

增长有所放缓，前景仍然乐观

——中小盘信息更新

伐谋-中小盘信息更新

孙金钜(分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

黄泽鹏(分析师)

huangzepeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280519060001

●事件:受周期影响,中报收入和扣非利润增速均有所放缓

公司发布2019年中报:2019年上半年实现营业收入24.52亿元(+11.01%),其中Q2单季收入12.09亿元(+2.9%);上半年归母净利润1.05亿元(-27.17%),扣非后为0.99亿元(+0.89%);受到周期影响,收入增速放缓、业绩低于预期。我们认为,人口老龄化和消费升级驱动的国内按摩椅市场发展逻辑未变,公司依托全球化自主品牌+ODM双轮驱动,技术产品力突出,调整过后前景仍然值得期待。我们下调盈利预测,预计公司2019-2021年归母净利润为4.50/5.92/7.55亿元,对应EPS为0.80/1.05/1.35元(前值1.00/1.31/1.71元),对应PE为15/12/9倍,维持“强烈推荐”评级。

●全球化布局提升抗风险能力,非经常性因素造成利润端增速波动

上半年受全球主要国家经济整体下行影响,公司营收增速有所放缓:外销同比增长11.67%,其中对美业务受中美贸易摩擦影响订单量有所下降,但公司在韩国、日本、德国等市场开拓取得了29%、30%及51%的增长,全球化布局提升公司抗风险能力;内销方面同比增长12.05%,公司主动缩减共享按摩椅代工业务对增速有一定影响。利润端,上半年净利润同比下滑存在非经常性因素影响,去年同期有5862万元的土地处置收益;同时本期对欧洲子公司MEDISANA计提了1369万商誉减值,若剔除商誉减值影响,则上半年公司实际经营业绩(扣非)增速仍有15%,体现出一定韧性。盈利能力方面,上半年毛利率同比小幅上升0.2pct;而受到公司加强市场推广、设立海外品牌管理中心和投入新品研发影响,销售/管理/研发费用率同比提升0.77/0.45/0.31pct,造成净利率有所下降。

●重视研发创新巩固核心竞争力,丰富品牌矩阵掘金大众消费市场

公司持续投入研发,同以色列合作的智能健康机器人OGAWA ROBO面世,AI智能算法与按摩椅结合,核心技术和产品力实现跨越式提升。此外,上半年公司正式推出第二品牌轻松伴侣“ihoco”,与高端品牌“OGAWA”优势互补,顺应消费分级大趋势,进一步丰富品牌矩阵,掘金大众消费市场。

●风险提示:国内按摩椅渗透率提升不及预期、中美贸易摩擦风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,294	5,447	6,429	7,654	9,203
增长率(%)	24.4	26.9	18.0	19.1	20.2
净利润(百万元)	345	439	450	592	755
增长率(%)	37.5	27.2	2.5	31.6	27.5
毛利率(%)	37.0	36.3	37.3	37.8	38.3
净利率(%)	8.0	8.1	7.0	7.7	8.2
ROE(%)	12.1	13.4	12.2	14.0	15.3
EPS(摊薄/元)	0.61	0.78	0.80	1.05	1.35
P/E(倍)	19.6	15.4	15.1	11.5	9.0
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.6	1.4

强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.08.28

收盘价(元):	12.08
一年最低/最高(元):	11.94/22.47
总股本(亿股):	5.61
总市值(亿元):	67.82
流通股本(亿股):	3.33
流通市值(亿元):	40.26
近3月换手率:	77.25%

相关报告

《自主品牌矩阵形成,国内市场高增长在望》2019-05-14

中小盘研究团队

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3525	4238	4569	5500	6340	营业收入	4294	5447	6429	7654	9203
现金	760	1341	1373	1522	2255	营业成本	2705	3472	4032	4760	5682
应收票据及应收账款合计	595	921	877	1276	1298	营业税金及附加	27	31	36	43	52
其他应收款	151	208	138	310	233	营业费用	813	996	1222	1431	1712
预付账款	78	148	85	178	164	管理费用	392	368	437	513	607
存货	749	861	1009	1199	1437	研发费用	0	183	231	260	313
其他流动资产	1191	758	1087	1015	953	财务费用	74	-16	-2	10	8
非流动资产	1322	1724	1814	1924	2115	资产减值损失	-13	17	15	10	10
长期投资	31	29	27	26	24	公允价值变动收益	0	11	8	6	8
固定资产	606	627	692	768	862	其他收益	10	23	30	30	30
无形资产	317	535	599	672	774	投资净收益	94	-18	20	20	20
其他非流动资产	369	533	495	458	455	营业利润	399	523	516	682	878
资产总计	4848	5961	6383	7423	8455	营业外收入	10	4	12	9	8
流动负债	1693	2572	2605	3113	3449	营业外支出	6	2	5	4	4
短期借款	361	448	448	448	448	利润总额	403	524	523	687	882
应付票据及应付账款合计	912	1533	1625	2104	2348	所得税	48	81	73	95	127
其他流动负债	421	590	531	561	653	净利润	355	443	450	592	755
非流动负债	225	87	82	78	74	少数股东损益	10	4	0	0	0
长期借款	189	53	48	44	40	归属母公司净利润	345	439	450	592	755
其他非流动负债	36	34	34	34	34	EBITDA	512	636	630	813	982
负债合计	1919	2659	2686	3191	3523	EPS(元)	0.61	0.78	0.80	1.05	1.35
少数股东权益	36	58	58	58	58	主要财务比率					
股本	561	561	561	561	561	成长能力					
资本公积	1185	1200	1200	1200	1200	营业收入(%)	24.4	26.9	18.0	19.1	20.2
留存收益	1237	1620	1978	2465	3093	营业利润(%)	36.0	30.8	-1.3	32.4	28.7
归属母公司股东权益	2892	3245	3639	4175	4874	归属于母公司净利润(%)	37.5	27.2	2.5	31.6	27.5
负债和股东权益	4848	5961	6383	7423	8455	获利能力					
						毛利率(%)	37.0	36.3	37.3	37.8	38.3
						净利率(%)	8.0	8.1	7.0	7.7	8.2
						ROE(%)	12.1	13.4	12.2	14.0	15.3
						ROIC(%)	13.9	18.1	16.7	19.2	24.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	39.6	44.6	42.1	43.0	41.7
						净负债比率(%)	-6.5	-21.3	-23.4	-24.0	-35.5
						流动比率	2.1	1.6	1.8	1.8	1.8
						速动比率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
						应收账款周转率	7.0	7.2	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	3.2	2.8	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.61	0.78	0.80	1.05	1.35
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.76	0.71	0.79	1.94
						每股净资产(最新摊薄)	5.15	5.78	6.48	7.44	8.68
						估值比率					
						P/E	19.6	15.4	15.1	11.5	9.0
						P/B	2.3	2.1	1.9	1.6	1.4
						EV/EBITDA	12.9	9.6	9.5	7.1	5.2

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	303	476	397	441	1089
净利润	355	443	450	592	755
折旧摊销	97	121	119	141	128
财务费用	74	-16	-2	10	8
投资损失	-94	18	-20	-20	-20
营运资金变动	-74	-64	-142	-276	227
其他经营现金流	-55	-27	-8	-6	-8
投资活动现金流	-122	-267	-181	-224	-291
资本支出	114	431	92	111	193
长期投资	167	494	2	2	2
其他投资现金流	158	658	-88	-111	-96
筹资活动现金流	-141	-58	-184	-69	-66
短期借款	-212	88	0	0	0
长期借款	163	-135	-5	-4	-4
普通股增加	6	1	0	0	0
资本公积增加	73	16	0	0	0
其他筹资现金流	-171	-27	-179	-64	-62
现金净增加额	25	146	32	149	733

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

黄泽鹏，新时代证券研究所中小盘研究员，上海交通大学数学系硕士，2017年新财富最佳分析师中小市值第一名团队核心成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>