

## 荣泰健康

## 按摩器具龙头，业绩持续向好

## 建议询价区间（元）

44.66

## 合理定价区间（元）

120.00

2016.12.29

	曾婵（分析师）	范杨（分析师）	王奇琪（研究助理）
	0755-23976520	021-38675923	021-38032028
	zengchan@gtjas.com	fanyang@gtjas.com	wangqiqi@gtjas.com
证书编号	S0880515030002	S0880513070007	S0880116080374

## 本报告导读：

公司为国内按摩器具龙头，近年来 ODM 订单快速增长，盈利能力稳步提升，随着募投项目的投产，公司得以打破产能瓶颈，打开新的成长空间。

## 投资要点：

## 建议询价 44.66 元，合理估值 120 元

荣泰健康是国内按摩器具龙头，近年来海外 ODM 订单迅速增长，国内按摩器具市场份额领先，业绩增长迅猛。我们预测荣泰 2016-18 年 EPS 为 3.56/4.78/5.74 元，对应发行价的 PE 为 12.5/9.3/7.8 倍，相比同行可比公司 2017 年平均 25.1 倍的 PE，对应公司合理估值为 120 元，股价空间 169%。

## 按摩器具龙头，外销占比不断提升

荣泰健康主营业务为按摩器具的设计、研发、生产和销售，核心产品为按摩椅和按摩小电器，合计收入占比超 99%。按摩椅销售收入占比从 2013 年以来一直占到产品收入的 80% 以上，为公司主要收入来源。受益于韩国市场订单数目迅猛增长，公司外销业务收入占主营业务收入的比例迅速攀升，截至 2016 年半年报，公司收入 71% 以上来自于外销。

## 按摩器具市场空间广阔，按摩椅增长势头好

随着可支配收入的高速增长和全球老龄化趋势的进一步演化，保健养生逐渐成为一种社会生活的理念，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。按摩椅是按摩器具中市场份额最大、附加值最高的产品种类，未来随着全球经济回暖，按摩椅在按摩产品中的占比将继续上升。

## 产能投放和渠道建设将为公司带来新的增长点

公司销售规模近年来经历了快速增长，产能利用率一直维持在较高水平，产销率也很高，产能不足的问题日益凸显。公司募投项目主要用于产能提升、产品研发和渠道建设。项目实施后，发行人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（其中含部分健康美容小电器的产能），相对 2015 年产能增幅达 110.7% 和 69.4%，产能将大幅提升，这为公司销售规模的进一步增长奠定了坚实的基础。

**风险：**市场竞争加剧、客户过于集中

注：2016-2018 年每股净收益按预计发行后的总股本 7000 万股计算

财务摘要（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	723	1,024	1,330	1,596	1,915
(+/-)%	76%	42%	30%	20%	20%
经营利润（EBIT）	73	146	269	355	426
(+/-)%	217%	100%	84%	32%	20%
净利润	62	143	250	335	402
(+/-)%	138%	132%	75%	34%	20%
每股净收益（元）	0.88	2.04	3.56	4.78	5.74
每股股利（元）	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 发行上市资料

发行前总股本(万股)	5250
本次拟发行量(万股)	1750
发行日期	2016.12.29
发行方式	网上定价发行
保荐机构	东兴证券
预计上市日期	

## 发行前财务数据

每股净资产（元）	2.97
净资产收益率（%）	18.59%
资产负债率（%）	54.44%

## 主要股东和持股比例

林琪	38.10%
林光荣	24.48%
林珏	9.52%
天胥投资	6.90%
天盘投资	6.54%
上海正嘉	5.60%
宁波正嘉	4.76%
林光胜	0.95%
林萍	0.95%
应建森	0.95%
徐益平	0.86%
贾晓丽	0.38%

## 目 录

1. 建议询价 44.66 元，合理估值 120 元 .....	3
2. 国内按摩器具龙头 .....	3
2.1. 专注按摩器具市场，外销占比不断提升 .....	3
2.2. 实际控制人持股比例高，管理层实现股权绑定 .....	4
3. 按摩器具市场空间广阔，按摩椅增长势头好 .....	5
3.1. 消费升级和人口结构刺激健康保健需求 .....	5
3.2. 按摩椅增长势头良好 .....	6
4. 综合竞争力强，盈利能力远超竞争对手 .....	6
4.1. 坚持产品差异化创新，公司综合优势明显 .....	6
4.2. 产品加速更新换代，盈利能力持续增强 .....	8
5. 增长来自产能投放和渠道建设 .....	9
5.1. 销售规模快速增长，现有产能不足 .....	9
5.2. 募投项目将补强公司的产能、研发和渠道 .....	10
6. 主要风险 .....	10
6.1. 市场竞争加剧的风险 .....	11
6.2. 大客户集中风险 .....	11
7. 附 .....	11
7.1. 产品历史沿革 .....	11

## 1. 建议询价 44.66 元，合理估值 120 元

荣泰健康是国内按摩器具龙头，近年来海外 ODM 订单迅速增长，国内按摩器具市场份额领先，业绩增长迅猛。

公司此次募集资金 7.82 亿元，保荐承销费 3908 万元、律师费用 278 万元、审计及验资费用 670 万元、发行费用 26 万元、与本次发行相关的信息披露费用 420 万元，募集资金净额 7.26 亿元。首次公开发行不超过 1750 万股，发行价为 44.66 元，发行市盈率 22.89 倍。

我们预测荣泰 2016-18 年 EPS 为 3.56/4.78/5.74 元，对应发行价的 PE 为 12.5/9.3/7.8 倍，相比同行可比公司 2017 年平均 25.1 倍的 PE，对应公司合理估值为 120 元，股价空间 169%。

表 1. 可比公司估值比较

公司	公司	现价	每股收益(元)			市盈率(X)		
代码	名称	(元)	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
603868.SH	飞科电器	46.43	1.28	1.44	1.81	36.3	32.2	25.7
603355.SH	莱克电气	47.34	0.91	1.22	1.47	52.2	38.9	32.3
002242.SZ	九阳股份	18.26	0.81	0.91	1.05	22.6	20.1	17.5
	行业平均					37.0	30.4	25.1

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：以 2016.12.28 收盘价计算，盈利预测按照 wind 一致预期

## 2. 国内按摩器具龙头

### 2.1. 专注按摩器具市场，外销占比不断提升

荣泰健康主营业务为按摩器具的设计、研发、生产和销售，核心产品为按摩椅和按摩小电器，合计收入占比超 99%。近年来，公司产品种类和技术水平不断丰富和提高，产品体系逐渐完善。不仅用技术创新推动按摩椅产品升级，还根据各时期市场热点先后推出便携式按摩器、腿足按摩器、按摩垫、塑身按摩器等多种按摩小家电产品。

图 1. 公司按摩器具产品种类丰富

L 形导轨按摩椅			
RT8600 金钻椅	RT8600 太空舱按摩椅	RT6900 霄摇椅	RT6161 领秀椅
			

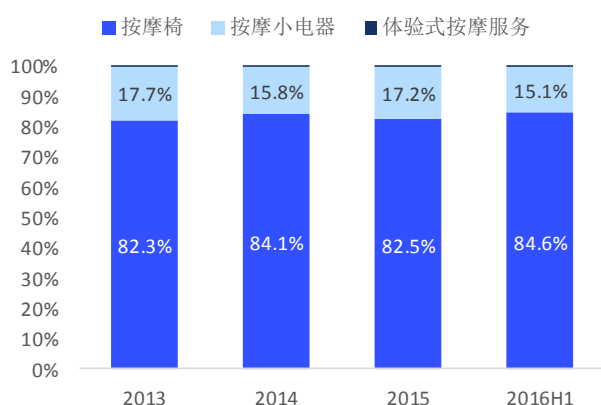
图 1. 公司按摩器具产品种类丰富

按摩垫		塑身按摩器	
RT2136	RT2137	RT5030	RT5100
			
腿足按摩器			
RT1887	RT1889	RT3006	RT3318
			
便携式按摩器			
RT2011	RT1007	RT2080	RT5080
			

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

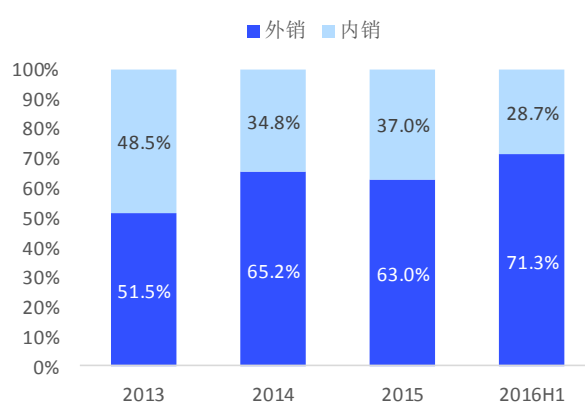
按摩椅为公司主打产品，外销迅猛增长。按摩椅销售收入占比从 2013 年以来一直占到产品收入的 80% 以上，为公司主要收入来源。受益于韩国市场订单数目迅猛增长，公司外销业务收入占主营业务收入的比例迅速攀升，截至 2016 年半年报，公司收入中 71.3% 来自于外销。

图 2. 按摩椅销售为公司主要收入来源



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 3. 外销占比逐步提高



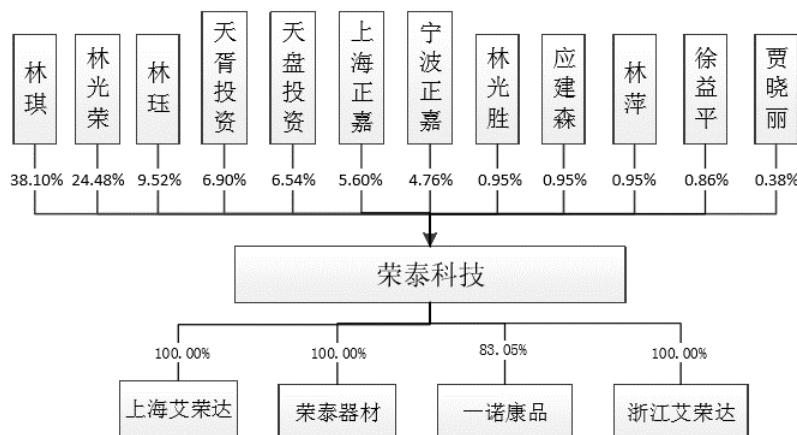
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

## 2.2. 实际控制人持股比例高，管理层实现股权绑定

实际控制人持股比例高，管理层均持股。公司的实际控制人是林琪及其父亲林光荣，合计持有公司 64.48% 的股权。林琪直接持有公司 38.10% 的股权，通过宁波正嘉间接持有公司 1.90% 的股权，合计持有公司 40%

的股权，为公司的控股股东，同时担任公司总经理。公司高级管理人员基本都持有公司股份，利益与公司高度绑定，具有较好的股权激励机制。

图 4. 实际控制人持股比例高



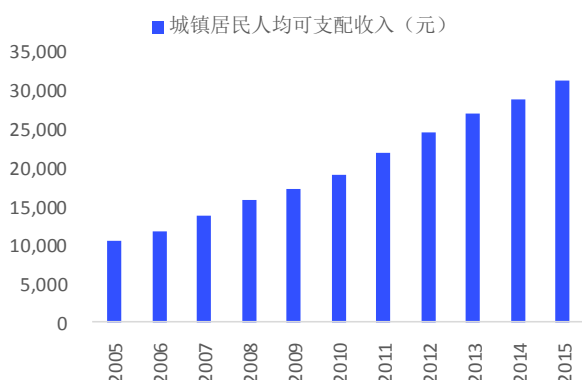
数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

### 3. 按摩器具市场空间广阔，按摩椅增长势头好

#### 3.1. 消费升级和人口结构刺激健康保健需求

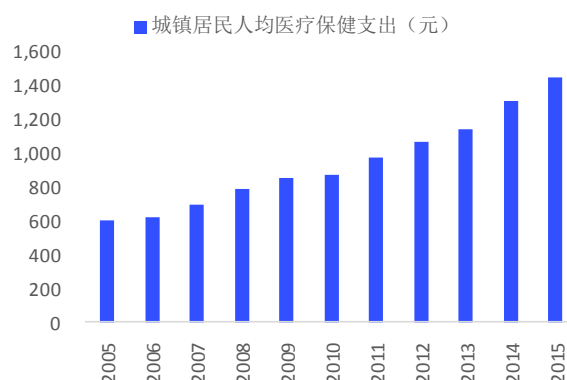
**消费升级引领健康保健需求。**2005-2015 年，城镇居民人均可支配收入复合增速达到 9.2%。随着经济的发展和人民生活水平的提高，保健养生逐渐成为一种重要的生活理念，我国城镇居民医疗健康支出增速达到 11.5%。全球范围内具有按摩保健功能的按摩器具也逐渐被广大消费者接受，产品的市场普及率预计将呈现持续上升趋势。

图 5. 城镇居民可支配收入快速提升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 6. 城镇居民医疗健康支出稳步提升

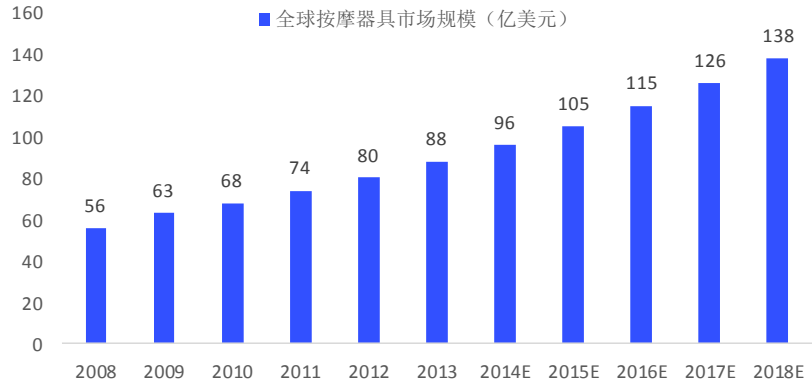


数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

**全球人口老龄化为长期需求增长奠定基础。**随着人口出生率的下降和医疗服务水平的提高，全球老龄化趋势日趋明显。联合国人口发展基金会的统计数据显示，2012 年，全世界 60 岁以上的人口已达到 8.1 亿，占

全世界总人口的 11%; 预计到 2050 年, 全球 60 岁以上的人口将达到 20.3 亿, 占全世界总人口的 22%。截至 2012 年底, 中国 60 岁及以上老年人口已达 1.94 亿, 2034 年预计突破 4 亿。人口老龄化趋势为按摩器具行业的发展奠定了良好的基础。

图 7. 全球按摩器具市场规模持续壮大(单位: 亿美元)

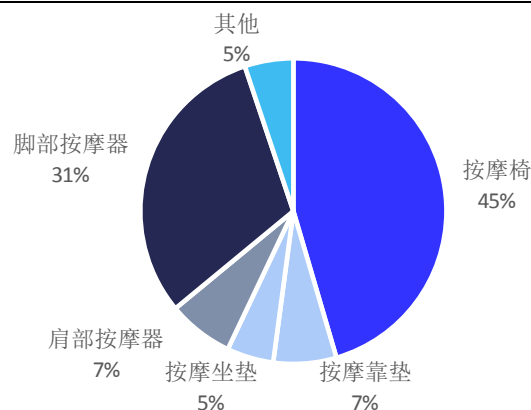


数据来源: 中国医保商会按摩保健器具分会, 国泰君安证券研究

### 3.2. 按摩椅增长势头良好

按摩椅为集大成者, 增长势头好。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。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继续上升。

图 6. 按摩椅在国内按摩器具市场的份额将持续提升 (2013 年)



数据来源: 中国医保商会按摩保健器具分会, 国泰君安证券研究

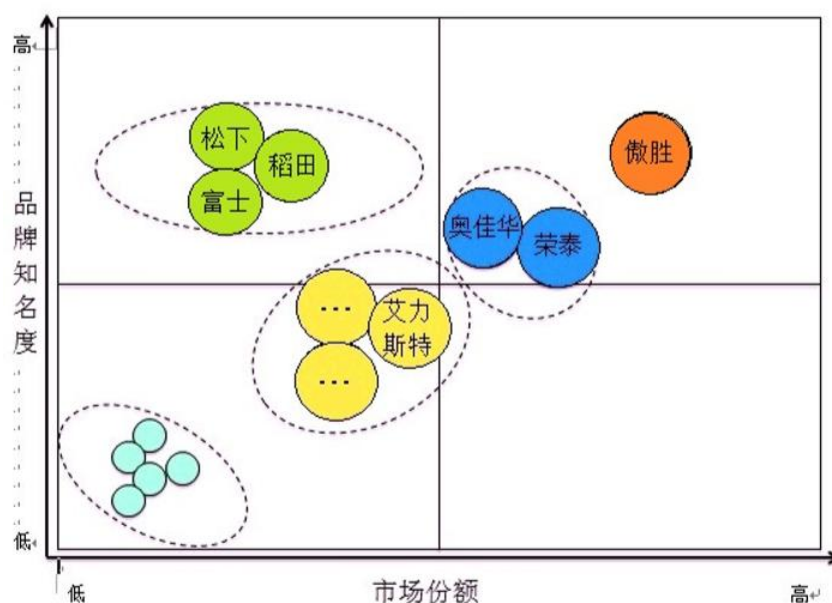
## 4. 综合竞争力强, 盈利能力远超竞争对手

### 4.1. 坚持产品差异化创新, 公司综合优势明显



**差异化产品建立优势，市场份额领先。**长期以来，公司坚持以产品差异化创新为核心竞争力，通过对目标客户群需求的了解和对流行趋势的把握，针对不同的细分市场研发不同的产品系列。经过多年积累，公司产品上从功能特性、款式设计、质量稳定性、价格竞争力等多方面建立起了较强的综合优势，公司国内市场份额处于领先地位，仅次于蒙发利和知名海外品牌。

图 8. 公司按摩椅市场份额位居国内前列（2015 年）



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

**立体渠道铺设，渠道结构完善。**公司根据自身实际，在国内市场的销售采用多种渠道结合的方式，在上海地区采用直营模式，上海以外的地区通过经销商进行销售，此外，通过电商渠道和自营体验店进行补充，渠道结构比较完善。

图 9. 公司在国内市场已建立起立体渠道结构

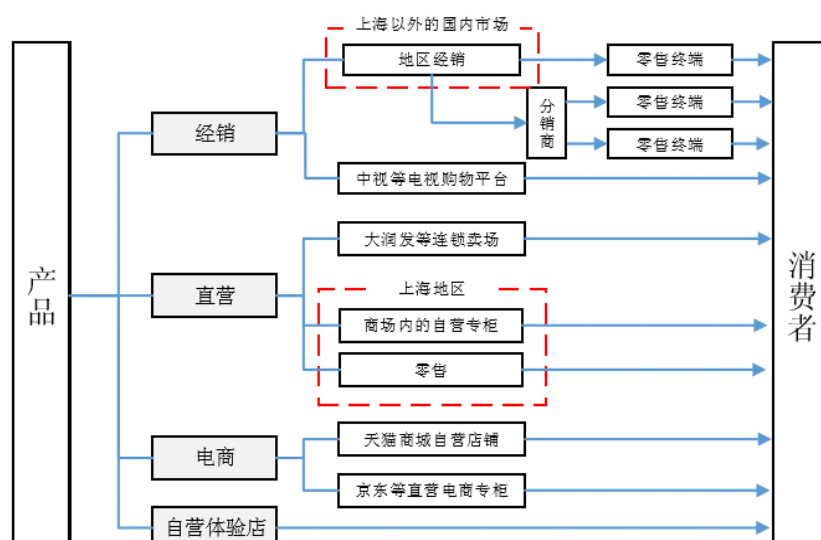
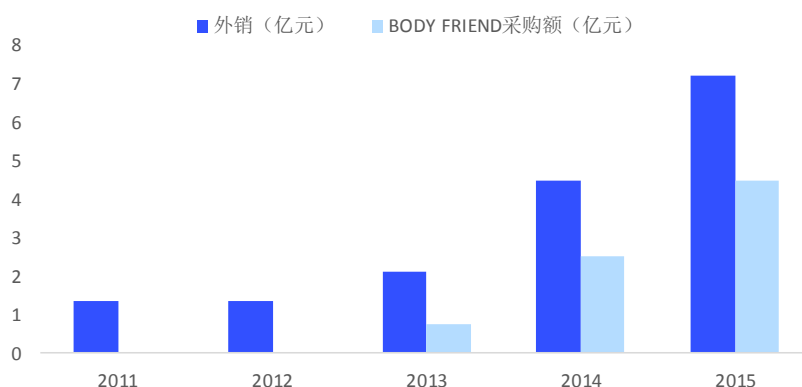


图 9. 公司在国内市场已建立起立体渠道结构

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

**ODM 大客户需求强劲，出口订单增长迅速。**公司主营业务分为国际市场 ODM 业务和国内市场“荣泰”自主品牌业务两个板块。第一大客户 BODY FRIEND（韩国）近年来成长迅速，公司为 BODY FRIEND 的核心代工生产企业，2015 年其对公司采购额占其按摩椅采购总额的比例近 85%。由于大客户订单迅速增加，直接导致公司的出口额实现迅猛增长。

图 10. 外销收入随大客户订单需求增加而快速上升



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

## 4.2. 产品加速更新换代，盈利能力持续增强

**新品销量快速提升，业绩增长迅猛。**公司按摩椅中 L 形导轨产品成为公司主推品种，正在加速替代 S 形导轨产品，已成为公司按摩椅销量占比最大的品类，2016H1 在按摩椅中销量占比 70% 以上，由于 L 形导轨产品销量增长迅猛，且盈利能力更强，近年来公司收入和利润均实现快速增长。

图 9. 公司收入近年来快速增长

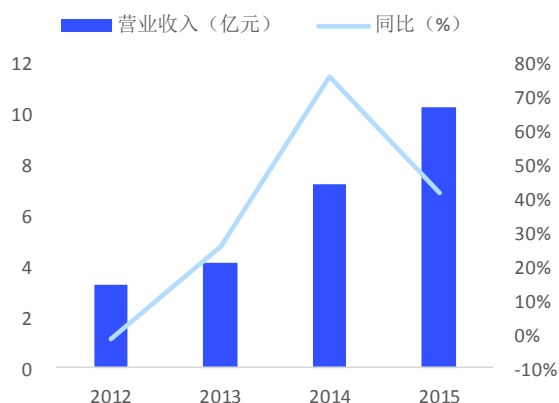
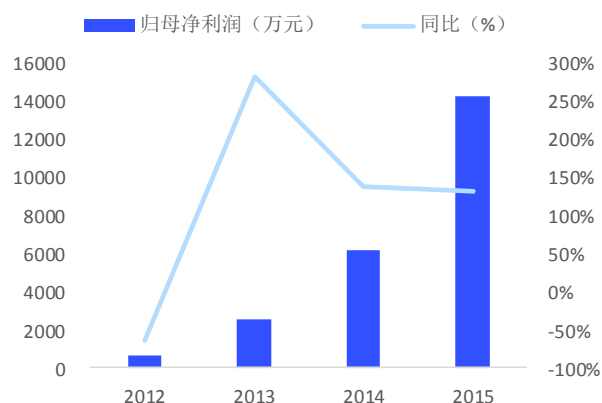


图 10. 公司净利润近年来快速增长



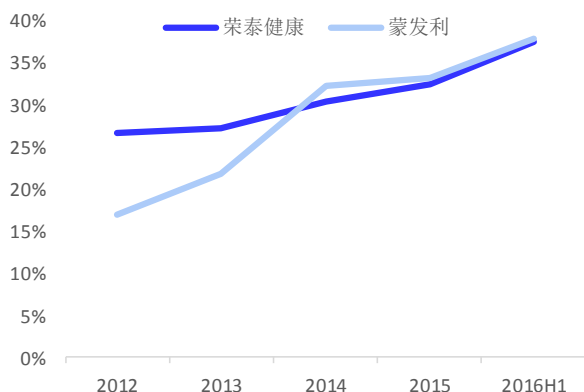


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

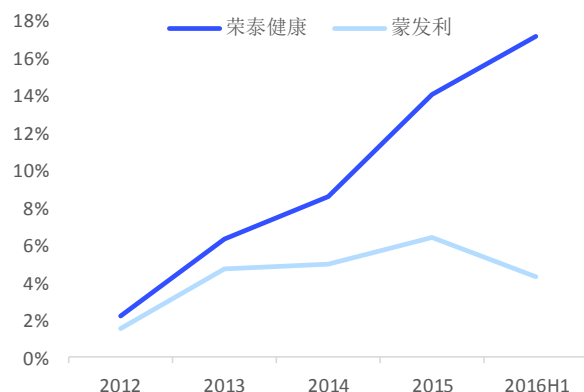
费用控制优于竞争对手, 盈利能力优势明显。公司的毛利率和净利率快速提升, 并已经超过行业龙头蒙发利, 主要原因是: 1) 产品升级换代提升产品竞争力, 毛利率稳步提升; 2) 外销占比提高, 费用控制能力强。

图 11. 毛利率和蒙发利不相上下



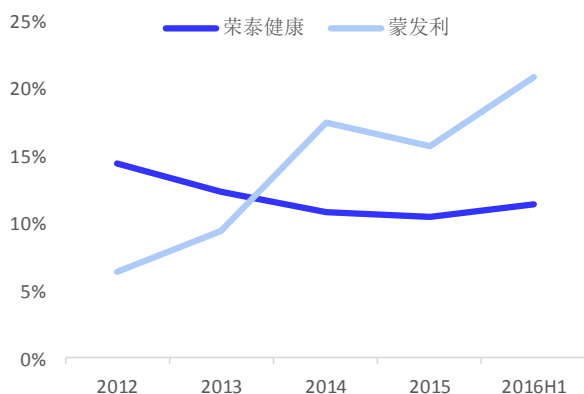
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 12. 净利率和同行拉开差距



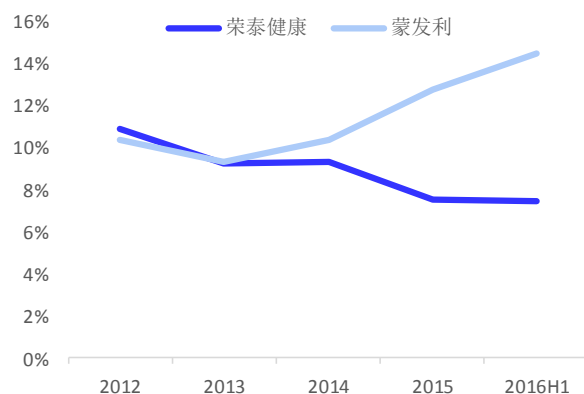
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 13. 公司销售费用率稳步下降



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 14. 公司管理费用率稳步下降



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

## 5. 增长来自产能投放和渠道建设

### 5.1. 销售规模快速增长, 现有产能不足

产能利用率达到瓶颈, 产能不足问题日益凸显。近几年公司销售规模经历了快速增长, 产能利用率一直维持在较高水平, 产销率也很高, 产能不足的问题日益凸显。

表 2. 公司产能利用率达到瓶颈

产品类别	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016H1
按摩椅	产能利用率	96.76%	96.97%	96.24%	98.28%
	产销率	97.06%	105.00%	98.00%	97.92%
按摩小电器	产能利用率	90.88%	106.70%	100.22%	101.60%
	产销率	92.99%	102.27%	99.09%	83.01%

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

## 5.2. 募投项目将补强公司的产能、研发和渠道

募投项目将进一步补强产能、研发和渠道。公司募投项目主要用于产能提升、产品研发和渠道建设。我们认为，公司研发设计和制造能力出众，未来随着公司新增产能的投产和渠道的完善，荣泰的市占率将进一步提高。

表 3. 募投项目将补强公司的产能、研发和渠道

项目	募集资金投资额	项目概况	预计经济效益	建设周期
健康产品生产基地新建项目	2.82 亿元	本项目建成后，每年将新增 10 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	达产后年均可实现营业收入 9.2 亿元	2 年
研发中心新建项目	4300 万元	-	-	2 年
体验式新型营销网络建设项目	6072 万元	本项目拟在全国 28 个城市的机场、高铁站、高端写字楼、高端社区等开设 100 家体验店。	全部建成后每年可实现销售额 2.39 亿元。	3 年
改扩建厂房	2.02 亿元	新增高档按摩椅产能 5.5 万台	达产后年均实现营业收入 4.13 亿元	1.5 年
销售渠道及售后服务网络建设项目	1.39 亿元	设立直营店 120 家，开发非直营终端 300 家，布设售后网点 50 家		3-5 年
合计	7.26 亿元			

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

突破产能瓶颈，为进一步增长奠定基础。项目实施后，发行人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（其中含部分健康美容小电器的产能），相对 2015 年产能增幅达 110.7%和 69.4%，产能将大幅提升，这为公司销售规模的进一步增长奠定了坚实的基础。

服务型业务可能带来新的增长点。体验式新型营销网络建设项目的收入来源包括按摩服务收费和产品销售两部分，服务型业务收入可能为公司带来新的增长点。

## 6. 主要风险

## 6.1. 市场竞争加剧的风险

目前国内按摩器具市场，特别是按摩椅的消费已进入品牌竞争阶段，公司产品主要是中高档按摩椅，若公司不能在产品研发上持续创新，将难以保证市场份额的持续提升，从而影响公司的经营业绩和盈利能力。

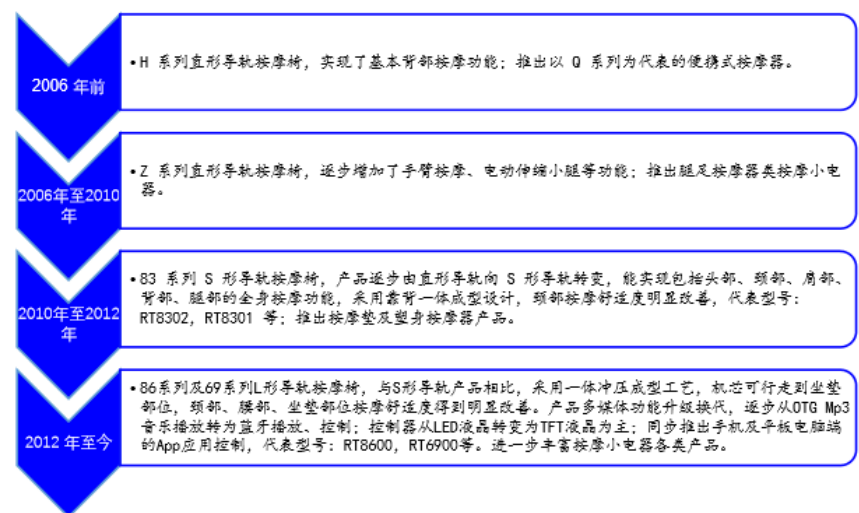
## 6.2. 大客户集中风险

2013 年以来,公司业绩增长中第一大客户韩国 BODY FRIEND 公司的贡献较大。若该公司未来经营情况或与公司的合作关系恶化,均对公司业绩有重大负面影响。

## 7. 附

### 7.1. 产品历史沿革

图 16. 公司产品历史沿革



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		