

瑞尔特 (002790.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩仍承压，期待自主品牌重拾增长

业绩简评

4 月 24 日公司发布 25 年一季报，25Q1 公司实现营收 4.1 亿元，同比-21.2%，归母净利为 0.2 亿元，同比-63.3%，扣非归母净利为 0.2 亿元，同比-67.0%。

经营分析

各地国补落地节奏不一叠加外需走弱致使 25Q1 收入承压：分业务来看，国内代工业务预计由于行业整体需求偏弱叠加客户自产比例提升，其 25Q1 收入下降较为明显。国内自主品牌业务方面，预计一方面由于 25Q1 各地国补落地时间多数在 3 月才开启，另一方面，根据奥维云网统计，24 年智能马桶主销价格段 2000 元以下产品销售额占比提升至 24.4%，行业低价竞争态势仍旧激烈，整体使得公司 25Q1 自主品牌业务存在较大压力，预计该业务收入双位数下降。而根据久谦统计，随着国补陆续重启，25 年 3 月智能马桶三大电商平台整体销售额已实现较优增长，同比增长 20.0%，预计 Q2 自主品牌业务有望开始改善。此外，海外代工业务预计由于外需相对偏弱叠加贸易政策扰动，25Q1 预计整体表现相对平稳。

销售费率提升显著，主动让利使毛利率小幅下降：25Q1 公司毛利率同比-5.6pct 至 24.7%，预计主因一方面行业竞争加剧，自主品牌低端价位段产品销售占比提升，另一方面在整体收入承压下，规模效应减弱。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.7/+0.8/+1.2/-0.3pct 至 11.0%/5.2%/5.5%/-1.1%。

国内需求有望企稳，自主品牌重拾增长可期，海外业务期待贸易摩擦缓和：目前国补陆续开启，3 月起智能马桶电商平台销售已开始改善，叠加地产销售也正逐步企稳，整体国内卫浴需求有望迎来企稳。此外，国家将于 2025 年 7 月 1 日正式对电子坐便器实施 CCC 强制性认证，公司作为电子坐便器 CCC 认证首批获证企业，后续有望进一步受益于行业格局优化。公司依托自身多品类、多渠道拓展及受益于行业格局优化，自主品牌业务有望重拾增长。海外业务方面，目前公司虽存在对美出口业务，但公司正积极应对并且近期贸易摩擦存缓和迹象，该业务影响相对可控。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 0.49/0.55/0.62 元，当前股价对应 PE 为 15/13/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨；自主品牌推广不畅；人民币汇率大幅波动。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

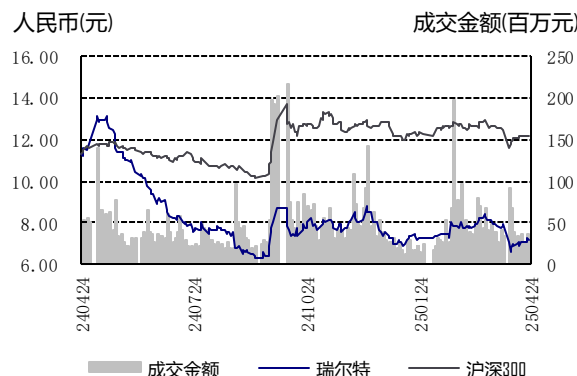
yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.18 元

相关报告：

1.《瑞尔特公司点评：短期业绩承压，期待行业加速洗牌》，2024.10.29

2.《瑞尔特公司点评：Q1 业绩表现较优，自主品牌全渠道发力可期》，2024.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,184	2,358	2,598	2,901	3,249
营业收入增长率	11.47%	7.96%	10.15%	11.70%	11.97%
归母净利润(百万元)	219	181	204	231	261
归母净利润增长率	3.62%	-17.17%	12.82%	13.00%	12.98%
摊薄每股收益(元)	0.523	0.433	0.489	0.552	0.624
每股经营性现金流净额	1.04	0.64	0.32	0.83	1.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.51%	8.50%	9.07%	9.66%	10.24%
P/E	19.96	16.85	14.69	13.00	11.50
P/B	2.10	1.43	1.33	1.26	1.18

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,960	2,184	2,358	2,598	2,901	3,249
增长率		11.5%	8.0%	10.1%	11.7%	12.0%
主营业务成本	-1,473	-1,539	-1,713	-1,844	-2,049	-2,280
%销售收入	75.2%	70.5%	72.7%	71.0%	70.6%	70.2%
毛利	486	645	645	753	852	968
%销售收入	24.8%	29.5%	27.3%	29.0%	29.4%	29.8%
营业税金及附加	-14	-16	-18	-21	-23	-28
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
销售费用	-123	-238	-280	-312	-348	-390
%销售收入	6.3%	10.9%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	-94	-101	-100	-119	-133	-156
%销售收入	4.8%	4.6%	4.3%	4.6%	4.6%	4.8%
研发费用	-83	-91	-108	-104	-116	-130
%销售收入	4.2%	4.2%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	172	199	139	197	231	265
%销售收入	8.8%	9.1%	5.9%	7.6%	8.0%	8.2%
财务费用	45	21	23	24	16	19
%销售收入	-2.3%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-7	-4	-4	-7	-1	-1
公允价值变动收益	2	2	1	0	0	0
投资收益	4	10	14	5	5	5
%税前利润	1.9%	3.9%	7.1%	2.1%	1.9%	1.7%
营业利润	236	249	204	233	264	298
营业利润率	12.0%	11.4%	8.6%	9.0%	9.1%	9.2%
营业外收支	-4	-3	-6	0	0	0
税前利润	232	246	198	233	264	298
利润率	11.8%	11.3%	8.4%	9.0%	9.1%	9.2%
所得税	-24	-31	-18	-29	-33	-37
所得税率	10.2%	12.5%	9.2%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	208	215	180	204	231	261
少数股东损益	-3	-3	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	211	219	181	204	231	261
净利率	10.8%	10.0%	7.7%	7.9%	8.0%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	208	215	180	204	231	261
少数股东损益	-3	-3	-1	0	0	0
非现金支出	105	111	116	122	146	181
非经营收益	-33	-5	-16	19	-3	-3
营运资金变动	84	115	-11	-210	-29	25
经营活动现金净流	363	436	269	135	345	464
资本开支	-111	-138	-77	-167	-183	-203
投资	-150	-177	-46	297	0	0
其他	1	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	-260	-316	-123	135	-178	-198
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	25	0	0	-26	1	1
其他	-72	-93	-133	-82	-93	-105
筹资活动现金净流	-47	-93	-133	-108	-92	-104
现金净流量	99	33	17	162	75	162

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	554	588	603	763	837	998
应收款项	544	491	517	630	640	628
存货	303	369	318	366	396	429
其他流动资产	428	621	402	396	402	406
流动资产	1,829	2,069	1,841	2,156	2,276	2,460
%总资产	75.3%	76.8%	67.1%	77.2%	77.1%	77.9%
长期投资	3	1	298	1	1	1
固定资产	515	505	490	548	586	609
%总资产	21.2%	18.7%	17.8%	19.6%	19.9%	19.3%
无形资产	32	69	68	71	72	73
非流动资产	601	625	903	638	676	699
%总资产	24.7%	23.2%	32.9%	22.8%	22.9%	22.1%
资产总计	2,430	2,694	2,744	2,794	2,952	3,160
短期借款	6	6	36	7	8	9
应付款项	262	289	271	297	299	330
其他流动负债	142	226	233	168	183	202
流动负债	410	522	540	472	491	541
长期贷款	25	25	0	0	0	0
其他长期负债	69	78	76	71	72	73
负债	503	625	615	543	562	614
普通股股东权益	1,935	2,080	2,129	2,252	2,391	2,547
其中：股本	418	418	418	418	418	418
未分配利润	905	1,027	1,075	1,197	1,336	1,492
少数股东权益	-8	-11	-1	-1	-1	-1
负债股东权益合计	2,430	2,694	2,744	2,794	2,952	3,160

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.505	0.523	0.433	0.489	0.552	0.624
每股净资产	4.628	4.978	5.096	5.389	5.721	6.095
每股经营现金净流	0.869	1.044	0.643	0.323	0.825	1.110
每股股利	0.200	0.250	0.200	0.196	0.221	0.250
回报率						
净资产收益率	10.90%	10.51%	8.50%	9.07%	9.66%	10.24%
总资产收益率	8.68%	8.11%	6.60%	7.31%	7.82%	8.25%
投入资本收益率	7.72%	8.12%	5.71%	7.49%	8.27%	8.90%
增长率						
主营业务收入增长率	4.89%	11.47%	7.96%	10.15%	11.70%	11.97%
EBIT 增长率	17.80%	15.88%	-30.34%	42.14%	17.21%	14.61%
净利润增长率	51.36%	3.62%	-17.17%	12.82%	13.00%	12.98%
总资产增长率	8.54%	10.86%	1.84%	1.84%	5.64%	7.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.5	61.3	54.3	62.0	54.0	44.0
存货周转天数	73.2	79.7	73.2	74.0	72.0	70.0
应付账款周转天数	61.4	63.2	57.7	55.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	95.6	83.4	74.6	73.1	67.7	61.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.02%	-55.50%	-43.42%	-49.43%	-49.61%	-52.86%
EBIT 利息保障倍数	-3.8	-9.4	-6.1	-8.3	-14.2	-14.1
资产负债率	20.71%	23.20%	22.43%	19.45%	19.05%	19.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	3	6	17
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-21	买入	10.56	14.60~14.60
2	2023-08-24	买入	10.51	N/A
3	2023-10-24	买入	11.45	N/A
4	2024-04-26	买入	11.59	N/A
5	2024-10-29	买入	8.24	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806