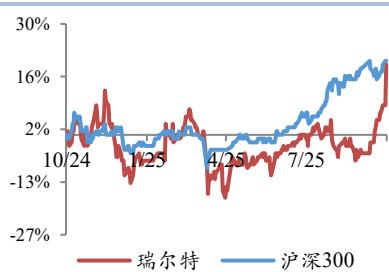


25Q3 业绩承压，积极布局装配式卫浴空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-29

收盘价（元）	9.04
近 12 个月最高/最低（元）	9.04/6.25
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）	38
流通市值（亿元）	24

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. 市场环境叠加行业竞争影响，25H1 业绩承压 2025-08-27
- 2.25Q1 业绩承压，期待国补成效 2025-04-28
3. 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 年第三季度报告

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 13.63 亿元，同比下降 20.26%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比下降 51.26%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 4.44 亿元，同比下降 21.81%；实现归母净利润 0.10 亿元，同比下降 71.99%。房地产市场的周期性及市场环境的变化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。

● 市场环境影响毛利率，盈利能力有所下滑

2025 年前三季度公司毛利率为 26.07%，同比-2.41pct；销售/管理/研发/财务费用率为 12.04%/5.9%/5.08%/-0.42%，同比-0.88/+1.22/+0.92/-0.02pct；归母净利率为 4.52%，同比-2.87pct。2025 年第三季度公司毛利率为 26.31%，同比-1.04pct；销售/管理/研发/财务费用率为 13.06%/6.68%/5.28%/0.4%，同比+1.13/+1.97/+1.05/-0.35pct；归母净利率为 2.23%，同比-4.00pct。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。

● 前瞻布局适老化装配式卫生间解决方案，引领未来卫浴空间生态格局

公司定位“全球领先的卫浴空间和家庭水系统整体解决方案提供商”，布局未来：1) 全卫浴场景协同发展：以智能马桶为核心，拓展至智慧花洒、新一代浴室柜、魔镜等产品，构建完整的“洗漱、如厕、淋浴”智慧空间生态。2) 前瞻性解决方案布局：在同层排水系统、装配式整体卫浴、康养适老卫浴等代表未来建筑与人居方向的领域，公司已凭借其技术积累，致力于成为行业标准的推动者及解决方案的领导者。3) 产学研融合及可持续发展：公司携手北京建筑大学签署战略合作协议，共建适老化产品研发实验室，并斩获“2024 全国适老化设计大赛”银奖，深入挖掘居家适老化改造需求，打造安全、舒适，充满爱与关怀的康养生活环境。

● 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 19.31/21.63/23.75 亿元（前值为 20.29/22.73/24.97 亿元），分别同比变化-18.1%/+12.0%/+9.8%；归母净利润分别为 0.95/1.27/1.54 亿元（前值为 1.27/1.53/1.77 亿元），分别同比变化-47.3%/+32.7%/+21.4%；EPS 分别为 0.23/0.3/0.37 元，截至 2025 年 10 月 28 日，对应 PE 分别为 39.61/29.86/24.59 倍。维持“买入”评级。

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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2358	1931	2163	2375
收入同比 (%)	8.0%	-18.1%	12.0%	9.8%
归属母公司净利润	181	95	127	154
净利润同比 (%)	-17.2%	-47.3%	32.7%	21.4%
毛利率 (%)	27.3%	26.3%	26.6%	26.8%
ROE (%)	8.5%	4.4%	5.7%	6.7%
每股收益 (元)	0.43	0.23	0.30	0.37
P/E	16.98	39.61	29.86	24.59
P/B	1.43	1.74	1.70	1.65
EV/EBITDA	9.00	14.00	11.75	10.14

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2025 年 10 月 28 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	1901	2045	2201	营业收入	2358	1931	2163	2375
现金	603	881	990	1032	营业成本	1713	1423	1588	1738
应收账款	364	247	258	306	营业税金及附加	18	14	16	18
其他应收款	9	6	6	7	销售费用	280	234	257	278
预付账款	27	17	18	21	管理费用	100	97	104	109
存货	318	285	309	348	财务费用	-23	-12	-18	-20
其他流动资产	519	467	464	488	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
非流动资产	903	849	813	772	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	110	144	174
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	330	331	328	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	2744	2750	2859	2973	利润总额	198	105	139	169
流动负债	540	507	555	603	所得税	18	10	14	17
短期借款	0	0	0	0	净利润	180	94	125	152
应付账款	261	250	282	306	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他流动负债	279	257	274	297	归属母公司净利润	181	95	127	154
非流动负债	76	77	82	82	EBITDA	277	208	239	273
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.23	0.30	0.37
其他非流动负债	76	77	82	82					
负债合计	615	584	637	685					
少数股东权益	-1	-2	-3	-5					
股本	418	418	418	418					
资本公积	446	446	446	446					
留存收益	1266	1305	1361	1430					
归属母公司股东权益	2129	2168	2225	2293					
负债和股东权益	2744	2750	2859	2973					
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	418	249	202	成长能力				
净利润	180	94	125	152	营业收入	8.0%	-18.1%	12.0%	9.8%
折旧摊销	112	115	118	124	营业利润	-18.2%	-46.0%	31.2%	20.7%
财务费用	-3	0	0	0	归属于母公司净利润	-17.2%	-47.3%	32.7%	21.4%
投资损失	-14	-10	-11	-12	盈利能力				
营运资金变动	-11	214	13	-66	毛利率 (%)	27.3%	26.3%	26.6%	26.8%
其他经营现金流	195	-116	116	222	净利率 (%)	7.7%	4.9%	5.8%	6.5%
投资活动现金流	-123	-58	-75	-74	ROE (%)	8.5%	4.4%	5.7%	6.7%
资本支出	-77	-73	-86	-87	ROIC (%)	6.9%	3.8%	4.9%	5.8%
长期投资	-46	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	15	11	12	资产负债率 (%)	22.4%	21.2%	22.3%	23.0%
筹资活动现金流	-133	-79	-65	-85	净负债比率 (%)	28.9%	26.9%	28.7%	29.9%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.41	3.75	3.68	3.65
长期借款	-25	0	0	0	速动比率	2.74	3.12	3.06	3.01
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	0.70	0.77	0.81
其他筹资现金流	-97	-79	-65	-85	应收账款周转率	6.72	6.32	8.56	8.42
现金净增加额	17	277	109	43	应付账款周转率	6.32	5.57	5.97	5.92

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 28 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。