

增持 (维持)

瑞尔特 (002790)

国内卫浴配件领先制造商，智能马桶业务未来可期

2023年5月15日

市场数据

日期	2023-05-12
收盘价(元)	8.52
总股本(百万股)	417.90
流通股本(百万股)	260.81
净资产(百万元)	1976.10
总资产(百万元)	2471.02
每股净资产(元)	4.73

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《瑞尔特 2023 年一季报点评: 疫情扰动收入短期承压, 智能马桶业务未来可期》2023-05-04
《瑞尔特 2022 年报点评: 盈利能力修复, 智能马桶业务未来可期》2023-04-24

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn
S0190518020001

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn
S0190522070001

侯宜芳

houyifang@xyzq.com.cn
S0190522100001

投资要点

- **国内冲水组件领先制造商。**公司主要生产冲水组件等卫浴配件产品, 下游客户包括 ROCA、INAX、KOHLER、American Standard、箭牌、航标等国内外知名卫浴品牌。依托于公司储备的领先专利技术, 过硬的生产、质量管理控制能力, 公司在冲水组件行业处于领先地位, 2021 年公司在国内冲水组件市场估量位居行业第一名、在全球估量位居行业前三名。
- **入局智能马桶赛道, 未来有望享受赛道增长红利。**依托在冲水组件的综合竞争优势, 公司将业务延伸至智能马桶赛道。2019-2021 年, 中国智能马桶市场规模从 124 亿元增至 160 亿元, CAGR 为 14%, 处于高速成长期。但 2021 年中国智能马桶渗透率仅不足 5%, 相比美日欧 60%-90% 的渗透率仍有较大提升空间, 随着精装房配套率的提升、智能马桶技术下沉, 叠加线上渠道的兴起, 未来智能马桶渗透率有望继续提升。目前公司智能马桶业务以代工生产为主, 客户包括国内外中高端卫浴品牌、家电巨头、境内互联网企业、工程建筑开发商、装修商等, 同时也在开展自有品牌业务, 通过经销、线上、工程等渠道销售。考虑到智能马桶业务与公司传统的冲水组件业务具有较高的协同性, 公司的智能马桶产品同样具备较强竞争力, 预计未来有望享受行业增长红利。
- **盈利预测与投资建议:**未来智能马桶渗透率有望进一步提升, 我们看好公司在智能马桶业务的成长性。我们维持对公司的盈利预测, 预计 2023-2024 年公司营业收入为 23.11、26.96 亿元, 同比增长 17.9%、16.7%, 实现归属于母公司净利润 2.45、2.89 亿元, 同比增长 16.4%、17.8%; 对应 5 月 12 日股价的 P/E 分别为 14.5、12.3 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示:**行业竞争加剧风险, 宏观经济恢复不及预期风险, 原材料价格大幅上涨风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1960	2311	2696	3140
同比增长	4.9%	17.9%	16.7%	16.5%
归母净利润(百万元)	211	245	289	339
同比增长	51.4%	16.4%	17.8%	17.3%
毛利率	24.8%	26.0%	26.1%	26.1%
ROE	10.9%	11.7%	12.6%	13.3%
每股收益(元)	0.50	0.59	0.69	0.81
市盈率	16.9	14.5	12.3	10.5

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1、国内卫浴配件领先制造商，营收表现亮眼.....	4 -
1.1、精耕卫浴配件数十载，向智能卫浴产品延伸.....	4 -
1.2、营收增速抢眼，利润仍有较大提升空间.....	6 -
1.3、股权结构稳定，核心团队行业从业经验丰富.....	8 -
2、卫浴行业：冲水组件步入成熟期，智能马桶大有可为.....	10 -
2.1、冲水组件：行业步入成熟期，瑞尔特处于领先地位.....	11 -
2.2、智能马桶：行业增速较高，渗透率有较大提升空间.....	13 -
3、研发能力突出，深度绑定下游优质客户.....	18 -
3.1、技术、生产优势领先.....	18 -
3.2、产品质量领先，深度绑定下游优质客户.....	19 -
4、盈利预测与估值.....	21 -

图目录

图 1 公司发展历程.....	4 -
图 2 公司销售模式.....	5 -
图 3 2017-2023 年一季度公司营业收入及增速.....	6 -
图 4 2017-2023 年一季度公司归母净利润及增速.....	6 -
图 5 2020-2022 年公司分业务收入占比.....	6 -
图 6 2018-2022 年公司分地区收入占比.....	6 -
图 7 2017-2023 年一季度公司毛利率与归母净利率.....	7 -
图 8 2017-2023 年一季度公司期间费用率.....	7 -
图 9 2012-2022 年公司分业务毛利率.....	8 -
图 10 2014-2022 年公司与可比公司同产品毛利率.....	8 -
图 11 2017-2022 年公司应收账款及票据及其周转率.....	8 -
图 12 2017-2022 年公司资产负债率.....	8 -
图 13 公司股权结构（截止至 2022 年 12 月 31 日）.....	9 -
图 14 卫浴产品分类.....	10 -
图 15 公司所在产业链位置.....	10 -
图 16 2007-2021 年中国冲水组件市场规模（销量）及增速.....	12 -
图 17 2007-2021 年中国冲水组件市场规模（销额）及增速.....	12 -
图 18 2018 年中国卫生陶瓷行业格局.....	12 -
图 19 2014 年瑞尔特冲水组件市场份额（销量）.....	12 -
图 20 智能马桶部分功能.....	13 -
图 21 2019-2022E 中国智能马桶市场规模（销量）及增速.....	14 -
图 22 2019-2022E 中国智能马桶市场规模（销额）及增速.....	14 -
图 23 2012-2020 年中国智能马桶渗透率.....	15 -
图 24 2021 年各国智能马桶渗透率.....	15 -
图 25 2019-2021 中国精装房市场智能马桶配套项目数和规模.....	15 -
图 26 2021 年中国精装房市场马桶产品结构.....	15 -
图 27 2021 年中国消费者智能马桶购买渠道.....	16 -
图 28 2015、2021 年中国从事研发、生产智能马桶及相关产品的厂商数量（家）.....	16 -
图 29 2018-2021 年 11 月中国智能马桶线上零售均价.....	16 -
图 30 2018 至 2021 年前 11 月中国智能马桶线上零售均价下降幅度.....	16 -
图 31 2022 年中国精装市场智能马桶格局.....	17 -
图 32 2021 年中国线上智能马桶市场格局.....	17 -
图 33 2018-2022 年公司研发费用、增速及研发费用率.....	18 -

图 34 2018-2022 年公司研发人员数量及占总员工数量比例.....	- 18 -
图 35 公司主要客户	- 20 -
图 36 2012-2022 年公司前五大客户销售额及占比.....	- 20 -

表目录

表 1、公司主营产品.....	- 5 -
表 2、部分可比公司业务情况.....	- 7 -
表 3、公司部分核心团队履历.....	- 9 -
表 4、部分推广节水型冲水器具相关的产业政策梳理.....	- 11 -
表 5、中国冲水组件技术发展历程.....	- 11 -
表 6、公司主要竞争对手.....	- 13 -
表 7、智能马桶分体机与一体机区别.....	- 14 -
表 8、公司取得的部分主要技术成果.....	- 19 -
表 9、截止 2022 年底公司研发投入项目.....	- 19 -
表 10、主营业务盈收预测.....	- 21 -
表 11、公司与可比公司盈利预测.....	- 21 -

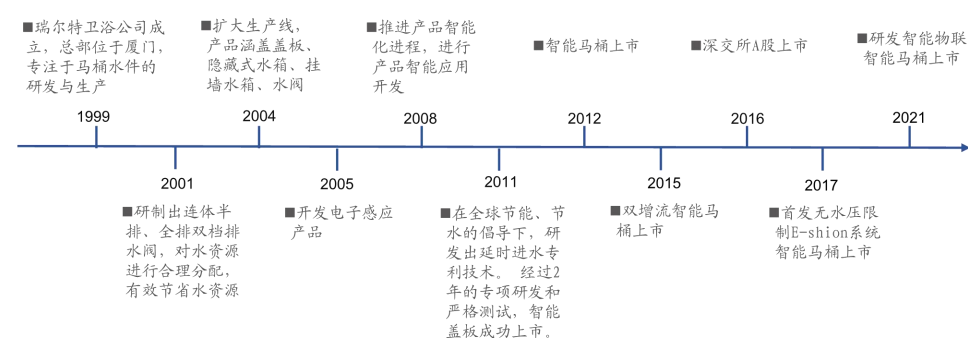
报告正文

1、国内卫浴配件领先制造商，营收表现亮眼

1.1、精耕卫浴配件数十载，向智能卫浴产品延伸

公司于1999年成立，主要从事马桶水件的研发与生产，2005年开始开发电子感应产品，2008年切入智能产品领域，进行产品的智能应用开发，2012年智能马桶上市，2021年智能物联智能马桶上市。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

专注卫浴配件研产销。公司成立以来，一直专注从事节水型卫浴产品的研发、生产及销售。主要产品包括节水型冲水组件、静音缓降盖板、挂式水箱等卫浴配件产品，一体式智能坐便器、智能坐便盖、卫浴感应龙头、卫浴感应小便器等智能卫浴产品，及同层排水系统产品（隐藏式水箱等）。

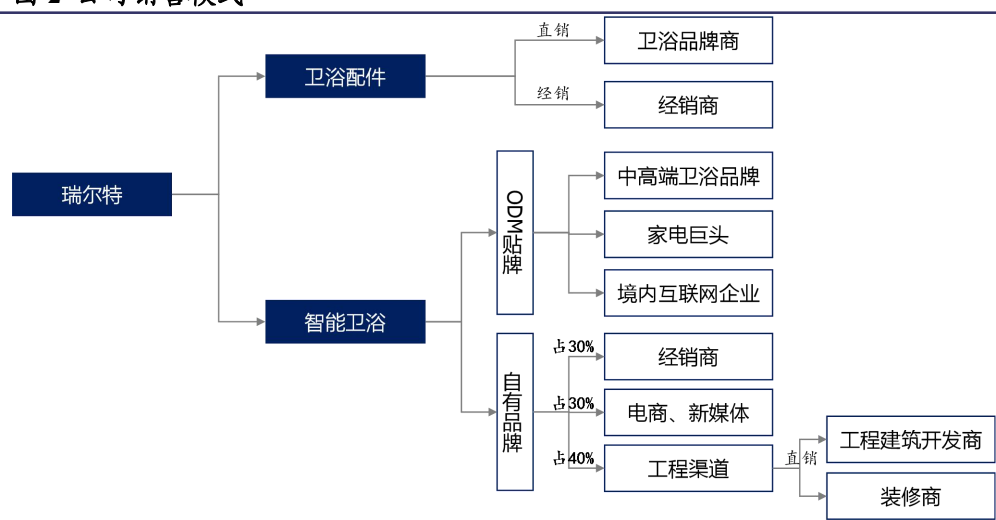
表 1、公司主营产品

产品	图示	用途
节水型冲水组件 (进水阀)		自动控制水箱进水的装置，当水箱中水位低于工作水位时自动开始进水，水位达到工作水位时自动停止进水。
节水型冲水组件 (排水阀)		适用于不同安装方式，不同排水口径，用来控制水箱排水的装置，开启后应能排出预先设定的水量并能自动关闭。
智能盖板		可实现人体卫生清洁；隔离臭气并避免杂物掉落堵塞座便器；坐圈隔绝人体和便器陶瓷直接接触，达到卫生效果。
静音缓降盖板		安装在便器上，实现上盖和坐圈绕转轴转动闭合或打开。上盖闭合时，盖住坐便器，隔离臭气并避免杂物掉落堵塞坐便器；上盖打开/坐圈闭合时可隔绝人体和坐便器陶瓷直接接触，避免细菌感染。
冲水水箱 (隐藏式)		一种由装有进水阀、排水阀、驱动装置等附件的箱体制成的便器专用冲洗水箱，隐蔽安装在墙体内，使卫生间结构布局更合理、更美观，去除卫生死角，与便器配套使用，实现冲刷功能。
冲水水箱 (挂式)		一种由装有进水阀、排水阀、驱动装置等附件的箱体制成的坐便器专用冲洗水箱，悬挂在墙上或家具内部，或与蹲厕或坐便器配套使用，实现冲刷功能。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司以 ODM 贴牌为主，客户主要是国际、国内知名的卫浴品牌商，产品销往全球多个地区和国家。具体来看，①卫浴配件产品：公司以国内外直销模式为主，但对于经销商优势较强的个别地区辅以经销模式，如亚洲部分区域。客户主要是下游的卫浴品牌商。②智能卫浴产品：以 ODM 贴牌生产为主、自有品牌为辅。贴牌生产客户包括国内外中高端卫浴品牌、家电巨头、境内互联网企业、工程建设开发商、装修商等，自有品牌业务通过经销、线上、工程渠道销售，但占比较低。

图 2 公司销售模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：自有品牌占比为截止至 2022 年 2 月情况

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1.2、营收增速抢眼，利润仍有较大提升空间

产品矩阵不断完善，营收增速抢眼。得益于新产品的推出和精装房占比的提升，2017-2022年公司营收从9.17亿元增至19.6亿元，CAGR为16.39%；归母净利润CAGR为5.63%，主要是2020年受材料成本和人工成本上涨影响有所下滑。

图3 2017-2023年一季度公司营业收入及增速

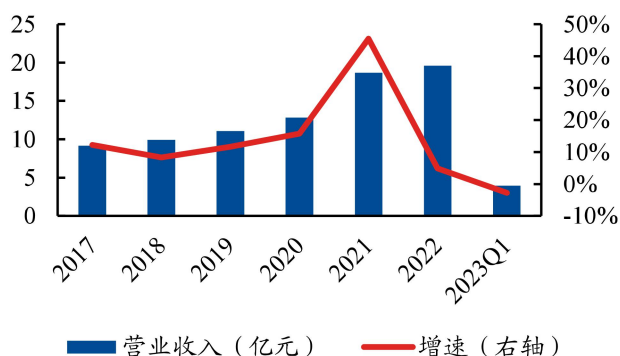
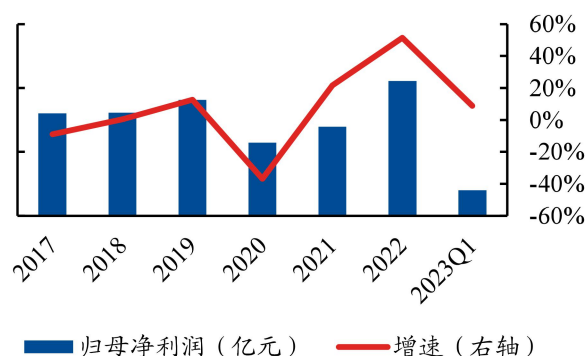


图4 2017-2023年一季度公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主要收入来自水箱及配件和智能坐便器及盖板，以境内销售为主。分业务来看，2022年公司水箱及配件、智能座便器及盖板、同层排水系统产品收入分别占36.64%、51.32%、9.09%。分地区来看，2022年公司境内、境外收入占比分别为71.75%、28.25%。

图5 2020-2022年公司分业务收入占比

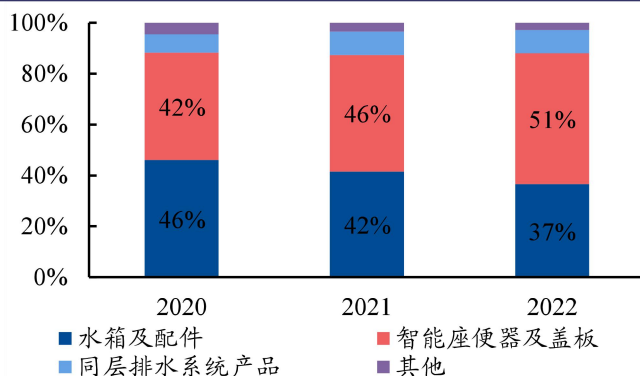
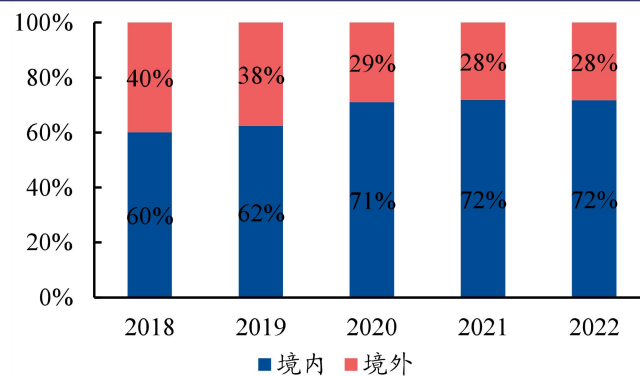


图6 2018-2022年公司分地区收入占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

受原材料价格上涨影响，毛利率有所波动，费用率呈上升趋势。2022年，公司毛利率、归母净利率分别为24.81%、10.76%。2017-2022年，随着自主品牌业务的发展，公司销售费用率呈上升趋势。

图 7 2017-2023 年一季度公司毛利率与归母净利率

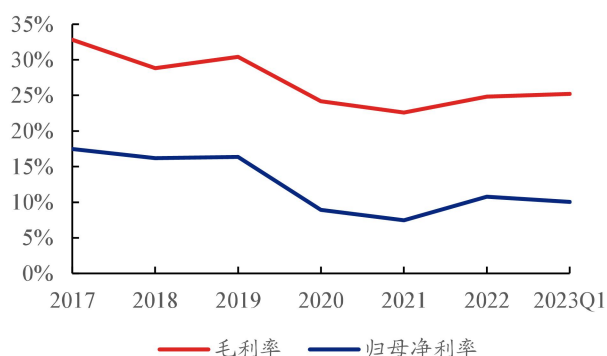
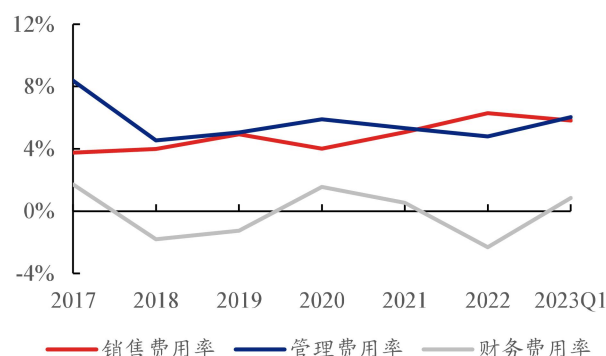


图 8 2017-2023 年一季度公司期间费用率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相比以自有品牌为主的可比公司，公司主要业务毛利率仍有提升空间。分业务来看，2022 年公司水箱及配件、智能座便器及盖板、同层排水系统产品毛利率分别为 24.42%、23.64%、33.12%，其中前两项业务的合计毛利率为 23.96%，与以自有品牌为主的可比公司惠达卫浴和箭牌家居的同业务（卫生陶瓷）的毛利率相比，仍有差距，未来随着公司自主品牌业务占比的提升，利润有较大提升空间。

表 2、部分可比公司业务情况

公司	品类	收入占比	具体产品
瑞尔特	卫浴配件	87.69%	节水型冲水组件、静音缓降盖板、挂式水箱等
	智能卫浴产品		一体式智能坐便器、智能坐便盖等
	同层排水系统产品		隐藏式水箱等
惠达卫浴	卫生陶瓷	50.51%	智能坐便器、坐便器、小便器和洗盆等
	五金洁具	-	水龙头、淋浴器和花洒等
	陶瓷砖	-	-
	浴室柜	-	-
	浴缸浴房	-	浴缸、淋浴房
箭牌家居	卫生陶瓷	46.71%	智能坐便器、普通坐便器、蹲便器、水箱及配件等
	龙头五金	-	恒温花洒、淋浴花洒、水龙头、挂件、智能晾衣架、地漏
	浴室家具	-	浴室柜
	瓷砖	-	抛釉砖、仿古砖、瓷片
	浴缸浴房	-	浴缸、浴房、淋浴屏风
	定制橱柜	-	定制橱柜、定制衣柜、定制阳台柜
其他	-	全屋家居涉及的零部件及五金件等	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：收入占比为 2022 年该业务占相应公司总收入的比例。未考虑其他卫生陶瓷占其收入比例较小的公司。

图 9 2012-2022 年公司分业务毛利率

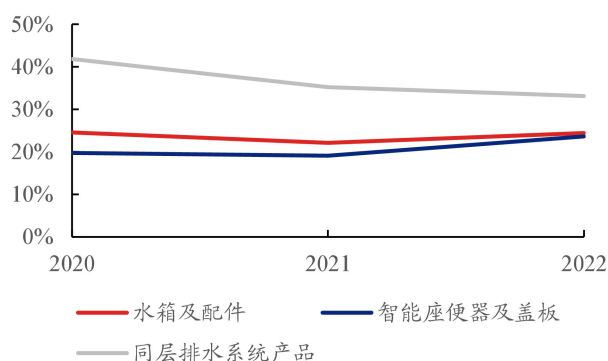
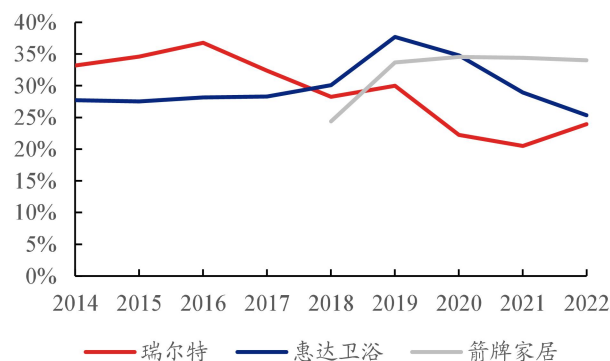


图 10 2014-2022 年公司与可比公司同产品毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：考虑到可比公司的产品结构差异大，直接相比可比性低，故使用瑞尔特的水箱及配件和智能坐便器及盖板（2020 年前为冲水组件、挂式水箱、静音缓降盖板）的合计毛利率、箭牌家居的卫生陶瓷、惠达卫浴的卫生陶瓷的毛利率进行对比

公司应收票据及账款稳定，资产负债率略有上升。2017-2022 年，公司应收账款及票据周转率维持在 3%-4% 水平，整体稳定；资产负债率由 9.82% 提升至 20.71%，尽管有所提升，但整体可控。

图 11 2017-2022 年公司应收账款及票据及其周转率

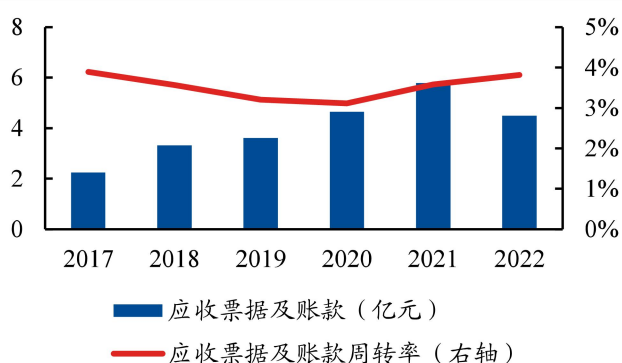
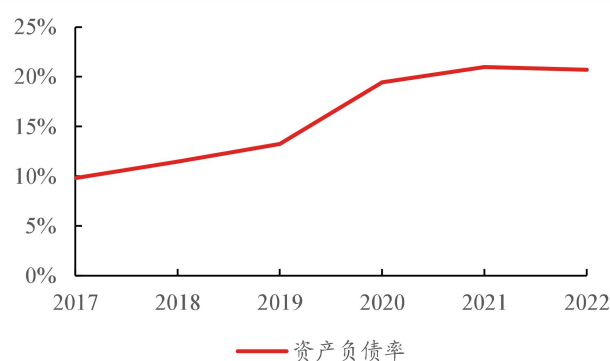


图 12 2017-2022 年公司资产负债率



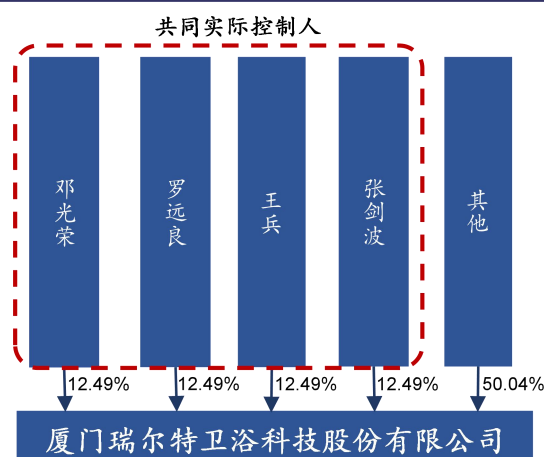
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股权结构稳定，核心团队行业从业经验丰富

股权结构稳定，核心团队有丰富的行业从业经验。共同实际控制人罗远良、张剑波、王兵、邓光荣各持有公司 12.49% 的股份，为公司创始人、亲密的合作伙伴，四位创始人分工明确。核心团队在公司任职皆超过十年，具有丰富的行业经验。

图 13 公司股权结构（截止至 2022 年 12 月 31 日）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司部分核心团队履历

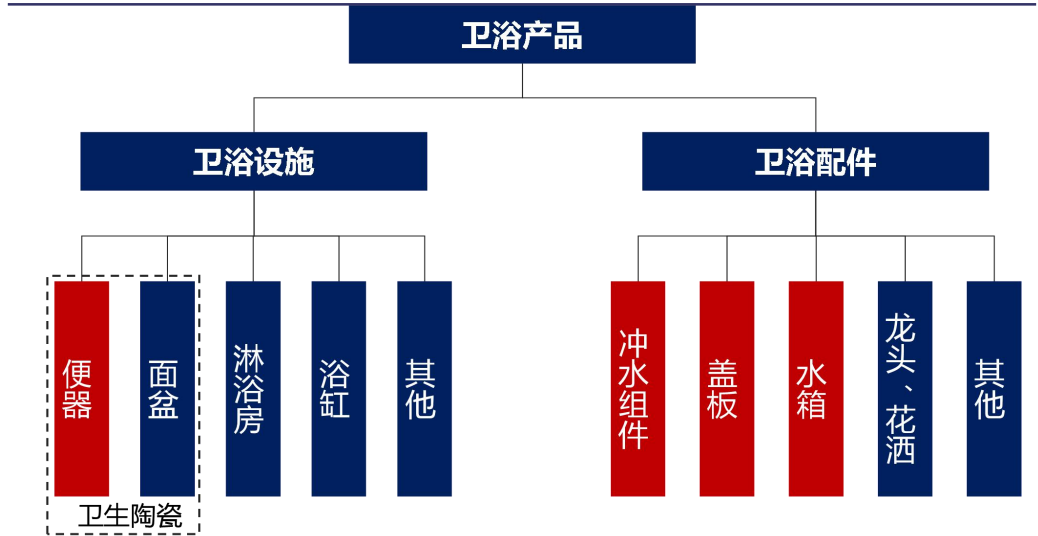
姓名	职位	履历
罗远良	董事长、总经理，主要创始人之一	毕业于厦门大学工商管理专业，厦门大学 EMBA 在读；厦门市海沧区第十一届人大代表，中国人民政治协商会议福建省连城县第八届、第九届委员会委员。1995 年至 1999 年，在厦门威迪亚建材工业有限公司工作。
张剑波	董事，主要创始人之一	毕业于西安交通大学机械工程系，大学本科学历。1990 年至 1999 年，主要在虹福塑胶有限公司工作。
王兵	董事、副总经理，主要创始人之一，亦是公司的核心技术人员之一	毕业于吉林市农业机械化学学校，中专学历。1990 年至 1999 年，曾先后在公主岭市气门芯厂、厦门威迪亚建材工业有限公司工作。
邓光荣	董事、副总经理，主要创始人之一	1983 年至 1999 年，曾先后在福建武夷汽配有限公司、厦门威迪亚建材工业有限公司工作。
崔静红	职工代表监事、监事会主席	毕业于福建电子工业学校工模具设计与制造专业，中专学历。
陈绍明	财务总监	毕业于浙江工商大学会计系，本科学历，经济学学士，高级会计师。1990 年 7 月至 2007 年 8 月，担任福建纺织化纤集团有限公司财务部副经理、经理、审计室主任；2007 年 9 月至 2009 年 2 月，担任泉州红瑞兴纺织有限公司财务总监；2009 年 3 月至 2011 年 7 月，担任永安市佳洁置业有限公司财务总监；2011 年 8 月至 2012 年 5 月，担任冠达星股份有限公司财务总监。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、卫浴行业：冲水组件步入成熟期，智能马桶大有可为

卫浴产品可分为卫浴设施和卫浴配件两大类，其中卫浴设施主要包括便器、面盆、淋浴房、浴缸等，卫浴配件主要包括冲水组件、盖板、水箱、龙头、花洒等。

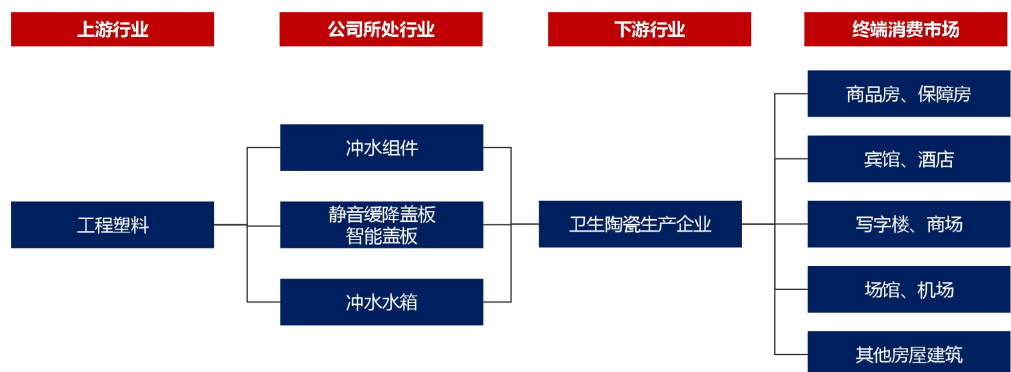
图 14 卫浴产品分类



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：红框为公司涉及业务

公司产品主要为便器、冲水组件（进水阀、排水阀）、盖板、水箱，处于产业链的中游位置，上游主要为石化行业，价格受石油价格影响；下游为卫浴行业，品牌包括 TOTO、科勒、恒洁、箭牌、惠达等；最终消费市场为各类型地产建筑，因此与地产开发投资密切相关。

图 15 公司所在产业链位置



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、冲水组件：行业步入成熟期，瑞尔特处于领先地位

16 世纪末，英国贵族约翰哈灵顿发明了现代坐便器的雏形，装有水箱及冲水阀门的木制座位。20 世纪中叶，具有现代意义的卫浴设备在欧美市场盛行，20 世纪 80 年代传到中国，并逐渐应用于国内居民、商业、公用建筑中。

节水环保是推动冲水组件升级的重要原因。中国水资源形势严峻，人均水资源少、水资源时空分布不均、生产力布局和水土资源不匹配的基本水情长期存在，成为制约国内社会经济发展的重要因素。国内城市中居民生活用水量几乎相等于工业用水，其中 75% 左右的生活用水来自卫生间的便器及附属配套设施，因此从 20 世纪 90 年代以来，国内相继出台了多项推广节水型冲水器具使用的产业政策。中国市面上的便器用水量普遍从早期的 13 升左右降至 6 升左右，冲水组件也从浮球式进水阀升级为压力差式低压力进水阀。

表 4、部分推广节水型冲水器具相关的产业政策梳理

时间	内容
1999 年	建设部等多家部委联合发布了《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，重点推广节水型卫生器具，强制淘汰不符合节水要求、冲水量 9 升以上的便器水箱等。
2005 年	国家质检总局发布了 GB6952-2005《卫生陶瓷》强制性国家标准，该标准明确将节水型便器的节水量定义为“平均用水量不超过 6 升”。
2011 年	国家发改委发布了 JC987-2005《便器水箱配件》强制性标准，针对便器冲水装置制定了一系列技术指标。中国建筑卫生陶瓷行业的 7 项新国家标准正式推行，将节水型冲水器具作为一个重点项目单独列示。工信部发布的《建筑卫生陶瓷工业“十二五”发展规划》明确提出：要推进卫生陶瓷节水与减量化应用，积极发展节水型洁具，倡导发展轻量化卫生洁具产品。
2012 年	国务院发布《国务院关于实行最严格水资源管理制度的意见》，要求全国范围加大城市生活节水工作力度，逐步淘汰公共建筑中不符合节水标准的用水设备及产品，大力推广使用节水型生活用水器具，全力推进节水型社会建设。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、中国冲水组件技术发展历程

时间段	冲水组件代表产品	便器冲水量	产品特点
1980 年后	浮球式进水阀（翻板式排水阀）	13 升	结构简单，采用止回阀防回流，受水压影响较大，不易密封，漏水现象严重。
1990 年后	浮球式和低进水进水阀（翻板式排水阀）	13 升	低进水进水阀结构简单、材料消耗少，采用止回阀防回流，易产生回流，水位受水压影响较大。
2000 年后	压力差式进水阀（翻板式排水阀、双档筒式排水阀）	9 升	进水阀进水稳定，受水压影响小，耐高压性能好，采用真空破坏原理控制临界水位，彻底解决防回流；双档桶式排水阀引入实现大小档冲水。
2005 年后 (主流产品)	压力差式低压力进水阀（可调双档筒式排水阀、大口径双档桶式排水阀）	6 升 (节水型)	进水阀进水稳定，受水压影响小，耐高压性能好，采用真空破坏原理控制临界水位，彻底解决防回流；进一步提高冲水效率。
当前 (前沿产品)	压力差式延时进水阀（可调双档筒式排水阀、大口径双档桶式排水阀）	4.8 升以下 (超节水型)	进水阀延时进水技术的运用，杜绝无用水的产生，保证排水量不受水压影响；同时可调双档排水阀功能进一步完善，可调补水器的推出，使便器进入 4.8L 超节水时代。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国冲水组件市场已发展成熟，2021 年行业规模不足百亿元。根据瑞尔特招股书披露的行业惯例，“便器类卫生陶瓷制品的产量约占卫生陶瓷总产量的 30%”，且“1 套便器类卫生陶瓷制品需要装配 1 套冲水组件”，由于“相对发达国家而言，发展中国家的房地产市场对冲水组件的需求目前仍主要以新建配套消费为主”，因

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

此忽略更新需求，基于全国卫生陶瓷年产量，计算得出 2007-2021 年，中国冲水组件市场规模由 3900 万套左右增至 7200 万套左右，CAGR 为 4% 左右；同时由于可得数据较少，假设 2007-2021 年冲水组件行业平均单价为瑞尔特 2012-2014 年冲水组件单套价格的均值 28.53 元，求得中国冲水组件市场规模由 2007 年的 11 亿元左右增至 2021 年的 20 亿元左右，CAGR 为 4% 左右，行业增速较低。

图 16 2007-2021 年中国冲水组件市场规模（销量）及增速

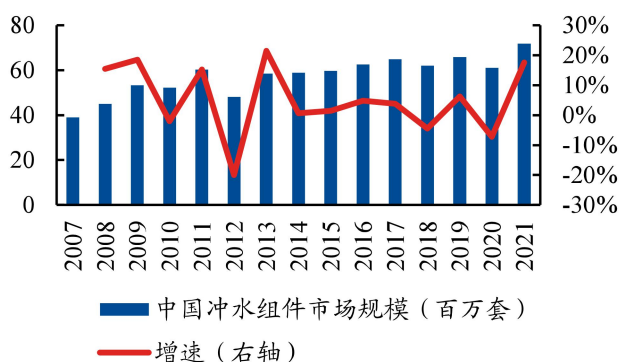
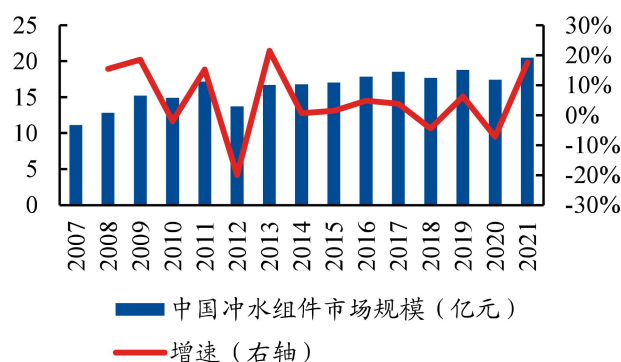


图 17 2007-2021 年中国冲水组件市场规模（销额）及增速



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：卫生陶瓷产量 2017 年、2021 年缺失值通过假设当年 12 月产量与 11 月相等获得。假设便器类卫生陶瓷制品产量约占卫生陶瓷总产量的 30%，且 1 套便器类卫生陶瓷制品需 1 套冲水组件。

数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：卫生陶瓷产量 2017 年、2021 年缺失值通过假设当年 12 月产量与 11 月相等获得。假设 2007-2021 年冲水组件行业平均单价为瑞尔特 2012-2014 年冲水组件单套价格的均值。

受下游卫浴行业格局影响，冲水组件制造端集中度较高。卫浴配件行业格局受下游卫浴行业格局变化影响，由于中国卫生陶瓷行业集中度较高，一定程度上造成了上游冲水组件制造端集中度较高的格局。冲水组件的制造商主要包括吉博力、福马、瑞尔特、威迪亚、美图等，其中，2014 年瑞尔特在国内、全球市场的份额分别约为 16.93%、11.89%，2021 年在国内估量位居行业第一名、在全球估量位居行业前三名。

图 18 2018 年中国卫生陶瓷行业格局

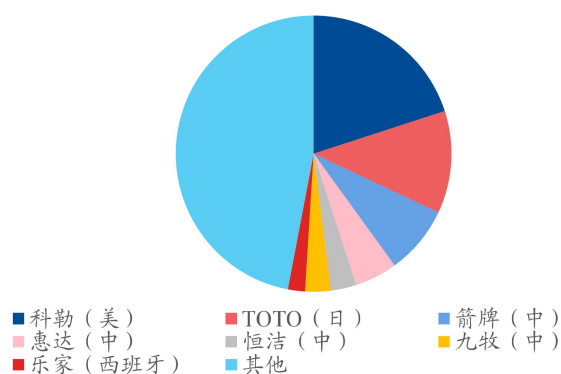
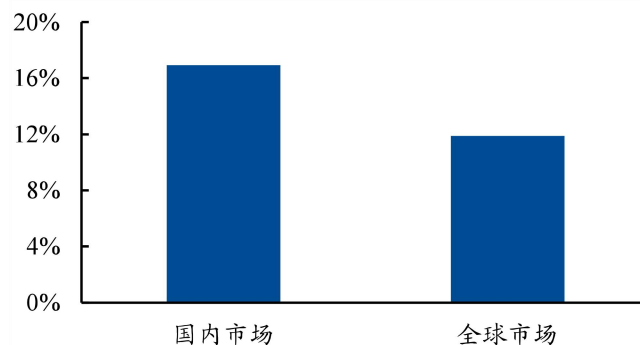


图 19 2014 年瑞尔特冲水组件市场份额（销量）



数据来源：华经产业研究院，百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、公司主要竞争对手

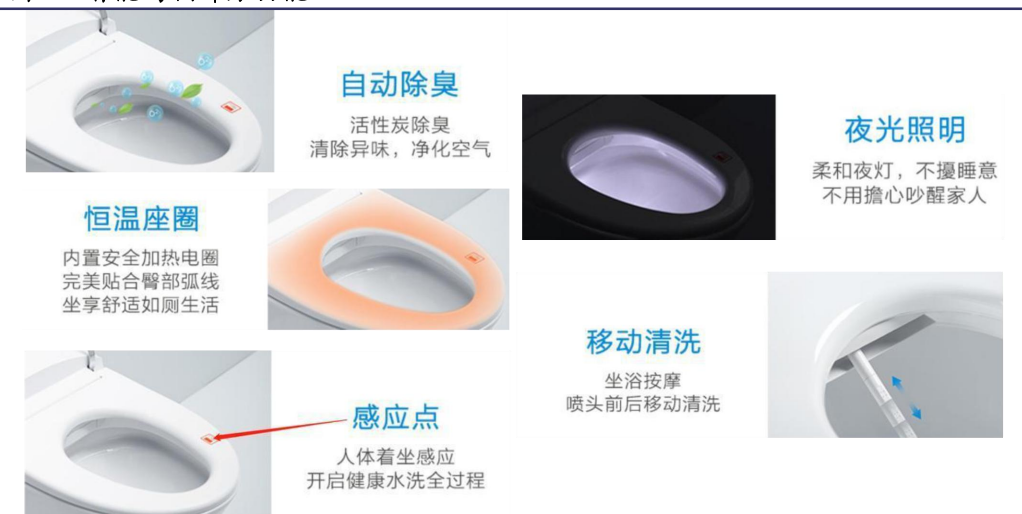
制造商	简介
福马	1957 年创立于美国，总部在美国加利福尼亚，其产品通过全世界的分销网络行销。福马的产品占据美国很大一部分的 DIY 市场份额，在中国中山有制造工厂。2005 年 5 月，福马和盖板厂 BEMIS 成立合资公司 Fluidmaster/Bemis，联手合作在亚洲地区生产和销售卫浴配件。福马的主要供应市场为北美区域。
吉博力	1874 年创立于瑞士，总部位于瑞士拉珀斯维尔。从成立之初便专注于给排水系统领域产品研发及生产销售，至今已近 140 年的历史；其主要生产基地位于瑞士、德国与奥地利。吉博力 1996 进入中国市场，如今分别在上海和浙江岱山建有两个生产基地。在欧洲，吉博力是现代卫浴科技的代表，同时也是给排水系统产品制造业中的领导品牌，主要提供建筑给排水系统及各种管道系统的技术与产品支持，并生产节水型水箱、隐蔽式水箱、冲水组件等产品，主供欧洲市场和国内市场。
威迪亚	成立于 1995 年，总部位于中国厦门，在全球设有多个分支机构。威迪亚是国内卫浴配件的重要厂商之一，主要生产冲水组件、便器盖板、冲水水箱、电子感应系列等卫浴配件产品。威迪亚的主要客户包括 TOTO、Duravit 等卫浴品牌商。
美图	成立于 1992 年，公司专业生产“Meitu”牌卫生洁具、冲水组件、塑料盖板、浴室及厨房配套用品、优质塑料制品、五金配件等，产品销往欧美、非洲、中东等国内外地区。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、智能马桶：行业增速较高，渗透率有较大提升空间



智能马桶又称为智能坐便器、电子马桶，指在传统的陶瓷或塑料坐便基上安装的带有电子电路控制系统的卫生器具，分为一体机和分体机两种，具有自动翻盖、座圈加热、臀部清洗、暖风烘干等功能，兼顾实用与美观，大大提高了用户的如厕体验和卫生健康需求。

图 20 智能马桶部分功能



资料来源：网易，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、智能马桶分体机与一体机区别

分类	主流价格	特点	示意图
分体式	699-1999 元	功能集成在智能坐便器盖，可安装在传统坐便器上，产品适用范围广，但需要额外用水管链接水箱	
一体式	2500-3999 元	功能集成在智能坐便器盖和智能坐便器主体，功能相比于分体式智能坐便器更全面，需要专业人员上门安装	

资料来源：头豹研究院《2022 年智能家居系列：中国智能坐便器行业研究报告》，百度文库，京东商城，兴业证券经济与金融研究院整理

中国智能马桶市场处于发展初期，渗透率提升是主要推动因素。2019-2021 年，中国智能马桶市场规模从 124 亿元增至 160 亿元，CAGR 为 14%，处于发展初期，增速较高，预计 2022 年可达 177 亿元，增长 11%。中国智能马桶市场规模的增长主要来自渗透率的提升，2012-2020 年中国智能马桶渗透率从 0.04% 提升到 2.29%，2021 年渗透率仍不足 5%，其中一线城市渗透率 5%-10%、新一线城市 3%-5%、三线及以下市场不足 1%，相比美日欧 60%-90% 的渗透率仍有较大提升空间。

图 21 2019-2022E 中国智能马桶市场规模（销量）及增速

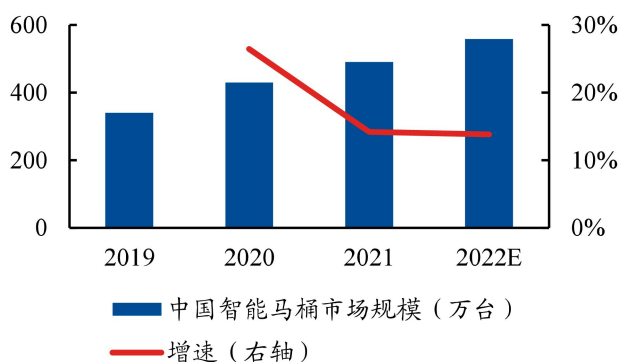
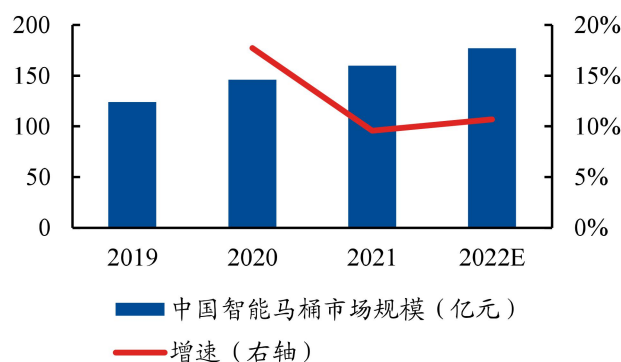


图 22 2019-2022E 中国智能马桶市场规模（销额）及增速



数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23 2012-2020 年中国智能马桶渗透率

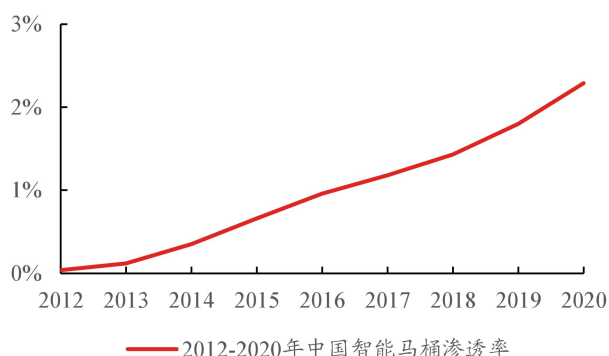
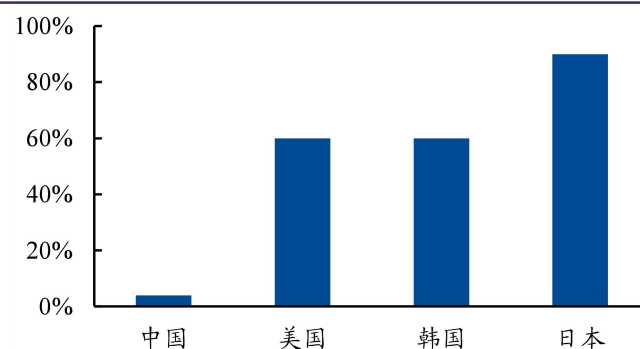


图 24 2021 年各国智能马桶渗透率



数据来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

精装房渗透率提升、零售价格亲民化带动智能马桶渗透率提升。我们认为智能马桶近几年渗透率提升主要来自以下原因：①智能马桶由于具备多种清洁功能并可连入智能家居生态，配套在精装房中可提升楼盘档次，增加卖点，因此受到精装市场喜爱，近几年发展迅速，2019-2021 年中国精装房市场的智能马桶配套项目套数从 33 万套增至 73 万套，CAGR 为 48%，其中 2021 年智能马桶精装房配套率为 25.4%。②智能马桶的功能更加完善，技术下沉叠加线上渠道的兴起，使得行业参与者增多，零售价格更加亲民化，2018 年至 2021 年前 11 月，分体机、一体机的线上零售均价分别下降 21%、20%，推动产品普及。

图 25 2019-2021 中国精装房市场智能马桶配套项目数和规模

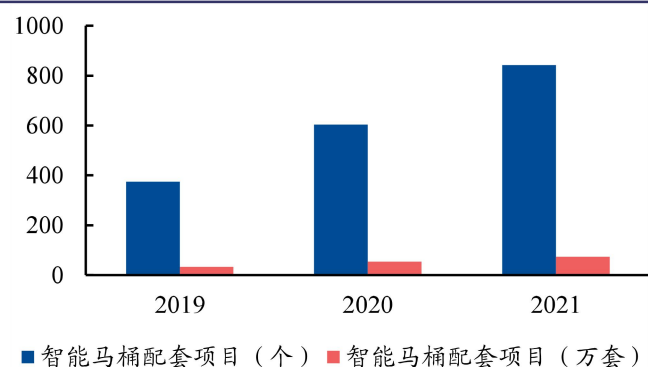
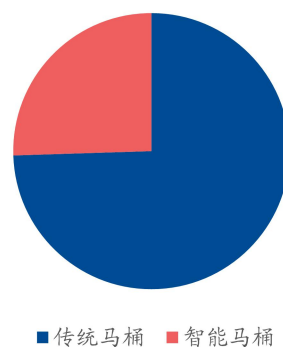


图 26 2021 年中国精装房市场马桶产品结构



数据来源：头豹研究院《2022 年智能家居系列：中国智能坐便器行业研究报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：头豹研究院《2022 年智能家居系列：中国智能坐便器行业研究报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27 2021 年中国消费者智能马桶购买渠道

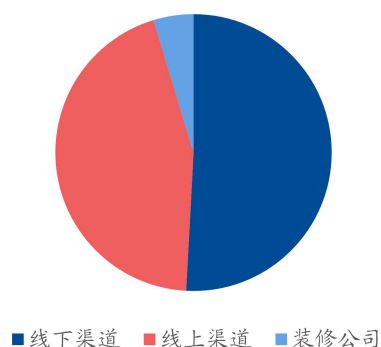
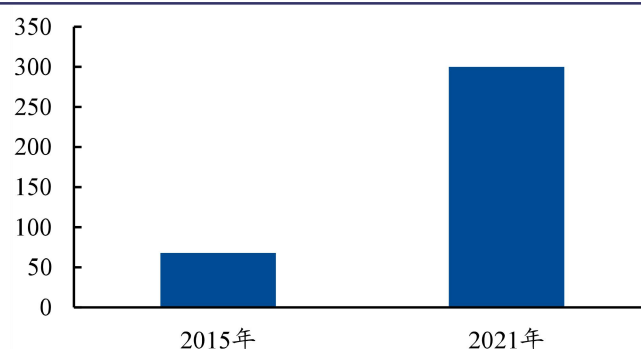


图 28 2015、2021 年中国从事研发、生产智能马桶及相关产品的厂商数量 (家)



数据来源：头豹研究院《2022 年智能家居系列：中国智能坐便器行业研究报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29 2018-2021 年 11 月中国智能马桶线上零售均价

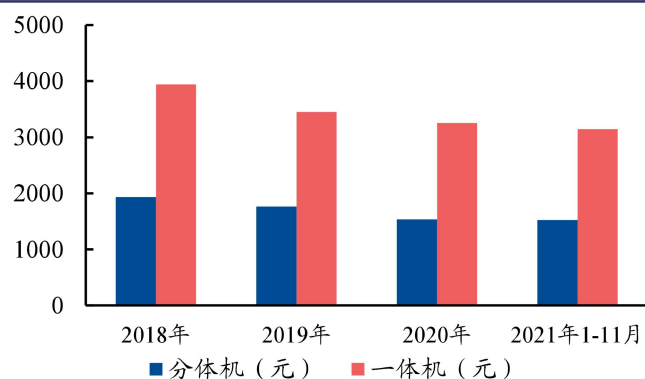
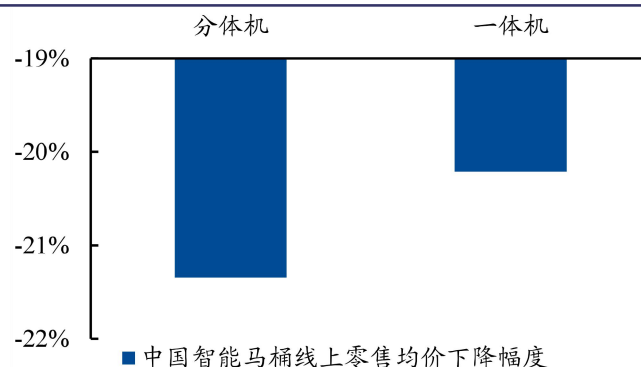


图 30 2018 至 2021 年前 11 月中国智能马桶线上零售均价下降幅度

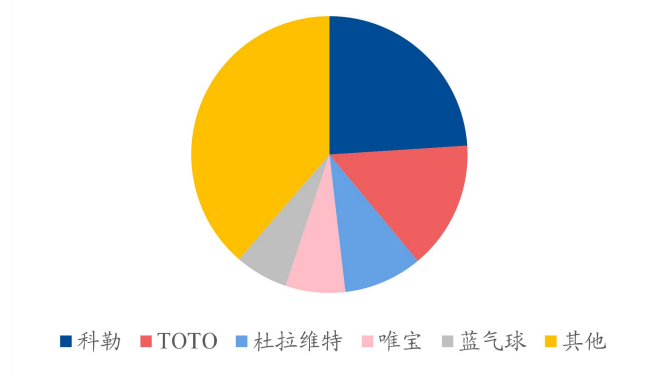


数据来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

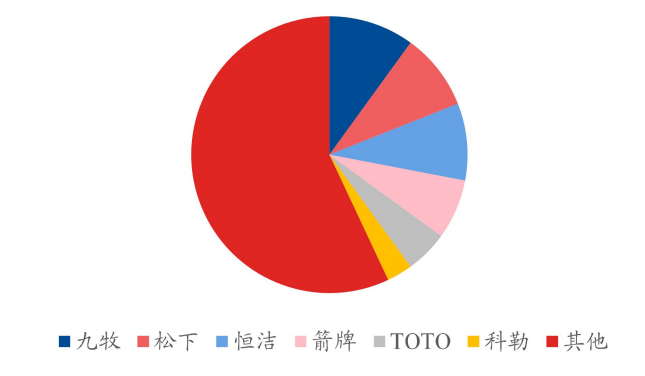
中国智能马桶在精装房市场集中度较高，在线上渠道较分散。2022 年，智能马桶在精装房市场的 CR3 为 48%，前三品牌中科勒、TOTO、杜拉维特市占率分别为 24%、15%、9%；线上渠道 CR3 仅为 28%，前三品牌中九牧、松下、恒洁市占率分别为 10%、9%、9%。

图 31 2022 年中国精装市场智能马桶格局



数据来源：奥维云网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32 2021 年中国线上智能马桶市场格局



数据来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

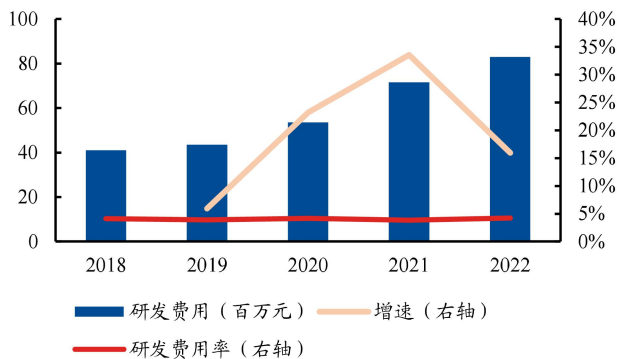
3、研发能力突出，深度绑定下游优质客户

3.1、技术、生产优势领先

冲水组件如同手表的机芯，决定了便器的冲洗质量、节水效果、实用性等，是便器中最核心的配套部件。公司经过十多年的发展，已具备完整的产品研发、生产制造及质量控制体系。

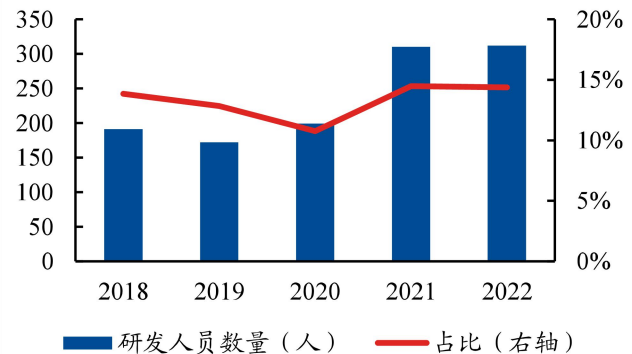
公司重视研发，专利储备技术领先。研发端，公司具备领先的专利技术，如能最大程度优化用水效率的延时进水技术，提升冲水效果的超低压及高压通用进水技术，增强产品抗压强度的桶式双冲排水阀技术和溢水管中置的桶式双冲排水阀技术，能同时实现更佳冲刷效果且节水、静音的“E-shion 冲刷系统”。公司重视研发体系的建设和完善，2018-2022年公司研发费用从4102.13万元逐年增至8293.2万元，研发人员数量从191人增至312人，占比始终维持10%以上。截止2023年3月底，公司已拥有1695项专利，其中发明专利102项，每年仍在不断增加新的研发项目。公司于2003年起被厦门市科技局认定为“高新技术企业”，于2009年起获得“国家高新技术企业”资格。

图 33 2018-2022 年公司研发费用、增速及研发费用率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34 2018-2022 年公司研发人员数量及占总员工数量比例



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、公司取得的部分主要技术成果

名称	特点	先进性
延时进水技术	使用独创的延时进水技术，最大程度地优化了用水效率，有效地节约了排水过程中进水阀进入的无用水，消除水压变化而引起的排量不稳定，实现水箱配件高效节水，提高便器成比率。	国际先进
超低压及高压通用进水技术	结合应用声学技术，有效减小进水阀进水噪音，为消费者带来安静、舒适的环境；结合流体力学技术对进水阀进水技术进行优化，实现超低压及高压出水功能，适应全球各地区水压要求，提高进水阀适用性。	国际先进
桶式双冲排水阀技术	专利结构设计，将杠杆原理与机构传动有机结合，产品的所有零部件安装于桶型空间内，避免核心零部件在安装运输过程中受到损坏，产品更可靠；结构紧凑，具有很强的整体性，更美观。	国际先进
溢水管中置的桶式双冲排水阀技术	满足欧洲市场的需求，对产品结构布局进行优化设计，产品的所有零部件安装于壳体内，避免核心零部件在安装运输过程中受到损坏，增强产品的抗压强度，产品更可靠；结构更紧凑，安装空间小；按钮与排水阀一体化设计，可直接锁紧水箱盖；具有很强的整体性，节省安装空间。	国际先进
温度控制技术	采用模糊调节控制技术来实现精确控温，通过控制加热系统来实现水温、风温、坐温的恒温控制，冲洗温度不受冲洗时间及水箱容量的影响，满足在不同环境下用户的使用需求。	国内领先

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、截止 2022 年底公司研发投入项目

项目	介绍	进展	拟达到目的
高低压分离安全加热盖板	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。
一体机泡沫盾	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。
A2473 高效双按排水阀	一款冲刷高效型排水阀，产品满足国标、UPC、CE、WRAS、WaterMark 等标准。	进入试生产阶段	获得客户批量订单。
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，可以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。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司生产能力强，磨具自主研发、加工、制造。磨具的研发及加工，是节水型冲水组件的重要制造环节，配件设计若不合理，会影响产品品质。早期便器的冲水配件多为散件组装、各部分节水性能难以协调统一，导致冲水量得不到控制。公司拥有先进的磨具制造设备、完整的磨具设计研发及加工制造团队，能从产品设计阶段开始与客户对接，为新品提供磨具解决方案，并能实现快速制磨及毛坯试制。

公司具备大规模生产制造能力。公司依托工业 4.0 制造体系，能满足中高端卫浴品牌客户对产品的交货周期及生产规模的要求，在客户交付上具有较大竞争优势。

3.2、产品质量领先，深度绑定下游优质客户

公司重视并坚持产品的质量控制，具有完善的质控体系。公司在产品研发、原料采购、产品生产、产品销售各环节均建立并实施高标准的质量管理体系，并在

2004 年通过 ISO9001 质量管理体系认证，产品质量性能等指标均可靠领先。其中，公司的智能马桶产品更是采用进口元器件、质量过硬、维修率低，曾获“沸腾杯”质量金奖。

公司具有认证优势。公司产品获得十余个国家或地区的权威机构认证，是进入当地市场的前提条件，包括中国 CQC 认证、水效认证，美国 cUPC、EGS、FCC 等认证，欧盟 CE 认证，英国 WRAS 认证等。

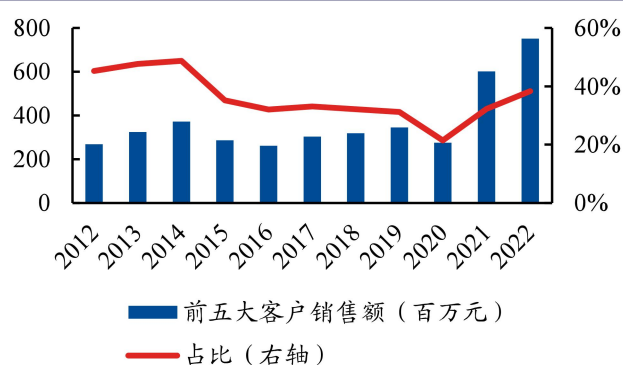
公司与国内外头部卫浴品牌客户形成稳定合作关系。由于节水型冲水组件是便器产品的核心配件，因此头部卫浴品牌客户重视配套产品的质量，对供应商的选择有严格的程序和较长的测试周期，方可进入其供应体系，而合作关系一旦确立，能持续较长时间。公司已与国内外头部卫浴品牌客户形成良好、稳定的合作关系，包括 ROCA、INAX、KOHLER、American Standard、箭牌、航标等。公司亦为国内外中高端卫浴品牌、知名家电品牌、境外互联网企业提供 ODM 智能马桶产品，包括海外顶级奢侈卫浴品牌。

图 35 公司主要客户



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36 2012-2022 年公司前五大客户销售额及占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2012-2014 年，公司前五大客户为 SANIPRO ENTERPRISE、箭牌卫浴、航标卫浴、ROCA BRASIL、唐山梦牌瓷业有限公司。

4、盈利预测与估值

主要盈利预测假设:

- 水箱及配件业务:** 随着地产逐渐步入存量时代, 预计传统冲水组件行业维持稳态的低速增长, 因此假设公司该业务未来维持 1% 左右的增长水平。
- 同层排水系统产品业务:** 随着同层排水渗透率的提升, 假设公司该业务 2023 年增速为 2%, 此后维持 1% 的增长水平。
- 智能座便器及盖板业务:** 该业务主要产品为智能马桶, 2022 年受疫情影响公司智能座便器及盖板业务增速放缓, 随着防疫政策优化、疫情影响边际减弱, 叠加智能马桶渗透率有望持续提升, 假设公司该业务在 2023 年重回此前增长区间。

表 10、主营业务盈收预测

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
水箱及配件	收入 (百万元)	590.76	776.13	717.94	721.53	728.74	736.03
	增速	-	31.38%	-7.50%	0.50%	1.00%	1.00%
智能座便器及盖板	收入 (百万元)	542.66	854.74	1005.73	1349.63	1724.88	2158.69
	增速	-	57.51%	17.66%	34.19%	27.80%	25.15%
同层排水系统产品	收入 (百万元)	92.16	172.93	178.04	181.60	183.42	185.25
	增速	-	87.64%	2.96%	2.00%	1.00%	1.00%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、公司与可比公司盈利预测

公司	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
瑞尔特	19.60	23.11	26.96	31.40	2.11	2.45	2.89	3.39	14.5	12.3	10.5
yoy	4.89%	17.94%	16.65%	16.45%	51.36%	16.38%	17.76%	17.25%	-	-	-
箭牌家居	75.13	90.16	106.35	123.82	5.93	7.50	9.18	11.00	23.0	18.7	15.6
yoy	-10.27%	20.00%	17.95%	16.43%	2.75%	26.41%	22.50%	19.83%	-	-	-
欧派家居	224.80	261.47	302.05	345.49	26.88	31.60	37.00	42.72	20.3	17.4	15.0
yoy	9.97%	16.31%	15.52%	14.38%	0.86%	17.52%	17.09%	15.46%	-	-	-

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 数据导出时间为 2023 年 5 月 12 日。箭牌家居、欧派家居盈利预测来自万得一致预期。

投资建议: 未来智能马桶渗透率有望进一步提升, 我们看好公司在智能马桶业务的成长性。我们维持对公司的盈利预测, 预计 2023-2024 年公司营业收入为 23.11、26.96 亿元, 同比增长 17.9%、16.7%, 实现归属于母公司净利润 2.45、2.89 亿元, 同比增长 16.4%、17.8%; 对应 5 月 12 日股价的 P/E 分别为 14.5、12.3 倍。维持“**增持**”评级。

风险提示：

(1) 行业竞争加剧：如果未来智能马桶行业竞争加剧，可能导致公司销售不及预期；

(2) 宏观经济恢复不及预期风险：大众消费力恢复不及预期，可能导致公司销售不及预期；

(3) 原材料价格大幅上涨风险：如果原材料价格大幅上涨，或将对公司盈利造成负面影响。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1829	2117	2463	2866
货币资金	554	709	904	1133
交易性金融资产	402	402	402	402
应收票据及应收账款	449	529	617	719
预付款项	19	22	25	29
存货	303	352	410	478
其他	102	103	104	106
非流动资产	601	505	409	313
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	513	422	330	238
在建工程	2	1	1	0
无形资产	30	28	25	23
商誉	1	1	1	1
长期待摊费用	1	0	-1	-2
其他	51	51	51	51
资产总计	2430	2623	2873	3179
流动负债	410	444	493	549
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	252	292	341	396
其他	158	152	152	152
非流动负债	93	93	93	93
长期借款	25	25	25	25
其他	69	69	69	69
负债合计	503	538	586	642
股本	418	418	418	418
资本公积	456	456	456	456
未分配利润	905	1046	1251	1505
少数股东权益	-8	-11	-15	-20
股东权益合计	1927	2085	2287	2537
负债及权益合计	2430	2623	2873	3179

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	211	245	289	339
折旧和摊销	91	95	95	95
资产减值准备	7	8	8	10
资产处置损失	-2	0	0	0
公允价值变动损失	-2	0	0	0
财务费用	-40	-24	-31	-40
投资损失	-4	-4	-4	-4
少数股东损益	-3	-3	-4	-5
营运资金的变动	84	-99	-110	-127
经营活动产生现金流量	363	217	243	268
投资活动产生现金流量	-260	5	5	5
融资活动产生现金流量	-47	-67	-52	-44
现金净变动	99	155	195	228
现金的期初余额	453	554	709	904
现金的期末余额	552	709	904	1133

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1960	2311	2696	3140
营业成本	1473	1710	1993	2320
税金及附加	14	17	20	23
销售费用	123	145	170	198
管理费用	94	111	129	150
研发费用	83	98	114	133
财务费用	-45	-24	-31	-40
其他收益	17	20	20	20
投资收益	4	4	4	4
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-1	3	3	3
资产减值损失	-6	-6	-5	-5
资产处置收益	2	0	0	0
营业利润	236	276	324	378
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	4	6	6	6
利润总额	232	270	318	372
所得税	24	28	32	38
净利润	208	242	285	334
少数股东损益	-3	-3	-4	-5
归属母公司净利润	211	245	289	339
EPS (元)	0.50	0.59	0.69	0.81

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	4.9%	17.9%	16.7%	16.5%
营业利润增长率	58.5%	16.8%	17.4%	16.9%
归母净利润增长率	51.4%	16.4%	17.8%	17.3%
盈利能力				
毛利率	24.8%	26.0%	26.1%	26.1%
归母净利率	10.8%	10.6%	10.7%	10.8%
ROE	10.9%	11.7%	12.6%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	20.7%	20.5%	20.4%	20.2%
流动比率	4.46	4.76	5.00	5.22
速动比率	3.72	3.97	4.17	4.35
营运能力				
资产周转率	84%	91%	98%	104%
应收帐款周转率	419%	490%	488%	488%
存货周转率	489%	510%	511%	511%
每股资料(元)				
每股收益	0.50	0.59	0.69	0.81
每股经营现金	0.87	0.52	0.58	0.64
每股净资产	4.63	5.01	5.51	6.12
估值比率(倍)				
PE	16.9	14.5	12.3	10.5
PB	1.8	1.7	1.5	1.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn