

荣泰健康 (603579)

内销加速爆发，共享按摩已初显王者姿态

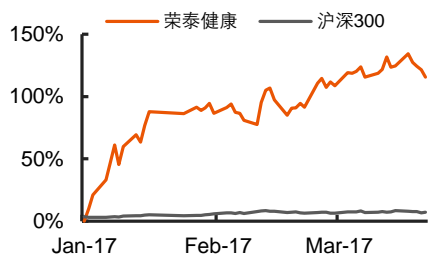
强烈推荐 (首次)

现价: 138.59 元

主要数据

行业	传媒
公司网址	www.rongtai-china.com
大股东/持股	林琪/28.57%
实际控制人/持股	林琪/%
总股本(百万股)	70
流通 A 股(百万股)	18
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	97.01
流通 A 股市值(亿元)	24.25
每股净资产(元)	6.45
资产负债率(%)	57.70

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

林娟 投资咨询资格编号
S1060515020001
021-20667154
LINJUAN156@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **前瞻性和执行力成就优秀的荣泰:** 荣泰健康是一家主要做按摩椅出口和内销的公司，过去几年在前瞻性的指导下，公司通过优秀的产品和强大的执行力，抓住了大客户 Body Friend 实现了外销的爆发性增长。而内销方面，公司不断强抓品牌和产品提升，积极布局电商和共享按摩服务，2013-16年电商实现了超 70% 的复合增长，线下渠道实现了从连锁卖场占主提升到以百货专柜为主，摩摩哒共享按摩仅用半年就成为行业第一。
- **荣泰内销按摩椅 17 年有望加速爆发:** 近几年受益于中老年群体富裕化以及消费群体年龄层扩大化、电商等新购买渠道出现、京东白条、花呗等消费信贷降低了按摩椅的消费门槛，国内按摩椅逐渐进入日常消费。叠加公司近几年推出的定制新品和家庭休闲式渠道创新，以及大量共享按摩椅的对消费习惯的培养，我们预计公司的按摩椅内销 17 年有望加速爆发。
- **商用共享按摩“摩摩哒”发展迅速，将大幅增加业绩弹性:** 子公司稍息网络推出的“摩摩哒”是商用共享按摩服务的第一品牌，16 年下半年推出后当年就实现了 3000 多万收入和正盈利。17 年 3 月还和渠道龙头万达传媒签订战略合作，共同拓展影院渠道的共享按摩业务。考虑到共享按摩市场远期空间高达 300 亿，作为龙头的摩摩哒有望为公司大幅增加业绩弹性。
- **投资建议:** 荣泰健康在过去几年的飞速发展中已经证明了管理层强大的前瞻性和执行力，而行业层面国内家用按摩椅消费正从低渗透率快速提升，商用共享按摩服务也在全国快速铺开，有望大规模出现在公共区域和半公共区域。公司是处于这两大细分爆发行业的龙头公司，将会受益于这种趋势。我们预计公司 2017-18 年实现 18.35 亿、24.38 亿、30.99 亿元收入，归母净利润为 2.88 亿、4.1 亿、5.27 亿利润，同比增长 39.3%、42.3%、28.6%，对应的 EPS 为 4.11、5.85、7.52 元，对应 33.7、23.7、18.4 倍估值。我们给予公司“强烈推荐”评级，目标价为 200 元。
- **风险提示:** 出口业务增长低于预期；内销业务增长低于预期；摩摩哒发展低于预期；次新股集体调整。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1024	1285	1835	2438	3099
YoY(%)	41.6	25.5	42.8	32.8	27.1
净利润(百万元)	143	207	288	410	527
YoY(%)	131.7	44.8	39.3	42.3	28.6
毛利率(%)	32.4	38.2	40.1	41.6	42.5
净利率(%)	13.9	16.1	15.7	16.8	17.0
ROE(%)	46.0	45.7	20.4	23.1	23.8
EPS(摊薄/元)	2.04	2.95	4.11	5.85	7.52
P/E(倍)	68.0	46.9	33.7	23.7	18.4
P/B(倍)	31.3	21.5	6.5	5.2	4.2

正文目录

一、公司简介：出口成就公司首次飞跃	4
1.1 公司简介	4
1.2 借助出口实现业务首次飞跃	5
1.3 将跟随客户一起拓展北美市场	5
1.4 休闲按摩电器的市场简介	6
二、看点一：公司内销按摩椅有望加速爆发	7
2.1 2017 年国内迎来按摩椅爆发的窗口	7
2.2 强大的产品力和品牌力保证荣泰在内销竞争中脱颖而出	8
2.3 线上电商“一诺康品”持续高增长	12
2.4 线下销售 17 年焕发新生	13
三、看点二：商用共享按摩“摩摩哒”发展迅速	14
3.1 共享按摩 everywhere and anywhere，空间非常大	14
3.2 子公司稍息网络运营的“摩摩哒”成长迅速	15
3.3 “摩摩哒”为公司打开服务类收入新空间	15
四、投资建议	16
4.1 公司未来发展规划	16
4.2 盈利预测	16
4.3 投资建议	17
4.4 风险提示	17

图表目录

图表 1	公司的主要产品为按摩椅和按摩小电器	4
图表 2	股权结构	4
图表 3	公司营业收入及其增速（单位：亿元）	5
图表 4	公司净利润及其增速（单位：亿元）	5
图表 5	公司出口快速增长	5
图表 6	Body Friend 的收入（单位：亿元,RMB）	6
图表 7	Body Friend 官网	6
图表 8	中国按摩器具市场结构	7
图表 9	中国按摩椅市场品牌结构	7
图表 10	花呗分期等信用消费大幅降低了按摩椅的消费门槛	8
图表 11	荣泰健康的内销结构	9
图表 12	一诺康品的电商业务收入及其增速（单位：万元）	9
图表 13	荣泰目前在研项目	10
图表 14	荣泰的研究开发费用及其占收入比重	11
图表 15	荣泰健康的渠道广告推广费用及其同比增速	11
图表 16	荣泰天猫官方旗舰店	12
图表 17	荣泰上海直营线下结构不断改善	12
图表 18	泰咖啡休闲门店之南京西路店	13
图表 19	摩摩哒等商用共享按摩的影院应用场景	14
图表 20	商用共享按摩市场空间估算（单位：万元）	14
图表 21	稍息网络股权结构	15
图表 22	稍息网络盈利预测	16
图表 23	荣泰健康的募投项目	16
图表 24	荣泰健康的传统业务拆分（单位：亿元）	17

一、 公司简介：出口成就公司首次飞跃

1.1 公司简介

荣泰健康是一家历史悠久的按摩器生产企业，创始人林光荣自 1997 年开始就从事按摩椅、按摩小电器的生产提供。

图表1 公司的主要产品为按摩椅和按摩小电器



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司的实际控制人为林光荣、林琪父子，合计持有股份的 47%，目前林光荣为公司的董事长，林琪为总经理。

图表2 股权结构

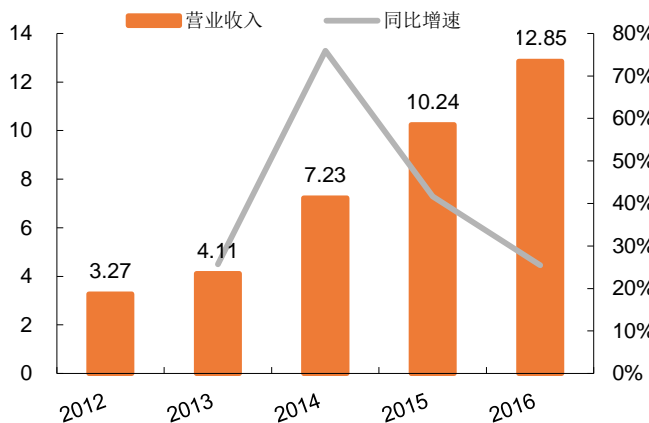
排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	林琪	28.57
2	林光荣	18.36
3	林珏	7.14
4	苏州天胥湛卢九鼎投资中心	5.18
5	苏州天盘湛卢九鼎投资中心	4.91
6	上海正嘉投资中心	4.20
7	宁波正嘉投资中心	3.57
8	应建森	0.71
9	林萍	0.71
10	林光胜	0.71
	合计	74.06

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 借助出口实现业务首次飞跃

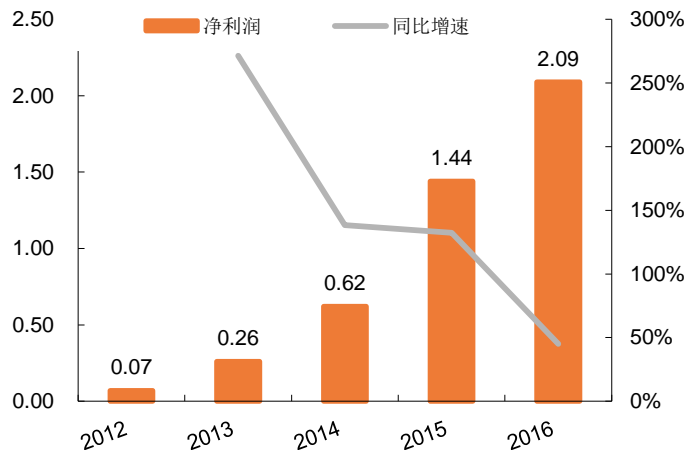
2016年，公司共实现了12.85亿元收入，2.09亿净利润，分别同比增长25%、45%，收入增长和盈利能力提升共同推动公司利润增长，其中2013-16年，公司收入实现了46%的年复合增长，净利润率从13年的6.34%提升到16年的16.29%。

图表3 公司营业收入及其增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

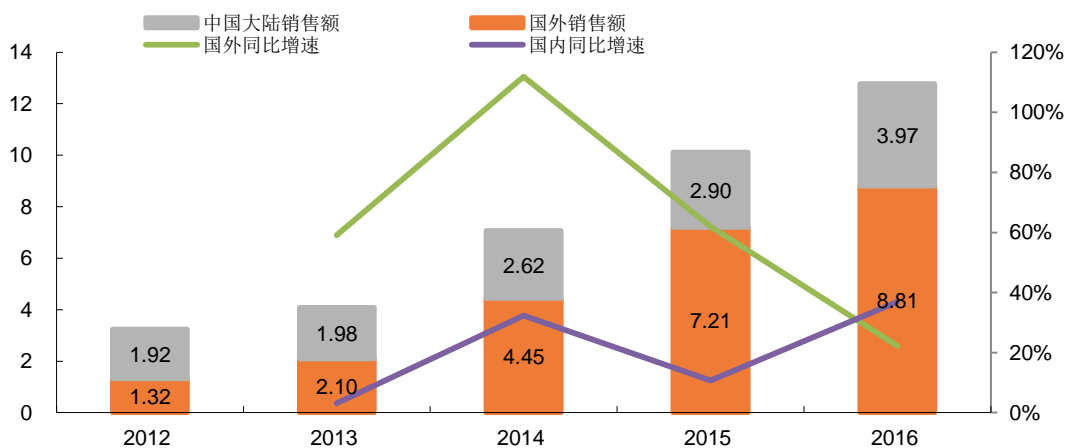
图表4 公司净利润及其增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

从收入结构上看，公司2013年-16年的收入高增长主要来自于外销，外销收入从2013年的2.1亿增长到16年的8.81亿，占比从2013年的51%提高到的2016年的69%，其中大客户韩国Body Friend的快速成长是推动外销爆发的主要因素，2016年公司出口给Body Friend 6.08亿元，占销售收入的47.35%。

图表5 公司出口快速增长



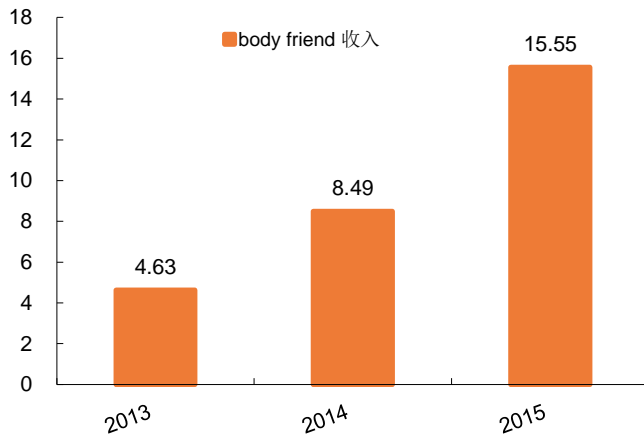
资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 将跟随客户一起拓展北美市场

按摩椅作为医疗器械起源于亚洲，目前正在北美不断培养用户习惯，考虑到北美百姓富裕、住房面积大，预计北美的市场有望快速发展，且未来市场空间大。

韩国 Body Friend 公司执行力强，在过去几年通过强大的品牌宣传、优质的线下渠道创新、积极把握电商和电视购物实现了爆发式成长，从2013年的4.63亿元增长到15年的15.55亿元。Body Friend 有志拓展北美市场，于2017年1月设立北美子公司，荣泰健康也拟投资了 Body Friend 北美子公司合作拓展北美市场。

图表6 Body Friend 的收入 (单位: 亿元,RMB)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表7 Body Friend 官网



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

另外，公司与 Body Friend 签订《长期供货协议》，约定 2017 年至 2019 年，Body Friend 向荣泰采购按摩椅的数量为每年不低于 50,000 台，每年度采购量不低于其当年度在中国采购按摩椅总量的 50%，一定程度上保证了公司和韩国客户之间长久的合作。

1.4 休闲按摩电器的市场简介

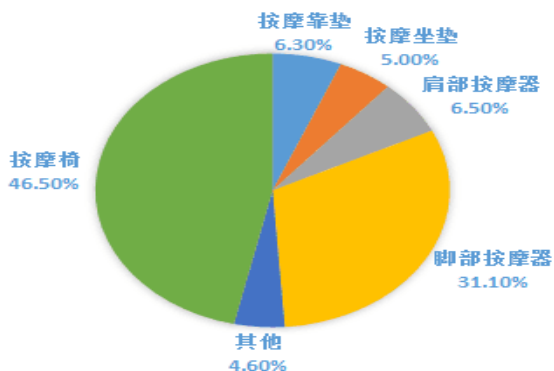
现代按摩器具行业起源于上世纪六十年代的日本，主要源自于东方的医学原理和现代电子技术的结合。上世纪 90 年代，按摩器具从东南亚等向欧洲北美传递，预计 17 年全球按摩器具的市场规模在 126 亿美金。按摩器具主要分为按摩椅和小型按摩器具，其中按摩椅单价较高，在 3000-50000 元之间，小型按摩器具单价则在 100-3000 元之间。目前国内的小型按摩器件的增速在 30%左右，按摩椅的增速在 20%左右，国内按摩椅的市场在 40 亿左右。

相比日本按摩椅的市场家庭渗透率达到了 10%左右，韩国的按摩椅市场渗透率在 3%左右，而中国市场的渗透率只有万分之三，我们判断未来市场按摩椅市场可发展空间巨大。

国内的按摩椅品牌虽然多达 50 个，其中一线阵营比较出名的品牌包括松下、傲胜（新加坡品牌）、荣泰、奥加华（原马来西亚品牌，14 年被蒙发利收购）等。

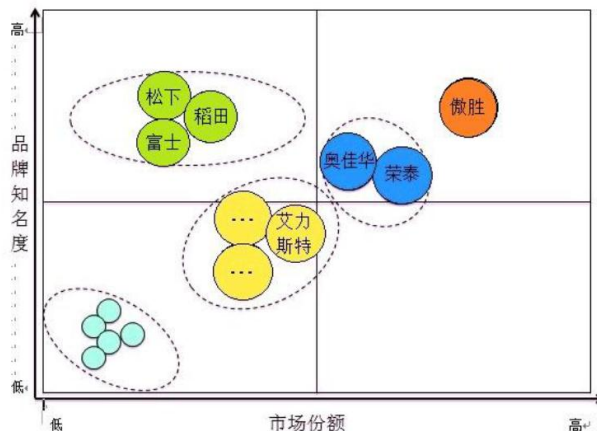
图表8 中国按摩器具市场结构

2014年中国按摩保健器具产品细分情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 中国按摩椅市场品牌结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 看点一： 公司内销按摩椅有望加速爆发

2.12017 年国内迎来按摩椅爆发的窗口

过去，国内的按摩椅市场由于消费者缺乏使用经验、单价较高、体验购买场景较少，导致中国的按摩椅市场一直处于萌芽状态，并未爆发。近几年受益于购买渠道多样化、消费信贷丰富化、中老年群体富裕化以及消费群体年轻化，国内按摩椅逐渐进入日常消费。参考韩国市场在 Body Friend 的推动下爆发，我们有理由相信 2017 年国内将迎来按摩椅消费的爆发窗口。

银发消费者不断被教育，富裕的中老年人已经开始了按摩椅消费：现在中国 40 岁、60 岁以上的人不同于日本、韩国的同龄人，生活是逐渐从清苦走向幸福富裕的过程，在过去的生活经历中缺乏对按摩椅的消费习惯，随着生活富裕，消费习惯的逐渐培养，预计越来越多人是既有按摩椅的消费需求，又有消费能力，并开始按摩椅消费。

信用消费大大降低了按摩椅的消费门槛：按摩椅单价较高，零售单价在 3000 元-5 万，高单价一定程度上抑制了按摩椅的消费。目前大部分线上消费都拥有京东白条、花呗分期付款等模式，而线下也有信用卡分期付款，我们判断这会如汽车信贷支持汽车消费一样，互联网分期付款有望降低按摩椅的消费门槛。

图表10 花呗分期等信用消费大幅降低了按摩椅的消费门槛



资料来源：天猫、平安证券研究所

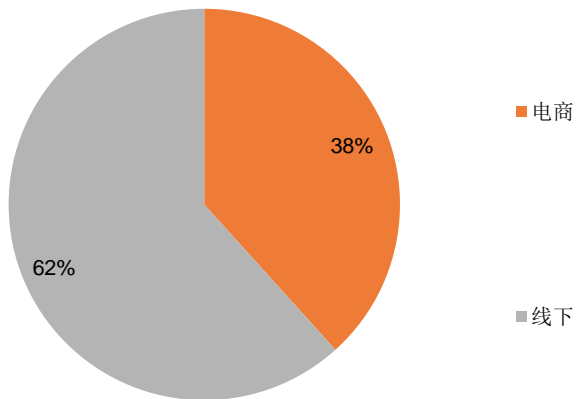
体验购买场景的丰富化也提升了购买率：传统意义上，高价按摩椅一般只会在商场百货购买，由于坪效低于化妆品、珠宝、服装等，因此常常被展示在地下楼层或者是高楼层，客流较少；而电商时代，坪效的限制变少，品牌力的影响增大，大大拓展了按摩椅的购买渠道，另外传统的线下购物渠道的家庭休闲式改造，也大幅提升客流的停留时间以及成交率。

商用共享按摩椅有望进一步培养用户习惯：从16年下半年开始，基于二维码支付的商用共享按摩椅在影院、交通枢纽、酒店办公楼、网吧健身房等诸多场所出现，使得广大群众拥有了初次接触到按摩椅按摩的机会，助力国内按摩椅打开。

2.2 强大的产品力和品牌力保证荣泰在内销竞争中脱颖而出

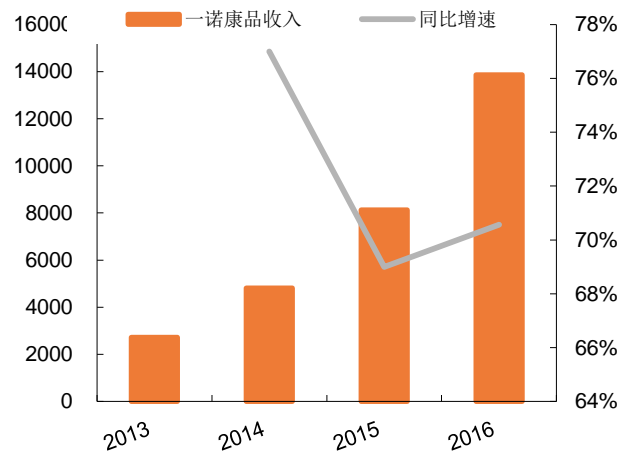
内销市场，公司也积极进行品牌和渠道拓展，2016年实现了内销收入3.97亿元，同比增长37%。从结构上看，主要分为线上和线下，2016年线上电商销售1.387亿元，占内销的38%，而线下的经销+直营占62%。其中，电商业务发展迅速，11年成立的电商公司一诺康品近几年的增速均在65%以上，是内销增长最主要的驱动力。线下销售主要分为经销和直营，近几年在一直积极进行渠道改革和品牌提升，预计从2017年开始看到线下明显的增长。

图表11 荣泰健康的内销结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 一诺康品的电商业务收入及其增速（单位：万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

产品力是公司赢得出口和内销的关键，近几年，荣泰投入了大量的研发费用进行新品研发，2016年投入了6000万研发费用，占净利润的29%，大量的新品在国内和国外获得广泛好评，推动了外销订单增长以及电商爆发。

图表13 荣泰目前在研项目

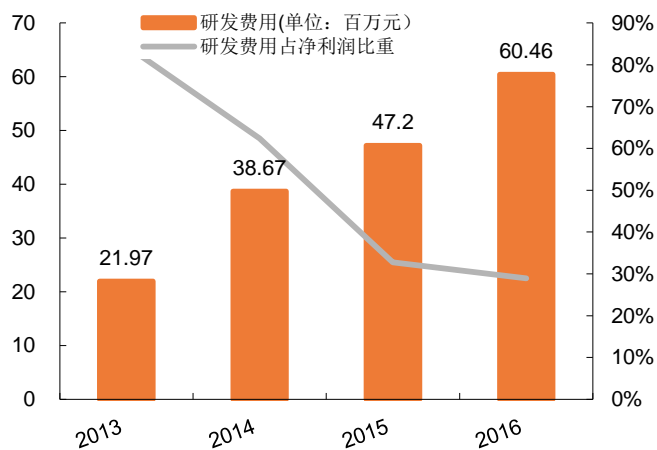
序号	项目名称	所处开发阶段	简要描述
1	RT1019 抓头仪	结构设计	全身水洗, 模拟人手头皮按摩, 高能充电电池、填补头皮按摩器市场空白
2	RT1022 脸部按摩器	量产交付	震动按摩, 全身水洗, 美容产品市场主推
3	RT1050 便携式空气净化器	量产交付	运动、便携式空气净化器, 空气质量提醒, App 健康云管理, 蓝牙与手机连接给用户空气质量实时提醒服务。
4	RT1017 脸部电疗瘦脸仪	量产交付	微电疗小型脸部针灸按摩器, 三种样式设计, 无线充电, 全身水洗。
5	RT1018 多功能脸部按摩器	量产交付	高频往复震动按摩, 多个按摩头更换, 全身水洗, 美容产品主推
6	RT6035/RT6038 按摩椅	量产交付	中低端 L 形导轨按摩椅, 配置可灵活多变, 标准模块式, 适合 ODM 客户定制中低端 L 形导轨按摩椅
7	RT8302S 按摩椅	量产交付	RT8302 系列新增加降低功能配置, 配合部分客户提供中端按摩椅产品
8	RT8600S 按摩椅	量产交付	RT8600 升级版产品, 全新腿部揉搓、脚底滚轮按摩小腿, 蓝牙音乐、空气质量提醒等, 成就高端按摩椅新主打产品。
9	RT7800 按摩椅	企划阶段	自主研发新外观 L 形导轨按摩椅, 外观简洁, 主打高端品牌, 功能齐全。
10	HCY002 ODM 开发座椅	开模阶段	中医理疗按摩椅, 主要功能以经络理疗为主, 按摩经络位置固定, 多种先进检测手段集一身, 平板电脑式控制器。
11	HYC001 ODM	开模阶段	理疗站板, 配合平板电脑的多种站姿, 多种动作, 为老年人提供便捷式的平衡训练, 具备基本远程医疗体验。
12	RT7700/RT7710 按摩椅	量产交付	L 形导轨按摩椅, 适合欧美市场需求, 功能齐全, 模块化设计, 平板电脑控制器。
13	呼吸按摩椅 ODM 项目	生产阶段	新型呼吸按摩理念, 按摩动作配合人体呼吸、制氧系统, 用户互动式体验。
14	RT8900 按摩椅	结构设计	全新设计高端按摩椅, 突破现有 L 形导轨缺点, 背部、坐垫、小腿能单独调节, 并且按摩机芯能下行到大腿部位, 配置制氧系统, 平板电脑式控制器。
15	RT8603 按摩椅	开模具阶段	客户订制按摩椅, L 型导轨设计, 手臂肩部, 腿部气囊按摩。整机零靠墙设计, 蓝牙控制与语音识别等
16	RT6920 按摩椅	开模具阶段	客户订制按摩椅, L 型导轨, 手臂、小腿、肩部气囊按摩, 扶手能自动扩张, 平板电脑式控制器, 蓝牙控制等
17	RT6036 按摩椅	开模具阶段	低成本方案 L 型导轨按摩椅。
18	M10	结构设计	投币商用按摩椅, 带有 GSM 连接网络功能, 可远程管理。支持微信支付, 纸币投币。
19	RT1017H	开模阶段	带有局部加热及局部电疗的手持式美容按摩器

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

公司积极研发, 2010-13 年推出了 83 系列 S 形导轨按摩椅, 在 2012 年底推出 L 形导轨高档 86 系列按摩椅, 首次应用了一键平移、无线蓝牙等技术(在 2013 年至 2015 年分别实现全球销量 9,577 台、

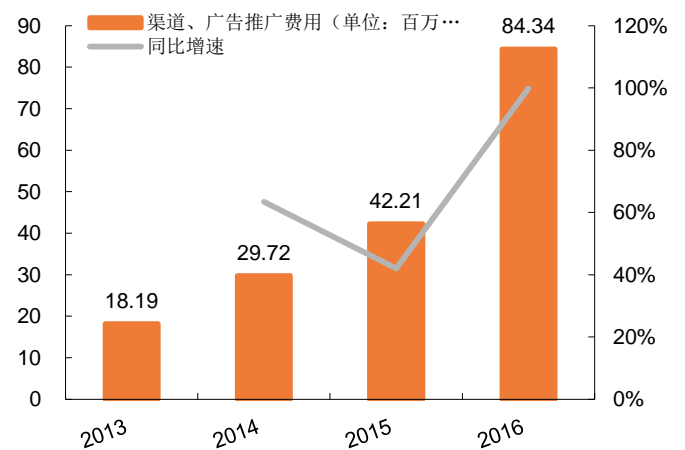
20,232 台及 42,630 台); 2013 年下半年推出 L 形导轨中高档 69 系列按摩椅(在 2014 年至 2015 年分别实现全球销量 13,370 台及 17,139 台); 2016 年专门为天猫的定制款 7700T、6038 两款产品分别在旗舰店实现了 4020 台、4140 台销售量。2017 年公司还将推出具有内置蓝牙音响、空气净化器、面部舒缓按摩的新品按摩椅, 预计随着智能家居概念不断导入按摩椅新产品, 未来公司强大的研发产品力将有更明显的展示。相比其他按摩椅品牌, 荣泰的研发优势在产品上非常明显。以对比傲胜为例, 傲胜的每年产品主要从 ODM 公司中选品, 外观抢眼, 但舒适度差, 由于 ODM 公司研发投入有限, 所以在智能家居时代高科技含量较低。

图表14 荣泰的研究开发费用及其占收入比重



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表15 荣泰健康的渠道广告推广费用及其同比增速



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

近几年荣泰着力打造强大的品牌力: 不仅邀请林志玲、黄晓明等做国内的形象代言人, 在互联网、机场、火车站、购物中心、电视台等多渠道进行品牌推广, 2016 年公司的渠道广告推广费用达到了 8434 万, 同比增长 100%。

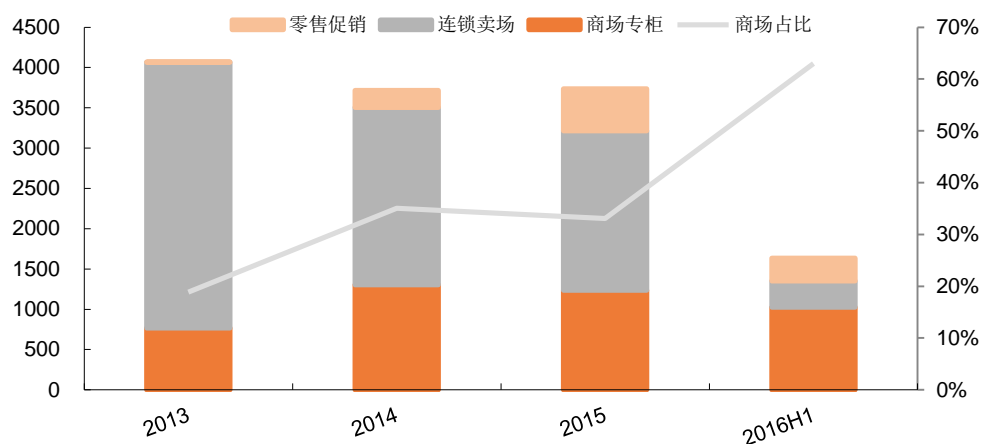
图表16 荣泰天猫官方旗舰店



资料来源：天猫网站、平安证券研究所

受益于强大的产品力和品牌力，不仅仅是线上公司脱颖而出，而且线下的渠道结构也发生明显的变化，传统的大卖场占比从13年的81%下降到16年上半年的20%，而百货专柜的占比从13年的19%提升到16年上半年的63%。

图表17 荣泰上海直营线下结构不断改善



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.3 线上电商“一诺康品”持续高增长

目前，公司的电商产品的均价达到了 1.1 万元，毛利率为 64%，盈利能力远远高于其他渠道。公司电商也采取了创新做法，其 11 年成立的电子公司—诺康品既吸引了很多经销商作为股东避免了线下销售和电商之间的矛盾，也借助于经销商在各地的渠道进行配送安装，提高线下的服务水平。

我们判断受益于 1) 公司强大的品牌力和产品研发能力；2) 电商的分期付款降低了产品销售门槛，特别是耐用消费品；3) 公司线上线下的有力协调配合优化了电商的购买体验，公司的电商业务有望持续爆发，预计将持续保持高增长。

2.4 线下销售 17 年焕发新生

公司在过去几年不断尝试改造线下渠道模式，通过品牌力和产品力初步完成了线下渠道的提升，虽然近几年来线下直营规模变化不大，但是偏高端的百货门店一直呈现快速增长的态势。

2016 年，公司参考 BODY FRIEND 的线下体验店 Café de BODY FRIEND 模式，推出了泰咖啡，让消费者在线下购物疲惫之际可以休息闲聊，提升客户的停留时间和交易达成率。

另外，公司还积极扩充经销商的管理团队，协助经销商通过陈列、门店改造、新品引入、促销等提升单店销售能力。

图表18 泰咖啡休闲门店之南京西路店



资料来源：实地拍摄、平安证券研究所

扩大江浙沪直营打造按摩椅第一品牌：目前公司的直营业务主要集中在上海地区，未来公司将拓展直营门店的至江浙沪，打造强大的消费品品牌，并且在诸多一二线城市进行新型体验门店的拓展。考虑到中国按摩椅的市场渗透率较低，如果中国能实现韩国 3% 的家庭渗透率，预计家用按摩椅市场规模将达到 300 亿元。而荣泰作为国内第一民族按摩椅品牌，是最有能力把握内销爆发这一趋势的公司。

三、 看点二：商用共享按摩“摩摩哒”发展迅速

3.1 共享按摩 everywhere and anywhere，空间非常大

体验式共享按摩本质上是商用按摩器械，与家用按摩器相对。中国传统的商用按摩市场规模较小，仅仅局限在机场贵宾厅等场所，需要人在旁边监督运营，运营成本较高。受益于二维码支付的兴起，2016年下半年出现了投币和二维码扫码支付的自助按摩椅，既大大降低了运营成本，又大大增加了可以铺设的网点。

商用按摩椅目前的主要铺设场所为电影院、健身场所、交通枢纽火车站、地铁站、网吧、酒店办公楼等，未来电影放映厅里、高铁商务车厢等都有望铺设商用共享按摩椅，需要椅子的公共空间和半公共空间都可以进行共享商用按摩。因此，我们判断共享式按摩椅的存量空间中短期内有 73 万台，长期如果拓展到影厅、高铁等半公共空间，市场容量有望达到 140 万台。

图表19 摩摩哒等商用共享按摩的影院应用场景



资料来源：公司公告、平安证券研究所

根据我们草根调研的情况，目前商用共享按摩椅的月流水在 1500 元/月，未来随着运营效率的提升、用户习惯的培养，预计有望提升到 3000 元/月，由此推断，预计短期的商用共享按摩的市场规模在 200 亿左右，中长期空间可能在 340 亿左右。

图表20 商用共享按摩市场空间估算（单位：万元）

	全国数量	安放台数	月流水（元）	年收入（万元）
影院（影厅外）	4000	10	1500	72000
影院（影厅内）	4000	50	1500	360000
交通枢纽-火车站	7000	40	4000	1344000
交通枢纽-机场	230	50	4000	55200
交通枢纽-汽车站	20000	10	1500	360000

	全国数量	安放台数	月流水(元)	年收入(万元)
短期合计	73.15万台		2191200元	
4S	24000	1	1500	43200
KTV	20000	3	1500	108000
商场	10000	4	1500	72000
酒店	20000	2	1500	72000
写字楼	3000	2	1500	10800
医院	28000	2	1500	100800
网吧	30000	2	1500	108000
高铁车厢	20000	20	1500	720000
长期合计	68.6万台		1234800元	
总合计	141.75万台		3426000元	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 子公司稍息网络运营的“摩摩哒”成长迅速

荣泰健康于2015年12月成立专门进行商用共享按摩拓展的控股子公司上海稍息网络，经过近半年的筹备后，稍息网络推出了商用共享按摩品牌“摩摩哒”，并在16年下半年开始大规模投放。

图表21 稍息网络股权结构

股东	持股比例
荣泰科技	70%
宁波梅山保税港稍息投资管理中心	30%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

根据稍息网络2016年的财务报表，16年底总资产6,664.51万元；净资产493.14万元；下半年营业收入3,189.37万元；净利润120多万元。我们判断“摩摩哒”发展迅速，在不到半年时间投放了近万台，实现了可观的收入和初步盈利。

3月25日，稍息网络宣布和万达传媒进行战略合作，将在全国范围内的万达影院，为影院内部非观影区和观影区提供按摩椅，并进行收益分成。万达作为全国最大的院线企业，借助万达在全国400多家电影院，摩摩哒能快速地铺设到三线及以下城市，快速培养用户的按摩椅使用习惯，催生家用按摩椅的内销市场爆发；另外，在2017年电影复苏、万达等院线大力发展非票收入的背景下，此次战略合作展现了影院渠道的共享按摩服务依然有很多创新空间，影厅内部观影按摩将是未来一个很大的发展新空间。最后，稍息会通过和影院的合作，通过映前广告和阵地广告宣传共享按摩，让更多的消费者认识到按摩椅的使用方式。

3.3 “摩摩哒”为公司打开服务类收入新空间

预计稍息网络将在2017年继续投放1.5-2万台商用共享按摩椅，按照目前市场上草根调研的1500元/月的流水情况，预计将不断提升新业务的收入规模和盈利能力。

图表22 稍息网络盈利预测

	2017E	2018E	2019E
按摩椅期初量	1	3	5
按摩椅期末量(万台)	3	5	7
月流水(元/月/台)	1400	1500	1600
年流水(亿元)	3.36	7.2	11.52
收入(亿元)	3.36	7.2	11.52
租金(亿元)	1.68	3.6	5.76
折旧成本(亿元)	0.33	0.67	1.00
运营成本(亿元)	0.37	0.66	0.88
税前利润(亿元)	0.98	2.28	3.88
税后利润(亿元)	0.74	1.71	2.91
归母净利润(亿元)	0.52	1.20	2.04

资料来源:平安证券研究所

四、投资建议

4.1 公司未来发展规划

公司此次 IPO 的项目主要包括产能建设、线下体验店建设、服务网络建设等,预计未来公司的发展规划将进一步提升公司的品牌形象和产品性能。

图表23 荣泰健康的募投项目

序号	项目名称	总投资额	募集资金投资额	备案文号	环保批复文件
1	健康产品生产基地新建项目	38,200.00	28,200.00	浔发改技备【2014】211号	浔环管【2014】139号
2	研发中心新建项目	4,300.00	4,300.00	浔发改技备【2014】210号	浔环管【2014】140号
3	体验式新型营销网络建设项目	13,347.10	6,072.46	青发改备【2014】126号	-
4	改扩建厂房	20,173.67	20,173.67	青发改备【2016】142号	青环保许管【2016】662号
5	销售渠道及售后服务网络建设项目	23,897.60	13,897.60	青发改备【2016】139号	-
	合计	99,918.37	72,643.73		

资料来源:公司公告、平安证券研究所

4.2 盈利预测

内销业务在用户习惯培养、消费信贷、银发经济等大背景推动下,以及公司渠道改革、经销商扶持、

等政策下 17-19 年线下内销有望保持 30%、30%、30% 的增长，一贯持续高增长的电商业务我们预计 17-19 年的增速分别为 60%、50%、40%。

摩摩哒共享按摩服务不断突破，绑定主要渠道，预计全年有望实现爆发性增长，实现 2 亿收入。出口预计受益于韩国客户大力拓展北美市场，预计 17-19 年的外销收入增速将保持在 15%、10%、10%。

图表24 荣泰健康的传统业务拆分（单位：亿元）

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
按摩器具出口	收入	4.45	7.21	8.81	10.13	11.14	12.26
	同比增速		62%	22%	15%	10%	10%
	毛利率	27%	27%	35%	34%	34%	34%
按摩器具线下内销	收入	2.14	2.06	2.24	2.91	3.79	4.92
	同比增速		-4%	9%	30%	30%	30%
	毛利率	33.0%	38.0%	38.0%	38.0%	39.0%	39.0%
按摩器具电商	收入	0.481	0.81	1.387	2.22	3.33	4.66
	同比增速		68%	71%	60.00%	50%	40%
	毛利率	58.45%	63.91%	64.10%	64%	64%	64%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

综上所述，我们预计公司 2017-18 年实现 18.35 亿、24.38 亿、30.99 亿元收入，归母净利润为 2.88 亿、4.1 亿、5.27 亿利润，同比增长 39.3%、42.3%、28.6%，对应的 EPS 为 4.11、5.85、7.52 元，对应 33.7、23.7、18.4 估值。

4.3 投资建议

强大的管理层是选择消费品公司的核心，荣泰健康在过去几年的飞速发展中已经证明了管理层强大的前瞻性和执行力，无论是一诺康品还是稍息网络都体现了公司汇聚人才，拓展业务能力。行业层面，国内家用按摩椅消费正从非常低的渗透率位置快速提升，商用共享按摩服务正在全国快速铺开，有望大规模出现在公共区域和半公共区域。公司则是处于这两大细分爆发行业的龙头公司，预计将会受益于这种趋势，我们给予公司“强烈推荐”评级，目标价为 200 元。

4.4 风险提示

- 1、出口业务受中韩关系影响、BODY FRIEND 拓展北美市场不力。
- 2、国内内销业务拓展低于预期。
- 3、体验式共享按摩“摩摩哒”业务低于预期。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	793	1947	2356	3159
现金	552	1617	1961	2660
应收账款	92	112	159	185
其他应收款	0	3	1	4
预付账款	23	14	34	26
存货	100	175	181	264
其他流动资产	127	202	201	284
非流动资产	287	424	453	435
长期投资	1	1	1	1
固定资产	136	173	242	233
无形资产	36	41	45	73
其他非流动资产	113	209	166	128
资产总计	1080	2371	2809	3594
流动负债	571	800	833	1087
短期借款	209	209	209	209
应付账款	290	504	524	762
其他流动负债	72	88	101	116
非流动负债	52	51	51	51
长期借款	26	26	26	26
其他非流动负债	25	25	25	25
负债合计	623	852	885	1138
少数股东权益	6	28	63	122
股本	53	70	70	70
资本公积	85	849	849	849
留存收益	314	573	941	1415
归属母公司股东权益	451	1492	1861	2334
负债和股东权益	1080	2371	2809	3594

现金流量表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	176	441	405	748
净利润	209	288	410	527
折旧摊销	27	28	47	55
财务费用	-21	-26	-47	-63
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-20	130	-40	171
其他经营现金流	-19	22	36	58
投资活动现金流	-83	-154	-67	-59
资本支出	-5	-55	-75	-60
长期投资	-0	-100	0	0
其他投资现金流	-78	1	8	1
筹资活动现金流	148	779	6	10
短期借款	199	0	0	0
长期借款	18	0	0	0
普通股增加	0	18	0	0
资本公积增加	1	764	0	0
其他筹资现金流	-70	-3	6	10
现金净增加额	240	1065	344	699

利润表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1285	1835	2438	3099
营业成本	795	1100	1423	1781
营业税金及附加	2	3	5	6
营业费用	175	257	341	434
管理费用	100	147	195	248
财务费用	-21	-26	-47	-63
资产减值损失	2	0	2	2
公允价值变动收益	0	0	-0	-0
投资净收益	-0	1	1	1
营业利润	233	356	520	693
营业外收入	10	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	243	360	524	697
所得税	34	50	79	111
净利润	209	310	445	585
少数股东损益	2	22	36	59
归属母公司净利润	207	288	410	527
EBITDA	232	358	520	685
EPS (元)	2.95	4.11	5.85	7.52

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	25.5	42.8	32.8	27.1
营业利润(%)	45.0	52.8	46.1	33.2
归属于母公司净利润(%)	44.8	39.3	42.3	28.6
获利能力				
毛利率(%)	38.2	40.1	41.6	42.5
净利率(%)	16.1	15.7	16.8	17.0
ROE(%)	45.7	20.4	23.1	23.8
ROIC(%)	882.0	279.6	457.3	344.3
偿债能力				
资产负债率(%)	57.7	35.9	31.5	31.7
净负债比率(%)	11.8	-10.8	-52.0	-53.4
流动比率	1.39	2.43	2.83	2.91
速动比率	1.21	2.22	2.61	2.66
营运能力				
总资产周转率	1.47	1.06	0.94	0.97
应收账款周转率	18.2	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	4.5	4.6	4.7	4.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.95	4.11	5.85	7.52
每股经营现金流(最新摊薄)	3.35	6.30	5.78	10.68
每股净资产(最新摊薄)	6.45	21.31	26.58	33.35
估值比率				
P/E	46.9	33.7	23.7	18.4
P/B	21.5	6.5	5.2	4.2
EV/EBITDA	0.0	23.2	15.4	10.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033