

荣泰健康 (603579)

业绩延续高增长，深度绑定客户及员工利益 未来增长可期

增持 (首次)

2017年02月26日

市场数据

报告日期	2017-02-26
收盘价(元)	126.98
总股本(百万股)	70.00
流通股本(百万股)	17.50
总市值(百万元)	8889
流通市值(百万元)	2222
净资产(百万元)	451.23
总资产(百万元)	1,080.15
每股净资产	6.45

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1285.05	1574.96	1880.97	2203.75
同比增长(%)	25.50%	22.56%	19.43%	17.16%
净利润(百万元)	206.65	258.94	300.87	351.62
同比增长(%)	44.81%	25.31%	16.19%	16.87%
毛利率(%)	38.16%	38.73%	39.13%	39.85%
净利润率(%)	16.1%	16.4%	16.0%	16.0%
净资产收益率(%)	45.80%	35.29%	28.92%	25.15%
每股收益(元)	2.95	3.70	4.30	5.02
每股经营现金流(元)	2.51	3.70	5.08	5.64

相关报告

投资要点

事件：公司公告 2016 年度实现营收 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%，EPS 为 3.94 元/股（按 16 年末 0.525 亿股计算，现股本 0.7 亿股），拟每 10 股派现 6 元；公司与 BODY FRIEND 拟签订合作协议，公司合计出资不超过 700 万美元，对 BODY FRIEND 旗下的二家公司 BAHCO CO.,LTD.、BODYFRIEND AMERICA,INC.增资；公司拟推出股权激励方案。

点评：

公司近年来经营业绩非常优异，营收和净利增长势头迅猛。公司主要从事按摩器具的设计、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；公司致力于帮助全球用户共享健康时尚生活方式，从而成为国际领先的时尚健康电器专业服务商之一，为契合产品时尚化、科技化的新趋势，聘请知名演艺界人士黄晓明和林志玲作为品牌代言人。公司营业收入由 2011 年 3.31 亿元迅速增长到 2016 年 12.85 亿元，CAGR 高达 31.2%，净利润的 CAGR 更是高达 61.2%。一方面，公司受益于按摩椅行业的飞速发展，对内销售和对外出口金额大幅度增长，使得营业收入跨上一个新的台阶；另一方面，公司致力于高端按摩椅的研发与销售，产品毛利率与净利率持续上升，净利润增速也就大幅高于营业收入。

公司以外销为主，内销潜在增长潜力巨大。公司国内外市场的经营模式不同，在国内市场以自有品牌经营，出口则主要是以 ODM 方式为全球各地品牌提供代工生产。近三年来公司外销占比分别为 63%/71%/69%，而其中单一客户 BODY FRIEND 近三年销售额占比 35.47%/43.98%/47.62%，随着国内消费者收入水平的提升、健康养生意识的增强以及募投项目产能扩充及渠道铺开，国内市场有望实现快速增长。

与最大单一客户方签订合作协议并推出员工激励方案实现双重利益绑定。公司出资对单一最大客户方 BODY FRIEND 旗下公司进行增资一方面有助于维护稳定的单一客户关系，另一方面有利于进一步提高公司海外市场份额；公司拟推出 300 万份股权激励计划，激励对象总人数为 62 人，包括董事、高级管理人员、中基层管理人员、核心技术（业务）人员及董事会认为需要激励的其他人员，高行权价（行权价格为每股 130 元（现价 126.98 元）+较高业绩增长（分别较 2016 年增长 16%/32.57%/49.14%））承诺彰显公司对未来发展的信心。

募投项目有望释放产能限制，打开增长瓶颈。公司 IPO 募集资金将主要用于产能提升、产品研发和渠道建设，目前产能利用率接近 100%，新增产能提升项目投产后预计高档按摩椅和小电器将较 2015 年产能增长达 110.71%及 69.35%；同时国内市场渠道的建设有望提升公司在国内销售覆盖能力，打开潜在增长空间。

分析师：
李跃博
liybo@xyzq.com.cn
S0190512070003

研究助理：
熊超
xiongchao@xyzq.com.cn



报告正文

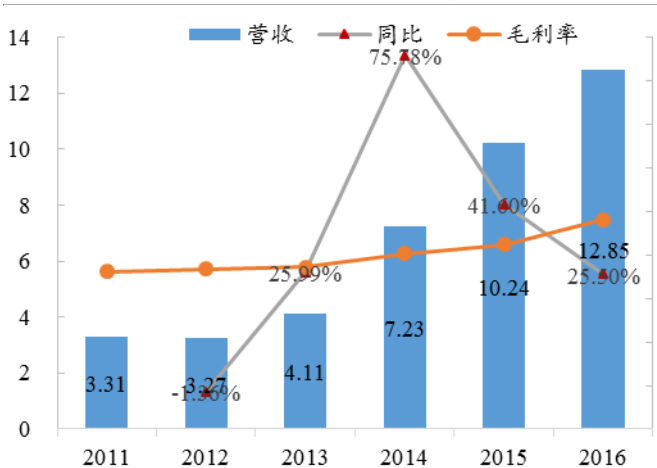
事件:

公司公告 2016 年度实现营收 12.85 亿元, 同比增长 25.5%, 归母净利 2.07 亿元, 同比增长 44.81%, EPS 为 3.94 元/股 (按 16 年末 0.525 亿股计算, 现股本 0.7 亿股), 拟每 10 股派现 6 元; 公司与 BODYFRIEND 拟签订合作协议, 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.、BODYFRIEND AMERICA,INC.增资; 公司拟推出股权激励方案。

点评:

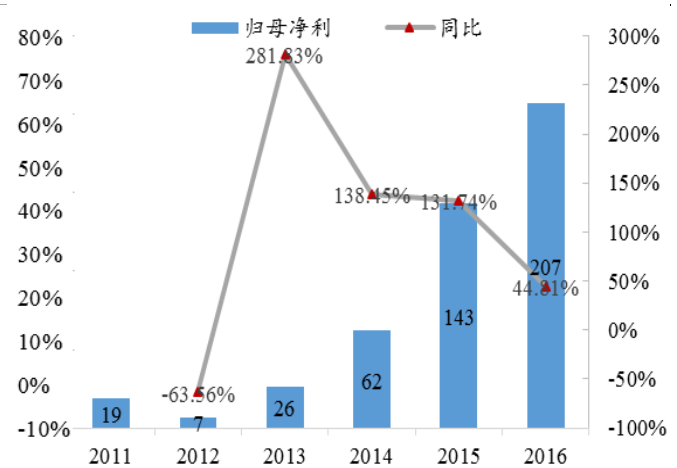
公司近年来经营业绩非常优异, 营收和净利增长势头迅猛。公司主要从事按摩器具的设计、研发、生产和销售, 是国内主要的按摩器具产品与技术服务提供商之一; 公司致力于帮助全球用户共享健康时尚生活方式, 从而成为国际领先的时尚健康电器专业服务商之一, 为契合产品时尚化、科技化的新趋势, 聘请知名演艺界人士黄晓明和林志玲作为品牌代言人。公司营业收入由 2011 年 3.31 亿元迅速增长到 2016 年 12.85 亿元, CAGR 高达 31.2%, 净利润的 CAGR 更是高达 61.2%。一方面, 公司受益于按摩椅行业的飞速发展, 对内销售和对外出口金额大幅度增长, 使得营业收入跨上一个新的台阶; 另一方面, 公司致力于高端按摩椅的研发与销售, 产品毛利率与净利率持续上升, 净利润增速也就大幅高于营业收入。

图 1: 公司近五年营业收入及毛利率情况



来源: 公司公告, 兴业证券研究所

图 2: 公司近五年净利润及增速



来源: 公司公告, 兴业证券研究所

公司以外销为主, 内销潜在增长潜力巨大。公司国内外市场的经营模式不同, 在国内市场以自有品牌经营, 出口则主要是以 ODM 方式为全球各地品牌提供代工生产。近三年来公司外销占比分别为 63%/71%/69%, 而其中单一客户 BODY FRIEND 近三年销售额占比 35.47%/43.98%/47.62%, 随着国内消费者收入水平的提升、健康养生意识的增强以及募投项目产能扩充及渠道铺开, 国内市场有望实

现快速增长。

与最大单一客户方签订合作协议并推推出员工激励方案实现双重利益绑定。公司出资对单一最大客户方 BODYFRIEND 旗下公司进行增资一方面有助于维护稳定的单一客户关系，另一方面有利于进一步提高公司海外市场份额；公司拟推出 300 万份股权激励计划，激励对象总人数为 62 人，包括董事、高级管理人员、中基层管理人员、核心技术（业务）人员及董事会认为需要激励的其他人员，高行权价（行权价格为每股 130 元（现价 126.98 元）+较高业绩增长（分别较 2016 年增长 16%/32.57%/49.14%））承诺彰显公司对未来发展的信心。

- ✓ BODYFRIEND 成立于 2007 年，经营范围为批发、零售：医疗用电动机、其他家用电器等。BODY FRIEND 截止 2015 年底资产总额 395,053,584,596 韩元，资产净额 189,595,119,594.00 韩元，营业收入 263,558,394,312 韩元，净利润 55,323,944,986 韩元。
- ✓ BAHC CO.,LTD.为一家注册于韩国的公司，成立于 2016 年 7 月 13 日，注册资本（资本金）为 50 亿韩元，主要从事按摩器材生产加工业务。截至目前尚未开展实际业务。公司拟以直接或间接方式对 BAHCO CO.,LTD.增资，投资金额不超过 9.88 亿韩元。增资前，HKP CO.,LTD. 持股 40%，AUSTEM CO.,LTD. 持股 40%，姜雄澈持股 20%。投资后的持股比例不超过 16.5%。增资后，HKP CO.,LTD.持股 33.4%，AUSTEM CO.,LTD.持股 33.4%，姜雄澈持股 16.7%，公司持股 16.5%。
- ✓ BODYFRIEND AMERICA,INC.为一家注册于美国的公司，成立于 2017 年 1 月 11 日，注册资本（资本金）为 100 万美元，主要从事按摩器材的销售和出口，截至目前尚未开展实际业务。公司拟以直接或间接方式对 BODYFRIEND AMERICA,INC. 进行增资，投资金额不超过 500 万美元。增资前，BODYFRIEND CO.,LTD.持股 60%，姜雄澈持股 40%。；增资后 BODYFRIEND CO.,LTD.持股 50%，姜雄澈持股 15%，公司持股 35%。

图 4：公司期权激励名单

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占首次授予期权总数的比例	占目前总股本的比例
林光胜	董事、副总经理	25	8.33%	0.36%
应建森	董事、财务负责人、董事会秘书	20	6.67%	0.29%
王军良	董事、核心技术人员	10	3.33%	0.14%
中基层管理人员、核心技术（业务）人员（59 人）		185	61.67%	2.64%
预留		60	20%	0.86%
合计		300	100%	4.29%

来源：公司公告，兴业证券研究所

募投项目有望释放产能限制，打开增长瓶颈。公司 IPO 募集资金将主要用于产能提升、产品研发和渠道建设，目前产能利用率接近 100%，新增产能提升项目投产后预计高档按摩椅和小电器将较 2015 年产能增涨达 110.71%及 69.35%；同时国内市场渠道的建设有望提升公司在国内销售覆盖能力，打开潜在增长空间。

盈利预测及投资评级：公司为高端按摩椅龙头公司，掌握完善的生产、研发设计能力，在海外需求快速增长的基础上，未来将持续受益于国内居民收入水平提升及健康养生意识的增强带来的养生健康产品消费需求，成长可期；同时，公司此次与单一最大客户方深度合作有助于稳定海外市场销售额并进一步深入更广泛的海外市场，以及推出员工激励更好地激发经营效率，预计 17-19 年度 EPS 分别为 3.7/4.3/5 元，目前股价对应的 PE 分别为 35/30/25 倍，给予“增持”评级。

风险提示：单一客户占比过高；国内市场拓展不及预期。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	793	1712	2143	2610
货币资金	552	1429	1814	2228
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	84	95	111	133
其他应收款	8	14	14	17
存货	100	133	157	179
非流动资产	287	372	353	345
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	2	2	2	2
固定资产	136	250	261	261
在建工程	80	43	25	15
油气资产	0	0	0	0
无形资产	33	36	38	40
资产总计	1080	2084	2497	2955
流动负债	571	540	631	712
短期借款	209	109	126	134
应付票据	2	2	2	3
应付账款	290	367	434	500
其他	70	62	69	74
非流动负债	52	38	46	56
长期借款	26	21	26	36
其他	25	17	20	20
负债合计	623	578	678	768
股本	53	70	70	70
资本公积	85	85	85	85
未分配利润	287	531	816	1150
少数股东权益	6	8	14	24
股东权益合计	457	742	1054	1422
负债及权益合计	1080	1320	1732	2190

现金流量表				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	207	259	301	352
折旧和摊销	27	16	20	21
资产减值准备	2	-2	1	1
无形资产摊销	8	6	7	7
公允价值变动损失	-0	6	6	6
财务费用	-21	-28	-20	-12
投资损失	0	-3	-3	-3
少数股东损益	2	2	6	10
营运资金的变动	-37	24	33	21
经营活动产生现金流量	176	259	356	395
投资活动产生现金流量	-83	-87	-12	-12
融资活动产生现金流量	148	706	42	30
现金净变动	265	878	385	413
现金的期初余额	6	552	1429	1814
现金的期末余额	6	1429	1814	2228

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1285	1575	1881	2204
营业成本	795	965	1145	1326
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	175	217	258	302
管理费用	100	124	148	174
财务费用	-21	-28	-20	-12
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动	0	6	6	6
投资收益	-0	3	3	3
营业利润	233	302	355	418
营业外收入	10	0	1	1
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	243	302	355	419
所得税	34	41	49	57
净利润	209	261	307	362
少数股东损益	2	2	6	10
归属母公司净利润	207	259	301	352
EPS (元)	2.95	3.70	4.30	5.02

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长性 (%)				
营业收入增长率	25.5%	22.6%	19.4%	17.2%
营业利润增长率	45.0%	29.7%	17.4%	17.9%
净利润增长率	44.8%	25.3%	16.2%	16.9%
盈利能力 (%)				
毛利率	38.2%	38.7%	39.1%	39.9%
净利率	16.1%	16.4%	16.0%	16.0%
ROE	45.8%	35.3%	28.9%	25.1%

偿债能力 (%)				
资产负债率		57.7%	43.8%	39.1%
流动比率	1.39	3.17	3.39	3.67
速动比率	1.21	2.92	3.14	3.41
营运能力 (次)				
资产周转率	146.7%	99.5%	82.1%	80.8%
应收帐款周转率	2009.3%	1739.1%	1813.1%	1789.0%
每股资料 (元)				
每股收益	2.95	3.70	4.30	5.02
每股经营现金	2.51	3.70	5.08	5.64
每股净资产	6.45	10.48	14.86	19.97
估值比率 (倍)				
PE	43.0	34.3	29.5	25.3
PB	19.7	12.1	8.5	6.4
	25.5%	22.6%	19.4%	17.2%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。