

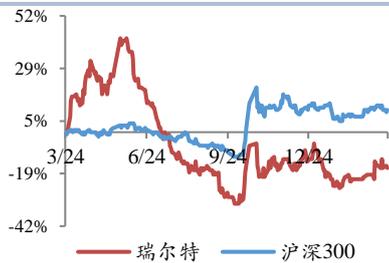
深耕卫浴领域，积极布局自主品牌

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-3-6

收盘价(元)	7.75
近12个月最高/最低(元)	13.87/6.14
总股本(百万股)	418
流通股本(百万股)	261
流通股比例(%)	62.38
总市值(亿元)	32
流通市值(亿元)	20

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

主要观点：

● 概况：深耕卫浴领域，积极布局自主品牌

瑞尔特成立于1999年，早期主要生产节水型冲水组件等卫浴核心配件，是行业领先的节水型冲水组件制造企业，为众多国际、国内知名卫浴品牌商提供产品配套服务。近年来，公司积极布局自有品牌，自主研发产品已从最初的水件产品，拓展为智能马桶、康养产品、感应产品等，全面进入智能家居时代。2016-2024年，公司营业收入由8.17亿元增长至23.64亿元，CAGR为14.20%；归母净利润由1.76亿元增长至1.88亿元，CAGR为0.84%。根据公司业绩快报，2024年，公司实现营业收入23.64亿元，同比增长8.23%；实现归母净利润1.88亿元，同比下降13.81%。营业收入增长主要系公司紧密把握智能马桶卫浴行业发展的市场趋势，积极优化产品结构，拓宽国内销售渠道和推进海外出口市场布局优化。归母净利润下滑主要系公司积极推广自主品牌，为拓展销售渠道、提升市场份额以及保证产品竞争优势，加大了研发费用和销售费用的投入。

● 行业：卫浴冲水系统行业稳定发展，智能座便器行业空间广阔

卫浴冲水组件行业方面，卫浴冲水组件是卫浴冲水系统的核心，按照公司招股说明书计算方式，2023年我国国内冲水组件配套市场需求量近5580万套/年，全球冲水组件配套市场需求量近1.40亿套/年。卫浴配件行业下游客户主要为国内外高端品牌的卫浴生产商，随着下游卫浴行业品牌集中度进一步加强，与国内外知名卫浴品牌厂商保持着良好、稳定合作关系的卫浴冲水系统产品解决方案提供商，亦将同步在发展过程中获得更大的竞争优势。**智能座便器行业方面**，随着智能家居概念的逐步普及，中国智能坐便器销量由2017年的400多万台增长至2023年的900多万台，线上中国智能座便器零售额由2015年的11亿元增长至2023年的68亿元，CAGR为25.6%。2023年我国智能坐便器产品普及率在9.6%左右，而智能坐便器的普及率在日本达到接近90%、在韩国约为60%，国内智能坐便器产品普及率处于较低水平，未来市场空间广阔。目前中国智能坐便器市场的品牌格局，既有传统卫浴行业品牌，也有单一从事智能坐便器产品的小厂商，还有跨界进入智能坐便器产业的综合家电企业、综合家居建材企业，以及贴牌销售智能坐便器产品的互联网企业品牌，市场竞争激烈、行业格局未定，随着电子坐便器自2025年7月起实施CCC认证，有望推动行业集中度提升。

● 公司：“自主品牌+代工”双轮驱动，未来成长可期

自主品牌方面，公司自2021年推出自主品牌“R&T”品牌的智能马桶和智能盖板后，智能座便器及盖板业务营业收入从2019年的2.92亿元增长至2023年的12.66亿元，CAGR为44.35%，占总收入的比例持续提升，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。公司在每个价格带上都有产品覆盖，推出的产品具有质量、功能的稳定性以及性价比方面的优势，满足了不同消费者的多样化需求，在线上线下两个渠道积极推广，销量持续增长。**代工业务方面**，公司成立早期主要生产节水型冲水组件等卫浴核心配件，是行业领先的节水型冲水组件制造企业，截至2022年，公司在国内冲水组件市场占有率排名估量位居第一名，在全球冲水组件市场占有率排名估量位居前三名。公司产品认证体系完备，产品品质卓越，客户关系稳定，公司前五大客户的销售收入由2018年的

3.19 亿元增加至 2023 年的 6.66 亿元，CAGR 为 15.9%。展望未来，随着行业外销需求持续向好，公司下游客户的品牌集中度持续加强，知名卫浴品牌商的市场地位进一步巩固，水件代工客户和智能马桶业务的协同发展，有望带动公司海外代工业务规模增长。

● **盈利预测及投资建议**

我们看好公司“自主品牌+代工”双轮驱动发展，未来成长可期。一方面，公司是行业领先的节水型冲水组件制造企业，产品品质卓越，客户关系稳定，代工业务稳定发展。另一方面，公司自 2021 年起大力发展智能坐便器自主品牌“瑞尔特”，推出的产品具有质量、功能的稳定性以及性价比方面的优势，随着智能坐便器渗透率提升和公司市占率提升，智能坐便器及盖板业务有望高增长。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 23.64/27.27/30.59 亿元，分别同比增长 8.2%/15.4%/12.2%，归母净利润分别为 1.88/2.29/2.67 亿元，分别同比增长-13.8%/21.8%/16.3%。截至 2025 年 3 月 5 日，EPS 分别为 0.45/0.55/0.64 元，对应 P/E 分别为 17.19/14.12/12.13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

宏观环境变化及下游需求变化的风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险，企业所得税优惠的风险，管理的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2184	2364	2727	3059
收入同比 (%)	11.5%	8.2%	15.4%	12.2%
归属母公司净利润	219	188	229	267
净利润同比 (%)	3.6%	-13.8%	21.8%	16.3%
毛利率 (%)	29.5%	29.5%	29.6%	29.7%
ROE (%)	10.5%	8.4%	9.3%	9.9%
每股收益 (元)	0.53	0.45	0.55	0.64
P/E	19.70	17.19	14.12	12.13
P/B	2.10	1.44	1.32	1.20
EV/EBITDA	11.91	7.79	6.05	4.69

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2025 年 3 月 5 日收盘价计算)

正文目录

1 概况：深耕卫浴领域，积极布局自主品牌	6
1.1 精研卫浴二十余年，从配件代工到自建品牌	6
1.2 股权结构稳定，治理结构完善	8
1.3 收入稳步增长，利润短期承压	9
2 行业：卫浴冲水系统行业稳定发展，智能座便器行业空间广阔	11
2.1 冲水组件需求量稳定，卫浴行业集中度较高	11
2.2 智能座便器市场前景广阔，行业格局未定	14
2.3 以旧换新国补驱动，释放卫浴消费需求	18
3 公司：“自主品牌+代工”双轮驱动，未来成长可期	22
3.1 技术积累深厚，规模优势明显	23
3.2 代工客户合作关系稳定，积极拓展海外市场	25
3.3 大力发展自主品牌，未来成长可期	28
4 盈利预测及投资建议	31
5 风险提示	33
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司产品情况.....	7
图表 3 公司股权结构图 (截至 2024Q3)	8
图表 4 核心管理团队情况.....	9
图表 5 2016-2024 年公司营业收入及 YOY	9
图表 6 2016-2024 年公司归母净利润及 YOY.....	9
图表 7 2020-2023 年公司按产品拆分收入结构 (亿元)	10
图表 8 2016-2023 年公司按区域拆分收入结构 (亿元)	10
图表 9 2016-2024H1 公司综合毛利率情况 (%)	10
图表 10 2020-2024H1 年公司分产品毛利率 (%)	10
图表 11 2016-2024 年前三季度公司费用率情况 (%)	11
图表 12 2016-2024 年公司归母净利率情况 (%)	11
图表 13 2016-2022 年中国卫浴行业市场规模统计及 YOY.....	12
图表 14 全球浴室和卫生间辅助设备市场规模及细分占比	12
图表 15 2011-2023 年中国卫生陶瓷产量及 YOY	12
图表 16 国内和全球冲水组件配套需求量 (亿件)	12
图表 17 卫浴配件行业上下游示意图	13
图表 18 公司卫浴配件行业主要竞争对手.....	13
图表 19 2017-2023 年我国智能马桶年销量及 YOY	14
图表 20 线上中国智能座便器零售额及 YOY	14
图表 21 中国智能坐便器家庭普及率-保有量 (%)	14
图表 22 部分国家智能坐便器普及率对比 (%)	14
图表 23 线上智能座便器产品类型分布-零售量 (%)	15
图表 24 22H1-24H1 线上智能座便器均价走势 (元)	15
图表 25 智能马桶产业链梳理.....	16
图表 26 智能马桶制造商和品牌数量.....	16
图表 27 2021 年智能座便器品牌整体市场占有率 (%)	16
图表 28 2023 年 19 城 3-5 星级新开业酒店中智能马桶 TOP 5 品牌 (%)	17
图表 29 精装修市场智能座便器配套 TOP5 品牌份额走势 (%)	17
图表 30 2021 年后天猫平台智能马桶平均销售价格及价格增幅 (元, %)	17
图表 31 天猫平台智能马桶品牌份额-销售额 (%)	17
图表 32 线上智能马桶一体机品牌集中度.....	18
图表 33 线上智能马桶盖品牌集中度.....	18
图表 34 电子坐便器自 2025 年 7 月起实施 CCC 认证.....	18
图表 35 国家层面以旧换新政策	19
图表 36 年地方层面以旧换新涉及智能马桶的政策	19
图表 37 2025 年地方层面以旧换新涉及智能马桶的政策	21
图表 38 公司研发费用情况 (万元, %)	23
图表 39 公司研发人员数量及占比 (人, %)	23
图表 40 公司研发投入项目	23

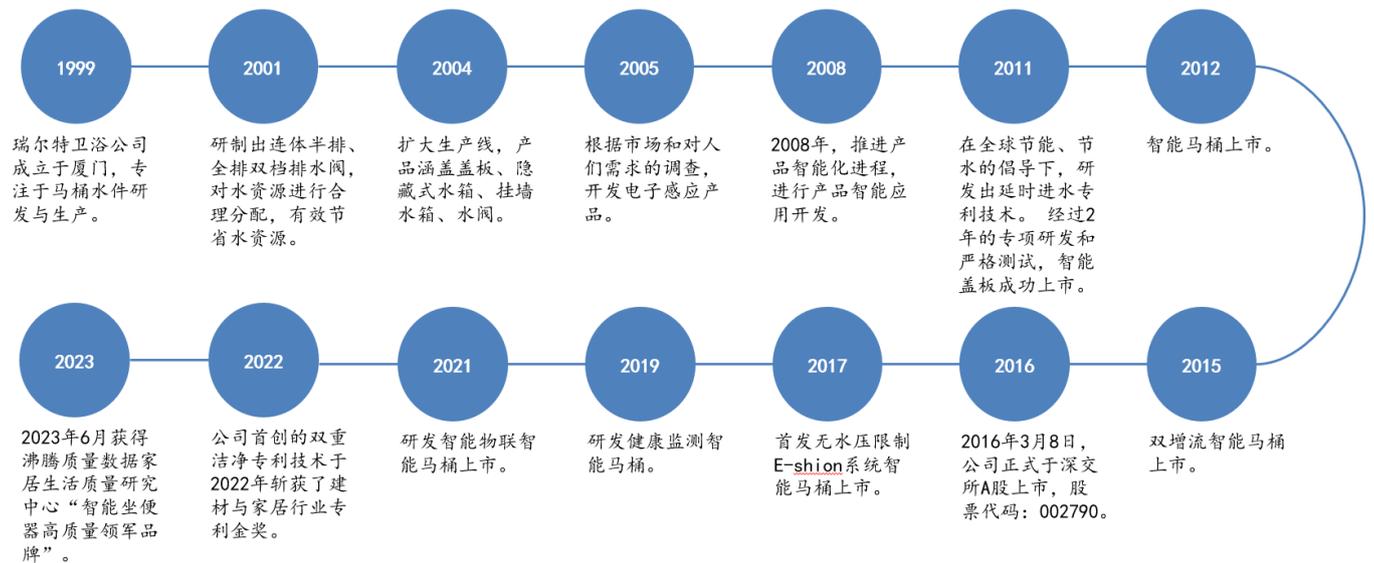
图表 41 2015-2023 年公司整体销售量和销售单价	24
图表 42 募集资金产能建设情况	25
图表 43 2018-2023 年公司水箱及配件收入及 YOY	25
图表 44 公司通过的部分认证项目情况	26
图表 45 2018-2023 年公司前五名客户合计销售金额及占年度销售总额比例	27
图表 46 2016-2023 年公司境外收入及 YOY	28
图表 47 2019-2023 年公司智能坐便器及盖板收入及占总营收比例	28
图表 48 2019-2023 年公司境内收入及 YOY	28
图表 49 公司智能马桶功能对比表	29
图表 50 京东热门一体机产品功能对比	29
图表 51 R&T 瑞尔特 2024 年上半年抖音平台市场地位认证书	30
图表 52 2023 年京东 618 建材品牌潜力榜	30
图表 53 R&T 瑞尔特重庆京东 MALL 线下体验店	31
图表 54 京东超体五星线下渠道成交额 TOP 品牌	31
图表 55 公司代言人李雪琴广告	31
图表 56 《等一下，我懂了》短剧	31
图表 57 公司分业务收入预测（万元）	32
图表 58 盈利预测和估值	32
图表 59 可比公司估值	33

1 概况：深耕卫浴领域，积极布局自主品牌

1.1 精研卫浴二十余年，从配件代工到自建品牌

精研卫浴二十余年，从配件代工到自建品牌。瑞尔特成立于 1999 年，早期主要生产节水型冲水组件等卫浴核心配件，是行业领先的节水型冲水组件制造企业，为众多国际、国内知名卫浴品牌商提供产品配套服务。公司从 2001 年起开始研发创新产品，如连体半排、全排双档排水阀，对水资源进行合理分配；2004 年扩大生产线，产品涵盖盖板、隐藏式水箱等；2005 年根据市场需求开发出电子感应产品。2008 年起，公司推进了产品智能化进程，并在 2011 年研发出延时进水专利技术。两年后，经过严格测试，智能盖板成功上市。随后，智能马桶和双增流智能马桶相继于 2012 年和 2015 年推出。2017 年推出了首个无水压限制的 E-shion 系统智能马桶，并在 2019 年研发出健康监测智能马桶。2021 年，智能物联智能马桶上市。近年来，公司积极布局自有品牌，自主研发产品已从最初的水件产品，拓展为智能马桶、康养产品、感应产品等，全面进入智能家居时代。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

公司产品主要包括：卫浴冲水系统产品（节水型冲水组件、静音缓降盖板、挂式水箱等），智能卫浴产品（一体式智能坐便器、智能坐便盖等），同层排水系统产品（隐藏式水箱、卫浴管道等），同时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集成式整体解决方案的也是公司产品体系的组成部分。其中，节水型冲水组件、智能坐便器、隐藏式水箱是公司的核心产品，冲水组件属于卫浴冲水系统的核心部分，如同手表中的机芯，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；智能坐便器是公司通过卫浴冲水系统设计结合智能化应用的体现，包括智能浴室镜、智能花洒及其它智能配件，构成整体卫浴空间的互联一体，代表着卫浴行业的未来发展方向；隐藏式水箱在同层排水系统中广泛应用，是公司进入同层排水系统行业的明显优势之一。公司生产的卫浴配件产品和智能卫浴产品主要应用在家庭住宅、宾馆酒店、商场、写字楼等房屋建筑的卫生间设施。

图表 2 公司产品情况

类别	主要产品	产品图例
卫浴冲水系统产品	节水型冲水组件	
	静音缓降盖板	
	挂式水箱	
智能卫浴产品	一体式智能坐便器	
	智能坐便盖	
	智能镜柜	
	智能花洒	
同层排水系统产品	隐藏式水箱	
	卫浴管道	
卫浴适老产品	升降坐便辅助器	

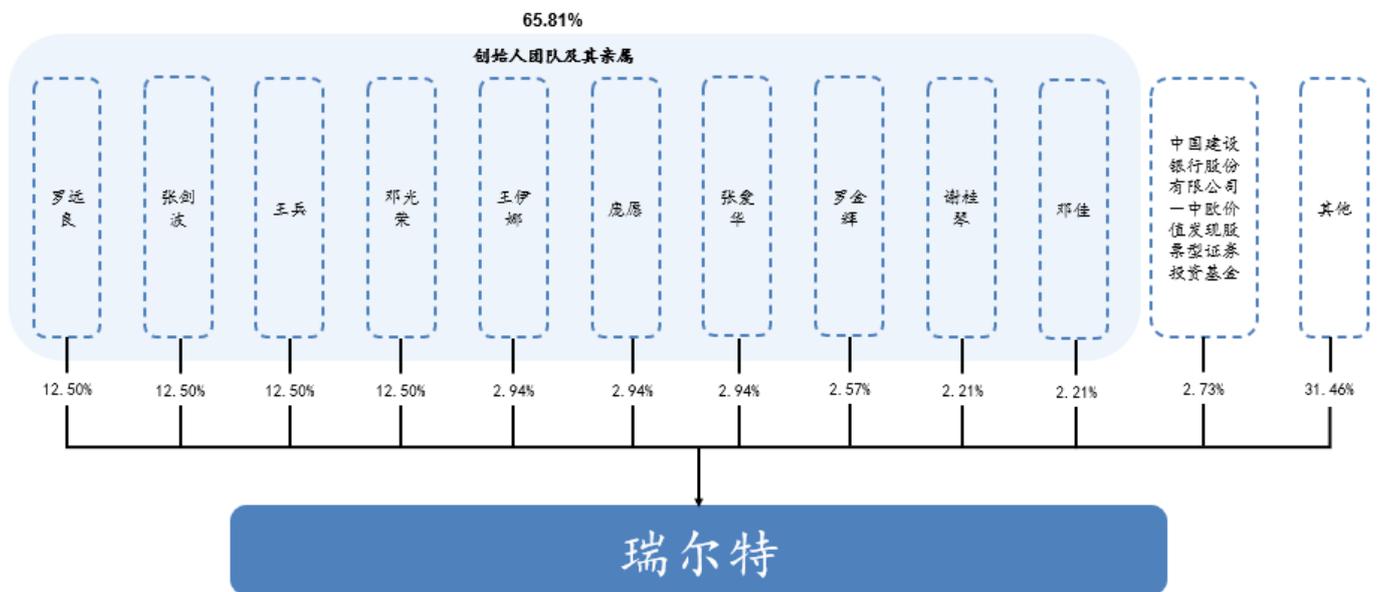
无障碍扶手	
无障碍智能卫浴升降系统	

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构稳定，治理结构完善

公司股权稳定集中，创始人团队持股比例稳定。公司的四位创始人为罗远良、张剑波、王兵、邓光荣，截至2024Q3，四人分别持有公司12.50%的股份，合计占比50.00%。此外王伊娜（王兵女儿）、庞愿（王兵配偶）、张爱华（张剑波母亲）、罗金辉（罗远良儿子）、谢桂琴（罗远良配偶）、邓佳（邓光荣女儿）分别直接持有公司2.94%、2.94%、2.94%、2.57%、2.21%、2.21%的股份，公司十大股东除中欧价值发现股票型证券投资基金外，均为四位创始人及其直系亲属，合计持股占比65.81%，股权结构稳定。四位创始人分工明确，共同管理公司，治理结构健全有效。

图表 3 公司股权结构图（截至 2024Q3）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

创始人分工明确，高管团队稳定经验足。四位创始人分工明确，董事长罗远良1995年进入卫浴行业，拥有30年的从业经验。副董事长王兵为核心技术人员，自公司创立伊始，一直带领公司研发团队进行卫浴产品的技术研究和产品开发工作，在他的领导下，公司及子公司先后取得了1800多项卫浴领域的自主知识产权。总经理张剑波主管品牌运营；副总经理邓光荣负责公司管理部工作。

图表 4 核心管理团队情况

姓名	职务	学历	出生年份	履历
罗远良	董事长	硕士	1966 年	从 1999 年 4 月起, 在厦门瑞尔特卫浴工业有限公司工作; 2008 年 11 月至 2012 年 5 月, 担任厦门瑞尔特卫浴工业有限公司执行董事; 2012 年 5 月至 2014 年 1 月, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事长; 2014 年 1 月至 2016 年 3 月, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事长、总经理; 2016 年 3 月至今, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事长。
王兵	副董事长/ 副总经理	中专	1970 年	2000 年 9 月至 2008 年 11 月, 在厦门瑞尔特卫浴工业有限公司担任执行董事; 2012 年 5 月至 2016 年 3 月, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事、副总经理。2016 年 3 月至 2018 年 5 月, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事、总经理; 2018 年 5 月至今, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司副董事长、副总经理。
张剑波	董事/ 总经理	本科	1970 年	1999 年 4 月至 2012 年 5 月, 担任厦门瑞尔特卫浴工业有限公司总经理; 2012 年 5 月至 2014 年 1 月, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事、总经理; 2014 年 1 月至 2018 年 5 月, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事; 2018 年 5 月至今, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事、总经理。
邓光荣	董事/ 副总经理	-	1967 年	1999 年 4 月起, 在厦门瑞尔特卫浴工业有限公司工作; 2001 年 12 月至 2012 年 5 月担任厦门瑞尔特卫浴工业有限公司监事; 2012 年 5 月至今, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事、副总经理, 负责公司管理部工作。
赵晓虎	副总经理	本科	1977 年	2008 年至 2016 年 3 月, 先后在厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司担任高级储干、总经理助理、装配科副经理、制造部经理; 2016 年 3 月至今, 担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司副总经理。
童华辉	副总经理	本科	1988 年	2011 年 10 月至今先后在厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司担任储备干部、采购专员、内审专员、总经理助理、电商总裁; 2023 年 6 月至今在公司任副总经理。
吴燕娥	董事会秘书	本科	1993 年	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, 2023 年 6 月起任公司董事会秘书。
陈绍明	财务总监	本科	1967 年	2012 年 6 月至 8 月, 在厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司财务部工作; 2012 年 8 月至今, 陈绍明先生担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司财务总监。

资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

1.3 收入稳步增长, 利润短期承压

公司收入稳步提升, 净利润承压。2016-2024 年, 公司营业收入由 8.17 亿元增长至 23.64 亿元, CAGR 为 14.20%; 归母净利润由 1.76 亿元增长至 1.88 亿元, CAGR 为 0.84%。根据公司业绩快报, 2024 年, 公司实现营业收入 23.64 亿元, 同比增长 8.23%; 实现归母净利润 1.88 亿元, 同比下降 13.81%。营业收入增长主要系公司紧密把握智能马桶卫浴行业发展的市场趋势, 积极优化产品结构, 拓宽国内销售渠道和推进海外出口市场布局优化。归母净利润下滑主要系公司为拓展销售渠道、提升市场份额以及保证产品竞争优势, 加大了研发费用和销售费用的投入。

图表 5 2016-2024 年公司营业收入及 yoy

图表 6 2016-2024 年公司归母净利润及 yoy



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

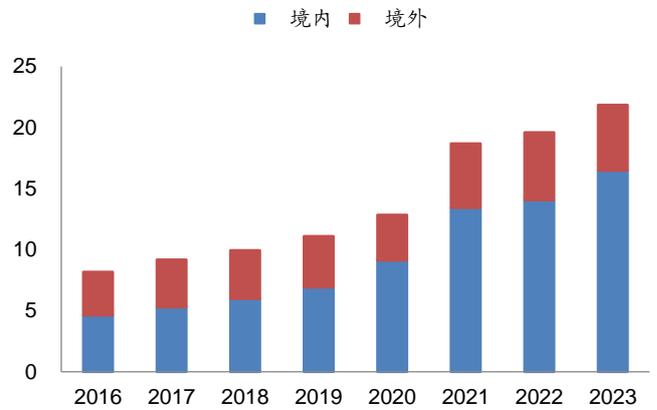
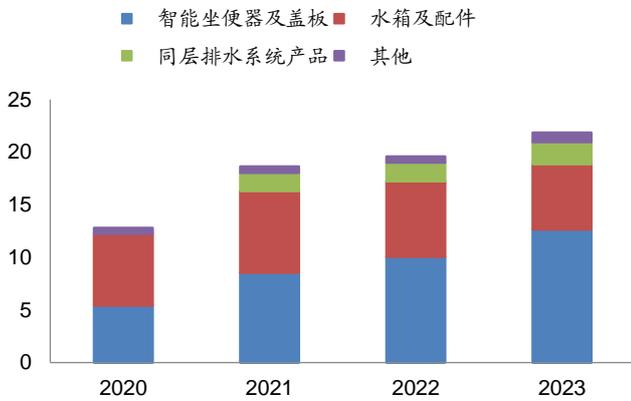
资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

分产品看，智能坐便器及盖板与同层排水系统产品为公司收入两大核心增长引擎。2023年，公司智能坐便器及盖板实现收入12.66亿元，其占营业收入比例从2020年的42.26%升至2023年的57.96%，占据了收入的主导地位；水箱及配件收入6.20亿元，其占营业收入比例从2020年的53.18%下降至2023年的28.38%，为第二大产品品类；同层排水系统产品实现收入2.10亿元，占比4.06%。

分地区看，境内外持续增长，境内市场增长迅速。公司主要业务集中于境内，随着居民生活水平不断提升、对于生活品质的要求越来越高，消费者对智能、健康新卫浴产品的认知更加清晰，需求量在持续增加，在多重因素的共同作用下，国内具有健康理念的智能化卫浴产品的市场规模正在逐步扩大。2023年公司实现境内收入16.49亿元，同比增长17.26%，占营业收入的比例为75.48%。2023年公司境外业务实现主营业务收入5.36亿元，同比下降3.23%，占营业收入的比例为24.52%。

图表7 2020-2023年公司按产品拆分收入结构(亿元)

图表8 2016-2023年公司按区域拆分收入结构(亿元)



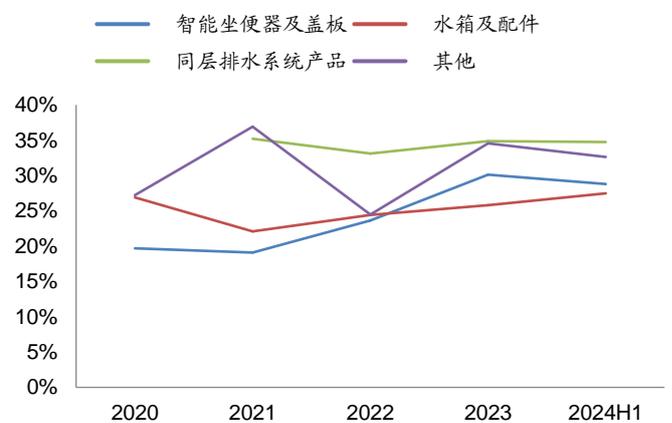
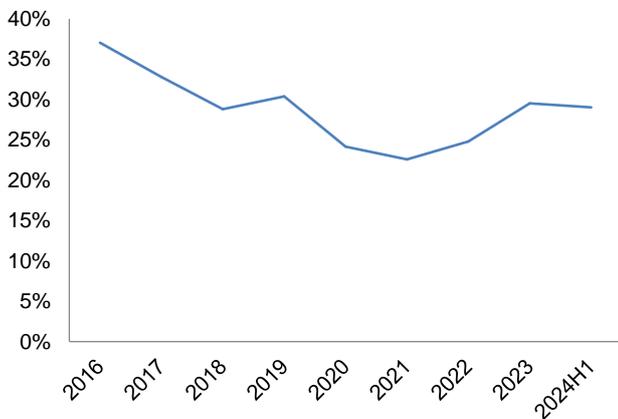
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

毛利率触底回升，盈利能力得到修复。2023年，公司综合毛利率为29.53%，同比提升4.72pct；其中智能坐便器及盖板/水箱及配件/同层排水系统产品/其他毛利率分别为30.12%/25.80%/34.87%/34.56%，同比+6.49/+1.38/+1.75/+10.08pct。2024H1，公司综合毛利率为29.03%，同比+1.13pct。根据公司投资者关系活动记录表，2024年第四季度，公司毛利率环比向好，主要得益于高毛利产品占总营收比例的提升，同时以旧换新补贴对于产品价格企稳也有一定积极作用。

图表9 2016-2024H1公司综合毛利率情况(%)

图表10 2020-2024H1年公司分产品毛利率(%)

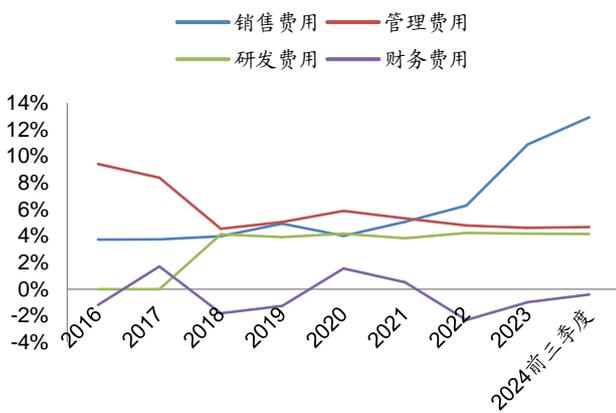


资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

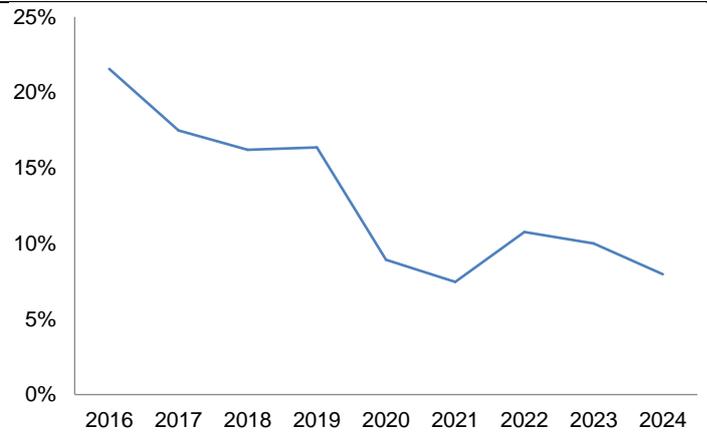
自主品牌投入加大，销售费用率提升。公司持续加大营销投入，推广自主品牌，销售费用从 2016 年的 0.30 亿元增长至 2023 年的 2.38 亿元，2023 年销售费用率为 10.88%，同比提升 4.59pct。2023 年公司管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为+4.61%/+4.17%/-0.97%；同比-0.18/-0.06/+1.34pct。2023 年公司销售费用增长主要系推广智能马桶自主品牌所致（公司智能坐便器及盖板收入占营业收入比例从 2020 年的 42.26%升至 2023 年的 57.96%），而财务费用降低主要是由汇率变动引起的汇兑损益影响。近年公司归母净利率有所承压，2023 年/2024 年归母净利率分别为 10.01%/7.97%，主要系公司积极投入智能马桶自有品牌建设，为拓展销售渠道、提升市场份额以及保证产品竞争优势，加大了研发费用和销售费用的投入，虽然当下对净利润产生了一定影响，但从长期发展来看也进一步加强了公司在行业中的市场根基。

图表 11 2016-2024 年前三季度公司费用率情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

图表 12 2016-2024 年公司归母净利率情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

2 行业：卫浴冲水系统行业稳定发展，智能座便器行业空间广阔

2.1 冲水组件需求量稳定，卫浴行业集中度较高

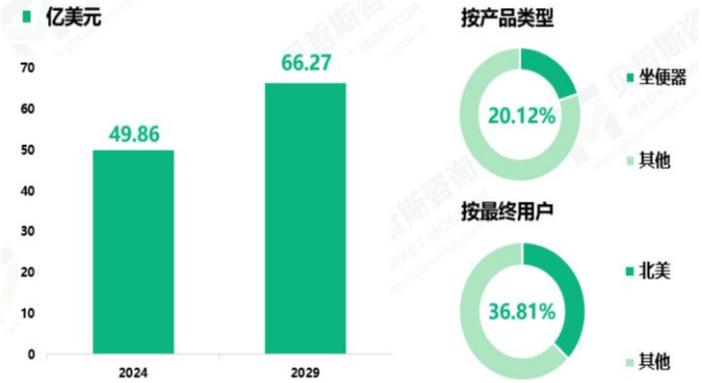
存量房时代下，中国和全球卫浴行业市场规模稳定增长。2000 年以来，我国房地产行业进入发展快车道，竣工房屋面积日益提升。2010 年后，竣工房屋面积基本维持在 10 亿左右，积累下来的存量市场体量巨大，卫浴产品一般 10 年左右需翻新，潜在市场空间巨大。同时，随着消费升级，居民二次装修需求随之提升，翻新周期缩短，卫浴市场空间进一步扩大。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2016-2022 年我国卫浴市场规模由 1420 亿元增长至 1937 亿元，CAGR 为 4.5%。根据贝哲斯咨询数据，2024 年，全球浴室和卫生间辅助设备市场规模为 49.86 亿美元，预计到 2029 年将增至 66.27 亿美元，CAGR 为 5.9%；其中，北美是全球浴室和卫生间辅助设备的最大地区市场，占全球市场的 36.81%。

图表 13 2016-2022 年中国卫浴行业市场规模统计及 yoy



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

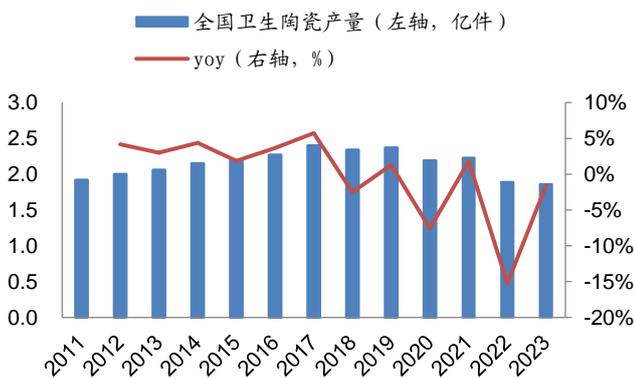
图表 14 全球浴室和卫生间辅助设备市场规模及细分占比



资料来源: 贝哲斯咨询, 华安证券研究所

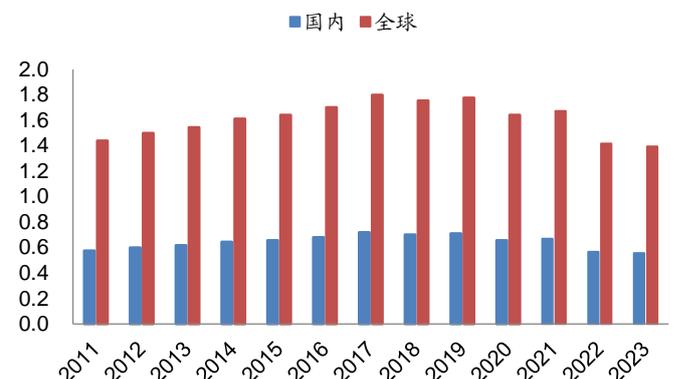
卫浴冲水组件是卫浴冲水系统的核心, 中国和全球需求量稳定。冲水组件就如同手表中的机芯, 它决定便器的冲洗质量、安全性、节水效果和使用寿命等, 是便器最核心的配套部件。从国内市场看, 根据中国建筑卫生陶瓷协会数据, 2023 年全国卫生陶瓷产量为 1.86 亿件, 根据公司招股说明书, 行业惯例下, 便器类卫生陶瓷制品的产量约占卫生陶瓷总产量的 30%, 以 1 套便器类卫生陶瓷制品需要装配 1 套冲水组件为标准计算, 2023 年我国国内冲水组件配套市场需求量近 5580 万套/年。从全球市场看, 根据公司招股说明书, 我国已发展成为全球最大的卫生陶瓷生产国与出口国, 我国卫生陶瓷的产量约占全球卫生陶瓷产量的 40%, 依据 2023 年国内卫生陶瓷产量为 1.86 亿件的产量以及便器类卫生陶瓷制品的产量约占卫生陶瓷总产量的 30% 等标准保守估算, 当前, 全球冲水组件配套市场需求量近 1.40 亿套/年。

图表 15 2011-2023 年中国卫生陶瓷产量及 yoy



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 华安证券研究所

图表 16 国内和全球冲水组件配套需求量 (亿件)

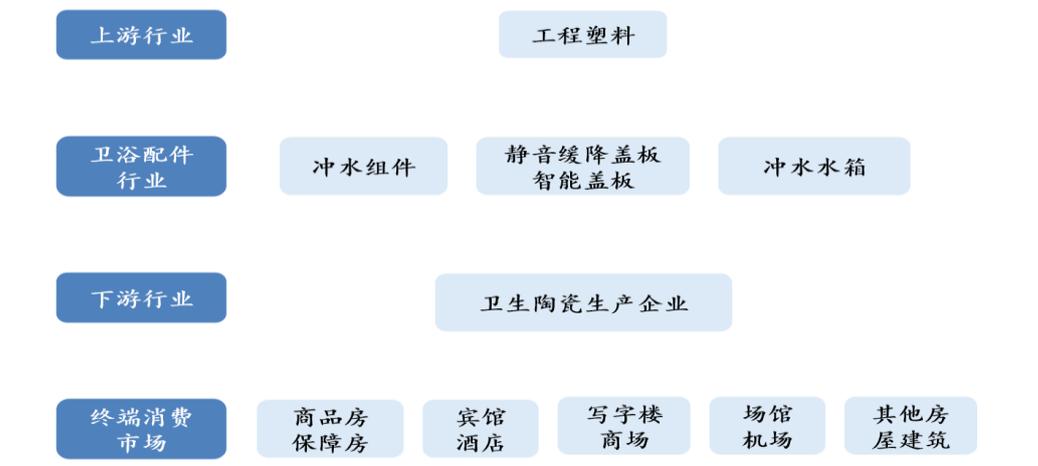


资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 公司招股说明书, 华安证券研究所

卫浴配件行业产业链成熟, 下游客户主要为国内外高端品牌的卫浴生产商。冲水组件行业上游是以工程塑料为主的石化产品行业, 石化产品的价格变动会影响到行业原材料的采购成本。行业下游主要为国内外知名卫浴品牌商, 其需求体现在产品配套方面, 卫浴配件行业的终端消费市场主要是房地产建筑市场。冲水组件作为便器最核心的部件, 直接决定了便器的冲洗质量、安全性、节水效果和使用寿命。国内外高端品牌的卫浴生产商如 ROCA、INAX、KOHLER、American Standard、

HCG、COTTO、箭牌、惠达、航标、恒洁、金牌、帝王等最注重的是配套卫浴配件产品品质的可靠性与质量的稳定性。

图表 17 卫浴配件行业上下游示意图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

卫浴行业集中度较高，带动卫浴冲水系统行业同步发展。当前，全球卫浴行业品牌集中度较高，ROCA、INAX、KOHLER、American Standard、TOTO 等少数几家国际知名卫浴品牌商在国内高端卫浴领域占有较大市场份额，九牧、箭牌、惠达、航标、金牌、恒洁等国内知名卫浴品牌商也在国内中高档产品市场占据一定份额。瑞尔特等少数几家以节水型冲水组件为核心的卫浴冲水系统产品解决方案的提供商凭借产品质量、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。随着下游卫浴行业品牌集中度进一步加强，与国内外知名卫浴品牌厂商保持着良好、稳定合作关系的卫浴冲水系统产品解决方案提供商，亦将同步在发展过程中获得更大的竞争优势。

图表 18 公司卫浴配件行业主要竞争对手

公司	简要情况
福马	1957 年创立于美国，总部在美国加利福尼亚，其产品通过全世界的分销网络行销。福马的产品占据美国很大一部分的 DIY 市场份额，在中国中山有制造工厂。2005 年 5 月，福马和盖板厂 BEMIS 成立合资公司 Fluidmaster/Bemis，联手合作在亚洲地区生产和销售卫浴配件。福马的主要供应市场为北美区域。
吉博力	1874 年创立于瑞士，总部位于瑞士拉珀斯维尔。从成立之初便专注于给排水系统领域产品研究开发及生产销售，至今已近 150 年的历史；其主要生产基地位于瑞士、德国与奥地利。吉博力 1996 进入中国市场，如今分别在上海和浙江岱山建有两个生产基地。在欧洲，吉博力是现代卫浴科技的代表，同时也是给排水系统产品制造业中的领导品牌，主要提供建筑给排水系统及各种管道系统的技术与产品支持，并生产节水型水箱、隐蔽式水箱、冲水组件等产品，主供欧洲市场和中国市场。
威迪亚	成立于 1995 年，总部位于中国厦门，在全球设有多个分支机构。威迪亚是国内卫浴配件的重要厂商之一，主要生产冲水组件、便器盖板、冲水水箱、电子感应系列等卫浴配件产品。威迪亚的主要客户包括 TOTO、Dura vit 等卫浴品牌商。
美图	成立于 1992 年，公司专业生产“Meitu”牌卫生洁具、冲水组件、塑料盖板、浴室及厨房配套用品、优质塑料制品、五金配件等，产品销往欧美、非洲、中东等国内外地区。

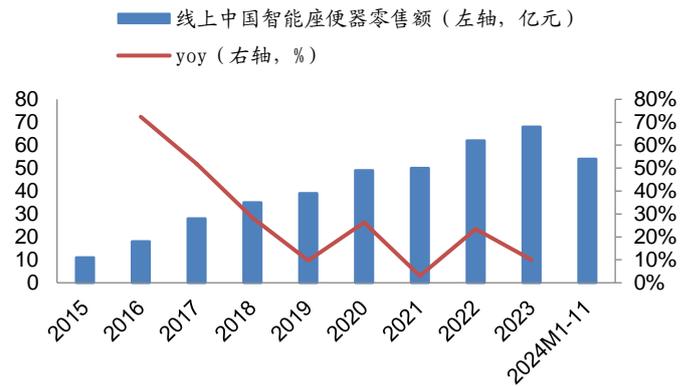
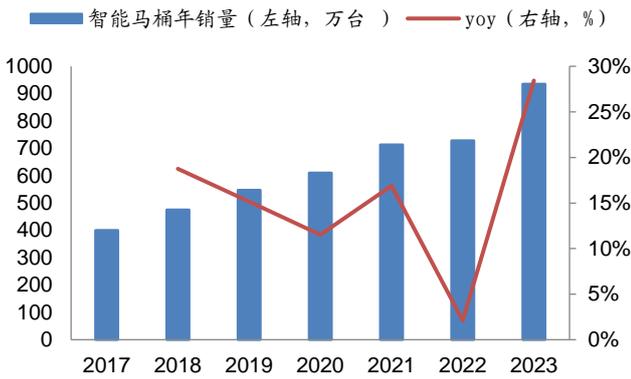
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2.2 智能座便器市场前景广阔，行业格局未定

卫浴行业智能化大势所趋，但市场渗透率仍在低位。随着中国经济持续发展与人民生活水平不断提升，人们对卫浴产品的概念逐渐突破传统观念，消费者对家居环境的健康、环保、便捷及品质的需求在逐步提升，这也为智能化卫浴产品的开发与应用带来了机遇。智能坐便器作为卫浴空间的核心品类，具备功能性突出、消费体验升级的特点，于 2015 年后在国内市场呈现爆发式发展。根据观研报告网数据，国内智能座便器年销量稳定增长，由 2017 年的 400 多万台增长至 2023 年的 900 多万台。根据奥维云网数据，线上中国智能座便器零售额由 2015 年的 11 亿元增长至 2023 年的 68 亿元，CAGR 为 25.6%。

图表 19 2017-2023 年我国智能马桶年销量及 yoy

图表 20 线上中国智能座便器零售额及 yoy



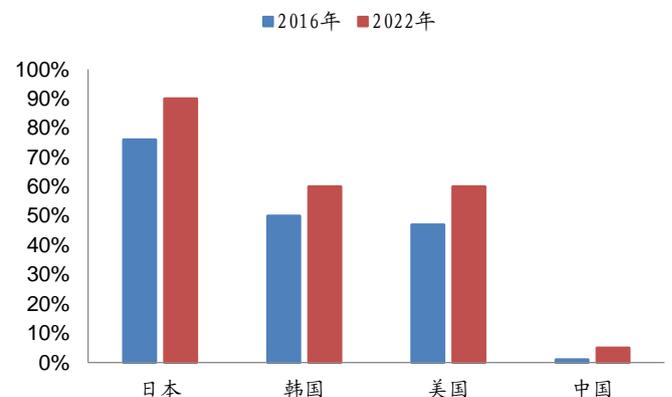
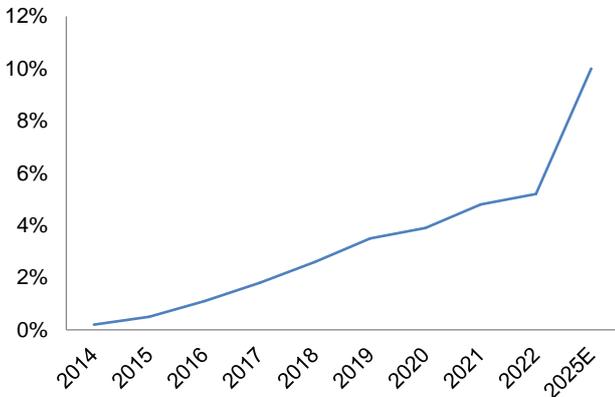
资料来源：观研报告网，华安证券研究所

资料来源：奥维云网，华安证券研究所

国内智能坐便器仍处于发展初期，普及率较低，未来市场空间广阔。根据国家电网和奥维云网数据，2022 年智能坐便器在我国的市场普及率约为 5%，在一线城市，例如上海、北京、广州等，智能坐便器的普及率在 5-10% 以上，新一线城市在 3-5% 左右，而三四线城市和乡镇市场，几乎处于空白。而智能坐便器的普及率在日本达到接近 90%、在韩国约为 60%。国内智能坐便器行业经过多年发展，产品普及率逐年提升，但仍处于较低水平。根据《中国智能卫浴电器产业发展研究报告 (2024)》，2023 年我国智能坐便器产品普及率在 9.6% 左右。随着居民生活水平不断提升，对于生活品质的要求越来越高，消费者对智能、健康的新卫浴产品的认知更加清晰，国内智能坐便器市场仍存在巨大市场空间，其前景广阔。

图表 21 中国智能坐便器家庭普及率-保有量 (%)

图表 22 部分国家智能坐便器普及率对比 (%)



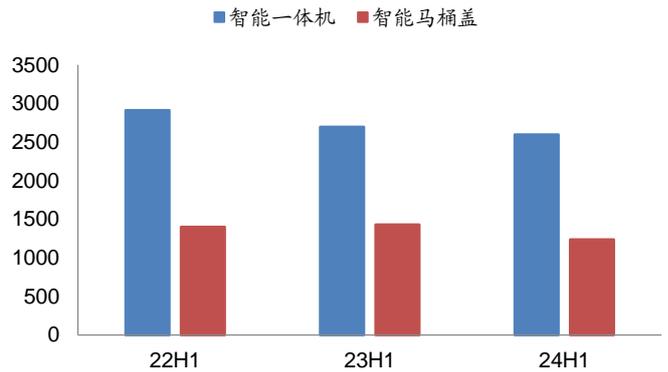
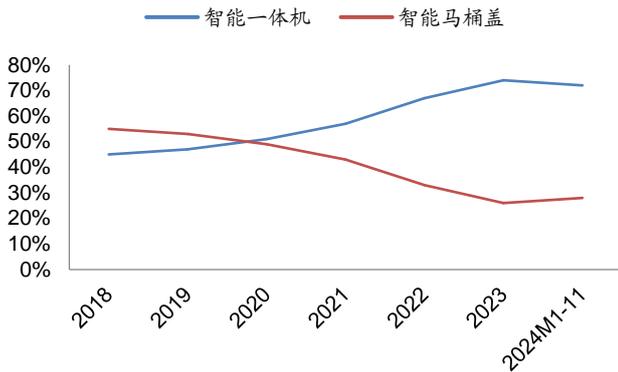
资料来源：嘉世咨询，华安证券研究所

资料来源：嘉世咨询，华安证券研究所

从产品类型来看，智能一体机为行业主流。根据奥维云网（AVC）数据，2024年1-11月线上智能坐便器销量中，智能一体机的占比为72%，智能马桶盖占比为28%。智能一体机为主流销售产品，原因主要在于两个方面：一方面，智能一体机均价下滑明显，与马桶盖的价差不断缩小。奥维云网（AVC）线上监测数据显示，2024年上半年智能一体机均价为2597元，智能马桶盖均价为1237元，价差为1360元，这使得更多消费者倾向于选择功能更为全面的一体机。另一方面，智能一体机的技术空间和利润空间更大，吸引了更多品牌进行布局。相对智能马桶盖而言，智能一体机集成度高、外观整体性强，契合消费者简约、美观装修诉求，随着技术成熟和成本降低，市场占比将持续扩大。

图表 23 线上智能座便器产品类型分布-零售量 (%)

图表 24 22H1-24H1 线上智能座便器均价走势 (元)

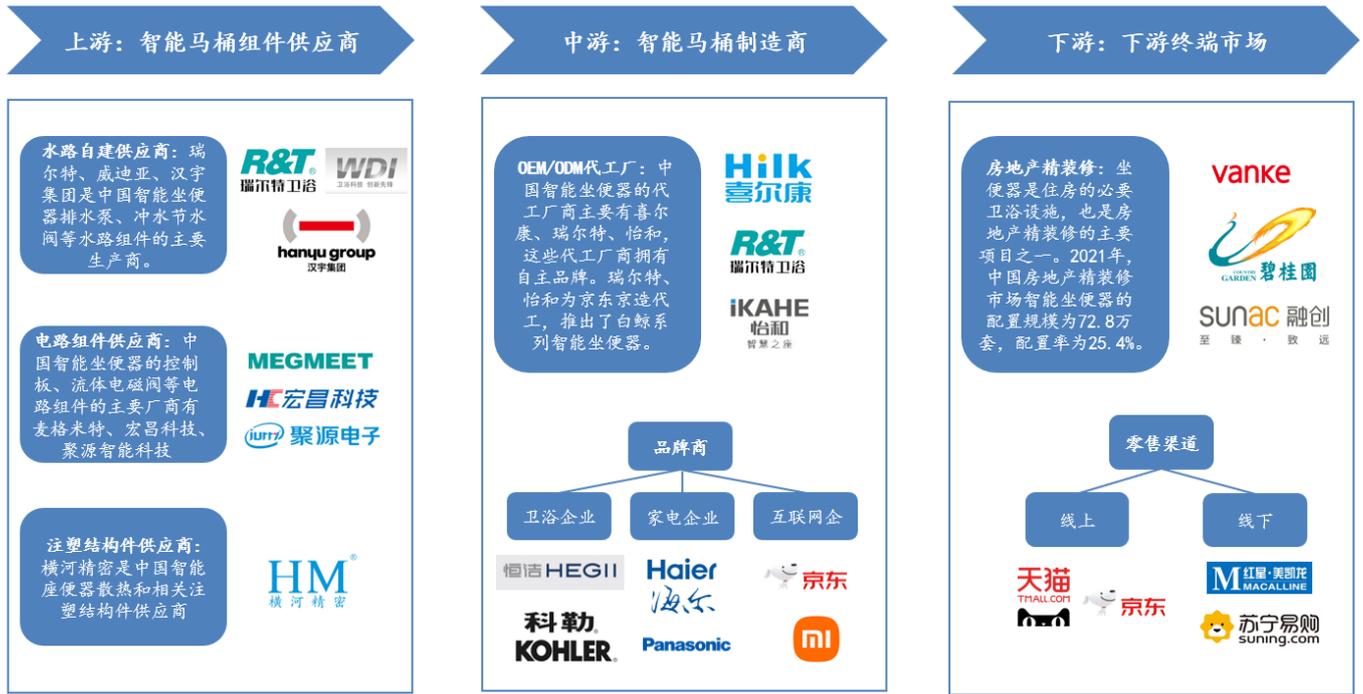


资料来源：奥维云网，华安证券研究所

资料来源：奥维云网，华安证券研究所

智能马桶产业链逐步集群化，愈加完善。中国智能马桶行业的产业链逐步完善，包括上游组件供应商、中游智能马桶制造商以及下游终端市场。（1）上游：水路组件、电路组件和注塑结构件供应商提供了基础生产材料，其中包括瑞尔特、威迪亚等在内的知名企业。（2）中游：主要由 OEM/ODM 代工厂组成，如喜尔康、瑞尔特和怡和，它们不仅代工生产，还拥有自主品牌。品牌商包括卫浴企业如恒洁、科勒，家电企业如海尔、松下，以及互联网企业如京东和小米等。（3）下游：下游市场涵盖房地产精装修和零售渠道。2021年，中国房地产精装修市场的智能马桶配置规模达到72.8万套，配置率为25.4%，代表企业有万科、碧桂园和融创。此外，零售渠道通过线上（如天猫、京东）和线下（如红星美凯龙、苏宁易购）实现产品销售，进一步推动了行业发展。近年电商和家装新渠道崛起分流，根据奥维云网数据，2023年智能坐便器线上销售维持增长，销售额达68亿元，同比增长10.0%；线上销量为308万台，同比增长19.7%。瑞尔特处于上游组件供应商、中游代工企业和品牌商三个角色环节。

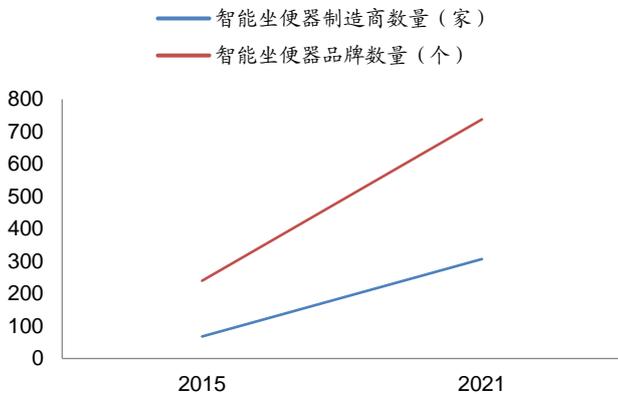
图表 25 智能马桶产业链梳理



资料来源：嘉世咨询，华安证券研究所

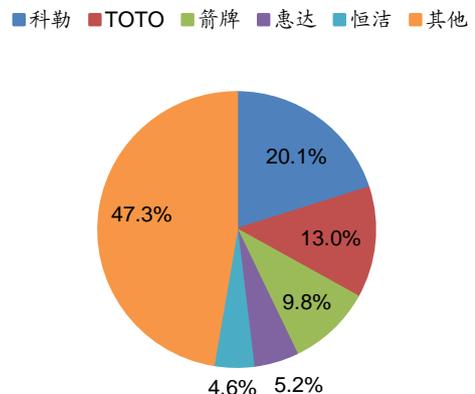
智能坐便器发展迅猛，壁垒较低，市场竞争激烈。当前，国内智能卫浴因其较低的行业进入壁垒与巨大的市场前景，在短短几年迅猛发展，吸引众多国内企业纷纷进入该新兴行业抢占市场、参与竞争。近年来，国内竞争已臻白热化，据不完全统计，2015年我国有68家生产智能坐便器的制造商。而截止2021年年底我国从事生产、研发智能坐便器产品及相关产品的厂商已增至300-400家。目前中国智能坐便器市场的品牌格局，既有传统卫浴行业品牌，也有单一从事智能坐便器产品的小厂商，还有跨界进入智能坐便器产业的综合家电企业、综合家居建材企业，以及贴牌销售智能坐便器产品的互联网企业品牌。外资品牌早期进入中国中高端市场，市占率持续领先于内资品牌，科勒和TOTO品牌2021年市占率分列行业前两位，达到20.1%和13.0%。

图表 26 智能马桶制造商和数量



资料来源：嘉世咨询，华安证券研究所

图表 27 2021 年智能座便器品牌整体市场占有率 (%)

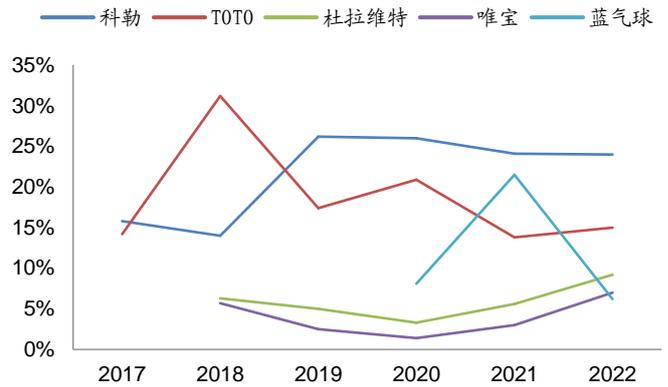
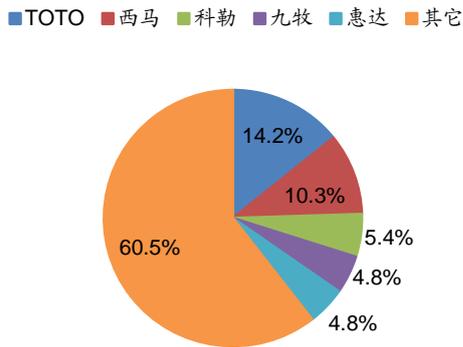


资料来源：嘉世咨询，华安证券研究所

工程端以外资品牌为主导，国产品牌在线上渠道份额领先。(1) 工程端：总

体来看, 外资品牌如科勒、TOTO、美标、乐家和汉斯格雅等在市场上有较强的竞争力, 而中国本土品牌如九牧、箭牌、西马和惠达在卫浴部品中也显示出强劲的市场表现。2023 年重点 19 城 3-5 星级新开业酒店整体配套卫浴品牌分析, 除定制外, TOP5 品牌分别为: TOTO、科勒、箭牌、恩仕、美标, 市场份额合计 42.6%。聚焦智能马桶品类, TOTO 以及科勒分别排在了第一及第三, 总计占了 19.6%。2022 年, 精装修市场智能坐便器配套参与品牌共有 297 家品牌商, 其中科勒稳居第一, 占据市场份额 23%, 其次 TOTO、摩恩、九牧、杜拉维特、高仪等这些头部卫浴品牌也较为稳定, 但头部品牌竞争依旧激烈。聚焦智能坐便器, TOP3 品牌均为外资品牌, 科勒、TOTO 和杜拉维特, 分别占了 24.0%/15%/9.2%。

图表 28 2023 年 19 城 3-5 星级新开业酒店中智能马桶 Top 5 品牌 (%) 图表 29 精装修市场智能座便器配套 TOP5 品牌份额走势 (%)

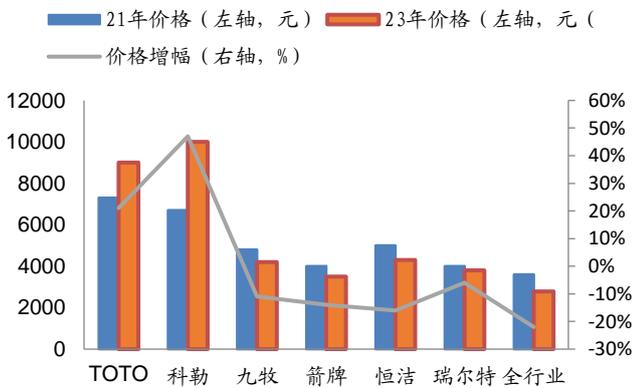


资料来源: 奥维云网, 华安证券研究所

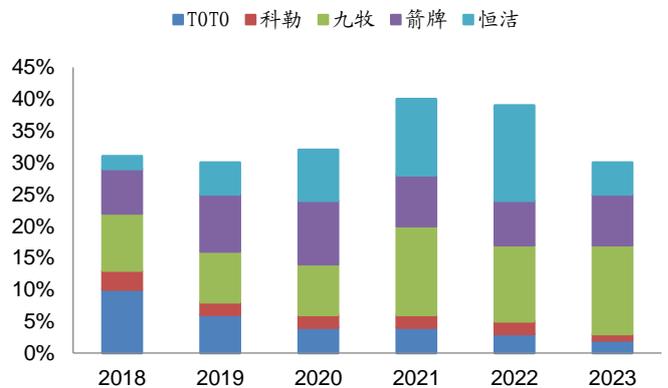
资料来源: 奥维云网, 华安证券研究所

(2) 线上渠道: 2021 年后, 智能马桶行业价格竞争激烈, 国产品牌以价换量, 外资大牌守价失份额。2023 年天猫平台智能马桶行业销售均价为 2738 元/套, 较 2021 年下滑 22%。分品牌看, 国产品牌如九牧、箭牌、恒洁、瑞尔特 2023 年销售价格较 2021 年分别下滑 11%、14%、16%、6%, TOTO、科勒 2023 年销售价格较 2021 年分别提升 21%、47%。外资大牌坚守品牌调性, 高价策略导致其份额有所下滑, 2023 年 TOTO、科勒销售额份额分别较 2021 年下滑 2.3、1.5pct。

图表 30 2021 年后天猫平台智能马桶平均销售价格及价格增幅 (元, %) 图表 31 天猫平台智能马桶品牌份额-销售额 (%)



资料来源: 嘉世咨询, 华安证券研究所



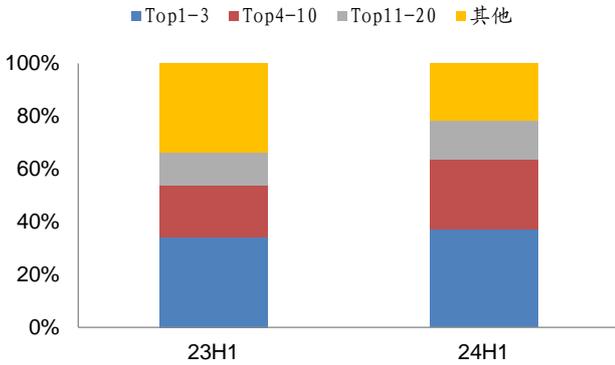
资料来源: 嘉世咨询, 华安证券研究所

线上智能一体机和智能马桶盖的 TOP 品牌集中度都有所提升。具体来看, 智能一体机的品牌集中度相对处于较低水平, 而智能马桶盖 TOP3 品牌集中度已经超

过 60%。主要是因为智能一体机市场的品牌竞争更加激烈，新品牌不断涌入，市场份额较为分散。而智能马桶盖市场集中度相对更高，较少新品牌进入。

图表 32 线上智能马桶一体机品牌集中度

图表 33 线上智能马桶盖品牌集中度



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

资料来源：奥维云网，华安证券研究所

电子坐便器自 2025 年 7 月起实施 CCC 认证，有望推动行业集中度提升。2024 年 4 月 7 日，市场监管总局发布《市场监管总局关于对商用燃气燃烧器具等产品实施强制性产品认证管理的公告》，明确将对电子坐便器等产品实施强制性产品认证管理。2025 年 7 月 1 日起，列入 CCC 认证目录的电子坐便器产品，应当经过 CCC 认证并标注 CCC 认证标志后，方可出厂、销售、进口或者在其他经营活动中使用。随着行业规范的不断加强，智能马桶行业正在经历洗牌，部分不符标准的品牌将逐步被淘汰出局，有利于行业的竞争格局向好发展。

图表 34 电子坐便器自 2025 年 7 月起实施 CCC 认证

CCC 认证目录新纳入产品描述与界定

产品大类	产品种类及代码	对产品种类的描述	产品适用范围	对产品适用范围的描述或列举	说明
电线电缆	额定电压 450/750V 及以下橡皮绝缘、聚氯乙烯绝缘阻燃电线电缆 (0104、0105)	交流额定电压不超过 450/750V 的动力装置用阻燃电缆。	额定电压 450/750V 及以下橡皮绝缘阻燃电线电缆 (0104)	产品标准中列明型号规格、具有阻燃特性的橡皮绝缘电线电缆。	产品标准： GB/T5013.3-8 JB/T8735.2-3 燃烧特性标准： GB/T19666 GB31247
			额定电压 450/750V 及以下聚氯乙烯绝缘阻燃电线电缆 (0105)	产品标准中列明型号规格、具有阻燃特性的聚氯乙烯绝缘电线电缆。	产品标准： GB/T5023.3-7 JB/T8734.2-6 燃烧特性标准： GB/T19666 GB31247
家用和类似用途设备	电子坐便器 (0720)	1. 额定电压不超过 250V； 2. 以存储、干燥或者销毁方式处理人体排泄物，或喷洗、烘干人体的电子坐便器； 3. 还包括与普通坐便器一同使用的电子设备。	电子坐便器	槽制式电子坐便器、包装式电子坐便器、冷冻式电子坐便器、真空式电子坐便器；自动盖板装置、加热坐圈、喷洗坐圈	1. 适用标准： GB4706.1 GB4706.53 2. 不包括打算用在经常产生腐蚀性或爆炸性气体（如灰尘、蒸气或瓦斯气体）特殊环境场所的坐便器。 3. 不包括用化学方式、燃烧方式处理人体排泄物的坐便器。 4. 不包括不与自动盖板装置、加热坐圈、喷洗坐圈组合使用的切碎组件、抽吸水组件、冲洗用水加热组件。
车辆及安全附件	电动自行车乘员头盔 (1105)	电动自行车驾驶人及乘坐人员佩戴的头盔。	电动自行车乘员头盔	在事故中降低电动自行车乘员头部伤害的装置。	适用标准： GB811

资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，华安证券研究所

2.3 以旧换新国补驱动，释放卫浴消费需求

以旧换新政策落地，政策催化提质改造需求释放。2023 年 7 月，商务部等多部门联合出台的《关于促进家居消费的若干措施》引导企业提高家居智能化、适老化水平供给等；2024 年 2 月 23 日，中央财经委员会第四次会议指出，要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新；2024 年 7 月，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，其中提到直接安排超长

期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。而我国存量房地产市场庞大，政策催化存量房提质改造需求释放，卫生间作为使用频次较高的强功能空间，将成为重点改造方向。同时消费者对智能健康型卫浴产品的认知度和认可度提升，促使其在存量房改造、旧房装修及局部改造方面首选智能健康型卫浴产品。

图表 35 国家层面以旧换新政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及家居消费的政策内容
2024/3/13	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等多种方式，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。推动家装样板间进商场、进社区、进平台，鼓励企业打造线上样板间，提供价格实惠的产品和服务，满足多样化消费需求。
2024/3/27	商务部等14部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	以扩大存量房装修改造为切入点，推动家装厨卫消费品换新，促进智能家居消费，持续释放家居消费潜力。鼓励开展旧房装修、厨卫等局部改造和适老化改造，对购买智能化家居产品给予补贴，鼓励设置“家装便民服务点”，设置“公益维修队”，推动智能家居在智慧厨房、健康卫浴、家庭安防、养老监护等场景落地，加快完善智能家居互联互通标准，制定推行家装合同示范文本。
2024/7/24	国家发展改革委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	支持地方提升消费品以旧换新能力。直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有量等因素，合理确定对各地区支持资金规模。各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。

资料来源：国务院，商务部，国家发展改革委，华安证券研究所

2024 年以旧换新活动如火如荼，消费刺激作用明显。虽然政策公布的八大家电品类中并没有智能卫浴，但是在后期各省市具体落地政策中，智能马桶（含智能马桶盖）也可以享受“国补”，其中，包括江苏、山东、浙江、安徽、四川、贵州、辽宁、福建、湖北、广西、云南、吉林等地公布政策中，用户购买智能马桶（含智能马桶盖），补贴标准为产品成交价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外给予产品成交价格 5% 的补贴，每单补贴不超过 2000 元。据初步统计，2024 年，全国汽车以旧换新超过了 680 万辆，超 3600 万名消费者购买 8 大类家电以旧换新产品超过 5600 万台，家装厨卫‘焕新’补贴产品约 6000 万件，电动自行车以旧换新超过 138 万辆，消费品以旧换新带动相关产品销售额超过 1.3 万亿元。

图表 36 年地方层面以旧换新涉及智能马桶的政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及智能马桶的政策内容
2024/5/31	湖北省商务厅	《湖北省绿色智能家电家居以旧换新实施细则》	<p>一、实施时间</p> <p>2024 年 6 月 8 日至 12 月 31 日。</p> <p>三、补贴范围</p> <p>个人消费者在线上、线下购买若干符合条件的补贴产品，按照剔除所有折扣优惠后成交价格的 10% 享受一次性立减补贴，单件商品补贴不超过 1000 元，单个消费者享受补贴不超过 3000 元。</p> <p>符合条件的补贴产品包括空调、电视机、投影仪、冰箱冰柜、洗衣机、吸油烟机、燃气灶、热水器、微波炉、洗碗机、电饭煲、净水器、空气净化器、扫地机器人、吸尘器、智能门锁、智能马桶 17 类商品。产品须在中国效能或水效标识网备案达一、二级能效，具有统一的国标 13 位商品编码。</p>
2024/8/22	浙江省人民政府办公厅	《浙江省进一步推动消费品以旧换新行动方案》	<p>四、促进智能家居消费</p> <p>对个人消费者购买智能门锁（含智能防盗门）、智能窗帘、智能晾衣架、智能家用监控、智能照明、智能马桶（含智能马桶盖）、智能床（含智能床垫）、智能桌椅（含智能按摩椅、智能沙发）、智能健身设备、智能语音设施（含智能音箱）、智能服务机器人（含智能扫地机、拖地机）、智能洗碗机、智能蒸（烤）机等智能家居产品按照剔除所有折扣优惠后成交价格的 15% 予以立减优惠，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。各地可结合实际，合理增加补贴品类。（责任单位：省经信厅、省商务厅）</p>

2024/8/26	四川省人民政府办公厅	《关于进一步支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干政策措施》	<p>二、加力支持消费品以旧换新</p> <p>(十五) 发放家居家装焕新消费券。2024年8月26日至2024年12月31日,对床、床垫、沙发、茶桌茶几、橱柜、衣柜、书柜、餐桌椅、书桌椅、淋浴器、灯具、装修材料等12类旧房装修、厨卫等局部改造产品,扫地机器人、智能马桶(盖)、吸尘器、洗地机、垃圾处理器、音响(箱)、智能门锁、智能沙发、智能床等9类智能家居产品,护理床、紧急呼叫器、智能床垫、智能监控摄像头、轮椅(助行器)、助听器等6类适老化改造产品,按不超过30%的优惠比例,面向消费者分批分类分档发放消费券,更好满足居民消费升级需求,不断提高居民生活的品质。(责任单位:商务厅、财政厅,各市(州)人民政府)</p>
2024/8/28	云南省商务厅	《2024年云南省加力支持消费品以旧换新行动方案》	<p>四、实施家电家居以旧换新补贴</p> <p>(一) 补贴家电家居产品范围</p> <p>1. 补贴时间: 2024年8月28日(含当日)至2024年12月31日(含当日)。</p> <p>2. 补贴产品类别: 共14类家电家居产品,其中家电8类:电冰箱类(含冰柜)、洗衣机类(含洗烘一体、烘干机)、电视机类、空调类、电脑类、热水器类(含太阳能热水器)、家用灶具类、吸油烟机类。其他6类:洗碗机类、扫地机器人类、智能马桶类、微蒸烤一体机类、净水器类、智能门锁类。产品类别根据补贴申领等情况调整。产品须具有统一的国标13位商品编码。</p> <p>(二) 补贴标准</p> <p>对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的产品(不含扫地机器人、智能门锁类)给予产品最终销售价格15%的补贴,其中,对购买1级及以上能效或水效标准的产品额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。对购买扫地机器人、智能门锁类产品给予最终销售价格15%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件,每件补贴不超过2000元。销售价格以在云南省开具的发票含税价为准。</p>
2024/8/30	辽宁省发改委	《辽宁省2024年加力支持消费品以旧换新实施方案》	<p>三、具体任务和支持标准</p> <p>(七) 支持家装厨卫消费品领域换新。积极培育智能家居等新型消费,提升家居绿色化、智能化水平。个人消费者购买净水机、洗碗机、烤箱、微波炉、电饭锅(电饭煲)、垃圾处理器、智能坐便器(含智能马桶盖)、智能扫地机器人(含洗地机)、按摩椅、浴霸、智能沙发、智能床以及旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所需物品和材料购置,给予消费补贴。补贴标准为每户不超过购置物品销售价格的20%,每户最高补贴额度为2000元。(省商务厅牵头)</p>
2024/9/05	江苏省商务厅	《关于开展2024年苏新消费·绿色节能家电以旧换新专项活动的通告》	<p>三、补贴范围</p> <p>本次活动可享受补贴的为以下17类家电商品: 中国水效标识1级、2级的洗碗机、净水器、智能马桶(含马桶盖)等绿色节能家电。商品须在中国能效或水效标识网备案,具有统一的国标13位商品编码。</p> <p>四、补贴标准</p> <p>对符合条件的消费者在参与企业处购买补贴范围内2级能效或水效标准的家电产品,按照剔除企业所有优惠折扣后成交价的15%给予直接补贴;对购买补贴范围内1级及以上能效或水效标准的家电产品,按照剔除企业所有优惠折扣后成交价的20%给予直接补贴。国家政策明确的8类家电商品,每位消费者同一类产品可补贴1件,每件补贴不超过2000元,总计补贴不超过16000元。我省增加的9类家电商品,每件商品补贴不超过2000元,总计补贴不超过18000元。</p>
2024/9/05	福建省发改委	《福建省加力支持消费品以旧换新实施方案》	<p>三、支持家装厨卫“焕新”</p> <p>(一) 对个人消费者购买家庭厨卫类、智能家居类、装修改造类产品予以补贴,每位消费者单笔消费满1000元,按照产品销售价格(剔除所有折扣优惠后)的20%予以补贴,单笔消费最高补贴2000元,每位消费者累计享受补贴不超过20000元。各地可结合本地实际,合理增加补贴品类。</p> <p>智能家居类:智能门锁(含智能防盗门)、智能家用监控、智能语音设施(含智能音箱、音响)、智能按摩椅(含按摩器具)、智能沙发、智能床(含智能床垫)、智能健身设备、智能卫浴、智能扫地机器人(含洗地机)、智能马桶(含智能马桶盖)、智能晾衣架等11类智能家居产品;</p>
2024/9/06	贵州省发改委	《贵州省2024年超长期特别国债支持消费品以旧换新工作实施方案》	<p>五、家居产品换新</p> <p>补贴支持个人消费者购买吸尘器、洗地机、音响(箱)、电烤箱(微波炉)、智能马桶(智能马桶盖)、洗碗机、垃圾处理器、扫地机器人、净水机、智能门锁、智能沙发、智能床等家居产品。补贴标准为:按照产品购置发票总额的20%给予补贴,最高补贴2000元。每位消费者最多可享受3次补贴。</p>
2024/9/09	安徽省商务厅	《安徽省家电及家装厨卫消费品	<p>第一条自各市公告实施之日(含当日,下同)至2024年12月31日期间,对个人消费者在参与商户购买本细则适用补贴产品给予“立购立减”补贴。其中,2</p>

		“焕新”补贴实施细则》	<p>级能效（水效）标准产品，给予剔除所有折扣优惠后销售价格 15%的立减补贴；1 级能效（水效）标准产品，给予剔除所有折扣优惠后销售价格 20%的立减补贴；对没有规定能效（水效）标准产品，给予剔除所有折扣优惠后销售价格 15%的立减补贴。</p> <p>第二条每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。</p> <p>第三条本细则适用补贴产品范围。</p> <p>家装厨卫（智能家居）类产品：2 级及以上能效（水效）标准的净水器、洗碗机、扫地机器人、空气净化器、淋浴器、智能马桶（含智能马桶盖），干衣机、智能门锁、智能窗帘、智能晾衣架、智能床、智能床垫等 12 类。各市可结合实际，合理增加补贴品类。</p>
2024/9/25	山东省商务厅	《山东省推动家装厨卫“焕新”和智能家居消费实施方案》	<p>聚焦绿色、环保、智能、适老等方向，围绕旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造和智能家居等重点领域，在以下 30 类物品和材料范围内，对个人消费者进行补贴。2.厨卫等局部改造：洗碗机、蒸烤一体机（微波炉）、净水器、垃圾处理机、智能马桶（智能马桶盖）、浴室柜等；</p>

资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会，湖北省商务厅，浙江省商务厅，云南省商务厅，辽宁省人民政府，江苏省商务厅，福建省发展和改革委员会，贵州省发展和改革委员会，安徽省商务厅，山东省商务厅，华安证券研究所

2025 年，国家延续 2024 年的国补政策框架，并在范围和标准上进一步优化升级。国家把“大力提振消费、全方位扩大国内需求”列为 2025 年的 9 大重点任务之首，创新多元化消费场景，扩大服务消费，是其中的重要内容。2025 年新一轮国家补贴如约而至，范围大幅拓宽，家电、数码产品纷纷入局，补贴力度更是前所未有的，因今年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比去年有大幅增加，因此，这次国补被称为史上最大规模的国补。江苏省、云南省、安徽省、浙江省、贵州省、山西省等地将延续对智能马桶以旧换新的补贴。

图表 37 2025 年地方层面以旧换新涉及智能马桶的政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及智能马桶的政策内容
2024/12/31	江苏省商务厅	《关于开展 2025 年苏新消费·家电以旧换新专项活动的通告》	<p>一、补贴适用时间 2025 年 1 月 1 日至 12 月 31 日。</p> <p>三、补贴范围 本次活动可享受补贴的为以下 44 类家电商品： 36 类江苏补贴家电：空气净化器、微波炉（含一体机）、电磁炉、电饭煲（含电压力锅）、电风扇、家用冰吧；中国水效标识 1 级、2 级的洗碗机、净水器、智能马桶（含马桶盖）、干衣机、扫地机器人、洗地机、吸尘器、消毒柜、蒸烤箱（包含电蒸箱、电烤箱、蒸烤一体机）、挂烫机、暖风机、油汀、取暖器、浴霸、加湿器、面包机、三明治机、早餐机、炒菜机器人、空气炸锅、电水壶（含养生壶）、茶吧机（含咖啡机）、料理机（含榨汁机）、电火锅、制冰机、衣物护理机、吹风机、除螨仪、打印机、智能服务机器人。</p> <p>四、补贴标准 9 类江苏补贴家电：空气净化器、微波炉（含一体机）、电磁炉、电饭煲（含电压力锅）、电风扇、家用冰吧、洗碗机、净水器、智能马桶（含马桶盖），1 级能效或水效标准的家电按照剔除经营主体所有优惠折扣后成交价的 20% 给予直接补贴；2 级能效或水效标准的家电，按照剔除经营主体所有优惠折扣后成交价的 15% 给予直接补贴；消费者购买的每类商品不超过 3 件。</p>
2025/1/20	云南省商务厅	《2025 年云南省家电以旧换新及家装消费品换新活动商户使用手册》	<p>一、活动基本规则</p> <p>（一）补贴对象。实名注册认证，实际参与活动、在云南省内收货的个人消费者。</p> <p>（二）补贴时限。2025 年 1 月 20 日 16:00 启动活动，当日 23:00 结束。1 月 21 日-12 月 31 日，活动时间为每天 7:00-23:00。（家装上线时间另行通知）</p> <p>（三）补贴范围。 家电 N 类及智能家装 13 类，包括扫地机器人、烘干机、音响、取暖器、打印机、消毒柜、电磁炉、破壁机、蒸烤箱、浴霸、空气净化器、智能门锁、智能马桶</p> <p>（四）补贴标准。 家电及智能家装类产品：个人消费者购买 2 级及以下能效或水效标准，以及无能效水效标准的产品，补贴标准为产品最终销售价格（剔除所有折扣优惠后）的 1</p>

			<p>5%; 购买 1 级能效或水效标准的产品, 补贴标准为产品最终销售价格的 20%。每位消费者每类产品可补贴 1 件 (空调产品最多可补贴 3 件)。每人每件商品消费最高补贴 2000 元。</p> <p>家装类: 个人消费者购买符合条件的产品, 补贴标准为产品最终销售价格 (剔除所有折扣优惠后) 的 15%。每人每类商品消费最高补贴 500 元。</p> <p>2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者, 2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴。销售价格以在云南省开具的发票含税价为准。</p>
2025/1/20	山西省商务厅	《2025 年加力扩围实施家装厨卫“焕新”实施细则》	<p>四、补贴范围</p> <p>1. 瓷砖 2. 地板 3. 石材 4. 壁纸、壁布 5. 涂料 6. 门 (含门套) 7. 门锁 (含智能门锁) 8. 窗 (含窗套) 9. 吊顶 10. 开关 (含智能开关) 11. 浴室柜 (含配套镜子、五金件、面盆等) 12. 浴缸 13. 淋浴房 14. 花洒 15. 龙头 16. 马桶 (含智能马桶) 17. 蹲便器 18. 卫生间浴霸 (含集成浴霸) 19. 橱柜 20. 沙发 21. 茶几 22. 餐桌 23. 餐椅 24. 餐边柜 25. 床 26. 床垫 27. 榻榻米 28. 床头柜 29. 衣柜 30. 书柜 31. 电视柜 32. 鞋柜 33. 阳台柜 34. 书桌 35. 椅子 36. 晾衣架 (含智能晾衣架) 37. 斗柜边柜 38. 窗帘 (含配套窗帘盒、窗帘杆等配件) 39. 智能门铃 40. 灯具 (含智能灯具)。</p> <p>活动期间结合我省市场需求适时优化调整。</p> <p>五、补贴标准</p> <p>个人消费者 (包括在省内的外籍人士和港澳台侨居民) 在参与活动的商家购买符合补贴范围类型的产品, 按照实际销售价格 (剔除所有折扣和优惠后的价格) 的 15% 享受立减, 购买 1 级能效或水效标准的产品享受 20% 立减。2025 年家装厨卫“焕新”活动期间每位消费者购买以上 40 类产品可享受最多 5 次 15% 的支付立减优惠和最多 5 次 20% 的支付立减优惠, 单次支付交易不限品类、数量、优惠金额等, 每人累计最高补贴 18000 元。2024 年已享受家装“焕新”补贴的个人消费者, 2025 年购买同类产品可继续享受补贴。</p>
2025/1/23	安徽省商务厅	《2025 年安徽省家电、数码及家装厨卫产品“焕新”补贴实施细则》	<p>家装厨卫 (智能家居) 产品: 对个人消费者购买具有符合国家标准零售商品条码的淋浴器、浴霸、浴室柜、浴缸、电视柜、茶几、餐桌、学习桌、灯具、智能门锁、智能晾衣架、智能窗帘、智能马桶 (含智能马桶盖)、智能床、智能床垫、智能沙发 16 类产品给予补贴。补贴标准为上述产品最终销售价格的 15%, 对其中购买 1 级及以上能效 (水效) 标准的产品, 额外再给予产品最终销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件, 每件补贴不超过 2000 元。</p> <p>2024 年已享受国家以旧换新补贴的个人消费者, 2025 年购买上述同类产品可继续享受补贴。</p>
2025/1/26	浙江省商务厅	《2025 年浙江省消费品以旧换新补贴实施细则》	<p>六、支持家居换新</p> <p>(一) 补贴范围和标准</p> <p>对个人消费者购买床架、床垫、桌椅、按摩椅、沙发、智能门锁、智能坐便器、智能马桶盖等标准化程度较高的家居产品, 按照成交价格的 15% 享受立购立减补贴, 具有 1 级及以上能效、水效标识的补贴比例最高不超过 20%。在各设区市范围内, 每位消费者每类产品在同一项目服务平台上可享受补贴金额不超过 2000 元。各设区市可结合实际, 由业务主管部门会同财政部门在向省商务厅备案后, 合理增加补贴品类。</p>
2025/1/30	贵州省发展改革委	《贵州省 2025 年超长期特别国债支持消费品以旧换新实施方案》	<p>(六) 支持家居消费品换新</p> <p>支持范围: 个人消费者购买具有产品合格证、国标 13 位商品条码或企业商品型号的成品门 (含智能门锁)、成品窗、地板 (含地砖)、吊顶灯 (含吸顶灯)、沙发 (含智能沙发)、茶几、电视柜、餐桌、书柜、书桌、床 (含智能床)、床垫 (含智能床垫)、衣柜、橱柜、水槽、浴室柜、浴霸 (含浴室暖风机)、马桶 (含蹲便器、智能马桶、智能马桶盖) 等 18 种家居商品的, 给予补贴支持。</p> <p>补贴标准: 按交易发票金额的 15% 给予补贴。如有 1 级能效或水效标识的, 按交易发票金额的 20% 给予补贴。单笔最高补贴 2000 元, 每位消费者最多可补贴 3 笔。</p>

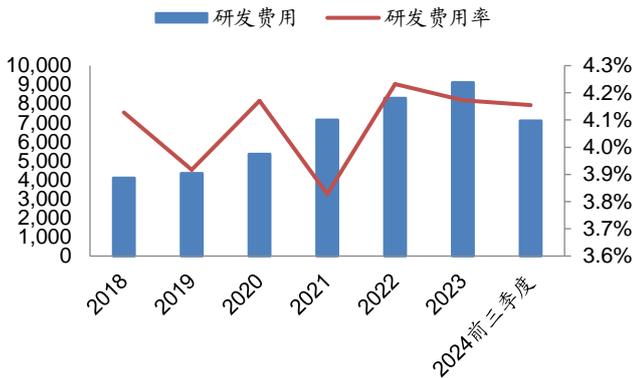
资料来源: 中华人民共和国国家发展和改革委员会, 云南省商务厅, 山西省商务厅, 浙江省商务厅, 江苏省商务厅, 安徽省商务厅, 贵州省民政厅, 华安证券研究所

3 公司: “自主品牌+代工” 双轮驱动, 未来成长可期

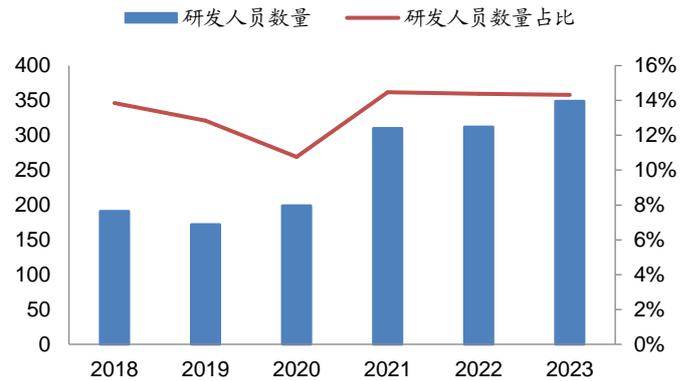
3.1 技术积累深厚，规模优势明显

重视研发投入，研发费用持续增长。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，截止 2024 年 6 月 30 日，公司及其全资子公司拥有 1905 项专利权，其中包括发明专利 158 项，具备行业领先的卫浴产品研发能力。2018-2023 年，公司研发费用从 4102.13 万元逐年增至 9114.50 万元，研发费用率稳定在 4% 左右，研发人员数量从 191 人增至 349 人，占员工数量的比例始终维持 10% 以上。公司始终注重研发体系的建设和完善，形成了强大的产品研发和设计能力。

图表 38 公司研发费用情况 (万元, %)



图表 39 公司研发人员数量及占比 (人, %)



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

技术积累深厚，提升产品性能。公司研发中心根据目标市场上产品样式、功能需求的变化趋势及客户的实际需求进行新产品的设计与研发，每年均有多项新功能的在研开发项目。公司智能坐便器产品研发设计尤其注重如下方面：用电安全，能够做到符合西方发达国家卫生间用电产品安全观；用水安全，能够做到马桶冲刷用水、人体局部冲洗用水、自来水管安全隔离，防止污染饮用水；耐用性和稳定性，以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，该技术被评为 2021 年度中国建筑卫生陶瓷行业科技创新二等奖（科技进步奖），公司通过不断的研发创新，引领行业的发展。

图表 40 公司研发投入项目

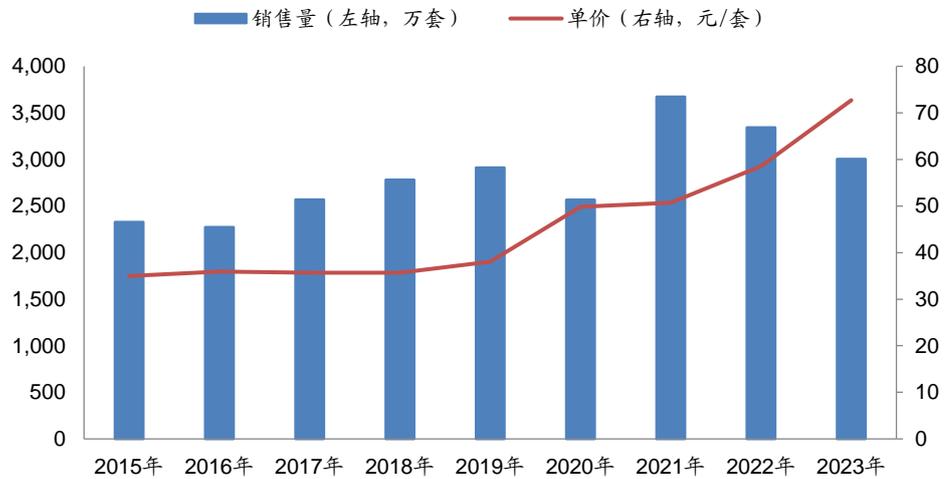
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
ZH7801 隐藏式水箱动力提升系统	提升隐藏式水箱特别是矮水箱冲水动力，进一步提升马桶冲刷性能。	量产	提升适配矮水箱时马桶冲刷性能。	提升产品性能，提升公司隐藏式水箱竞争优势和市场份额。
同层排水机架快速装配系统	优化预锁紧操作，减小对终端客户安装要求及降低终端客户安装强度，实现一人轻松安装挂墙马桶。	进入试生产阶段	提供便捷、快速的安装体验，减少人工和材料浪费，降低整个安装过程的成本，并使用户对产品和服务更加满意。	提高市场竞争力，提升品牌形象，促进产品销售，降低成本，拓展市场份额，使公司在行业内保持领先地位。
A2475 双按排水阀	研制一款 3 寸排水阀，产品满足国标、UPC、CE、WRAS、WaterMark 等标准。	量产	获得客户批量订单。	进一步完善公司马桶水件的产品系列，增强公司行业内的竞争优势。
摇摆小便斗	研制一款新颖出水方式的小	量产	摇摆出水方式，实现排量	新颖出水方式及功能提升，

	便斗配件, 实现小水量即可满足相应冲刷要求。		少、冲洗面积大, 达到节水且冲刷功能提升的目的。	有助于我司小便斗的推广和提高竞争力。
增流冲刷系统	研制一款冲刷高效系统, 产品满足国标、UPC 标准, 人造试体达到 1000g 以上, 管道内径大于 50mm。	量产	获得客户批量订单。	进一步完善公司马桶冲刷系统产品, 增强公司行业内的竞争优势。
内置安全装置挂墙一体机	降低终端用户漏装漏电保护装置可能引起的安全隐患。	量产	减少安装产品时改装线路的成本, 同时减少漏装安全装置可能引起的安全隐患。	针对复杂的安装环境, 及时优化产品使之更能适应市场需求, 有助于提升公司产品的市场竞争力。
男性小便自动冲水智能一体机	提升男性用户体验。	量产	内置雷达模块检测到男性小便后会自动执行小冲水, 使产品更智能和节水。	智能性能和体验感进一步得到提升, 有助于产品在终端市场的销售, 进一步提高公司产品的市场占有率。

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

客户关系稳定, 生产规模优势明显。公司作为国内外中高端卫浴品牌的供应商, 一直与客户维持良好、稳定的合作关系, 从而获得较为稳定的订单量以保证相关产品的规模效益, 在未来产能充足、订单数量保持增长的情况下, 规模经济的成本优势将逐步凸显。同时, 公司依托工业 4.0 制造体系建设有智能化、数字化车间, 以提高产能效率与交付速度, 高质量满足客户交期需求, 在客户交付方面具有强竞争优势。根据公司公告, 公司销售量从 2015 年的 2327.50 万套增长至 2023 年的 3004.19 万套, CAGR 为 3.2%; 销售单价从 2015 年的 34.97 元/套增长至 2023 年的 72.71 元/套, CAGR 为 9.6%。

图表 41 2015-2023 年公司整体销售量和销售单价



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

调整募投资金使用计划, 重点发展智能卫浴产品。公司 2020 年调整募投资金使用计划, 原募投项目“阳明路卫浴配件生产基地改扩建项目”变更为“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目”, 截至 2023 年该项目已实施完毕, 并已达到预定可使用状态。在卫浴市场发展趋势和卫浴行业变化格局下, 公司此次调整募投资金使用计划, 一方面是为了避免卫浴配件产能过于冗余而导致效益下滑, 慎重推进项目建设; 另一方面, 公司通过在境外投资设立子公司进一步试图拓展海外市场, 并在境内设立子公司拟重点发展智能卫浴产品, 通过适时调整产品布局等方式探索产品多元化。

图表 42 募集资金产能建设情况

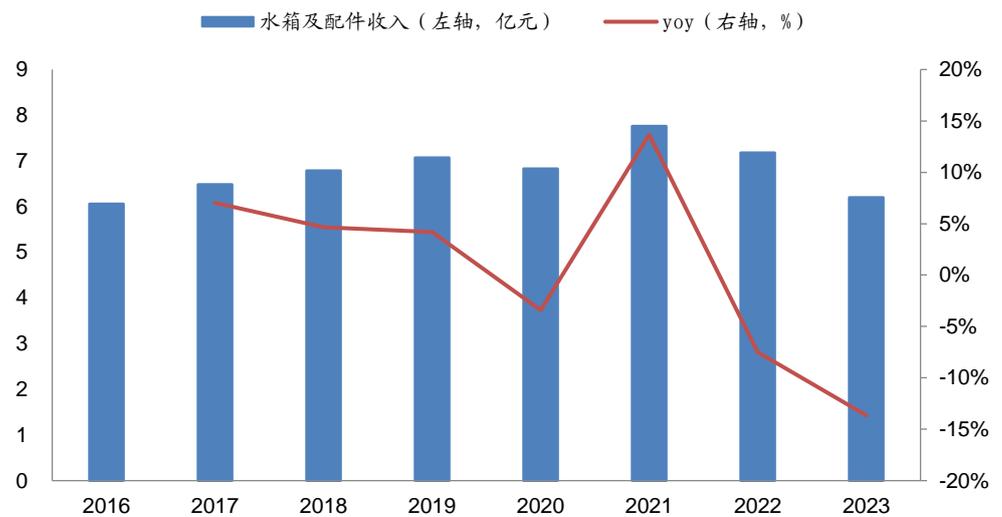
承诺投资项目资金流向	是否已变更项目(含部分变更)	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额(1)	本报告期投入金额	截至期末累计投入金额(2)	截至期末投资进度(3)=(2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期	本报告期实现的效益	是否达到预计效益	项目可行性是否发生重大变化
新建年产1,120万套卫浴配件生产基地项目	否	32,698.33	32,698.33	-	32,847.8	100.46%	2017年07月01日	3,876.76	是	否
阳明路卫浴配件生产基地改扩建项目	是	28,855.52	2,816.97	-	2,816.97	100.00%	-	-	不适用	是
年产120万套智能卫浴产品生产基地建设	否		26,038.55	1,569.46	12,063.76	46.33%	2023年05月31日	5,419.02	是	否
承诺投资项目小计	-	61,553.85	61,553.85	61,553.85	61,553.85	-	-	9,295.78	-	-

资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

3.2 代工客户合作关系稳定，积极拓展海外市场

成立初期以代工业务为主，冲水组件市场占有率领先。公司成立早期主要生产节水型冲水组件等卫浴核心配件，是行业领先的节水型冲水组件制造企业，公司节水型冲水组件等产品进入全球顶级卫浴品牌商的配套体系，为众多国际、国内知名卫浴品牌商提供产品配套服务。截至 2022 年，公司在国内冲水组件市场占有率排名估量位居第一名，在全球冲水组件市场占有率排名估量位居前三名。公司水箱及配件收入由 2016 年的 6.06 亿元增加至 2023 年的 6.20 亿元，CAGR 为 2.87%。

图表 43 2018-2023 年公司水箱及配件收入及 yoy



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所（2016-2019 年数据由水箱以及冲水组件收入相加所得）

产品认证体系完备，构建竞争优势。公司产品获得了美国 cUPC、EGS、FCC、EPA、Mass、DOE、CEC、MAP、NSF 等认证，中国 CQC 认证、水效认证，澳大利亚 WaterMark、WELS、RCM 认证，英国 WRAS 认证，欧盟 CE 认证，法国 NF 认证，印度 UPCI 认证，香港 WSD 认证，新加坡 PSB 认证，沙特阿拉伯 Saber、WEL 认证，墨西哥 NOM 认证等诸多国家或地区的权威机构认证。公司所获权威机构的产品认证，既有作为产品进入当地市场前提条件的强制性认证，也有为取得市场消费者认可或作为证明产品性能优越的自愿性认证。公司不仅在取得这些认证时，需要经历初检、复检、实验室测试、评估等多项环节，还需在日常生产过程中，依照初次申请认证时的审核体系要求对产品及产品各零部件进行严格的质量控制；同时，认证机构每年会对公司进行 1-4 次年度审核。目前在产品认证方面，公司在同行业中处于领先地位，这使得公司的产品在国际市场上具有较大竞争优势。

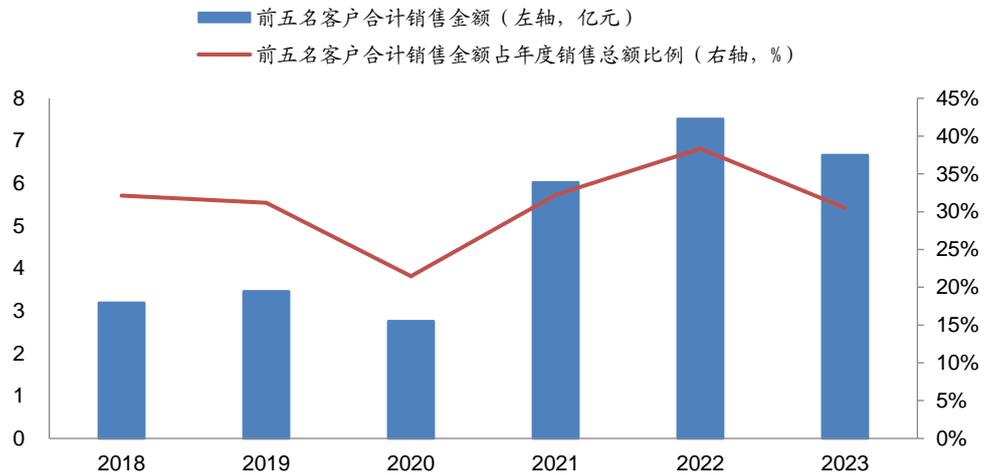
图表 44 公司通过的部分认证项目情况

认证名称	认证地区	认证内容
节水认证	中国	节水产品认证是一种产品质量认证。它是指依据产品标准和相应的技术要求，经认证机构确认并颁发认证证书和认证标志来证明某一产品符合相应标准和技术要求的活动。目前我国的节水产品认证采用自愿性原则。
UPC&cUPC 认证	美国 & 加拿大	UPC 是美国国际管道暖通机械认证协会 (IAPMO) 的认证标志，美国 IAPMO R&T 是在美国专门从事产品认证的权威机构，其服务范围主要是工程建筑的给排水管件、户内通风设备、厨用器材、卫生间的卫浴洁具等产品。这类产品的认证，除采用美国 UPC 统一管道规范、ASME、ASSE、ASTM 等美国标准外，也可针对加拿大市场需求，根据 CSA 标准进行认证，获得 IAPMO R&T 的认证，即：cUPC 认证，对产品在北美市场的行销是极为重要的，是产品进入国际市场的金钥匙。
CSA 认证	加拿大	CSA 是加拿大标准协会 (Canadian Standards Association) 的简称，它成立于 1919 年，是加拿大首家专为制定工业标准的非盈利性机构。在北美市场上销售的电子、电器等产品都需要取得安全方面的认证。目前 CSA 是加拿大最大的安全认证机构，也是世界上最著名的安全认证机构之一。它能对机械、建材、电器、电脑设备、办公设备、环保、医疗防火安全、运动及娱乐等方面的所有类型的产品提供安全认证。
WATERMARK 认证	澳大利亚	watermark 是澳大利亚标准局 (Standards Australia Limited) 的认证标志，认证的产品包括水龙头、各种水阀、水管、水箱配件、花洒、浴缸、管接头等供水、排污类产品。澳洲所有为管道和排水用途而设计的产品必须符合当地水管工程管理部门要求。
WRAS 认证	英国	WRAS(Water Research Advisory Scheme)认证是指水务法规咨询计划，RAS 由英国 WRc-NSF 管理和颁发的英国饮用水安全方面的认证。水务法规咨询计划是英国水工业的认证计划，计划的主要目标是避免水的浪费、误用、滥用、不当的消费、不精确度量或污染物。此项认证是通往英国市场的必须许可。
PSB 认证	新加坡	PSB 之安全标志证书是由新加坡安全主管当局「新加坡产品标准局」所核发。工商局在 1991 年 6 月 1 日消费者保护 (安全要求) 条例 1991 中公布，消费品 (公告的例管货物) 必须符合安全标准要求规格和普遍性安全的保护。例管电气产品需强制申请 PSB 认证，产品于取得 PSB 之后，方可进入新加坡销售。
CE 认证	欧盟	CE 认证是一种强制性认证，不论是欧盟内部企业生产的产品，还是其他国家生产的产品，要想在欧盟市场上自由流通，就必须加贴“CE”标志，以表明产品符合欧盟《技术协调与标准化新方法》指令的基本要求。
ISO9001 质量管理体系认证	全球	ISO9001 认证是 ISO9000 族标准所包括的一组质量管理体系核心标准之一，是指“由 ISO/TC176 (国际标准化组织质量管理和技术委员会) 制定的国际标准”。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

产品品质卓越，客户关系稳定。节水型冲水组件是便器类卫生洁具的核心配件，其品质的可靠性与质量的稳定性成为知名卫浴品牌商对配套产品最为关注的重点，因此，对配套产品供应商的选择有严格的验厂程序与较长时间的产品测试周期，冲水组件配套供应商必须通过多项环节的检验测试后方可进入知名卫浴品牌商的配套体系。公司在产品品质、质量管理和控制体系、产品认证、研发能力、生产管理、交货周期、社会责任等方面通过客户的考察验厂后确定合作，这种合作关系一旦形成，将在较长时期内保持稳定。公司产品远销南美、东南亚、北美、欧洲等 80 多个国家和地区，公司的主要客户如 ROCA、INAX、KOHLER、American Standard、箭牌、惠达、航标等卫生陶瓷生产企业，都是全球高端、国内知名的卫浴品牌商，这些客户最注重的是配套产品品质的可靠性与产品质量的稳定性。此外，公司通过经销商 SANIPRO ENTERPRISE 为 INAX、ROCA、American-Standard、KOHLER 等国际高端卫浴品牌商的亚洲区域工厂销售产品。根据公司公告，2018 年以来，公司历年前五大客户销售收入占比超过 20%，公司前五大客户的销售收入由 2018 年的 3.19 亿元增加至 2023 年的 6.66 亿元，CAGR 为 15.9%。

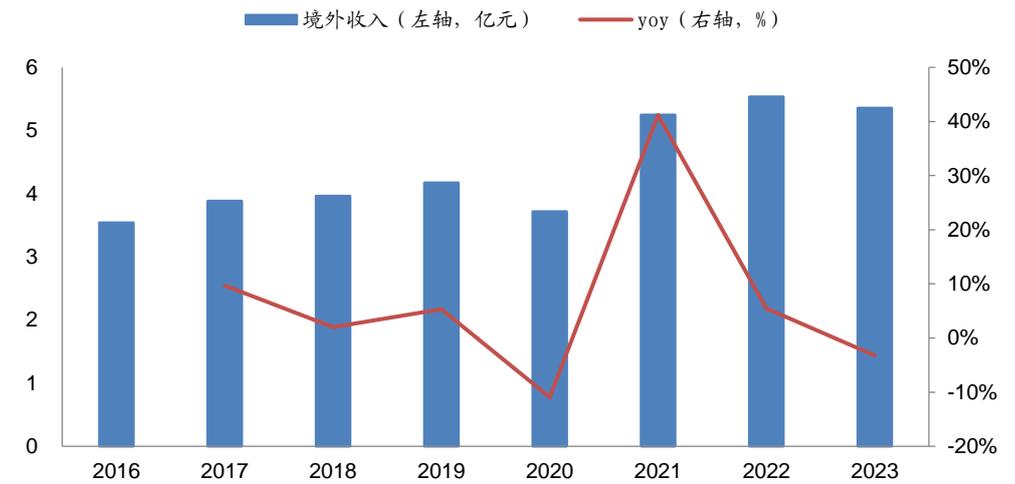
图表 45 2018-2023 年公司前五名客户合计销售金额及占年度销售总额比例



资料来源：公司历年年报，华安证券研究所

积极开拓海外市场，拥抱出海趋势。对于公司以冲水组件为核心的卫浴冲水系统业务板块及同层排水系统产品，境外出口销售额在营业总收入中占相当比例，同时销售给境内陶瓷卫浴厂商，进行产品配套后，亦有部分出口境外。此外，公司也在积极开拓智能坐便器的海外市场。公司境外收入由 2016 年的 3.54 亿元增加至 2023 年的 5.36 亿元，CAGR 为 7.73%。展望未来，随着行业外销需求持续向好，公司下游客户的品牌集中度持续加强，知名卫浴品牌商的市场地位进一步巩固，水件代工客户和智能马桶业务的协同发展，有望带动公司海外代工业务规模增长。

图表 46 2016-2023 年公司境外收入及 yoy

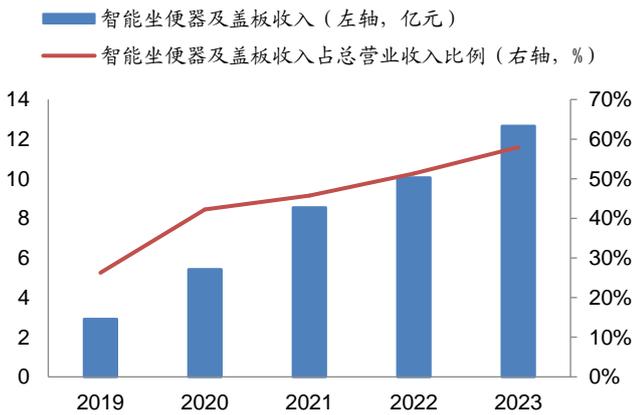


资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

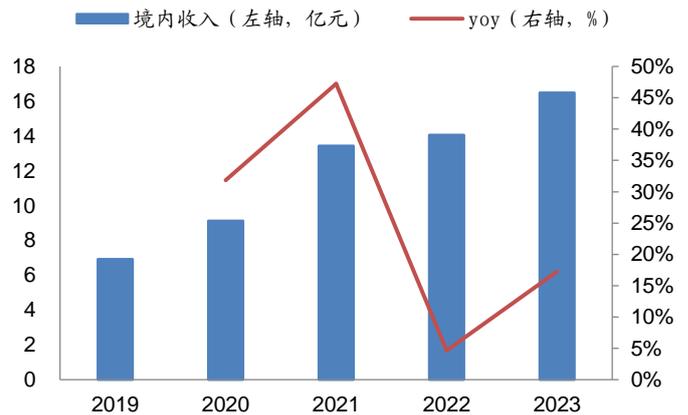
3.3 大力发展自主品牌, 未来成长可期

大力发展自主品牌, 智能座便器及盖板业务收入持续提升。公司自 2021 年推出自主品牌“R&T”品牌的智能马桶和智能盖板后, 智能座便器及盖板业务营业收入从 2019 年的 2.92 亿元增长至 2023 年的 12.66 亿元, CAGR 为 44.35%, 占总收入的比例持续提升, 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, 公司境内业务收入由 2019 年的 6.92 亿元增长至 2023 年的 16.49 亿元, CAGR 为 24.24%; 其业务占比也随之提升, 2023 年公司境内业务占比达到 75.48%。

图表 47 2019-2023 公司智能坐便器及盖板收入及占总营收比例 | 图表 48 2019-2023 公司境内收入及 yoy



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

公司产品兼顾质量、功能的稳定性以及性价比。公司以消费者需求为导向, 以提升消费者体验感为主旨, 根据目标市场上产品样式、功能需求的变化趋势进行新产品的设计与研发, 且在每个价格带上都有产品覆盖, 推出的产品具有质量、功能的稳定性以及性价比方面的优势, 满足了不同消费者的多样化需求。以 2023 年上半年为例, 公司增加了在 2000 元以下价格带的轻智能系列, 这个价格带的新品包

括 A1、S1、S1P、M2 等；此外，还推出了以较高性价比的 F3 型号的产品，定价不超过 3000 元，该款也是 618 期间的热卖产品；高端价格带的 UX 系列，截止目前推出了包括 UX5、UX6、UX7、UX8 在内型号的产品；以及定价高于 UX 系列的 A60 型号的智能马桶。

图表 49 公司智能马桶功能对比表

型号	智能奢选				大师款	尊享旗舰	时尚轻奢		
	UX80	UX8	UX70	UX6	A60M	A6Pro	F30Max	FD3	
价格	5999	4999	4699	3399	5499	3499	3598	3298	
自带水箱	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
智能显示	单温度	智能灯显			单温度				
泡沫盾	高效	内置	高效	内置	内置	高效	高效	内置	
自动调温	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
除臭方式	天光触媒				水除臭	天光触媒	天光触媒		
冲刷方式	双段净冲 (带轻音冲)	双段净冲			E-shion 轻音净冲		双段净冲 (带轻音冲)	双段净冲	
外观描述	控制方式	旋钮+遥控			按键+遥控	旋钮+遥控	按键+遥控	旋钮+遥控	
	外观形状	U 型	U 型	U 型	U 型	U 型	U 型	V 型	V 型
开盖方式	自动翻盖	✓	✓	✓	✓	✓			
	脚感翻盖/ 翻圈	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	离坐关盖 冲水	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	离坐自动 关盖	时间可调	时间可调	时间可调	✓	时间可调	✓	✓	
清洗功能	童洗模式	✓	✓	✓	✓	✓			
	冷热交替 洗	✓	✓	✓	✓	✓			
	脉冲清洗	✓				✓			
	弧形喷杆	ABS	ABS	ABS	ABS	不锈钢	ABS	ABS	
	宽幅妇洗			✓				✓	
进阶功能	CIAA 抗 菌釉面	✓						✓	
	UVC 动态 水路杀菌	可视化		✓				可视化	
	等离子杀 菌	✓	✓	✓		✓	✓		
	男士自动 冲	✓		✓					
	男士小便 开圈自动 出泡	✓							
	双用户模 式					主机		✓	
	蓝牙控制	健康活力 洗							
环保	水效等级	一级水效			二级水效				

资料来源：瑞尔特 (R&T) 卫浴京东自营旗舰店，华安证券研究所

图表 50 京东热门一体机产品功能对比

企业性质	外资		内资			
品牌	科勒	TOTO	瑞尔特	九牧	恒洁	箭牌
京东热销产品型号	K-28529T-0	CW887+3M4 60	UX70-400	S770P	H31Pro	AKE1135
京东到手价	¥6499	¥6246.65	¥3347.30	¥3599	¥3348.15	¥3419

清洗	臀部冲洗	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	女性冲洗	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	儿童清洗	X	X	✓	X	X	X
	水温调节	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	按摩清洗	✓	✓	X	✓	✓	✓
	移动冲洗	✓	✓	✓	✓	✓	✓
舒适	座圈保温	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	感应翻盖	✓	X	✓	✓	✓	✓
	离座冲水	X	X	✓	✓	✓	✓
	暖风烘干	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	自动除臭	✓	✓	✓	✓	✓	✓
卫生	喷嘴自洁	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	抗菌材料	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	UV 除菌	✓	X	✓	X	X	✓

资料来源：京东，华安证券研究所（价格取截至 2025/2/07）

公司自主品牌渠道主要分为线上、线下两个主渠道。线上以抖音、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，2024 年公司在抖音平台增加直播账号并开展工厂直播，同时持续在其他新媒体渠道比如小红书、快手上投流、种草。在抖音、京东、天猫等电商平台，公司智能马桶等产品的销量持续攀升。在抖音电商平台，公司一举拿下 2024 年上半年抖音智能马桶品类销售额第一；天猫平台上，公司凭借过硬的品牌综合实力以及在天猫渠道优异的零售表现，斩获“战略成长品牌”大奖，成为成长最快的品牌之一；公司京东线上渠道在 3 年间实现近 20 倍增长，2023 年年复合增长率达到 97.7%，成交额和增速均为行业第一，并在京东 618 期间成为京东建材品牌潜力榜 TOP1，成交额和增速均为行业第一。

图表 51 R&T 瑞尔特 2024 年上半年抖音平台市场地位认证书 图表 52 2023 年京东 618 建材品牌潜力榜



资料来源：瑞尔特卫浴科技网站，华安证券研究所

资料来源：瑞尔特卫浴科技网站，华安证券研究所

线下销售模式主要有经销商以及工程端两个渠道。在经销商渠道方面，公司对经销商合作资质考察，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，2023 年铺设的经销网点达 500 家，主要集中在沿海和中部地区。在工程渠道方面，公司在严格控制回款期限风险的前提下，积极拓展建筑开发商、装修商等的相关项目。对经销商的淘汰机制衡量标准包括以每

月的提货量、以及考察其门店专卖区的装修风格和遵守公司经销政策为主。近两年，瑞尔特全力拥抱京东线上线下渠道融合变革，与京东家电一同不断开拓品牌线下体验店。公司已经进驻全国各大城市京东 MALL、京东电器城市旗舰店、京东五星电器店，并在 2024 年 9 月京东·家装建材秋季商家大会上斩获“最佳渠道开拓奖”，并在双 11 一举成为京东超体五星线下渠道成交额 TOP 品牌。

图表 53 R&T 瑞尔特重庆京东 MALL 线下体验店



资料来源：瑞尔特卫浴科技公众号，华安证券研究所

图表 54 京东超体五星线下渠道成交额 TOP 品牌



资料来源：水暖阀门网，华安证券研究所

公司通过更多创意内容传递品牌价值，与用户建立情感共鸣。2024 年 3 月，公司官宣品牌代言人李雪琴，提出“懂智能马桶，才选瑞尔特”的品牌新主张，实力霸屏全国 56 城，通过与用户的深度互动与沟通，以高科技、高品质产品成功破圈，把“懂冲刷”、“懂安全”、“懂杀菌”的“懂行者”形象抢占行业 and 用户心智。2024 年 12 月 27 日，R&T 瑞尔特正式上线发布了首部品牌定制短剧《等一下，我懂了》，成为中国卫浴行业首家进军定制短剧赛道的品牌。公司通过品牌定制短剧《等一下，我懂了》的创新尝试，超越了传统的产品技术展示，以用户喜闻乐见的方式深刻传达了品牌理念，以前瞻性的视野和无限创意，颠覆了行业传统内容营销模式，实现品牌出圈。

图表 55 公司代言人李雪琴广告



资料来源：瑞尔特卫浴科技网站，华安证券研究所

图表 56 《等一下，我懂了》短剧



资料来源：瑞尔特卫浴科技网站，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

(1) **水箱及配件**: 公司是行业领先的节水型冲水组件制造企业, 产品品质卓越, 客户关系稳定, 随着全球消费需求回暖, 水箱及配件业务有望稳定发展。我们预计 2024-2026 年公司水箱及配件业务收入同比增速分别为-9%/5%/5%。

(2) **智能坐便器及盖板**: 公司积极推进智能坐便器自主品牌建设, 推出的产品具有质量、功能的稳定性以及性价比方面的优势, 线上线下渠道积极发展, 随着智能坐便器渗透率提升和公司市占率提升, 智能坐便器及盖板业务有望高增长。我们预计 2024-2026 年公司智能坐便器及盖板业务收入同比增速分别为 18%/20%/15%。

(3) **同层排水产品**: 欧美壁挂式马桶补库需求叠加全球消费需求回暖, 我们预计 2024-2026 年公司同层排水产品业务收入同比增速分别为-20%/5%/5%。

图表 57 公司分业务收入预测 (万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能座便器及盖板	100,572.60	126,618.42	149,930.01	179,916.01	206,903.41
yoy	18%	26%	18%	20%	15%
水箱及配件	71,793.81	61,994.14	56,414.67	59,235.40	62,197.17
yoy	-7%	-14%	-9%	5%	5%
同层排水系统产品	17,804.19	20,959.08	16,767.26	17,605.63	18,485.91
yoy	3%	18%	-20%	5%	5%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

我们看好公司“自主品牌+代工”双轮驱动发展, 未来成长可期。一方面, 公司是行业领先的节水型冲水组件制造企业, 产品品质卓越, 客户关系稳定, 代工业务稳定发展。另一方面, 公司自 2021 年起大力发展智能坐便器自主品牌“瑞尔特”, 推出的产品具有质量、功能的稳定性以及性价比方面的优势, 随着智能坐便器渗透率提升和公司市占率提升, 智能坐便器及盖板业务有望高增长。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 23.64/27.27/30.59 亿元, 分别同比增长 8.2%/15.4%/12.2%, 归母净利润分别为 1.88/2.29/2.67 亿元, 分别同比增长-13.8%/21.8%/16.3%。截至 2025 年 3 月 5 日, EPS 分别为 0.45/0.55/0.64 元, 对应 PE 分别为 17.19/14.12/12.13 倍。

图表 58 盈利预测和估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2184	2364	2727	3059
收入同比 (%)	11.5%	8.2%	15.4%	12.2%
归属母公司净利润 (百万元)	219	188	229	267
净利润同比 (%)	3.6%	-13.8%	21.8%	16.3%
毛利率 (%)	29.5%	29.5%	29.6%	29.7%
ROE (%)	10.5%	8.4%	9.3%	9.9%
每股收益 (元)	0.53	0.45	0.55	0.64
P/E	19.70	17.19	14.12	12.13
P/B	2.10	1.44	1.32	1.20
EV/EBITDA	11.91	7.79	6.05	4.69

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (截至 2025 年 3 月 5 日)

按照申万三级行业分类, 公司所属行业分类为“轻工制造—家居用品—卫浴制品”, 我们选取申万三级行业分类卫浴制品的所有上市公司作为可比公司, 采用 P/E 估值法对其进行估值。采用 2025 年 3 月 5 日收盘价, 根据 Wind 一致预期, 卫浴制品公司的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 26.45/27.61/17.22 倍,

瑞尔特的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 17.19/17.19/14.12 倍，瑞尔特的 PE (TTM) 和 PE (2024E) 低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 59 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
851439.SI	轻工制造—家居用品—卫浴制品 (申万)	26.45	27.61	17.22
002790.SZ	瑞尔特	17.19	17.19	14.12

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 3 月 5 日）

5 风险提示

(1) 宏观环境变化及下游需求变化的风险。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，当地卫生陶瓷生产企业经营状况恶化、贸易政策发生重大变化以及全球产业链减少对中国的依赖等，很可能导致公司在这些国家或地区的客户对卫浴产品的需求下降，从而可能造成公司所处行业的出口增速下降，进而对公司主要产品的出口造成不利影响。而对于国内而言，近年来，为了促进房地产市场平稳健康发展，国家出台了一系列的调控措施，个别房地产企业出现流动性问题。在房地产行业受调控的大环境下，且 2023 年度公司在国内市场销售收入占主营业务收入的比例达 75.4%，因此，房地产、装饰装修等行业需求变化仍会导致公司未来业绩增长的不确定。

(2) 市场竞争加剧的风险。目前卫浴行业特别是智能卫浴产品行业集中度较低，市场竞争剧烈。卫浴产品节能减排、安全健康的国家标准、政策在持续推出，以及消费者对于卫浴产品的消费理念也在发生变化，这就意味着在未来市场竞争中，若公司无法及时把握卫浴业的发展趋势并做出相适配的举措，例如加大对新产品的研发创新力度并注重品牌建设、渠道布局等，公司将面临越来越大的市场竞争风险。

(3) 原材料价格波动的风险。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，属于石油化工行业与煤化工行业的副产品。因此，公司的主要原材料工程塑料的市场价格一方面会受市场供需状况因素影响，另一方面会受到石油、煤炭、天然气等价格波动影响，而工程塑料的市场价格波动会造成公司采购成本的变化。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。

(4) 汇率波动的风险。2023 年度，公司出口业务收入为 53,566.9 万元，但随着公司海外市场销售规模的逐渐扩大，出口收入可能进一步增加，公司产品出口以美元作为主要结算货币。近年来，人民币对美元汇率波动较大，汇率的波动在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。

(5) 企业所得税优惠的风险。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。

(6) 管理的风险。如果公司管理层的业务水平、管理能力以及风险意识不能

适应公司规模迅速扩张的需要，公司各级管理人员不能对每个关键控制点进行有效控制，公司的组织模式和管理制度未能随着公司规模的扩大而及时调整与完善，这都可能会为公司的生产经营带来潜在的管理风险，进而降低公司的运营效率，削弱公司的市场竞争力。

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。