



买入 (维持)

所属行业: 家用电器  
当前价格(元): 21.91

# 荣泰健康 22 年报点评: 疫情承压 弹性可期, 盈利修复持续推进

## 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报, 2022 年实现营收 20.05 亿元, 同比-23.26%, 实现归母净利润 1.64 亿元, 同比-30.51%, 实现扣非净利润 1.26 亿元, 同比-6.28%; 22Q4 实现营收 4.43 亿元, 同比-40.80%, 实现归母净利润 0.39 亿元, 同比-19.23%, 实现扣非净利润 0.16 亿元, 同比+236.38%。
- **22 年国内线下渠道承压, 疫情缓解、客流恢复, 23 年线下渠道修复弹性较大。** 22 年内销收入 8.6 亿元, 同比-28%。线上渠道, 公司增加线上产品型号, 深度参与主价位段竞争, 加大自播力度、发力内容营销, 推动品牌年轻化、专业化, 预计线上受损程度较小; 线下渠道, 2022 年公司传统店铺开店 118 家, 临街专卖店 21 家。在疫情背景下, 公司战略性关停部分门店, 主推临街店铺, 构建线下门店社群体系, 增加客流量和曝光度, 提高销售转化率, 但 2022 年全国疫情反复, 线下客流减少, 预计公司线下渠道受损较严重。
- **海外通胀上行, 客户去库存, 导致外销下滑, 随着去库存结束, 外销有望回暖。** 22 年外销收入 11.2 亿元, 同比-19%, 主要系: 1) 上海疫情影响海外新品发布、发货; 2) 海外需求放缓, 客户去库存。分地区来看, 韩国地区: 在公司外贸业务中占比超 50%, 经过多年增长, 首次出现下滑, 公司积极应对市场变化, 加速推新, 推出全球首款小腿分离型按摩椅, 有望带动销量释放。美国地区: 上半年增长势头较好, 下半年下滑, 主要系通胀上行、消费疲弱, 客户去库存, 但公司高端按摩椅逆势增长, 受消费转弱影响较小; 其他地区: 整体降幅小于韩、美, 其中东南亚小幅增长, 中东实现增长, 俄罗斯、欧洲受战争影响下滑。随着海外去库存接近尾声, 公司外销业务有望迎来修复。
- **Q4 盈利能力平稳修复。** 2022 年公司毛利率为 26.52%, 同比-0.32pct, 其中内销毛利率+1.36pct, 外销毛利率-0.67pct。费用端来看, 2022 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.7/+0.7/-0.1/-2.5pct, 合计-1.2pct, 财务费用率降低主要系美元汇率变动产生汇兑收益及利息收入增加。非经常项目方面, 2022 年投资净收益同比减少 0.75 亿, 占收入比重同比-2.65pct, 综合来看, 2022 年净利率为 8.22%, 同比-0.5pct, 扣非净利率为 6.29%, 同比+1.14pct。单季度来看, Q4 毛利率为 27.02%, 同比+0.93pct, 预计受益于原材料降价, 费用端来看, Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.3/-4.0/+0.1/-1.5pct, 合计-4pct。非经常项目方面, 投资净收益/收入同比-5.64pct, 综合来看, Q4 净利率为 8.7%, 同比+2.9pct, 环比+0.15pct, 扣非净利率为 3.71%, 同比+5.32pct, Q4 盈利能力明显改善。
- **投资建议:** 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.36、2.75、3.12 亿元, 同比分别+44.0%、+16.2%、+13.7%, 对应的 EPS 分别为 1.69、1.96、2.23 元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 12.97x、11.16x、9.82x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新品表现不及预期, 国内外消费复苏不及预期, 原材料价格大幅上涨。

## 证券分析师

谢丽媛

资格编号: S0120523010001

邮箱: xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号: S0120523020003

邮箱: hehp3@tebon.com.cn

邓颖

资格编号: S0120523020001

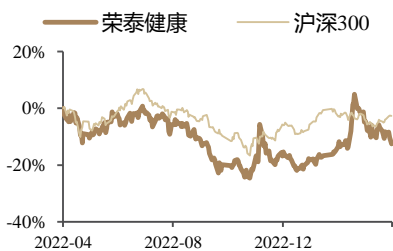
邮箱: dengying3@tebon.com.cn

## 研究助理

宋雨桐

邮箱: songyt@tebon.com.cn

## 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.44	1.15	6.88
相对涨幅(%)	-11.14	0.92	3.97

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

## 相关研究

1. 《荣泰健康 (603579.SH): 深度探讨按摩椅消费者教育拐点》, 2023.2.24

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	139.97		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	138.97	营业收入(百万元)	2,613	2,005	2,448	2,834	3,142
52 周内股价区间(元):	18.89-26.29	(+/-)YOY(%)	29.3%	-23.3%	22.1%	15.8%	10.9%
总市值(百万元):	3,066.83	净利润(百万元)	236	164	236	275	312
总资产(百万元):	3,423.83	(+/-)YOY(%)	22.5%	-30.5%	44.0%	16.2%	13.7%
每股净资产(元):	13.33	全面摊薄 EPS(元)	1.69	1.17	1.69	1.96	2.23
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	26.8%	26.5%	27.6%	28.0%	28.5%
		净资产收益率(%)	13.3%	8.8%	11.2%	11.6%	11.6%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.23	1.69	1.96	2.23
每股净资产	13.33	15.02	16.99	19.22
每股经营现金流	1.69	4.57	-0.76	5.32
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	16.25	12.97	11.16	9.82
P/B	1.50	1.46	1.29	1.14
P/S	1.53	1.25	1.08	0.98
EV/EBITDA	11.89	8.35	7.53	5.07
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	26.5%	27.6%	28.0%	28.5%
净利润率	8.2%	9.7%	9.7%	9.9%
净资产收益率	8.8%	11.2%	11.6%	11.6%
资产回报率	4.8%	5.2%	6.7%	6.0%
投资回报率	4.3%	6.8%	7.7%	8.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-23.3%	22.1%	15.8%	10.9%
EBIT 增长率	-32.8%	92.8%	25.3%	15.6%
净利润增长率	-30.5%	44.0%	16.2%	13.7%
偿债能力指标				
资产负债率	45.4%	53.7%	42.0%	48.7%
流动比率	2.6	1.8	2.6	2.0
速动比率	1.7	1.3	1.9	1.5
现金比率	1.5	1.1	1.7	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	21.3	24.0	19.0	16.0
存货周转天数	59.2	60.0	50.0	49.0
总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.6
固定资产周转率	3.8	3.8	3.9	3.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	164	236	275	312
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	110	23	31	33
非经营收益	-33	30	30	35
营运资金变动	-5	349	-441	364
经营活动现金流	237	639	-106	745
资产	-96	-130	-100	-130
投资	-2	-5	-15	-25
其他	-127	20	27	26
投资活动现金流	-225	-115	-88	-129
债权募资	294	200	100	50
股权募资	0	0	0	0
其他	-107	-50	-57	-61
融资活动现金流	188	150	43	-11
现金净流量	221	674	-151	605

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 6 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,005	2,448	2,834	3,142
营业成本	1,473	1,773	2,040	2,247
毛利率%	26.5%	27.6%	28.0%	28.5%
营业税金及附加	8	9	7	8
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	210	245	283	311
营业费用率%	10.5%	10.0%	10.0%	9.9%
管理费用	71	81	91	97
管理费用率%	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%
研发费用	89	110	130	148
研发费用率%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%
EBIT	135	260	326	377
财务费用	-21	-12	-3	4
财务费用率%	-1.1%	-0.5%	-0.1%	0.1%
资产减值损失	-3	-1	-1	-1
投资收益	20	15	22	21
营业利润	187	271	315	358
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	179	271	315	358
EBITDA	209	272	335	389
所得税	15	34	40	45
有效所得税率%	8.2%	12.7%	12.7%	12.7%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	164	236	275	312

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,330	2,004	1,853	2,457
应收账款及应收票据	95	231	68	211
存货	205	385	180	430
其它流动资产	641	671	666	692
流动资产合计	2,271	3,290	2,766	3,791
长期股权投资	59	59	59	59
固定资产	521	639	729	847
在建工程	34	34	34	34
无形资产	97	97	97	97
非流动资产合计	1,153	1,261	1,341	1,459
资产总计	3,424	4,551	4,108	5,250
短期借款	409	609	709	759
应付票据及应付账款	321	959	174	949
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	160	214	180	185
流动负债合计	890	1,781	1,063	1,892
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	664	664	664	664
非流动负债合计	664	664	664	664
负债总计	1,554	2,445	1,726	2,556
实收资本	140	140	140	140
普通股股东权益	1,866	2,103	2,377	2,690
少数股东权益	4	4	4	4
负债和所有者权益合计	3,424	4,551	4,108	5,250

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和平安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

## 分析师声明

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。

## 投资评级说明

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；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。