水件代工业务方面优势突出, 凭借产品质量、性价比、供货保障等方面的优势, 获得了下游知名卫浴品牌商的青睐, 并保持着持久且稳固的合作关系。公司在水箱及配件业务方面积累了众多国内外优质品牌商客户, 在公司开拓智能马桶代工业务方面有望实现客户和渠道的复用。

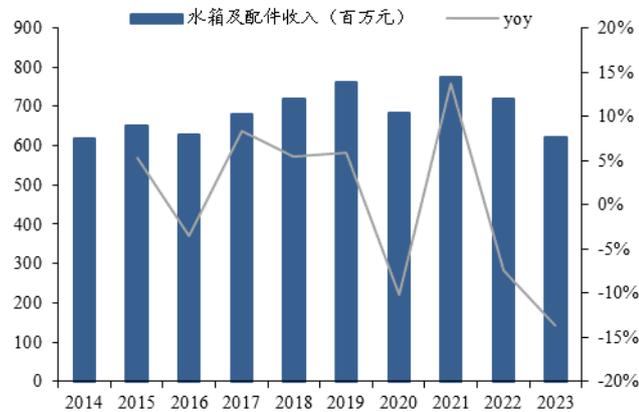
图29: 瑞尔特对前五大客户销售规模及占比



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

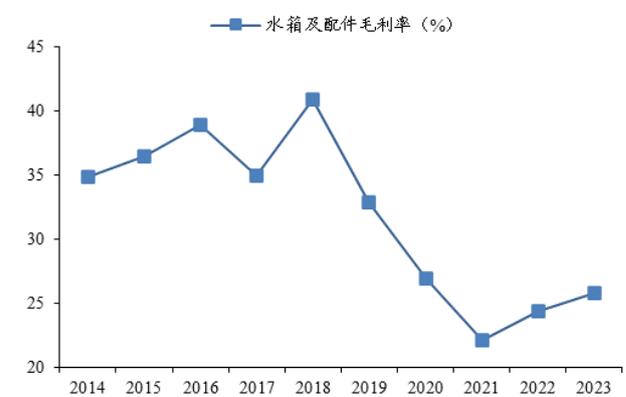
公司水箱及配件业务受外需波动影响规模有所下滑，毛利率水平回升。2023 年公司水箱及配件业务实现收入 6.20 亿元，同比下滑 13.65%。2023 年公司水箱及配件业务毛利率 25.80%，同比变动+1.38pct。

图30: 瑞尔特水箱及配件业务收入及增速变动



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图31: 瑞尔特水箱及配件业务毛利率变动 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

3.3.2. 智能代工业务: 海外智能代工快速发展

公司在智能马桶业务方面还积极开拓代工业务。厦门瑞尔特与衢州喜尔康、台州怡和同为国内智能马桶 OEM 龙头，生产制造水平先进。在国内智能代工方面，瑞尔特现有客户规模相对稳定，包括恒洁、浪鲸等客户，同时公司积极开拓海外智能代工业务，例如美国市场、中东市场等，渗透率仍有较大提升空间，公司积极开拓海外市场需求，业务规模快速发展。

公司在建“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目”，项目已于 2023 年 6 月达到可用状态，达产后预计公司将拥有 180 万套智能马桶产能，可以满足公司智能马桶自主品牌和代工业务中长期发展需求。且随着公司智能马桶生产制造规模的扩大，规模效应之下有望将本增效。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测假设

1) 智能座便器及盖板业务: 公司在智能座便器及盖板业务方面自主品牌+代工业务双轮驱动，目前自主品牌在线下经销渠道开拓、新兴家电渠道方面快速发展，代工业务方面拓展海外智能代工，成长性较好。我们预计公司 2024-2026 年智能座便器及盖板业务收入分别同比+25%/+20%/+18%，毛利率分别为 30.15%/30.18%/30.20%。

a) 智能座便器自主品牌: 公司智能座便器自主品牌包括线上及线下渠道，线上目前是以抖音、京东、天猫为主要销售平台，线下渠道包括工程渠道、经销渠道和家电渠道。目前公司在经销渠道布局较快，家电渠道从 2023Q4 开始开拓，未来预计将逐步放量，业务成长性较高。

b) **智能座便器代工业务**: 公司的智能座便器代工业务包括国内代工和国外代工, 目前国内代工规模相对稳定, 海外代工加大开拓力度, 公司积极开拓海外智能代工业务, 例如美国市场、中东市场等, 渗透率仍有较大提升空间。

2) **水箱及配件**: 公司在水箱及配件代工方面深耕多年, 积累了大量国内外优质品牌商客户资源, 随着海外逐步去库, 出口业务逐步修复, 预计公司水箱及配件代工业务稳定发展。我们预计公司 2024-2026 年水箱及配件业务收入分别同比+15%/+10%/+10%。

3) **同层排水系统**: 公司同层排水系统产品包括隐藏式水箱、卫浴管道等业务, 目前业务整体规模不大, 维持稳健增长, 我们预计公司 2024-2026 年同层排水系统产品业务收入分别同比+15%/+12%/+10%。

表1: 瑞尔特分业务预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能坐便器及盖板					
收入(百万元)	1,005.73	1,266.18	1,582.73	1,899.27	2,241.14
成本(百万元)	768.00	884.76	1,105.53	1,326.07	1,564.31
毛利率(%)	23.64	30.12	30.15	30.18	30.20
水箱及配件					
收入(百万元)	717.94	619.94	712.93	784.22	862.65
成本(百万元)	542.64	459.99	539.69	592.87	651.30
毛利率(%)	24.42	25.80	24.30	24.40	24.50
同层排水系统产品					
收入(百万元)	178.04	209.59	241.03	269.95	296.95
成本(百万元)	119.08	136.5	156.67	175.47	193.02
毛利率(%)	33.12	34.87	35.00	35.00	35.00
其他主营业务					
收入(百万元)	55.73	88.71	110.89	133.07	157.02
成本(百万元)	42.09	58.05	75.40	90.48	106.77
毛利率(%)	24.48	34.56	32.00	32.00	32.00
合计					
收入(百万元)	1,959.59	2,184.42	2,647.57	3,086.51	3,557.75
成本(百万元)	1,473.43	1,539.30	1,877.29	2,184.90	2,515.40
毛利率(%)	24.81	29.53	29.09	29.21	29.30

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

4.2. 投资建议

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, 目前公司线下建材卫浴门店及家电 KA 新渠道

快速放量，代工业务稳步发展，我们维持预计公司 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，维持“增持”评级。

表2: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 5 月 23 日)

股票简称	股票代码	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	市盈率 (TTM)	归母净利润 (亿元)				市盈率			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
箭牌家居	001322.SZ	94.97	1.94	28.68	4.25	4.48	5.66	6.64	22.37	21.21	16.77	14.31
松霖科技	603992.SH	74.09	2.78	17.64	3.52	4.44	5.49	6.47	21.02	16.68	13.51	11.44
建霖家居	603408.SH	68.89	2.30	13.72	4.25	5.07	5.99	6.82	16.21	13.57	11.51	10.10
平均值									19.87	17.16	13.93	11.95
瑞尔特	002790.SZ	49.10	2.29	20.69	2.19	2.86	3.47	4.22	22.46	17.17	14.15	11.65

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

下游需求波动的风险

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。

市场竞争加剧的风险

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。

原材料价格大幅波动的风险

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，相对较高。工程塑料包括 ABS、POM、PP 等大宗类化工原料，受市场供需状况及石油、煤炭、天然气等价格波动影响。如果公司主要原材料价格出现大幅波动，将使公司的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

在智能卫浴行业竞争加剧的形势下，消费市场选择面扩大、智能产品功能更新迭代速度加快，要求公司的产品研发与技术创新能够持续跟进。如果公司无法及时把握卫浴配件行业与智能卫浴行业的发展趋势，加大对新产品的研发力度，保持公司在行业内领先的技术研发优势，公司将面临越来越大的市场竞争风险。

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
流动资产	2,069	2,342	2,628	3,176	营业总收入	2,184	2,648	3,087	3,558
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
非流动资产	625	698	737	757	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	营业利润	249	325	394	476
其他非流动资产	30	30	30	30	营业外净收支	(3)	(3)	(4)	(4)
资产总计	2,694	3,040	3,365	3,934	利润总额	246	322	390	472
流动负债	522	586	569	722	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	净利润	215	282	342	415
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	归属母公司净利润	219	286	347	422
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
负债合计	625	689	672	825	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)					
所有者权益合计	2,069	2,351	2,693	3,109					
负债和股东权益	2,694	3,040	3,365	3,934					

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)	22.46	17.17	14.15	11.65
营运资本变动	115	(108)	(89)	(109)	P/B(现价)	2.36	2.08	1.81	1.57

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>