

瑞尔特 (002790.SZ)

冲水组件制造龙头，卡位智能坐便器赛道乘风再起航

2023年06月14日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

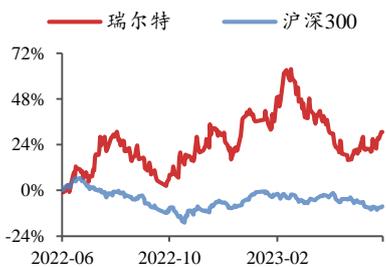
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/6/13
当前股价(元)	8.99
一年最高最低(元)	11.73/6.86
总市值(亿元)	37.57
流通市值(亿元)	23.45
总股本(亿股)	4.18
流通股本(亿股)	2.61
近3个月换手率(%)	99.26

股价走势图



数据来源：聚源

● 冲水组件龙头，卡位智能坐便器赛道再起航，首次覆盖给予“买入”评级

公司为全球市占率排名前三的冲水组件公司，长期为部分海内外中高端卫浴品牌、著名家电品牌及境内互联网企业提供产品配套服务。2022&2023Q1 公司收入分别为 19.6/4.0 亿元，同比+4.9%/-2.8%；归母净利润 2.11/0.40 亿元，同增 51.4%/8.7%。我们认为，以智能坐便器为代表的卫浴空间智能产品市场广阔，公司自主品牌稳步孵化叠加在研发、产能端的投入持续加强，未来成长动力充足。预计 2023-2025 年归母净利润为 2.47/3.04/3.69 亿元，对应 EPS 为 0.59/0.73/0.88 元，当前股价对应 PE 为 15.2/12.4/10.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业：国产品牌迎来黄金发展期，渗透率提升及多因素驱动下市场潜力十足

国内企业智能坐便器企业迎来发展黄金时期，人才、技术、资金等逐步向头部企业集中，国内产品向中高端市场渗透，逐步与进口产品直接竞争。市场规模方面，2022 年我国智能坐便器零售额达 62 亿元，同增 23.0%。同时智能坐便器市场发展空间广阔，纵向看我国低线城市和乡镇市场仍留有较大可拓展空间；横向看 2021 年我国智能坐便器市场渗透率仅为 4%，与成熟国家市场有较大差距。市场驱动因素方面，中国老龄化趋势增强叠加城镇化率推进及存量房翻新带来较大需求弹性，多因素驱动消费需求释放，助力行业景气度上行，长期发展逻辑通顺。

● 公司亮点：以研发及技术优势成功发力智能坐便器赛道，自主品牌稳步孵化

公司已在卫浴系统形成较强竞争力，智能卫浴产品是卫浴冲水系统设计的智能化发展表现形式，公司凭借深厚的专利技术积累及生产制造优势成功切入智能坐便器赛道，推出“E-shion 冲刷系统”、下沉式水箱等产品解决方案多维度解决行业痛点。自主品牌建设方面，公司主打推出功能丰富及性价比凸显产品，与头部品牌形成差异化竞争。同时线上渠道成功搭建，2022 年营业收入为 1.16 亿，同增 564.25%，线下渠道通过经销商及工程渠道稳步推进，承接疫后消费场景恢复和智能坐便器精装修配套率提升的东风，预计贡献稳定增量。

● 未来展望：智能产品布局持续深化，产能扩充新增发展动力

研发：公司研发体系完善，且以智能坐便器产品功能开发及产品质量管控为核心的研发投入持续加大，2022 年公司研发费用达 8293.20 万元，同增 15.96%。**产能：**公司于 2020 年调整募投资金使用计划，计划投入 2.6 亿扩充智能卫浴产品产能，新产能将于 2023 年开始根据市场消化能力逐步释放。我们预计，产能扩充将进一步扩大公司智能卫浴产品产能水平，同时降低人工成本，筑高公司生产制造优势，为瑞尔特扩大智能产品市场份额与自有品牌的进一步发展提供保障。

● 风险提示：行业竞争加剧、下游消费需求恢复及公司新品推广不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,868	1,960	2,402	2,864	3,405
YOY(%)	45.5	4.9	22.6	19.2	18.9
归母净利润(百万元)	139	211	247	304	369
YOY(%)	21.6	51.4	17.1	22.9	21.5
毛利率(%)	22.6	24.8	26.8	26.9	27.1
净利率(%)	7.5	10.8	10.3	10.6	10.8
ROE(%)	7.5	10.8	11.6	12.8	13.9
EPS(摊薄/元)	0.33	0.50	0.59	0.73	0.88
P/E(倍)	27.0	17.8	15.2	12.4	10.2
P/B(倍)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 瑞尔特：冲水组件制造龙头，卡位智能坐便器乘风再起航.....	4
1.1、 全球领先的冲水组件制造企业，深化智能坐便器赛道布局.....	4
1.2、 股权结构集中，创始人团队持股比例稳定.....	4
1.3、 业务结构：智能产品占比持续提升，国内市场增速亮眼.....	5
1.4、 财务分析：毛、净利率稳步修复，控费能力逐步加强.....	7
2、 智能坐便器行业：国内市场方兴未艾，市场潜力蓄势待发.....	9
2.1、 行业概览：产品替代效应凸显，国内企业迎来黄金发展期.....	9
2.1.1、 产品简介：产品替代效应凸显，多维度解决用户痛点.....	9
2.1.2、 行业发展：国内企业迎黄金发展期，智能一体机市场增长迅速.....	9
2.1.3、 消费者画像：本质为消费升级产品，功能及性价比为消费者首要考虑因素.....	11
2.2、 行业趋势：渗透率提升空间广阔，多因素催化需求释放.....	13
2.2.1、 渗透率提升空间广阔，下沉市场潜力可观.....	13
2.2.2、 多重因素驱动需求释放，助力市场景气度上行.....	14
3、 公司亮点：成功发力智能坐便器赛道，自主品牌稳步孵化.....	16
3.1、 以强技术、研发积淀起步，成功发力智能坐便器赛道.....	16
3.2、 自主品牌：产品及渠道端差异化发力突破，品牌稳步孵化.....	19
3.3、 代工业务：深度绑定行业优质客户，合作稳定兼可持续良性发展.....	21
4、 未来展望：从在研及募投项目看公司发展，聚焦智能坐便器加速产品布局.....	22
5、 盈利预测.....	24
5.1、 关键假设.....	24
5.2、 相对估值.....	25
6、 风险提示.....	25
附：财务预测摘要.....	26

图表目录

图 1： 长年深耕卫浴节水冲水组件、产品，掌握卫浴行业核心科技.....	4
图 2： 公司股权结构稳定集中.....	5
图 3： 2017 年以来公司营业收入稳步增长.....	6
图 4： 近三年公司净利润稳步增长.....	6
图 5： 智能坐便器及盖板收入占比走高（单位：百万元）.....	6
图 6： 智能坐便器及盖板逐步成为公司收入第二曲线（单位：亿元）.....	6
图 7： 国内市场增长迅速，增速快于国外市场.....	7
图 8： 境外毛利率高于境内，差距逐步缩小.....	7
图 9： 2022 毛利率及净利率均止跌上升.....	7
图 10： 2023 年 Q1 期间费用同比上升 0.9pct，总体保持稳定.....	8
图 11： 2022 经营性现金流量表现亮眼.....	8
图 12： 净营业周期维持稳定.....	8
图 13： 我国智能坐便器零售总额稳步增长/亿元.....	10
图 14： 我国智能坐便器销售额稳步增长.....	10
图 15： 传统坐便器及蹲便器市场超过或已 600 亿元（单位：亿元）.....	10
图 16： 一体机销售额和增速明显快于盖板/亿元.....	11
图 17： 一体机在智能坐便器零售市场中的占比稳步提升.....	11

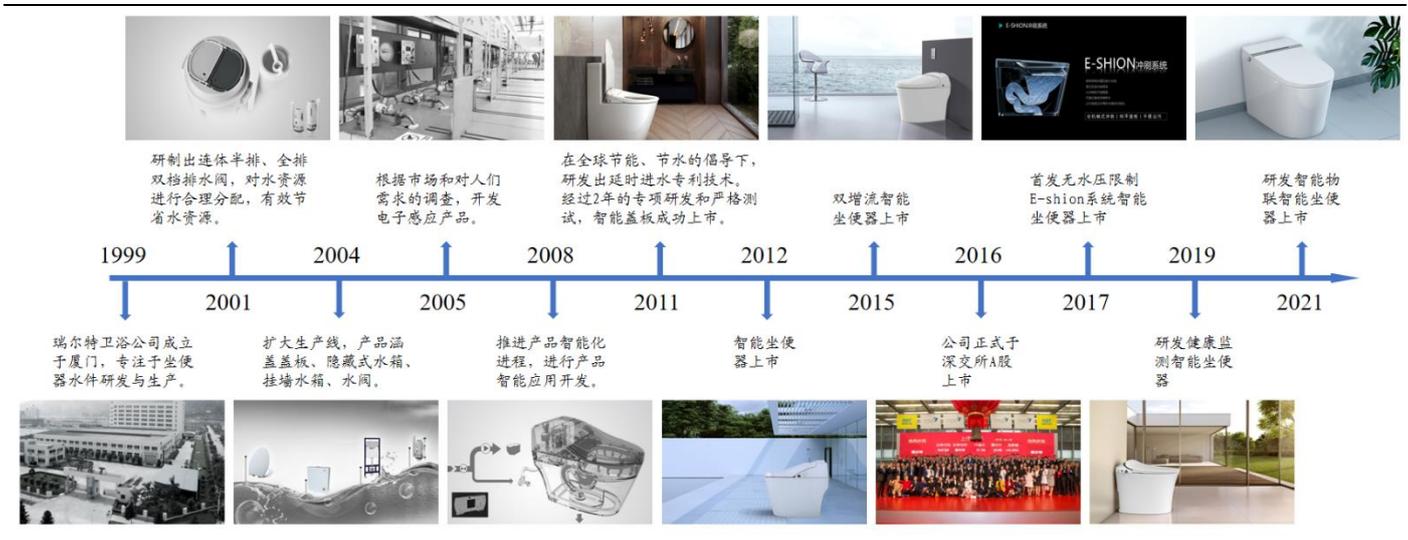
图 18: 消费者将智能坐便器视为提升生活品质的产品, 更关注其功能品质	11
图 19: 居民月收入越高对智能坐便器越关注	11
图 20: 国外品牌产品单价整体高于国内产品 (单位: 元)	12
图 21: 由于高端产品销售额下降引起一体机均价下降	12
图 22: 2022 年中低价位段产品零售额增多	12
图 23: 各国智能坐便器渗透率均逐步提升	13
图 24: 2016-2022 中国人均 GDP 增幅高于发达国家	13
图 25: 中国城镇化率仍有较大增长空间	13
图 26: 中国人均 GDP 逐步提升, 预计 2035 年达到中等发达国家水平	13
图 27: 存量房翻新对应较大的增量市场	14
图 28: 重新装修或换房是购买智能坐便器的第一大因素	15
图 29: 中国老龄化比例逐渐走高, 接近发达国家	15
图 30: 预计未来 10 年我国平均每年新增 65 岁以上老人 900 万左右	15
图 31: 智能坐便器在中年群体中热销	15
图 32: 智能坐便器在老年群体中热销	15
图 33: 我国还有至少 15% 的城市化空间	16
图 34: 中国智能坐便器精装修配套率已达 28.5%	16
图 35: 冲洗系统是智能坐便器的核心系统	16
图 36: 研发费用率高于行业平均	17
图 37: 研发人员占比高于可比公司	17
图 38: 瑞尔特持续获得专利, 护城河不断加宽	18
图 39: 瑞尔特拥有专利数量居于行业前列	18
图 40: 瑞尔特多次获得国内外各项荣誉	18
图 41: 瑞尔特智能产品功能逐步齐全, 受到市场认可	18
图 42: 2022 年线上渠道开始发力 (单位: 百万)	20
图 43: 2022 年, A6、UX7 分别成为天猫 V 榜推荐和天猫双 11 超级单品	20
图 44: 2022 年线下渠道发展稳定/百万元	21
图 45: 2022 年公司前五大客户收入达 7.51 亿元/百万元	22
图 46: 2020-2022 年公司前五大客户收入同比提升/百万元	22
表 1: 公司创始人共同管理公司, 分工明确	4
表 2: 智能坐便器功能齐全, 更环保	9
表 3: 瑞尔特智能坐便器产品功能齐全多样	19
表 4: 在研项目主攻智能坐便器	22
表 5: 积极扩充卫浴配件、智能产品整机产能, 为扩大市场份额打下基础	23
表 6: 智能产品收入扩张迅速, 逐步成为第一大收入来源并预期继续扩大	24
表 7: 相比可比公司估值, 公司估值具有提升空间	25

1、瑞尔特：冲水组件制造龙头，卡位智能坐便器乘风再起航

1.1、全球领先的冲水组件制造企业，深化智能坐便器赛道布局

全球领先的节水型冲水组件公司，较早发力智能坐便器行业。公司成立于1999年，早年主要从事各种节水冲水组件的生产，至今是全球三大冲水组件制造公司之一。2008年，公司以节水组件的深厚技术储备为基础，开始研发智能坐便器。2011年瑞尔特推出智能坐便器盖板，2012年推出智能坐便器一体机。2018年公司依靠过硬的智能产品技术及质量进入了国际高端品牌代工市场。2022年起公司凭借自身在高端智能坐便器代工市场的长年深耕，加大对自有品牌的推广，吹响了自有品牌扩张的号角。

图1：长年深耕卫浴节水冲水组件、产品，掌握卫浴行业核心科技



资料来源：瑞尔特官网、开源证券研究所

1.2、股权结构集中，创始人团队持股比例稳定

公司股权稳定集中，创始人团队持股比例稳定。公司由四位创始人共同管理，无实际控制人，创始人分别为董事长罗远良先生，副董事长王兵先生，总经理张剑波先生，副总经理邓光荣先生，四人分别持股12.50%，合计持股50.00%。公司股权结构整体较为稳定集中，且创始人四人持股比例自公司上市后保持稳定。

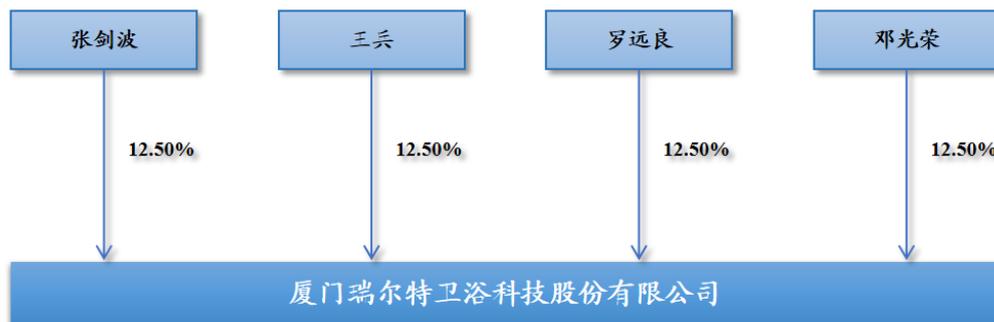
表1：公司创始人共同管理公司，分工明确

人员	职位	简介
罗远良	董事长 董事会秘书	公司主要创始人之一，1966年生，厦门大学工商管理硕士学位；厦门市海沧区第十二届人大代表，中国人民政治协商会议龙岩市第六届委员会委员。 2016年至今，担任厦门瑞尔特卫浴科技股份有限公司董事长。 2022年9月30日起兼任公司董事会秘书。
王兵	副董事长 副总经理	公司主要创始人之一，核心技术员之一，1970年生。 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。自公司创立伊始，王兵先生一直带领瑞尔特研发团队进行节水型卫浴产品的技术研究和产品开发工

人员	职位	简介
		作，在他的领导下，公司先后取得了 1100 多项节水领域的自主知识产权。
张剑波	董事 总经理	公司主要创始人之一，2018 年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	公司主要创始人之一，2012 年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。

资料来源：瑞尔特 2022 年报、开源证券研究所

图2：公司股权结构稳定集中

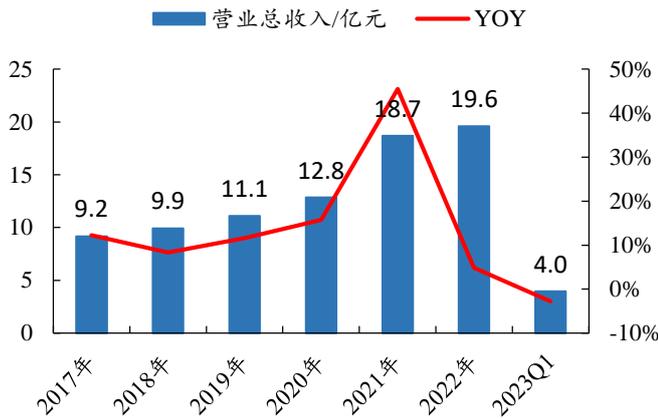


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、业务结构：智能产品占比持续提升，国内市场增速亮眼

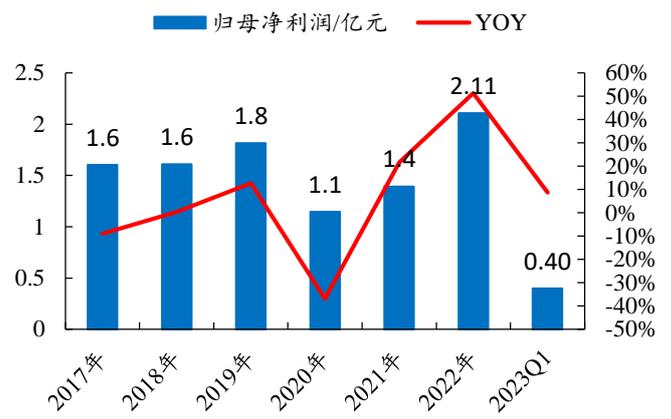
受益于智能坐便器业务放量，公司整体收入稳步增长；在原材料价格回落及汇兑收益利好影响下，公司利润端增速亮眼。2017-2022 瑞尔特营业收入稳步增长，受疫情影响，2022 年公司收入端阶段性承压。2020 年以来公司净利润稳步增长，2022 年增速亮眼。公司营收从 2017 年的 9.2 亿元升至 2022 年的 19.6 亿元，CAGR 为 16.3%，2022 年同增 4.9%。2023 年 Q1 公司营收 4.0 亿元，同比-2.8%。2017-2022 年，公司归母净利润从 1.60 亿元增至 2.11 亿元，CAGR 为 5.7%，其中 2020-2022 年分别为 1.15/1.39/2.11 亿元，CAGR 为 35.5%。2023 年 Q1 公司净利润 0.4 亿元，同增 8.7%，表现依旧亮眼。2020 年公司归母净利润下滑 36.9%，主要系原材料高位运行及疫情反复使得海外订单阶段性下滑；同年，公司加大自有品牌推广和智能产品研发，销售费用及研发费用增幅明显。展望 2023 年，我们认为随着新冠疫情防控政策的放开、消费场景回暖及公司在智能坐便器领域持续发力，公司发展有望步入快车道。

图3：2017年以来公司营业收入稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

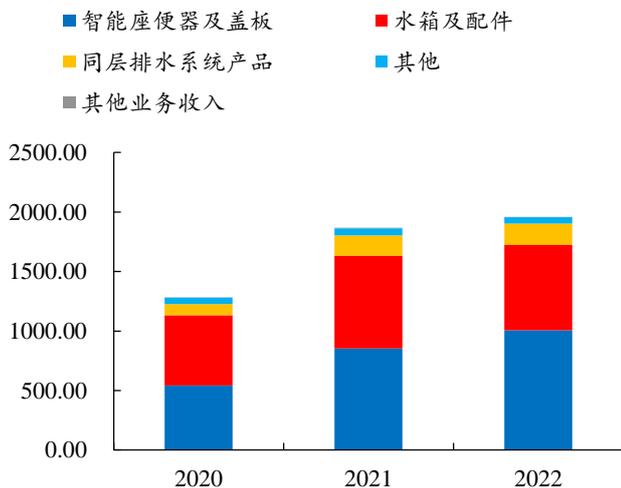
图4：近三年公司净利润稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

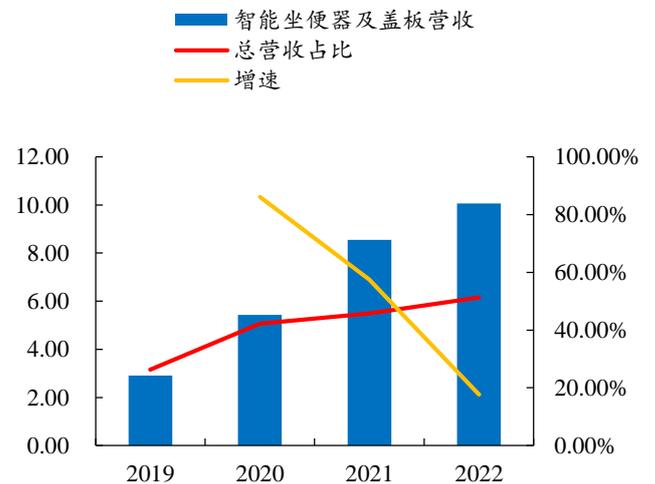
分品类看，得益于瑞尔特在相关产品上的技术积累，智能坐便器及盖板的营业收入增长迅速。公司营收主要由水箱及配件和智能坐便器及盖板组成，2020-2022 水箱及配件复合增速为 10.24%，2019-2022 年智能坐便器及盖板复合增速为 51.09%，2022 年营收分别为 7.18/10.06 亿元，收入占比分别为 36.64%/51.32%，智能坐便器及盖板收入增速明显，收入由 2019 年的 2.92 亿元提升至 2022 年的 10.06 亿元，收入占比提升 25.04pct 至 51.32%，已成为公司最大营收来源。

图5：智能坐便器及盖板收入占比走高（单位：百万元）



数据来源：瑞尔特 2021-2022 年报、开源证券研究所

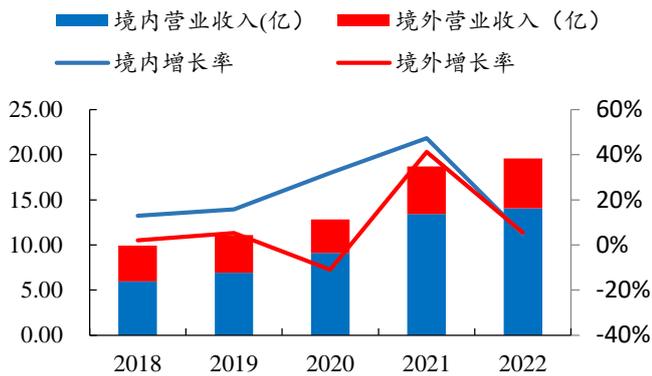
图6：智能坐便器及盖板逐步成为公司收入第二曲线（单位：亿元）



数据来源：瑞尔特 2020-2022 年报、开源证券研究所

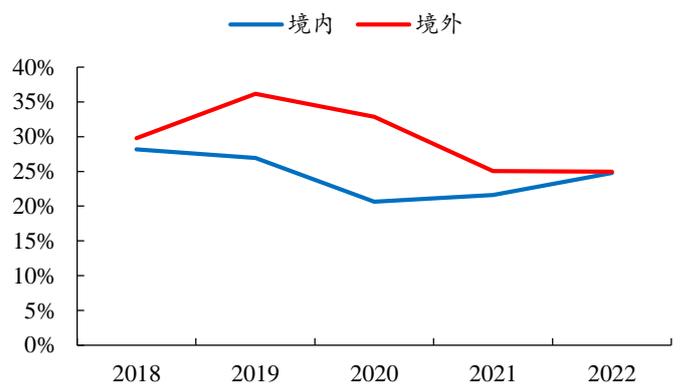
分地区看，瑞尔特国内市场增长迅速，2018-2022 营业收入分别为 5.98/6.92/9.12/13.43/14.06 亿元，增速分别为 12.98%/15.83%/31.84%/47.24%/4.66%，总体呈稳步扩张趋势。国外市场除 2020 年因疫情原因跌入负增长，总体也呈稳步扩张趋势，但增速总体小于国内市场。2022 年，瑞尔特国内市场营收已占总营收的 71.75%。

图7：国内市场增长迅速，增速快于国外市场



数据来源：瑞尔特 2019-2022 年报、开源证券研究所

图8：境外毛利率高于境内，差距逐步缩小



数据来源：瑞尔特 2019-2022 年报、开源证券研究所

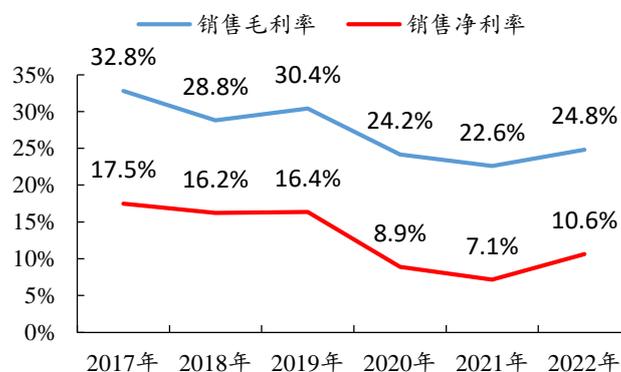
1.4、财务分析：毛、净利率稳步修复，控费能力逐步加强

2022 年公司毛利率及净利率均止跌上升。2017-2021 年，公司毛利由 32.8% 降至 22.6%，降幅 10.2pct，年均下降 2.55pct，2022 年上升 2.2pct 至 24.8%。2017-2021 年，公司净利由 17.5% 降至 7.1%，降幅 10.4pct，年均下降 2.6pct，2022 年上升 3.5pct 至 10.6%。2022 年瑞尔特毛利、净利的上升显示其下降趋势开始逆转。

销售毛利率方面，通胀压力导致瑞尔特原材料成本上涨，拉低了销售毛利率。此外，人工成本的大幅提升是瑞尔特总体毛利率下降的另一个主要原因。考虑到 2023 年国内外逐步走出疫情，各国经济逐步复苏，原材料价格问题会有所解决。我们预计，随着原材料价格的稳定和人工成本的下降，未来公司毛利有望提升。

销售净利率方面，销售净利受销售毛利的影响基本同步增减。2018-2021 年，毛利下降 6.2pct，净利下降 9.2pct，净利降幅超过毛利的主要原因在于期间费用率的上升，其中销售费用率上升 1.1pct，财务费用率上升 2.3pct。

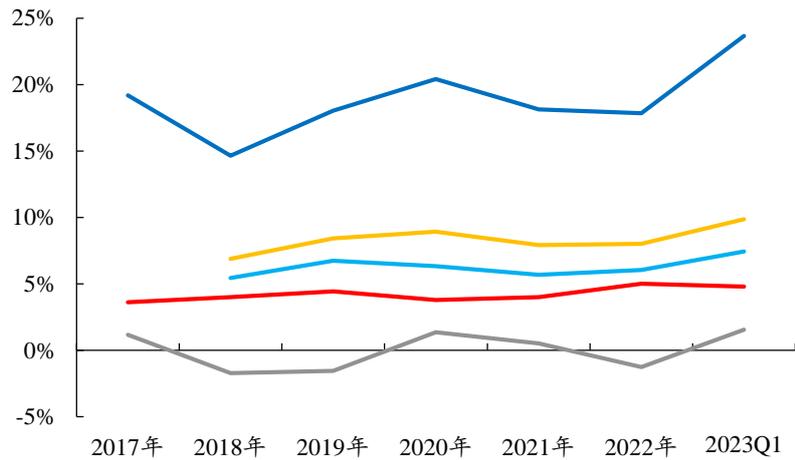
图9：2022 毛利率及净利率均止跌上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率持续下降，销售费用率因自有品牌推广持续提升。2018-2022 年公司期间费用率分别为 10.8%/12.6%/15.6%/14.7%/13.0%，2020 年以来期间费持续下降，降幅 2.6pct。2023 年 Q1 期间费用率为 16.9%，同比下降 0.1pct。2017-2022 年销售费用率分别为 3.7%/4.0%/4.9%/4.0%/5.1%/6.3%，上升幅度 2.6pct，主要系公司加大了自有品牌的推广力度。2018-2022 年管理费用率分别为 4.5%/5.1%/5.9%/5.3%/4.8%，基本保持稳定。2018-2022 年研发费用率分别为 4.1%/3.9%/4.2%/3.8%/4.2%，研发费用总体维持在 4.0% 附近，研发投入稳定。2017-2022 年财务费用率分别为 1.7%/-1.8%/-1.3%/1.6%/0.5%/-2.3%，财务费用率波动较大。

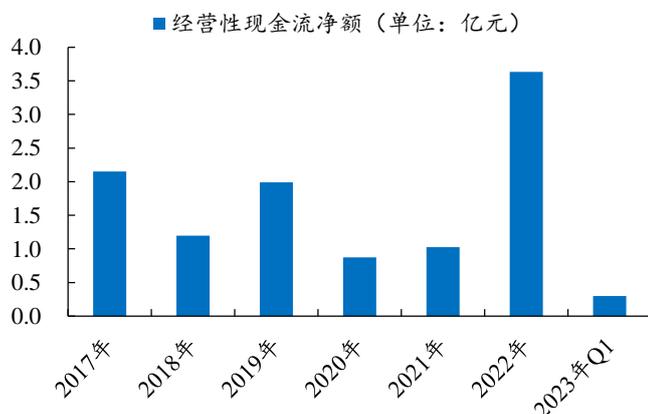
图10：2023 年 Q1 期间费用同比上升 0.9pct，总体保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

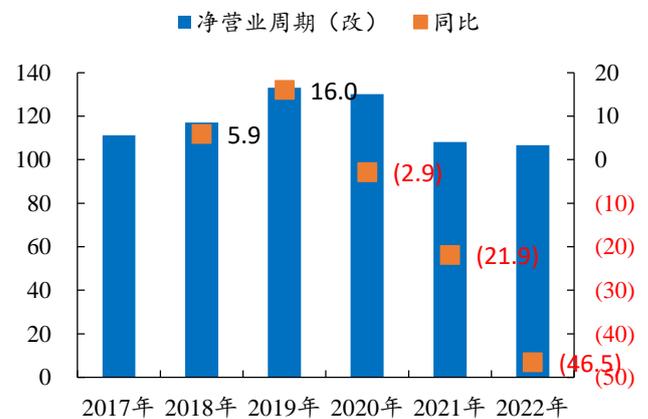
现金流充裕，营业周期表现稳定。现金流方面，公司经营性现金流量自 2020 年以来持续增加，其中，2022 年经营性现金流净额超过 2020 年和 2021 年总和，同比 +254.9%，收现能力表现亮眼，为后续公司的新品研发和推广打下坚实基础。**营业周期方面**，公司应付账款及应付票据周转天数因营收规模扩大而增加。我们以存货周转天数+应收账款及应收票据周转天数-应付账款及应付票据周转天数+预付账款-预收账款定义为修改后经营周期指标，公司经营周期基本在 120 天左右浮动，表现稳定。

图11：2022 经营性现金流量表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：净营业周期维持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、智能坐便器行业：国内市场方兴未艾，市场潜力蓄势待发

2.1、行业概览：产品替代效应凸显，国内企业迎来黄金发展期

2.1.1、产品简介：产品替代效应凸显，多维度解决用户痛点

智能坐便器分为智能坐便器盖板与智能坐便器一体机，相对于智能一体机，智能盖板的优势在于价格更便宜，一般售价在1000-2500元左右，且智能盖板的安装更方便，消费者可以自行安装。智能一体机的优势在于功能齐全，解决了多处用户痛点，如：针对用户担心喷嘴不卫生的问题，智能一体机有喷嘴自洁功能；针对停电不能冲水的问题，有停电冲水功能；针对水洗水质不干净的问题，有杀毒除菌功能；此外，部分一体机型号更是开发有尿常规检测功能，用户可以随时掌握身体健康状况。

表2：智能坐便器功能齐全，更环保

	传统坐便器	智能坐便器盖板	智能坐便器一体机
图片			
价格	500-3000 元	1000-2500 元	2500-20000 元
性能对比	冲水排污，无法彻底清除马桶坐座圈加热，冲洗，烘干，座圈加热，小夜灯	座圈加热，冲洗，烘干，座圈加热，小夜灯	座圈加热，冲洗，烘干，座圈加热，小夜灯，自动冲洗，感应冲水，无线遥控
环保对比	单次用水量 3-6L，需要使用纸巾	无需用纸，可自动冲洗	部分产品能达到 1 级/2 级水效；可调节冲水量，无需用纸，可自动冲洗
养护对比	堵塞后维修方便	不能自行拆装	不能自行拆装，安装前要预留插座，需注意使电路板保持清洁

资料来源：中华卫浴网、开源证券研究所

2.1.2、行业发展：国内企业迎黄金发展期，智能一体机市场增长迅速

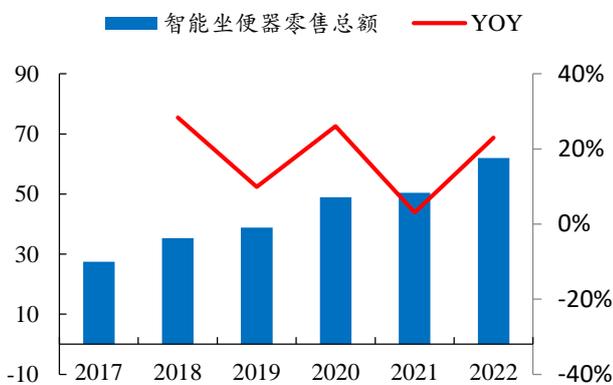
国内企业起步积累期（1990-2015 年）：1990 年，日本首家将智能坐便器全面推向市场的企业 TOTO 将智能坐便器引入了中国。1992 年浙江台州有关卫浴厂商开始研制智能坐便器，并于 1995 年下线中国首款智能坐便器，但相关电子元器件依赖进口，产量十分有限。1998 年之后随着经济的快速发展，更多民营企业加入卫浴赛道，瞄准智能坐便器这一新兴产业。1995-2014 年，国内年均销售 10 万台智能坐便器，年均营业额 20 亿元左右。至 2015 年，国内智能坐便器相关企业逐步完成技术积累、人才储备、产能提升。

国内企业黄金发展期（2015 年至今）：2015 年，一篇名为《去日本买只马桶盖》的文章爆红网络，智能坐便器相关产品在网络上受到热议。同年，官方表态“生产企业要升级，如果国内也有相同质量的产品，应该更有竞争力”，“中国制造”开始

向“中国智造”转变。之后，国内智能坐便器制造得到了飞速发展。与此同时，人才、技术、资金等逐步向头部企业集中，国内产品逐步向中高端市场渗透，逐步与进口产品直接竞争。

市场规模方面，据奥维云网的数据，2022年国内智能坐便器零售额达62亿元，预计其中一体机占82%，为50.8亿元；智能盖板占18%，为11.2亿元。据华经情报研究院数据，销售额口径下2021年我国智能坐便器市场规模为147.2亿元。同时，我们根据前瞻产业研究院数据测算，2021年我国传统坐便器及蹲便器市场总和为622.4亿元，传统市场因其市场发展成熟叠加智能产品的推广，市场规模呈下降趋势，智能产品相比于传统产品替代作用明显，我们看好其进一步抢占传统产品市场。

图13: 我国智能坐便器零售总额稳步增长/亿元



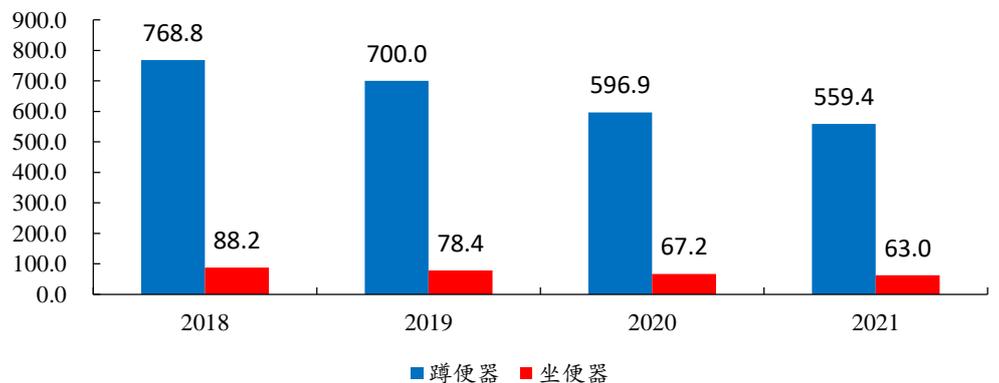
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图14: 我国智能坐便器销售额稳步增长



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图15: 传统坐便器及蹲便器市场超过或已600亿元(单位: 亿元)

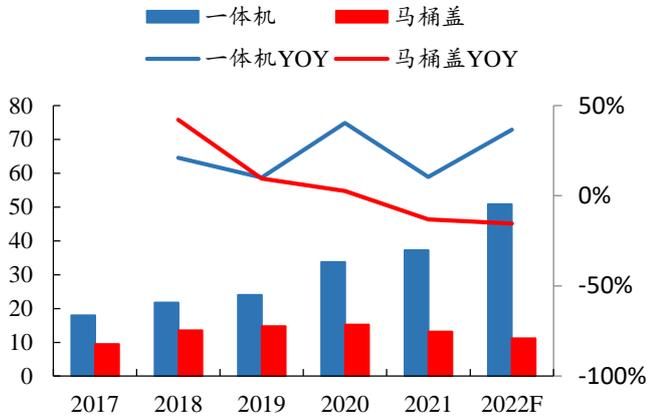


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

分品类看，智能坐便器一体机发展迅速，逐步替代智能盖板成为行业主流产品。据奥维云网数据，自2017年以来，智能一体机的销售额逐步提升，由2017年的18亿增长至2021年的37.2亿元，CAGR为19.9%，销量在智能坐便器中的占比由51%

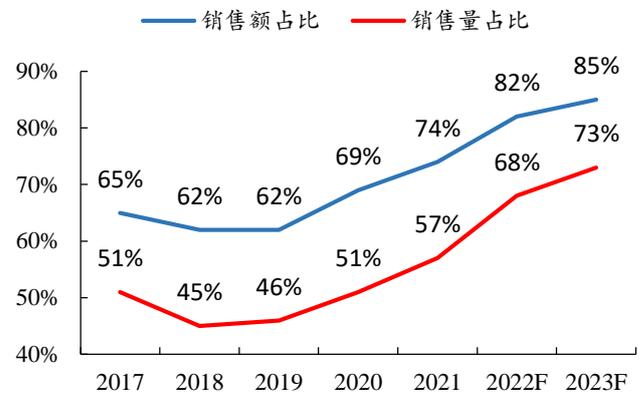
提升至 57%。预计 2022 年智能一体机销售额将超过 50 亿元，增速超过 35%，销量占比将提升至 68%。智能盖板方面，在 2020 年达到 15.2 亿元的顶点后逐步走低，预计 2022 年销售额为 11.2 亿元，其销量在智能坐便器中的占比将下落至 32%。

图16：一体机销售额和增速明显快于盖板/亿元



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图17：一体机在智能坐便器零售市场中的占比稳步提升



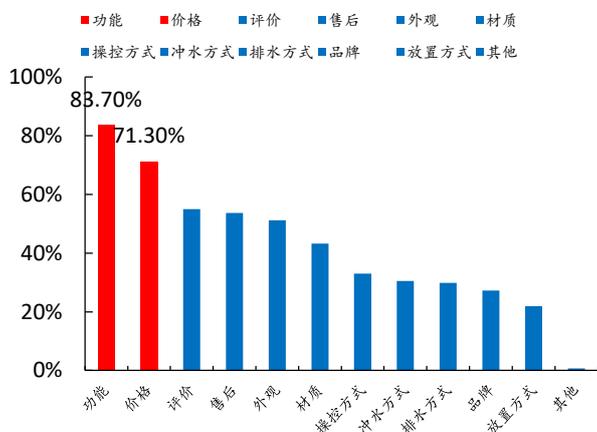
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.1.3、消费者画像：本质为消费升级产品，功能及性价比为消费者首要考虑因素

功能及性价比为智能坐便器消费者首要考虑因素。根据奥维云网和中国家电协会的网络调查，83.7%的消费者更关注智能坐便器的功能，71.3%的消费者关注智能坐便器的价格，表明消费者总体看重产品的性价比，消费者对智能坐便器功能关注的比例大于价格，表明消费者并未简单地将智能坐便器视为普通坐便器的替代，而是生活品质升级的一种选择。

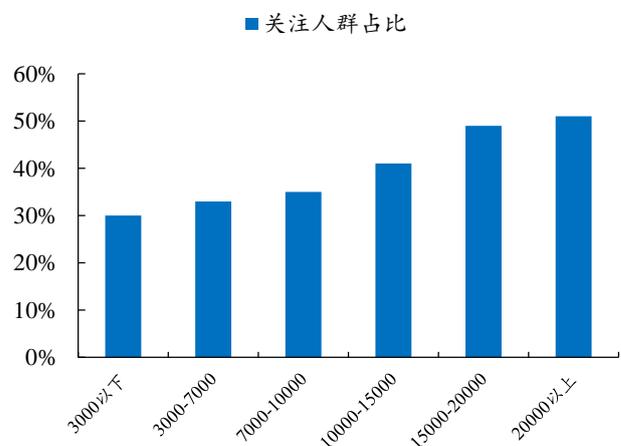
此外，奥维云网的统计数据也显示，月收入越高的消费者对智能坐便器的关注度越高，月收入超过 1 万元的消费者对智能坐便器的关注比例达到了 40%；月收入超过 2 万的消费者关注比例超过了 50%，进一步表明消费者是将智能坐便器视为提升其生活品质的产品。

图18：消费者将智能坐便器视为提升生活品质的产品，更关注其功能品质



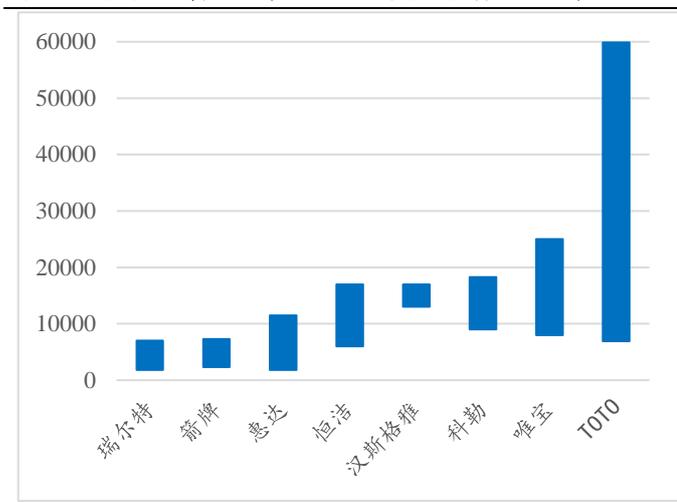
数据来源：奥维云网、中国家电协会、开源证券研究所

图19：居民月收入越高对智能坐便器越关注

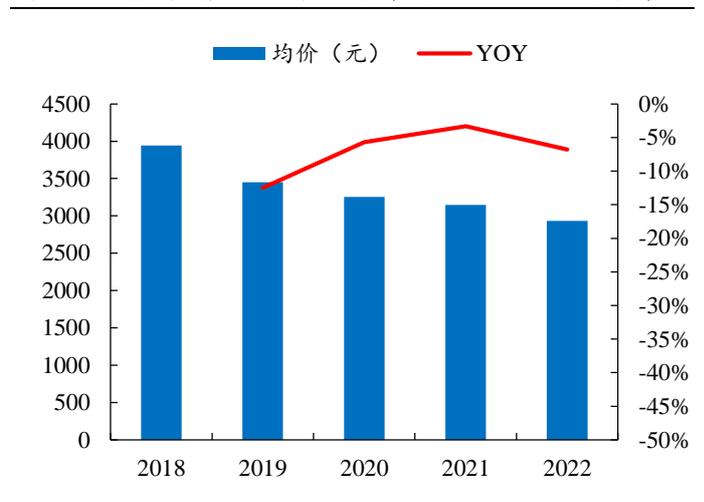


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

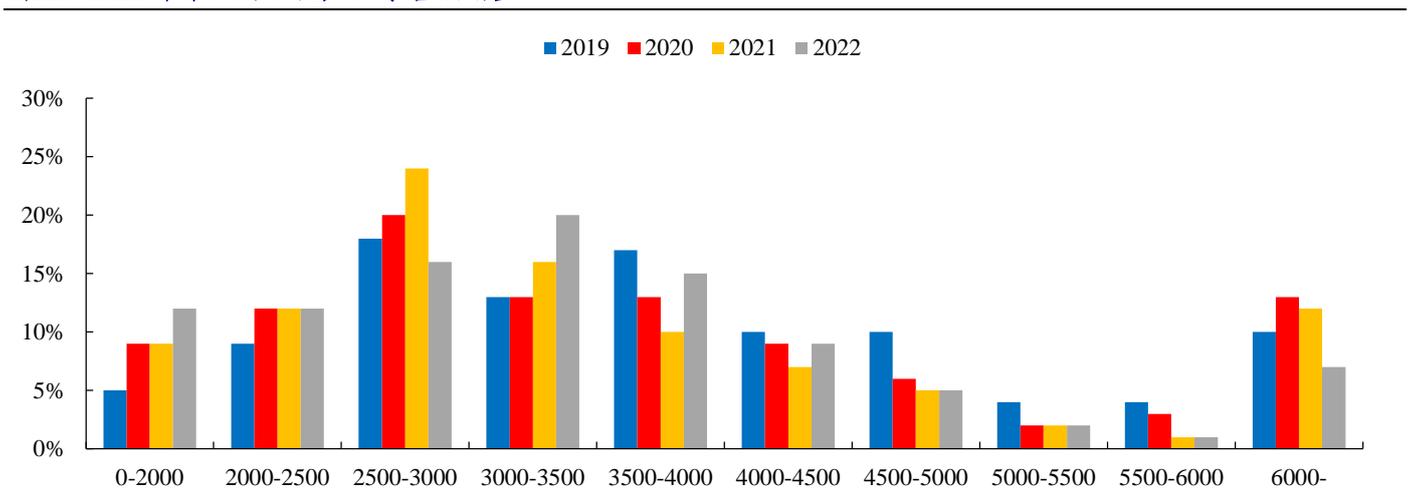
国外智能坐便器单价整体普遍高于国内产品，国内智能坐便器产品价格不断下探。据淘宝网各品牌官方旗舰店价格数据，进口品牌汉斯格雅产品单价范围为12999-16999元，科勒为8999-18299元，唯宝为7999-24999元，TOTO为6898-59899元。国内厂商方面，瑞尔特为1798-6999元，箭牌为2298-7298元，惠达为1799-11494元，恒洁为5999-16999元，国外厂商智能坐便器单价普遍高于国内产品。根据《2023麦肯锡中国消费报告》，中国消费者更加关注性价比，在国内外相关产品功能相差不大的条件下，消费者会更加青睐国内产品。从2017年起，国内市场主要产品智能坐便器一体机产品价格下降幅度明显，均价由2018年的3943元下降25.6%至2933元，均价与用户心理价位进一步吻合，有利于扩大产品受众市场，也更利于智能坐便器产品渗透率的提升。

图20：国外品牌产品单价整体高于国内产品（单位：元）


数据来源：淘宝网、开源证券研究所

图21：由于高端产品销售额下降引起一体机均价下降


数据来源：中国家电协会、开源证券研究所

图22：2022年中低价位段产品零售额增多


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

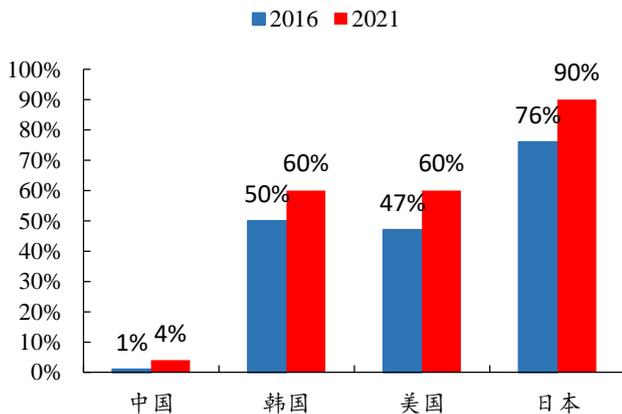
2.2、行业趋势：渗透率提升空间广阔，多因素催化需求释放

2.2.1、渗透率提升空间广阔，下沉市场潜力可观

纵向比较来看，根据华经情报网的数据，2016年至2021年，各国智能坐便器的渗透率均有所提升，以中国的渗透率提升最为明显，由2016年的1%提升2021年的至4%。分地区看，三四线城市渗透率仍有较大拓展空间，我们推算目前我国北上广深等一线城市目前智能坐便器渗透率在5-10%以上，部分新一线城市为3-5%左右，三四线城市和乡镇几乎为空白，市场仍留有较大可拓展空间。

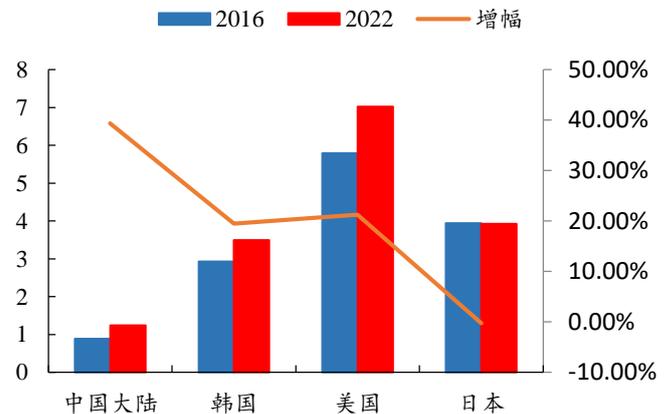
横向比较来看，2021年日本的智能坐便器渗透率为90%，韩、美为60%，发达国家智能坐便器渗透率普遍高于60%。考虑到智能坐便器更高的单价以及更多的消费者将智能坐便器作为消费升级产品，我们认为人均GDP水平将影响到智能坐便器的渗透率。因此，中国智能坐便器渗透率低的根本原因之一在于，中国人均GDP仍处于较低水平，2022年为1.24万美元，约为日韩的三分之一，与发达国家差距明显。在居民消费能力有限的背景之下，智能坐便器的渗透率处于较低水平。

图23：各国智能坐便器渗透率均逐步提升



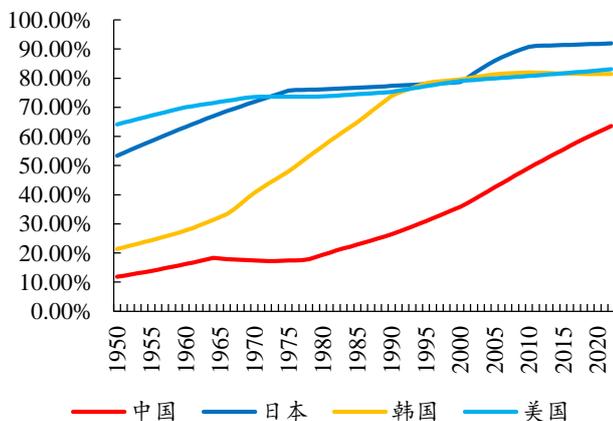
数据来源：华经情报网、开源证券研究所

图24：2016-2022 中国人均 GDP 增幅高于发达国家



数据来源：中经数据、中国人民银行货币政策司、开源证券研究所

图25：中国城镇化率仍有较大增长空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：中国人均 GDP 逐步提升，预计 2035 年达到中等发达国家水平



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

2.2.2、多重因素驱动需求释放，助力市场景气度上行

驱动因素一：智能坐便器兴起或拉高翻新率，存量房存在较大需求弹性。智能坐便器市场流量入口与卫浴行业的流量入口相似，主要包括存量房、二手房及新房住宅类需求以及酒店、商场等非住宅类需求。存量房市场方面，我国第一批商品房建成于80年代，目前较多楼房老化严重，存量房屋提质改造需求强烈，而卫浴空间内核心产品坐便器因有产品智能化功能迭代，我们看好其相比于其他的家居产品，翻新率提升逻辑更为明确。

增量规模测算：我们以华经产业研究院披露的2021年中国智能坐便器行业数据为基础，根据房屋竣工面积测算翻新率提升0.5%-2%的情况下，对应的智能坐便器市场增量分别为6.5%/19.4%/25.9%。关键假设为：

(1) 翻新率：我们采用国家统计局口径下的房屋竣工面积（数据自1999年起）测算存量房坐便器翻新需求，坐便器翻新周期为10-15年，我们假设不同房龄的坐便器翻新率处于15%-5%不等，平均每套住宅为80平方米。

(2) 智能坐便器占比：根据中国陶瓷卫浴行业市场大数据报告测算，2021年我国智能坐便器市场在坐便器市场中的占比约为22%，结合奥维云网数据显示，重新装修或换房为智能坐便器购买驱动的第一大因素。因此我们预计存量房翻新中，智能坐便器产品的占比高于其在整体市场的占比，预计为40%。

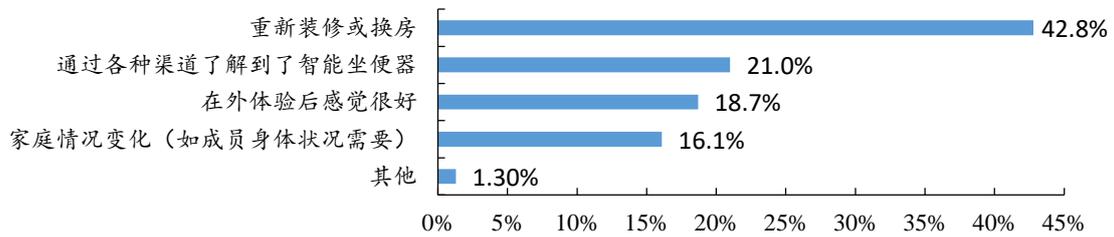
(3) 智能坐便器价格：2022年智能坐便器一体机的均价为2933元/台，同比下降6.8%。展望行业中长期发展，行业“轻智能化”趋势明显，我们预计行业产品均价将会进一步下降，假设其均价为2200元/台。

图27：存量房翻新对应较大的增量市场

存量房	保守				中性				乐观			
	房龄20年以上	房龄10-20年	房龄5-10	房龄五年以内	房龄20年以上	房龄10-20年	房龄5-10	房龄五年以内	房龄20年以上	房龄10-20年	房龄5-10	房龄五年以内
房屋竣工面积 (亿平方米)	8.43	66.18	51.65	46.83	8.43	66.18	51.65	46.83	8.43	66.18	51.65	46.83
平均每套面积 (平方米)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
存量住宅数量 (万套)	1053.8	8273.0	6456.8	5854.3	1053.8	8273.0	6456.8	5854.3	1053.8	8273.0	6456.8	5854.3
假设翻新率提升百分比	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
需求套数 (万套)	5.3	41.4	32.3	29.3	15.8	124.1	96.9	87.8	21.1	165.5	129.1	117.1
智能坐便器占比	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
智能坐便器需求增加套数	2.1	16.5	12.9	11.7	6.3	49.6	38.7	35.1	8.4	66.2	51.7	46.8
量：	43.3				129.8				173.1			
价：	2200.0				2200.0				2200.0			
对应增量市场 (亿元)	9.5				28.6				38.1			
YOY	6.5%				19.4%				25.9%			

数据来源：克尔瑞数据、Wind、开源证券研究所（注：红色字体为预测数值）

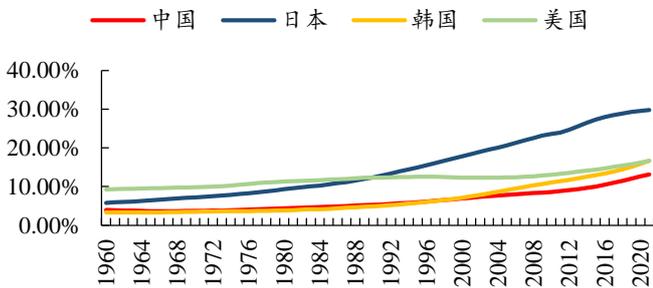
图28：重新装修或换房是购买智能坐便器的第一大因素



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

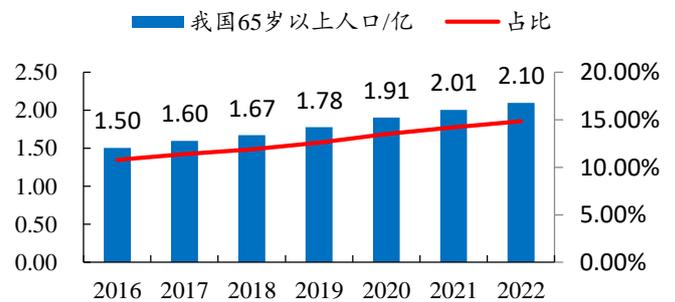
驱动因素二：老龄化催生智能坐便器广大需求。据国家统计局数据，2022年我国65岁以上的老人占总人口的比重已由2016年的10.8%提升至14.9%，年均增加922万65岁以上的老人，且该趋势短期内不会改变，即未来10年我国平均每年新增65岁以上老人900万左右。智能马桶更省事便捷的操作方式和加热、冲洗、自动开闭等更智能健康的产品功能更适合老年人使用。据京东研究院数据，2022年智能坐便器在45-55岁用户及56岁以上用户中，均进入了销量同比增速的TOP5，分别同增987%/2868%。

图29：中国老龄化比例逐渐走高，接近发达国家



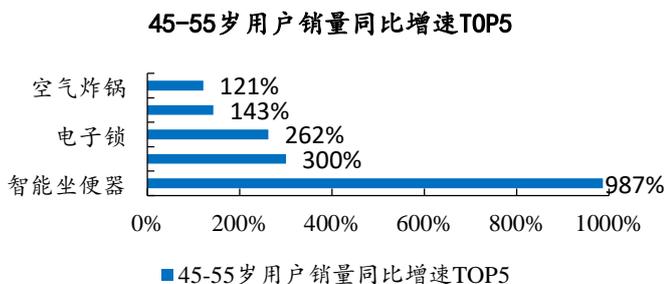
数据来源：世界银行、开源证券研究所

图30：预计未来10年我国平均每年新增65岁以上老人900万左右



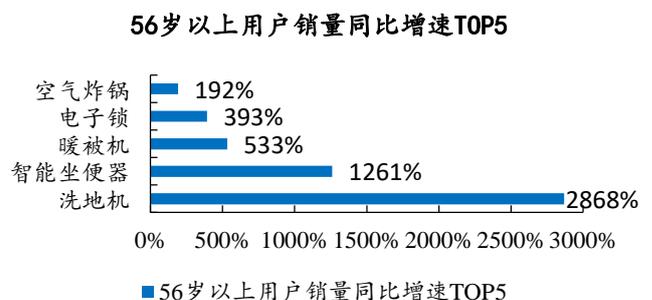
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图31：智能坐便器在中年群体中热销



数据来源：京东研究院、奥维云网、开源证券研究所

图32：智能坐便器在老年群体中热销



数据来源：京东研究院、奥维云网、开源证券研究所

驱动因素三：城镇化率推进、产品精装修配套率提升为市场扩大有力推手。智能坐便器作为消费升级产品，城镇化常驻人口为产品的主力消费人群。据国家统计局的数据显示，我国目前的城市常住人口为 65% 左右，相较于中等发达国家 80% 的城市化率仍有 15% 的提升空间，即约 7350 万户的净增城市家庭。同时从工程渠道来看，随着城镇化率的推进，新房需求仍为主力，根据华经产业研究院、中国产业研究院数据，智能坐便器精装房配置率增速亮眼，自 2019 年至 2022 年配套率提升 18.3pct 至 28.5%。

图33：我国还有至少 15%的城市化空间

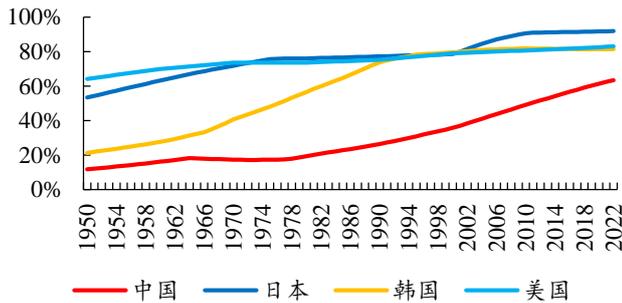
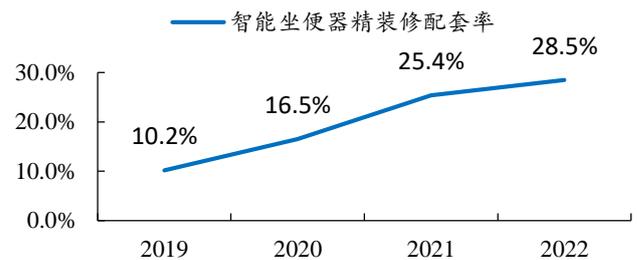


图34：中国智能坐便器精装修配套率已达 28.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

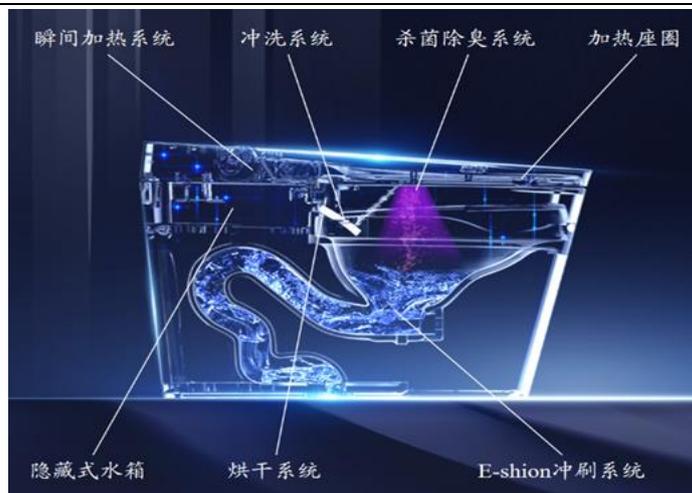
数据来源：华经产业研究院、中国产业研究院、开源证券研究所

3、公司亮点：成功发力智能坐便器赛道，自主品牌稳步孵化

3.1、以强技术、研发积淀起步，成功发力智能坐便器赛道

冲洗系统为智能坐便器核心系统，智能卫浴产品是卫浴冲水系统设计智能化发展的表现形式。以核心产品智能坐便器为例，其在原有的节水型清洁功能的冲水系统设计基础上进行智能化升级，达到自动化感应、等离子杀菌、泡沫盾等智能性功能。基于此，我们看好瑞尔特凭借在卫浴系统已经建立的明显生产制造优势及技术专利深厚积淀实现技术迁移，切入智能坐便器行业。

图35：冲洗系统是智能坐便器的核心系统

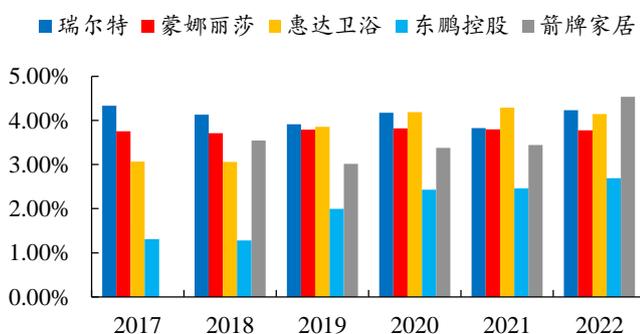


资料来源：瑞尔特官网、开源证券研究所

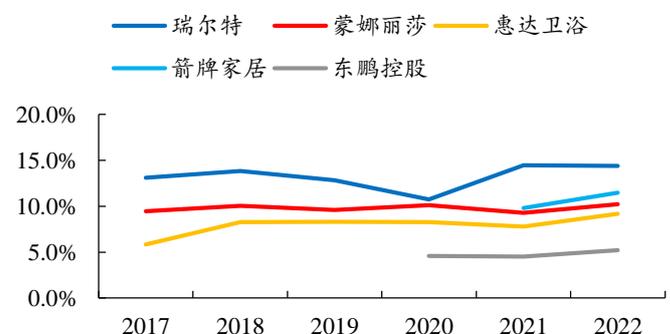
凭借多年国际高端卫浴品牌代工及领先的模具开发经验，公司已在卫浴系统形成强竞争力。公司长期为部分海内外中高端卫浴品牌、著名家电品牌及境内互联网企业提供产品配套服务。截止 2022 年底，在国内冲水组件市场占有率排名估量位居第一名，在全球冲水组件市场占有率排名估量位居前三名，充分彰显瑞尔特在坐便器冲水组件产品中较强的竞争力。

模具制造方面，瑞尔特已经积累了先进的模具研发、设计、加工制造人才队伍与技术储备。其制度建设保证了新模具的制造可以在制模、毛坯试制等方面同步进行，大大缩短了模具开发时间。公司先进的模具制造优势使得瑞尔特可以根据市场变化、客户需求快速做出响应，率先推出符合市场的产品，快速为客户需要提供解决方案。

公司专利及技术布局以用电用水安全、产品耐用性等为研发方向，有效解决行业痛点。瑞尔特长期保持领先于同行的研发强度，2017-2022 年公司研发费用率及研发人员占比均为行业前列。同时，公司的产品制造及研发方向能够有效解决智能坐便器行业痛点：（1）瑞尔特自主研发的“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；（2）内置“一体式冲洗阀”、下沉式水箱实现纯机械式无电冲刷并且主冲不受水压影响，该技术获得 2021 年度中国建筑卫生陶瓷协会“科技创新二等奖”。

图36：研发费用率高于行业平均


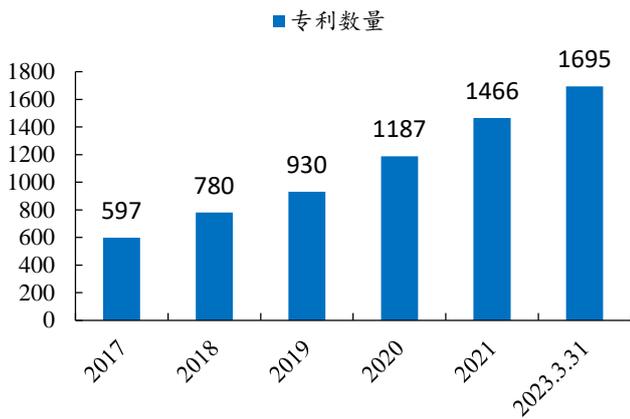
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：研发人员占比高于可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

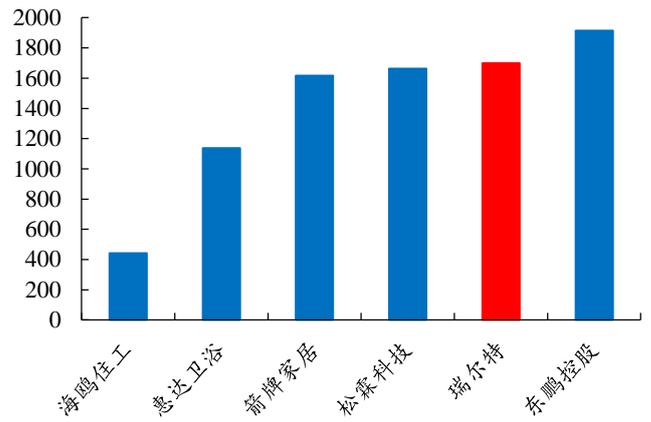
截至 2023 年 3 月 31 日，瑞尔特及其控股子公司已拥有 1695 项专利权，数量居于行业前列，具备行业领先的卫浴节水技术。2021 年，搭载 E-shion 冲刷系统的瑞尔特 A6 智能坐便器获得中国建筑卫生陶瓷协会科技奖二等奖，凭借其众多专利技术成为行业标杆之作。2023 年，瑞尔特“双重洁净技术”获得“2022 年度专利金奖”。

图38: 瑞尔特持续获得专利, 护城河不断加宽



数据来源: 瑞尔特 2017-2022 年报、开源证券研究所

图39: 瑞尔特拥有专利数量居于行业前列



数据来源: Wind、开源证券研究所

图40: 瑞尔特多次获得国内外各项荣誉



资料来源: 瑞尔特官网

智能坐便器赛道布局顺利, 2012 推出一体机产品。2008 年瑞尔特开始研究智能坐便器, 2011 年瑞尔特推出智能坐便器盖板, 2012 年推出智能坐便器一体机。此后瑞尔特逐步配齐智能坐便器基础功能, 于 2018 年厚积薄发推出王牌产品 V8800, 该产品不仅带有水洗、烘干、座圈加热、智能除臭、智能冲水等功能, 而且外形美观, 标志着公司拥有了成熟的智能一体机生产制造工艺。近年来, 瑞尔特进一步迎合市场需求, 分别于 2019 年、2020 年推出健康检测和万物互联的智能坐便器。

图41: 瑞尔特智能产品功能逐步齐全, 受到市场认可



资料来源: 瑞尔特官网、卫浴网、苏宁易购、开源证券研究所

3.2、自主品牌：产品及渠道端差异化发力突破，品牌稳步孵化

■ 产品端：主打功能丰富及性价比优势，与头部品牌形成差异化竞争

公司自发力卫浴空间智能产品领域以来，已推出智能一体机 G 系列、V 系列、E/G 系列及十余款智能盖板产品。产品价格带覆盖 2499-11299 元，以中低端价格带为主，且中高端价位产品功能丰富，能够较好地满足市场多元化的消费需求。我们将公司与市面竞品进行比较，可以发现公司产品差异化竞争优势明显，产品处强性价比区间，在同价位段的产品中做到功能更丰富，例如公司 2022 年双 11 最畅销智能坐便器机型 UX7 型智能坐便器不仅有即热水洗、暖风烘干、坐圈加热、等离子杀菌、离座自动冲水、停电冲水等齐全功能，其单价为 5198 元，远低于 TOTO、科勒等进口品牌，同时功能也较国资品牌九牧、恒洁的产品齐全，性价比更高。

表3：瑞尔特智能坐便器产品功能齐全多样

品牌	图片	型号	价格	功能
瑞尔特		UX7	5198 元	自动翻盖、等离子杀菌、按摩清洗、无光接触除臭、座圈加热、暖风烘干、喷嘴自洁、停电冲水、泡沫盾防溅
		V7216	6999 元	抗菌除臭、暖风烘干、即热水洗、喷嘴自洁、光感夜灯、座圈加热、自动冲水、按摩洗净、无线遥控
国资品牌主要产品		S600	9999 元	喷嘴自洁、遥控操作、除臭功能、座圈加热、夜间照明、无电冲刷、水温控制、按摩洗净、暖风烘干
		S650	3849 元	泡沫防溅、抗菌座圈、即热水洗、智能识别大小冲、自动开关盖、按摩洗净、暖风烘干
		Q9	10898 元	抗菌座圈、感应翻盖、即热冲洗、按摩洗净、座圈加热、暖风烘干
恒洁		Q6	7198 元	抗菌座圈、即热冲洗、自动冲水、遥控控制、暖风烘干、座圈加热
		CES8E810GCN-01	23899 元	电解水除菌、自动除臭、自动冲洗、自动开关盖、按摩洗净、暖风烘干、柔光照明、遥控操作
外资品牌				

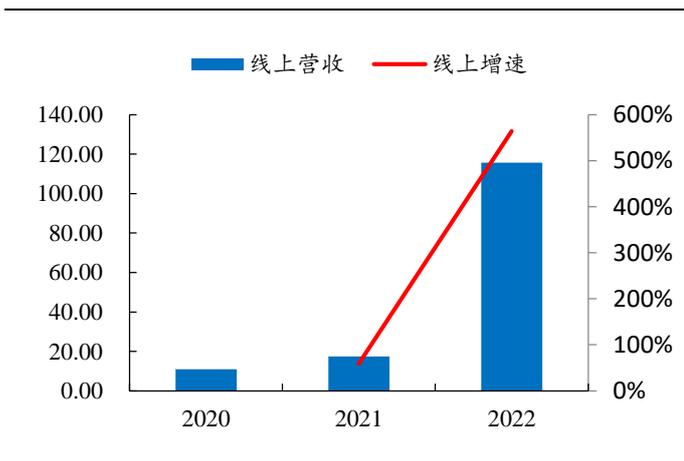
品牌	图片	型号	价格	功能
主要 产品		CS902-01	59899 元	电解水除菌、自动冲洗、自动开关盖、按摩洗净、暖风烘干、柔光照明、停电手动冲洗
		5401T-XP3-0	15999 元	喷管除菌、电力冲水、座圈加热、智感夜灯、自动开关盖、按摩洗净、自动冲水、语音控制
		77780TXP	18299 元	一键除菌、电力冲水、座圈加热、智感夜灯、自动开关盖、按摩洗净、自动冲水、语音控制

资料来源：瑞尔特官网、TOTO 官网、科勒官网、淘宝网、开源证券研究所

■ 渠道端：线上渠道增速亮眼，线下渠道布局深化

线上渠道成功搭建，营收及市占率增长亮眼。2022 年瑞尔特加大线上渠道推销力度，营业收入从 2021 年的 0.17 亿元增长至 1.16 亿元，增长率 564.25%。2022 年，瑞尔特 UX7 深得消费者青睐，是瑞尔特 2022 年双 11 最畅销的智能坐便器机型，瑞尔特 A6 型智能坐便器也荣登“天猫 V 榜单”。2023 年，随着公司线上产品推新加快，我们预计全年营收将继续保持高增长。

图42：2022 年线上渠道开始发力（单位：百万）



数据来源：瑞尔特 2021-2022 年报、开源证券研究所

图43：2022 年，A6、UX7 分别成为天猫 V 榜推荐和天猫双 11 超级单品



资料来源：淘宝网

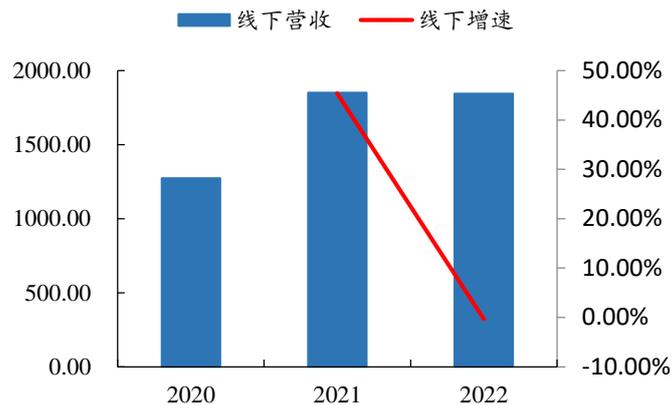
线下渠道方面，公司主要有经销商渠道和工程渠道。

(1) 经销商渠道：采取“店中店”轻资产模式扩张。与其他品牌主要采取专卖店的销售形式不同，瑞尔特采取店中店发展模式，以低成本开店费用迅速扩张销售渠道。公司在保证经销商毛利率稳定的情况下，承包了安装、保修等一系列售后工

作，减轻了经销商负担，此外还有其他针对经销商的让利补贴，经销商积极性被充分调动。

(2) 工程渠道：公司订单包括优质房地产项目及公共项目，房地产项目方面，公司战略合作客户包括金地、联发等优质房地产国、民营企业，同时与锦江都城酒店达成合作，向其提供包括智能坐便器。公共项目方面，近年来公司成功参与了成都大运会项目。

图44：2022年线下渠道发展稳定/百万元

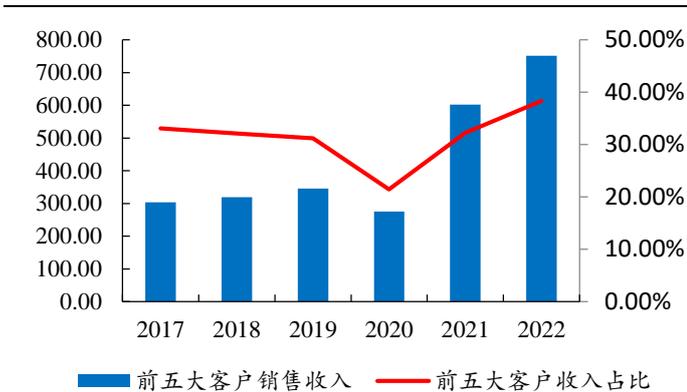


数据来源：瑞尔特 2021-2022 年报、开源证券研究所

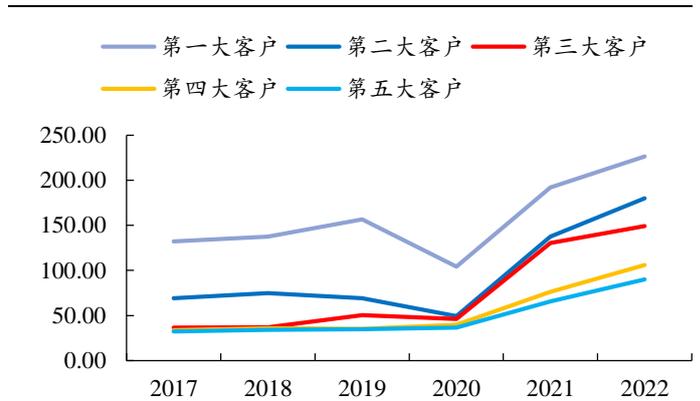
3.3、代工业务：深度绑定行业优质客户，合作稳定兼可持续良性发展

代工业务为公司主要的营收来源，深度绑定行业优质客户，合作稳定兼可持续良性发展。节水组件方面，公司长期为部分海内外中高端卫浴品牌、著名家电品牌及境内互联网企业提供产品配套服务，大部分客户合作时间均在 5 年以上。智能坐便器方面，公司为部分海内外中高端卫浴品牌、著名家电品牌及境内互联网企业提供智能坐便器 ODM 服务，公司凭借智能坐便器从研发到售后全流程打通的服务能力，已获得客户认可。细看公司大客户收入，2020-2022 年公司前五大客户的收入均同步提升，2022 年前五大客户销售收入合计达 7.51 亿元，同比增长 24.75%，收入占比提升 6.02pct 至 38.35%，侧面体现了公司强有力的卫浴系统生产制造能力及客户绑定能力。

我们认为，优质的客户绑定将托底公司业务实现稳增长。一方面公司与大客户合作稳定（大多数客户合作年份为 5 年以上），且知名卫浴品牌商对配套商的选择有严格的验厂程序与较长时间的产品测试周期，测试包括公司产品品质、质量管理体系、产品认证、研发能力、生产管理、交货周期等方面，因此合作关系一旦形成，将在较长时期内保持稳定。另一方面凭借在节水组件较强的行业知名度和智能坐便器产品领域领先的自主研发能力，我们看好公司实现原有客户的持续绑定和新客户的稳步开拓。

图45：2022 年公司前五大客户收入达 7.51 亿元/百万元


数据来源：瑞尔特 2020-2022 年报、开源证券研究所

图46：2020-2022 年公司前五大客户收入同比提升/百万元


数据来源：瑞尔特 2020-2022 年报、开源证券研究所

4、未来展望：从在研及募投项目看公司发展，聚焦智能坐便器加速产品布局

细看公司研发方向，以智能坐便器产品功能开发及产品质量管控为核心。瑞尔特从研发体系的建设和完善为着力点，已经形成紧跟市场需求的体系性的研发、设计能力。截至 2022 年公司多个在研项目技术涵盖产品通用技术中的除菌、除臭技术以及服务于产品功能迭代的一体机泡沫盾技术、高低压分离安全加热盖板。我们认为持续的研发投入下公司产品技术以及智能化优势有望持续引领行业。2022 年搭载公司第三代泡沫盾技术的新产品 UX7 成为当年天猫双 11 超级单品，进一步展现出公司较强的产品更新迭代能力和技术持续变现能力。

表4：在研项目主攻智能坐便器

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
高低压分离安全加热盖板	开发一种带有强弱电分离的加热盖板,将市电进入加热盖板后实现分离,提供产品寿命及安全性。	进行中	提高产品寿命及使用安全性,同时降低产品成本,减小产品体积,节省产品空间,产品外观通用性强。	有助于巩固公司在加热盖板领域的竞争优势和市场份额,使产品更加多样化、精致化。
一体机泡沫盾	研制出能有效解决马桶水封溅水问题、泡沫层厚度大于 3cm 且不影响马桶冲刷性能的一体机泡沫盾。	量产	不影响整机一体性,外观美观新颖,加液方便,出泡效率高。	丰富智能马桶的功能,满足不同人群的需求,进一步提高公司产品的市场竞争力。
A2473 高效双按排水阀	研制一款冲刷高效型排水阀,产品满足国标、UPC、CE、	进入试生产阶段	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。

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
	WRAS、WaterMark 等标准。			
壁挂座式淋浴器	研制适用于老人及行动不便人群洗浴的淋浴装置。	进入试生产阶段	获得目标人群的广泛使用	有助于完善公司适老产品线,增加公司利润增长点。
具有动态水除菌功能的智能一体机项目	响应终端用户关于健康生活品质提升的需求。	进行中	消除用户对智能马桶清洗功能的顾虑,让更多的用户敢于体验公司的智能马桶清洗功能,加快提升公司智能马桶的市场普及率。	及时响应终端用户的需求,有助于提升公司产品的市场竞争力。
免更换除臭功能耗材的智能一体机项目	解决产品生命周期内上门为终端用户更换除臭耗材的问题,降低人工汤扮吹岸柏本和物料损耗猪墩碍	进行中	减少售后人工成本和用户使用成本	降低售后人工成本和用户使用成本,对标市场同功能的竞品有价格优势,可增加公司产品的市场销售份额。

资料来源:瑞尔特 2022 年报、开源证券研究所

募投项目调整,重点发展卫浴空间智能产品领域。公司于 2020 年调整募投资金使用计划,拟投入 2.6 亿元新建“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目”,金额占比 42.3%,重点发展智能卫浴产品领域。2022 年,公司委托国内知名智能工厂制造商对在厦门的“年产 120 万套智能卫浴产品生产基地”进行进一步智能化升级,预计将在 2023 年 4 月底左右升级完成并投产。2023 年公司智能卫浴产品产能将从 2022 年的 60 万套增加至 180 万套,新产能将于 2023 年开始根据市场消化能力逐步释放,预计 3-5 年消化完毕。我们预计,该项目投产后将进一步扩大公司智能卫浴产品产能水平,同时降低人工成本,筑高公司生产制造优势,为瑞尔特扩大智能产品市场份额与自有品牌的进一步发展提供保障。

表5:积极扩充卫浴配件、智能产品整机产能,为扩大市场份额打下基础

承诺投资项目资金投向	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额(1)	投资额占比	截至 2022 年累计投入金额(2)	截至期末投资进度(3)=(2)/(1)	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	32698.33	32698.33	53.1%	32,847.80	100.46%	10,213.37	是	否
阳明路卫浴配件生产基地改扩建项目	28,855.52	2,816.97	4.6%	2816.97	100.00%		否	是
年产 120 万套智能卫浴产品生产基地建设项目		26,038.55	42.3%	10,494.30	40.30%		否	产线优化调整
承诺投资项目小计	61,553.85	61,553.85	100.0%	46,159.07		10,213.37		

资料来源:瑞尔特 2022 年报、开源证券研究所

5、盈利预测

5.1、关键假设

收入端：我们认为国内卫浴行业在存量房翻新、城镇化进一步推进、银发经济等需求以及智能化产品迭代驱动下成长空间依旧广阔。瑞尔特作为节水型冲水组件龙头企业，以冲水系统的深厚积累为基础发力智能化产品，自主品牌孵化顺利，产品功能不断丰富、价格带不断拓宽，市场占有率逐步提升，公司成长动力充足。我们预计 2023-2025 年公司总营收分别为 24.03/28.64/34.05 亿元，同增 22.6%/19.2%/18.9%。关键假设如下：

公司主营业务产品主要分为水箱及配件、智能坐便器及盖板、同层排水系统等，主要品类拆分来看：

(1) 水箱及配件：2020、2022 年受疫情影响营收有所下降，但随着疫情的放开以及经济的复苏，预计需求逐步恢复。公司在该领域有较强的竞争力，我们认为该品类营收将保持稳步发展态势，预计 2023-2025 年该产品类的收入增速分别为 4.6%/5.0%/4.2%。

(2) 智能坐便器及盖板：该产品类是公司目前主要推广的类别。短期来看，业务或受益于后疫情时期 C 端消费需求的逐步恢复及新品推新放量；长期来看，智能坐便器为卫浴行业智能化的代表产品，在低渗透率下，产品市场潜力十足，我们看好该产品类别中长期稳健发展，营收占比逐步走高。预计 2023-2025 年营收增速分别为 40.0%/29.6%/27.6%。

利润端：随着公司产品结构的优化，高毛利产品智能坐便器及盖板营收占比预计将进一步提升，利好公司毛、净利率提升，我们看好公司盈利能力的稳步提升。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.47/3.04/3.69 亿元，同增 17.1%/23.2%/21.3%，对应净利率分别为 10.3%/10.6%/10.8%。

表6：智能产品收入扩张迅速，逐步成为第一大收入来源并预期继续扩大

单位：百万	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
水箱及配件	590.8	776.1	717.9	750.6	788.1	819.7
YOY	-10.2%	31.4%	-7.5%	4.6%	5.0%	4.0%
占比	46.0%	41.5%	36.6%	31.2%	27.5%	24.1%
智能座便器及盖板	542.7	854.7	1005.7	1408.0	1824.8	2327.5
YOY	86.1%	57.5%	17.7%	40.0%	29.6%	27.6%
占比	42.3%	45.7%	51.3%	58.6%	63.7%	68.4%
同层排水系统产品	92.2	172.9	178.0	187.5	195.0	200.9
YOY		87.6%	3.0%	5.3%	4.0%	3.0%
占比	7.2%	9.3%	9.1%	7.8%	6.8%	5.9%
卫浴系其他产品	53.4	58.8	55.7	53.5	54.6	55.7
YOY	-4.7%	10.1%	-5.2%	-4.0%	2.0%	2.0%
占比	4.2%	3.1%	2.8%	2.2%	1.9%	1.6%
其他业务收入	5.2	5.7	2.2	2.8	1.2	1.3
占比						

单位：百万	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入合计	1284.2	1868.3	1959.6	2402.5	2863.7	3405.0
YOY		45.5%	4.9%	22.6%	19.2%	18.9%
归母净利润	114.6	139.4	210.9	247.1	303.6	368.8
YOY	-36.9%	21.6%	51.4%	17.1%	23.2%	21.3%
净利率	8.9%	7.1%	10.6%	10.3%	10.6%	10.8%

数据来源：瑞尔特 2021-2022 年报、开源证券研究所

5.2、相对估值

卫浴行业内各公司主营业务的应用场景不同，因此成长性不同，我们选取与瑞尔特在主营业务或销售产品上相似的箭牌家居、东鹏控股为可比公司，并选取了同样依靠智能产品实现较快业绩增长的好太太公司。截至 2023 年 6 月 13 日，可比公司 2023 年的平均 PE 为 18.8 倍。我们看好瑞尔特自主品牌稳步孵化拔高估值，同时智能化产品有望贡献超额业绩，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.47/3.04/3.69 亿元，对应 EPS 为 0.59/0.73/0.88 元，当前股价对应 PE 为 15.2/12.4/10.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：相比可比公司估值，公司估值具有提升空间

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE (倍)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
箭牌家居	179.2	5.9	6.3	7.5	8.9	0.7	0.8	0.9	1.1	27.7	24.1	20.2	16.9
好太太	59.0	2.2	3.1	3.7	4.4	0.6	0.8	0.9	1.1	26.8	19.3	16.0	13.5
东鹏控股	96.4	2.0	14.2	7.4	8.8	0.2	0.6	0.8	0.9	48.4	13.0	11.0	9.1
平均		3.4	7.8	6.2	7.3	0.5	0.7	0.9	1.0	34.3	18.8	15.7	13.2
瑞尔特	35.8	2.1	2.5	3.0	3.7	0.5	0.6	0.7	0.9	17.8	15.2	12.4	10.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（箭牌家居、东鹏控股盈利预测取自开源证券研究所，好太太盈利预测参考 Wind 一致预期，收盘价截止日期为 2023 年 6 月 13 日）

6、风险提示

行业竞争加剧、下游消费需求恢复及公司新品推广不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1652	1829	1682	1856	2121
现金	461	554	751	885	1020
应收票据及应收账款	579	449	0	0	0
其他应收款	6	6	9	9	13
预付账款	15	19	23	26	32
存货	287	303	402	438	558
其他流动资产	304	498	498	498	498
非流动资产	587	601	664	704	740
长期投资	0	3	5	7	9
固定资产	432	513	571	606	636
无形资产	31	30	30	30	30
其他非流动资产	124	55	58	61	64
资产总计	2239	2430	2346	2560	2861
流动负债	403	410	172	164	180
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	244	252	0	0	0
其他流动负债	159	158	172	164	180
非流动负债	67	93	89	84	79
长期借款	0	25	20	16	11
其他非流动负债	67	69	69	69	69
负债合计	470	503	261	248	259
少数股东权益	-5	-8	-12	-20	-27
股本	418	418	418	418	418
资本公积	454	456	456	456	456
留存收益	921	1070	1199	1366	1571
归属母公司股东权益	1774	1935	2098	2332	2629
负债和股东权益	2239	2430	2346	2560	2861

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	102	363	414	336	356
净利润	134	208	242	296	362
折旧摊销	85	91	87	107	129
财务费用	10	-45	-5	-8	-10
投资损失	-16	-4	-12	-11	-9
营运资金变动	-143	84	116	-39	-105
其他经营现金流	34	30	-13	-10	-11
投资活动现金流	-51	-260	-134	-135	-154
资本支出	142	115	147	145	163
长期投资	89	-150	-2	-2	-2
其他投资现金流	2	5	15	12	12
筹资活动现金流	-72	-47	-84	-66	-67
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	25	-5	-5	-5
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	5	2	0	0	0
其他筹资现金流	-76	-74	-79	-61	-62
现金净增加额	-29	99	197	134	135

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1868	1960	2402	2864	3405
营业成本	1446	1473	1758	2093	2482
营业税金及附加	10	14	17	19	24
营业费用	95	123	187	235	247
管理费用	99	94	107	125	160
研发费用	72	83	116	115	144
财务费用	10	-45	-5	-8	-10
资产减值损失	-8	-6	-6	-9	-10
其他收益	16	17	15	16	16
公允价值变动收益	-4	2	1	-1	1
投资净收益	16	4	12	11	9
资产处置收益	1	2	2	2	2
营业利润	149	236	269	331	404
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	4	2	2	3
利润总额	150	232	268	330	402
所得税	16	24	26	34	40
净利润	134	208	242	296	362
少数股东损益	-6	-3	-5	-8	-7
归属母公司净利润	139	211	247	304	369
EBITDA	221	308	337	415	504
EPS(元)	0.33	0.50	0.59	0.73	0.88

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	45.5	4.9	22.6	19.2	18.9
营业利润(%)	19.1	58.5	14.2	22.9	22.0
归属于母公司净利润(%)	21.6	51.4	17.1	22.9	21.5
获利能力					
毛利率(%)	22.6	24.8	26.8	26.9	27.1
净利率(%)	7.5	10.8	10.3	10.6	10.8
ROE(%)	7.5	10.8	11.6	12.8	13.9
ROIC(%)	6.7	9.8	10.6	11.6	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	21.0	20.7	11.1	9.7	9.1
净负债比率(%)	-24.5	-26.1	-33.8	-36.5	-37.8
流动比率	4.1	4.5	9.8	11.3	11.8
速动比率	3.3	3.7	7.3	8.5	8.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	4.5	4.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.2	5.9	14.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.50	0.59	0.73	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.87	0.99	0.80	0.85
每股净资产(最新摊薄)	4.24	4.63	5.02	5.58	6.29
估值比率					
P/E	27.0	17.8	15.2	12.4	10.2
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.9	9.2	7.8	6.0	4.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn