

疫情影响业绩承压，关注后续复苏弹性

2023年04月12日

【投资要点】

- ◆ **近日公司发布2022年年度报告。**2022年公司实现营业收入20.05亿元，同比减少23.26%；实现归母净利润1.64亿元，同比减少30.51%；实现扣非归母净利润1.26亿元，同比减少6.28%。2022年业绩承压，主要是由于需求端2022年国内疫情反复爆发、消费低迷，海外俄乌战争在内的复杂的国际形势的消极影响，以及供给端上海3-5月疫情封控引起的供应链及物流运输的停摆等原因。
- ◆ **分业务看**，2022年按摩椅实现营收1877.21百万元，同比下滑21.13%；按摩小电器100.46百万元，同比下滑24.96%；体验式按摩服务5.57百万元，同比下滑90.73%，主要是由于21年出售控股子公司上海稍息网络科技有限公司67%的股权，剥离了往年亏损业务；其他业务3.01百万元，同比下滑73.98%。**分地区看**，内销营收实现8.62亿元，占比为43.37%，同比下降27.83%；外销实现11.25亿元，占比为56.63%，同比下降19.19%。
- ◆ **利润率下滑，费用有所下降。**利润端，公司2022年毛利率和净利率分别为26.52%/8.22%，分别同比下滑0.32pct/0.51pct。费用端，控制费用支出，2022年公司销售/管理/研发/财务费用分别为209.63/70.71/88.66/-21.45百万元，同比变动分别为-17.89%/-4.07%/-25.63%/-158.85%。2022年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为10.46%/7.95%/4.42%/-1.07%。公司在国内拥有1000多家线下门店，线下门店固定成本较高，受疫情影响挤压毛利率。财务费用降幅较大，主要是美元汇率变动产生汇兑收益及利息收入较上年增加所致。
- ◆ **品牌+渠道+全球布局，静候业绩改善。**品牌布局差异化，公司采取品牌差异化经营战略，旗下拥有“荣泰”及“摩摩哒”等多个自有品牌，全面覆盖高中低端价位区间。**线上线下多渠道布局**，线下以经销商和直营方式多年运营，并逐步向下沉淀，共计1000多家线下门店；线上布局天猫、京东、抖音等多个主流电商平台。**海内外齐发展**，韩国占据50%外贸市场份额，重点发展北美、东南亚为主的潜在市场；另外除ODM/OEM代工外，在海外市场推广自有“荣泰”品牌，也有望带来业绩增长和毛利率提升。

增持（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

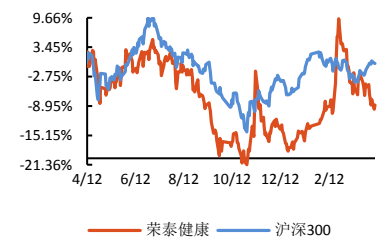
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：刘雪莹

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	3230.60
流通市值（百万元）	3207.52
52周最高/最低（元）	26.62/18.75
52周最高/最低（PE）	21.22/13.39
52周最高/最低（PB）	2.05/1.53
52周涨幅（%）	-3.93
52周换手率（%）	209.64

相关研究

【投资建议】

- ◆ 从行业看，随疫后经济形势好转，居民医疗保健消费支出逐步扩大，按摩器具市场规模有望进一步扩大；从公司看，国内市场线上线下载发力，国外稳定韩国市场，拓展北美、东南亚等重要市场，有望带来业绩稳定增长。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 25.24/29.74/33.88 亿元，归母净利润 2.36/2.70/3.30 亿元，EPS 分别为 1.7/2.0/2.4 元/股，对应 PE 分别为 13/11/9 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2004.82	2524.41	2973.95	3387.51
增长率(%)	-23.26%	25.92%	17.81%	13.91%
EBITDA（百万元）	208.57	330.91	345.58	401.69
归属母公司净利润（百万元）	164.23	235.90	269.69	329.77
增长率(%)	-30.51%	43.64%	14.32%	22.28%
EPS(元/股)	1.23	1.69	1.93	2.36
市盈率（P/E）	16.25	13.01	11.38	9.30
市净率（P/B）	1.50	1.46	1.29	1.14
EV/EBITDA	11.89	7.78	6.98	4.64

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 宏观经济下行；
- ◆ 市场需求不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2270.58	3076.24	3299.03	4156.37
货币资金	1329.78	1704.11	2017.63	2675.46
应收及预付	109.39	205.60	164.94	257.45
存货	205.23	332.28	277.79	377.72
其他流动资产	626.18	834.25	838.67	845.74
非流动资产	1153.25	1214.28	1247.09	1275.79
长期股权投资	59.08	61.08	61.08	61.08
固定资产	521.25	574.21	604.11	630.04
在建工程	33.62	36.68	39.60	42.37
无形资产	96.59	99.59	99.59	99.59
其他长期资产	442.71	442.71	442.71	442.71
资产总计	3423.83	4290.52	4546.13	5432.16
流动负债	890.15	1524.57	1518.35	2087.29
短期借款	408.52	608.52	758.52	868.52
应付及预收	321.17	753.84	569.90	1003.33
其他流动负债	160.46	162.20	189.93	215.44
非流动负债	663.58	663.58	663.58	663.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	603.11	603.11	603.11	603.11
其他非流动负债	60.48	60.48	60.48	60.48
负债合计	1553.73	2188.15	2181.93	2750.88
实收资本	139.97	139.97	139.97	139.97
资本公积	701.49	701.49	701.49	701.49
留存收益	1104.40	1341.30	1610.98	1940.76
归属母公司股东权益	1866.19	2103.09	2372.78	2702.55
少数股东权益	3.90	-0.73	-8.58	-21.27
负债和股东权益	3423.83	4290.52	4546.13	5432.16

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2004.82	2524.41	2973.95	3387.51
营业成本	1473.07	1759.11	2071.95	2359.84
税金及附加	7.96	10.10	11.90	13.55
销售费用	209.63	290.31	356.87	389.56
管理费用	70.71	88.35	98.14	111.79
研发费用	88.66	126.22	163.57	186.31
财务费用	-21.45	12.52	15.83	18.28
资产减值损失	-3.28	-1.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	10.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.57	22.72	26.77	30.49
资产处置收益	0.15	0.50	0.59	0.68
其他收益	16.28	12.62	14.87	16.94
营业利润	186.54	257.65	292.92	356.28
营业外收入	1.16	1.50	2.00	3.00
营业外支出	8.32	5.00	4.00	3.00
利润总额	179.37	254.15	290.92	356.28
所得税	14.65	22.87	29.09	39.19
净利润	164.72	231.27	261.83	317.09
少数股东损益	0.49	-4.63	-7.85	-12.68
归属母公司净利润	164.23	235.90	269.69	329.77
EBITDA	208.57	330.91	345.58	401.69

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	236.79	381.79	241.85	622.94
净利润	164.72	231.27	261.83	317.09
折旧摊销	73.61	52.97	54.18	58.30
营运资金变动	-4.67	88.08	-70.48	259.43
其它	3.14	9.46	-3.67	-11.88
投资活动现金流	-225.04	-194.28	-61.64	-55.83
资本支出	-96.27	-113.00	-86.41	-84.32
投资变动	-2.00	-104.00	-2.00	-2.00
其他	-126.78	22.72	26.77	30.49
筹资活动现金流	187.59	186.81	133.31	90.71
银行借款	543.76	200.00	150.00	110.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-356.16	-13.19	-16.69	-19.29
现金净增加额	220.53	374.33	313.53	657.82
期初现金余额	1109.24	1329.78	1704.11	2017.63
期末现金余额	1329.78	1704.11	2017.63	2675.46

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-23.26%	25.92%	17.81%	13.91%
营业利润增长	-29.67%	38.12%	13.69%	21.63%
归属母公司净利润增长	-30.51%	43.64%	14.32%	22.28%
获利能力 (%)				
毛利率	26.52%	30.32%	30.33%	30.34%
净利率	8.22%	9.16%	8.80%	9.36%
ROE	8.80%	11.22%	11.37%	12.20%
ROIC	4.30%	7.63%	7.04%	7.36%
偿债能力				
资产负债率 (%)	45.38%	51.00%	48.00%	50.64%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.55	2.02	2.17	1.99
速动比率	1.70	1.36	1.54	1.48
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.59	0.65	0.62
应收账款周转率	21.09	14.81	24.08	16.11
存货周转率	9.77	7.60	10.71	8.97
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.69	1.93	2.36
每股经营现金流	1.69	2.73	1.73	4.45
每股净资产	13.33	15.02	16.95	19.31
估值比率				
P/E	16.25	13.01	11.38	9.30
P/B	1.50	1.46	1.29	1.14
EV/EBITDA	11.89	7.78	6.98	4.64

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。