

瑞尔特 (002790)

证券研究报告

2023年04月22日

智能卫浴有望实现弯道超车

公司 22Q4 营收 5.7 亿，同增 2.6%；归母净利 0.57 亿，同增 103.8%

22 年营收 19.6 亿，同增 4.9%；归母净利 2.1 亿，同增 51.4%，主要系原材料价格周期性回落及人民币贬值等原因所致；扣非净利 1.9 亿，同增 68.5%；同时公告向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元。

收入分产品，22 年水箱及配件 7.2 亿（占总 36.6%），同减 7.5%；智能坐便器及盖板 10.1 亿（占总 51.3%），同增 17.7%；同层排水系统产品 1.8 亿（占总 9.1%），同增 3%。**分地区**，境内 14.1 亿（占总 71.8%），同增 4.66%；境外 5.5 亿（占总 28.3%），同增 5.5%。**分渠道**，线上 1.2 亿（占总 5.9%），同增 564.3%；线下 18.4 亿（占总 94.1%），同减 0.4%。

22Q4 毛利率 22.65%，同增 2.62pct，归母净利率 9.9%，同增 4.91pct； 22 全年毛利率 24.81%，同增 2.22pct，归母净利率 10.76%，同增 3.3pct。

毛利率分产品，22 年水箱及配件 24.42%，同增 2.33pct；智能坐便器及盖板 23.64%，同增 4.55pct。**分地区**，境内 24.76%，同增 3.14pct；境外 24.94%，同减 0.11pct。**分渠道**，线下 23.31%，同增 0.97pct。

智能卫浴潜在市场空间大，公司加大投入有望弯道超车

据公司年报，国内智能卫浴市场有望在未来几年内迎来渗透率快速增长，仅智能坐便器即拥有千亿级容量。公司近年来持续加大研发创新、运营方面投入、扩大运营和服务团队规模，在智能卫浴产品领域竞争力不断攀升。

注重研发体系建设与完善，产品研发设计能力强

公司研发中心根据目标市场上产品样式、功能需求变化趋势及客户实际需求进行新品设计与研发；拥有完整的模具研发、模具设计、模具加工制造能力，从产品设计前端对接客户，快速响应客户需求。

提升消费者产品体验与舒适度，品质致胜获认可

公司在研发、采购、生产、销售等各环节均实施严格质量控制，在行业内具有很高美誉度，节水型冲水组件等卫浴配件产品使用寿命、质保期限处于行业前端，智能坐便器采用进口元器件、质量过硬、维修率低、质保期长并提供全面售后服务。

推动数字化转型，提升规模效应，助力降本增效

中高端卫浴品牌对配套商生产规模、交期等要求越来越高，公司具有相对充足产能，且依托工业 4.0 制造体系，进一步推动数字化转型，提升规模效应，可超预期满足客户交期需求，竞争优势强。

拓展全球份额，未来提供完整解决方案空间可期

不断拓展全球范围市场份额，全面提升在行业领域竞争力和全球行业地位，未来将基于公司卫浴冲水系统研发优势，结合卫浴产品的智能化运用，完善整体卫浴空间配套服务与完整解决方案，成为全球领先的卫浴空间和家庭水系统解决方案提供商。

维持盈利预测，维持“买入”评级。23 年公司将继续巩固在水件制造领域的全球领先地位，深耕国内智能化卫浴市场，加大全球智能卫浴产品推广力度，维持与拓展世界知名卫浴品牌合作关系。公司具备完整的卫浴空间

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	8.74 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	417.90
流通 A 股股本(百万股)	257.83
A 股总市值(百万元)	3,652.44
流通 A 股市值(百万元)	2,253.46
每股净资产(元)	4.63
资产负债率(%)	20.71
一年内最高/最低(元)	11.73/5.13

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001 weipengjie@tfzq.com	
孙谦	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004 suncqiana@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《瑞尔特-首次覆盖报告:乘智能马桶东风，自有品牌快速成长》2022-11-29

和家庭水系统的完整解决方案，包括产品研发体系、生产制造体系和质量控制体系，在水系统范畴，具有稳居国内市场份额优势地位的节水型冲水组件等卫浴配件产品、在卫浴产品智能化运用中，亦在智能坐便器等智能卫浴产品、同层排水系统产品等产品领域的市场竞争积累了一定竞争优势。我们预计 2023-25 年公司收入分别为 24、29、34 亿，归母净利分别为 2.5、3.1、3.7 亿，对应 eps 分别为 0.6、0.7、0.9 元/股，PE 分别为 15、12、10x。

风险提示：房地产市场调控风险；汇率波动风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；产品研发和技术创新风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,868.29	1,959.59	2,395.42	2,872.82	3,389.60
增长率(%)	45.48	4.89	22.24	19.93	17.99
EBITDA(百万元)	321.85	357.24	375.07	440.30	511.19
归属母公司净利润(百万元)	139.36	210.94	248.71	306.73	366.33
增长率(%)	21.58	51.36	17.90	23.33	19.43
EPS(元/股)	0.33	0.50	0.60	0.73	0.88
市盈率(P/E)	26.57	17.55	14.89	12.07	10.11
市净率(P/B)	2.09	1.91	1.77	1.60	1.42
市销率(P/S)	1.98	1.89	1.55	1.29	1.09
EV/EBITDA	9.90	7.22	7.75	5.29	4.91

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	460.52	554.19	335.73	902.54	718.91
应收票据及应收账款	578.91	448.78	929.20	658.85	1,208.23
预付账款	15.10	18.57	20.47	24.75	29.41
存货	287.50	303.34	398.43	407.61	555.44
其他	309.91	503.89	483.20	487.13	494.86
流动资产合计	1,651.94	1,828.76	2,167.03	2,480.89	3,006.86
长期股权投资	0.13	2.72	2.72	2.72	2.72
固定资产	431.73	513.00	416.34	319.67	223.01
在建工程	58.94	2.36	12.36	17.36	22.36
无形资产	31.49	30.44	28.97	27.50	26.03
其他	64.70	52.95	52.34	55.57	53.05
非流动资产合计	587.00	601.48	512.74	422.83	327.17
资产总计	2,238.93	2,430.23	2,679.77	2,903.72	3,334.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	244.05	251.81	345.68	348.14	470.81
其他	130.83	121.68	196.57	187.55	206.53
流动负债合计	374.88	373.49	542.24	535.69	677.34
长期借款	0.00	24.80	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	66.72	68.70	58.41	64.61	63.90
非流动负债合计	66.72	93.50	58.41	64.61	63.90
负债合计	469.69	503.19	600.65	600.30	741.24
少数股东权益	(4.70)	(7.60)	(10.85)	(16.56)	(22.30)
股本	418.33	418.01	417.90	417.90	417.90
资本公积	453.95	456.10	455.73	455.73	455.73
留存收益	921.26	1,069.52	1,235.55	1,462.29	1,756.17
其他	(19.60)	(9.00)	(19.21)	(15.93)	(14.71)
股东权益合计	1,769.25	1,927.04	2,079.12	2,303.42	2,592.79
负债和股东权益总计	2,238.93	2,430.23	2,679.77	2,903.72	3,334.03

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	133.56	208.03	248.71	306.73	366.33
折旧摊销	84.83	91.24	98.13	98.13	98.13
财务费用	11.37	(40.01)	(2.65)	(4.37)	(5.72)
投资损失	(16.21)	(4.35)	(12.21)	(10.92)	(9.16)
营运资金变动	(108.44)	56.48	(431.47)	248.76	(566.52)
其它	(2.71)	52.03	(3.78)	(6.82)	(8.13)
经营活动现金流	102.40	363.42	(103.26)	631.51	(125.07)
资本支出	131.57	114.76	20.29	(1.20)	5.70
长期投资	(2.45)	2.59	0.00	0.00	0.00
其他	(180.38)	(377.03)	(20.27)	5.32	0.39
投资活动现金流	(51.26)	(259.67)	0.02	4.12	6.09
债权融资	(2.01)	68.30	(23.46)	5.88	5.15
股权融资	(48.60)	12.44	(91.76)	(74.71)	(69.80)
其他	(20.97)	(127.97)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(71.58)	(47.23)	(115.22)	(68.82)	(64.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(20.44)	56.52	(218.46)	566.81	(183.63)

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,868.29	1,959.59	2,395.42	2,872.82	3,389.60
营业成本	1,446.33	1,473.43	1,757.20	2,077.86	2,431.39
营业税金及附加	10.46	14.18	17.73	22.41	22.71
销售费用	94.62	123.28	156.42	193.63	224.73
管理费用	99.45	93.89	111.39	135.60	156.26
研发费用	71.52	82.93	93.90	119.22	155.24
财务费用	9.77	(45.42)	(2.65)	(4.37)	(5.72)
资产/信用减值损失	(16.49)	(6.63)	(8.05)	(10.39)	(8.35)
公允价值变动收益	(4.24)	1.90	1.10	0.90	(0.97)
投资净收益	16.21	4.35	12.21	10.92	9.16
其他	(8.26)	(18.35)	0.00	0.00	0.00
营业利润	148.92	236.04	266.70	329.91	404.84
营业外收入	1.10	0.00	0.31	0.93	0.41
营业外支出	0.23	4.32	1.10	0.33	1.92
利润总额	149.79	231.72	265.91	330.51	403.33
所得税	16.22	23.69	22.07	31.50	44.16
净利润	133.56	208.03	243.84	299.01	359.17
少数股东损益	(5.80)	(2.91)	(4.87)	(7.72)	(7.16)
归属于母公司净利润	139.36	210.94	248.71	306.73	366.33
每股收益(元)	0.33	0.50	0.60	0.73	0.88

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	45.48%	4.89%	22.24%	19.93%	17.99%
营业利润	19.10%	58.51%	12.99%	23.70%	22.71%
归属于母公司净利润	21.58%	51.36%	17.90%	23.33%	19.43%
获利能力					
毛利率	22.59%	24.81%	26.64%	27.67%	28.27%
净利率	7.46%	10.76%	10.38%	10.68%	10.81%
ROE	7.86%	10.90%	11.90%	13.22%	14.01%
ROIC	17.01%	17.07%	25.50%	22.77%	37.48%
偿债能力					
资产负债率	20.98%	20.71%	22.41%	20.67%	22.23%
净负债率	-25.59%	-27.17%	-15.93%	-38.92%	-27.52%
流动比率	4.10	4.46	4.00	4.63	4.44
速动比率	3.39	3.72	3.26	3.87	3.62
营运能力					
应收账款周转率	3.58	3.81	3.48	3.62	3.63
存货周转率	7.11	6.63	6.83	7.13	7.04
总资产周转率	0.86	0.84	0.94	1.03	1.09
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.50	0.60	0.73	0.88
每股经营现金流	0.25	0.87	-0.25	1.51	-0.30
每股净资产	4.24	4.63	5.00	5.55	6.26
估值比率					
市盈率	26.57	17.55	14.89	12.07	10.11
市净率	2.09	1.91	1.77	1.60	1.42
EV/EBITDA	9.90	7.22	7.75	5.29	4.91
EV/EBIT	13.41	9.67	10.49	6.81	6.08

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com