

投资评级 优于大市 维持

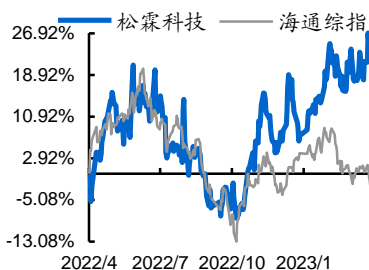
收入增速放缓，毛利率维持高水平

股票数据

04月25日收盘价(元)	15.71
52周股价波动(元)	12.89-19.26
总股本/流通A股(百万股)	401/401
总市值/流通市值(百万元)	6300/6300

相关研究

《健康硬件盈利回升，松霖家仍在投入期》
 2022.08.24

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.3	-7.6	2.1
相对涨幅(%)	-6.7	-5.2	7.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@haitong.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@haitong.com

证书:S0850519060001

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@haitong.com

证书:S0850517070010

投资要点:

事件: 公司公布 2022 年年报, 2022 年营业收入约 31.8 亿元、同比增约 6.84%, 归母净利润约 2.6 亿元、同比下滑约 13.33%, 扣非归母净利润约 2.9 亿元、同比增约 13.77%; 2022Q4 实现营收约 6.9 亿元、同比降约 29.09%, 归母净利润约 3240 万元、同比降约 64.70%, 扣非归母净利润 2964 万元、同比降约 55.65%; 2023Q1 实现营收约 6.0 亿元、同比降约 23.72%, 归母净利润约 4371 万元、同比降约 39.89%, 扣非归母净利润 3979 万元、同比降约 38.24%。

点评:
收入增速放缓、毛利率仍在较高水平。

1) 2022Q1-2023Q1 健康硬件实现收入 7.8、8.8、7.5、6.5、6.0 亿元、同比分别变动 51.8%、34.6%、-3.7%、-29.7%、-23.6%，增速下滑除了并表倍杰特导致 22H1 增速较高的因素以外，我们预计与海外需求放缓亦有一定关系，23Q1 单季度收入下滑幅度较 22Q4 有所收窄，我们预计随着海外顾客消化库存后收入将企稳回升。分产品看 2022 年厨卫健康产品收入同比增长 8.1%、美容健康同比增长 27.3%。

2) 2022Q1-2023Q1 健康硬件毛利率分别为 29.3%、30.6%、31.5%、34.7%、33.7%，毛利率环比整体呈现出提升趋势，处于较高水平。

• **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。2022 年销售、管理+研发、财务费用率同比分别变动 1.02pct、0.46pct、-1.78pct 至 5.02%、14.07%、-1.25%，其中财务费用减少主要由于 2022 年产生 5978 万元的汇兑收益，而 2021 年汇兑损失 931 万元。由于公司坚持稳健的策略，采用汇率套保的方式平滑汇率波动对净利润的影响，2022 年公司外汇远期合约损失 5852 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 2022 年松霖家实现收入约 1.2 亿元、同比增长 16.5%，由于尚在投入期产生亏损约 1.4 亿元。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。

• **维持“优于大市”评级。** 公司以健康硬件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，扭亏将带来较大的利润弹性。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别约 0.86、0.98、1.12 元，给予 2023 年 PE20-25 倍，合理价值区间 17.20~21.50 元，维持“优于大市”评级。

• **风险提示。** 海外需求大幅放缓，松霖家打磨期较长。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2977	3181	3389	3813	4319
(+/-)YoY(%)	46.3%	6.8%	6.6%	12.5%	13.3%
净利润(百万元)	301	261	345	392	451
(+/-)YoY(%)	11.4%	-13.3%	32.3%	13.4%	15.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.75	0.65	0.86	0.98	1.12
毛利率(%)	29.5%	30.8%	31.0%	31.0%	31.0%
净资产收益率(%)	13.5%	12.0%	14.3%	14.5%	14.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，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

厨卫健康: 2023 欧美需求或疲软、渠道去库存, 我们假定收入低速增长, 2024 和 2025 年恢复温和增长; 毛利率稳定在 2022 年的水平;

美容健康: 美容健康还处于渗透阶段, 且公司收入基数较低, 鉴于此前高增长, 我们预计 2023-2025 年美容健康收入同比保持 30%较高速增长, 毛利率稳定在 2022 年水平;

松霖家: 公司年报已经说明, 以 2-3 家店打磨业务新模式, 再逐步向一二线城市复制, 全面实现规模化的爆发式增长, 我们预计 2023 年继续为打磨期, 2024-2025 年为爆发期; 毛利率稳定在 2022 年的水平。

表 1 分项收支预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
厨卫健康	收入: 百万元	2613	2826	2967	3264	3590
yoy		41.38%	8.15%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率		29.94%	30.64%	30.64%	30.64%	30.64%
美容健康	收入: 百万元	114	145	188	245	318
yoy		144.77%	27.31%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率		52.91%	54.74%	54.74%	54.74%	54.74%
松霖家	收入: 百万元	102	118	142	213	319
yoy		468.27%	16.54%	20.00%	50.00%	50.00%
毛利率		15.76%	16.13%	16.13%	16.13%	16.13%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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)
		2023/4/25	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	(2023E)
001216.SZ	华瓷股份	12.15	0.68	0.88	1.06	17.9	13.8	11.4	1.8
002444.SZ	巨星科技	18.55	1.18	1.62	2.01	15.7	11.5	9.2	1.4
002791.SZ	坚朗五金	71.00	0.18	1.89	2.81	394.4	37.5	25.3	2.3
平均值						142.7	20.9	15.3	1.8

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。 坚朗五金 2022 年 EPS 采用业绩预告平均值。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	3181	3389	3813	4319
每股收益	0.65	0.86	0.98	1.12	营业成本	2201	2339	2629	2978
每股净资产	5.42	6.03	6.72	7.55	毛利率%	30.8%	31.0%	31.0%	31.0%
每股经营现金流	1.53	0.86	1.93	1.18	营业税金及附加	24	25	29	32
每股股利	0.20	0.26	0.28	0.30	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	160	170	192	217
P/E	24.12	18.24	16.09	13.98	营业费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
P/B	2.90	2.61	2.34	2.08	管理费用	255	272	306	346
P/S	1.98	1.86	1.65	1.46	管理费用率%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
EV/EBITDA	11.01	9.64	8.03	7.04	EBIT	353	423	475	536
股息率%	1.2%	1.7%	1.8%	1.9%	财务费用	-40	-5	-4	-10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
毛利率	30.8%	31.0%	31.0%	31.0%	资产减值损失	-40	-5	-5	-5
净利润率	8.2%	10.2%	10.3%	10.4%	投资收益	-57	17	19	22
净资产收益率	12.0%	14.3%	14.5%	14.9%	营业利润	336	416	471	543
资产回报率	5.9%	7.1%	7.5%	7.7%	营业外收支	-16	2	2	2
投资回报率	9.9%	10.9%	11.2%	11.5%	利润总额	320	418	473	545
盈利增长 (%)					EBITDA	537	624	702	788
营业收入增长率	6.8%	6.6%	12.5%	13.3%	所得税	35	50	57	65
EBIT 增长率	3.0%	19.9%	12.4%	12.8%	有效所得税率%	10.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-13.3%	32.3%	13.4%	15.1%	少数股东损益	24	22	25	29
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	261	345	392	451
资产负债率	46.2%	45.8%	43.4%	43.2%					
流动比率	2.68	2.54	2.70	2.61	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.25	2.00	2.25	2.08	货币资金	1104	1066	1454	1540
现金比率	1.18	0.94	1.25	1.09	应收账款及应收票据	569	740	715	938
经营效率指标					存货	369	582	483	724
应收账款周转天数	68.28	68.28	68.28	68.28	其它流动资产	469	482	478	494
存货周转天数	73.57	73.57	73.57	73.57	流动资产合计	2511	2870	3130	3697
总资产周转率	0.75	0.73	0.76	0.78	长期股权投资	4	4	4	4
固定资产周转率	3.03	2.99	3.31	3.72	固定资产	1123	1146	1160	1162
					在建工程	111	127	136	142
					无形资产	270	270	270	270
					非流动资产合计	1906	2005	2078	2126
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	4417	4875	5208	5822
净利润	261	345	392	451	短期借款	39	39	39	39
少数股东损益	24	22	25	29	应付票据及应付账款	589	767	758	969
非现金支出	219	226	252	277	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	41	-23	-27	-32	其它流动负债	309	326	363	408
营运资金变动	70	-227	132	-250	流动负债合计	937	1132	1160	1415
经营活动现金流	615	343	773	474	长期借款	0	0	0	0
资产	-210	-282	-280	-278	其它长期负债	1102	1102	1102	1102
投资	-415	0	0	0	非流动负债合计	1102	1102	1102	1102
其他	-42	17	19	22	负债总计	2039	2233	2262	2517
投资活动现金流	-668	-265	-261	-256	实收资本	401	401	401	401
债权募资	665	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2175	2416	2696	3026
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	203	225	250	279
其他	-115	-116	-124	-132	负债和所有者权益合计	4417	4875	5208	5822
融资活动现金流	550	-116	-124	-132					
现金净流量	528	-38	388	86					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 25 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 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： 鲁阳节能,天山股份,凯盛新能,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,雨中情,马可波罗,皇派家居,伟星新材,兔宝宝,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,长海股份,中材科技,东方雨虹,再升科技,山东玻纤,惠达卫浴,垒知集团,北新建材,上峰水泥,信义玻璃

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,报告发布日后 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。