

投资评级 **买入** 首次覆盖

外销奠基内销发力，共享模式增厚业绩

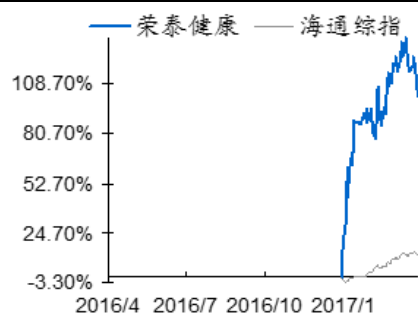
股票数据

6 个月内目标价 (元)	173.25
04 月 12 日收盘价 (元)	128.26
52 周股价波动 (元)	53.59-152.82
总股本/流通 A 股 (百万股)	70/18
总市值/流通市值 (百万元)	8978/2245

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	47.9	36.7	29.1
市净率	16.5	14.7	10.4
市销率	7.70	5.76	4.59
EV/EBITDA	39.8	30.8	23.3
分红率 (%)	—	—	0.01

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	2.0	15.7	15.7
相对涨幅 (%)	0.1	11.2	10.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@htsec.com

证书:S0850511010026

分析师:曾知

Tel:(021)23219810

Email:zz9612@htsec.com

证书:S0850514050001

联系人:朱悦

Tel:(021)23154173

Email:zy11048@htsec.com

联系人:朱默辰

Email:zmc11316@htsec.com

投资要点:

- **公司为国内按摩器具龙头企业。**公司以按摩椅和小按摩器具为主要产品，其中按摩椅占销售额的 90%以上；公司 2016 年实现主营业务收入 12.85 亿元，同比增长 25.5%，归母净利润 2.07 亿元，同比增长 44.81%。
- **核心客户 BODY FRIEND 合作加深，外销收入稳定增长。**BODY FRIEND 为公司第一大客户，2013 年开始合作，对公司收入贡献逐年加大，2016 年贡献营业收入 47.62%。BODY FRIEND 渠道全面，未来市场进一步拓展，势必带动公司共同成长。此外双方合作加深，公司出资不超过 700 万美元，对 BODY FRIEND 旗下子公司进行增资，意在加强合作。北美等海外市场的经营布局，为公司外销增长提供较大空间，未来三年海外年均复合增长有望超过 15%。
- **加快内销全渠道铺设，电商快速增长占比提升。**公司正加快全渠道铺设，经历由传统线下销售逐步转向线上线下并举销售。公司募集资金加快经销商、自营渠道及体验店建设。同时电商渠道增长迅速，2016 年电商渠道收入 1.38 亿元，占比达到 30%以上，13 至 16 年年均复合增长超过 60%。目前电商渠道经营良好，未来三年有望继续快速增长，带动内销平均 40%的较快增长。
- **顺应共享理念，推动商用按摩服务。**公司于 15 年 12 月设立子公司上海稍息网络科技，目前控股达 70%，主要从事互联网服务，旗下摩摩哒品牌顺应当前共享经济理念，在各大院线健身房酒店大堂等地铺设商用按摩椅。17 年 3 月 25 日，摩摩哒与万达联合，签约五年排他合作协议。消费升级趋势下，共享经济融合休闲健康理念，服务收入，赋予了公司巨大的增长弹性。16 年开始铺设，已达一万余台，营业收入已达 3 千万元。预计至 2020 年公司大概率可完成 5 万台商用按摩椅的目标铺设数量，预计收入规模可达 7 亿。
- **股权激励计划推出，捆绑利益彰显信心。**17 年 2 月，公司推出股权激励计划。计划向激励对象授予 300 万份股权，其激励对象包括公司及子公司董事、高管以及核心技术人员等 62 人。首次授予股票的行权价格为每股 130.00 元。激励计划将管理层与股东利益捆绑，设定业绩考核目标，为未来业绩提供保障，彰显管理层对公司未来信心。
- **盈利预测与投资建议。**公司未来将继续受益全球市场规模的稳步提升，外销与核心客户 BODY FRIEND 深度合作，稳中求进。内销积极建设全渠道，扶持经销商，自建体验店与直营电商。摩摩哒铺设商用按摩椅，拓宽公司商业模式，与万达联手快速抢占市场先机。我们预计 17-19 年 EPS 为 3.85、4.86、5.87 元同比增长 30.6%、26.0%、20.9%。参考行业内标的估值，给与 17 年 45 倍 PE，对应目标价 173.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示。**产能过度饱和，下游需求疲软，共享模式受限、客户集中度过高。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1023.98	1285.05	1718.84	2155.26	2600.20
(+/-)YoY(%)	41.60%	25.50%	33.76%	25.39%	20.64%
净利润(百万元)	142.70	206.65	269.81	339.88	410.56
(+/-)YoY(%)	131.74%	44.81%	30.57%	25.97%	20.79%
全面摊薄 EPS(元)	2.04	2.95	3.85	4.86	5.87
毛利率(%)	32.40%	38.16%	38.22%	38.57%	39.04%
净资产收益率(%)	46.10%	45.80%	40.15%	35.56%	31.50%

资料来源：公司年报 (2015-2016)，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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 按摩器具龙头，国际领先的健康电器专业服务商	5
1.1 募集资金扩改基地，打破产能瓶颈	6
2. 按摩器具国内市场渗透率低，成长空间可观	7
2.1 供给端：集中度较低，主要用于出口	7
2.2 需求端：稳步增长，部分市场或成为需求爆发点	8
3. 外销占主导地位，海外市场增长稳健	10
3.1 公司以外销为主，整体海外市场增长稳健，	10
3.2 核心客户 BODY FRIEND 加深合作，立足韩国拓宽北美	11
4. 内销渠道全方位建设，开展新型商业模式	12
4.1 顺应共享理念，推动商用按摩服务	13
4.2 牵手暴风魔镜，结合 VR 优化用户体验	15
5. 股权激励捆绑利益，盈利能力行业领先	16
5.1 股权激励计划推出，捆绑利益彰显信心	16
5.2 盈利能力行业领先，资产收益率优势明显	16
6. 投资建议及盈利预测	18
7. 风险提示	19
财务报表分析和预测	20

图目录

图 1	荣泰健康主营业务收入及 YOY (2011 年至 2016 年)	5
图 2	荣泰健康归母净利润及 YOY (2011 年至 2016 年)	5
图 3	公司摊薄 ROE (2011 年至 2016 年)	5
图 4	公司毛利率及净利率 (2011 年至 2016 年)	5
图 5	公司国内外收入占比	6
图 6	公司客户 BODY FRIEND 收入及占比	6
图 7	荣泰健康股权结构	6
图 8	荣泰健康按摩椅产能情况	7
图 9	荣泰健康按摩小电器产能情况	7
图 10	2015 年我国按摩器具出口市场情况	8
图 11	行业利润及增速 (2009 至 2014 年)	8
图 12	全球按摩保健器具市场规模 (2010-2014 年)	8
图 13	全球按摩器具市场规模预测	8
图 14	按摩椅收入及占按摩行业比重 (2013-2016 年)	9
图 15	中国和美国老年人口 (65 岁及以上) 占比	9
图 16	世界各收入阶层国家老年人口比例	9
图 17	中国按摩保健器具市场规模 (2010-2014 年)	10
图 18	中国按摩保健器具出口数量	10
图 19	中国出口至韩国按摩器具金额 (2010-2016 年)	10
图 20	中国出口至美国按摩器具金额 (2010-2016 年)	10
图 21	荣泰健康内销外销及比例 (2013-2016 年)	11
图 22	2010-2014 年全球按摩保健器具市场规模预测	11
图 23	整体海外市场收入及增速	11
图 24	海外细分市场收入情况 (万元)	11
图 25	公司对 BODY FRIEND 销售额及占比 (万元)	11
图 26	BODY FRIEND 直营电商渠道	11
图 27	公司拟增资 BODYFRIEND AMERICA 后相关股权结构	12
图 28	公司拟增资 BAHG CO.,LTD.后相关股权结构	12
图 29	一诺康品电商收入情况	13

图 30	天猫荣泰旗舰店	13
图 31	摩摩哒网点铺设情况	14
图 32	摩摩哒铺设案例	14
图 33	付费模式及 App 操作界面	14
图 34	暴风魔镜 VR 一体机	16
图 35	暴风魔镜 VR 内容支持	16
图 36	相关标的营业总收入（万元）	17
图 37	相关标的按摩椅业务收入占比	17
图 38	相关标的按摩椅业务收入（万元）	17
图 39	相关标的按摩椅业务毛利率（%）	17
图 40	相关标的销售费用率情况（%）	17
图 41	相关标的整体销售净利率情况（%）	17
图 42	相关标的平均净资产收益率情况（%）	18

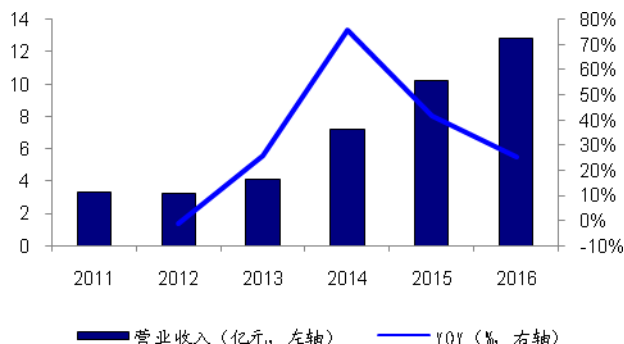
表目录

表 1	IPO 募集资金产能扩建情况	7
表 2	营销及渠道建设项目情况	13
表 3	荣泰健康按摩椅单位成本（元/台）	15
表 4	摩摩哒商用按摩椅未来收入敏感性测试	15
表 5	股权激励考核目标及行权安排时间表	16
表 6	主要分项盈利预测假设（百万元）	18
表 7	荣泰健康盈利预测	19
表 8	可比公司估值情况	19

1. 按摩器具龙头，国际领先的健康电器专业服务商

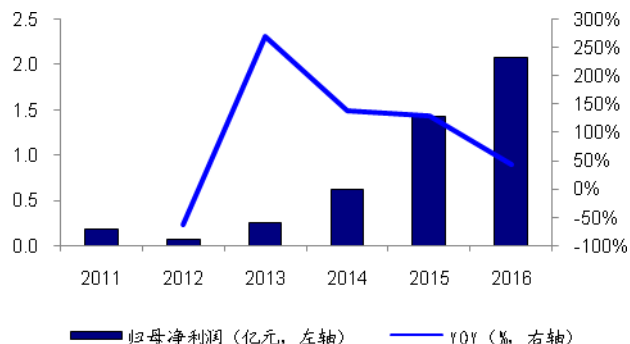
荣泰健康成立于 2002 年，于 2017 年上市，主要从事各类按摩器材的研发、生产和销售，是国内主要的按摩器具产品与技术服务提供商之一。公司以按摩椅和小按摩器具为主要产品，其中按摩椅占销售额的 90% 以上；国内以自主品牌经营，出口则是以 ODM 方式为全球各地品牌提供代工生产，目前出口收入约占 7 成。公司 2016 年实现主营业务收入 12.85 亿元，同比增长 25.5%，归母净利润 2.07 亿元，同比增长 44.81%。过去三年得益于韩国市场的快速开拓，三年收入及利润复合增速高达 46% 以及 100%

图1 荣泰健康主营业务收入及 YOY (2011 年至 2016 年)



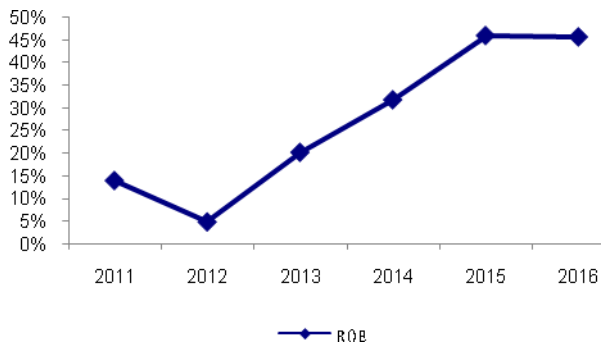
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 荣泰健康归母净利润及 YOY (2011 年至 2016 年)



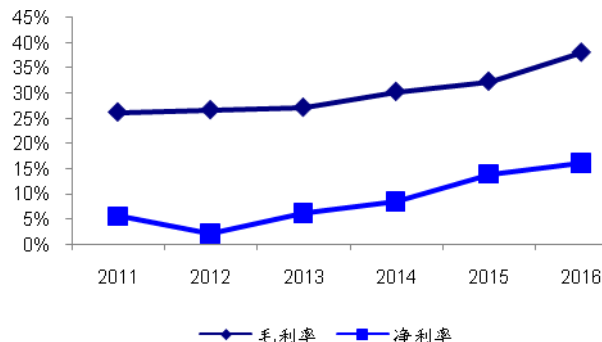
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 公司摊薄 ROE (2011 年至 2016 年)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

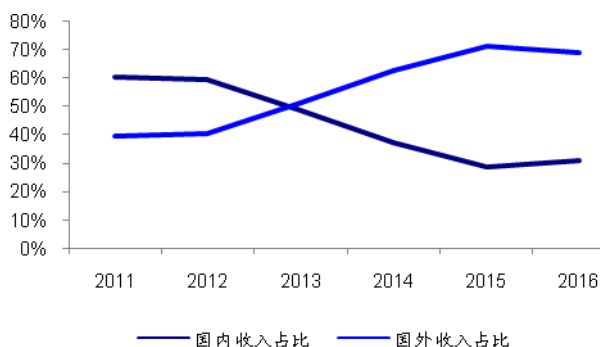
图4 公司毛利率及净利率 (2011 年至 2016 年)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

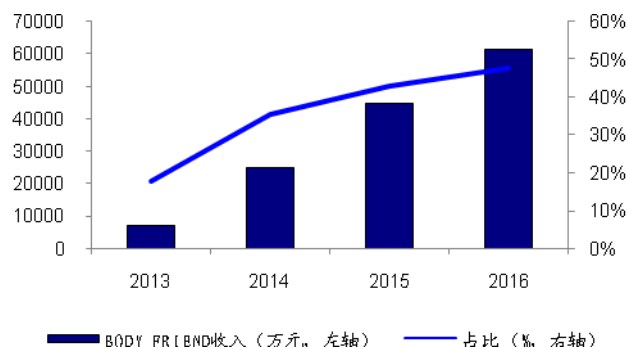
- 公司目前主要收入来源是海外客户，第一大客户为 BODY FRIEND。海外收入占比由 2011 年 39.7% 上升至 2016 年 68.5%，韩国是公司出口的第一大市场，第一大客户 BODY FRIEND 占收入比例由 2013 年 17.65% 上升至 2016 年 47.62%，公司作为其核心代工生产企业，占其按摩椅采购额 85% 左右。荣泰健康 2016 年 2 月公告拟与 BODY FRIEND 签署合作协议，公司合计出资不超过 700 万美元，对 BODY FRIEND 旗下的两家公司 BAHCO CO., LTD.、BODYFRIEND AMERICA, INC. 增资。这两家公司主要从事健康产业的销售和制造，荣泰健康通过深化其国际经营管理，实现其整体战略布局，提高和巩固其在健康行业的地位。

图5 公司国内外收入占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 公司客户 BODY FRIEND 收入及占比

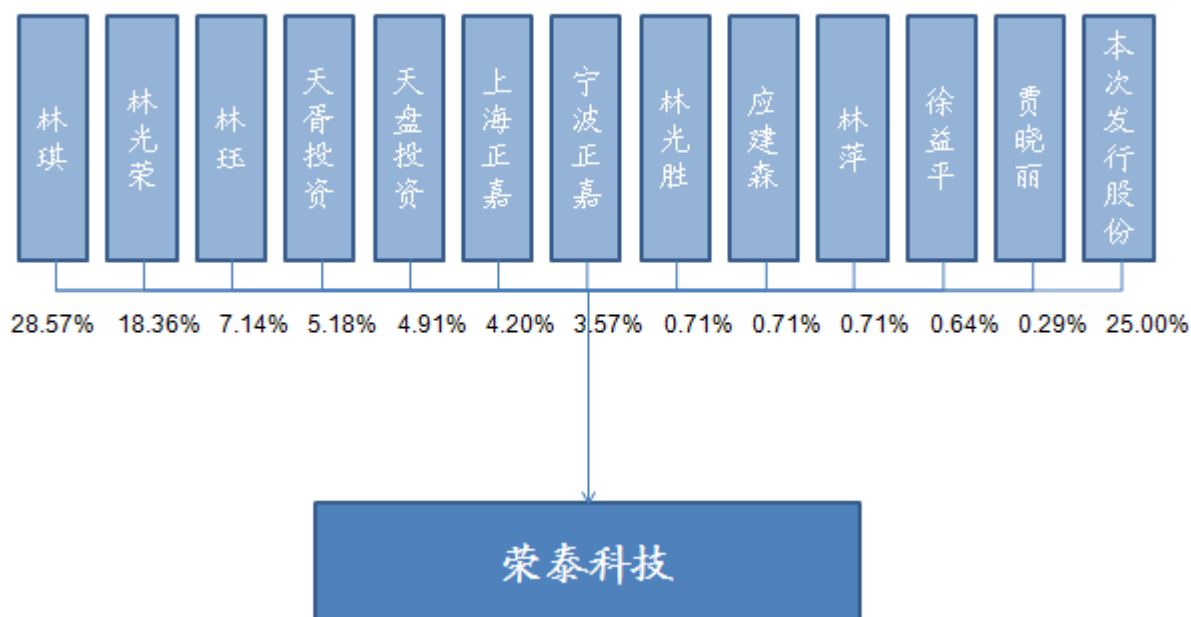


资料来源: 招股说明书及 2016 年年报, 海通证券研究所

- **稍息网络带来公司业绩增量:** 稍息科技成立于 2015 年底, 负责商用按摩椅的推广, 荣泰科技持股比例为 70%。基于共享的概念, 推广品牌为摩摩哒, 目前已经在各大机场高铁健身房酒店大堂铺设, 2016 年铺设按摩椅一万余台, 实现营业收入 3189.37 万元, 净利润 4.28 万元, 总资产 6664.51 万元。未来几年随着项目的大力拓展, 商用按摩椅将为公司带来可观的业绩增量, 并且有利于培养消费者使用按摩椅的消费习惯, 促进按摩椅市场的扩大和公司销售收入的增加。

公司股权结构及管理层。 董事及总经理林琪持有公司 28.57% 的股权, 为公司控股股东。董事长林光荣持有公司 18.36% 股权, 与林琪为父子关系, 二人合计持有 46.93% 股权, 为公司实际控制人。第二代管理层接班公司并上市, 并且于 2017 年 2 月底推出股票期权激励计划, 对象包括董事、高管、核心技术人员共计 62 人, 行权价格为每股 130 元, 业绩考核目标为以 2014 年-2016 年三年平均值为基数, 公司 17/18/19 净利润增长率不低于 75%/100%/125%, 对应 17、18 及 19 年业绩同比增速分别为 15.8%、14.8% 以及 12.5%, 为未来业绩提供保障, 彰显管理层对公司未来信心。

图7 荣泰健康股权结构

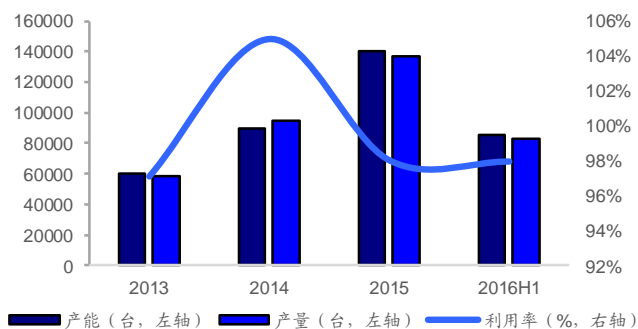


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

1.1 募集资金扩改基地, 打破产能瓶颈

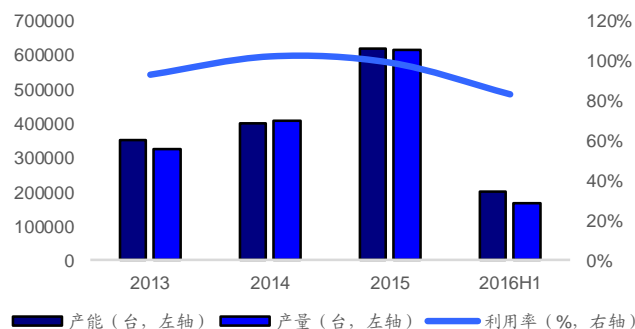
2013 年起, 公司按摩椅产能利用基本处于饱和状态; 2014 年公司二期厂区正式投入使用, 按摩椅产能增长至 90,000 台, 按摩小电器产能增长至 400,000 台, 产能利用良好; 2015 年, 公司厂区改建工程完工, 同时增加了机器设备投入, 致按摩椅产能增长至 140,000 台, 按摩小电器产能增长至 620,000 台, 仍无法满足 2016 年按摩椅订单规模的快速上升, 产能利用处于饱和状态。由于受产能规模限制, 公司已将附加值小的生产工序委外加工同时部分按摩小电器委托外部厂商以 OEM 模式生产。

图8 荣泰健康按摩椅产能情况



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图9 荣泰健康按摩小电器产能情况



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

为突破产能瓶颈, 公司 IPO 募集资金, 重点投资于健康产品生产基地新建项目和改扩建厂房, 预计项目实施后, 公司按摩椅及按摩小电器的产能将分别新增 15.5 万台及 43 万台/套, 可充分缓解产能不足的尴尬。

表 1 IPO 募集资金产能扩建情况

项目	相关项目	项目投入资金 (万元)	募集资金 (万元)	产能新增情况	建设周期	实施计划	预计收入
项目建设	健康产品生产基地新建	38200	28200	按摩椅 10 万台; 按摩小电器 43 万台	2 年	投产第一年达产 50%, 第二年达产 80%, 第三年完全达产。	9.2 亿元
	改扩建厂房	20174	20174	高档按摩椅 5.5 万台	1.5 年	投产第一年达产 50%, 第二年达产 80%, 第三年完全达产。	4.1 亿元

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2. 按摩器具国内市场渗透率低, 成长空间可观

按摩器具是将按摩术和现代高科技融合的模拟人手按摩的机器, 主要分为功能全面的按摩椅和功能相对单一及便携的按摩小电器。随着全球人民生活水平提高, 健康理念加深, 按摩器具作为健康产业的产品, 产品普及率、健康行业中的市场占有率将不断提高。发达国家居民对健康意识较强, 且人工成本较高, 所以美国、欧洲、日本等国对按摩椅的进口需求一直较为旺盛, 刺激了我国按摩椅行业的发展以及出口; 发展中国家随着居民可支配收入上升, 对按摩椅的需求逐渐提升。

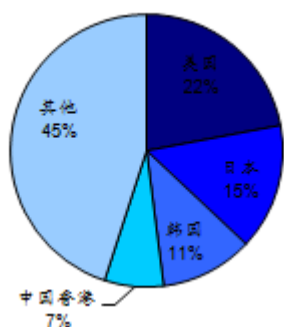
2.1 供给端: 集中度较低, 主要用于出口

目前中国已经形成集设计、生产、销售、服务为一体的庞大产业链。行业整体供给充足, 在满足国内市场消费外, 主要出口至全球其他消费市场。根据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》, 按摩器具已成为我国医疗器械及设备行业出口金额最大的细分产品。美国、日本和韩国是我国按摩器具产品的三大出口目的地, 分别占比 22.34%, 15.24%, 10.55%。

目前, 行业集中度较低, 按摩椅企业利润率水平较高。按摩器具行业生产企业数量众多、规模化生产企业较少, 出口规模超过 1000 万美元企业数只有 28 家, 并且主要为

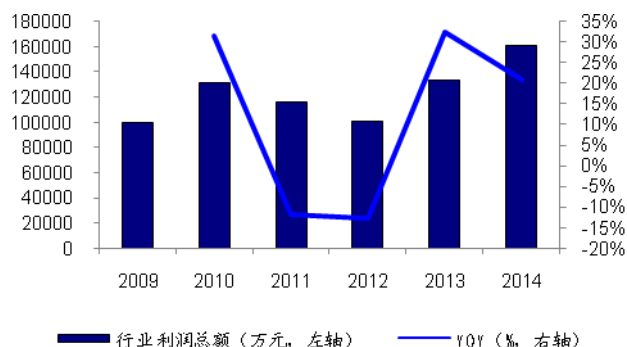
海外品牌 ODM/OEM 生产。从行业盈利能力来讲,行业利润波动较大,主要因为产品为偏高端消费品,受全球宏观经济以及国内经济波动影响较大。并且分产品而言,按摩椅技术含量较高,利润率高,按摩小电器功能单一,市场竞争相对激烈,利润率低;故而按摩椅占收入比重高的公司盈利能力较强,相对稳定。荣泰健康按摩椅占比约 90%,具有较强的市场竞争力。

图10 2015 年我国按摩器具出口市场情况



资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图11 行业利润及增速 (2009 至 2014 年)

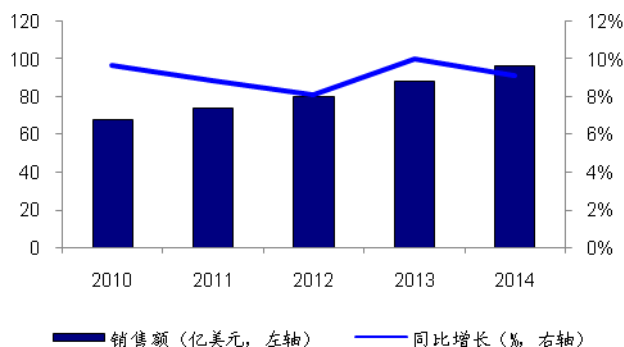


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

2.2 需求端: 稳步增长, 部分市场或成为需求爆发点

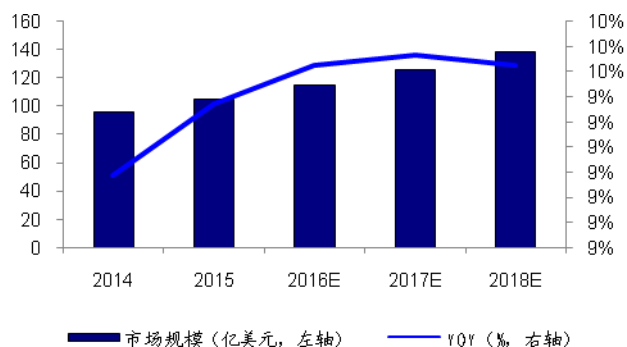
全球按摩器具市场需求稳步上升, 到 2014 年市场规模已经接近 100 亿美元, 根据公司招股说明书, 预计 2018 年全球按摩器具市场规模将达 138 亿美元。细分到品类来看, 按摩椅是按摩器具中市场份额最大、附加值最高的产种类, 是按摩器具中的集大成产品。目前市场上按摩椅价格从数千元到上十万元不等, 由于价格较高, 消费者购买的比例仍然较少。我们预计, 未来随着全球经济回暖, 消费者收入水平的提升以及健康养生意识的增强, 按摩椅在按摩产品中的占比将继续上升。

图12 全球按摩保健器具市场规模 (2010-2014 年)



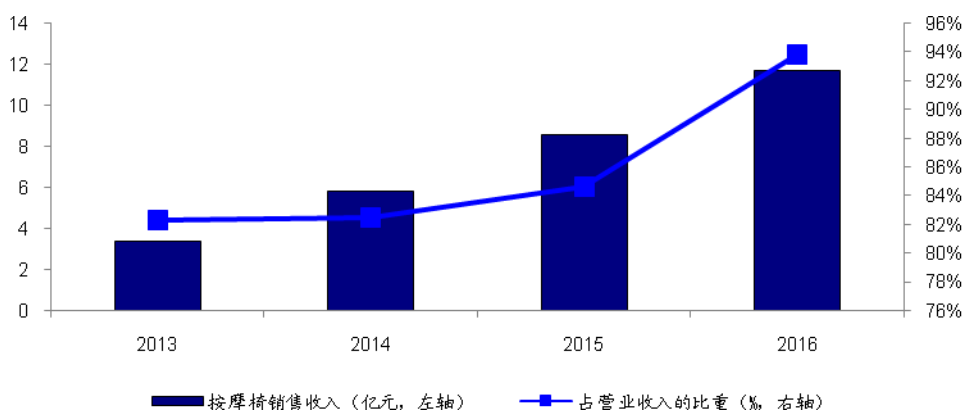
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图13 全球按摩器具市场规模预测



资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

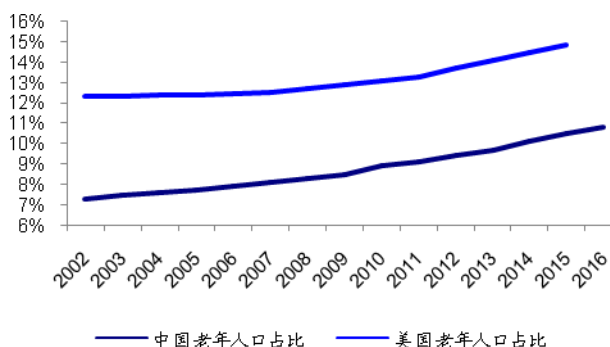
图14 按摩椅收入及占按摩行业比重（2013-2016年）



资料来源：Wind，海通证券研究所

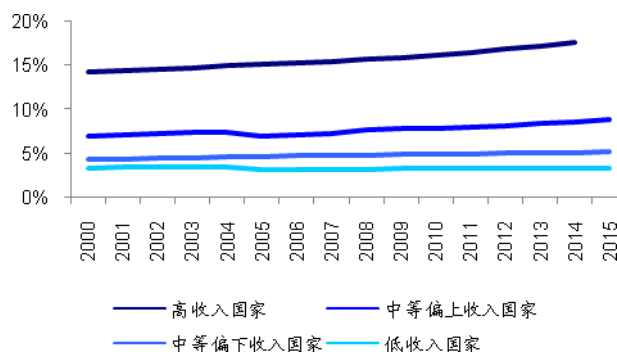
人口老龄化助推行业需求。电动按摩椅对老年人和亚健康人群的放松效果较好，受到青睐，尤其是老年人口。老年人口（65岁及以上）近年在我国总人口中比例不断上升，从2002年7.3%比例上升至2016年10.8%。公司出口市场集中于韩国、美国等较为发达的地区，也是老年人口比例较高的地区。美国2015年老年人口比例为15%，且为公司渗透率较低市场，我们较为看好此处发展空间。

图15 中国和美国老年人口（65岁及以上）占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 世界各收入阶层国家老年人口比例

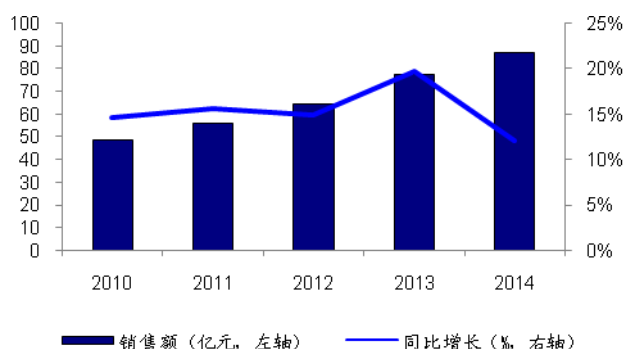


资料来源：Wind，海通证券研究所

分地区来看，中国市场是未来按摩行业的火力集中方向，韩国为代表的亚太地区仍然是按摩椅的重要消费地区，美国等按摩椅新进入市场已经处于快速发展阶段：

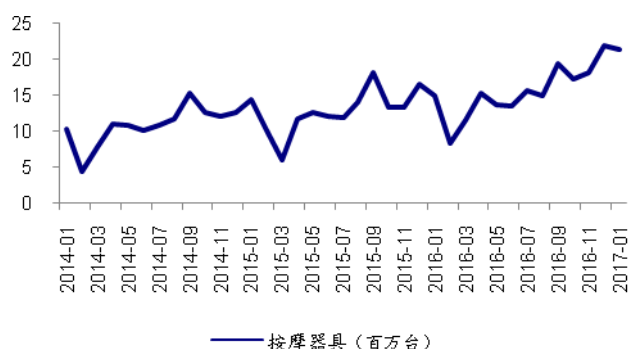
- **中国按摩椅市场：全球按摩保健产品市场需求增长最快的地区之一**，亦是受益于居民收入水平提升，对按摩保健器具特别是花费较高的按摩椅的消费观念在逐渐发生变化。随着中国居民生活水平提升，保健意识增强并且消费能力提升，在医疗保健系统不健全且资源不足的情况下，居家保健成为趋势，再加上我国居民的户外运动频率远不及欧美国家居民户外运动频率高，按摩椅等室内保健器具将会受到青睐。

图17 中国按摩保健器具市场规模 (2010-2014 年)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图18 中国按摩保健器具出口数量



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

- **韩国是按摩椅重要消费国。**韩国市场是较早引入按摩椅的市场，居民对按摩椅的理解和认同感较高。韩国企业主要从品牌运营和消费渠道维护，荣泰健康和 BODY FRIEND 合作之前，最主要的出口国亦是韩国。2014 年由中国进口的按摩保健器具金额已达 1.4 亿美元，占韩国按摩保健器具进口总额的 86.29%。
- **快速增长的美国市场。**欧美国家缺乏按摩传统，并且户外运动文化浓厚。但是欧美国家消费者有很强的消费能力，保健意识突出，对不同先进观念接受能力强，市场易于培育。目前北美按摩器具市场与日本等成熟市场相比仍有一定差距，但是北美消费者对按摩椅也逐渐青睐，市场需求增长较快。2016 年中国至美国出口金额达到 5.12 亿美元，同比 17.8%。出口至欧美国家产品是以价值较低的小型按摩器具为主，按摩椅市场有待进一步开发，而且欧美国家本土制造商很少，对我国按摩椅企业出口较为有利。

图19 中国出口至韩国按摩器具金额 (2010-2016 年)

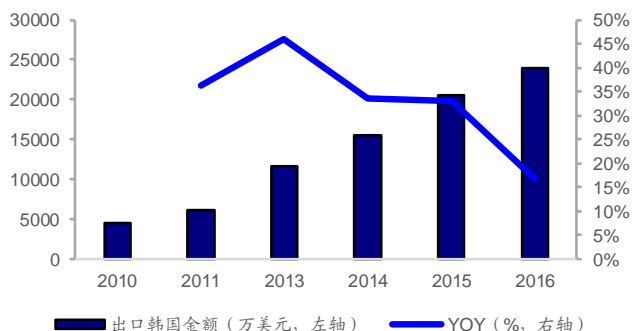
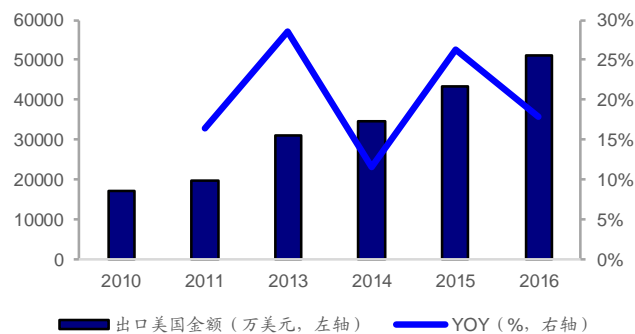

资料来源：Wind，海通证券研究所
注：2012 年数据缺失

图20 中国出口至美国按摩器具金额 (2010-2016 年)


资料来源：Wind，海通证券研究所
注：2012 年数据缺失

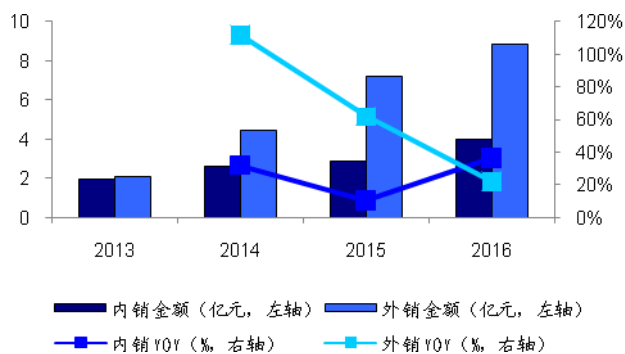
3. 外销占主导地位，海外市场增长稳健

3.1 公司以外销为主，整体海外市场增长稳健，

公司 2016 年外销收入占比为 68.5%，主要客户来自于韩国、北美、欧洲地区及东南亚地区。

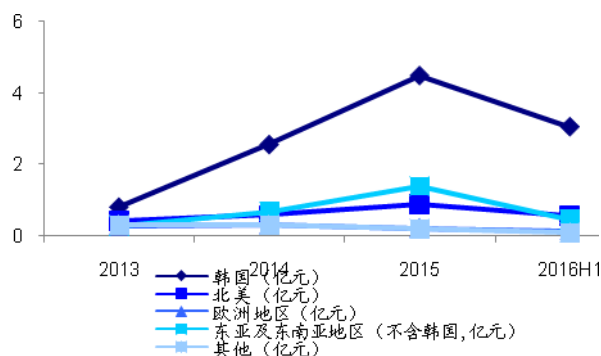
公司近年发展主要受益于海外客户的快速增长以及内销业务的开拓，其中主要来自于韩国客户 BODY FRIEND 近年的快速增长以及电商平台的增长。

图21 荣泰健康内销外销及比例（2013-2016年）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

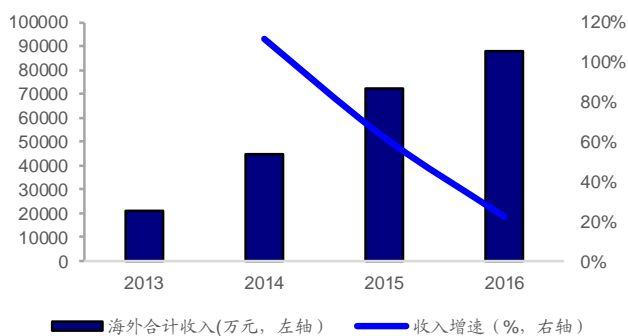
图22 2013-2016H1 全球按摩保健器具市场规模预测



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

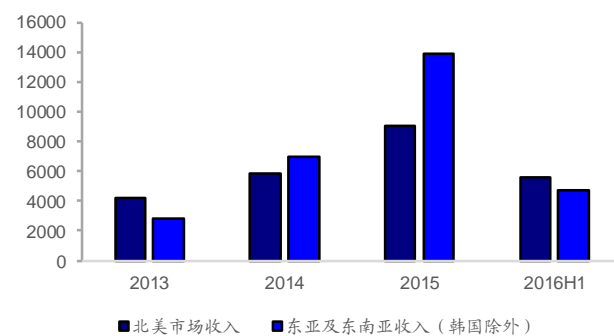
近年公司外销保持高速增长态势。2013 年外销收入 2.1 亿元，2016 年外销收入 8.8 亿元，三年平均复合增速达 50%。16 年外销毛利率达 34.7%，同比大幅提升 7.37 个百分点，目前公司在北美以及其他东亚及东南亚市场快速拓展收入规模。

图23 整体海外市场收入及增速



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图24 海外细分市场收入情况（万元）

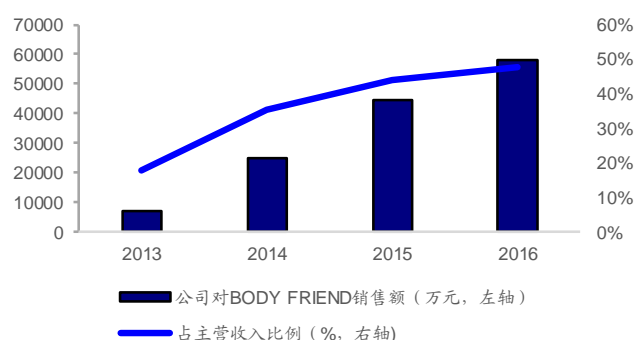


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3.2 核心客户 BODY FRIEND 加深合作，立足韩国拓宽北美

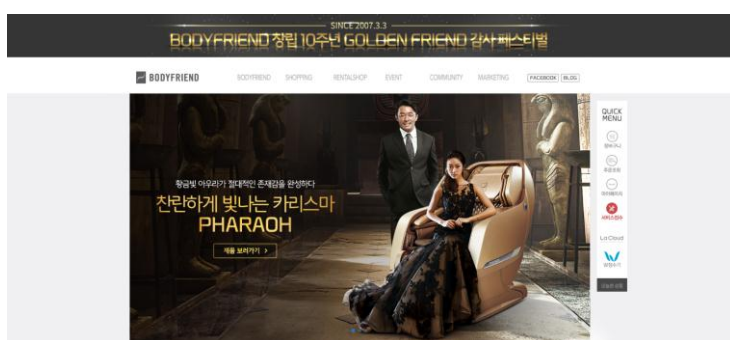
BODY FRIEND 是公司第一大客户，成立于 2007 年，主要经营批发、零售医疗用电动机、按摩椅及其他家用电器等。双方合作始于 2013 年，此后 BODY FRIEND 对公司收入贡献逐年加大，2016 年贡献营业收入 5.81 亿元，占主营收入 47.62%。

图25 公司对 BODY FRIEND 销售额及占比（万元）



资料来源：招股说明书及公司年报，海通证券研究所

图26 BODY FRIEND 直营电商渠道



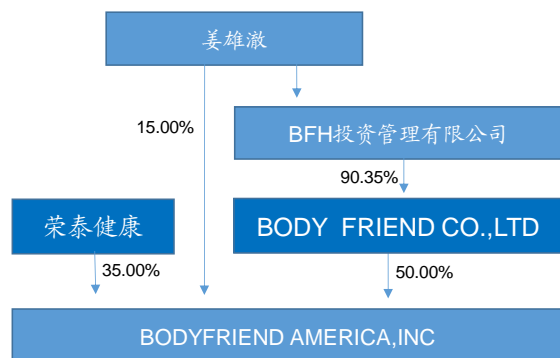
资料来源：公司官网，海通证券研究所

BODY FRIEND 近年成长迅速，在韩国市场建立了直营体验店、电视购物、网络购物、家电连锁卖场协同发展的立体营销网络。荣泰和 BODY FRIEND 的合作也为其带来了自身外销的爆发式增长。

截至 2016 年 9 月，BODY FRIEND 在韩国开设了 110 家直营体验店；在 Himart、三星连锁卖场分别设立了约 450、250 个网点，在乐天、现代等百货商店设立了 15 个网点，销售网络遍及韩国全境。并且自 2007 年，BODYFRIEND COMPANY 推出了创新的按摩椅 BODYFRIEND 并把租赁系统引进到按摩椅行业，推动公司之后每年成长两倍以上。目前，公司正在开拓日本、美国、中国、欧洲等新市场，鉴于公司较强营销管理能力，我们对新市场的开拓颇有信心。

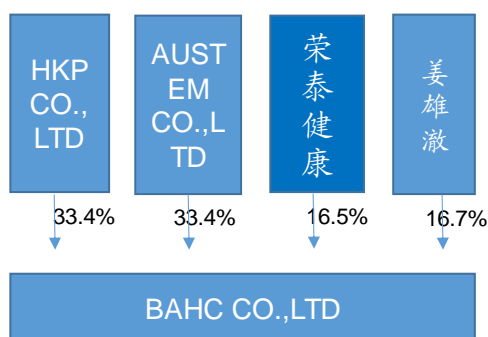
BODY FRIEND 与荣泰前次三年长期供货协议 16 年到期，目前已经签订 17-19 年的框架合作协议，约定 BODY FRIEND 向荣泰采购按摩椅数量不低于 50000 台，每年采购额度不低于在中国采购按摩椅总量的 50%，保证双方的长期合作。

图27 公司拟增资 BODYFRIEND AMERICA 后相关股权结构



资料来源：海通证券研究所

图28 公司拟增资 BAHC CO.,LTD.后相关股权结构



资料来源：海通证券研究所

此外公司与 BODY FRIEND 合作进一步加深，双方签订合作协议，公司合计出资不超过 700 万美元，对 BODY FRIEND 旗下的二家公司 BAHC CO.,LTD 以及 BODYFRIEND AMERICA,INC 进行增资。

二家标的公司主要从事按摩器材的生产加工及营销业务。双方的深度合作有利于提高公司海外市场份额，开拓北美等国际市场。北美等国际市场的经营布局，为公司外销收入增长提供较大空间。

我们预计随着欧美市场的开拓，可以进一步为公司业绩贡献增量。整体海外市场未来可保持稳健增速未来三年年均复合增长有望超过 15%。

4. 内销渠道全方位建设，开展新型商业模式

内销业务上，公司销售模式正经历由传统线下销售逐步向线上线下并举销售的转型。2013-2014 年，一般性地区经销、商场自营专柜、连锁卖场等传统渠道占主导地位，销售额占公司内销业务超过 80%；16 年内销收入达 3.97 亿元，同比增长 36.9%，毛利率达 46.38%。

2015-2016 年线上电商渠道收入比重已经达到 30%以上，成为内销业务收入增长的动力。

公司在募投项目上除产能及研发建设上，对内销渠道建设上同样进行重点关注。营销上邀请林志玲、黄晓明作为形象代言人，强力推广自主品牌。

表 2 营销及渠道建设项目情况

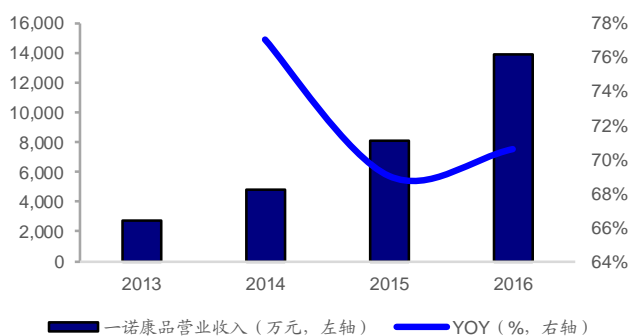
相关项目	项目投入资金 (万元)	募集资金 (万元)	建设目标	盈利模式	实施计划
研发中心新建	4300	4300	提升研发、培养人才		2 年内完成
体验式新型营销网络建设	13347	6072	拟在全国开设 100 家体验店。	使用收费	3 年内建设完成
渠道及售后服务网络建设	23898	13898	设立直营店铺 120 家。对经销商补贴，开发销售终端 300 家；在重点大中城市布设售后服务网点 50 家。	产品销售	销售渠道建设预计 3 年内完成；售后服务网点建设预计 5 年完成。

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

在经销商渠道上公司计划对经销商在装修费及租赁费进行补贴，开发销售终端 300 家；目前除上海市场采用直营方式外，国内其他地区均采用经销模式销售，截止 16 年上半年公司共计 112 家经销商。内销渠道的铺设可帮助公司快速拓宽国内市场收入规模，提升自主品牌占比。

在自营渠道上，公司计划 3 年内完成 120 家直营店、以及 100 家体验店的铺设，体验店的铺设，意在拓展现有盈利模式，同时在营销以及市场教育上加大力度。此外在线上渠道上，公司积极发展自身电商渠道。2011 年成立一诺康品负责电商销售管理。2013 年电商渠道收入 2717 万元，2016 年电商渠道收入 1.38 亿元，13 至 16 年年均复合增长超过 60%，目前电商渠道经营良好，未来三年有望继续快速增长。

图 29 一诺康品电商收入情况



资料来源：招股说明书及公司年报，海通证券研究所

图 30 天猫荣泰旗舰店



资料来源：公司官网，海通证券研究所

4.1 顺应共享理念，推动商用按摩服务

公司于 15 年 12 月设立子公司上海稍息网络科技有限公司，目前控股达 70%，主要从事互联网服务。公司顺应当前共享经济理念，在各大院线健身房酒店大堂等地铺设商用按摩椅。“解决闲余时间+消除疲劳”的方案能够迎合消费者痛点，用户可通过公司所开发的 app “摩摩哒”定位体验区，并通过扫码等手段支付使用，享受按摩服务。

目前公司网点已覆盖全国 152 座城市，铺设商用按摩椅达一万台，未来公司将加快铺设速度。从公司主要铺设渠道看，主要进入院线高铁机场等地。目前合作方包括 CGV、SFC、万达、中影等全国主流院线，并签订排他合作。

图31 摩摩哒网点铺设情况

网点分布



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图32 摩摩哒铺设案例

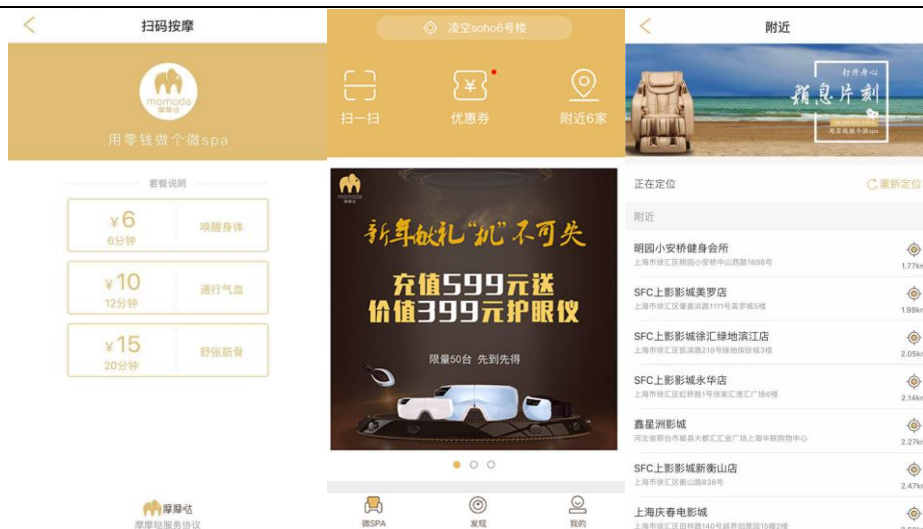


资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司作为当前市场先行者拥有先发优势，17年3月25日，摩摩哒与万达联合，签约五年排他合作协议。借助万达的规模优势，摩摩哒能快速下铺院线占领市场。消费升级趋势下的共享经济融合休闲健康理念，赋予了公司巨大的增长弹性。和万达的成功签约，为公司树立一定标准的合作模式，能够有效加快商用按摩椅布局速度。

稍息网络按摩服务共计三种模式，1) 6元6分钟；2) 10元12分钟；3) 15元/20分钟。目前平均客单价约为7-8元，平均每台使用人数约为6人每天。依据公司年报数据，16年稍息网络已经完成商用按摩椅1万台铺设，营业收入3,189.37万元，净利润为4.28万元。

图33 付费模式及 App 操作界面



资料来源：稍息网络 App，海通证券研究所

按摩服务成本上，主要为按摩椅生产成本、地租费用、营销推广以及系统升级费用等。公司所使用按摩椅以L型为主，2016上半年平均生产成本为4077元/台。通过三年折旧摊销，平均每年单台按摩椅折旧费用约为1350元。前期加速铺设期间折旧费用累积费用较大，随后逐步稳定。目前商用按摩椅平均每天使用频率5-6次，平均客单价8元，每台机器年收入可达14400元，地租分成约占收入40%，营销及其他费用率约为20%，运营12个月后可以保证收回成本。

表 3 荣泰健康按摩椅单位成本（元/台）

产品种类	2016H1	2015	2014	2013
按摩椅	L 型导轨	4077	4323	4285
	S 型导轨	4078	4337	4482
	直型导轨	2581	2786	3109
	加权平均	3958	4165	4178

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

未来通过假设未来有效铺设台数，以及每张按摩椅每天的使用频率，乘以有效天数（360 天）得到商用按摩的未来收入范围。

表 4 摩摩哒商用按摩椅未来收入敏感性测试

假设客单 平均价 8 元	平均每日单椅客流使用人数（人次）（有效天数 360 天）						
公司商用 按摩椅有 效铺设 （台）	假设占比	6.0	5.6	5.2	4.8	4.4	4.0
	35000	6.05	5.64	5.24	4.84	4.44	4.03
	40000	6.91	6.45	5.99	5.53	5.07	4.61
	45000	7.78	7.26	6.74	6.22	5.70	5.18
	50000	8.64	8.06	7.49	6.91	6.34	5.76
	55000	9.50	8.87	8.24	7.60	6.97	6.34
	60000	10.37	9.68	8.99	8.29	7.60	6.91

资料来源：海通证券研究所

表 5 摩摩哒商用按摩椅业绩预计

有效天数 360 天	使用频率 （次）	平均客单价 （元）	有效铺设 （台）	收入预计 （亿元）	净利率	净利润 （亿元）
乐观预计	8	10	80000	23.04	20%	4.61
中性预计	6	8	50000	8.64	15%	1.30
悲观预计	4	7	30000	3.02	10%	0.30

资料来源：海通证券研究所

我们预计至 2020 前年公司大概率可完成 5 万台商用按摩椅的目标铺设数量，平均每台机器每天人均使用在 5-6 人次，客单价维持在 8 元水平，预计收入规模可达 7 亿元以上，配合当前公司的盈利能力，预计净利润在 1 亿以上规模。

4.2 牵手暴风魔镜，结合 VR 优化用户体验

2017 年 2 月 27 日，公司宣布与北京暴风魔镜海签署了《战略合作框架协议》，共同就按摩器具行业的 VR 设备、内容、技术等开展全面战略合作，共同探索发展型模式。

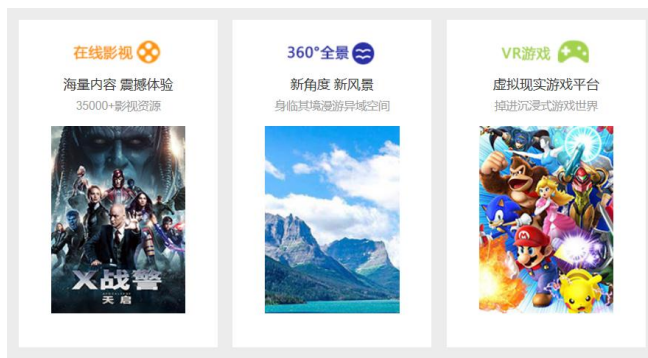
公司与暴风魔镜的合作，符合其产品及品牌的高端时尚属性。在 VR 设备上，公司将结合暴风魔镜的 VR 盒子产品，进行深度定制，打造符合按摩椅使用场景的盒子及一体机设备。在内容方面以及技术方面，暴风魔镜将为公司提供完整的内容资源以及技术支持，打造强生态。

图34 暴风魔镜 VR 一体机



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图35 暴风魔镜 VR 内容支持



资料来源：公司官网，海通证券研究所

双方在未来合作模式上拥有想象力以及探索空间，公司可以选择在商业渠道中的体验店及展示中心内配备 VR 产品，从用户角度出发，在按摩期间提供视听享受，优化用户体验，在未来三年的合作中加强竞争力。

5. 股权激励捆绑利益，盈利能力行业领先

5.1 股权激励计划推出，捆绑利益彰显信心

17 年 2 月，公司发出公告推出其股权激励计划。计划向激励对象授予 300 万份股权，其中首次授予 240 万份，预留 60 万份，合计占公司总股本 4.29%，激励对象包括公司及子公司董事、高管以及核心技术人员等 62 人。

表 6 股权激励考核目标及行权安排时间表

		2016	2017E	2018E	2019E
行权条件	净利润目标	20900.59	24199.4	27656.46	31113.52
	同比增速目标	-	15.8%	14.8%	12.5%
	自首次授权日起	12 个月	24 个月	36 个月	
行权安排	首次授予	30%	30%	40%	
	预留	50%	50%		

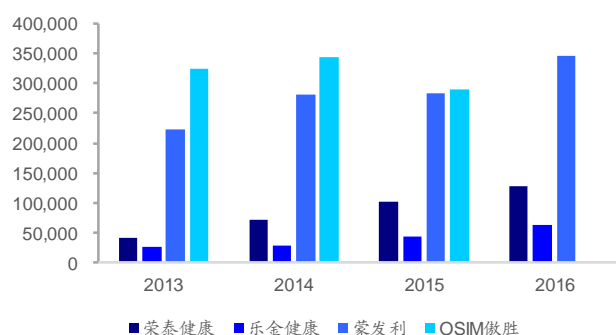
资料来源：海通证券研究所

公司首次授予股票的行权价格为每股 130.00 元。首次授予 240 万份期权总价值为 6273.93 万元，将在 2018 年起，行权期间按比例摊销。摊销费用对整体业绩影响较小，激励计划将管理层与股东利益捆绑，业绩考核目标为以 2014 年-2016 年三年平均值为基数，公司 17/18/19 净利润增长率不低于 75%/100%/125%，对应 17、18 及 19 年业绩同比增速分别为 15.8%，14.8%以及 12.5%，为未来业绩提供保障，彰显管理层对公司未来信心。

5.2 盈利能力行业领先，资产收益率优势明显

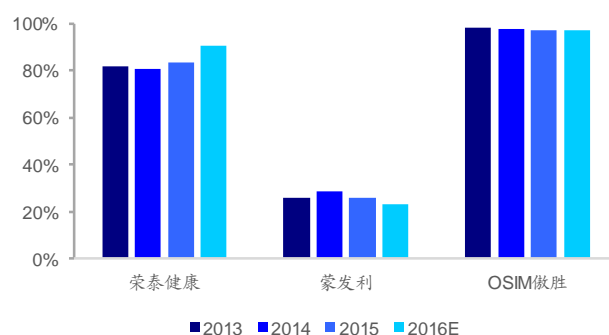
目前 A 股上市公司中主营业务包括按摩椅产品的有乐金健康、蒙发利。海外相关标的有 OSIM 傲胜。从公司总收入看，蒙发利 2016 年营业总收入达 34.6 亿，傲胜 16 年预计收入规模达 25 亿。荣泰健康 16 年营业总收入为 12.8 亿。

图36 相关标的营业总收入 (万元)



资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

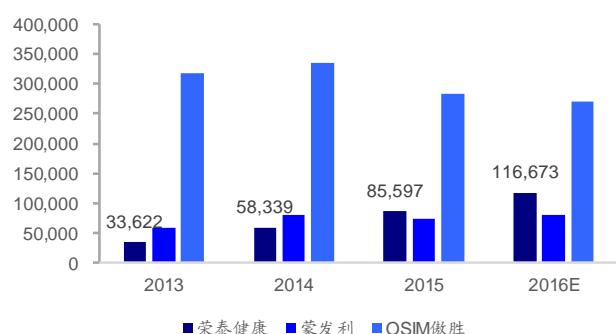
图37 相关标的按摩椅业务收入占比



资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

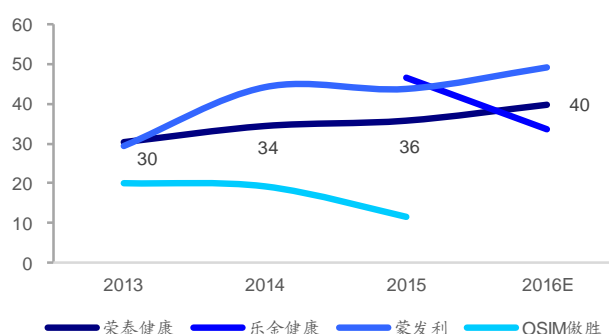
傲胜 97%以上收入来源于按摩椅, 荣泰 16 年按摩椅收入占比达 91%, 蒙发利按摩椅收入约占整体营收 23%。乐金健康按摩椅业务收入规模较小, 占整体收入较低。通过对比各公司按摩椅收入可以看到, 傲胜在整体行业内占据龙头地位, 荣泰与蒙发利规模接近位列行业第二梯队。且荣泰在 15 年按摩椅收入规模超过蒙发利, 并且在 16 年达到 11.6 亿规模, 进一步拉开差距。

图38 相关标的按摩椅业务收入 (万元)



资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

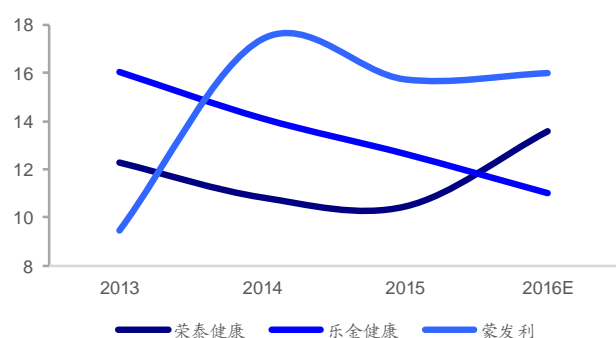
图39 相关标的按摩椅业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

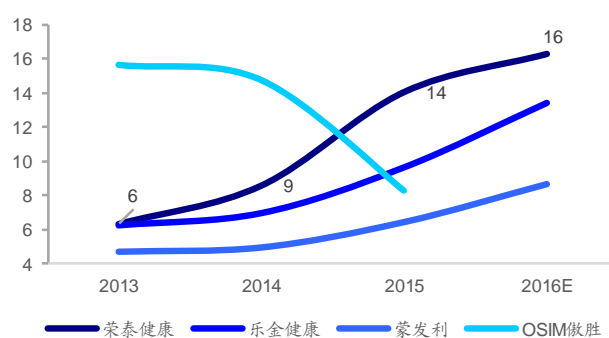
蒙发利 2013 年收购马来西亚品牌 OGAWA 奥佳华, 成为控股股东。自主品牌占比较高, 使得公司在按摩椅产品毛利率上有一定优势, 略高于荣泰 40% 的毛利率。

图40 相关标的销售费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

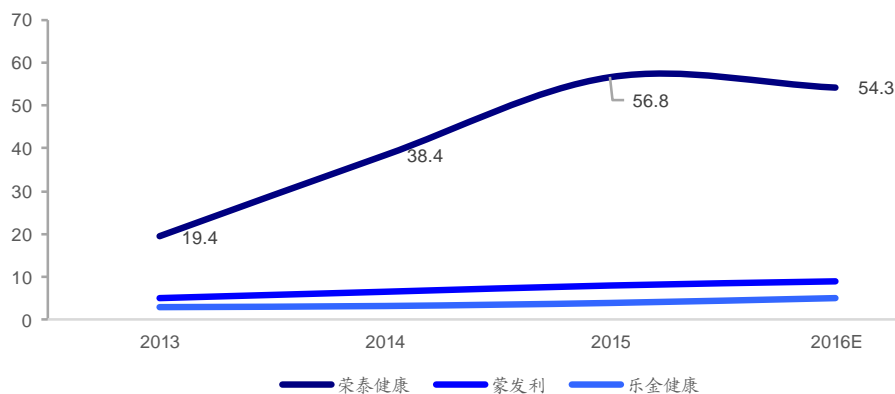
图41 相关标的整体销售净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

荣泰当前外销客户占比较大, 且合作关系稳定, 公司在销售费用率上, 15 年销售费用率为 10.4%, 16 年同比上升 3.2 个百分点, 达 13.6%, 横向比较仍然较低。且配合较低的管理费用, 公司销售净利率在整体行业中处于领先地位, 16 年销售净利率 16.3%,

同比上升 2.3 个百分点。未来公司内销渠道建设以及商用按摩椅铺设初期费用投入较大，整体费用率有上行压力。但内销自主品牌毛利率相对较高，高出外销端 12 个百分点，且商用按摩椅模式成熟后，费用端压力减轻，毛利率有望跳出传统制造业局限，预计短期公司盈利能力相对稳定，未来中长期有望继续向上。

图42 相关标的平均净资产收益率情况（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

对比行业内相关标的，公司目前资产较轻周转率高，15 年、16 年 ROE 分别为 56.8% 以及 54.3%，随着内销加速以及商用按摩椅的推广，预计公司未来三年内净资产收益率上仍将会在行业内拥有优势，具备资金配置价值。

6. 投资建议及盈利预测

表 7 主要分项盈利预测假设（百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
按摩椅业务					
营业收入	855.97	1,166.73	1,424.69	1,665.32	1,935.27
增长率 (%)	—	36.31%	22.11%	16.89%	16.21%
营业成本	549.96	701.67	846.27	977.55	1,132.14
毛利率 (%)	35.75%	39.86%	40.60%	41.30%	41.50%
按摩小电器业务					
营业收入	153.12	75.97	87.37	83.00	87.15
增长率 (%)	—	-50.39%	15.00%	-5.00%	5.00%
营业成本	126.87	62.19	69.79	64.07	65.40
毛利率 (%)	17.14%	18.14%	20.12%	22.80%	24.96%
体验式服务按摩					
营业收入	2.57	34.72	206.24	406.29	576.93
增长率 (%)	—	1253.55%	494.00%	97.00%	42.00%
营业成本	4.12	24.17	145.40	281.80	386.71
毛利率 (%)	-60.73%	30.40%	29.50%	30.64%	32.97%
整体合计					
营业收入	1023.98	1285.05	1718.84	2155.26	2600.20
增长率 (%)	41.60%	25.50%	34.51%	25.39%	20.64%
营业成本	692.16	794.70	1061.98	1324.05	1585.07
毛利率 (%)	32.40%	38.16%	38.22%	38.57%	39.04%

资料来源：公司年报，公司半年报，海通证券研究所预测

公司未来将继续受益全球市场规模的稳步提升，外销与核心客户 BODY FRIEND 深度合作，稳中求进。内销积极建设全渠道，扶持经销商，自建体验店与直营电商。摩摩塔铺设商用按摩椅，拓宽公司商业模式，与万达联手快速抢占市场先机。

表 8 荣泰健康盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	1023.98	1285.05	1718.84	2155.26	2600.20
同比增长（%）	41.60	25.50	33.76	25.39	20.64
营业总成本（百万元）					
营业成本（百万元）	692.16	794.70	1061.98	1324.05	1585.07
毛利率（%）	32.40%	38.16%	38.22%	38.57%	39.04%
营业税金及附加（百万元）	1.21	2.44	3.61	4.53	5.46
营业税金及附加/营业收入（%）	0.12%	0.19%	0.21%	0.21%	0.21%
销售费用（百万元）	106.98	174.58	239.09	298.94	358.31
销售费用率（%）	10.45%	13.59%	13.91%	13.87%	13.78%
管理费用（百万元）	77.14	100.26	134.76	168.76	211.66
管理费用率（%）	7.53%	7.80%	7.84%	7.83%	8.14%
财务费用（百万元）	-12.57	-21.20	-24.16	-26.68	-29.54
期间费用率（%）	-1.23%	-1.65%	-1.41%	-1.24%	-1.14%
资产减值损失（百万元）	0.05	1.80	1.68	2.09	2.55
投资收益（百万元）	1.68	-0.06	5.05	5.16	5.10
营业利润（百万元）	160.60	232.92	307.33	389.20	472.31
同比增长（%）	131.61%	45.03%	31.95%	26.64%	21.35%
营业外收入（百万元）	6.00	10.13	10.41	11.02	11.41
营业外支出（百万元）	0.35	0.52	0.20	0.21	0.26
利润总额（百万元）	166.26	242.54	317.54	400.01	483.46
同比增长（%）	132.84%	45.88%	30.93%	25.97%	20.86%
所得税费用（百万元）	22.49	33.53	44.46	56.00	67.68
有效所得税率（%）	13.53%	13.82%	14.00%	14.00%	14.00%
净利润（百万元）	143.77	209.01	273.09	344.01	415.78
少数股东损益（百万元）	1.07	2.36	3.28	4.13	4.99
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	142.70	206.65	269.81	339.88	410.79
同比增长（%）	131.74%	44.81%	30.57%	25.97%	20.86%
净利润率（%）	13.94%	16.08%	15.70%	15.77%	15.80%
摊薄每股收益（元）	2.04	2.95	3.85	4.86	5.87

资料来源：公司年报，公司半年报，海通证券研究所预测

我们预计 17-19 年 EPS 为 3.85、4.86、5.87 元同比增长 30.6%、26.0%、20.9%。参考行业内标的估值，给与 17 年 45 倍 PE，对应目标价 173.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价（元）	市值（亿元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
		2017/04/12	2015	2016	2017E	2015	2016	2017E	
300247	乐金健康	7.89	63.49	0.05	0.10	0.17	155.47	78.27	46.14
002614	蒙发利	15.49	85.96	0.33	0.38	0.49	47.61	40.55	31.65

资料来源：wind，海通证券研究所 *注：表中的 EPS，PE 均来自于万得一致预期

7. 风险提示

产能过度饱和，下游需求疲软，共享模式受限、客户集中度过高

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	1285.05	1718.84	2155.26	2600.20
每股收益	2.95	3.85	4.86	5.87	营业成本	794.70	1061.98	1324.05	1585.07
每股净资产	8.59	9.60	13.66	18.62	毛利率%	38.16%	38.22%	38.57%	39.04%
每股经营现金流	3.35	4.73	5.88	6.13	营业税金及附加	2.44	3.61	4.53	5.46
每股股利	0.000	0.700	0.800	0.900	营业税金率%	0.19%	0.21%	0.21%	0.21%
价值评估（倍）					营业费用	174.58	239.09	298.94	358.31
P/E	47.90	36.68	29.12	24.11	营业费用率%	13.59%	13.91%	13.87%	13.78%
P/B	16.45	14.73	10.35	7.59	管理费用	100.26	134.76	168.76	211.66
P/S	7.70	5.76	4.59	3.81	管理费用率%	7.80%	7.84%	7.83%	8.14%
EV/EBITDA	39.83	30.83	23.33	18.43	EBIT	213.08	279.40	358.99	439.71
股息率（%）	0.00%	0.50%	0.57%	0.64%	财务费用	-21.20	-24.16	-26.68	-29.27
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-1.65%	-1.41%	-1.24%	-1.13%
毛利率	38.16%	38.22%	38.57%	39.04%	资产减值损失	1.80	1.68	2.09	2.55
净利润率	16.26%	15.89%	15.96%	15.98%	投资收益	-0.06	5.05	5.16	5.10
净资产收益率	45.80%	40.15%	35.56%	31.50%	营业利润	232.92	307.33	389.20	472.04
资产回报率	19.13%	17.85%	17.31%	17.09%	营业外收支	9.62	10.21	10.81	11.15
投资回报率	133.38%	405.36%	1194.36%	1158.52%	利润总额	242.54	317.54	400.01	483.19
盈利增长（%）					EBITDA	240.56	300.97	383.93	467.18
营业收入增长率	25.50%	33.76%	25.39%	20.64%	所得税	33.53	44.46	56.00	67.65
EBIT 增长率	45.46%	31.13%	28.49%	22.48%	有效所得税率%	13.82%	14.00%	14.00%	14.00%
净利润增长率	45.37%	30.66%	25.97%	20.79%	少数股东损益	2.36	3.28	4.13	4.99
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	206.65	269.81	339.88	410.56
资产负债率	57.7%	54.9%	50.6%	45.0%	扣除非经常性损益净利润	200.72	264.31	334.71	405.96
流动比率	1.39	1.56	1.75	2.02	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	1.17	1.34	1.51	1.75	货币资金	551.55	904.03	1261.00	1619.09
现金比率	2.64	3.49	4.29	5.28	应收款项	83.98	93.24	109.83	128.23
经营效率指标					存货	99.82	139.69	185.04	217.17
应收帐款周转天数	17.96	19.80	18.60	18.00	其它流动资产	26.79	26.79	26.79	26.79
存货周转天数	47.54	48.00	51.00	50.00	流动资产合计	793.41	1213.37	1645.76	2084.19
总资产周转率	1.47	1.33	1.24	1.19	长期股权投资	1.15	1.15	1.15	1.15
固定资产周转率	10.84	12.92	16.83	21.75	固定资产	136.27	151.27	172.27	185.27
					在建工程	80.31	112.31	135.31	151.31
					无形资产	33.33	33.33	32.66	32.01
					非流动资产合计	286.74	298.12	317.19	318.72
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	1080.15	1511.50	1962.95	2402.91
净利润	209.01	273.09	344.01	415.54	短期借款	208.70	258.70	294.23	306.57
折旧摊销	27.49	21.57	24.93	27.47	应付账款	290.25	375.33	471.58	521.12
营运资金变动	-37.82	40.78	45.50	-12.26	预收账款	20.75	25.78	32.33	36.40
经营活动现金流	175.68	331.36	411.63	428.98	其它流动负债	0.30	0.30	0.30	0.30
固定资产投资	0.00	-15.00	-21.00	-13.00	流动负债合计	571.16	778.42	941.86	1029.28
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	26.48	26.48	26.48	26.48
资本支出	83.43	24.42	35.28	20.40	其它长期负债	25.37	25.37	25.37	25.37
投资活动现金流	-83.05	-18.96	-29.66	-14.79	非流动负债合计	51.85	51.85	51.85	51.85
债务变化	216.90	50.00	35.53	12.34	负债总计	623.01	830.27	993.71	1081.13
股票发行	1.50	0.00	0.00	0.00	实收资本	70.00	70.00	70.00	70.00
融资活动现金流	172.23	40.09	-25.00	-56.10	普通股股东权益	451.23	672.04	955.92	1303.48
现金净流量	264.86	352.48	356.97	358.09	少数股东权益	5.91	9.19	13.32	18.30
公司自由现金流	125.10	257.31	337.25	366.91	负债和所有者权益合计	1080.15	1511.50	1962.95	2402.91
股权自由现金流	150.49	331.59	398.14	405.95					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 12 日

资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
曾知 造纸轻工行业

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： 格力电器,海信科龙,万和电气,三花股份,帝王洁具,漫步者,欧普照明,创维数字,美的集团,青岛海尔,苏泊尔,和晶科技,新宝股份,三花智控,哈尔斯,小天鹅 A,惠而浦,英唐智控,爱仕达,老板电器,海信电器,九阳股份,飞科电器,华帝股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 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)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珣珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zy110427@htsec.com
李 影 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐 宇 ty11049@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金 晶 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com
尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
联系人
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

房青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
联系人
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立 ll11383@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
联系人
庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
马榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
联系人
周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
联系人
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
联系人
关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
张恒昶(010)68067998 zhx10170@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
联系人
林瑾璐 ljl11126@htsec.com
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾熹阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
赵洋 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
方辉晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
慈晓璐 cxc11643@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com