

瑞尔特 (002790)

证券研究报告
2025年04月26日

多重因素致业绩短期承压

公司发布年报及一季报

25Q1 营收 4 亿同减 21%，归母净利 0.21 亿同减 63%，扣非后净利 0.18 亿同减 67%，主要系贸易政策变动和各地促消费政策落地节奏不一，导致订单减少，业绩短期承压。

24Q4 营收 6 亿同增 2%，归母净利 0.6 亿同增 28%，扣非后归母 0.5 亿同增 26%；24A 营收 24 亿同增 8%，归母 1.8 亿同减 17%，扣非后归母 1.6 亿同减 20%。

2024 年分产品看，水箱及配件营收 6 亿占总 27%，同增 3%；智能坐便器及盖板营收 14 亿占总 61%，同增 13%。同层排水营收 1.8 亿占总 8%，同减 14%。

分地区看，境内营收 17 亿占总 71%，同增 2%，境外 6.7 亿占总 29%，同增 26%。

2024 年公司毛利率 27.4%同减 1.4pct；其中水箱及配件毛利率 26.5%，同增 0.7pct；智能盖板及坐便器毛利率 26.6%，同减 2pct。

此外，24 年公司研发费用（研发费用 10793 万同增 18.42%，系智能卫浴产品更新迭代需求强烈以及市场竞争加剧）和销售费用（销售费用 28027 万同增 27%，系为开拓市场，提升智能卫浴产品的市场份额，市场推广费用投入增加所致）的加大投入，虽然当下对净利润产生一定影响，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。

2025 年力争实现卫浴冲水产品、智能卫浴产品等市占提升

1、深耕国内智能化卫浴市场并不断开拓国际市场，丰富智能卫浴空间产品矩阵，立足瑞尔特智能坐便器等优势产品，扩大差异化竞争优势，寻求市场渠道多样化，构建科学的销售管理体系，为产品销售提供保障。

2、坚持以“技术驱动”为发展动力，加强技术研发投入，推动产品创新设计和完善制造工艺等方式，持续为客户提供优质的产品，通过科技引领，构筑安全、健康、有爱的卫浴空间，从而增强客户粘性。

3、推动数字化转型，强化数字化基础平台，致力于实现生产、销售、服务全链路数字化，同时加强人工智能在工作中的应用，提升决策效率，助力降本增效和高质量发展。

4、推进搭建完善售后服务体系，通过加强技术支持及培训、优化快速响应机制并迅速响应客户不同场景需求，确保为客户提供优质、温暖的售后服务，提升在售后服务方面的差异化竞争优势。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司具备以完善的产品研发体系、生产制造体系和质量控制体系为基石形成的完整的卫浴空间和家庭水系统解决方案。在卫浴冲水系统范畴，稳居国内市场份额优势地位，亦在智能坐便器等智能卫浴产品、同层排水系统产品等领域的市场竞争积累了一定的比较竞争优势。

考虑短期内公司持续加大研发及销售费用投入可能对净利产生不利影响，我们预计公司 25-27 年归母净利分别为 1.5 亿、1.9 亿以及 2.1 亿（25-26 年前值为 2.0 亿及 2.4 亿）；

EPS 分别为 0.4 元、0.5 元以及 0.5 元；

PE 分别为 20x、16x、15x。

风险提示：市场竞争激烈；销售研发费用投入过多；汇率波动风险等。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.64 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	417.87
流通 A 股股本(百万股)	260.70
A 股总市值(百万元)	2,774.67
流通 A 股市值(百万元)	1,731.03
每股净资产(元)	5.15
资产负债率(%)	18.84
一年内最高/最低(元)	13.87/6.14

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《瑞尔特-季报点评:以旧换新利好需求改善》2024-11-04
- 《瑞尔特-半年报点评:期待自有品牌盈利改善》2024-08-28
- 《瑞尔特-年报点评报告:自有品牌竞争力突出》2024-05-06

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,184.42	2,358.32	2,407.84	2,530.64	2,700.20
增长率(%)	11.47	7.96	2.10	5.10	6.70
EBITDA(百万元)	405.87	364.60	262.64	300.50	316.82
归属母公司净利润(百万元)	218.58	181.05	147.87	186.44	206.19
增长率(%)	3.62	(17.17)	(18.33)	26.08	10.59
EPS(元/股)	0.52	0.43	0.35	0.45	0.49
市盈率(P/E)	13.73	16.57	20.29	16.09	14.55
市净率(P/B)	1.44	1.41	1.35	1.27	1.19
市销率(P/S)	1.37	1.27	1.25	1.19	1.11
EV/EBITDA	7.77	4.88	6.57	4.40	4.14

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	587.77	603.43	578.70	982.02	983.71	营业收入	2,184.42	2,358.32	2,407.84	2,530.64	2,700.20
应收票据及应收账款	449.45	462.89	598.56	446.50	670.17	营业成本	1,539.31	1,713.34	1,757.73	1,822.06	1,944.14
预付账款	19.22	26.73	16.75	29.47	20.38	营业税金及附加	16.27	17.66	17.82	18.47	19.44
存货	368.80	318.12	407.57	351.88	445.59	销售费用	237.75	280.27	264.86	278.37	297.02
其他	644.20	429.47	634.61	599.30	571.50	管理费用	100.76	100.35	120.39	126.53	135.01
流动资产合计	2,069.43	1,840.63	2,236.20	2,409.17	2,691.35	研发费用	91.15	107.93	98.72	101.23	105.31
长期股权投资	1.41	1.21	1.21	1.21	1.21	财务费用	(21.28)	(22.89)	(13.00)	(17.17)	(21.63)
固定资产	499.06	481.83	385.25	288.67	192.08	资产/信用减值损失	(4.32)	(3.94)	(4.96)	(4.41)	(4.44)
在建工程	5.48	7.84	17.84	27.84	37.84	公允价值变动收益	1.69	1.38	2.00	3.00	4.00
无形资产	67.46	66.80	64.67	62.55	60.42	投资净收益	9.69	14.00	9.34	11.01	11.45
其他	51.36	345.44	149.21	181.65	225.33	其他	(35.37)	(53.30)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	624.77	903.13	618.19	561.92	516.89	营业利润	248.77	203.52	167.71	210.75	231.91
资产总计	2,694.21	2,743.76	2,854.39	2,971.09	3,208.24	营业外收入	0.06	0.02	0.03	0.03	0.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.90	5.63	4.28	4.27	4.73
应付票据及应付账款	281.01	261.14	324.25	280.44	355.51	利润总额	245.93	197.91	163.45	206.52	227.22
其他	143.40	214.85	232.24	259.26	266.80	所得税	30.72	18.29	17.41	22.29	23.24
流动负债合计	424.41	475.99	556.49	539.70	622.30	净利润	215.21	179.63	146.04	184.22	203.98
长期借款	24.60	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(3.37)	(1.43)	(1.83)	(2.22)	(2.21)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	218.58	181.05	147.87	186.44	206.19
其他	78.40	75.70	74.27	76.12	75.36	每股收益(元)	0.52	0.43	0.35	0.45	0.49
非流动负债合计	103.00	75.70	74.27	76.12	75.36	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	625.04	615.48	630.75	615.82	697.67	成长能力					
少数股东权益	(10.98)	(1.17)	(2.41)	(3.97)	(5.65)	营业收入	11.47%	7.96%	2.10%	5.10%	6.70%
股本	417.87	417.87	417.87	417.87	417.87	营业利润	5.39%	-18.19%	-17.60%	25.66%	10.04%
资本公积	457.02	445.79	445.79	445.79	445.79	归属于母公司净利润	3.62%	-17.17%	-18.33%	26.08%	10.59%
留存收益	1,204.65	1,264.52	1,364.76	1,495.74	1,653.00	获利能力					
其他	0.60	1.26	(2.38)	(0.17)	(0.43)	毛利率	29.53%	27.35%	27.00%	28.00%	28.00%
股东权益合计	2,069.17	2,128.28	2,223.64	2,355.26	2,510.57	净利率	10.01%	7.68%	6.14%	7.37%	7.64%
负债和股东权益总计	2,694.21	2,743.76	2,854.39	2,971.09	3,208.24	ROE	10.51%	8.50%	6.64%	7.90%	8.19%
						ROIC	20.97%	18.84%	16.08%	18.13%	27.69%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	23.20%	22.43%	22.10%	20.73%	21.75%
净利润	215.21	179.63	147.87	186.44	206.19	净负债率	-26.90%	-26.67%	-25.30%	-40.87%	-38.24%
折旧摊销	99.96	100.90	98.71	98.71	98.71	流动比率	3.96	3.41	4.02	4.46	4.32
财务费用	(4.61)	(2.52)	(13.00)	(17.17)	(21.63)	速动比率	3.26	2.82	3.29	3.81	3.61
投资损失	(9.69)	(14.00)	(9.34)	(11.01)	(11.45)	营运能力					
营运资金变动	198.93	(285.57)	14.54	149.58	(276.63)	应收账款周转率	4.86	5.17	4.54	4.84	4.84
其它	(63.41)	290.09	0.17	0.78	1.79	存货周转率	6.50	6.87	6.64	6.66	6.77
经营活动现金流	436.38	268.53	238.95	407.33	(3.02)	总资产周转率	0.85	0.87	0.86	0.87	0.87
资本支出	114.30	87.41	11.44	8.14	10.76	每股指标(元)					
长期投资	(1.31)	(0.20)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.52	0.43	0.35	0.45	0.49
其他	(428.68)	(210.28)	(217.72)	19.87	16.69	每股经营现金流	1.04	0.64	0.57	0.97	-0.01
投资活动现金流	(315.69)	(123.07)	(206.28)	28.01	27.45	每股净资产	4.98	5.10	5.33	5.65	6.02
债权融资	21.73	27.53	(6.70)	20.56	25.93	估值比率					
股权融资	(94.09)	(27.29)	(50.69)	(52.60)	(48.67)	市盈率	13.73	16.57	20.29	16.09	14.55
其他	(21.02)	(133.41)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	市净率	1.44	1.41	1.35	1.27	1.19
筹资活动现金流	(93.38)	(133.17)	(57.39)	(32.03)	(22.73)	EV/EBITDA	7.77	4.88	6.57	4.40	4.14
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	10.28	6.74	10.53	6.56	6.01
现金净增加额	27.31	12.29	(24.72)	403.31	1.69						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com