

# 瑞尔特 (002790.SZ)

## 冲水组件领军企业，切入智能马桶开启二次成长

买入

### 核心观点

**冲水组件龙头，切入下游智能马桶行业。**瑞尔特主营节水型冲水组件、智能马桶、静音缓降盖板、冲水水箱等卫浴产品的研发、生产及销售，在冲水组件市场全球排名前三、国内第一。公司以组件业务起家，2012年进入智能马桶行业，2022年智能坐便器及盖板收入占比51%、冲水组件等配件收入占比37%。2018-2023年公司收入与净利润复合增速为17.0%、6.6%。

**行业：智能马桶蓬勃兴起，国产品牌大有可为。**智能马桶是切中卫浴痛点的低渗透高成长性品类，其中产品力和体验感更强的一体机年销量约679万台，渗透率仅9%，我们预计家用智能一体机销量2024年将增长18%至701万台。

**智能马桶的渗透率和规模如何展望？**1) 总量视角：与其他低渗透率品类对比，产品的高频使用、价格适中、体验感好决定了其能够拥有更高的渗透率天花板；2) 需求视角：当前较大体量的更新需求对行业销量的弹性拉动依然可观，家用一体机2023-28年销量预计复合增长18%至1350万台。

**智能马桶的格局如何展望？**线上渠道一体机CR5约40%，九牧、恒洁、箭牌与瑞尔特份额靠前，分体式外资主导CR5约73%；精装修与酒店渠道外资领先。短期看行业集中度较低，但起点高于可选消费品，国产替代或能成为格局变化的催化剂之一，尽管产品技术生产无法构成绝对壁垒，但渗透初期产品为王的逻辑依然成立，渠道能力对份额扩张亦有重要作用。

**瑞尔特：优质组件龙头进军下游，布局自主品牌成长可期。**1) 制造优势：公司深耕冲水组件二十余年，在卫浴产品的研发、制造、质量控制等多方面积累深厚，产品口碑好、客户资源多，冲水组件领先地位持续巩固；基于技术与客户优势的迁移，智能马桶代工业务增长动能充足。2) 自主品牌加速崛起：公司线上渠道快速放量，2023年线上GMV增长超300%；线下经销商及工程渠道初步建立，率先开拓新家电KA渠道，随着120万台产能陆续释放以及渠道、营销的日益完善，有望打开自主品牌的成长潜力。

**盈利预测与估值：**公司为全球冲水组件领军企业，切入智能马桶打开成长空间。预计2023-2025年归母净利润同比5.2%/24.9%/20.6%至2.2/2.8/3.3亿，对应PE为22.3/17.9/14.8倍。通过多角度估值，预计公司合理估值11.9-14.6元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**智能马桶行业渗透率提升不及预期；自主品牌拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,868	1,960	2,179	2,710	3,198
(+/-%)	45.5%	4.9%	11.2%	24.4%	18.0%
净利润(百万元)	139	211	222	277	334
(+/-%)	21.6%	51.4%	5.2%	24.9%	20.6%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.53	0.66	0.80
EBIT Margin	7.8%	8.8%	10.0%	10.9%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	10.9%	10.8%	12.5%	14.3%
市盈率 (PE)	35.6	23.5	22.3	17.9	14.8
EV/EBITDA	23.6	20.8	20.0	15.7	13.0
市净率 (PB)	2.79	2.56	2.42	2.24	2.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 深度报告

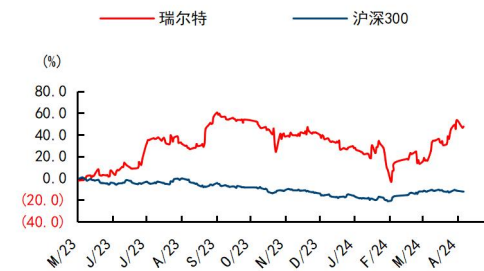
#### 轻工制造 · 家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004  
 证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004  
 证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn liijing29@guosen.com.cn S0980523020001  
 联系人：李晶

### 基础数据

投资评级 买入(首次评级)  
 合理估值 11.94 - 14.59元  
 收盘价 12.02元  
 总市值/流通市值 5023/3133百万元  
 52周最高价/最低价 13.29/7.10元  
 近3个月日均成交额 47.77百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

<b>瑞尔特：冲水组件龙头，切入智能马桶引领二次增长</b>	<b>5</b>
1.1 专注马桶卫浴二十余年，从代工走向自有品牌	5
1.2 大股东持续稳定，管理层经验丰富	6
1.3 收入稳健成长，盈利能力已企稳回升	7
<b>智能马桶蓬勃兴起，国产品牌大有可为</b>	<b>8</b>
2.1 智能马桶：切中痛点的低渗透高成长品类	8
2.1.1 智能马桶行业规模：三个核心问题的探讨	11
2.1.2 智能马桶格局分析：历史趋势与格局展望	17
2.2 冲水组件：发展趋于成熟，行业集中度较高	21
<b>瑞尔特：优质组件龙头进军下游，布局自主品牌成长可期</b>	<b>22</b>
3.1 多年全球冲水组件龙头，品质及技术研发实力领先	22
3.2 背靠产品力，渠道及营销日渐成熟，自主品牌成长可期	24
<b>财务分析</b>	<b>27</b>
4.1 收入规模尚小，增速领先可比公司	27
4.2 费用控制良好，盈利能力优异	28
4.3 现金流表现较好，存货周转天数回升	29
<b>盈利预测与投资建议</b>	<b>30</b>
5.1 盈利预测	30
5.2 估值与投资建议	31
<b>风险提示</b>	<b>33</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1: 公司历史大事沿革	5
图 2: 公司产品包括卫浴配件、智能卫浴及同层排水系统产品	5
图 3: 公司四大创始人及亲属持有超 65% 股权	6
图 4: 公司内外销并重发展, 营收整体增长稳健	7
图 5: 公司智能座便器及盖板业务收入快速增长	7
图 6: 公司毛利率自 2022 年开始逐渐修复	8
图 7: 公司期间费用率受财务费用率影响较大	8
图 8: 公司 2022 年净利润同比增长 51.4%	8
图 9: 公司此前净利率水平较高, 2022 年以来迎来修复	8
图 10: 智能坐便器功能持续完善, 在座圈加热外完善了各类提升舒适度的功能	9
图 11: 我国智能坐便器整体规模实现高速增长 (销量)	9
图 12: 智能马桶行业线上销额保持高速增长	9
图 13: 我国智能马桶渗透率成长空间大	10
图 14: 线上渠道分品类看, 一体机销量较马桶盖增幅更高	10
图 15: 一体机价格降幅更高是其占比高、增速快的原因之一	10
图 16: 京东 45 岁以上用户对智能坐便器的需求增长位居前列	11
图 17: 我国每年改造约 5 万个老旧小区、涉及近千万户	12
图 18: 智能一体机和马桶盖线上价格近年均保持下降	15
图 19: 智能一体机的线上均价已稳定低于海外中高端品牌传统坐便器的水平 (单位: 元)	15
图 20: 集成灶的价格溢价近年保持稳定 (单位: 元)	16
图 21: 烟灶消集成灶的溢价近年同样稳中有升 (单位: 元)	16
图 22: 智能一体机仍处于价格降低、销量高增的阶段	16
图 23: 智能一体机类似于集成灶早年高增、价差降低的年份	16
图 24: 一体机线上销额份额: 九牧和瑞尔特趋升、外资趋降	18
图 25: 线上智能马桶格局: 分体式 (右) 格局稳定	18
图 26: 2023 年 19 城 3-5 星级新开业酒店智能坐便器品牌份额	18
图 27: 用户对智能马桶的功能及价格最为关注	19
图 28: 产品痛点依然很多 (2023Q3 调查)	19
图 29: 智能马桶的冲洗水路存在诸多工业设计细节	19
图 30: 智能马桶各价格带的头部品牌有所不同 (2023 年)	19
图 31: 智能坐便器渠道主要包括线上、建材与连锁	20
图 32: 线下仍是智能坐便器主销渠道, 线上发展迅猛	20
图 33: 精装修市场智能马桶配置率持续提升	20
图 34: 智能一体机的抖音渠道起量明显 (销额)	20
图 35: 集成灶线下分品牌销额份额趋势	21
图 36: 集成灶龙头 2017-2022 年线下经销商数量	21
图 37: 冲水组件广泛应用在便器之中, 价格相较马桶整体价格较低但是最核心的配件	21

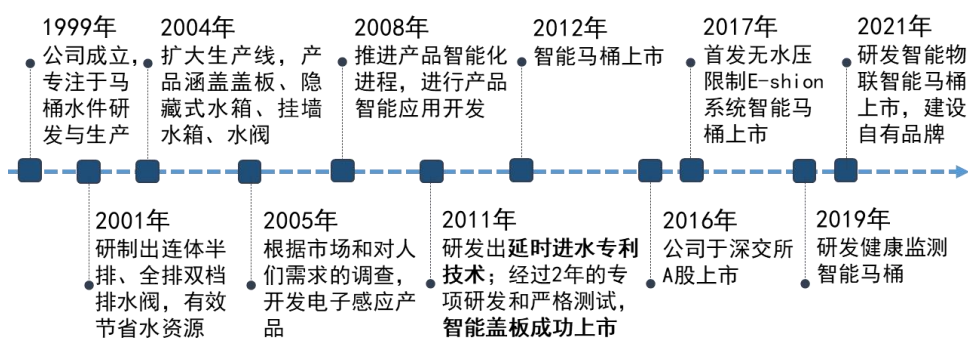
图 38: 冲水组件国内配套需求近 10 年规模平稳 .....	22
图 39: 智能马桶具备非常多的功能 .....	22
图 40: 公司保持 4%左右的研发投入 .....	23
图 41: 公司拥有的专利权数量持续攀升 .....	23
图 42: 瑞尔特的人均产出高于惠达及箭牌 (万元) .....	23
图 43: 公司冲水组件客户涵盖国内外知名卫浴品牌 .....	24
图 44: 公司对大客户的依赖度较低 .....	24
图 45: 公司智能坐便器及盖板收入快速成长 .....	24
图 46: 公司在线上主要电商平台收入迎来高增 .....	26
图 47: 公司线下以工程渠道及经销商门店为主 .....	26
图 48: 公司的百度搜索指数已超过 TOTO/九牧等头部品牌 .....	27
图 49: 自 2021 年开始公司销售费用投入加大 .....	27
图 50: 瑞尔特收入规模尚小 (单位: 亿元) .....	28
图 51: 瑞尔特收入增速保持领先 .....	28
图 52: 公司毛利率已恢复至行业较高水平 .....	28
图 53: 公司净利率水平领先行业 .....	28
图 54: 整体费率控制优异, 低于可比公司 .....	29
图 55: 公司现金流整体较为良好 .....	29
图 56: 应收账款周转天数下滑, 存货周转天数小幅回升 .....	29
表 1: 公司主要高管在瑞尔特具备丰富的任职经验 .....	6
表 2: 低渗透率品类消费属性对比: 智能马桶使用高频、渗透率低, 且预计天花板更高 .....	11
表 3: 智能马桶一体机商用需求拆分及预测 .....	13
表 4: 智能马桶一体机家用需求拆分及预测 .....	14
表 5: 低渗透品类对比: 智能一体机相较传统品类仍有价格收窄空间 .....	17
表 6: 集成灶与卫浴龙头线下经销商与门店数量对比 .....	21
表 7: 瑞尔特智能马桶功能完善, 产品评价较高 .....	25
表 8: 相较于其他卫浴品牌, 瑞尔特线下渠道仍有较大开拓空间 .....	26
表 9: 公司在抖音及小红书上的粉丝数位居行业头部水平 .....	27
表 10: 公司营业收入-盈利预测 .....	30
表 11: 公司未来 3 年盈利预测表 .....	31
表 12: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	31
表 13: 资本成本假设 .....	31
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	32
表 15: 公司及可比公司经营情况 .....	33

# 瑞尔特：冲水组件龙头，切入智能马桶引领二次增长

## 1.1 专注马桶卫浴二十余年，从代工走向自有品牌

公司诞生于1999年，成立之初便专注于马桶水件研发与生产。2001年研制出连体半排、全排双档排水阀，随后扩大产品线，推出盖板、水箱、电子感应产品等。2011年公司研发出延时进水专利技术，随后推出智能马桶、智能盖板，完成从组件到终端产品的布局。2021年公司推出自有品牌智能坐便器产品，并通过经销商、线上渠道和工程渠道进行销售，实现从代工到自有品牌的开拓。

图1：公司历史大事沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司主要产品包括**卫浴配件产品**（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），在冲水组件市场全球排名前三、国内第一。

图2：公司产品包括卫浴配件、智能卫浴及同层排水系统产品

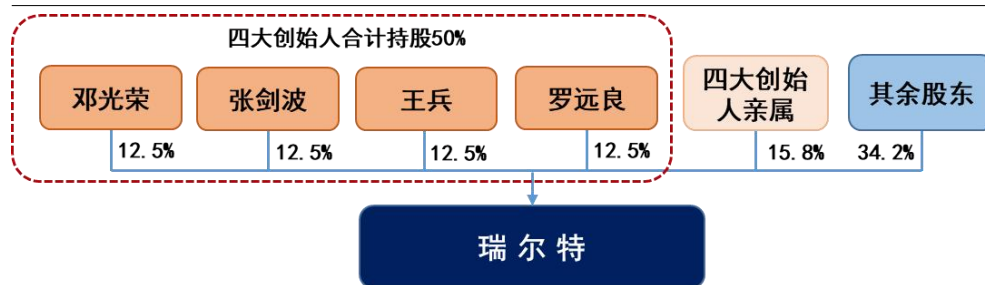


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 1.2 大股东持续稳定，管理层经验丰富

**四大创始人及亲属直接持股超 65%，股权结构稳定。**公司大股东为四大创始人，各自持股 12.5%，其余前十大股东均为创始人亲属，合计持股比例超过 65.8%，股权结构较为集中且稳定。公司四大创始人于 2012-2019 年存在一致行动关系，2019 年一致行动关系解除，公司不存在实际控制人。

图3：公司四大创始人及亲属持有超 65%股权



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：上述持股比例为 2023 年三季报数据

**管理层均在公司任职多年，经验丰富、激励足。**公司董事及高管均在公司有多年任职经历，分别负责研发、制造、管理等方面工作，分工明确、任职稳定。公司于 2020 年对副总经理等核心骨干员工共 114 人进行股权激励，共授权 2.73% 股权。

表1：公司主要高管在瑞尔特具备丰富的任职经验

高管	职位	履历
罗远良	董事长/创始人	厦门大学工商管理硕士，1995年-1999年在厦门威迪亚建材工业有限公司工作；从1999年起在瑞尔特工作；2008年-2012年担任公司执行董事；2012年-2014年担任公司董事长；2014年-2016年担任公司董事长、总经理；2016年至今担任公司董事长。
张剑波	董事/总经理/创始人	西安交通大学机械工程系本科，1990年-1999年在虹福塑胶有限公司工作；1999年-2012年担任瑞尔特总经理；2012年-2014年担任公司董事、总经理；2014年-2018年担任公司董事；2018年至今，担任董事、总经理。
邓光荣	董事/副总经理/创始人	1983年-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；1999年起，在瑞尔特工作；2001年-2012年担任公司监事；2012年至今，担任公司董事、副总经理，负责公司管理部工作。
赵晓虎	副总经理	安徽理工大学化学工程系本科，1999年-2007年在安徽国祯能源等工作，2008年-2016年先后瑞尔特担任高级储干、总经理助理、装配科副经理、制造部经理；2016年至今，担任公司副总经理。
王兵	副董事长/副总经理/创始人/核心技术人员	1990年-1999年，在厦门威迪亚建材工业有限公司等工作；1999年起在瑞尔特负责研发工作；2000年-2008年担任公司执行董事；2012年-2016年担任董事、副总经理；2016年-2018年担任公司董事、总经理；2018年至今，担任公司副董事长、副总经理。自公司创立伊始，王兵先生一直带领公司研发团队进行节水型卫浴产品的技术研究和产品开发工作，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。
童华辉	副总经理	2011年至今先后在瑞尔特担任储备干部、采购专员、内审专员、总经理助理、电商总裁；2020年5月至今在公司二级全资子公司 AQUATIZ INVESTMENT PTE. LTD. 担任董事；2020年5月至今在公司三级全资子公司阿克蒂思(厦门)科技有限公司担任执行董事、经理。
吴燕娥	副总经理/董秘	2017年7月至2018年4月，在四川好彩头实业股份有限公司从事法律事务工作；2018年5月至今在公司证券事务部任职，2021年8月起任公司证券事务代表。
陈绍明	财务总监	1990年-2007年，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-2009年担任泉州红瑞兴纺织有限公司财务总监；2009年-2011年担任永安市佳洁置业有限公司财务总监；2011年-2012年担任冠达星股份有限公司财务总监；2012年6月至8月在瑞尔特财务部工作；2012年8月至今，担任瑞尔特财务总监。

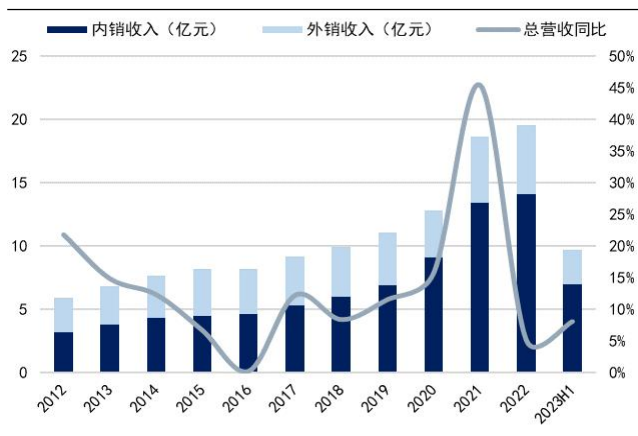
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 1.3 收入稳健成长，盈利能力已企稳回升

**营收稳健增长，内外销并重发展。**公司营收从2012年不到6亿稳步成长至2022年19.6亿，年复合增速12.7%，2023Q1-Q3收入同比+11.6%至15.5亿。公司内外销并重，2012-2022年内外销收入复合增速分别为16.1%、7.2%，内销占比从2012年的53%提升至72%。内销增长较快一方面受益于国内智能马桶行业的蓬勃发展，另一方面部分内销陶瓷卫浴客户将公司的产品配套后亦用于出口；直接外销除2021年受益于全球产业链转移之外，其余年份增长较为稳健。

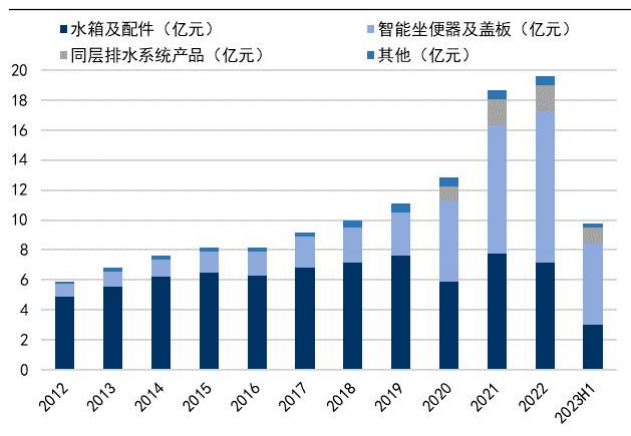
**智能座便器及盖板快速放量，水箱及配件业务增长稳定。**分业务看，水箱及配件、智能座便器及盖板是公司两大核心业务，2022年营收占比分别为36.6%、51.3%，同层排水系统产品占比为9.1%。智能座便器及盖板收入快速增长，是公司的核心驱动力，2012-2022年智能座便器及盖板业务收入复合增速为28.6%，其中2019-2022年受益于智能卫浴高景气发展，公司智能座便器及盖板收入迎高增，复合增速高达51.1%；公司水箱及配件业务增长相对稳定，2012-2022年复合增速3.9%。

图4：公司内外销并重发展，营收整体增长稳健



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司智能座便器及盖板业务收入快速增长

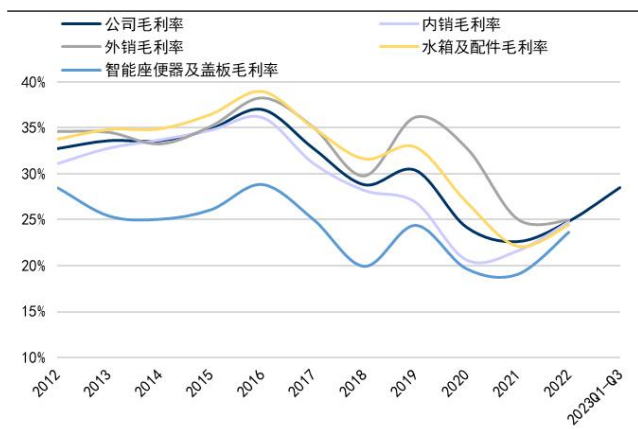


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**毛利率受原材料价格及疫情等影响，2022年以来已出现企稳回升趋势。**受疫情、原材料、业务结构等因素拖累，公司2020年以来毛利率处于历史低位，随着原材料价格高位回落，2022年公司毛利率开始企稳回升，2023Q1-Q3毛利率提升至28.5%。分业务看，公司核心产品冲水组件的毛利率相对较高，2012-2019年平均毛利率达到34.8%，主要系冲水组件是便器品质的核心部件，单价较低、行业格局较好；智能座便器2012-2019年毛利率在25%左右。分内外销看，公司外销毛利率较高，2012-2019年平均为34.6%。

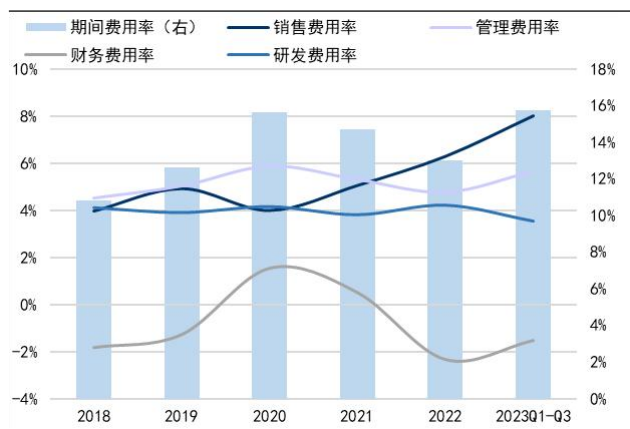
**公司费用率受汇兑损益影响较大，销售费用率有所提升。**公司管理费用率及研发费用率基本稳定，2018年以来分别在5%和4%左右上下浮动；销售费用率受到自有品牌建设力度加大的影响，从2018年不到4%提升至2023Q1-Q3的8.0%；财务费用对期间费率的影响相对较大，2023Q1-Q3财务费用率为-1.5%，主要受汇兑损益影响波动。

图6: 公司毛利率自 2022 年开始逐渐修复



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司期间费用率受财务费用率影响较大



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

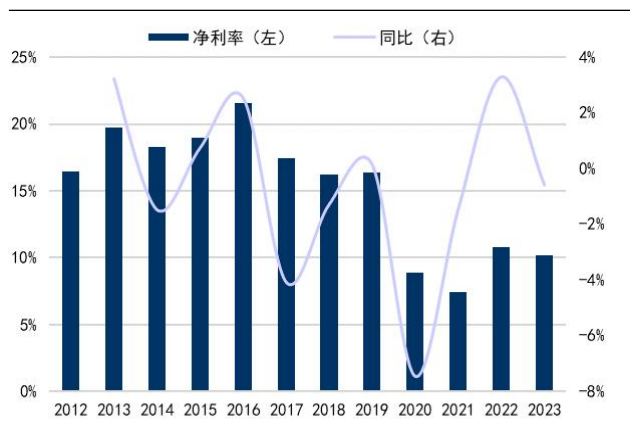
公司 2019 年前净利率平均达到 18%，2022 年净利率逐渐修复。2020 年受到疫情、汇兑损益大幅增加的影响，公司利润率出现较大下滑；2021 年受到原材料成本上涨与自主品牌推广力度加大影响，盈利进一步承压；2022 年随着原材料价格下行、汇兑受益，净利率快速攀升至 11%；2023 年在毛利率修复的同时自主品牌的费用投放加大，净利率同比-0.6pct 至 10.2%。

图8: 公司 2022 年净利润同比增长 51.4%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理  
注: 2023 年数据来自公司业绩快报, 下同

图9: 公司此前净利率水平较高, 2022 年以来迎来修复



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 智能马桶蓬勃兴起，国产品牌大有可为

### 2.1 智能马桶：切中痛点的低渗透高成长品类

智能坐便器/马桶盖增长的本质，是产品切实有效地提升了消费者如厕体验，属于典型的“刚需类”消费升级品类。智能坐便器产品近年从过往简单的座圈加热、妇洗臀洗、感应冲水等功能基础上，节能省电、抗菌（座圈抗菌、冲水去除卫生死角、泡沫盾、阻垢）、智能翻盖、静音等产品功能的升级进一步提升了消费者使用体验。智能马桶分为智能马桶盖和智能马桶一体机两类，智能马桶盖可安装

在传统马桶上使其具备部分智能功能，同时智能马桶均价更高，根据奥维云网，2023 年线上智能一体机均价为 2505 元，智能马桶盖均价为 1383 元，而传统马桶均价低于 1000 元。

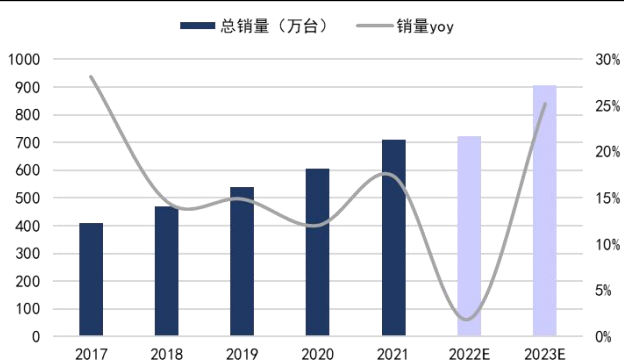
图10: 智能坐便器功能持续完善，在座圈加热外完善了各类提升舒适度的功能



资料来源: 京东瑞尔特产品页, 国信证券经济研究所整理

我国智能坐便器行业持续成长，年销量预计超 900 万台，但对比坐便器大盘，其渗透率仍处于低位。根据奥维线上数据，2023 年智能坐便器（含一体机和马桶盖）线上销额同比增长 11%至 68.4 亿元，零售量增长 19.8%至 308 万台。参考 2021-2022 年线上占全渠道比例约 34%~36%，预计 2023 年行业销量超 900 万台，对比国内每年约 0.85-1.0 亿台马桶的销售体量（参考中国建材流通协会陶瓷卫浴经销商委员会数据），预计目前智能坐便器的渗透率约 9%~10%左右。

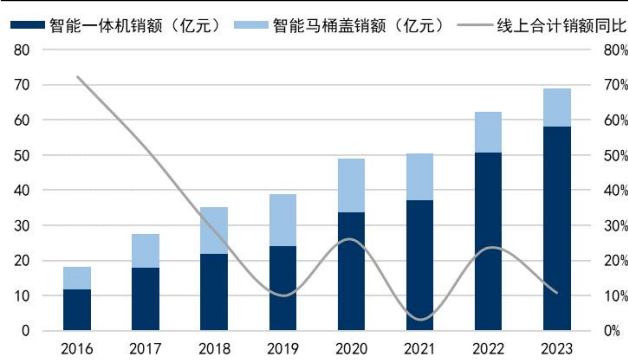
图11: 我国智能坐便器整体规模实现高速增长（销量）



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 奥维云网推总测算, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 2022-2023 年参考历史渠道比例, 结合奥维线上监测数据推导

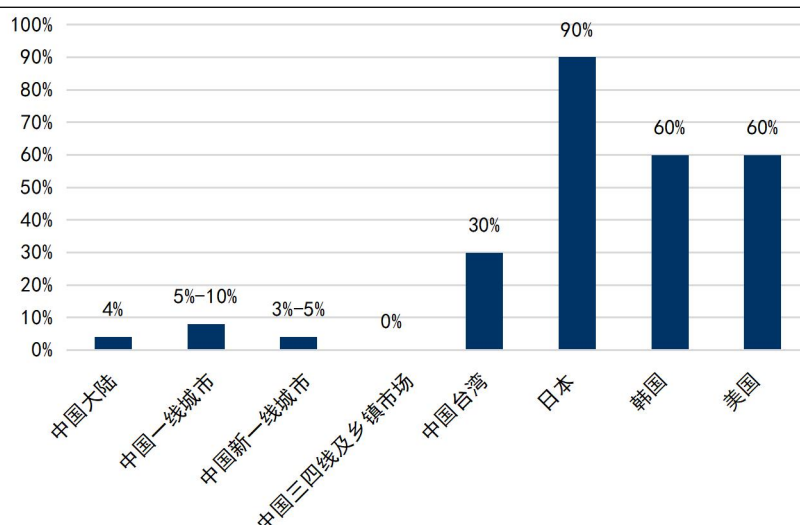
图12: 智能马桶行业线上销额保持高速增长



资料来源: 奥维云网线上推总测算, 国信证券经济研究所整理

而根据国家电网和奥维云网 2022 年 12 月发布的《2022 中国智能坐便器消费趋势》数据，在我国北上广等一线城市，智能马桶的普及率在 5%-10%以上；新一线城市的普及率在 3%-5%左右；三四线城市和乡镇市场中，还几乎处于空白阶段；而对比发达国家，日本为 90%、美国为 60%、韩国为 60%。

图13: 我国智能马桶渗透率成长空间大

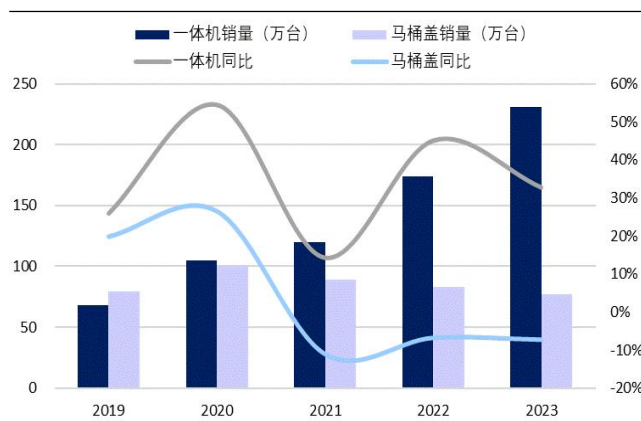


资料来源: 国家电网, 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

进一步细分来看, 一体机销量增速更高。参考 2023 年线上数据, 一体机和马桶盖的销额分别增长 14%/下滑 7.4%至 58 亿/11 亿元, 一体机和马桶盖零售量分别增长 32%/下滑 7%至 231 万/77 万台。目前一体机依然占据线上销量的三分之二以上, 考虑到智能一体机之于传统坐便器是完全替代 (而马桶盖与传统马桶并非完全此消彼长), 因此仅看智能一体机相对坐便器每年的销量渗透率则处在更低的水平。

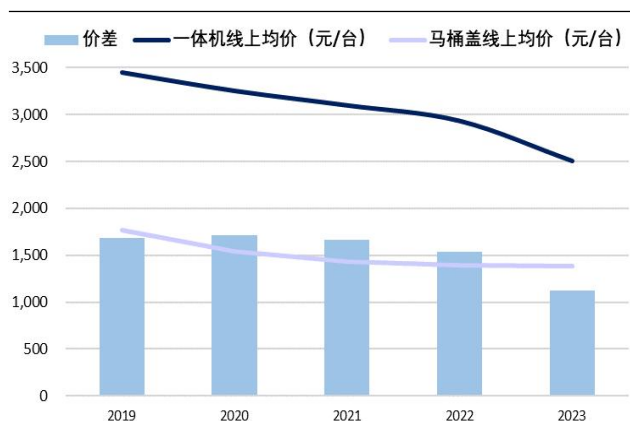
一体机销量增速和占比优于马桶盖的原因, 一方面来自于功能更全面的产品力优势, 另一方面则与两者价差缩小有关, 近年一体机价格趋降, 使整机的购买门槛持续降低。2023 年智能一体机线上均价为 2505 元/-14.6%; 智能马桶盖均价为 1383 元/-5.2%, 均价均持续下探, 但一体机较马桶盖的价差进一步缩小。

图14: 线上渠道分品类看, 一体机销量较马桶盖增幅更高



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图15: 一体机价格降幅更高是其占比高、增速快的原因之一



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

## 2.1.1 智能马桶行业规模：三个核心问题的探讨

智能马桶相对传统马桶带来的使用体验提升明显，这是智能马桶渗透率持续向上的最底层逻辑。而现阶段超 900 万台的年销量基础上，未来渗透率和规模的发展如何展望？我们尝试通过对比进行思考和讨论，结论是：**当前智能马桶仍处于初期高增的红利期，且预计天花板更高。**具体如下：

**Q1：总量视角：和近年其他低渗透率品类对比，其现在处于什么状态？**

A：通过对比低渗透率品类的各维度消费属性和近年销量/额数据，我们可以看到智能坐便器这一品类的优势是**使用频率最高、单价适中、体验感明显提升、且消费者对产品力和品牌的要求更高。**

表2：低渗透率品类消费属性对比：智能马桶使用高频、渗透率低，且预计天花板更高

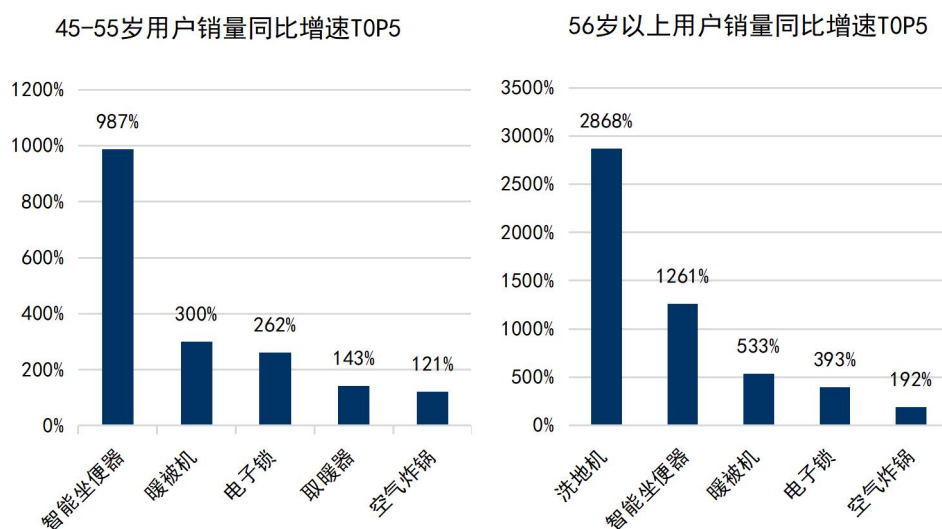
品类	使用频率	替代标的	内销渗透基数均价（元）	2023 销量（万台）	渗透/保有	规模化销售年份	近五年销量复合增速	可对标渗透/保有率
智能马桶	高，每日多次	传统马桶	7400 万台	2240	906	渗透：12% 2016：销量超 200 万	14%	美国、韩国保有率 60%、日本保有率 90%
集成灶	高，每日 1-3 次	传统烟灶	1885 万台	8957	271	渗透：14% 2017：销量超 100 万	6%	-
扫地机	低，周频	人工	城镇 3.3 亿户	2991	458	保有：10% 2015：销量超 200 万	-8%	美国保有率 12%
投影仪	中，每日 1-2 次	电视	3656 万台	1775	586	渗透：16% 2018：销量超 200 万	20%	卧室电视占比约 20%
按摩仪	中，周频	人工	城镇 3.3 亿户	277	4690	保有：14%	15%	日本按摩椅保有率 27%

资料来源：奥维云网、中国家电网、产业在线、洛图科技、国家统计局，国信证券经济研究所整理

同时定性来看，未来智能马桶的发展还存在另外两重催化：

**（1）老龄人口对于便捷、健康的需求。**京东数据显示，智能马桶增速在 45 岁以上的人群中位居前列。随着我国老龄化的加深，智能、便捷、健康产品的需求会持续增加。

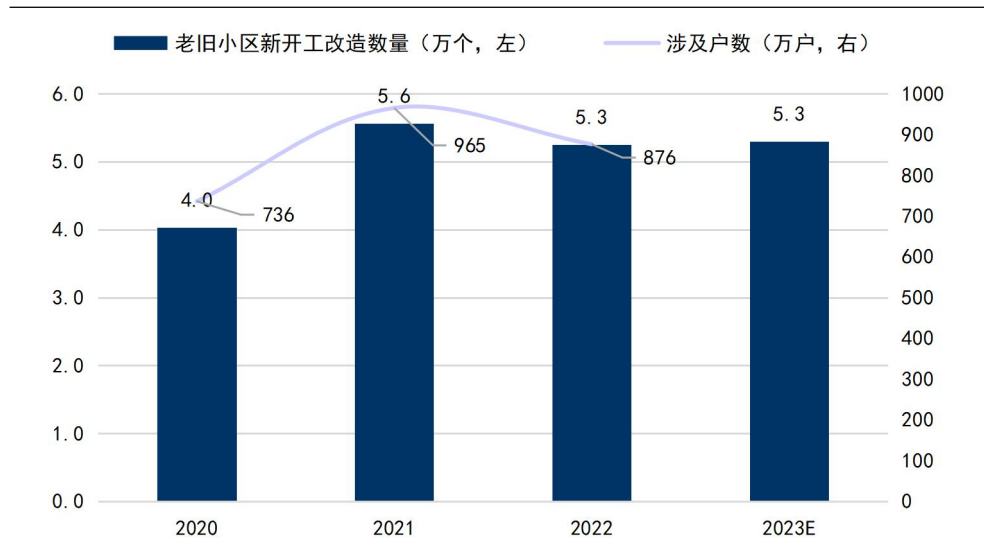
图16：京东 45 岁以上用户对智能坐便器的需求增长位居前列



资料来源：京东研究院，国信证券经济研究所整理

**（2）老旧小区改造需求大。**我国约有老旧小区 17 万个，涉及人口过亿，这些老旧小区基本采用传统马桶。2020 年我国开始全面推进城镇老旧小区改造工作，有望给智能马桶行业带来新增量。

图17: 我国每年改造约 5 万个老旧小区、涉及近千万户



资料来源: 国家统计局、奥维云网, 国信证券经济研究所整理

因此智能马桶的消费属性决定了其具有较扫地机、集成灶、投影、按摩器具等低渗透品类更高的空间, 同时智能马桶兴起的时间更晚, 这导致消费者受教育时间更短, 叠加消费者年龄结构变化、老旧小区改造等外生催化, 有望使行业仍处于初期高增的红利期。

## Q2: 需求细拆: 2C 需求和 2B 需求各几何? 渗透率天花板在哪里? 地产的影响?

A: 首先, 在上表数据中, 相对模糊的数据是每年国内马桶的总需求量, 其消费属性与白电有类似之处, 但包含了 2C (住宅) 需求和 2B (酒店、办公楼、公共场所等) 需求, 因此我们同时参考地产、商用场景和空调等品类数据先对马桶的基础需求进行拆分, 再进一步测算智能马桶的未来渗透率和规模:

### 1、马桶的年实际需求测算

#### (1) 住宅需求: 预计年需求量为 6901 万台/套

根据统计局 2023 年住宅竣工面积 7.24 亿平米和贝壳研究院数据统计的二手房成交套数约 596 万套推算 (2020 年以前基本在 400 万+的水平), 2023 年具有装修需求的住宅套数约为 1320 万套, 参考空调约 123% 的保有率, 假设更为刚需高频的马桶的户均需求量为 1.5 套, 则 2023 年住宅装修带来的马桶需求约为 1980 万套。

更新需求方面, 假设马桶的更新周期与白电相当为 12 年 (实际上, 还存在部分农村地区原始厕所、以及城镇蹲便更新为坐便的需求), 由于早年缺乏马桶销量相关数据, 因此我们参考 2012 年同样相对刚需的大家电空冰洗的销售情况, 同期空调、冰箱、洗衣机销量分别为 5716 万/5567 万/3481 万台 (产业在线口径), 因此以平均值假设马桶当年销量约为 4921 万台, 即为 2023 年的更新需求。

据此我们判断住宅相关需求在 2023 年约为 6901 万台/套左右。

## (2) 商用需求：预计年需求量为 455 万台/套

商用需求集中在商用地产和酒店，其中：

商用地产我们主要根据办公和商业营业用房面积推算需求量。其中 2023 年办公楼+商业营业用房竣工面积约为 9913 万平米，假设每千平米设置 1 组厕所，每组厕所 10 个马桶的配置，则办公楼年均新增约为 99 万台/套。以 20 年更新替代计，则参考 2003 年商用建筑竣工面积推算得 56 万台/套，合计 155 万台/套。

酒店方面，参考中国饭店协会对 2022 年酒店的统计，国内存量客房数约为 1426 万间，同比增长 80 万间，假设其作为疫情后客房增速进一步恢复至 100 万间，则每年带来 100 万台/套增量需求。存量方面，假设酒店马桶更新周期为 12 年，参考中国社会科学院旅游研究中心发布的《2010 年中国旅游发展分析与预测》，国内星级酒店的客房总数为 200 万间、连锁酒店客房总数 94 万间，因此保守假设存量更新需求约在 300 万台/套。

据此我们判断商用需求量约为 455 万台/套左右。

综上所述我们预计国内马桶的实际年需求量约为 7356 万台/套的水平。

## 2、智能马桶的渗透率拆分和规模展望

我们假设一体机与传统马桶是此消彼长的关系，而智能马桶盖则与传统坐便器共存，因此为简化计算，对于智能一体机我们以每年马桶销量需求作为渗透率基数，而马桶盖则以马桶保有量作为渗透率基数。2023 年基于我们对马桶需求量测算，智能坐便器（一体机+马桶盖）的销量渗透率约为 12.3%。

### (1) 一体机：预计当前 679 万台的销量渗透率约为 9.2%

参考前文假设 2023 年线上渠道占比 34%，则预计一体机全渠道销量约 679 万台，对应马桶销量渗透率约 9.2%。这一渗透率若进一步从住宅和商用角度拆分：

**商用：**假设酒店需求占商用需求绝大比例，进一步假设四星级以上酒店均配备智能一体机，而三星级（以全季、桔子等为代表）配备率 30%，则根据智研咨询统计，三星级酒店客房占比约为 19%，四星及以上约为 21.9%（2021 年），因此预计酒店需求中智能一体机的销量约 84 万台，对应商用需求渗透率约为 18.5%。增量方面，假设未来 5 年高星级酒店保持低速增长，同时三星级酒店客房智能马桶逐步实现全部配备，则酒店需求增量约为 49 万台，年均约为 10 万台体量。

表3: 智能马桶一体机商用需求拆分及预测

	2023	2028E	五年增量 E
商用马桶总需求量（万台）	455	475	-
其中：办公及其他商用	155	155	-
<b>酒店需求量</b>	<b>300</b>	<b>320</b>	<b>20</b>
三星以下	177	177	-
三星	57	66	9
四星及以上	66	76	10
<b>酒店智能一体机销量（万台）</b>	<b>84</b>	<b>133</b>	<b>49</b>
<b>综合渗透率</b>	<b>18%</b>	<b>28%</b>	<b>10pct</b>
其中：三星	17	57	40
三星配备率	30%	100%	70%
四星及以上	66	76	10
四星以上配备率	100%	100%	-

资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理及预测

家用：减去商用需求后，家用智能一体机销量约为 595 万台，对应住宅相关的马桶销量渗透率约为 8.6%。结合此前集成灶在不到 10% 渗透率时新增与更新需求 7:3 作为推导参考，将新房需求和更新替代需求进行进一步的渗透率拆分，可以看到存量更新的渗透率处于低个位数水平，而新增需求渗透率预计在 21% 左右。

基于此我们假设 2024 年渗透率进一步加速增长，而长期维度假设渗透率增速略放缓，2024 年和 2028 年的综合渗透率分别达到 10.5% 和 17.6%。而基数角度，我们假设家用马桶的新增需求在 2024 年受竣工和二手房交易相对低迷影响，保守预计下滑 20%，长期维度回到 2023 年的水平；而更新需求保持 3% 的低位复合增长，则 2024 年预计家用智能一体机销量约 701 万台，同比增长约 18%；2028 年一体机销量达到 1350 万台，2023-2028 复合增速约为 18%。

表4：智能马桶一体机家用需求拆分及预测

	2022A/E	2023A/E	2024E 短期增量	2028E 长期增量	2023-2028 CAGR		
家用马桶总需求量（万台）	6204	6901	6653	-248	7685	784	2%
其中：更新替代	4778	4921	5069	148	5705	784	3%
新房与二手房新需求	1427	1980	1584	-396	1980	-	0%
家用智能一体机销量（万台）	413	595	701	105	1350	754	18%
综合渗透率	6.7%	8.6%	10.5%	1.9pct	17.6%	8.9pct	-
其中：更新替代量（万台）	124	179	304	125	616	437	28%
更新需求渗透率	3%	4%	6.0%	2pct	11%	7pct	-
新房与二手房新需求量（万台）	289	417	397	-20	734	317	12%
新增需求渗透率	20%	21%	25%	4pct	37%	16pct	-

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

注：2022 年数据中，假设马桶更新替代保持 3% 复合增速倒推；家用智能一体机销量根据 2022 年线上数据推导，得到总销量约为 483 万台，减去 2022 年商用需求（假设 2023 年商用需求增长 20%）得到家用销量体量约为 413 万台。2022-2023 年新增需求和更新需求渗透率假设仍为 7:3。

从测算中也可以看到，竣工/新房短期的波动客观上确实会对需求带来一定的负面影响，但由于较大体量的更新需求存在，其对行业整体销量的弹性拉动依然可观，可达到年均百万台的级别。

## （2）马桶盖：存量配套率空间巨大，但取决于价格的下探幅度。

由于智能马桶盖与一体机是竞争关系，其主要依托存量坐便器提升渗透率，即其渗透基数是建立在传统马桶的保有基础上的（此假设可以理解为当年非新增或更新的需求，如果消费者有新增或更新坐便器的需求，则会直接购买一体机，而非购买新坐便器+智能马桶盖）。因此综合上文对一体机的测算，进一步对马桶盖的渗透率和增长做测算：

家用领域，假设全国马桶的保有率略大于空调（2022 年保有率 134%）达到约 150%，则全国 4.9 亿户对应马桶保有量约为 7.4 亿台/套，参考奥维的线上监控数据的推导，预计从 2015 年到 2023 年智能一体机、智能马桶盖的全渠道累计总销量约为 4860 万台的水平，因此国内仍有约 7.0 亿台/套的传统马桶存量。因此在 7.0 亿的基础上，智能马桶盖的年销量在 200-300 万套的水平，即对整体配套率的年提升幅度约为 0.3-0.4pct。

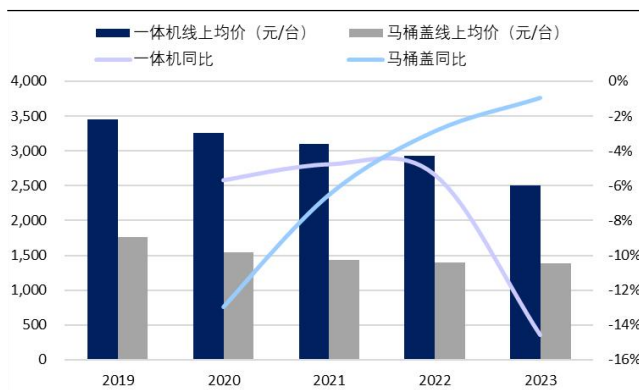
理论上智能马桶盖的保有率提升具有一定的可持续性，但实际上马桶盖 2023 年销量出现了下滑，除了和一体机存在潜在竞争外，**价格是马桶盖的主要竞争劣势**。奥维口径 2023 年马桶盖线上均价约为 1383 元，同比略降 0.9%，近五年价格的复合降幅 7.6%，但产品单价仍高于传统马桶 800-900 元的均价，因此智能马桶盖的销量突破重点或取决于其价格下探力度，若传统马桶+智能马桶盖的价格之和（2023 年线上价格之和约为 2205 元）显著低于一体机（2023 年线上均价 2505），

如低于 2000 元、即智能马桶盖价格下探到 1200 元以下，则马桶盖对存量马桶的配套率有望进一步提升。

### Q3：价格视角：量增价减持续多久？价格下探的幅度可能到什么程度？

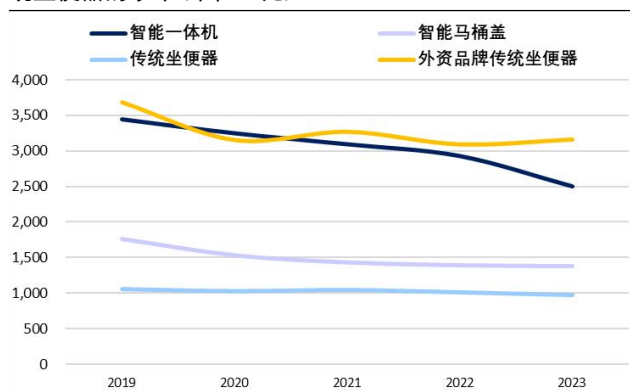
A：客观上看随着技术成熟、规模效应和竞争导致的价格下降仍会成为短期趋势，2019-2023 年智能一体机和马桶盖的线上均价复合降幅约为 7.7%、5.9%，这一方面有利于品类渗透率的加速提升，另一方面品类的**刚需耐用属性和传统马桶作为价格底**使品类的价格下探力度或相对有限（这一点与曾经的集成灶有类似之处）。另外，如果对比传统坐便器价格，可以看到目前智能一体机的均价已经稳定低于外资品牌传统产品（科勒、TOTO）的水平，**从侧面也能够佐证当前智能一体机的价格已经达到了消费者对于“中高端坐便器”合理的价格区间认知。**

图18：智能一体机和马桶盖线上价格近年均保持下降



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图19：智能一体机的线上均价已稳定低于海外中高端品牌传统坐便器的水平(单位：元)



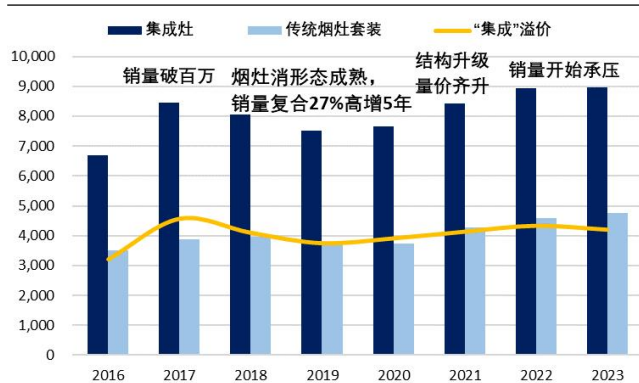
资料来源：奥维云网，久谦，国信证券经济研究所整理

注：外资品牌传统坐便器线上均价选取科勒、TOTO 线上均价

进一步地，如果我们回顾集成灶的近年行业均价可以看到，在产品形态阶段性成熟的 2018-2019 年、2022-2023 年，价格均存在一定压力，但“集成”带来的产品力溢价仍保持稳中略升。从过程来看，溢价由增转降一定伴随着销量的高增（2017-2018 年，体现出产品成熟、以价换量、竞争加剧的特点），而溢价持续下滑 2-3 年后，行业迎来一轮产品升级（2020-2021），此时溢价止跌回升并基本保持稳定，但销量仍在产品升级拉动下维持高增的景气，直到产品迭代进一步成熟，价格仍维持相对稳定，而增量方面出现承压。

另外考虑到 2021 年起产品结构升级（烟灶消→烟灶蒸烤等）对集成灶整体均价起到了拉升作用，若剔除这一因素，只比较烟灶消集成 vs 烟灶消分体这一固定形态，可以看到集成溢价在经历 2-3 年下滑后，仍实现了稳步回升。

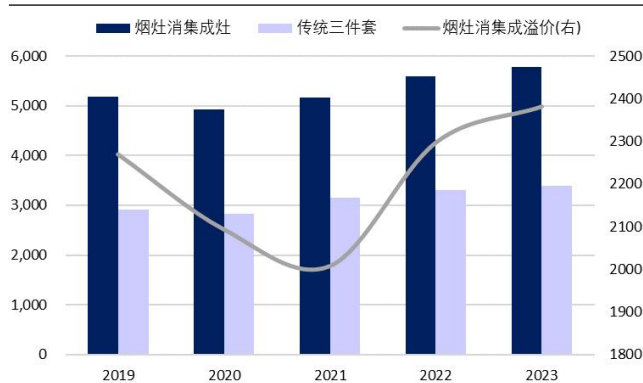
图20: 集成灶的价格溢价近年保持稳定 (单位: 元)



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

注: 集成套装价格为油烟机+燃气灶+部分(消毒柜+嵌入式微蒸烤)价格, 其中消毒柜和嵌入式的权重参考当年行业销量比例作为权重

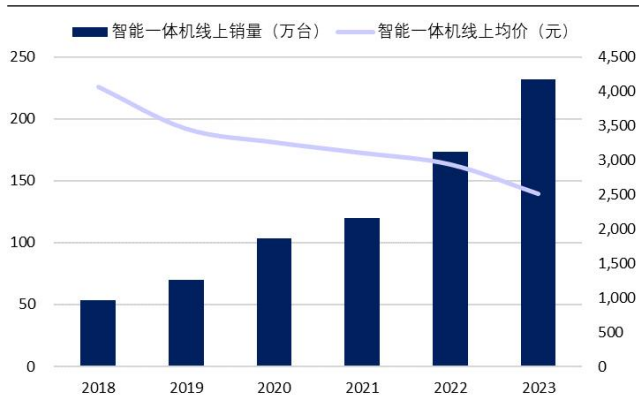
图21: 烟灶消集成灶的溢价近年同样稳中有升 (单位: 元)



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

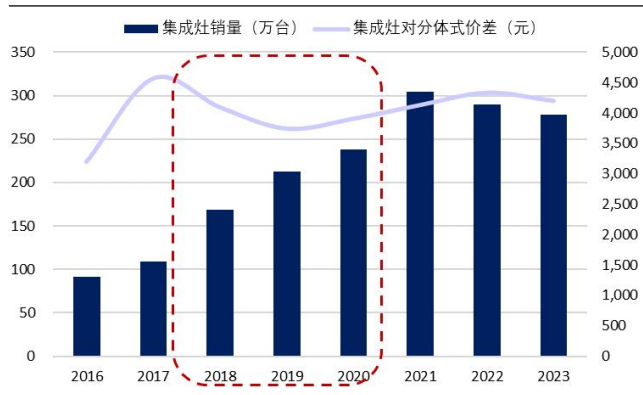
因此回看智能马桶的量价关系与走势, 我们可以从定性角度出发, 判断目前行业处于销量景气高增的中期(或类似于集成灶的2019前后, 只不过由于智能马桶的形态相对集成灶的丰富度略低, 因此以价换量的时间窗口也被拉长), 相较传统产品的溢价或仍存在收窄空间, 溢价止跌回升的时点或取决于(1)产品形态的重大更新; (2)行业销量相对饱和后竞争格局的优化, 因此短期价格端仍会存在压力, 但这或也能够从侧面说明, 行业销量的饱和期或还尚未到来。

图22: 智能一体机仍处于价格降低、销量高增的阶段



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图23: 智能一体机类似于集成灶早年高增、价差降低的年份



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

最后从价格绝对值来看, 若从消费端视角来看, 我们同样参考可替代品的价差水平。除了上文讨论的集成灶外, 若将其他可选品类纳入考量, 可以看到一个大致的规律: 低渗透品类的行业均价一般在传统品类的2倍以上, 而价格接近传统品类中的高端品牌均价。而目前智能一体机已经和行业头部品牌的传统产品均价相仿, 但考虑到目前行业销量仍处于高增状态, 以价换量或能够进一步向传统品类的价格底线靠近, 参考洗地机、集成灶的价格低点, 其均价较传统品类的头部品牌价格仍会进一步低约30%, 因此预计短期维度谨慎来看(不考虑形态的重大升级等), 智能一体机的价格或进一步下探到2200元的价格区间, 假设在未来三年高增期达到这一价格, 则价格的年均下探幅度预计约为4.4%。

表5: 低渗透品类对比: 智能一体机相较传统品类仍有价格收窄空间

低渗透品类	潜在竞争传统品类	高端品牌
集成灶	分体式	方太(集成烹饪中心)
8957	4755	10880
洗地机	无线吸尘器	戴森
2419	1400	2980
激光投影	彩电	索尼
9042	3495	10399
智能一体机	传统坐便器	科勒/TOTO
2505	970	3160

资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 2.1.2 智能马桶格局分析: 历史趋势与格局展望

智能马桶作为典型的耐用消费品, 其研发生产壁垒低于更可选的电子消费品, 但消费者对产品力和品牌的重视程度更高, 同时渠道壁垒介于可选消费品和耐用家用电器之间, 因此短期看, 行业集中度预计较低, 但起点会高于可选消费品, 但在向传统厨卫领域的集中度靠拢的过程中, 渠道所带来的护城河或略低于传统厨卫品类。另外国产替代或也能成为短期格局变化的催化剂之一。

### (1) 行业格局发展历史与趋势

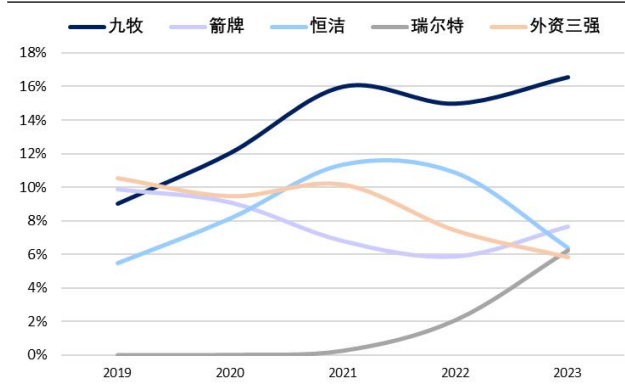
近年智能马桶一体机品牌数量快速扩容, 智能马桶盖品牌数量较为稳定: 奥维云网显示, 2017-2022 年智能马桶一体机品牌数量从 60 余个持续增加至超过 300 个, 不时有品牌异军突起; 而马桶盖品牌数量则稳定在 100 个左右。

**线上渠道: 一体机内资弯道超车, 分体式以外资为主。**

**一体机产品功能不断升级, 行业竞争较为激烈。**2023 年行业整体 CR5 约为 40%, 整体相对分散。九牧、恒洁、箭牌等传统卫浴品牌市占率靠前, 瑞尔特则爬升迅速, 2023 年线上份额分别为 17%/8%/6%/6%, 外资品牌份额 2022 年以来出现较为明显下滑, 科勒、松下和 TOTO 在 2023 年的线上销额份额均为 2%左右, 而**九牧和瑞尔特的提升趋势更为明显。**

**分体式格局稳定集中度高。**2023 年行业整体 CR5 约为 73%, 外资品牌松下、东芝、科勒、TOTO 等仍占据主要市场份额, TOP5 中仅海尔一家内资企业。其中松下一家独大, 一方面由于智能马桶盖的线上均价一般不到 1500 元, 而 TOP5 中科勒、TOTO 均价(2023)较高为 2769、3282 元, 松下、东芝、海尔则均在同一价格带且靠近行业主流价格, 同时进一步消费者对日系品牌在智能马桶的认知心智上也更为成熟, 导致了松下成为价格、品牌和消费者认可兼具的绝对龙头。

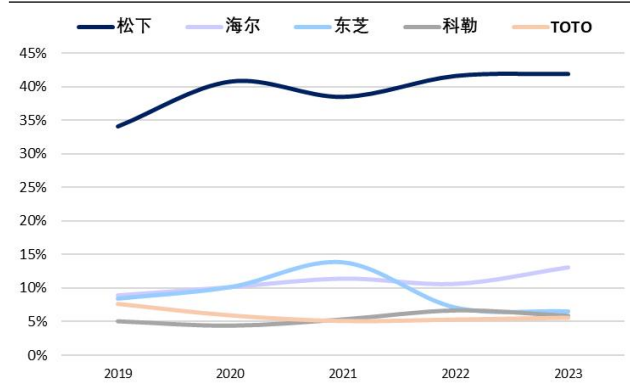
图24：一体机线上销额份额：九牧和瑞尔特趋升、外资趋降



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

注：外资三强为科勒、松下和TOTO，三品牌在2023年的线上销额份额均为约2%

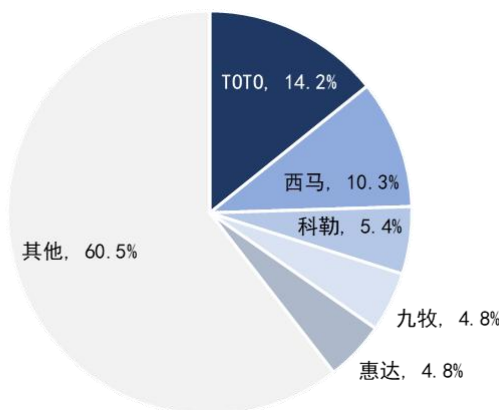
图25：线上智能马桶格局：分体式（右）格局稳定



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

**精装修与酒店渠道：外资领先、内资追击。**根据奥维地产大数据，精装修渠道外资优势较大，2023年智能一体机与智能盖板份额前三的品牌均为科勒、杜拉维特与唯宝，其中科勒以近三成的份额为TOP1，内资品牌中九牧领跑；酒店渠道方面，2023年TOTO以14.2%的份额为智能坐便器TOP1品牌，内资中西马、九牧与惠达也较为领先，份额分别为10.3%/4.8%/4.8%。

图26：2023年19城3-5星级新开业酒店智能坐便器品牌份额



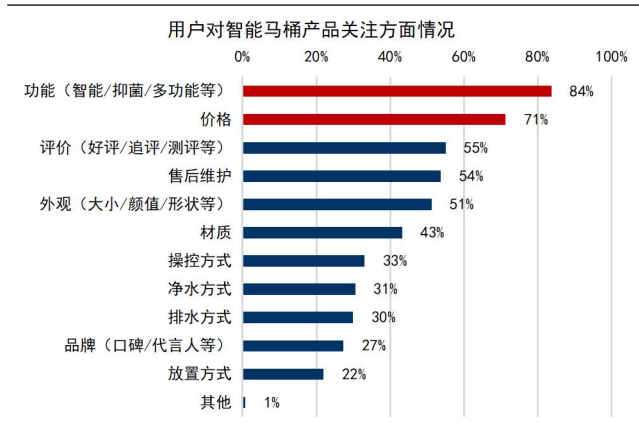
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

## (2) 行业竞争要素和格局展望

我们参考前文对智能马桶消费属性和品类属性的分析，作为低渗透的耐用消费品，尽管产品的技术生产无法构成绝对壁垒，但渗透初期产品为王的逻辑依然成立。进一步看，渠道能力的建设对份额的扩张有重要作用。

**产品角度：消费者对于产品功能及价格最为看重，品牌认知尚不稳固。**根据奥维云网的调研数据，用户在选购智能马桶时，对功能、价格及评价最为看重，而对品牌的关注度较为一般。另外当前产品痛点仍相对较多，用户对产品本身的重视，有利于强产品但营销、品牌偏弱的新进入企业，国内品牌及代工企业均有望获得更多的行业空间。

图27: 用户对智能马桶的功能及价格最为关注



资料来源: 奥维云网&国家电网调研, 国信证券经济研究所整理

图28: 产品痛点依然很多 (2023Q3 调查)

分类	具体内容	
产品方面	坐温	不使用时坐温也很高、费电
	冲水	冲水声音很大、影响晚上休息
		刚落座就冲水, 经常飞溅
		冲完水才自动合盖, 细菌容易扩散
	翻盖	翻盖太灵敏/不够灵敏
	按键	按键失灵
	妇洗臀洗	冲力很大, 有刺痛感, 洗不干净
	烘干	烘干要等很久
	语音控制	语音功能很鸡肋
	智能互联	手机连接没反应/很慢
泡沫盾	没效果, 而且会反臭	
质量	漏水漏电, 质量不好	
售后方面	售后服务差, 维修效率很低	

资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

而从具体产品方面的竞争力来看, 核心有二: 水路和智能化。

水路分为冲水水路和清洗水路, 冲水水路已经相对成熟, 但清洗水路在清洁杀菌、净水过滤、温度控制等综合维度要求更高, 在“配备”的基础上, 还需要在工业设计细节上拥有更丰富的迭代经验 (如冲水、自清洁的水流力度、清洁效果、水件间是否藏污纳垢、噪音等), 这使得目前市面上产品仍处于表面看各功能都有, 但实际使用效果不佳的局面。

智能化依靠人机交互的研发和产品迭代能力, 感应翻盖、感应冲水等一系列传感-执行-交互的功能由于逻辑相对简单, 属于“做到”简单“做好”难 (如翻盖感应过于灵敏/不够灵敏、座圈控温、节能性等)。

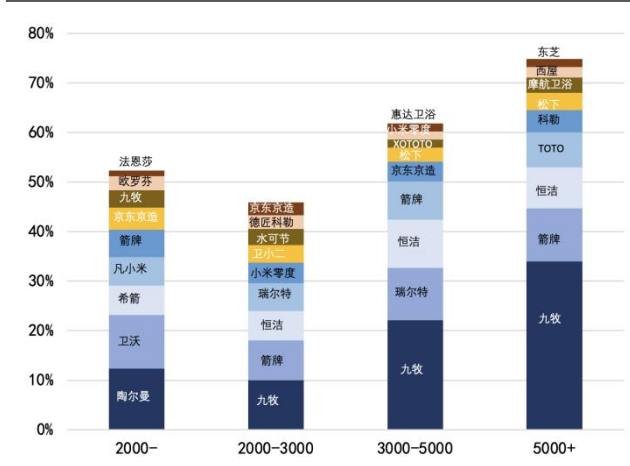
另外产品矩阵同样是重要的, 在智能马桶整体渗透率持续向上、马桶盖份额萎缩的背景下, 各价格段的消费者都处于需求较为旺盛的状态 (除了座圈加热刚需功能外, 感应、冲洗、泡沫盾等不同功能都有可能排列组合), 因此高中低端产品组合的完备性对品牌的份额提升具有积极意义。

图29: 智能马桶的冲洗水路存在诸多工业设计细节



资料来源: 奥维云网&国家电网调研, 国信证券经济研究所整理

图30: 智能马桶各价格带的头部品牌有所不同 (2023 年)



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/985144230043011141>