

荣泰健康 (603579)

—IPO 助力新征程

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 138.66 元

投资要点:

外销方面,公司出口市场的份额迅速提升至第二位,加速赶超第一名;目前全球按摩椅保有量最高的是日本,未来中国和美国按摩椅销售将是增速最快的两个国家,未来年均10%的复合增长率可期,预计到2018年全球市场规模将达到138亿美元;深耕国内市场,先后启用黄晓明、林志玲两位一线大明星做代言人,并正在积极探索与按摩椅业务相关的互联网大健康服务、与喜马拉雅和暴风集团合作的互联网娱乐等多样化的互联网+服务,公司正在推进按摩椅转化为多频次按摩服务的摩摩哒平台,去年已实现一万台咖啡馆、电影院等高人流量场所的投放,且2016年已经微幅盈利,未来几年计划投放五到十万台,多频次按摩服务的爆发值得期待,上市一个月后就推出股权激励计划,行权价130元(相对市价折价不到10%),2017/2018/2019年净利润增长率为16%/14%/13%。预计公司2017/2018/2019实现EPS4.78/5.89/6.85元,首次覆盖,给予“买入”投资评级

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1285	1517	1803	2145
营业收入增长率	25%	18%	19%	19%
净利润(百万元)	207	251	309	360
净利润增长率	45%	21%	23%	16%
EPS(元)	3.94	4.78	5.89	6.85
P/E	35.97	29.62	24.02	20.65
P/B	16.47	10.59	7.35	5.42
EV/EBITDA	40	33	28	25

发布时间:2017年3月20日

主要数据

52周最高/最低价(元)	143.93/64.31
上证指数/深圳成指	3237.45/10515.41
50日均成交额(百万元)	0.00
市净率(倍)	21.51
股息率	0.43%

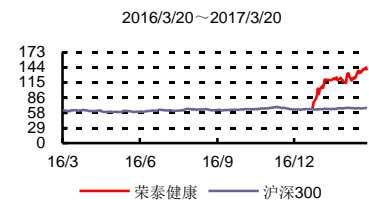
基础数据

流通股(百万股)	17.50
总股本(百万股)	70.00
流通市值(百万元)	2426.55
总市值(百万元)	9706.20
每股净资产(元)	6.45
净资产负债率	138.07%

股东信息

大股东名称	林琪
持股比例	38.10%
国元持仓情况	

52周行情图



联系方式

研究员: 邹翠利
 执业证书编号: S0020511030012
 电话: 021-51097188-1922
 电邮: zoucuili@gyzq.com.cn
 研究员: 金红
 执业证书编号: S0020515090001
 电话: 51097188-1815
 电邮: jinhong@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券(230000)

目录

1 公司概况	5
1.1 公司收入及毛利结构	5
1.2 历史足迹与股权结构	5
1.3 公司近几年经营情况	7
2 中国将从最大的按摩椅生产国转向消费国	8
2.1 我国是全球最大的按摩器具生产基地	8
2.2 行业有望受益全球经济复苏及需求增长	10
2.3 公司在分散的市场中处于全球第二、出口第一梯队	12
3 公司主要看点	15
3.1 IPO 助力公司新起航	15
3.2 投资客户与客户共同成长、拥抱互联网新技术、转变新服务	16
3.3 股权激励彰显信心	18
3.4 盈利预测与投资建议	19

图表目录

图 1 公司主营业务收入与毛利占比	5
图 2 公司近几年的营收和利润情况	7
图 3 公司近几年毛利与净利率呈稳步上升态势	7
图 4 我国按摩器具出口情况	8
图 6 2010-2018 年全球按摩器具市场规模及预测	9
图 7 行业利润水平变动趋势	10
图 9 蒙发利、荣泰健康营业收入和增长率对比	12
图 10 蒙发利、荣泰健康毛利率、净利率对比	13
图 11 国内按摩器具生产企业市场份额分布	13
图 12 多重出击，拓宽主业发展	17
表 1 公司发展足迹	5

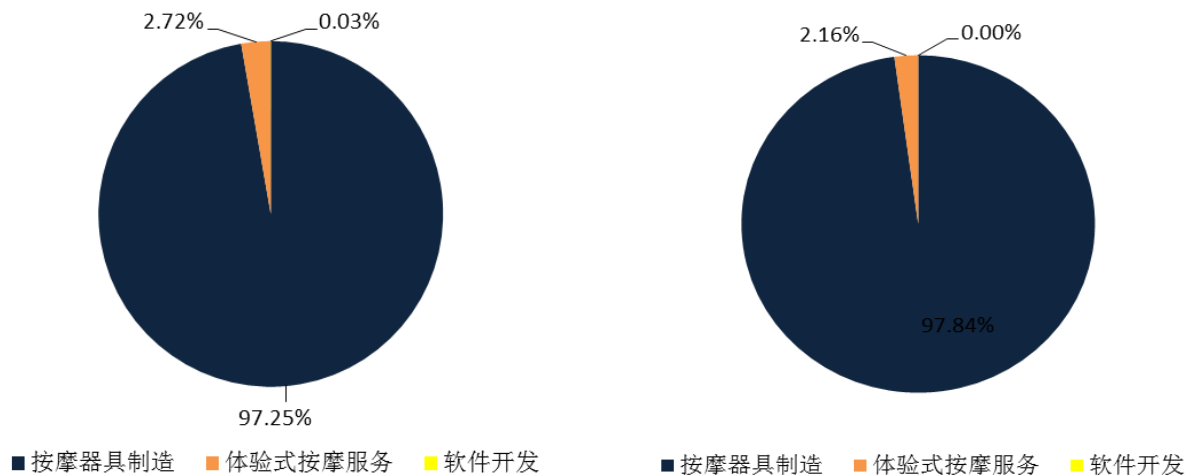
表 2	公司股权结构.....	6
表 3	2015 年全国按摩器具企业数量.....	12
表 4	公司近几年出口占比迅速上升	14
表 5	募集资金投向和运用计划.....	15
表 6	BODYFRIEND 公司第一大客户的占比持续上升	17
表 8	与盈利预测有关的假设	19
表 9	盈利预测表	20

1 公司概况

1.1 公司收入及毛利大部分来自于按摩器

荣泰健康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。公司自设立以来一直以按摩椅及按摩小电器作为主要产品和收入来源，近年来，按摩椅的主导地位日益凸显，成为公司研发及销售的主要开拓方向。

图 1 公司主营业务收入与毛利占比



资料来源: WIND 国元证券研究中心

公司的收入来源主要就是按摩器具的制造，占比为 97.25%，在公司业务的毛利构成中，按摩器具的制造占绝对部分，达到 97.84%，按摩椅的生产、销售是公司最大的收入和利润来源。

1.2 历史足迹与股权结构

公司成立至今已有二十年，从最早的海外 ODM 的模式发展为现在自主品牌与外销并举的发展模式，公司在一步步走向专业化，国际化。在营销方面，为了打开国内市场，先后启用黄晓明、林志玲一线明星为公司产品做代言人，大力拓展国内的按摩椅市场。

表 1 公司发展足迹

发展史

- 2002 荣泰步入发展快车道
- 2005 与日本松下公司展开合作；10月荣泰产品走进国家乐福
- 2006 荣获“品牌企业”和“品牌产品”称号
- 2007 荣膺“上海名牌产品”称号
- 2008 被授予“2007年度按摩器具出口五强企业”称号
- 2009 被认定为“上海市著名商标”；10月被认定为高新技术企业
- 2010 成为中国2010年上海世博会接待用椅专项赞助商
- 2011 荣泰跻身中国驰名商标之列
- 2012 荣泰被认定为“2012年度上海市科技小巨人企业”
- 2014 宣布正式启用黄晓明为品牌代言人
- 2015 荣泰投资的浙江艾荣达健康科技有限公司建设项目开工
- 2016 荣泰邀请林志玲担任品牌代言人。至此，荣泰进入双代言人模式
- 2017 荣泰正式登陆A股市场公开发行股票

数据来源：公司官网 国元证券研究中心

公司实际控制人为林琪与林光荣，两人系父子关系，上市前持有公司62.58%的股权，公司于2017年1月11日登陆资本市场，公开发行25%的社会公众股，发行后，实际控制人合计持有公司46.93%的股权。

表2 公司股权结构

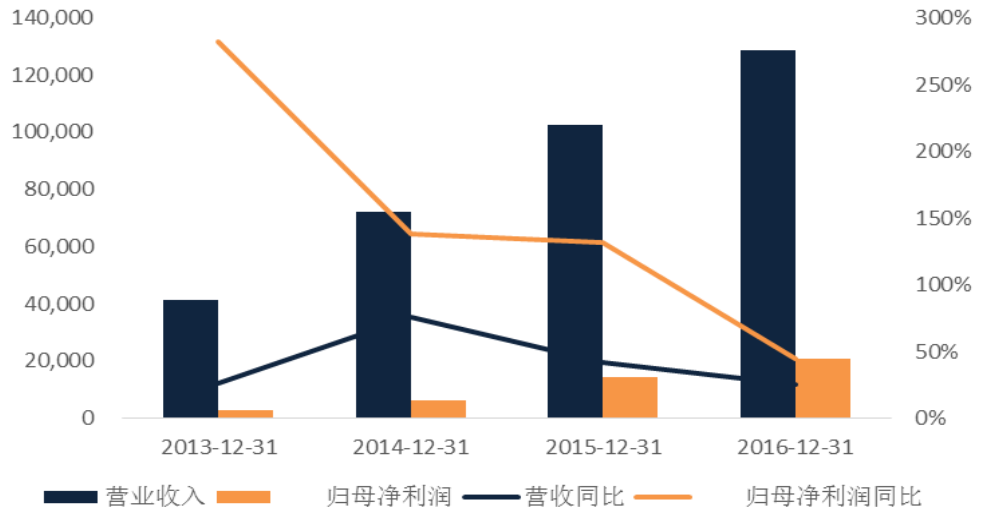
序号	股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%) 发行前	持股比例(%) 发行后
1	林琪	2,000.00	38.1	28.58
2	林光荣	1,285.00	24.48	18.36
3	林珏	500	9.52	7.14
4	天胥投资	362.4	6.9	5.18
5	天盘投资	343.6	6.54	4.91
6	上海正嘉	294	5.6	4.20
7	宁波正嘉	250	4.76	3.57
8	林光胜	50	0.95	0.71
9	林萍	50	0.95	0.71
10	应建森	50	0.95	0.71
11	徐益平	45	0.86	0.65
12	贾晓丽	20	0.38	0.29
13	IPO 发行	1750		25.00
	合计	7,000.00	100	100

数据来源：招股说明书 国元证券研究中心

1.3 公司近几年经营情况

近几年来，公司经营情况良好，经营业绩整体呈上升趋势，收入保持年均 25% 以上的增长，公司近五年归属母公司净利润迅猛增长，目前逐渐进入平稳增长期，预计公司未来即将步入平稳增长期。

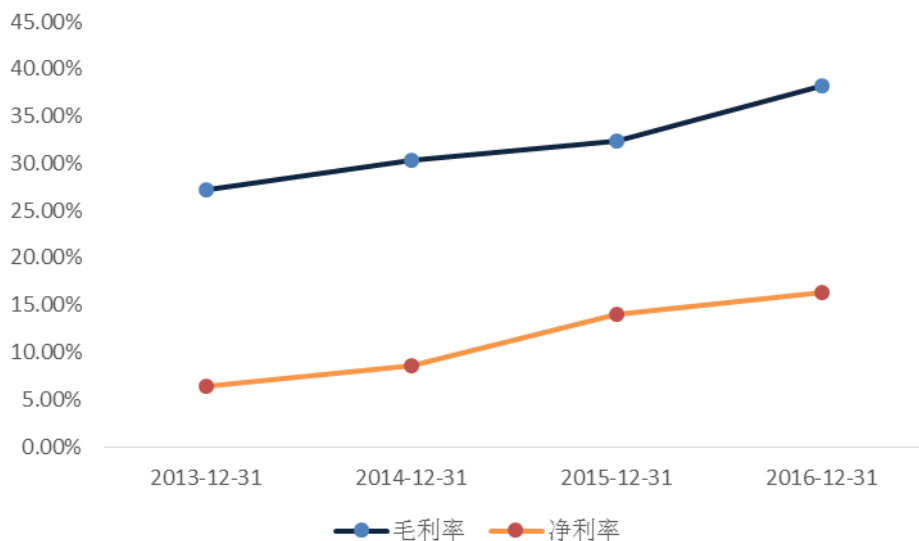
图 2 公司近几年的营收和利润情况



数据来源:wind 国元证券研究中心

公司近几年盈利能力处于稳步上升的态势，毛利率稳定在 30%，净利润率维持 10% 以上，我们认为，上市后，公司的盈利水平有望保持稳定。

图 3 公司近几年毛利与净利率呈稳步上升态势



资料来源：WIND 国元证券研究中心

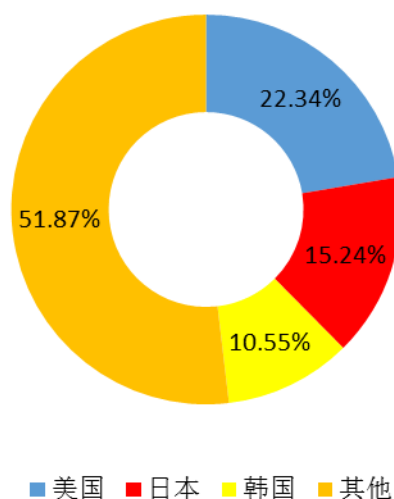
2 中国将从最大的按摩椅生产国转向消费国

2.1 我国是全球最大的按摩器具生产基地

我国是全球按摩器具的研发与制造中心，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到世界领先水平。行业整体供给较为充足，除满足国内市场消费外，产品还出口到全球其他消费市场。目前，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。

行业内企业主要分布于广东、福建、江苏、上海、浙江等东南沿海地区，主要为日资和本土企业。如图 5 所示，美国、日本和韩国是我国按摩器具产品的前三大出口目的地，2015 年我国向上述地区的出口金额分别占同期按摩器具出口总额的 22.34%、15.24%、10.55%。

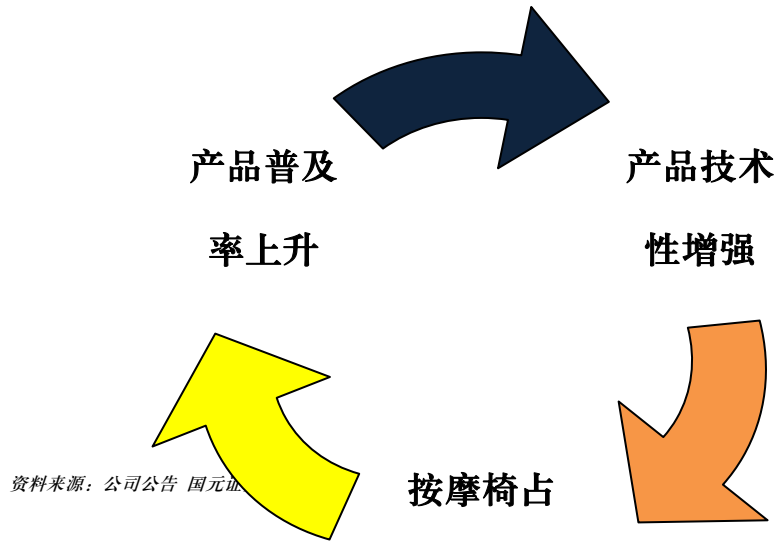
图 4 我国按摩器具出口情况



数据来源：《2015 年按摩保健器具市场动态报告》 国元证券研究中心

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。我们预测，国内未来的按摩器具市场空间巨大，市场规模仍呈上升趋势，得益于以下几种因素：

图 5 影响按摩器具行业发展的因素



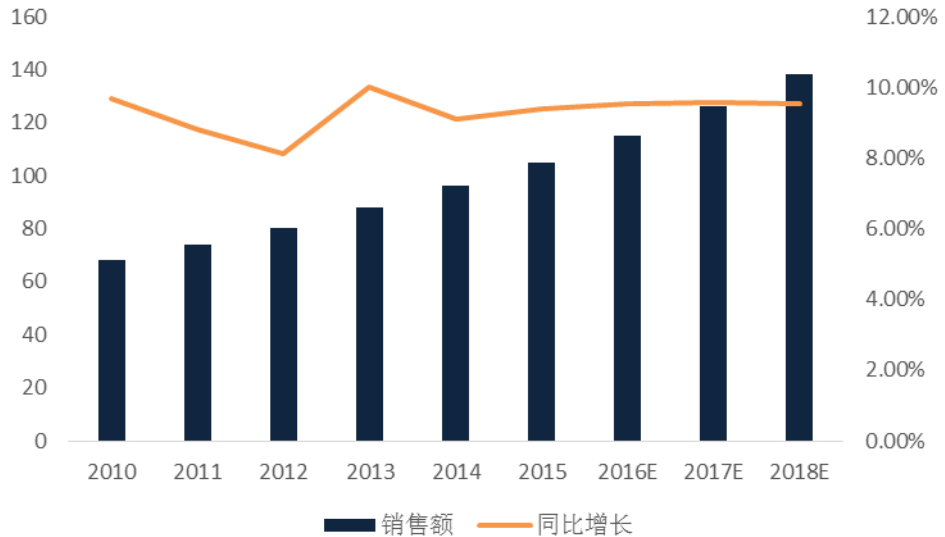
●**产品普及率上升**。健康产业是 21 世纪的朝阳产业，随着经济的发展和人民生活水平的提高，保健养生逐渐成为一种社会生活的理念，不仅在中国，全球范围内具有按摩保健功能的按摩器具也逐渐被广大消费者接受，产品的市场普及率预计将呈上升趋势。

●**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继续上升。

●**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。

另外，在市场规模方面，不论是从全球角度来看，还是从国内角度来看，按摩器具的市场规模仍然具备增长的空间和潜力，全球按摩器具市场规模持续增长，预计到 2018 年，全球按摩器具市场规模将达到 138 亿美元。

图 6 2010-2018 年全球按摩器具市场规模及预测



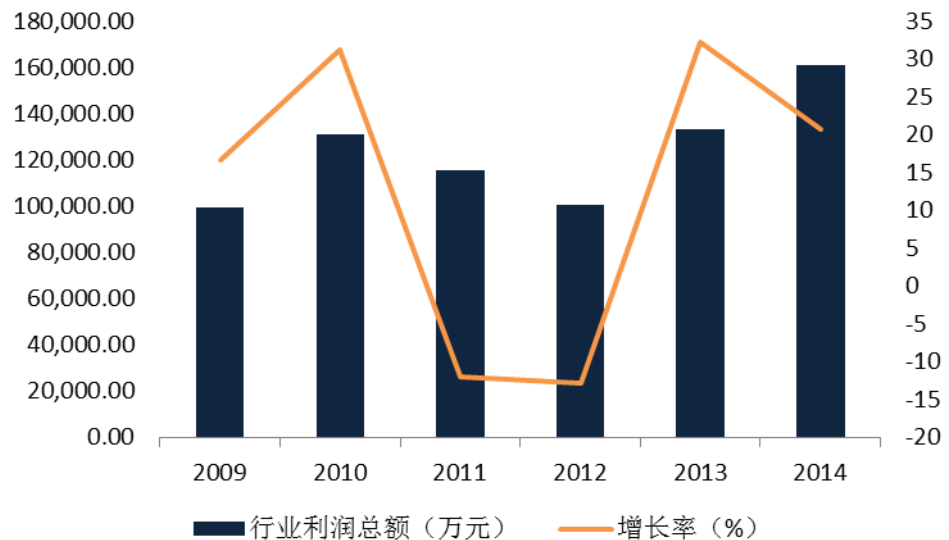
数据来源：《2014-2015 年中国按摩器具市场调研报告》 国元证券研究中心

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。受益于国民生产总值和居民收入水平提升，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，预计未来中国的按摩保健器具市场规模依然保持10%左右的增长趋势。

2.2 行业有望受益全球经济复苏及需求增长

以按摩器具为主要组成的家用美容、保健电器具行业近年来利润水平呈现总体上升、但波动幅度较大的趋势。由于按摩器具产品属于非生活必需品，特别是按摩椅产品，价格较高，其需求的收入弹性较高，宏观经济波动带来的消费者收入水平变动对产品的市场需求影响较大。近年来，受全球金融危机、欧债危机及我国国内经济波动的影响，行业利润水平呈现较大幅度波动。

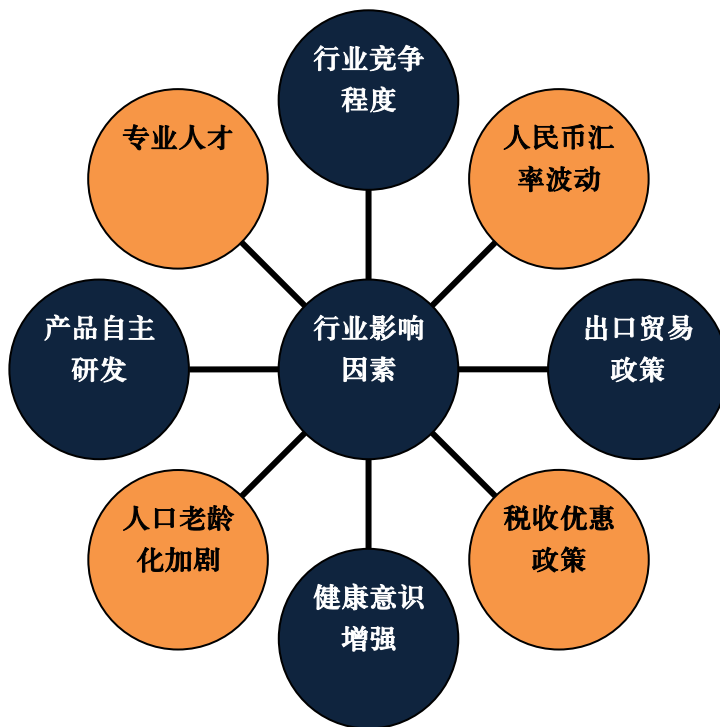
图 7 行业利润水平变动趋势



数据来源：wind 国元证券研究中心

未来随着全球经济的复苏，人们对健康产业需求的提升，行业将步入稳定发展的阶段。未来行业的发展还将受各种各样的因素的影响；目前按摩器具特别是按摩椅的消费已进入**品牌竞争阶段**，龙头品牌企业将在行业成长中受益；在消费者对生活品质的要求逐步提高，对身体健康的重要性认识日益提升的趋势下，按摩器具、美容医疗器具等产品的消费占居民收入的比例不断上升；老龄化已成为世界问题，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，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。人口老龄化提升按摩器具的需求增长。

图 8 影响行业发展因素



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

目前的按摩器消费市场大部分仍在海外，因此，对于国内企业来说，出口未来仍是重要的增长点，因此，汇率波动，贸易政策变化等宏观因素对行业的发展有一定的影响，研发能力、税收优惠等自身因素也会一定程度上制约行业的发展。

2.3 公司在分散的市场中处于全球第二、出口第一梯队

按摩器具行业生产企业数量众多、规模化生产企业较少，行业集中度不高。按出口规模计算，2015 年全国按摩器具生产企业数量情况如下：

表 3 2015 年全国按摩器具企业数量

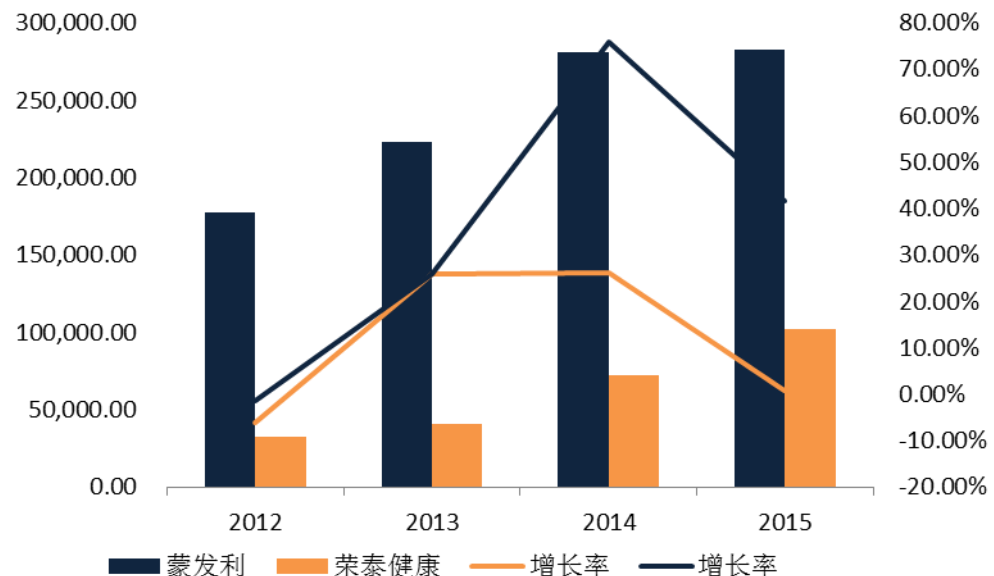
2015 年	>1,000 万美元	100 万-1,000 万美元	<100 万美元
企业数 (家)	28	194	3,756
出口金额占比	52.60%	28.50%	18.90%

数据来源：中国海关、中国医药保健品进出口商会按摩器具分会

其中出口规模在 1000 万美元以上的企业为日资企业和内资优势企业，前者为日资品牌公司设立于我国的生产企业，除少部分产品销售于中国市场外，产品主要出口至以日本本土为主的境外市场；内资企业的境内外经营模式差异较大，在国内市场多以自有品牌经营，出口业务则主要是以 ODM/OEM 方式为国际品牌运营商提供代工生产。

公司的主要竞争对手为大东傲胜保健器(苏州)有限公司、厦门蒙发利科技(集团)股份有限公司、发美利健康器械(上海)有限公司、松下住宅电器(上海)有限公司、浙江豪中豪健康产品有限公司，其中国内最大的竞争对手为蒙发利，为深交所上市公司。由营业收入的规模来看，蒙发利的市场份额相对荣泰健康来说要高出很多，但是在收入增长率方面，即公司的成长能力和速度上，荣泰健康增长态势相对要好。

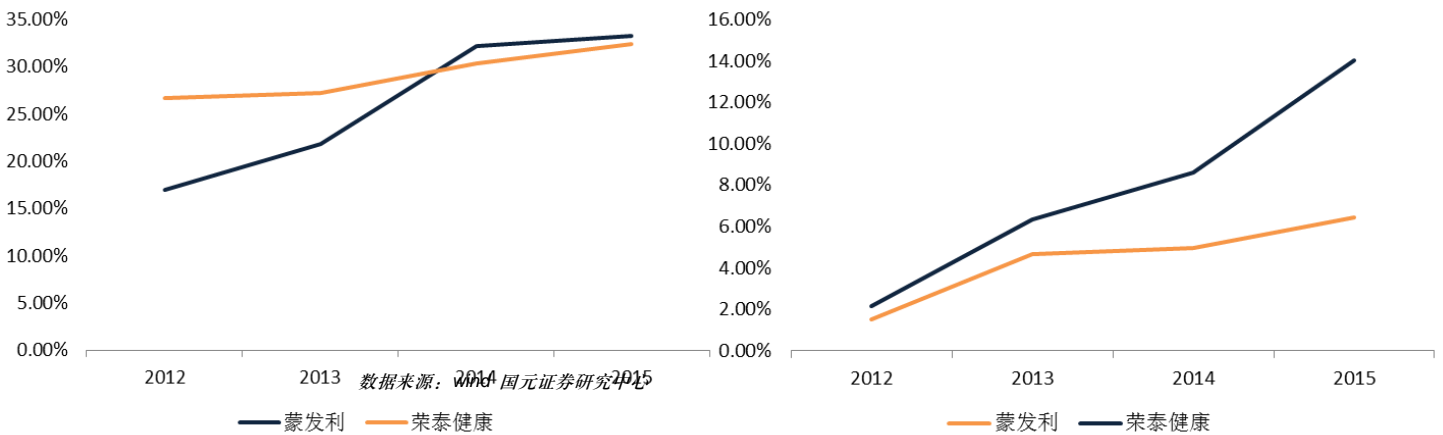
图 9 蒙发利、荣泰健康营业收入和增长率对比



数据来源：wind 国元证券研究中心

从盈利能力来看，两家企业的毛利率都表现出增长趋势，且毛利率水平趋于一致，之前较大的毛利率差主要是收入确认方式的不同，从净利率水平来看，趋势都在向好，行业呈良性发展的趋势，公司的盈利能力持续向好。从净利润率水平来看，公司的净利润率水平一直高于蒙发利，净利率水平未来仍有向上的空间。

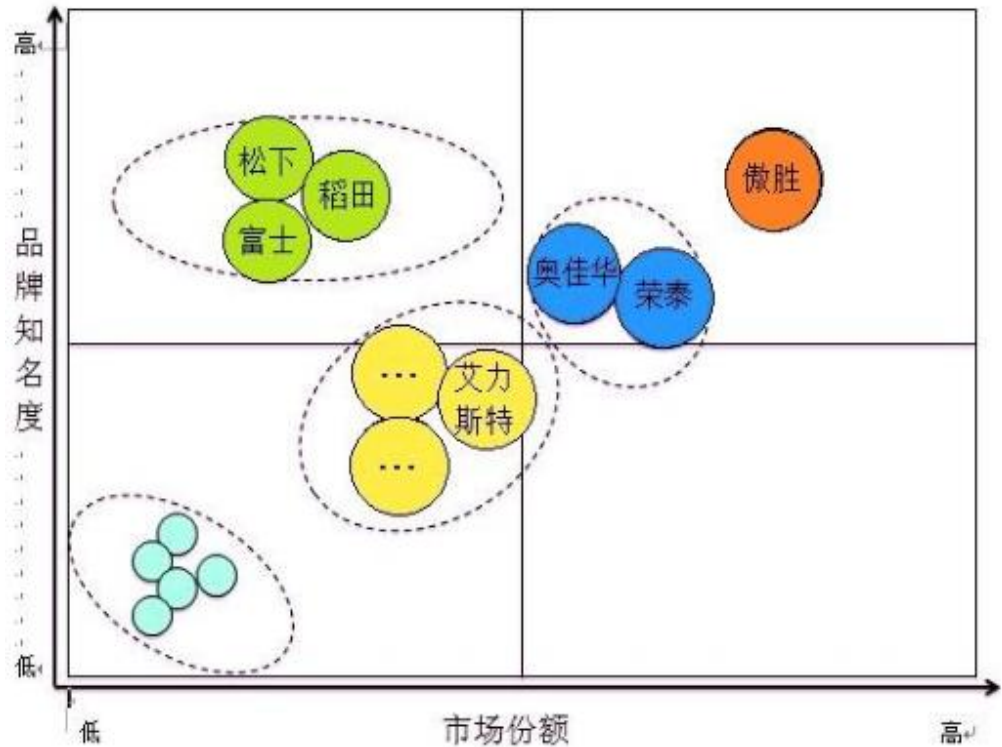
图 10 蒙发利、荣泰健康毛利率、净利率对比



资料来源: WIND 国元证券研究中心

按摩椅作为保健用品，在汉文化地区发展较快，目前全球发展最好的国家分别是韩国、日本、台湾等地区，在中国和欧美的发展也在提速，根据相关预测，中国和欧美是按摩椅未来的潜在市场，未来的增长有望达到10%。经过多年发展，国内按摩器具市场已逐步形成品牌化竞争趋势。以按摩椅为例，国内市场主要品牌竞争格局：

图 11 国内按摩器具生产企业市场份额分布



数据来源：招股说明书 国元证券研究中心

在按摩椅领域，傲胜集团的—傲胜（OSIM），从市场份额或品牌知名度均占据国内市场的领先地位，荣泰健康—荣泰、蒙发利的—奥佳华（OGAWA）位于第二梯队；日资品牌尽管生产量较大，但产品主要出口至其本国市场，在中国市场占有率不高；其他品牌如豪中豪的艾力斯特（iRest）等也拥有一定的市场知名度；低端市场，品牌差异化程度不高，各家的市场占有率和知名度均较低。

从海关统计的出口数据来看，蒙发利一直稳居出口第一的位置，而荣泰在近几年中，出口占比稳步上升，从 2013 年出口第六位，迅速上升至 2016 年的第二位，且与第一名蒙发利的差距逐渐缩小，公司在过去几年经历快速发展的阶段。

表 4 公司近几年出口占比迅速上升

		占国内按摩器具出口金额比 (%)			
		2013	2014	2015	2016 1-6
1	蒙发利	11.1	10	10.36	7.87
2	荣泰	2.12 (6)	4.25 (3)	5.9 (2)	7.1(2)
3	北方国际	0	5.92	0	6.69
4	大东傲胜	7.13	0	5.2	4.51
5	舒福德	0	0	0	3.81
6	荣威	0	1.2	0	2.48
7	宇达(中国)	0	0	0	2.43
8	松下电工	3.87	3.26	3.61	2.39
9	豪中豪	2.52	2.28	2.21	2.28
10	康福特	2.04	1.7	2.09	1.87
11	发美利	3.6	3.06	2.02	0

资料来源：招股说明书 国元证券研究中心

3 公司主要看点

公司过去几年与韩国供应商 BODYFRIEND 深度合作, 双方均实现了快速发展, 公司出口市场份额迅速提升至第二位, 目前全球按摩椅保有量最高的是日本, 每百户 12-15 台, 其次是香港, 每百户是 10 台, 而中国和美国是目前按摩椅增速最快的两个国家, 未来年均 10% 的复合增长率可期, 预计到 2018 年, 全球市场规模将达到 138 亿美元; 同时深耕国内市场, 先后启用黄晓明、林志玲两位一线大明星做代言人, 采用经销、直销相结合的营销模式, 并正在积极探索与按摩椅业务相关的互联网大健康服务, 及与喜马拉雅和暴风集团合作的互联网娱乐多样化的业务模式; 按摩椅作为单价高、占地面积大等特点的家居用品, 在国内市场的发展仍需要多样化, 除了终端销售, 公司正在积极实现按摩椅转化为多频次按摩服务的摩摩哒平台, 去年已实现一万台咖啡馆、电影院等高人流量场所的投放, 2016 年已经微幅盈利, 未来几年计划投放五到十万台, 多频次按摩服务的发展值得期待; 公司在上市一个月后就推出股权激励计划, 行权价 130 元, 2017/2018/2019 年净利润增长率为 16%/14%/13%, 行权价和行权条件彰显信心。

3.1 IPO 助力公司新起航

公司此次 IPO 拟发行不超过 1750 万股, 预计募集资金净额为 72 亿元, 募集资金主要用于新建生产基地以及厂房的扩建等项目。

表 5 募集资金投向和运用计划

序号	项目名称	总投资额 (百募集资金投资额 (百万建成	后年销售收入 (亿
----	------	----------------------	-----------

	万元)	元)	元)
1 健康产品生产基地新建项目	38,200.0	28,200.0	9.2
2 研发中心新建项目	4,300.0	4,300.0	2.4
体验式新型营销网络建设项			
3 目	13,347.1	6,072.5	
4 改扩建厂房	20,173.7	20,173.7	4.1
销售渠道及售后服务网络建			3.5
5 设项目	23,897.6	13,897.6	
合计	99,918.4	72,643.8	19.2

数据来源：招股说明书

此次项目建成后,能够新增 15.5 万台高档按摩椅及 43 万台/套按摩电器产能,以满足生产需要。产能扩产后,公司的产能释放一倍多(2015 年产量 13.7 万台),有效缓解公司的产能问题。

研发中心建设项目中,公司购置国内外先进的仪器、设备,建立一个在国内具有先进水平的研发中心,能够进一步提高公司的研发能力,培养技术队伍,为公司的经营发展提供更加强有力的支持。

体验式新型营销网络建设项目中,公司拟在全国 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,为客户提供按摩服务。项目拟在 3 年内完成,项目的收入来源包括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 2.4 亿元,市场前景广阔。

改扩建厂房项目中,公司拟对原有老厂区厂房进行翻建改造,并新增制造设备。项目建成达产后预计新增高档按摩椅年产能 5.5 万台。

销售渠道及售后服务网络建设项目拟在直营区域设立直营店铺 120 家,在非直营区域对经销商符合公司要求的装修费及租赁费进行补贴,开发销售终端 300 家;在重点一、二线大中城市布设售后服务网点 50 家,销售渠道建设预计 3 年内完成;

公司募投项目紧紧围绕公司未来的发展战略和布局,募投项目有望助力公司再造一个比拟现在规模的产能,更多的研发投入、新的业务布局支持、更广阔的销售渠道和产品体验也将得益于募投项目的成功。IPO 不仅给公司未来实施大健康战略提供了资金支持,作为消费品,更能为公司带来良好的广告效应。

3.2 投资客户与客户共同成长、拥抱互联网新技术、转变新服务

公司 2 月 27 号发布公告,称公司将加强与 BODY FRIEND CO.LTD.(以下简称“BODY FRIEND”)在全球范围内的战略合作。双方拟签订合作协议,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。这二家公司主要从事健康产业的销售和制造，公司通过深化国际经营管理，实现公司的整体战略布局，提高和巩固公司在健康行业的地位。

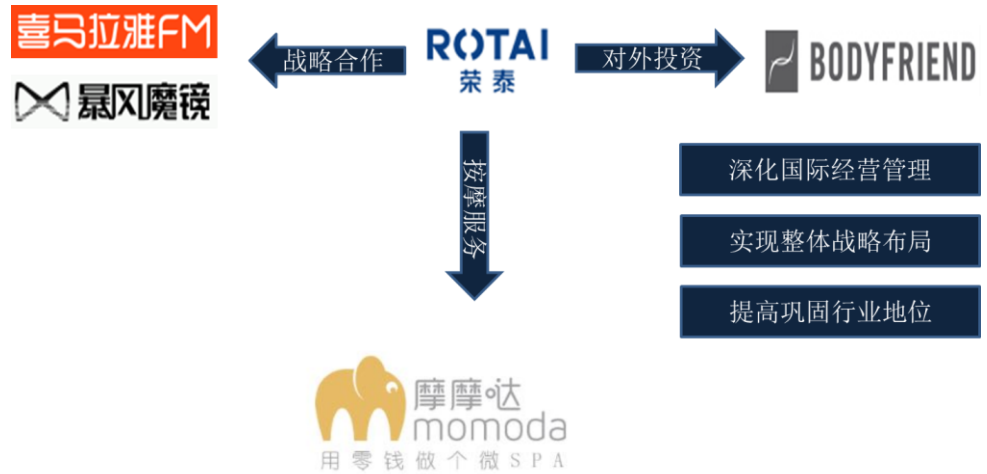
表 6 BODYFRIEND 公司第一大客户的占比持续上升

客户名称	按摩椅							
	2016 年 1-6 月		2015		2014		2013	
	销售金额 (万元)	占按摩 椅收入 比例	销售金额 (万元)	占按摩 椅收入 比例	销售金额 (万元)	占按摩 椅收入 比例	销售金额 (万元)	占按摩 椅收入 比例
BODYFRIEND	30,342.65	56.67%	44,493.25	51.98%	25,080.64	42.99%	7,211.27	21.45%
ICE	2,092.81	3.91%	3,308.52	3.87%	2,093.98	3.59%	1,510.79	4.49%
US JACLEAN	1,418.97	2.65%	4,250.05	4.97%	2,848.64	4.88%	1,370.33	4.08%
FACTORY DIRECT WHOLESALE, LLC ACTOP WORLDWIDE HOLDINGS SDN BHD	868.49	1.62%						
台湾好家庭实 业股份有限公 司			1,093.28	1.28%	1,242.60	2.13%	1,236.50	3.68%
康成投资（中 国）有限公司							1,133.94	3.37%

资料来源：招股说明书 国元证券研究中心

BODYFRIEND 是公司长期以来的第一大客户，且近几年的占比大幅上升，BODYFRIEND 近几年的快速发展也成就了公司的快速发展，与客户深度绑定共同发展，战略投资 BODYFRIEND 加强利益捆绑，实现共同发展，公司与 BODYFRIEND 的合作经验未来将对公司开拓欧美等地区市场起到积极的作用。

图 12 多重出击，拓宽主业发展



资料来源：公司调研 国元证券研究中心

同时，公司上市后积极与暴风集团、喜马拉雅等优秀互联网企业合作，3 月底与暴风合作的按摩椅产品有望上市，与喜马拉雅优质流量平台的合作，对公司未来拓展公司的互联网销售渠道大有裨益，并且能有效拓展公司的体验式按摩服务的发展。

公司重视云网络、大数据等互联网概念与传统按摩器具产品的技术融合，未来公司产品的拓展方向也必将结合这些前沿技术，通过自主研发结合参股网络科技公司并举的模式增强技术实力，实践健康云管理理念。

3.3 股权激励彰显信心

公司于 2 月 27 日推出股权激励，计划激励对象授予权益总计 300 万份，涉及的标的股票种类为人民币 A 股普通股，约占本激励计划签署时公司股本总额 7,000 万股的 4.29%。其中，首次授予 240 万份，占本激励计划授予总量的 80%，占本计划签署时公司股本总额 7,000 万股的 3.43%；预留 60 万份，占本激励计划授予总量的 20%，占本计划签署时公司股本总额 7,000 万股的 0.86%。每份股票期权在满足行权条件的情况下，拥有在有效期内以行权价格购买 1 股公司股票的权利。本激励计划有效期自股票期权授予之日起至激励对象获授的股票期权全部行权或注销之日止，最长不超过 48 个月。首次授予部分股票期权的行权价格为每股 130.00 元（目前价格 140 元，折价仅不到百分之十）

表 7 行权条件

	2014	2015	2016	平均
净利润	6,206.83	14,377.27	20,900.59	13,828.23
	2017	2018	2019	
行权条件	0.75	1	1.25	

行权当年业绩最低	24199.403	27656.46	31113.5175
净利润年均增长率	0.16	0.14	0.13

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

行权条件适中，是公司未来业绩的保底，我们认为，未来业绩超预期的可能性还是非常大，彰显管理层对公司未来业绩及股价的信心。

3.4 盈利预测与投资建议

我们认为，公司未来传统主业仍保持两位数以上的增长，体验式按摩服务受终端覆盖点的增长将保持百分之四十以上的高速增长。

表 8 与盈利预测有关的假设

	2016	2017E	2018E	2019E
收入	2520.00	2972.65	3520.33	4104.43
按摩器具制造	1242.00	1490.40	1758.67	2040.06
按摩椅	1167.00	1342.05	1583.62	1837.00
按摩小电器	76.00	91.20	109.44	131.33
体验式按摩服务	35.00	49.00	68.60	96.04
毛利	968.14	1116.80	1316.23	1539.36
按摩器具制造	478.80	550.61	649.72	760.18
按摩椅	465.02	534.77	625.68	725.79
按摩小电器	13.78	16.54	19.84	23.81
体验式按摩服务	10.55	14.88	20.98	29.59
毛利率	38.42%	37.57%	37.39%	37.50%

资料来源：国元证券研究中心

根据我们的假设，我们预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 4.78/5.89 / 6.85 元，对应 2017/2018/2019 动态 PE 分别为 30/24/21 倍，根据 WIND 一致预期，与公司业务相似的蒙发利，2017/2018 年动态 PE 分别为 34/35 倍，我们认为，公司估值合理，首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。

表 9 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	793	1060	1491	1967	营业收入	1285	1517	1803	2145
现金	552	783	1169	1582	营业成本	795	936	1107	1331
应收账款	84	92	107	131	营业税金及附加	2	2	3	3
其他应收款	8	11	13	16	营业费用	175	183	222	267
预付账款	23	20	27	31	管理费用	100	121	141	169
存货	100	129	149	181	财务费用	-21	-12	-25	-40
其他流动资产	27	25	26	26	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	287	275	263	250	公允价值变动收益	0	-1	-0	-0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	-0	1	1	1
固定资产	136	169	179	179	营业利润	233	286	354	413
无形资产	33	36	38	39	营业外收入	10	8	8	8
其他非流动资产	116	69	45	31	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1080	1335	1754	2217	利润总额	243	293	362	421
流动负债	571	562	652	736	所得税	34	40	49	58
短期借款	209	142	165	157	净利润	209	253	312	363
应付账款	290	354	414	500	少数股东损益	2	2	3	4
其他流动负债	72	65	73	79	归属母公司净利润	207	251	309	360
非流动负债	52	63	80	96	EBITDA	239	289	346	391
长期借款	26	41	57	73	EPS (元)	3.94	4.78	5.89	6.85
其他非流动负债	25	22	23	23					
负债合计	623	625	732	831					
少数股东权益	6	8	11	15					
股本	53	53	53	53					
资本公积	85	85	85	85					
留存收益	314	565	874	1234					
归属母公司股东权益	451	702	1011	1371					
负债和股东权益	1080	1336	1755	2217					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	176	276	332	374	成长能力				
净利润	209	253	312	363	营业收入	25.5%	18.1%	18.8%	19.0%
折旧摊销	27	15	17	17	营业利润	45.0%	22.8%	23.8%	16.7%
财务费用	-21	-12	-25	-40	归属于母公司净利	44.8%	21.4%	23.3%	16.3%
投资损失	0	-1	-1	-1	获利能力				
营运资金变动	-37	26	29	33	毛利率(%)	38.2%	38.3%	38.6%	37.9%
其他经营现金流	-2	-6	-1	0	净利率(%)	16.1%	16.5%	17.2%	16.8%
投资活动现金流	-83	-6	-9	-8	ROE(%)	45.8%	35.7%	30.6%	26.3%
资本支出	84	0	0	0	ROIC(%)	144.0%	246.3%	519.3%	3537.6%
长期投资	-0	-0	0	-0	偿债能力				
其他投资现金流	1	-6	-9	-8	资产负债率(%)	57.7%	46.8%	41.7%	37.5%
筹资活动现金流	148	-39	63	48	净负债比率(%)	37.75%	29.40%	30.31%	27.68%
短期借款	199	-66	22	-7	流动比率	1.39	1.89	2.29	2.67
长期借款	18	15	16	16	速动比率	1.21	1.66	2.06	2.43
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1	0	0	0	总资产周转率	1.47	1.26	1.17	1.08
					应收账款周转率	20	17	18	18
					应付账款周转率	2.79	2.91	2.88	2.91
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊)	3.94	4.78	5.89	6.85
					每股经营现金流(最)	3.35	5.26	6.32	7.12
					每股净资产(最新摊)	8.59	13.37	19.26	26.11
					估值比率				
					P/E	35.97	29.62	24.02	20.65

其他筹资现金流	-70	12	25	40	P/B	16.47	10.59	7.35	5.42
现金净增加额	265	231	386	413	EV/EBITDA	40	33	28	25

资料来源：WIND 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn