



证券研究报告·上市公司新股深度

健康家电趋势看好，按摩器具龙头受益

中高端按摩椅龙头，出口规模行业领先

公司主要生产具有多功能的中高端按摩椅，市场品牌知名度及占有率均名列前茅。2013-2015 年营业收入为 4.11/7.23/10.24 亿元，对应的归母净利润为 0.26/0.62/1.43 亿元，2013-2015 年公司营业收入的年复合增长率达 35.57%，净利润年复合增长率达 76.52%。2016 年前三季度实现营业收入 8.54 亿元，同比增长 24.49%。公司 2016 年上半年出口按摩器具 6865.22 万美元，占我国按摩器具出口市场份额 7.10%，出口排名第二。

产品结构优质，毛利阶梯提升

2013 年至 2015 年，毛利率稳步提升，分别为 27.18%、30.35%、32.40%。公司目前主推 L 形导轨按摩椅，产品定位中高端，通过加速更新换代，进一步提升毛利，2016 年上半年公司主营业务毛利率达到 37.41%。

收益海外大客户订单，外销快速增长

受益于韩国市场订单的快速增长，公司外销收入提升显著，2016 年上半年，72.94% 的营业收入来自海外市场，其中按摩椅产品最大客户为 BODY FRIEND，占有公司按摩椅收入的 56.67%。公司按摩小电器最大客户为 DREAM FACTORY，占有公司按摩小电器收入的 50.72%。

健康观念提升消费需求，行业成长确定

近年来，中国是全球按摩保健产品市场需求增长最快的地区之一，受益于各个阶层消费者养生保健观念和收入水平提升，以中老年人、办公室白领、亚健康人群为主体的消费人群，有望带动养生健康产品消费释放。

国内按摩器具的市场规模逐年上升，至 2014 年已达到 86.8 亿元，同比增长约 12.1%，而对按摩保健器具特别是花费较高的按摩椅的消费观念在逐渐发生变化。

募投项目有望释放产能限制，主业有望强势发展

新增产能提升项目投产后预计新增 15.5 万台高档按摩椅及 43 万台/套按摩小电器、健康美容小电器生产能力，较 2015 年产能增长达 110.71% 及 69.35%。

而市场渠道及研发能力建设有望从不同维度提升公司在国内销售覆盖能力，或为企业长期稳定发展夯实基础。

投资建议：我们认为公司产品力及品牌力或继续提升，为按摩器具行业重点标的。健康是不变的需求，而在人口基数中中老年人比例快速爬升，未来健康消费将持续提升。公司具备完善的生产、研发能力，把握海外需求的基础上，受益于国内旺盛的养生健康产品消费需求，成长可期。

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 3.13、4.01、5.07 元，目前股价对应 PE 分别为 33、26、20 倍，因此给予公司“买入”评级

风险提示：大客户集中，海外需求下滑

荣泰健康 (603579)

林寰宇

linhuanyu@csc.com.cn

0755-23998643

执业证书编号：S1440516070002

发布日期 2017 年 1 月 23 日

期：

预计上市合理价 **120.30** 元
格：

发行数据

发行价格（元）	44.66
发行规模（万股）	1750.00
发行后总股本（万股）	0.00
发行方式	网上发行
发行日期	2016/12/29
上市日期	2017/01/11
主承销商	东兴证券股份有限公司
主要股东	
林琪	28.57%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
总金额	



目录

按摩器具领先，成长可期	1
（一）国内领先的按摩器具生产商	1
（二）收入具备成长动能	2
1、主营收入快速增长	2
2、营收增速快于竞争对手	2
（三）以按摩椅收入为主，海外需求拉动显著	3
1、产品加速更新换代	3
2、按摩椅占据主导、比肩行业龙头	4
3、海外需求拉动明显	5
（四）贴牌代工模式下，主要客户集中	7
1、大客户主要来自海外、订单占比超五成	7
2、竞争对手客户较为分散	9
（五）高端产品占比高，盈利能力优异	10
1、净利率迅速提升、盈利能力持续增强	10
2、结构费率双优化、盈利能力胜对手	11
二、家族控制主要股权	13
三、按摩器具行业成长可期，国内品牌力提升	15
（一）具备强大生产能力，外销代工为主	15
（二）市场成长刚刚起步	15
1、全球市场还处于爬升增长期	15
2、国内市场增长较快	16
3、健康是不变的需求，观念提升需求	17
4、国内健康产品愈发受到消费者重视	18
（三）多功能、技术化发展趋势	18
四、募股资金项目分析	20
盈利预测	22

图表目录

图 1：公司收入规模快速增长（单位：亿元；%）	2
图 2：公司毛利率持续增长	2
图 3：公司营业收入成长动能充足	2
图 4：公司营收同比增长快速提升	2
图 5：主营业务收入构成以按摩椅为主（单位：亿元）	3
图 6：L 形加速更新迭代（单位：亿元）	3
图 7：营业收入及单独按摩器具收入比例（2016H1）	5



图 8: 2016H1 按摩椅和按摩小电器营收情况	5
图 9: 蒙发利营业收入构成-分产品 (单位: 亿元)	5
图 10: 乐金健康营业收入构成-分产品 (单位: 亿元)	5
图 11: 外销比例持续提升 (单位: 亿元)	6
图 12: 以韩国为主要海外市场 (单位: 亿元)	6
图 13: 三家公司营收分地区 (2015) (单位: 亿元)	6
图 14: 国外市场营收细分 (2015) (单位: 亿元)	6
图 15: 公司前五大客户 (单位: 万元; %)	7
图 16: 公司内销前五大客户 (单位: 万元; %)	7
图 17: 公司外销前五大客户 (单位: 万元; %)	7
图 18: 公司对 BODY FRIEND 销售额迅速上升 (单位: 万元; %)	8
图 19: 公司按摩椅产品前五大客户 (单位: 万元; %)	9
图 20: 公司按摩小电器产品前五大客户 (单位: 万元; %)	9
图 21: 蒙发利前五大客户情况 (单位: 亿元; %)	10
图 22: 乐金健康前五大客户情况 (单位: 万元; %)	10
图 23: 公司盈利能力持续增强 (单位: 亿元; %)	11
图 24: 公司毛利率情况 (单位: %)	11
图 25: 三公司归母净利润对比 (单位: 亿元)	11
图 26: 三公司净利率情况	11
图 27: 三公司综合毛利率情况	12
图 28: 分产品毛利率情况 (2016H1)	12
图 29: 三公司销售费用率情况	12
图 30: 三公司管理费用率情况	12
图 31: 公司股权架构图	13
图 32: 国内按摩器具市场格局	15
图 33: 2010-2014 年全球按摩保健器具市场规模 (亿美元; %)	16
图 34: 全球按摩器具市场规模预测 (单位: 亿美元)	16
图 35: 2010-14 年中国按摩器具市场规模 (单位: 亿元; %)	16
图 36: 2014 年中国按摩器具产品细分情况 (单位: %)	16
图 37: 联合国对中国老年人口比例预测	17
图 38: 中国消费者敏感要素	18
表 1: 三家公司营业收入和归母净利润情况 (单位: 亿元)	2
表 2: 公司主要产品产能	4
表 3: 外销需求影响显著 (单位: 亿元; %)	6
表 4: 蒙发利 2015 年前五大客户	9
表 5: 乐金健康 2015 年前五大客户	9
表 6: 发行前后股份变动情况	13
表 7: 公司主要募股投资项目建设需要	20
表 8: 提升产能类项目预计效益及驱动因素	20
表 9: 营销服务类项目预计效益及驱动因素	21



按摩器具领先，成长可期

（一）国内领先的按摩器具生产商

公司主要生产具有多功能的中高端按摩椅，也是公司目前研发及销售的主要开拓方向。公司同时也生产迎合普通大众消费群体的按摩小电器，公司收入规模快速增长，2016 年前三季度实现营业收入 8.54 亿元，同比增长 24.49%，在全国按摩器具制造企业中名列前茅。

公司主要营业收入来自外销收入，2016 年上半年，公司 72.94% 的营业收入来自海外市场，海外市场以韩国、北美、其他东亚和南亚国家为主，分别占比 51.64%、9.40%、7.90%。国内市场占比为 26.45%。2016 年上半年出口按摩器具 6865.22 万美元，占我国按摩器具出口市场份额 7.10%，出口排名第二。

健康按摩行业前景看好，但按摩器具生产领域呈现出企业规模小、数量多的特点。在按摩器具生产领域中，公司主要的竞争对手包括：

（1）厦门蒙发利科技(集团)股份有限公司（蒙发利）

国内最大的按摩器具上市企业之一，具备设计、研发、生产和销售的综合能力。按摩器具产品生产已经开始由 ODM 向 OBM 过渡（代工厂经营自有品牌），在 2014 年通过收购马来西亚企业 OGAWA WORLD BERHAD，取得奥佳华（OGAWA）品牌的全球经营权。

（2）大东傲胜保健器(苏州)有限公司

由海外知名按摩器具运营商设立，股东为日本大东电机工业株式会社及新加坡傲胜集团，其品牌 OSIM 在亚洲市场具有较高知名度。

（3）浙江豪中豪健康产品有限公司

由日本发美利株式会社投资设立，发美利产品占日本按摩椅市场份额 15% 左右。公司为发美利提供一稻田（FAMILY INADA）品牌按摩椅的配套生产。

（4）安徽久工健业股份有限公司（乐金健康子公司）

A 股上市公司乐金健康于 2015 年 7 月收购安徽久工健业，成为上市公司健康医疗体系中一员。

（二）收入具备成长动能

1、主营收入快速增长

荣泰健康 2013-2015 年营业收入为 4.11/7.23/10.24 亿元，对应的归母净利润为 0.26/0.62/1.43 亿元，2013-2015 年公司营业收入的年复合增长率达 35.57%，公司归母净利润年复合增长率达 76.52%。公司受益于高端产品结构，毛利率持续增长。

图 1：公司收入规模快速增长（单位：亿元；%）

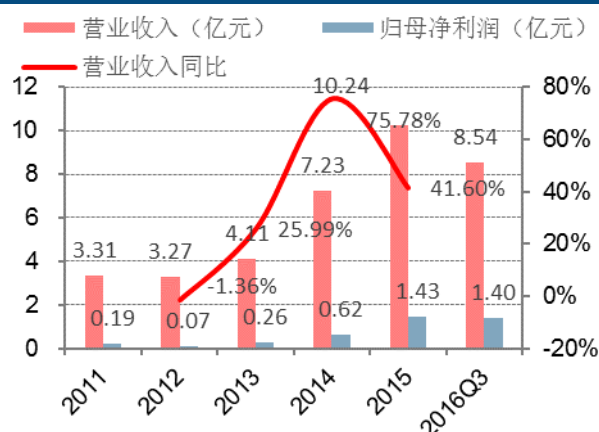
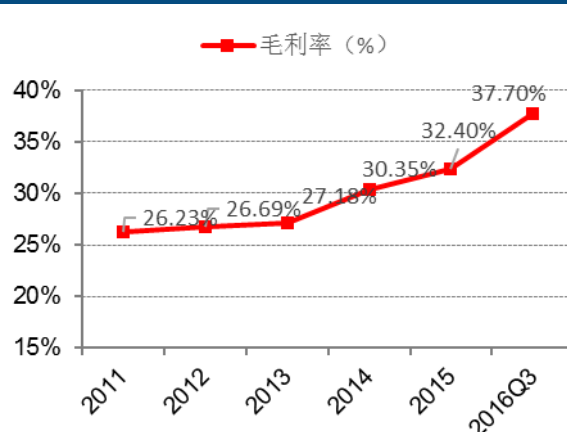


图 2：公司毛利率持续增长



资料来源：wind 公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

2、营收增速快于竞争对手

同行业公司进行比较，2016H1 荣泰健康、蒙发利、乐金健康的营业收入分别为 5.92 亿元、12.67 亿元、1.98 亿元，对应的归母净利润分别为 1.00 亿元、0.51 亿元、0.15 亿元。公司近年来营业收入增长势头迅猛，2015 年营收增速超过蒙发利。

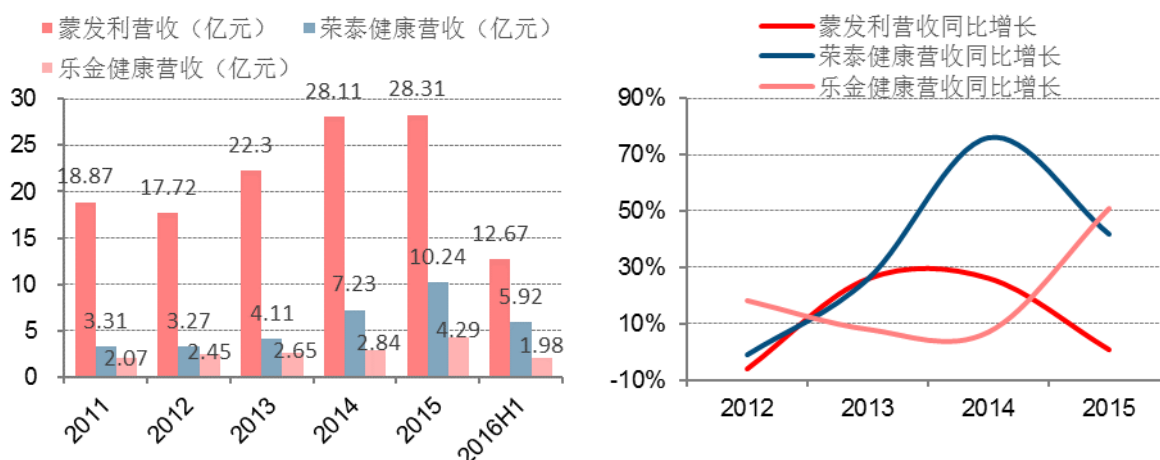
表 1：三家公司营业收入和归母净利润情况（单位：亿元）

	2016H1		2015		2014	
	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润
蒙发利	12.67	0.51	28.31	1.81	28.11	1.40
荣泰健康	5.92	1.00	10.24	1.43	7.23	0.62
乐金健康	1.98	0.15	4.29	0.41	2.84	0.19

资料来源：wind、公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

图 3：公司营业收入成长动能充足

图 4：公司营收同比增长快速提升



数据来源: Wind、公司年报、中信建投证券研究发展部

(三) 以按摩椅收入为主，海外需求拉动显著

1、产品加速更新换代

公司主要生产销售按摩椅、按摩小电器，2014-2016H1 公司主营业务收入中，按摩椅占主营业务收入分别为 80.67%、83.59%、90.51%，其余为按摩小电器。

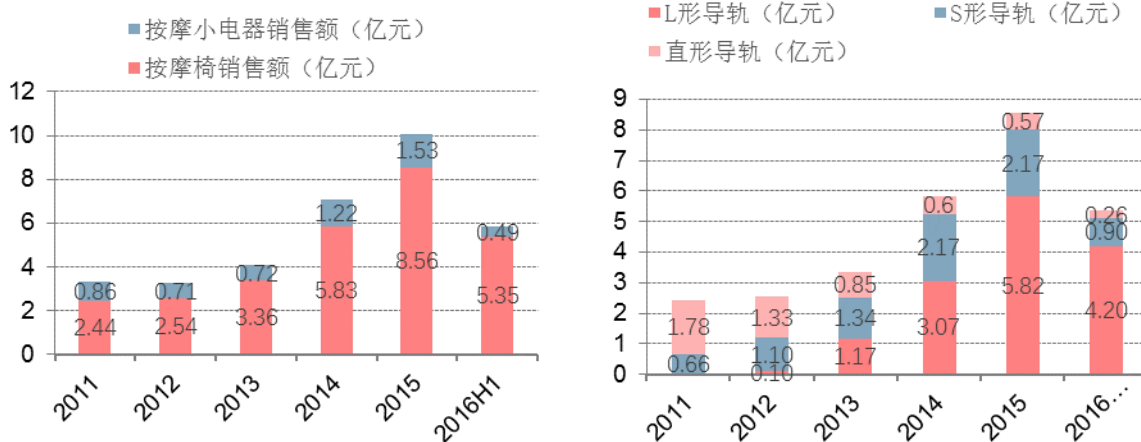
表 1: 公司主营收入分产品 (单位: 亿元)

主要产品	2016 年 1-6 月		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
按摩椅	5.35	90.51%	8.56	83.59%	5.83	80.67%
按摩小电器	0.49	8.28%	1.53	14.95%	1.22	16.86%
体验式按摩服务	0.04	0.60%	0.03	0.25%	0.02	0.25%

数据来源: 公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

主营业务构成中按摩椅占比逐年提高，按摩小电器占比逐年下降。按摩椅产品包括直形导轨、S 形导轨、L 形导轨。其中，L 形导轨按摩椅应用公司先进技术，在 2011-2016H1 按摩椅销售收入中比重持续增大，加速替代 S 形导轨、直形导轨按摩椅，产品加速更新换代。

图 5: 主营业务收入构成以按摩椅为主 (单位: 亿元) 图 6: L 形加速更新迭代 (单位: 亿元)



数据来源：Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

表 2：公司主要产品产能

产品分类	项目	单位	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2015 年同 比增长
按摩椅	产能	万台	8.5	14	9	56%
	产量	万台	8.3	13.7	9.4	45%
	销售量	万台	8.2	13.2	9.2	44%
	产能利用率	%	97.92%	98.00%	105.00%	-
按摩小电器	产能	万台	20	62	40	55%
	产量	万台	16.6	61	41	50%
	销售量	万台	16.9	61	44	41%
	产能利用率	%	83.01%	99.09%	102.27%	-

数据来源：公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

近几年公司销售规模快速增长，产能利用率一直维持在较高水平，产能逐渐成为限制公司更快成长的桎梏。

2、按摩椅占据主导、比肩行业龙头

按摩椅为公司的主要侧重点，以细分产品深耕为主要竞争策略。

蒙发利主要产品线包括按摩椅系列、按摩小电器系列、健康保健系列。按摩器具中按摩椅产品包括家居型按摩椅和全功能型按摩椅，按摩器具中按摩小电器产品包括按摩小电器-塑胶器械、按摩小电器-坐垫、按摩居室电器电子器械。公司目前拥有奥佳华（OGAWA）、FUJIMEDIC、Cozzia 等知名品牌。公司拥有各类按摩小电器年生产能力合计超过 1200 万台，拥有按摩椅年生产能力 20 万台。

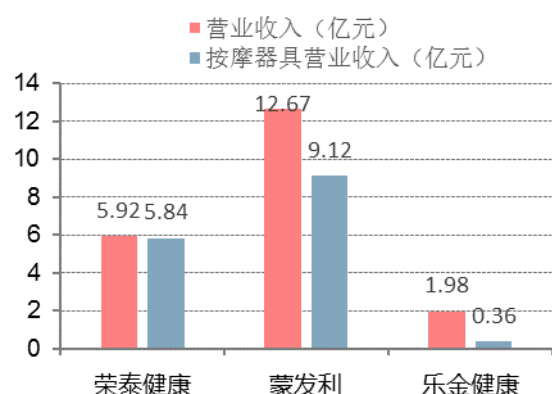
乐金健康主要产品包括远红外理疗房、空气净化器、按摩器具、运动器械。公司于 2015 年收购久工健业，将按摩器具生产销售纳入公司经营范围。公司 2015 年生产按摩器具产品供给 6.12 万台，销售 5.47 万台。

从绝对量上来看，2016H1 蒙发利按摩器具销售收入 9.12 亿元，领先其他公司，荣泰健康为 5.84 亿元，乐金健康为 0.36 亿元。从相对量上来看，2016H1 荣泰健康按摩器具营收占公司营业收入 98.79%，领先于其他公

司，蒙发利为 71.96%，乐金健康则为 17.93%。按摩器具销售构成荣泰健康和蒙发利的主要营业收入来源，乐金健康则把按摩器具作为其大健康战略的重要一环，并非作为其公司主要营收项目。

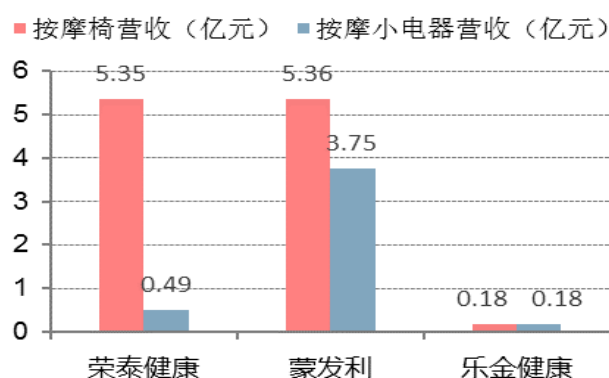
细分来看，2016H1 荣泰健康按摩器具收入构成中，按摩椅占了 91.61%；蒙发利按摩器具收入构成里，按摩椅占了 58.84%；乐金健康按摩器具收入构成里，按摩椅占了 50%。荣泰健康按摩器具产品中按摩椅是主力，蒙发利和乐金健康的按摩器具产品中按摩椅和按摩小电器齐头并进。

图 7：营业收入及单独按摩器具收入比例（2016H1）



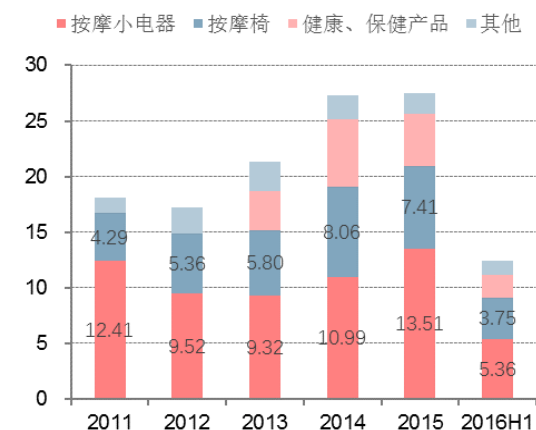
数据来源：Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

图 8：2016H1 按摩椅和按摩小电器营收情况



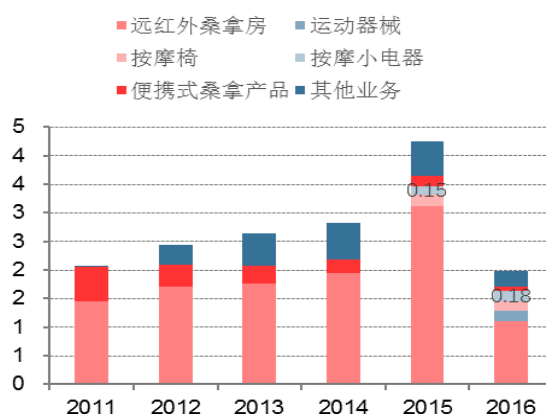
蒙发利 2011-2016H1 按摩小电器营收占比呈下降趋势，按摩椅营收占比保持稳定，两者构成按摩器具营收，占公司大部分营业收入。乐金健康在 2015 年之前没有按摩器具的销售记录，2015 年开始，乐金健康按摩椅和按摩小电器营收占比开始扩大。

图 9：蒙发利营业收入构成-分产品（单位：亿元）



数据来源：Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

图 10：乐金健康营业收入构成-分产品（单位：亿元）



3、海外需求拉动明显

公司产品在国际市场积极推进，外销比重不断增加，2016 年 H1 公司外销金额占营业收入比例为 73.39%，外销市场主要为韩国、北美、东亚及南亚国家（不含韩国），来自韩国市场的大订单持续拉动公司外销收入上升。

表 3：外销需求影响显著（单位：亿元；%）

分地区	2016 年 1-6 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	1.56	26.61%	2.90	28.69%	2.62	37.04%	1.98	48.54%
外销	4.32	73.39%	7.21	71.31%	4.45	62.96%	2.10	51.46%
合计	5.88	100%	10.12	100%	7.07	100%	4.08	100%

数据来源：公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

图 11：外销比例持续提升（单位：亿元）

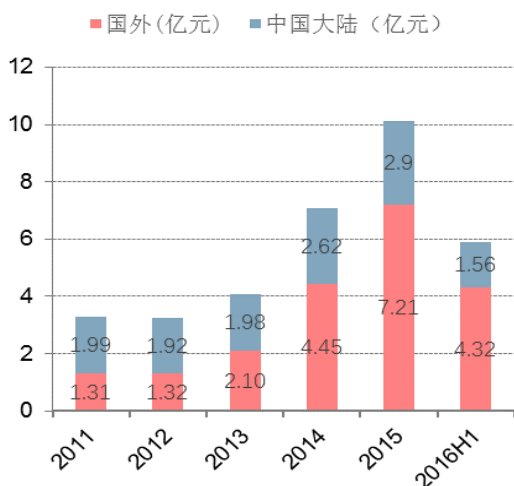
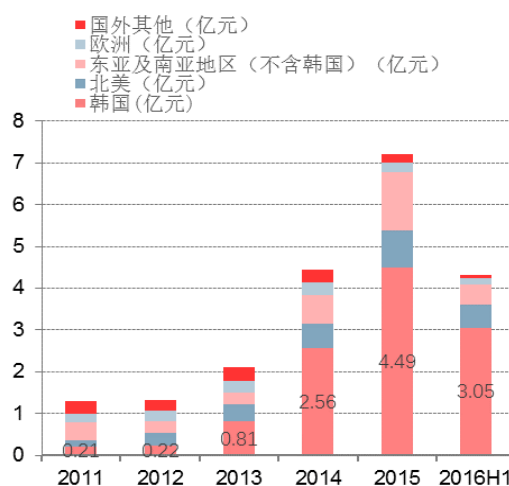


图 12：以韩国为主要海外市场（单位：亿元）

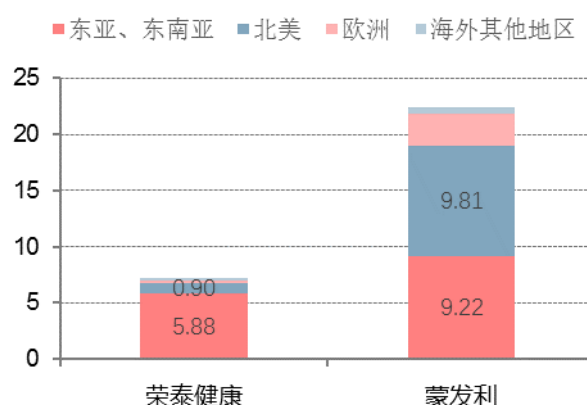
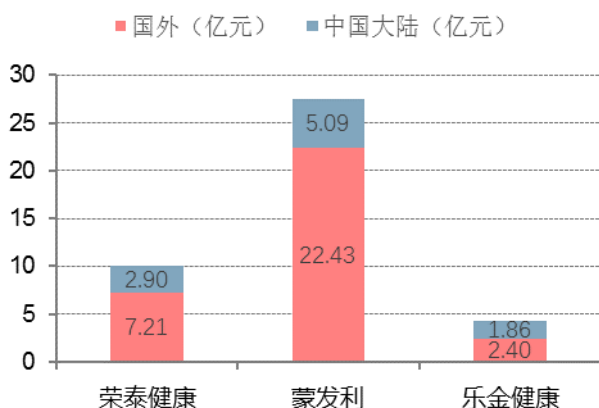


数据来源：公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

收入分地区来看，2015 年，荣泰健康、蒙发利、乐金健康超过五成营业收入均来自国外市场。蒙发利国外市场营业收入占比最高，荣泰健康其次。荣泰健康和蒙发利国外市场 90% 以上在东亚、南亚和北美地区，荣泰健康海外市场集中度更高，80% 左右集中在韩国。

图 13：三家公司营收分地区（2015）（单位：亿元）

图 14：国外市场营收细分（2015）（单位：亿元）



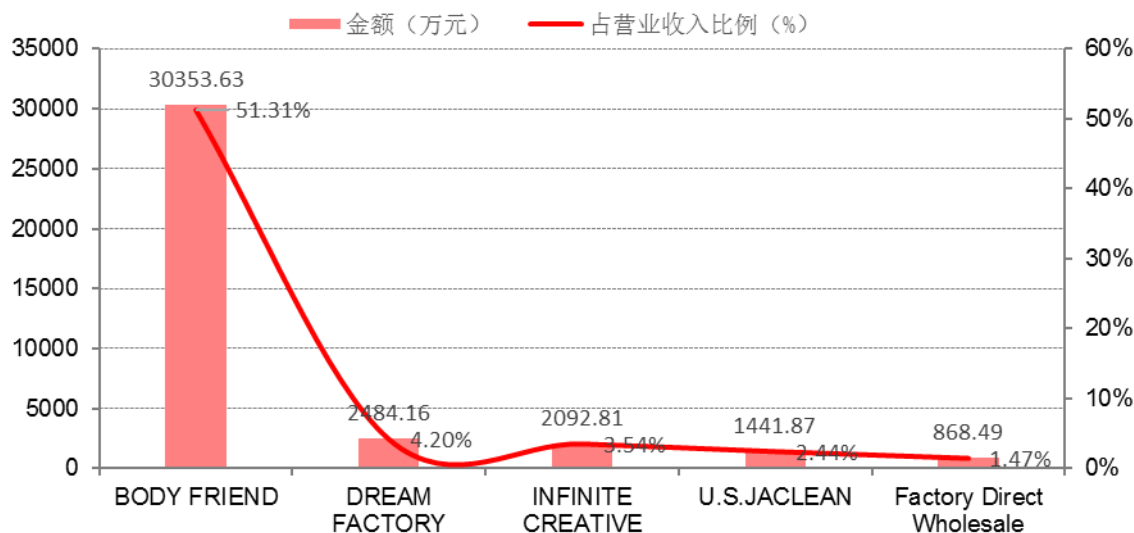
数据来源: Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

(四) 贴牌代工模式下，主要客户集中

1、大客户主要来自海外、订单占比超五成

2016H1 公司前五大客户均为国外企业，最大客户为韩国的 BODY FRIEND，公司对其销售额占营业收入 51.31%。公司第二大客户为 DREAM FACTORY，占公司营业收入 4.20%。

图 15: 公司前五大客户 (单位: 万元; %)

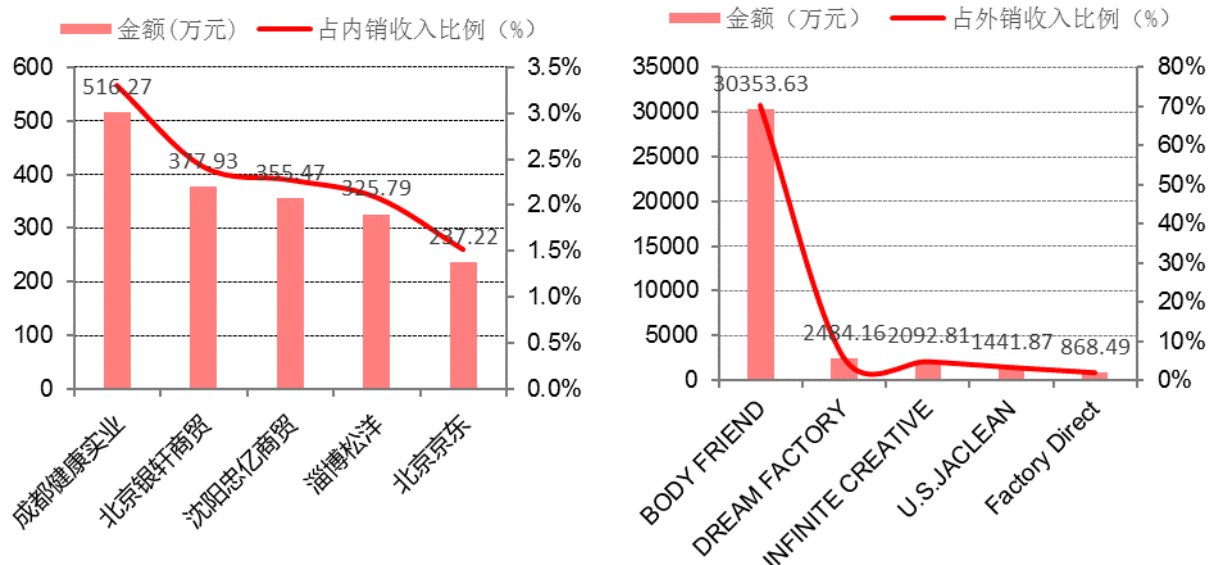


数据来源: 公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

分地区来看，公司内销客户比较分散，2016H1 内销前五大客户合计占营业收入比例仅为 3.06%。公司外销客户则比较集中，且外销第一大客户占营业收入比例远高于外销第二大客户，2016H1 外销前五大客户合计占营业收入比例为 62.95%。

图 16: 公司内销前五大客户 (单位: 万元; %)

图 17: 公司外销前五大客户 (单位: 万元; %)

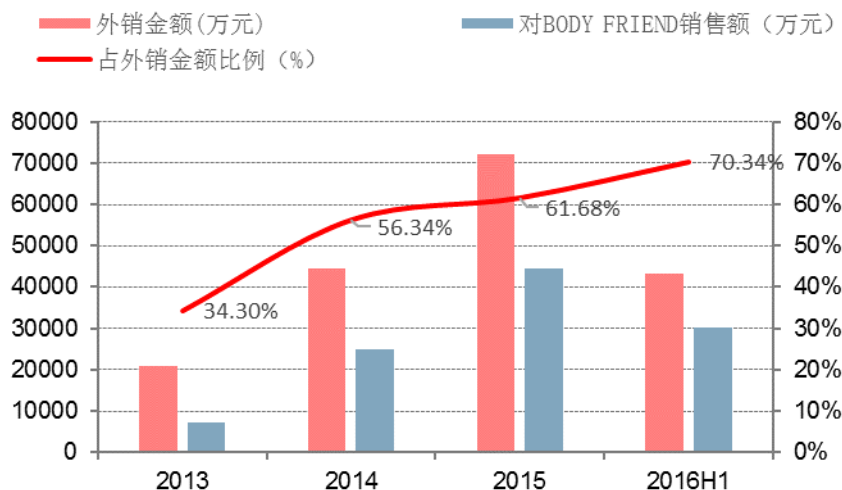


数据来源: 公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

成都健康实业有限公司为公司内销最大客户, 采购产品为按摩椅和按摩小电器, 2016H1 公司对成都健康实业销售收入为 516.27 万元, 占内销收入的 3.30%、主营业务收入 0.87%。

BODY FRIEND 为公司外销最大客户, 同时也是公司最大客户, 2016H1 公司对 BODY FRIEND 销售收入为 3.03 亿元, 占外销收入的 70.34%、主营业务收入 51.31%, 大客户订单的迅速上升拉动公司外销收入, 带动公司营业收入快速增长。

图 18: 公司对 BODY FRIEND 销售额迅速上升(单位: 万元; %)



数据来源: 招股说明书、中信建投证券研究发展部

分产品来看, 公司按摩椅产品和按摩小电器产品客户均比较集中, 公司按摩椅产品最大客户为 BODY FRIEND, 占有公司按摩椅收入的 56.67%。公司按摩小电器最大客户为 DREAM FACTORY, 占有公司按摩小电器收入的 50.72%。

图 19：公司按摩椅产品前五大客户（单位：万元；%）

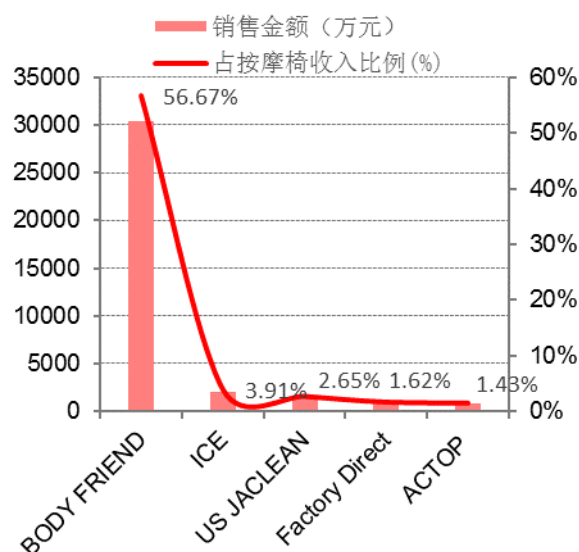
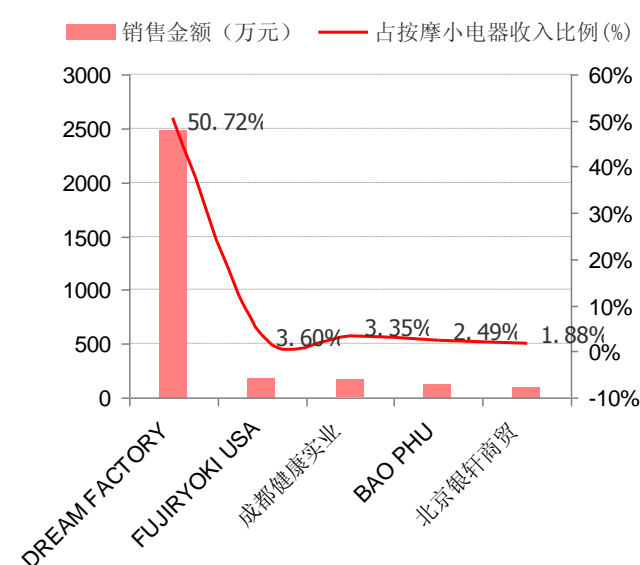


图 20：公司按摩小电器产品前五大客户（单位：万元；%）



数据来源：公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

2、竞争对手客户较为分散

蒙发利公司前五大客户国外企业占大多数，最大客户为美国的 HOMEDICS，2015 年公司对其销售额占年度销售总额 12.57%。蒙发利主要客户相对集中，前五大客户占公司年度销售总额的 35.27%。

表 4：蒙发利 2015 年前五大客户

序号	客户名称	销售额（亿元）	占年度销售总额比例
1	HOMEDICS	3.56	12.57%
2	Kaz(Far East)	2.91	10.27%
3	OMRON	1.25	4.41%
4	松下住宅电器（上海）	1.17	4.15%
5	ATEX	1.09	3.87%
合计		9.98	35.27%

数据来源：Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

乐金健康前五大客户中有四个为国外企业，乐金健康最大客户为美国的 Costco，2015 年公司对其销售额占年度销售总额 7.84%。前五大客户占公司年度销售总额的 25.06%。

表 5：乐金健康 2015 年前五大客户

序号	客户名称	销售额（亿元）	占年度销售总额比例
1	Costco Wholesale USA	0.34	7.84%
2	MARIMEX CZ	0.25	5.82%
3	广东骏丰频谱美健医疗器械分公司	0.24	5.59%

4	SOUDA SEISAKUSHO	0.13	3.13%
5	CARELIFE BV	0.12	2.68%
合计		1.08	25.06%

数据来源: Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

图 21: 蒙发利前五大客户情况 (单位: 亿元; %)

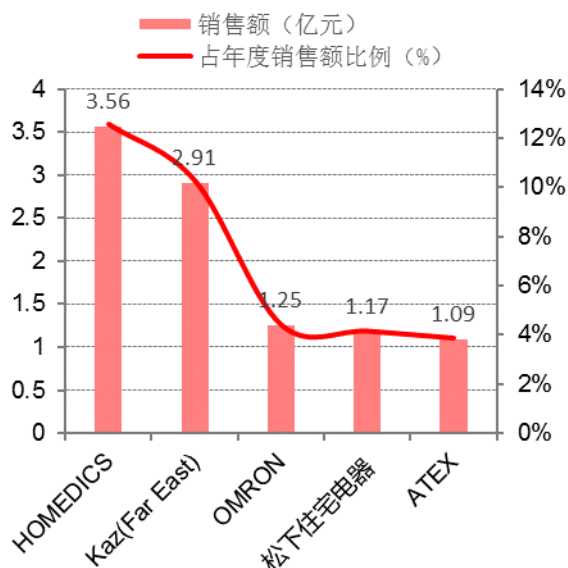
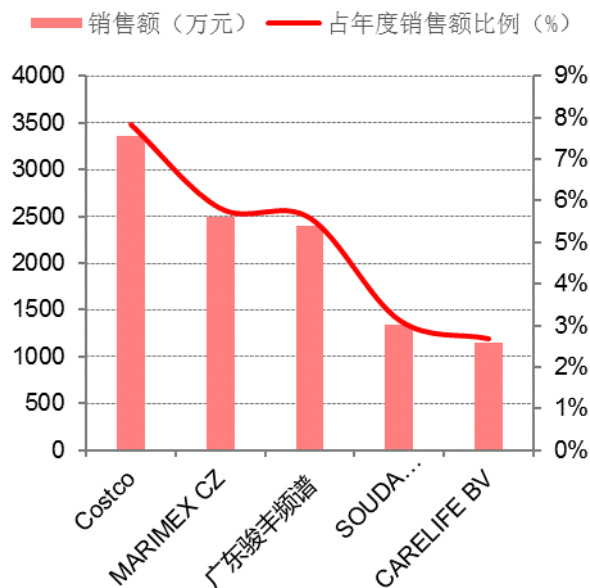


图 22: 乐金健康前五大客户情况 (单位: 万元; %)



数据来源: Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

（五）高端产品占比高，盈利能力优异

1、净利率迅速提升、盈利能力持续增强

2013 年至 2015 年,公司主营业务毛利分别为 1.11 亿元、2.19 亿元、3.32 亿元,毛利率分别为 27.18%, 30.35%, 32.40%。受按摩椅的毛利贡献率逐期上升推动,公司综合毛利率呈上升趋势。2016 年 1-6 月公司主营业务毛利率达到 37.41%。

2014、2015、2016H1 公司归母净利润为 0.62 亿元、1.43 亿元、1.00 亿元,对应的净利润率分别为 8.58%、14.04% 和 17.14%。

图 23：公司盈利能力持续增强（单位：亿元；%）

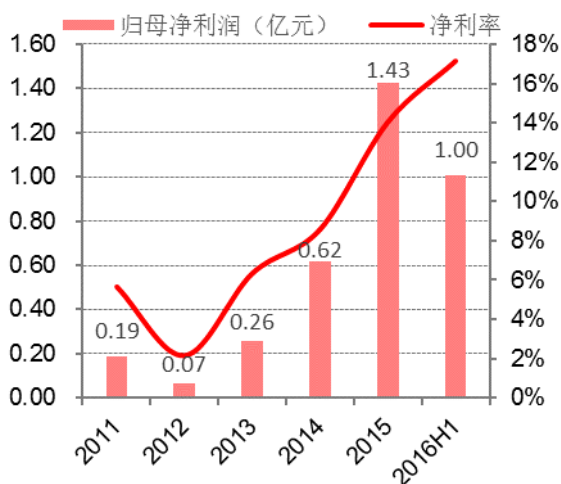
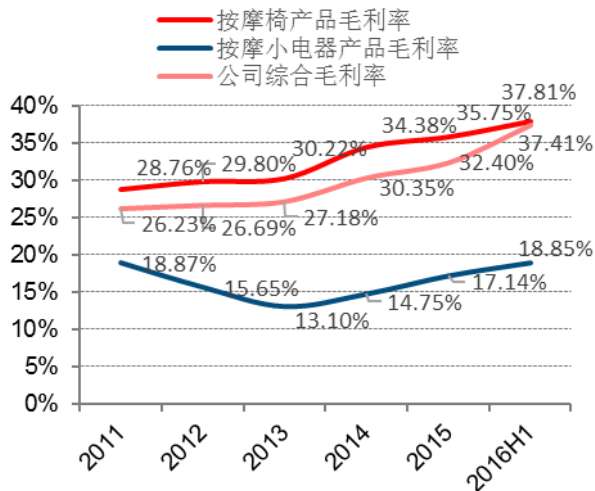


图 24：公司毛利率情况（单位：%）



数据来源：Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

2、结构费率双优化、盈利能力胜对手

三家公司中，蒙发利创造的归母净利润最为丰厚，荣泰健康次之，在 2016H1 荣泰健康创造的归母净利润超过了蒙发利。结合净利率情况来看，蒙发利和乐金健康近年来净利率保持在一个相对稳定水平，荣泰健康的净利率保持持续增长的态势。蒙发利净利率最低，荣泰健康净利率最高。

图 25：三公司归母净利润对比（单位：亿元）

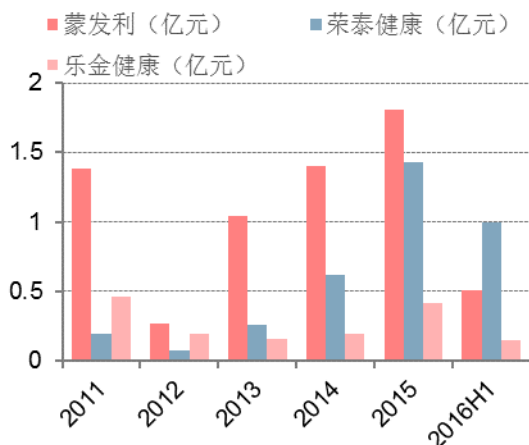
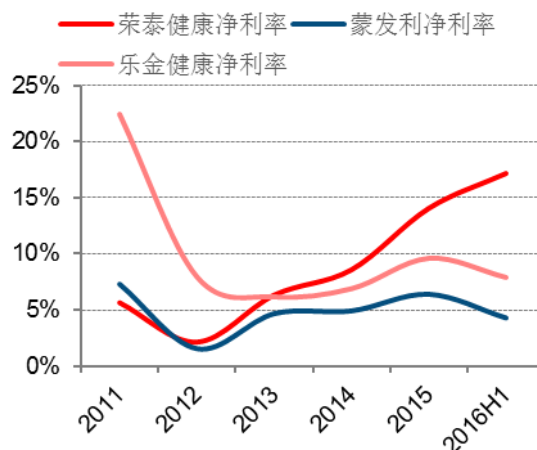


图 26：三公司净利率情况



数据来源：Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

一方面，由于按摩椅的毛利率高于按摩小电器毛利率，2013-2016H1 荣泰健康的营业收入结构中，按摩椅销售占比均达到 80% 以上，而 2013-2016H1 蒙发利的营业收入结构中，按摩椅销售占比为 30% 左右，高附加值的按摩椅产品给荣泰健康带来了更高的净利润率。

图 27：三公司综合毛利率情况

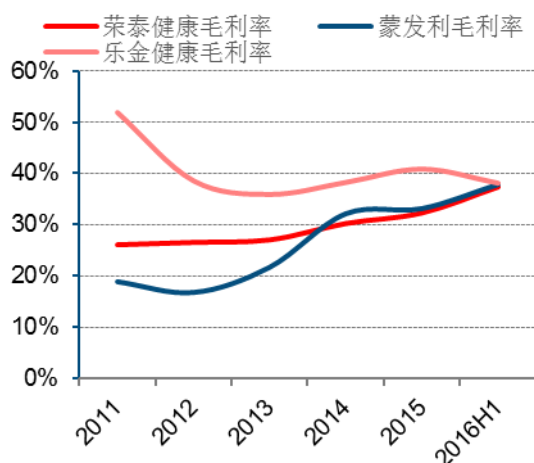
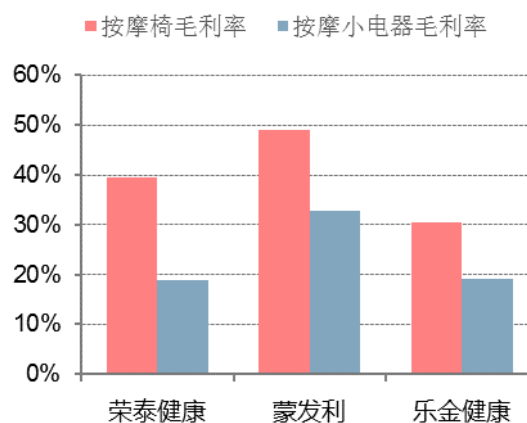


图 28：分产品毛利率情况（2016H1）



数据来源：Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

另一方面，在费用率的控制方面，荣泰健康与蒙发利、乐金健康相对比，其销售费用率和管理费用率的控制均优于另外两家公司，蒙发利的近年来费用率相比较蒙发利和乐金健康有效下降，而伴随着营业收入的快速增长，营业收入增长率远高于费用率的增长，公司盈利能力持续提升。

图 29：三公司销售费用率情况

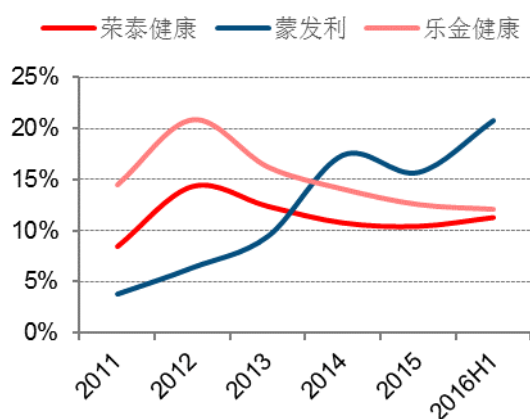
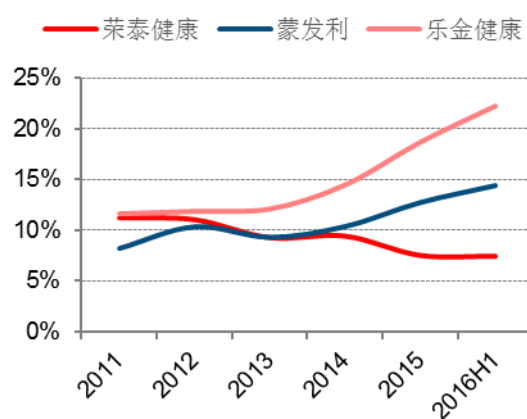


图 30：三公司管理费用率情况



数据来源：Wind 公司年报、中信建投证券研究发展部

二、家族控制主要股权

2002 年 11 月，林琪和林光荣分别现金出资 60 万元、40 万元设立上海荣泰健身科技有限公司，公司注册资本为 100 万元。2011 年 9 月引入外部投资者并增加注册资本至 2353 万元。2013 年 10 月公司整体变更设立股份有限公司，确认公司注册资本为 5000 万元，法定代表人为林琪。2014 年 6 月，引入新股东并增加注册资本至 5250 万。截止公司上市前，公司股权结构未再发生变动。

图 31：公司股权架构图



数据来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

发行人本次发行前总股本 5,250 万股，假设本次发行不涉及老股转让情形，本次拟发行不超过人民币普通股 1,750 万股，占发行后总股本的 25.00%。发行前后发行人股本结构如下：

表 6：发行前后股份变动情况

序号	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
		持股数（万股）	持股比例(%)	持股数（万股）	持股比例
1	林琪	2000.00	38.10	2000.00	28.57
2	林光荣	1285.00	24.48	1285.00	18.36
3	林珏	500.00	9.52	500.00	7.14
4	天胥投资	362.40	6.90	363.40	5.18
5	天盘投资	343.60	6.54	343.60	4.91



6	上海正嘉	294.00	5.60	294.00	4.20
7	宁波正嘉	250.00	4.76	250.00	3.57
8	林光胜	50.00	0.95	50.00	0.71
9	林萍	50.00	0.95	50.00	0.71
10	应建森	50.00	0.95	50.00	0.71
11	徐益萍	45.00	0.86	45.00	0.64
12	贾晓丽	20.00	0.38	20.00	0.29
本次发行股份		-	-	1750.00	25.00
股份总数		5250.00	100.00	7000.00	100.00

资料来源：公司招股说明书、中信建投证券研究发展部

三、按摩器具行业成长可期，国内品牌力提升

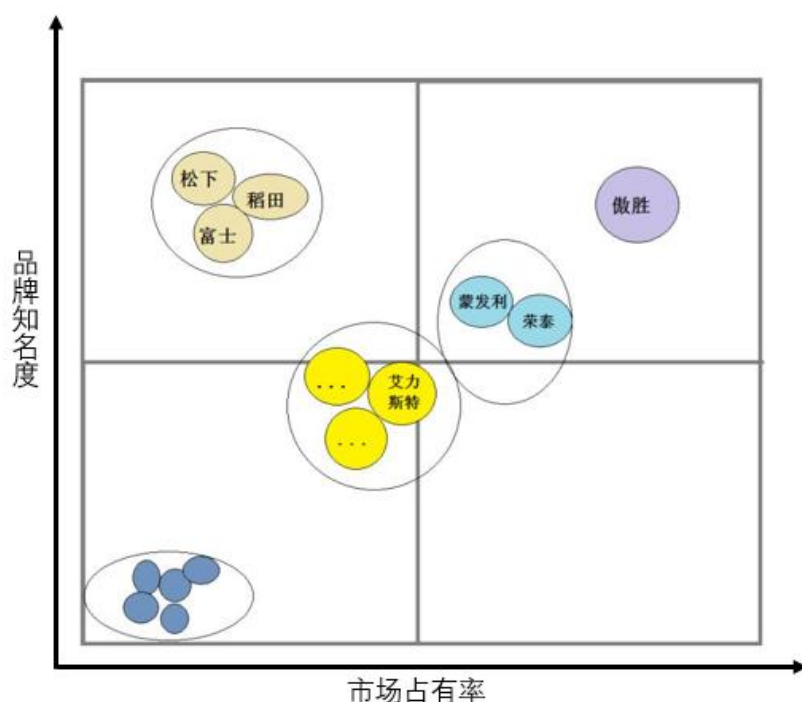
（一）具备强大生产能力，外销代工为主

按摩器具主要分为两大类：以功能全面、性能优越为诉求的全功能按摩椅；功能相对单一、但便捷、灵活的按摩小电器产品。

进入二十一世纪以来，按摩器具行业经过几十年的市场培育，全球已形成北美、欧洲、东亚和东南亚几个主要消费区域，而在生产领域，伴随着中国作为世界制造中心的崛起，全球按摩器具产业链开始向我国转移。目前，台湾地区的按摩器具生产已基本完成转移，日本厂商也逐步退出了按摩小电器、中低端按摩椅等单价较低产品的生产，专注于高性能全功能按摩椅等按摩产品的研发与生产。

我国已经成为全球按摩器具的研发与制造中心，已经形成集设计、生产、销售、服务为一体的庞大产业链，部分优势企业的产品性能已达世界领先水平。在国内市场以蒙发利、傲胜、荣泰具备较强的竞争力，但外销市场中仍以代工为主。

图 32：国内按摩器具市场格局



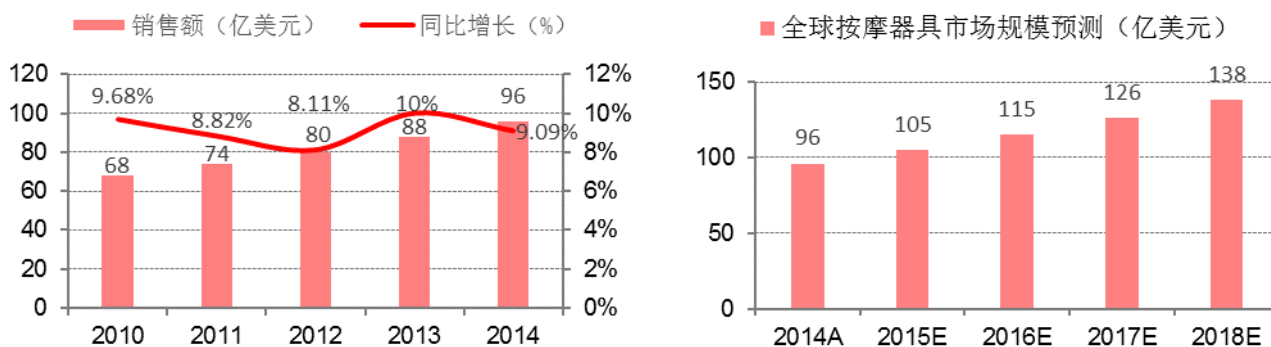
数据来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

（二）市场成长刚刚起步

1、全球市场还处于爬升增长期

近年来，全球按摩器具市场规模稳步上升，到 2014 年市场规模已经逼近 100 亿美元。2010-2014 年全球按摩器具市场规模情况如下：

图 33：2010-2014 年全球按摩保健器具市场规模（亿美元；%） 图 34：全球按摩器具市场规模预测（单位：亿美元）



数据来源：中国医药保健品进出口商会按摩器具分会《2014-2015 年中国按摩保健器具市场研究报告》、中信建投证券研究发展部

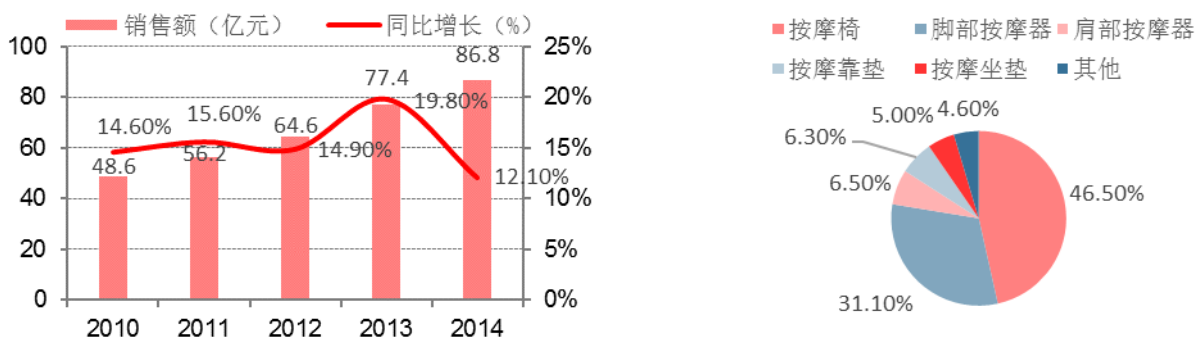
数据来源：中国医药保健品进出口商会按摩器具分会《2014 年中国按摩保健器具市场研究报告》、中信建投证券研究发展部

预计未来十年，全球按摩器具市场还将保持 10% 左右的增长速度，到 2018 年，全球按摩器具市场规模将达到 138 亿美元。

2、国内市场增长较快

近年来，中国是全球按摩保健产品市场需求增长最快的地区之一，受益于居民收入水平提升，对按摩保健器具特别是花费较高的按摩椅的消费观念在逐渐发生变化，国内按摩器具的市场规模在逐年上升，至 2014 年已达到 86.8 亿元，同比增长约 19.8%。2010-2014 年中国按摩器具市场规模情况如下左图：

图 35：2010-14 年中国按摩器具市场规模（单位：亿元；%） 图 36：2014 年中国按摩器具产品细分情况(单位：%)



数据来源：中国医药保健品进出口商会按摩器具分会《2014-2015 年中国按摩保健器具市场研究报告》、中信建投证券研究发展部

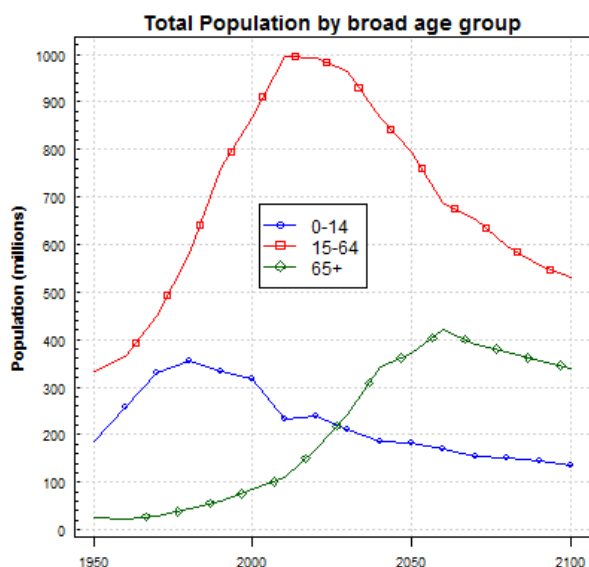
在我国按摩器具产品市场中，由于按摩椅的单价要远高于小型按摩保健器产品，其占行业销售额的比重最高；小型按摩保健器产品中，脚部按摩保健器相关产品所占份额最大，其次是肩部按摩器和按摩靠垫。2014 年国内按摩器具细分产品市场份额如上右图所示。

3、健康是不变的需求，观念提升需求

各个阶层消费者均呈现出更加重视养生保健的心理状态，健康观念有望带动消费释放。养生健康类产品重点消费人群：

1) 中老年人：从人口结构的变化情况来看，我国也已经整体迈入了老年社会的门槛，据联合国预测数据，2000年后，中国65岁以上人口快速爬坡向上，2050年后比重将达到峰值。“老龄人口”作为养生健康产品的主要缴费人群，人口绝对数值不断上升，银发经济崛起，预计带动需求增长。

图 37：联合国对中国老年人口比例预测



资料来源：United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015).

World Population Prospects: The 2015 Revision.、中信建投证券研究发展部

2) 办公室白领：长期伏案工作，缺失进行运动时间，导致颈椎和腰椎病发病率较高，对于按摩椅类型的健康产品需求较高；

3) 亚健康人群：根据网易与知萌咨询联合发布的 2015 大健康产业态度营销趋势报告，有接近 4 成消费者自认为属于亚健康人群，亚健康消费者的庞大人群基数的将为养生健康类产品带来潜在消费需求。

尼尔森调查报告显示，“买得起(33%)”、“健康(31%)”和“高端(30%)”为消费者认为的商品最重要属性。



图 38：中国消费者敏感要素



资料来源：尼尔森、中信建投证券研究发展部

在基本需求的背后，中国消费者正在寻找一种更好、更健康的生活，“择优而选”成为消费市场的重要趋势。我们认为，中国将会开始发生新一轮品质化消费变革。追求高品质的生活方式将成为“新常态”，这将会推动消费品市场的增长，消费升级的趋势势必继续延续。

4、国内健康产品愈发受到消费者重视

英国《金融时报》发表文章提出：随着中国消费者放慢购买海外奢侈品的脚步，其消费品位和习惯正在发生改变。消费者不但变得越来越有品位，还正将消费重点转向与健康、家庭和体验有关的领域。

2015 年底，淘宝网和第一财经商业数据中心联合发布大数据商业报告，其通过对过去 5 年淘系平台上的相关搜索和交易数据分析，展示出一条消费者越发重视健康生活的曲线图，这主要从食品、运动健身、健康家居用品三个大品类体现。人们在线上购买这些商品，展现了吃得更健康、运动更积极、对健康更关注的趋势。

1) 从 2011 年开始，健康相关的关键词(比如有机、非转基因、原生态、低脂、无糖、无农药、全麦等)在淘宝上的销售量逐渐增长，2015 年前三季度的交易额与 2014 年全年持平。其次健康食品的消费呈现出城市下沉的趋势，由经济发达的一线城市和沿海地区普及到内陆地区，各省份之间的健康食品消费份额差异正逐渐减少。

2) 消费者在运动健身类商品的网购购买力近几年维持在 50% 以上的年均增速，对跑步机等大型健身器械的销售占比排名第一，其次是游泳、舞蹈、瑜伽、羽毛球、跆拳道武术类相关商品。

3) 年轻女性将成为未来健康食品的主力消费人群。数据显示，酵素类产品在 2015 年前三季度销售额环比增长了接近 13 倍 22 岁到 50 岁的女性贡献保健食品总销售额的近六成份额，且年轻女性消费群体(18 到 28 岁)在整体保健食品市场所占份额在提升。

(三) 多功能、技术化发展趋势

未来按摩器具行业的发展，预计将呈现以下几个趋势：

产品普及率上升：健康产业是 21 世纪的朝阳产业，随着经济的发展和人民生活水平的提高，保健养生逐渐成为一种社会生活的理念，不仅在中国，在全球范围内具有按摩保健功能的按摩器具也逐渐被广大消费者接受，产品的市场普及率预计将呈现持续上升趋势。

按摩椅占有率上升：按摩椅是按摩器具中市场份额最大、附加值最高的产品种类，可以模拟“推、敲、揉、



扣、捏”等各种按摩手法，实现几乎所有按摩功能，是按摩器具中的集大成产品，集合了行业最为先进的技术理念。目前市场上按摩椅价格从数千元到上十万元不等，由于价格较高，消费者购买的比例仍然较少。预计未来，随着全球经济回暖，消费者收入水平的提升以及健康养生意识的增强，按摩椅在按摩产品中的占比将持续上升。

产品技术性增强：随着市场竞争的加剧，制造商需要通过新材料和新技术的应用、产品质量标准的提高、改善加工工艺等途径，提升按摩椅产品功能的复合化，按摩小器具产品的便捷化、差异化、时尚化，从而增强产品的技术先进性，提高产品档次、摆脱低等级同质竞争的局限。同时，智能家居、个人健康云管理等创新科技概念的不断涌现，也为行业技术发展不断提供新的研发热点，促进行业技术进步。

四、募股资金项目分析

公司公开发行的股票 1,750 万股,价格为 44.66 元/股。按照发行后每股收益 1.95 元计算的发行市盈率为 22.89 倍。通过公开发行募集资金总额 78,155.00 万元,扣除各项费用后,募集资金净额为 72,643.73 万元,拟投向 5 个项目,主要用于提升产能、加强市场渠道及研发能力建设。

公司通过募股资金项目,有望进一步把握行业成长机会,提升公司的市场占有率,增强盈利水平。

表 7: 公司主要募股投资项目建设需要

序号	项目名称	总投资金额	募集资金投资额	建设周期
1	健康产品生产基地新建项目	38,200.00	28,200.00	计划 2 年完成建设,投产第一年达产 50%,第二年达 80%,第三年达产
2	研发中心新建项目	4,300.00	4,300.00	计划于资金到位后 2 年内完成。
3	体验式新型营销网络建设项目	13,347.10	6,072.46	计划 3 年内完成建设
4	改扩建厂房	20,173.67	20,173.67	计划 1.5 年内完成建设。投产第一年达到设计产量的 50%,第二年达到设计产量的 80%,第三年达产。
5	销售渠道及售后服务网络建设项目	23,897.60	13,897.60	计划 3 年内完成销售渠道建设;5 年完成售后服务网点建设预计。
合计		99,918.37	72,643.73	

数据来源:公司公告、中信建投证券研究发展部整理

主要项目目的和项目效益

(1) 健康产品生产基地新建项目及改扩建厂房项目,预计合计新增 15.5 万台高档按摩椅及 43 万台/套按摩小电器、健康美容小电器生产能力,较 2015 年产能增涨达 110.71%及 69.35%。有望解决公司产品产能限制,加强公司主业,同时改善产品工艺,提升产品力。

表 8: 提升产能类项目预计效益及驱动因素

项目名称	经济效益	项目建设驱动因素
健康产品生产基地新建项目	达产后年均可实现营业收入 91,950.00 万元	公司的按摩椅和按摩小电器 2015 年产能利用率分别达 98.00%和 99.09%,生产能力成为限制收入进一步增长的主要因素。
改扩建厂房	达产后年均可实现营业收入 41,300.00 万元	一方面,提升高档按摩椅产能,优化产品结构;另一方面,深耕健康按摩服务领域,改善产品工艺。

数据来源:公司公告、中信建投证券研究发展部整理

(2) 体验式新型营销网络建设项目及销售渠道及售后服务网络建设项目,有望从两个维度提升公司在国内销售覆盖能力,一方面,在车站、机场、商业中心及高端社区开设体验店,以体验式消费附加体验式营销方式,提升公司自主品牌力;另一方面,加强现有渠道覆盖面,计划设立直营店铺 120 家,补贴建设 300 家经销商销售终端,大中城市建设服务网点 50 家。



表 9：营销服务类项目预计效益及驱动因素

项目名称	经济效益	项目建设驱动因素
体验式新型营销网络建设项目	按摩服务收费和产品销售两部分。全部建成后每年可实现销售额 23,870 万元。	有助于拓展公司服务性盈利模式，同时加强线下体验式营销和渠道资源的布局
销售渠道及售后服务网络建设项目	建成后收入来源于直营店按摩产品销售收入，以及经销商维护终端增加收入。全部建成后每年可实现销售额 35,100 万元。	通过更贴近市场的销售体系，增强市场销售能力；提供完善的公司售后服务网络，提升服务满意度。

数据来源：公司公告、中信建投证券研究发展部整理

（3）研发中心新建项目虽然不直接产生经济效益，但在按摩器具功能性不断增强，向工业设计舒适性、个性化发展趋势下，或为企业长期稳定发展夯实基础。



盈利预测

科目(单位: 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	723.1	1024.0	1319.9	1663.1	2045.6
营业总收入增长率	75.8%	41.6%	28.9%	26.0%	23.0%
二、营业总成本	652.1	865.0	1069.1	1343.3	1642.3
其中: 营业成本	503.6	692.2	819.7	1029.4	1264.2
毛利率	30.4%	32.4%	37.9%	38.1%	38.2%
营业税金及附加	0.3	1.2	1.5	2.1	2.3
销售费用	78.3	107.0	151.8	190.8	227.9
销售费用率	10.8%	10.4%	11.5%	11.5%	11.1%
管理费用	67.5	77.1	103.6	128.7	157.7
管理费用率	9.3%	7.5%	7.9%	7.7%	7.7%
财务费用	0.2	-12.6	-7.8	-8.6	-10.1
资产减值损失	2.1	0.0	0.4	0.9	0.5
加: 公允价值变动收益	-4.5	-0.1	-0.1	-0.1	3.0
投资收益及其它	2.7	1.7	-0.5	1.3	0.8
三、营业利润	69.3	160.6	250.2	321.0	407.1
加: 营业外收入	3.7	6.0	5.5	6.1	5.9
减: 营业外支出	1.6	0.3	0.8	0.9	0.7
四、利润总额	71.4	166.3	254.9	326.2	412.3
减: 所得税费用	9.3	22.5	34.4	43.7	55.6
综合所得税率	13.1%	13.5%	13.5%	13.4%	13.5%
五、净利润	62.1	143.8	220.5	282.5	356.7
归属于母公司净利润	61.6	142.7	219.1	281.0	355.2
净利润同比增长		131.7%	53.6%	28.2%	26.4%
净利率	8.5%	13.9%	16.6%	16.9%	17.4%
少数股东损益	0.5	1.1	1.4	1.5	1.6
少数股东损益占比	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
六、总股本	70	70	70	70	70
七、按期末股数简单每股收益:	0.88	2.04	3.13	4.01	5.07



分析师介绍

林寰宇：家电行业首席分析师，英国雷丁大学 ICMA Centre 投资管理硕士，6 年证券从业经历，2016 年 5 月加入中信建投证券。所在团队在新财富分析师评选家电行业 2014 年获第 4 名，2013 年第 2 名，2012 年第 3 名；水晶球分析师评选家电行业 2014 年第 3 名，2013 年第 2 名。

报告贡献人

王森泉 0755-23952703 wangsenquan@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本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客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622