



## 自主品牌投入加大，盈利能力暂时承压

### 投资要点

- **业绩摘要：**公司发布2024年三季报。2024前三季度公司实现营收17.1亿元，同比+10.6%；实现归母净利润12634.1万元，同比-28.2%；实现扣非净利润11286.5万元，同比-30.6%。单季度来看，Q3公司实现营收5.7亿元，同比-0.9%；实现归母净利润3537.3万元，同比-43.4%；实现扣非后归母净利润3256.1万元，同比-43.4%。
- **毛利率承压，品牌费用投入加大。**2024前三季度，公司整体毛利率为28.5%，单2024Q3毛利率为27.3%。毛利率前三季度与上年同期基本持平，而由于产品单价略有下行以及智能坐便器品类中轻智能坐便器占比提升，Q3毛利率下降，同比-2.2pp。费用率方面，24年前三季度公司总费用率为21.3%，同比+5.6pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为12.9%/4.7%/-0.4%/4.2%，同比+4.9pp/-1pp/+1.1pp/+0.6pp。单Q3费用率为21.6%，同比+3.9pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为11.9%/4.7%/0.8%/4.2%，同比+1.8pp/-0.03pp/+1.2pp/+0.9pp。24年前三季度销售费用增加较快主要是公司加大品牌建设，业务宣传费、投流费用等投入较大，但同时公司也在优化销售费用分配和管控，单Q3的销售费用率环比二季度（14.9%）降3pp。综合来看，公司净利率为7.4%，同比-4pp。单Q3净利率为6.2%，同比-4.7pp，环比+1pp。
- **卫浴终端需求疲软，轻智能坐便器是行业需求趋势。**据奥维云网数据显示，2024年1-8月智能马桶线上销额30.7亿元（同比-21.8%），销量140.9万台（同比-20.1%），终端卫浴需求疲软，行业竞争激烈，量和价均有所承压。公司认为目前轻智能坐便器是行业需求的趋势，有助于提升行业渗透率。公司将通过产品创新提升轻智能坐便器的毛利率和竞争力，技术创新将聚焦康养、环保和卫生，同时提升产品稳定性。公司近期推出的新品主要是以升级旧款为主，包括F30Pro增加了双用户模式、CIAA抗菌釉面等；A6Pro增加了15分钟久坐提醒、童洗、冷热交替洗、升级无光触媒除臭等；UX70增加了自动调温、童洗、冷热交替洗、UVC动态水杀菌等。
- **关注3C、国补政策，注重海外市场扩展及自主品牌建设。**24年上半年市场监督管理总局正式公布了自2025年7月1日起，电子坐便器等7种产品将被纳入中国强制性产品认证（CCC认证）管理范畴。公司于今年7月，成为电子坐便器3C认证首批企业之一。预计新规实施后将有效促进行业参与者的规范化，推动市场份额向行业内的领先企业集中。今年下半年，卫浴家具品类等产品被纳入国补范围。公司正积极推动线下门店参与国补活动，线上部分店铺已参与，如京东自营旗舰店等。Q4公司将聚焦海外市场扩展和自主品牌建设，利用以旧换新政策推动营收增长，同时将严控成本并灵活调整市场费用，以提升盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为0.42元、0.50元、0.58元，对应PE分别为18倍、15倍、13倍。考虑到智能卫浴行业渗透率有望进一步提升，公司自主品牌费用投入后成长较好，建议持续关注。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，行业竞争加剧的风险，客户订单波动的风险，人民币汇率大幅波动的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2184.42	2413.92	2750.33	3103.04
增长率	11.47%	10.51%	13.94%	12.82%
归属母公司净利润(百万元)	218.58	176.77	208.67	243.70
增长率	3.62%	-19.13%	18.05%	16.79%
每股收益EPS(元)	0.52	0.42	0.50	0.58
净资产收益率ROE	10.40%	8.08%	9.01%	9.87%
PE	15	18	15	13
PB	1.54	1.49	1.40	1.31

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

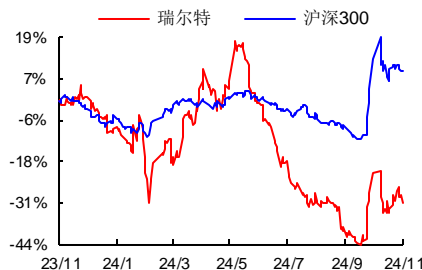
分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.18
流通A股(亿股)	2.61
52周内股价区间(元)	6.29-13.5
总市值(亿元)	32.09
总资产(亿元)	25.82
每股净资产(元)	5.01

### 相关研究

1. 瑞尔特(002790)：Q1收入利润增长靓丽，品牌力逐步强化 (2024-04-29)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：2024 年公司智能坐便器产品中轻智能占比有所提升，2025-2026 年随着价格竞争放缓，均价下降趋势放缓，假设 2024-2026 年均价分别同比-7%、-3%、0%；销量保持稳定增长，2024-2026 年分别增长 22%、20%、15%；

假设 2：2024 年受行业价格竞争加剧影响，智能坐便器毛利率略降，2025-2026 年回升，2024-2026 年智能坐便器机盖板毛利率分别为 28.5%、29%、29.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入	2184.4	2413.9	2750.3	3103.0
yoy	11.5%	10.5%	13.9%	12.8%
营业成本	1539.3	1714.5	1939.8	2173.5
毛利率	29.5%	29.0%	29.5%	30.0%
<b>智能坐便器及盖板</b>				
收入	1266.2	1436.6	1672.2	1923.0
yoy	25.9%	13.5%	16.4%	15.0%
成本	884.76	1,027.2	1,187.3	1,355.7
毛利率	30.1%	28.5%	29.0%	29.5%
<b>水箱及配件</b>				
收入	619.9	650.9	690.0	724.5
yoy	-13.7%	5.0%	6.0%	5.0%
成本	459.99	475.2	500.2	521.6
毛利率	25.8%	27.0%	27.5%	28.0%
<b>同层排水系统</b>				
收入	209.59	184.4	175.2	178.7
yoy	17.7%	-12.0%	-5.0%	2.0%
成本	136.5	119.9	113.9	116.2
毛利率	34.9%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>其他</b>				
收入	88.7	141.9	212.9	276.8
yoy	53.3%	60.0%	50.0%	30.0%
成本	58.1	92.3	138.4	179.9
毛利率	34.6%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2184.42	2413.92	2750.33	3103.04	净利润	215.21	173.35	205.10	239.41
营业成本	1539.31	1714.51	1939.80	2173.46	折旧与摊销	99.96	68.98	70.08	71.31
营业税金及附加	16.27	17.07	19.87	21.41	财务费用	-21.28	-10.05	-5.95	-0.84
销售费用	237.75	301.74	324.54	363.06	资产减值损失	-5.04	5.00	5.00	5.00
管理费用	100.76	229.32	250.28	285.48	经营营运资本变动	104.36	-202.69	-69.96	-75.07
财务费用	-21.28	-10.05	-5.95	-0.84	其他	43.18	-7.98	-19.31	-18.84
资产减值损失	-5.04	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>436.38</b>	<b>26.61</b>	<b>184.96</b>	<b>220.97</b>
投资收益	9.69	18.00	18.00	18.00	资本支出	10.38	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	1.69	0.78	1.27	1.18	其他	-326.06	18.78	19.27	19.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-315.69</b>	<b>-11.22</b>	<b>-10.73</b>	<b>-10.82</b>
<b>营业利润</b>	<b>248.77</b>	<b>175.12</b>	<b>236.06</b>	<b>274.65</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.84	21.28	-3.02	-2.89	长期借款	-0.20	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>245.93</b>	<b>196.40</b>	<b>233.03</b>	<b>271.76</b>	股权融资	0.77	0.00	0.00	0.00
所得税	30.72	23.05	27.94	32.35	支付股利	-83.57	-96.00	-75.42	-88.84
净利润	215.21	173.35	205.10	239.41	其他	-10.38	2.96	5.95	0.84
少数股东损益	-3.37	-3.42	-3.57	-4.29	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-93.38</b>	<b>-93.04</b>	<b>-69.47</b>	<b>-88.00</b>
归属母公司股东净利润	218.58	176.77	208.67	243.70	<b>现金流量净额</b>	<b>33.16</b>	<b>-77.65</b>	<b>104.76</b>	<b>122.14</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	587.77	510.11	614.88	737.02	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	475.40	625.85	683.58	759.10	销售收入增长率	11.47%	10.51%	13.94%	12.82%
存货	368.80	381.81	440.06	497.21	营业利润增长率	5.39%	-29.61%	34.80%	16.35%
其他流动资产	637.47	601.32	603.28	604.85	净利润增长率	3.45%	-19.45%	18.31%	16.73%
长期股权投资	1.41	1.41	1.41	1.41	EBITDA 增长率	16.17%	-28.52%	28.26%	14.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	504.54	473.27	440.91	407.31	毛利率	29.53%	28.97%	29.47%	29.96%
无形资产和开发支出	68.30	60.66	53.02	45.38	三费率	14.52%	21.58%	20.68%	20.87%
其他非流动资产	50.53	50.45	50.38	50.30	净利率	9.85%	7.18%	7.46%	7.72%
<b>资产总计</b>	<b>2694.21</b>	<b>2704.90</b>	<b>2887.51</b>	<b>3102.58</b>	ROE	10.40%	8.08%	9.01%	9.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.99%	6.41%	7.10%	7.72%
应付和预收款项	374.57	407.48	455.72	512.91	ROIC	15.53%	10.73%	13.55%	15.23%
长期借款	24.60	24.60	24.60	24.60	EBITDA/销售收入	14.99%	9.70%	10.91%	11.12%
其他负债	225.87	126.91	131.60	138.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>625.04</b>	<b>558.98</b>	<b>611.92</b>	<b>676.41</b>	总资产周转率	0.85	0.89	0.98	1.04
股本	417.87	417.87	417.87	417.87	固定资产周转率	4.32	5.08	6.38	8.01
资本公积	457.02	457.02	457.02	457.02	应收账款周转率	5.44	5.38	4.99	5.12
留存收益	1204.65	1285.43	1418.68	1573.54	存货周转率	4.40	4.44	4.58	4.52
归属母公司股东权益	2080.15	2160.32	2293.57	2448.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.00%	—	—	—
少数股东权益	-10.98	-14.41	-17.98	-22.27	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2069.17</b>	<b>2145.91</b>	<b>2275.59</b>	<b>2426.16</b>	资产负债率	23.20%	20.67%	21.19%	21.80%
负债和股东权益合计	2694.21	2704.90	2887.51	3102.58	带息债务/总负债	3.94%	4.40%	4.02%	3.64%
					流动比率	3.96	4.65	4.60	4.53
					速动比率	3.26	3.81	3.74	3.66
					股利支付率	38.23%	54.31%	36.14%	36.46%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.52	0.42	0.50	0.58
					每股净资产	4.98	5.17	5.49	5.86
					每股经营现金	1.04	0.06	0.44	0.53
					每股股利	0.20	0.23	0.18	0.21
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	327.45	234.04	300.19	345.12					
PE	14.68	18.15	15.38	13.17					
PB	1.54	1.49	1.40	1.31					
PS	1.47	1.33	1.17	1.03					
EV/EBITDA	6.14	8.90	6.59	5.38					
股息率	2.60%	2.99%	2.35%	2.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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（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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn

---