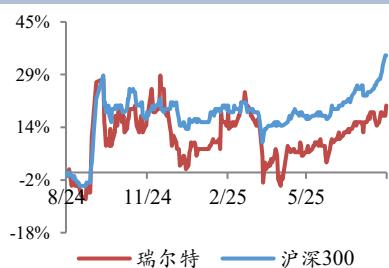


市场环境叠加行业竞争影响，25H1 业绩承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-27

收盘价 (元)	7.94
近 12 个月最高/最低 (元)	9.58/6.14
总股本 (百万股)	418
流通股本 (百万股)	261
流通股比例 (%)	62.39
总市值 (亿元)	33
流通市值 (亿元)	21

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

相关报告

1.25Q1 业绩承压，期待国补成效

2025-04-28

2.瑞尔特：深耕卫浴领域，积极布局自主品牌 2025-03-08

主要观点：
● 事件：公司发布 2025 年中报

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 9.20 亿元，同比下降 19.49%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比下降 43.20%。单季度来看，2025 年第二季度实现营业收入 5.08 亿元，同比下降 18.02%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比先下降 6.88%。由于家居卫浴行业市场仍面临较为激烈的竞争状态，且需求端与房地产行业存在一定关联性，同时各地区促消费政策执行进度不一，落地节奏滞后抑制部分需求释放，导致公司整体销售收入特别是境内营业收入未达预期。由于行业竞争加剧，产品单价略有下滑，带动毛利率下降，归母净利润下滑。

● 市场环境叠加行业竞争影响，短期内销业务收入和毛利率承压

2025H1，分产品来看，公司水箱及配件/智能坐便器及盖板收入分别为 2.63/5.31 亿元，分别同比下降 18.42%/22.72%；毛利率分别为 26.18%/24.17%，分别同比-1.30/-2.54pct。分地区看，公司境内/境外收入分别为 5.85/3.35 亿元，分别同比-27.76%/+0.60%，毛利率分别为 25.65%/26.48%，分别同比-1.64/-2.49pct。房地产市场的周期性及经济环境的变化也直接影响着智能坐便器市场的需求，新房装修需求减少及存量更新消费需求趋于谨慎，使得智能坐便器的需求短期受到抑制，也加剧了市场竞争，导致公司短期内销业务收入和利润率承压。2025 年 7 月 1 日，电子坐便器产品正式实施 CCC 强制性产品认证管理，即电子坐便器产品应当经过 CCC 认证并标注认证标志后，方可出厂、销售、进口或者在其他经营活动中使用，公司已于 2024 年 7 月成为电子坐便器 CCC 认证首批获证企业之一。随着行业规范的不断加强，智能坐便器行业正在经历洗牌，部分缺少技术创新、品质管理不合格、售后服务不到位的品牌将逐步被淘汰出局，从而加剧行业分化，奥维云网数据显示，2025 年 1-5 月线上 2500 元以下价位段产品份额从 45.6% 缩至 40.1%。

● 毛利率略有下滑，美元贬值影响财务费用率

2025H1 公司毛利率为 25.95%，同比-3.08pct；销售/管理/研发/财务费用率为 11.54%/5.52%/4.98%/-0.81%，同比-1.86/+0.86/+0.86/+0.16pct；归母净利率为 5.62%，同比-2.34pct。2025 年第二季度公司毛利率为 26.97%，同比-1.05pct；销售/管理/研发/财务费用率为 12.02%/5.78%/4.59%/-0.6%，同比-2.86/+0.88/+0.60/+0.49pct；归母净利率为 5.95%，同比+0.71pct。公司毛利率下滑主要系行业竞争加剧、产品单价略有下滑所致，财务费用率提升主要受美元汇率变动影响所致。

● 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 年起大力发展战略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 2025-2027 年营收分别为 20.29/22.73/24.97 亿元（前值为 26.07/29.32/32.28 亿元），分别同比增长-13.9%/12.0%/9.8%；归母净利润分别为 1.271 亿元（前值为 1.88/2.20/2.48 亿元），分别同比增长-29.8%/20.2%/15.6%。截至 2025 年 8 月 26 日，对应 EPS 分别为 0.30/0.37/0.42 元，对应 PE 分别为 26.12/21.72/18.79 倍。维持“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。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2358	2029	2273	2497
收入同比 (%)	8.0%	-13.9%	12.0%	9.8%
归属母公司净利润	181	127	153	177
净利润同比 (%)	-17.2%	-29.8%	20.2%	15.6%
毛利率 (%)	27.3%	26.4%	26.5%	26.8%
ROE (%)	8.5%	5.8%	6.8%	7.6%
每股收益 (元)	0.43	0.30	0.37	0.42
P/E	16.98	26.12	21.72	18.79
P/B	1.43	1.52	1.47	1.42
EV/EBITDA	9.00	10.08	8.73	7.68

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 8 月 26 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表				单位:百万元	
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1841	1966	2125	2293	营业收入	2358	2029	2273	2497
现金	603	913	1034	1083	营业成本	1713	1494	1670	1829
应收账款	364	259	272	321	营业税金及附加	18	15	17	19
其他应收款	9	6	7	7	销售费用	280	233	260	285
预付账款	27	18	19	22	管理费用	100	89	99	107
存货	318	299	325	366	财务费用	-23	-12	-18	-21
其他流动资产	519	472	468	494	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
非流动资产	903	852	817	775	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	1	2	1	1	投资净收益	14	10	11	12
固定资产	482	435	377	322	营业利润	204	145	173	199
无形资产	67	83	104	121	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	353	333	334	332	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	2744	2819	2941	3069	利润总额	198	140	168	194
流动负债	540	557	608	658	所得税	18	14	17	19
短期借款	0	0	0	0	净利润	180	126	151	175
应付账款	261	263	296	321	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	279	294	312	337	归属母公司净利润	181	127	153	177
非流动负债	76	80	85	85	EBITDA	277	243	267	297
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.30	0.37	0.42
其他非流动负债	76	80	85	85					
负债合计	615	636	693	743					
少数股东权益	-1	-2	-4	-6					
股本	418	418	418	418					
资本公积	446	446	446	446					
留存收益	1266	1321	1389	1468					
归属母公司股东权益	2129	2185	2253	2331					
负债和股东权益	2744	2819	2941	3069					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	269	438	276	221	成长能力				
净利润	180	126	151	175	营业收入	8.0%	-13.9%	12.0%	9.8%
折旧摊销	112	115	118	124	营业利润	-18.2%	-28.9%	19.5%	15.2%
财务费用	-3	0	0	0	归属于母公司净利润	-17.2%	-29.8%	20.2%	15.6%
投资损失	-14	-10	-11	-12	盈利能力				
营运资金变动	-11	203	14	-69	毛利率 (%)	27.3%	26.4%	26.5%	26.8%
其他经营现金流	195	-73	141	248	净利率 (%)	7.7%	6.3%	6.7%	7.1%
投资活动现金流	-123	-60	-75	-74	ROE (%)	8.5%	5.8%	6.8%	7.6%
资本支出	-77	-73	-86	-86	ROIC (%)	6.9%	5.2%	5.9%	6.6%
长期投资	-46	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	13	11	12	资产负债率 (%)	22.4%	22.6%	23.6%	24.2%
筹资活动现金流	-133	-67	-80	-98	净负债比率 (%)	28.9%	29.2%	30.8%	31.9%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.41	3.53	3.49	3.48
长期借款	-25	0	0	0	速动比率	2.74	2.93	2.90	2.87
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-11	0	0	0	总资产周转率	0.87	0.73	0.79	0.83
其他筹资现金流	-97	-67	-80	-98	应收账款周转率	6.72	6.51	8.57	8.42
现金净增加额	17	309	121	49	应付账款周转率	6.32	5.70	5.97	5.92

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 8 月 26 日收盘价计算）

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述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形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。