

投资评级 优于大市 首次覆盖

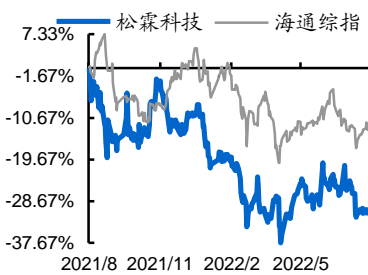
健康硬件盈利回升，松霖家仍在投入期

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 08月23日收盘价(元) | 14.66 |
| 52周股价波动(元) | 13.41-22.49 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 401/45 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 5879/657 |

相关研究

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -8.7 | -11.9 | -10.4 |
| 相对涨幅(%) | -6.9 | -7.7 | -13.1 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 冯晨阳

Tel: (021)23212081

Email: fcy10886@htsec.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021)23154114

Email: sh12219@htsec.com

证书: S0850519060001

分析师: 潘莹练

Tel: (021)23154122

Email: pyl10297@htsec.com

证书: S0850517070010

投资要点:

事件: 公司公布2022年中报, 公司2022年上半年实现营业收入约17.1亿元、同比增约42.43%, 归母净利润约1.6亿元、同比增约15%, 扣非归母净利润约1.7亿元、同比增约41.71%; 2022Q2实现营收约9.2亿元、同比增约36.99%, 单季度归母净利润约8317万元、同比增约34.35%, 扣非归母净利润1.1亿元、同比增约96.1%。

点评:

● **并表增厚厨卫健康收入、美容健康翻倍增长, 人民币兑美元贬值, 毛利率环比提升。**

- 1) 2022H1 厨卫健康产品实现收入15.7亿元、同比增长48%, 如果剔除倍杰特3.5亿元的收入贡献, 厨卫健康产品收入同比增长约14%; 美容健康产品实现收入7728万元、同比增长122%。
- 2) 2022H1 毛利率同比下滑1.84pct至29.42%, 主要由于占比较大的健康硬件毛利率同比下滑1.8pct至29.9%, 其中并表的倍杰特毛利率较低(2021H1尚未并表)是重要的因素, 从环比角度看公司毛利率已实现提升。

● **并购倍杰特后费用控制较好, 汇率套保侵蚀了部分净利润。** 公司并表倍杰特、发力松霖家, 但费用控制较好。2022H1 销售、管理+研发、财务费用率同比分别变动0.79pct、-1.27pct、-1.35pct至4.72%、12.87%、-1.39%, 其中财务费用减少主要由于2022H1产生3488万元的汇兑收益, 而2021H1汇兑损失97万元。由于公司减持稳健的策略, 采用汇率套保的方式平滑汇率波动对净利润的影响, 2022H1公司外汇远期合约损失2284万元, 侵蚀了部分净利润。

● **尚在投入期, 松霖家业务亏损, 单店放量后盈利或有改善。** 公司2022H1松霖家实现收入5468万元、同比增长49.06%, 由于尚在投入期产生亏损6955万元。松霖家与传统家装服务有一定差别, 为客户提供全流程场景和服务, 以“线上模拟、线下现实”的方式, 为每位客户提供“零失误”的解决方式, 采取“一店一厂”的F2C模式。我们认为单店放量后将摊薄固定成本, 公司松霖家业务或有改善。

● **给予“优于大市”评级。** 公司以健康硬件IDM和松霖家为两大支柱, 健康硬件稳健增长, 松霖家以全新模式进入家装领域, 目前属于投入期, 扭亏将带来较大的利润弹性。我们预计公司2022-2024年收入分别为37.77、45.44、54.49亿元, EPS分别约0.94、1.23、1.58元, 给予2022年PE20-25倍, 合理价值区间18.80~23.50元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

● **风险提示。** 海外需求大幅放缓, 松霖家单店放量缓慢。

主要财务数据及预测

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2035 | 2977 | 3777 | 4544 | 5449 |
| (+/-)YoY(%) | 17.0% | 46.3% | 26.9% | 20.3% | 19.9% |
| 净利润(百万元) | 270 | 301 | 376 | 495 | 633 |
| (+/-)YoY(%) | 15.5% | 11.4% | 24.9% | 31.5% | 27.9% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.67 | 0.75 | 0.94 | 1.23 | 1.58 |
| 毛利率(%) | 34.6% | 29.5% | 30.8% | 31.5% | 32.2% |
| 净资产收益率(%) | 13.5% | 13.5% | 14.6% | 16.4% | 17.7% |

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

根据 2022 年中报收入和毛利率，预计：

厨卫健康：2022 年厨卫健康下半年收入或放缓，全年收入增长 30%，低于 2022H1 增速，2023-2024 年保持 15% 的收入增长；毛利率稳定在 30%；

美容健康：2022-2024 年美容健康收入同比增长 100%、80%、50%，毛利率稳定在 52%；

松霖家：2022-2024 年保持 50% 的增速，随着单店放量，毛利率稳步提升。

表 1 分项收支预测

| | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 厨卫健康 | 收入：百万元 | 1848 | 2613 | 3397 | 3907 | 4493 |
| | 毛利率 | 35.63% | 29.94% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 美容健康 | 收入：百万元 | 46 | 114 | 227 | 409 | 614 |
| | 毛利率 | 52.18% | 52.91% | 52.00% | 52.00% | 52.00% |
| 松霖家 | 收入：百万元 | 18 | 102 | 152 | 228 | 343 |
| | 毛利率 | 36.13% | 15.76% | 18.00% | 20.00% | 25.00% |

资料来源：公司年报（2020-2021），海通证券研究所

表 2 A 股同类可比上市公司估值

| 代码 | 简称 | 收盘价 (元) | EPS (元/股) 一致预期 | | | PE (倍) | | | PS (倍) |
|------------|------|-----------|----------------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| | | 2022/8/23 | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E | (按最新每股净资产计算) |
| 001216.SZ | 华瓷股份 | 16.12 | 0.54 | 0.92 | 1.17 | 29.6 | 17.6 | 13.8 | 3.1 |
| 002444.SZ | 巨星科技 | 27.66 | 1.11 | 1.28 | 1.58 | 24.9 | 21.6 | 17.5 | 2.9 |
| 002791.SZ | 坚朗五金 | 86.84 | 2.77 | 2.27 | 3.69 | 31.4 | 38.2 | 23.5 | 6.3 |
| 平均值 | | | | | | 28.6 | 25.8 | 18.3 | 4.1 |

资料来源：Wind；海通证券研究所。注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。

注：华瓷股份、巨星科技与公司类似，以出口家用产品为主；坚朗五金与公司类似均有部分五金业务。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 2977 | 3777 | 4544 | 5449 |
| 每股收益 | 0.75 | 0.94 | 1.23 | 1.58 | 营业成本 | 2097 | 2612 | 3114 | 3696 |
| 每股净资产 | 5.55 | 6.41 | 7.52 | 8.93 | 毛利率% | 29.5% | 30.8% | 31.5% | 32.2% |
| 每股经营现金流 | 0.72 | 1.76 | 1.64 | 2.24 | 营业税金及附加 | 24 | 38 | 45 | 54 |
| 每股股利 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.8% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 119 | 181 | 218 | 262 |
| P/E | 19.51 | 15.63 | 11.89 | 9.29 | 营业费用率% | 4.0% | 4.8% | 4.8% | 4.8% |
| P/B | 2.64 | 2.29 | 1.95 | 1.64 | 管理费用 | 236 | 264 | 318 | 381 |
| P/S | 1.97 | 1.56 | 1.29 | 1.08 | 管理费用率% | 7.9% | 7.0% | 7.0% | 7.0% |
| EV/EBITDA | 16.47 | 7.90 | 6.12 | 4.54 | EBIT | 342 | 517 | 647 | 809 |
| 股息率% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 16 | -25 | 12 | 9 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 0.5% | -0.7% | 0.3% | 0.2% |
| 毛利率 | 29.5% | 30.8% | 31.5% | 32.2% | 资产减值损失 | -11 | -5 | -5 | -5 |
| 净利润率 | 10.1% | 10.0% | 10.9% | 11.6% | 投资收益 | 22 | -19 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 13.5% | 14.6% | 16.4% | 17.7% | 营业利润 | 358 | 448 | 590 | 755 |
| 资产回报率 | 7.5% | 8.1% | 9.3% | 10.2% | 营业外收支 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 投资回报率 | 10.1% | 13.7% | 15.0% | 16.2% | 利润总额 | 358 | 450 | 592 | 757 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 476 | 705 | 863 | 1052 |
| 营业收入增长率 | 46.3% | 26.9% | 20.3% | 19.9% | 所得税 | 46 | 54 | 71 | 91 |
| EBIT 增长率 | 14.6% | 51.0% | 25.1% | 25.1% | 有效所得税率% | 12.9% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 净利润增长率 | 11.4% | 24.9% | 31.5% | 27.9% | 少数股东损益 | 11 | 20 | 26 | 33 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 301 | 376 | 495 | 633 |
| 资产负债率 | 40.0% | 39.7% | 38.7% | 37.9% | | | | | |
| 流动比率 | 1.61 | 1.70 | 1.84 | 1.99 | 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 速动比率 | 1.11 | 1.20 | 1.34 | 1.49 | 货币资金 | 566 | 843 | 1130 | 1638 |
| 现金比率 | 0.48 | 0.60 | 0.69 | 0.85 | 应收账款及应收票据 | 678 | 773 | 954 | 1125 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 531 | 625 | 749 | 884 |
| 应收账款周转天数 | 66.84 | 70.00 | 70.00 | 70.00 | 其它流动资产 | 144 | 157 | 171 | 194 |
| 存货周转天数 | 68.82 | 80.00 | 80.00 | 80.00 | 流动资产合计 | 1919 | 2398 | 3004 | 3842 |
| 总资产周转率 | 0.88 | 0.87 | 0.91 | 0.95 | 长期股权投资 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 固定资产周转率 | 3.57 | 3.69 | 4.15 | 4.79 | 固定资产 | 978 | 1067 | 1123 | 1154 |
| | | | | | 在建工程 | 243 | 206 | 184 | 170 |
| | | | | | 无形资产 | 282 | 282 | 282 | 282 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 2116 | 2228 | 2312 | 2369 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 资产总计 | 4036 | 4626 | 5316 | 6211 |
| 净利润 | 301 | 376 | 495 | 633 | 短期借款 | 135 | 135 | 135 | 135 |
| 少数股东损益 | 11 | 20 | 26 | 33 | 应付票据及应付账款 | 687 | 844 | 981 | 1185 |
| 非现金支出 | 149 | 213 | 241 | 268 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -21 | 68 | 19 | 19 | 其它流动负债 | 367 | 435 | 517 | 612 |
| 营运资金变动 | -151 | 28 | -124 | -56 | 流动负债合计 | 1189 | 1414 | 1633 | 1932 |
| 经营活动现金流 | 288 | 705 | 656 | 897 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -326 | -298 | -298 | -298 | 其它长期负债 | 424 | 424 | 424 | 424 |
| 投资 | -37 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 424 | 424 | 424 | 424 |
| 其他 | 31 | -49 | 0 | 0 | 负债总计 | 1613 | 1838 | 2057 | 2356 |
| 投资活动现金流 | -332 | -347 | -298 | -298 | 实收资本 | 401 | 401 | 401 | 401 |
| 债权募资 | 19 | -30 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 2226 | 2572 | 3017 | 3579 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 196 | 216 | 242 | 276 |
| 其他 | -122 | -51 | -71 | -91 | 负债和所有者权益合计 | 4036 | 4626 | 5316 | 6211 |
| 融资活动现金流 | -103 | -81 | -71 | -91 | | | | | |
| 现金净流量 | -152 | 276 | 287 | 508 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天山股份,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,中国玻璃,三棵树,华达新材,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,雄塑科技,山东玻纤,惠达卫浴,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。