

# 荣泰健康（603579）

证券研究报告

2017 年 02 月 28 日

## 高速成长的按摩座椅龙头，携手暴风魔镜布局 VR 领域

**事件：**1、公司发布 2016 年年报，2016 年公司实现营收 12.9 亿元，归母净利润 2.07 亿元，分别增长 26.47%，43.75%。

2、与暴风影音旗下暴风魔镜在上海签署了《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。

### 外销增长强劲，高毛利率带来高盈利预期

公司主要产品为中高端按摩椅、按摩小电器及体验式按摩服务。公司 2012 年开始主推的中高端核心产品 L 形导轨按摩椅市场接受度持续提高，收入占比已经从 2013 年的 28.57% 增至目前的 71.41%。2013-2015 年营业收入分别为 4.1/7.2/10.2 亿元，年复合增长率达 35.57%。综合毛利率从 2013 年的 27.21% 增至 38.53%。

公司外销收入持续增长，占公司营收比例已经从 2013 年的 51.46% 增至 2016 年的 68.93%，外销收入年复合增长率为 61.2%，主要出口客户为韩国 BODY FRIEND 公司和日本 DREAM FACTORY 公司。

### 全球按摩器具市场规模稳步提高，中韩市场增长尤为显著

根据行业协会统计，全球按摩保健器具市场规模由 2010 年的 68 亿美元增至 2014 年的 96 亿美元，年度增长率保持在 10% 左右，预计 2018 年将达到约 138 亿美元。由于按摩器具属于消费升级需求，其市场情况受宏观经济运行水平影响较大。国内市场受益于宏观经济的高速增长，表现出初始规模较小但增长迅猛的特点，2010-2014 年年增长率保持在 12%-20%，2014 年总规模已达到 86.8 亿元。

### 公司品牌产品具备差异化优势，主打直营模式全面打开国内市场空间

为了有效应对市场竞争，公司积极打造核心产品差异化优势，最新主推的 L 型导轨高档按摩椅市场反馈良好，已成为公司的主要收入来源。2016 年开始，为了更好地打造品牌形象，公司聘请黄晓明、林志玲作为品牌代言人，并发布品牌新 logo。在经营模式方面，技术壁垒的形成进一步促进了公司出口领域的高速增长。根据海关统计，公司在国内按摩器具出口额排名中，由 2013 年的第 8 位，成长为 2016 年上半年的第 2 位，核心客户韩国 BODY FRIEND 采购量的 85% 由公司完成。

目前公司开始着力打造直营店和体验店网络，计划在未来 3 年在国内 28 个城市开设 100 家体验店及 120 家直营店，开拓新型商业模式。

### 与暴风魔镜签订战略合作协议，休闲+VR 体验模式想像无限

暴风魔镜是暴风影音旗下的 VR 开发平台，2016 年营收达 1.26 亿元。此次合作中，公司将与暴风魔镜共同深度定制 VR 盒子，将 VR 一体机设备用于各大体验门店。暴风可为公司提供丰富优质的 VR 内容，后续有望在其的体验店、展示中心、商业网点等商业渠道中植入公司产品。

### 公司产销率保持高位，募投用于新增产能有效打破增长瓶颈

2014 年以来，公司按摩椅业务产销率保持在 96% 以上，按摩小电器业务产销率约为 100%，存在提升产能的需求。

本次公开发行募集资金的 66.6% 将用于新建生产基地和改扩建厂房，可新增 15.5 万台高档按摩椅（2015 年销量为 13.2 万台）及 43 万台按摩小电器（2015 年销量为 61.6 万台）产能。

**给予“买入”评级：**2017/18/19 年，公司净利润 2.77/3.87/5.44 亿元，每股收益为 3.95/5.53/7.78 元，目标价 150 元。

**风险提示：**市场拓展不达预期，宏观经济增速快速下滑

### 投资评级

行业 机械设备/专用设备

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 119.03 元

目标价格 150 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股) 70.00

流通 A 股股本(百万股) 17.50

A 股总市值(百万元) 8,332.10

流通 A 股市值(百万元) 2,083.03

每股净资产(元) 6.45

资产负债率(%) 57.68

一年内最高/最低(元) 135.86/53.59

### 作者

邹润芳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

曾帅 联系人  
zengshuai@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,023.98	1,285.05	1,773.37	2,394.05	3,112.26
增长率(%)	41.60	25.50	38.00	35.00	30.00
EBITDA(百万元)	161.51	232.06	325.45	456.58	642.94
净利润(百万元)	142.70	206.65	276.63	387.17	544.41
增长率(%)	131.74	44.81	33.87	39.96	40.61
EPS(元/股)	2.04	2.95	3.95	5.53	7.78
市盈率(P/E)	58.39	40.32	30.12	21.52	15.30
市净率(P/B)	26.92	18.47	11.18	7.36	4.97
市销率(P/S)	8.14	6.48	4.70	3.48	2.68
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.48	15.96	10.37

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	286.72	551.55	677.17	1,035.89	1,660.87
应收账款	48.86	92.09	104.95	147.76	180.76
预付账款	5.43	22.89	3.47	33.74	19.09
存货	107.21	99.82	183.62	192.94	294.65
其他	20.18	27.06	21.22	22.50	25.93
<b>流动资产合计</b>	<b>468.40</b>	<b>793.41</b>	<b>990.43</b>	<b>1,432.83</b>	<b>2,181.30</b>
长期股权投资	0.72	1.15	1.15	1.15	1.15
固定资产	100.78	136.27	184.55	239.10	284.40
在建工程	46.46	80.31	84.18	98.51	89.11
无形资产	31.79	36.34	35.62	34.91	34.19
其他	23.65	32.68	18.78	18.43	18.92
<b>非流动资产合计</b>	<b>203.40</b>	<b>286.74</b>	<b>324.28</b>	<b>392.09</b>	<b>427.77</b>
<b>资产总计</b>	<b>671.79</b>	<b>1,080.15</b>	<b>1,314.71</b>	<b>1,824.92</b>	<b>2,609.07</b>
短期借款	10.00	208.70	0.00	0.00	0.00
应付账款	287.38	301.64	491.12	594.29	814.80
其他	37.47	60.82	51.65	66.29	78.84
<b>流动负债合计</b>	<b>334.85</b>	<b>571.16</b>	<b>542.77</b>	<b>660.58</b>	<b>893.64</b>
长期借款	8.28	26.48	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.89	25.37	18.20	19.82	21.13
<b>非流动负债合计</b>	<b>24.17</b>	<b>51.85</b>	<b>18.20</b>	<b>19.82</b>	<b>21.13</b>
<b>负债合计</b>	<b>359.02</b>	<b>623.01</b>	<b>560.96</b>	<b>680.40</b>	<b>914.77</b>
少数股东权益	3.20	5.91	8.39	11.99	17.37
股本	52.50	52.50	70.00	70.00	70.00
资本公积	84.42	85.06	85.06	85.06	85.06
留存收益	257.07	398.73	675.36	1,062.53	1,606.94
其他	(84.42)	(85.06)	(85.06)	(85.06)	(85.06)
<b>股东权益合计</b>	<b>312.77</b>	<b>457.14</b>	<b>753.75</b>	<b>1,144.52</b>	<b>1,694.30</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>671.79</b>	<b>1,080.15</b>	<b>1,314.71</b>	<b>1,824.92</b>	<b>2,609.07</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	143.77	209.01	276.63	387.17	544.41
折旧摊销	19.16	27.49	8.56	11.85	14.82
财务费用	(11.66)	(21.50)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(1.68)	0.06	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	62.83	(20.21)	110.90	36.89	111.44
其它	2.18	(19.16)	2.78	3.56	5.31
<b>经营活动现金流</b>	<b>214.60</b>	<b>175.68</b>	<b>398.87</b>	<b>439.46</b>	<b>675.97</b>
资本支出	63.91	85.18	67.18	78.38	48.69
长期投资	0.72	0.43	0.00	0.00	0.00
其他	(107.11)	(168.65)	(122.75)	(159.11)	(99.67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(42.48)</b>	<b>(83.05)</b>	<b>(55.57)</b>	<b>(80.74)</b>	<b>(50.98)</b>
债权融资	18.28	235.18	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.57	21.84	17.50	0.00	0.00
其他	(51.58)	(109.20)	(235.18)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(20.73)</b>	<b>147.82</b>	<b>(217.68)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>151.40</b>	<b>240.45</b>	<b>125.62</b>	<b>358.72</b>	<b>624.98</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,023.98</b>	<b>1,285.05</b>	<b>1,773.37</b>	<b>2,394.05</b>	<b>3,112.26</b>
营业成本	692.16	794.70	1,064.02	1,436.43	1,836.23
营业税金及附加	1.21	2.44	3.19	4.31	5.70
营业费用	106.98	174.58	257.14	335.17	423.27
管理费用	77.14	100.26	131.23	172.37	217.86
财务费用	(12.57)	(21.20)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.05	1.80	1.20	1.00	1.00
公允价值变动收益	(0.08)	0.50	0.30	(0.04)	(0.08)
投资净收益	1.68	(0.06)	0.00	0.00	0.00
其他	(3.19)	(0.88)	(0.61)	0.07	0.15
<b>营业利润</b>	<b>160.60</b>	<b>232.92</b>	<b>316.89</b>	<b>444.74</b>	<b>628.12</b>
营业外收入	6.00	10.13	6.61	7.58	8.11
营业外支出	0.35	0.52	0.83	0.56	0.64
<b>利润总额</b>	<b>166.26</b>	<b>242.54</b>	<b>322.67</b>	<b>451.75</b>	<b>635.59</b>
所得税	22.49	33.53	43.56	60.99	85.81
<b>净利润</b>	<b>143.77</b>	<b>209.01</b>	<b>279.11</b>	<b>390.77</b>	<b>549.79</b>
少数股东损益	1.07	2.36	2.48	3.60	5.38
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>142.70</b>	<b>206.65</b>	<b>276.63</b>	<b>387.17</b>	<b>544.41</b>
每股收益（元）	2.04	2.95	3.95	5.53	7.78

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	41.60%	25.50%	38.00%	35.00%	30.00%
营业利润	131.61%	45.03%	36.05%	40.34%	41.24%
归属于母公司净利润	131.74%	44.81%	33.87%	39.96%	40.61%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.40%	38.16%	40.00%	40.00%	41.00%
净利率	13.94%	16.08%	15.60%	16.17%	17.49%
ROE	46.10%	45.80%	37.11%	34.19%	32.46%
ROIC	234.72%	881.96%	270.17%	692.00%	622.73%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.44%	57.68%	42.67%	37.28%	35.06%
净负债率	34.99%	11.82%	-21.72%	-10.15%	-20.98%
流动比率	1.40	1.39	1.82	2.17	2.44
速动比率	1.08	1.21	1.49	1.88	2.11
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.51	18.23	18.00	18.95	18.95
存货周转率	11.40	12.41	12.51	12.72	12.77
总资产周转率	1.84	1.47	1.48	1.53	1.40
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	2.04	2.95	3.95	5.53	7.78
每股经营现金流	3.07	2.51	5.70	6.28	9.66
每股净资产	4.42	6.45	10.65	16.18	23.96
<b>估值比率</b>					
市盈率	58.39	40.32	30.12	21.52	15.30
市净率	26.92	18.47	11.18	7.36	4.97
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.48	15.96	10.37
EV/EBIT	0.00	0.00	24.12	16.38	10.61

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com