

中小公司

2017年04月28日

荣泰健康 (603579)

——出口持续开拓、积极拓展内销，共享按摩带你一起“摩摩哒”，给予“买入”评级

报告原因：首次覆盖

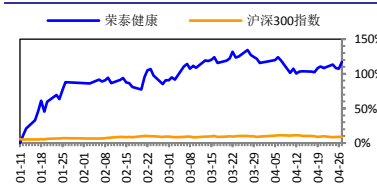
买入 (首次评级)

市场数据： 2017年04月27日	
收盘价(元)	138.95
一年内最高/最低(元)	152.82/53.59
市净率	8.2
息率(分红/股价)	0.43
流通A股市值(百万元)	2432
上证指数/深证成指	3152.19/10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日	
每股净资产(元)	17.05
资产负债率%	34.44
总股本/流通A股(百万)	70/18
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马晓天 A0230516050002
maxt@swsresearch.com

研究支持

任慕华 A0230115080004
renmh@swsresearch.com

联系人

任慕华
(8621)23297818×7568
renmh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **自主品牌顺势而上，线上线下及国内国际均有突破。**公司是国内按摩器具第二大出口厂商，1)在国内市场以自有品牌(“荣泰”)经营，发力电商渠道，并聘请黄晓明先生和林志玲女士作为品牌代言人，契合其产品时尚化、科技化的新趋势；2)出口则主要是以ODM方式为全球各地品牌提供代工生产，公司与大客户深度绑定的战略促使其销售规模快速扩张，来自第一大客户body friend在韩国迅速发展，目前其销售额已占公司营业收入近一半份额。另一方面，公司通过技术研发和网络建设等方面持续不断的投入，凭借较高性价比的产品和完善的营销网络，在国内终端市场和出口市场都建立起了较高的品牌认知度或良好的市场口碑。海外及国内市场的快速发展及拓展带来近四年营收及净利润复合增速分别为**21%及99.7%的优秀成绩**，同时也显示出公司较强的盈利能力及持续性。随着募投项目产能扩充，按摩椅及按摩小电器的产能相比2015年将分别新增15.5万台及43万台，增幅达**110.71%及69.35%**，为内销量提升打下产能基础。
- **我国正逐步成为按摩椅生产大国转型为消费大国。**全球按摩器具行业经历了几十年的培养，目前主要消费集中在北美、欧洲、东亚、东南亚等区域，市场规模稳步上升，到2016年市场规模近115亿美元，预计到18年，年均增速保持10%左右。我国目前已成为主要的按摩器具生产国，16年出口近21亿美元，目前居世界领先水平，并且美国、日本和韩国是我国按摩器具产品的前三大出口目的地。我们认为，未来按摩器具行业的发展，预计将呈现以下几个趋势：**产品普及率上升、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)、**产品技术性增强，国内市场规模至2016年已达到近百亿元，同比增长约10%**。受益于居民收入水平提升，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，我国正逐步转型为按摩器具的消费大国。
- **成立稍息网络，推出共享按摩品牌“摩摩哒”。**公司于2015年12月成立上海稍息网络科技有限公司，荣泰健康持股70%(稍息投资管理中心持股30%)，并于2016年上半年推出“摩摩哒”O2O缓压体验平台，下半年开始大规模推广。2016年实现营业收入3189.3万元，净利润4.28万元，经过前期的产品推广阶段，**根据公司17年一季度报情况，稍息网络发展迅速，一季度已实现收入3300万元左右，净利润700万元**，足见其具有较快的发展速度及较强盈利能力，我们认为未来三年内仍具有较大的发展空间。
- **国内高端按摩椅生产企业，共享按摩模式迎来新发展，首次覆盖，给予“买入”评级。**从公司发展历史可见其管理层执行力较强，在国内按摩椅市场的迅速发展以及高端产品渗透率提升的行业背景下，公司积极拓展产能、建设国内渠道发力内销市场；共享按摩模式逐步被认可并在国内公共场合得到快速扩张。我们预计**2017-2019年净利润分别为2.97、4.12、5.42亿元**，目前对应EPS分别为**4.24、5.89、7.74**，对应PE分别为**33/24/18**倍，考虑到目前行业平均**35**倍左右，公司作为A股优质标的及次新股的估值溢价(详见第四部分盈利预测)，给予“买入”评级。
- **风险提示：**大客户韩国Body Friend方面销售不达预期；共享按摩推进进展受阻；国内渠道建设速度低于预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,285	366	1,810	2,509	3,354
同比增长率(%)	25.50	30.28	40.85	38.62	33.68
净利润(百万元)	207	55	297	412	542
同比增长率(%)	44.81	10.71	43.72	38.72	31.55
每股收益(元/股)	3.94	0.78	4.24	5.89	7.74
毛利率(%)	38.2	39.6	40.2	41.0	41.9
ROE(%)	45.8	4.6	20.1	21.8	22.3
市盈率	35		33	24	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

国内高端按摩椅生产企业，共享按摩模式迎来新发展，首次覆盖，给予“买入”评级。从公司发展历史可见其管理层执行力较强，在国内按摩椅市场的迅速发展以及高端产品渗透率提升的行业背景下，公司积极拓展产能、建设国内渠道发力内销市场；共享按摩模式逐步被认可并在国内公共场合得到快速扩张。我们预计 2017-2019 年净利润分别为 2.97、4.12、5.42 亿元，目前对应 EPS 分别为 4.24、5.89、7.74，对应 PE 分别为 33/24/18 倍，给予“买入”评级。

关键假设点

1、17-19 年海外市场未来销售收入增速假设：韩国市场增速分别为 20%、15%、10%；北美市场分别为 30%、25%、20%；其他海外市场合计增速分别为 10%、9%、8%；

2、国内市场渠道主要分为电商渠道及非电商渠道，假设电商渠道 17-19 年增速分别为 75%、70%、65%；非电商渠道的增速分别为 65%、60%、50%；

3、稍息网络盈利预测核心假设：17-19 年每年新增投放设备 2 万台，假设每台设备月流水 1500 元；假设稍息网络对收入进行 40%（不同合作方平均假设）分成。

有别于大众的认识

市场普遍认为按摩椅市场国内以低端产品为主，大型按摩椅发展较慢，但根据公司近两年的发展及市场情况，大型按摩椅消费习惯已逐渐养成，受益于国内收入水平提升消费群体年龄层扩大化、电商等新购买渠道出现、并且比如像京东白条等便捷的消费信贷模式也是进一步降低了按摩椅的消费门槛，国内按摩椅逐渐进入日常消费。公司加大国内渠道建设及创新，并且通过大量共享按摩椅的对消费习惯的培养，预计公司的按摩椅内销 17 年有望加速。

对于共享经济模式的快速发展预期较低。共享按摩的推广主要适合“等待场景”，比如电影院、高铁站、机场、商场、酒店大堂地方通过租赁或者出售的模式，摆放按摩椅，提供共享按摩的服务。目前公司收费标注一般是每分钟一块钱，可以通过 app 或者微信公众号形式付款，“摩摩哒”自 16 年下半年推出后当年就实现了 3000 多万收入和 4 万左右的盈利。17 年 3 月还和万达传媒签订排他战略合作，共同拓展影院渠道的共享按摩业务。对比共享单车，我们认为摩摩哒的壁垒更高，一个是场地的限制，一个是设备的限制，作为龙头的摩摩哒有望为公司大幅增加业绩弹性。根据公司 17 年一季报情况，稍息网络发展迅速，一季度已实现收入 3300 万元左右，净利润 700 万元，足见其具有较快的发展速度及较强盈利能力，我们认为未来三年内仍具有较大的发展空间，对公司业绩贡献具有较大的弹性。

股价表现的催化剂

北美市场开拓及国内渠道建设超预期，共享按摩进展超预期。

核心假设风险

大客户韩国 Body Friend 方面销售不达预期；共享按摩推进进展受阻；国内渠道建设速度低于预期

1 目录

国内按摩器领先企业	7
1.1 专注时尚健康电器生产，业绩具备成长潜力	7
1.2 差异化创新为导向，产品系列丰富	8
1.3 品牌认可度高，海外订单增长迅速	11
1.4 推出股权激励计划绑定员工利益，彰显发展信心	13
2.我国是按摩椅行业的主要生产国	14
2.1 全球按摩椅重心内移，按摩椅向智能化方向发展	14
2.2 行业集中度偏低，自主品牌附加价值高	17
2.3 内生外延并举，重视自主研发，提升品牌影响力	18
3.摩摩哒开启共享按摩新纪元	21
3.1 摩摩哒-微 SPA：360 度场景覆盖，牵手万达打造健康娱乐消费新模式	21
3.2 与暴风魔镜合作，打造 VR 健康生活方式	24
4.盈利预测	25
4.1 关键假设	25
4.2 盈利预测	25

图表目录

图 1: 公司股权结构.....	7
图 2: 公司营业收入及增速.....	8
图 3: 公司净利润及增速.....	8
图 4: 公司毛利率及净利率稳中有升.....	8
图 5: 公司三项费用率情况.....	8
图 6: 公司按摩椅发展历程.....	9
图 7: 公司按摩小电器产品发展历程.....	9
图 8: 公司于 2016 年推出“共享按摩”.....	10
图 9: 按摩椅产品份额逐渐增加.....	11
图 10: 2016 年收入结构.....	11
图 11: 2011-2016 年国内国外销售收入占比.....	11
图 12: 2013-2016H1 国外市场销售收入构成.....	11
图 13: Body Friend 收入情况.....	12
图 14: Body Friend 利润情况.....	12
图 15: 公司对 Body Friend 旗下 Body Friend America、BAHC 公司增资.....	12
图 16: 2010-2018 年全球按摩保健器具市场规模.....	14
图 17: 世界主要国家按摩器出口额数据.....	15
图 18: 2016 年我国按摩器具出口市场情况.....	15
图 19: 2009-2015 年韩国按摩保健按摩器具行业进口额及变化.....	16
图 20: 2010-2015 中国按摩保健器具市场规模.....	16
图 21: 2016 年中国按摩保健器具产品细分情况.....	17
图 22: 2009-2015 年按摩器具行业利润.....	17
图 23: 2015 年中国 1%的按摩器具生产企业占据 52.6%的出口份额.....	17
图 24: 2016H1 国内主要厂商出口额.....	18
图 25: 国内按摩椅市场主要品牌竞争格局.....	18
图 26: 营业对比（单位：亿元）.....	19
图 27: 营收增速对比.....	19
图 28: 毛利率对比.....	20

图 29: 公司研发及销售投入 20

图 30: 360 度碎片化场景革命 21

图 31: 微 SPA 缓压区 21

图 32: 用零钱、零散时间按摩 SPA 22

图 33: 摩摩哒目前已覆盖全国 152 个城市 22

图 34: 摩摩哒微 SPA 占地小, 耗能低..... 22

图 35: 摩摩哒合作公司 23

图 36: 摩摩哒与合作方收益共享 23

图 37: 微 SPA 缓压区场景 24

图 38: 公司与暴风魔镜就 VR 设备、VR 内容、商业渠道方面达成合作 24

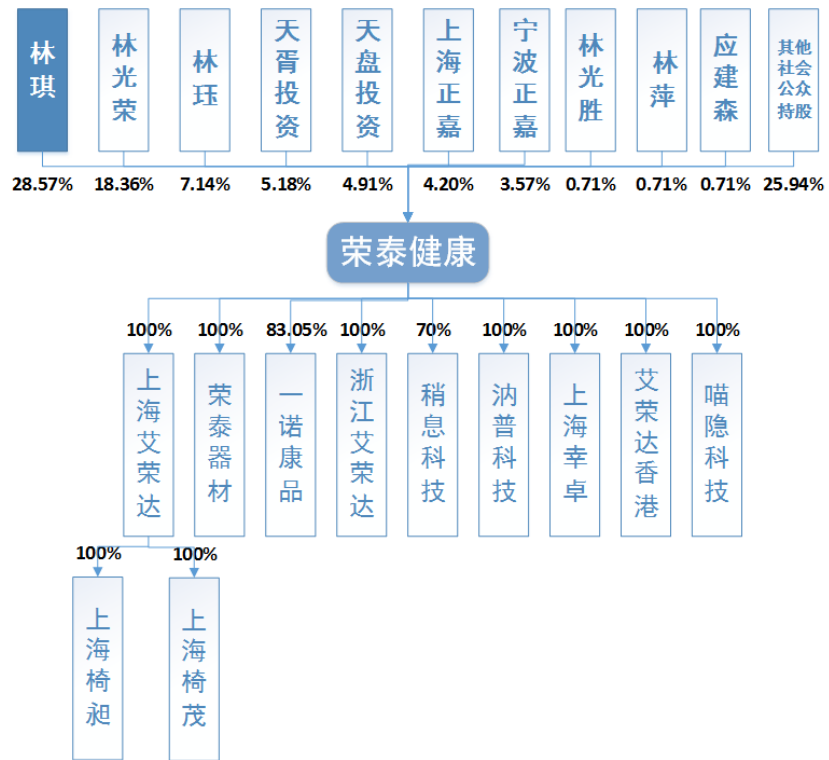
表 1：股权激励情况.....	13
表 2：按摩器行业相关公司.....	19
表 3：稍息网络盈利预测假设（上市公司持股比例 70%）	25
表 4：毛利拆分表	26
表 5：利润表	26

1.国内按摩器领先企业

1.1 专注时尚健康电器生产，业绩具备成长潜力

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。林琪直接持有公司 28.57%的股权，通过宁波正嘉间接持有公司 1.43%的股权，合计持有公司 30%的股权，其中宁波正嘉为公司的员工持股平台。林光荣持有公司 18.36%的股权，与林琪为父子关系，两人合计持有公司 48.36%股权，为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构

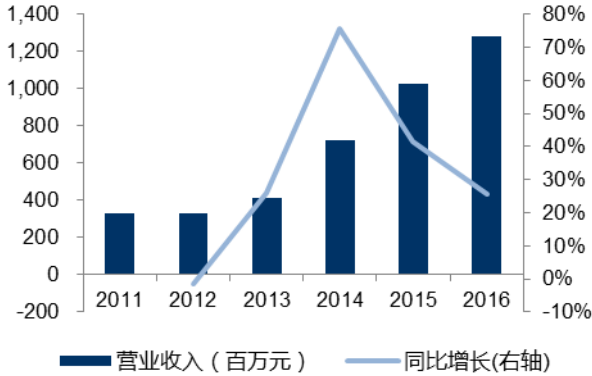


资料来源：公司公告，申万宏源研究（备注：上海正嘉及宁波正嘉均系为进行股权激励而设立的员工持股平台）

营收及净利润近四年复合增速分别为 21%及 99.7%，显示出公司较强的盈利能力及持续性。公司不断推出的新产品获得了良好的市场反馈、客户订单增长迅速，带来公司营业收入规模取得了较大增长，然而随着业务情况较快改善，公司营业收入、净利润的基数已增加较多，2015 年、2016 年营业收入增速相对放缓。得益于产品升级和销售结构优化，公司毛利率持续稳步增长。2013-2016 年毛利率均保持在 30%以上，2016 年毛利率达 38%。由于在营业收入增长的同时企业综合毛利率在加速上升，而期间费用增幅却相对较小，加

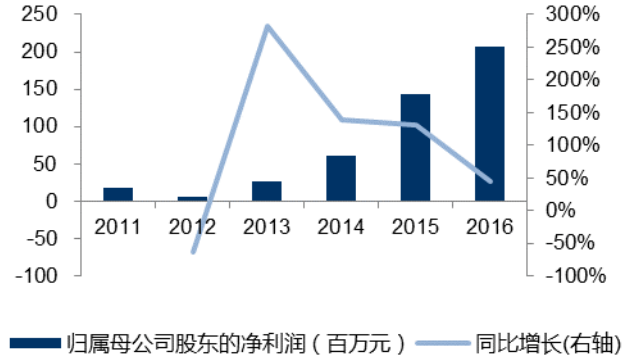
上净利润基数较低，在几项因素综合作用下，2013年-2016年，公司净利润实现比营业收入更为快速的增长。

图 2：公司营业收入及增速



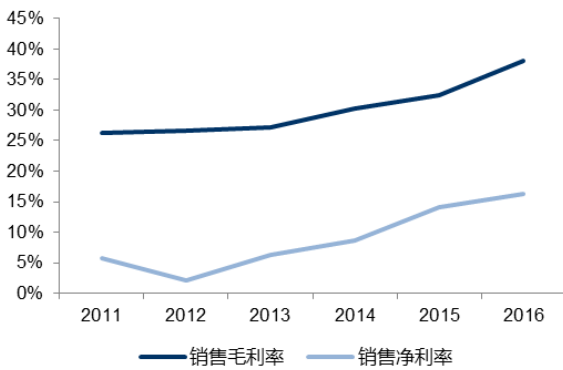
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司净利润及增速



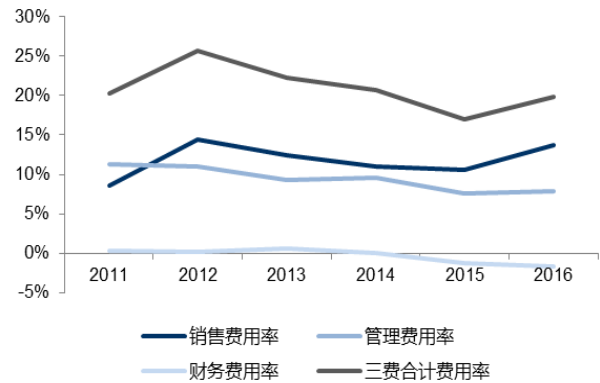
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司毛利率及净利率稳中有升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 差异化创新为导向，产品系列丰富

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。2012年底推出L形导轨高档86系列按摩椅，新产品首次应用了一键平移、无线蓝牙等技术，获得良好的市场反馈，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年下半年公司推出另一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1.34万台及1.71万台。新技术的应用和正确的市场定位使得公司产品在竞争中赢得了差异化优势。

公司按摩椅自推出以来，按时间顺序和技术先进程度，根据按摩椅背部按摩机芯行走轨迹，可以大致分为直形导轨（第一代）、S形导轨（第二代）和L形导轨（第三代）共三代产品。

图 6：公司按摩椅发展历程



资料来源：申万宏源研究

另一方面，按摩小电器产品是公司产品线的重要组成，根据各时期市场热点，公司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电器产品。上述两类产品在销售模式、生产模式、采购模式上具有很高的共性。

图 7：公司按摩小电器产品发展历程



资料来源：申万宏源研究

积极拓展云网络、大数据等互联网技术与传统按摩器具产品的融合。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。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。2015年12月，公司成立稍息网络开启共享按摩业务板块，于2016年上半年推出“摩摩哒”O2O缓压体验平台，提供基于“互联网+等候时间”的微SPA疲劳舒缓解决方案。消费者通过智能手机就能快速启动和适配等待时间所需要的按摩椅服务，用零钱体验按摩服务。

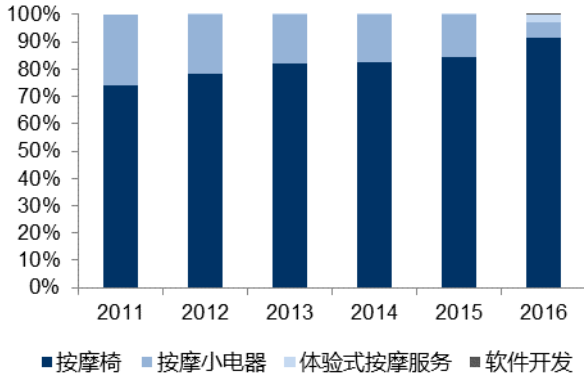
图 8：公司于 2016 年推出“共享按摩”



资料来源：申万宏源研究

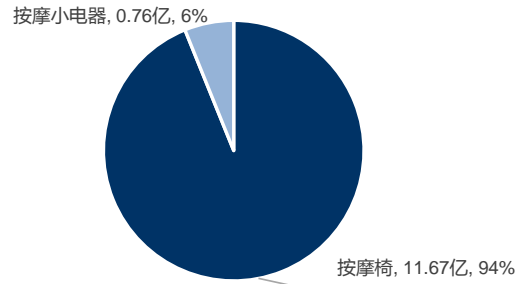
高端产品占主营业务收入的比例逐年增大。在按摩保健产品中，按摩椅的单价要远高于脚部按摩保健器、肩部按摩保健器、按摩靠垫等小型按摩保健器产品，公司按摩椅类产品的营收占比逐年上升，2016年按摩椅类产品占主营业务收入的比例高达94%。

图 9：按摩椅产品份额逐渐增加



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：2016 年收入结构

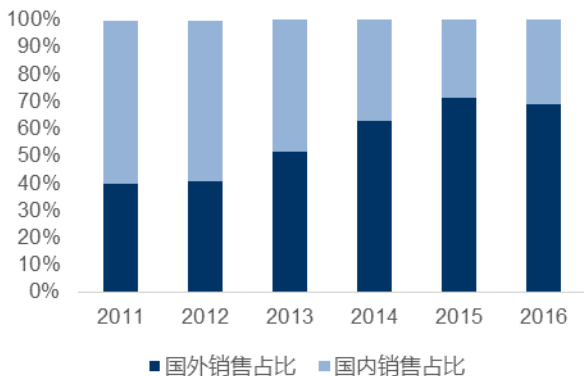


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 品牌认可度高，海外订单增长迅速

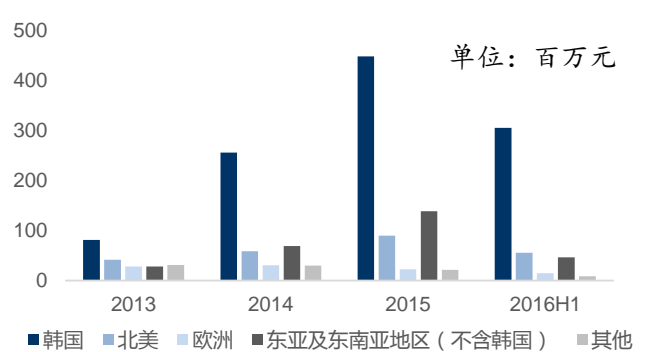
积极布局海外市场，16年海外销售收入占比约68%，韩国市场占海外销售收入的70%，未来将挖掘北美市场潜力。2013-2016年海外销售收入CAGR达35%，其中韩国客户Body Friend的快速增长是主要推动力，未来三年内，在巩固现有业务的基础上，加大市场开拓力度、推广体验店等新型服务销售模式、推出健康美容小电器等新产品，扩大以我国、北美为主的潜力市场的产品普及率。

图 11：2011-2016 年国内国外销售收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：2013-2016H1 国外市场销售收入构成



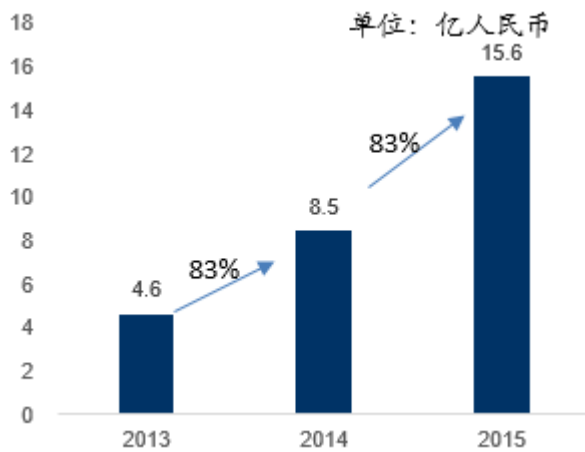
资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司与韩国Body Friend合作积极拓展韩国市场。2014年公司海外市场销售收入增幅达到112%，2016年海外市场销售增速依然保持在37%的高水平，其中来自大客户Body Friend的销售收入约合6.1亿人民币，占主营业务收入的47.6%。公司2012年开始与韩国Body

Friend 合作，Body Friend 向公司采购各类按摩椅，在韩国通过直营体验店、电视购物、家用电器连锁卖场及互联网电商方式向消费者进行销售。2013 年-2016 年 6 月份 Body Friend 总共向公司采购了约 20 万台按摩椅。

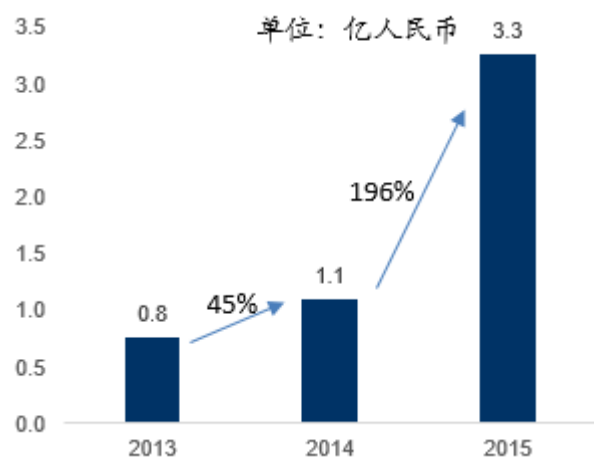
截至 2016 年 9 月，BODY FRIEND 在韩国开设了 110 家直营体验店；在 Himart、三星连锁卖场分别设立了约 450、250 个网点，在乐天、现代等百货商店设立了 15 个网点，销售网络遍及韩国全境。2015 年 Body Friend 营业收入 2635.58 亿韩元（约合 15.55 亿人民币），净利润 553.34 亿韩元（约合 3.26 亿人民币）。

图 13: Body Friend 收入情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

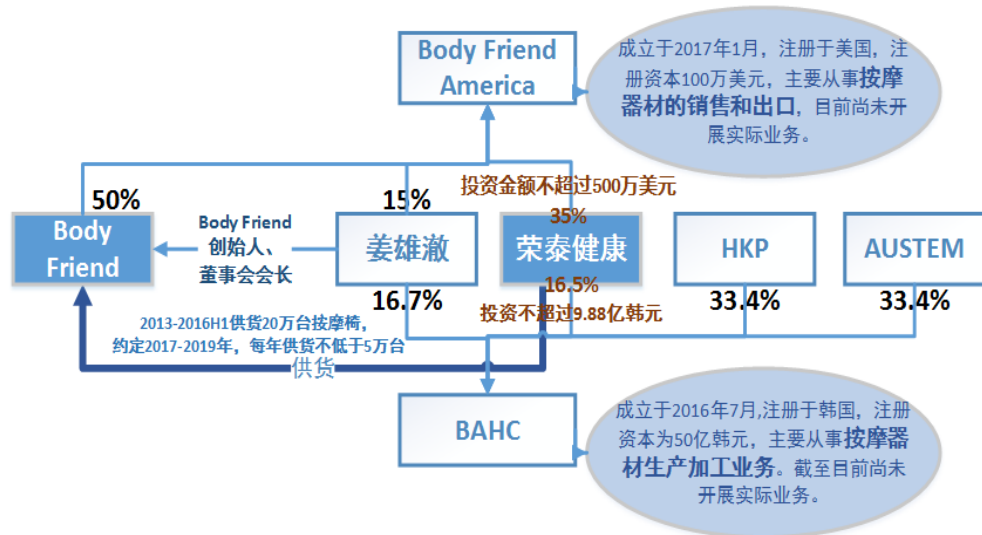
图 14: Body Friend 利润情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

此外，公司与 Body Friend 签订了《长期供货协议》，约定 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日期间，向公司采购按摩椅的数量为每年不低于 5 万台，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海外收入的稳定增长。并且通过对 Body Friend 旗下两公司增资，拟以 Body Friend America 投资金额不超过 500 万美元，持股 50%；拟对 BAHC 投资不超过 9.88 亿韩元，持股 16.5%，深度绑定合作关系。

图 15: 公司对 Body Friend 旗下 Body Friend America、BAHC 公司增资



资料来源：公司公告，申万宏源研究

北美市场是公司开拓的重点市场。北美按摩器具市场与日本等成熟市场相比尚有一定差距，但其市场潜力巨大。经过几年发展，北美按摩器具市场已形成若干优势品牌，行业集中度较高。该地区按摩椅的主要品牌商为 HUMAN TOUCH、BROOKSTONE、ICE、US JACLEAN、OSAKI、TITAN，几家日资品牌也占据少量市场份额。其中，ICE、US JACLEAN 为公司北美市场培育的重要客户，近年来公司通过上述两家客户主推 RT8600、RT6710、RT6910、RT8302 等型号按摩椅，销售规模增长较快。

1.4 推出股权激励计划绑定员工利益，彰显发展信心

公司于 2017 年 1 月 11 日登录资本市场，2 月份则迅速推出股权激励计划，显示出对未来发展的巨大信心。修订后的计划授予权益总计 289 万份，占总股本 4.13%。其中，首次授予 229 万份，占本激励计划授予总量的 79.24%；预留 60 万份，占本激励计划授予总量的 20.76%。涉及的激励对象共 57 人，激励有效期为股票期权授予之日起至所有股票期权行权或注销完毕之日止，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。本次股权激励计划业绩考核指标为：以 2014-2016 年的三年平均值为基数，2017-2019 年净利润增长率分别不低于 75%、100%、125%。

我们认为，公司行权条件转化为 17-19 年利润增速分别为 16%、14%、13%（见下表），作为未来三年的业绩保底，在内销市场及“摩摩哒”业务快速发展的阶段，未来超预期的可能性极大（见文末盈利预测），本次股权激励计划的推出能够较好的绑定员工利益，彰显出对未来发展的信心。

表 1：股权激励行情

基本情况	
首次授予的股票期权数量（万股）	229
需要摊销的总费用（万元）	5986.38
首次授予股权的激励对象	本计划涉及的激励对象共计 57 人，包括：1) 公司董事、高级

管理人员；2) 公司中基层管理人员；3) 公司核心技术（业务）人员。

		行权条件：业绩考核目标				
首次授予部分行权条件	第一个行权期行权条件	17 年净利润在 14-16 年平均业绩增长不低于 75%				
	第二个行权期行权条件	18 年净利润在 14-16 年平均业绩增长不低于 100%				
	第三个行权期行权条件	19 年净利润在 14-16 年平均业绩增长不低于 125%				
预留部分行权条件	第一个行权期行权条件	18 年净利润在 14-16 年平均业绩增长不低于 100%				
	第二个行权期行权条件	19 年净利润在 14-16 年平均业绩增长不低于 125%				

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
归母净利润	62	143	207			
首次授予部分行权最低业绩要求				240	275	309
净利润增长率		131%	45%	16%	14%	13%
需要摊销的费用				19.8	22.4	13.4

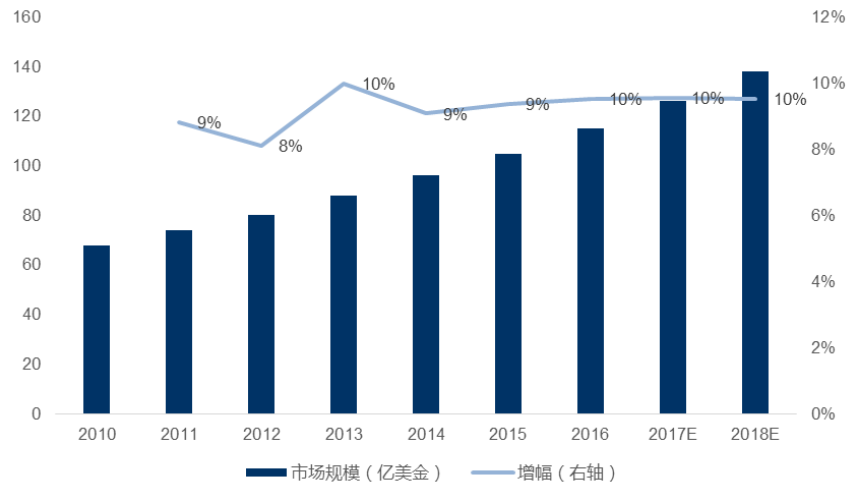
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 我国是按摩椅行业的主要生产国

2.1 全球按摩椅重心内移，按摩椅向智能化方向发展

全球按摩器具市场规模稳步上升，到 2016 年市场规模近 115 亿美元。预计未来十年，全球按摩器具市场还将保持 10% 左右的增长速度，到 2018 年，全球按摩器具市场规模将达到 138 亿美元。

图 16：2010-2018 年全球按摩保健器具市场规模

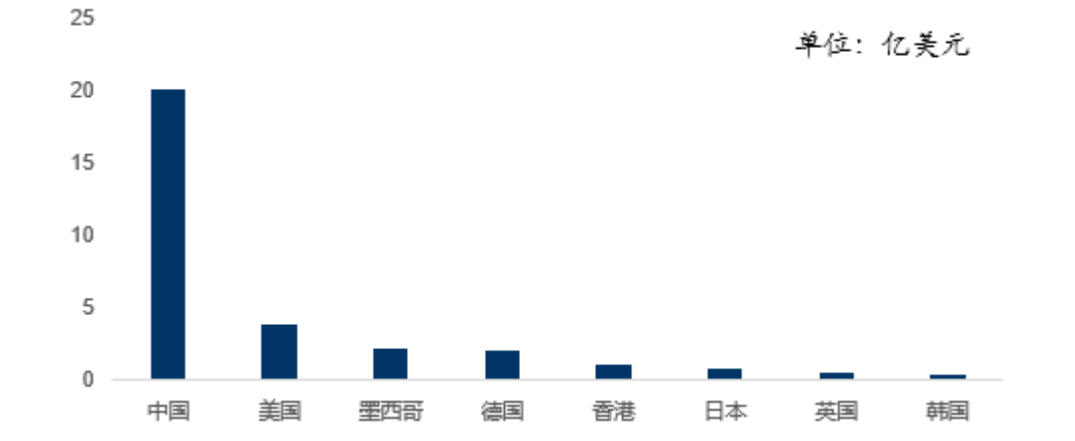


资料来源：中国医药保健品进出口商会按摩具分会，申万宏源研究

目前全球已形成北美、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。目前，台湾地区

的按摩器具生产已基本完成转移，日本厂商也逐步退出了按摩小电器、中低端按摩椅等单价较低产品的生产，专注于高性能全功能按摩椅等按摩产品。

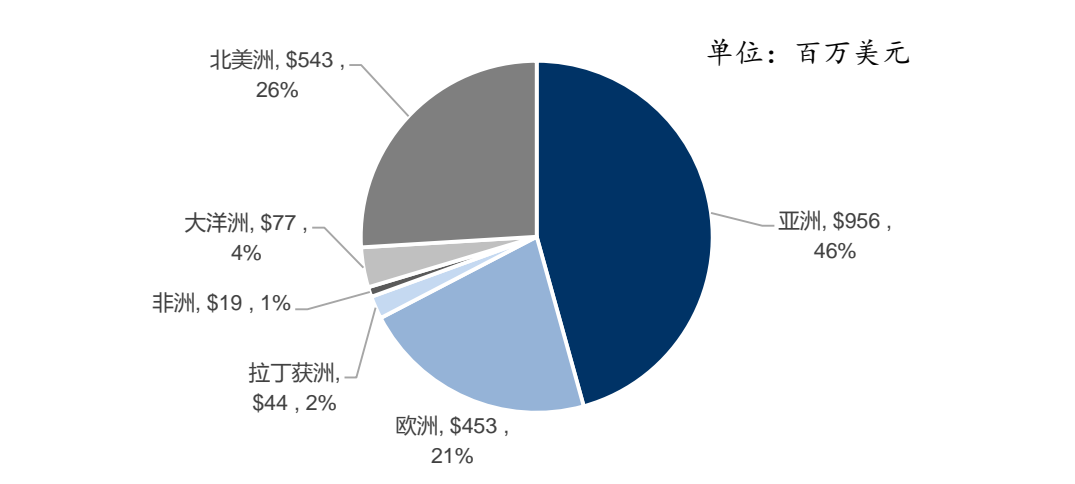
图 17：世界主要国家按摩器出口额数据



资料来源：联合国数据库，申万宏源研究

2016 年我国按摩保健器具行业形势向好，据中国海关数据统计，2016 年我国按摩保健器具产品出口额达 20.92 亿美元，同比增长 7.47%，一般贸易出口额占比为 73.03%。技术的进步和革新是按摩保健器具行业发展的主要推动力之一，产品功能和外形设计的差异化，以及产品类别的不断丰富满足各国外商的不同需求，使得按摩保健器具产品出口量同比增长较快。

图 18：2016 年我国按摩器具出口市场情况



资料来源：中国医保商会根据中国海关数据统计，申万宏源研究

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。2016 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 24.4%、12.3%、11.6%，对美国 and 韩国的出口额均同比上涨 18%，对日本的金额同比下降 13%。对前十位的国家或地区占出口总额的比例达到 77.18%，出口额 16.2 亿美元。韩国按摩保健器具主要通过进口，并且我国是其重要的进

口国。韩国企业主要从事品牌运营和销售渠道维护，一般不自行生产而由中国企业代工生产，2015年韩国按摩器进口额达到2.23亿美元。

图 19: 2009-2015 年韩国按摩保健按摩器具行业进口额及变化



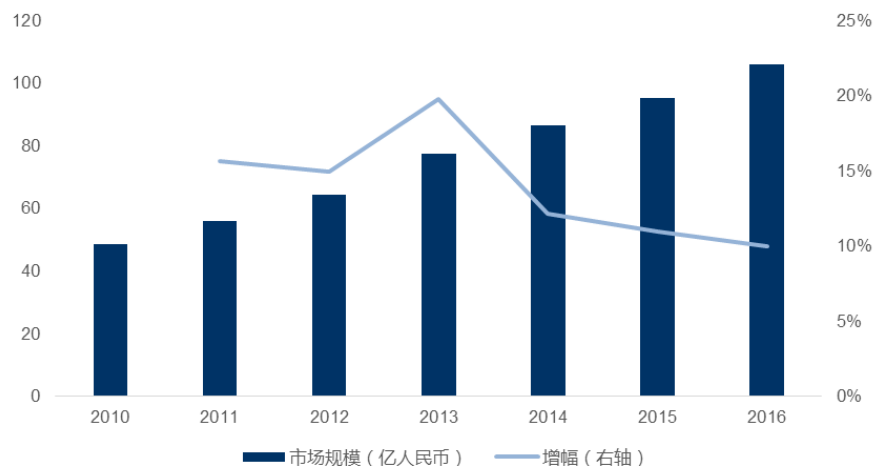
资料来源：联合国数据库，申万宏源研究

我们认为，未来按摩器具行业的发展，预计将呈现以下几个趋势：产品普及率上升、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）、产品技术性增强。

我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，至2016年已达到近百亿元，同比增长约10%。

我国成为全球按摩器具的研发与制造中心，已形成集设计、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。

图 20: 2010-2015 中国按摩保健器具市场规模



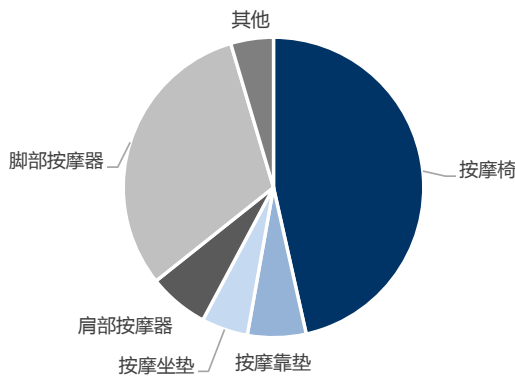
资料来源：中国医药保健品进出口商会按摩具分会，申万宏源研究

2.2 行业集中度偏低，自主品牌附加价值高

在我国按摩器具产品市场中，由于按摩椅的单价要远高于小型按摩保健器产品，其占行业销售额的比重最高，占到几乎一半的份额；小型按摩保健器产品中，脚部按摩保健器相关产品所占份额最大，约占整个市场三分之一的份额，其次是肩部按摩器和按摩靠垫。

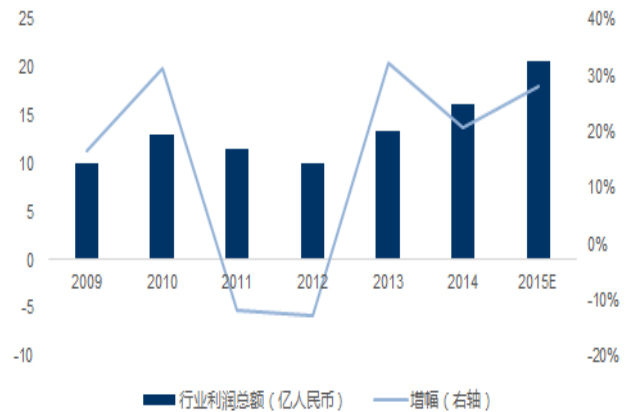
以按摩器具为主要组成的家用美容、保健电器具行业近年来利润水平呈现总体上升、但波动幅度较大的趋势。

图 21：2016 年中国按摩保健器具产品细分情况



资料来源：中国医药保健品进出口商会按摩具分会，申万宏源研究

图 22：2009-2015 年按摩器具行业利润

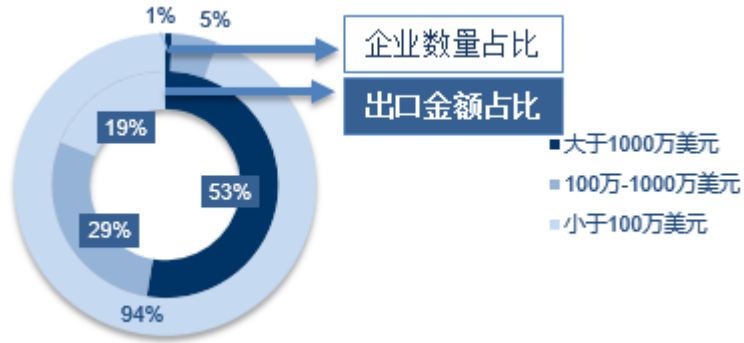


资料来源：Wind，申万宏源研究

根据不同的经营方式，拥有自主品牌的企业，通常拥有自主完整的研发设计、生产与销售体系，产品附加值高，利润率也较高；而单纯采取 ODM / OEM 贴牌代工模式的企业，利润率则相对较低。根据不同的品种结构，按摩椅产品由于技术含量较高、生产工艺复杂，利润率较高；而按摩小电器由于功能较为单一、生产门槛较低，市场竞争相对激烈，利润率也相对较低，因此，以按摩椅为主要产品的企业的利润率水平一般高于以按摩小电器为主的企业。

生产企业数量众多、规模化生产企业较少，集中度不高；1%的按摩器具生产企业占据 52.6% 的出口份额。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。从出口规模来看，全国出口规模小于 1000 万美元的按摩器具生产企业有 3756 家，占全部出口企业数量的 90% 以上。1%的按摩器具生产企业占据 52.6% 的出口份额。

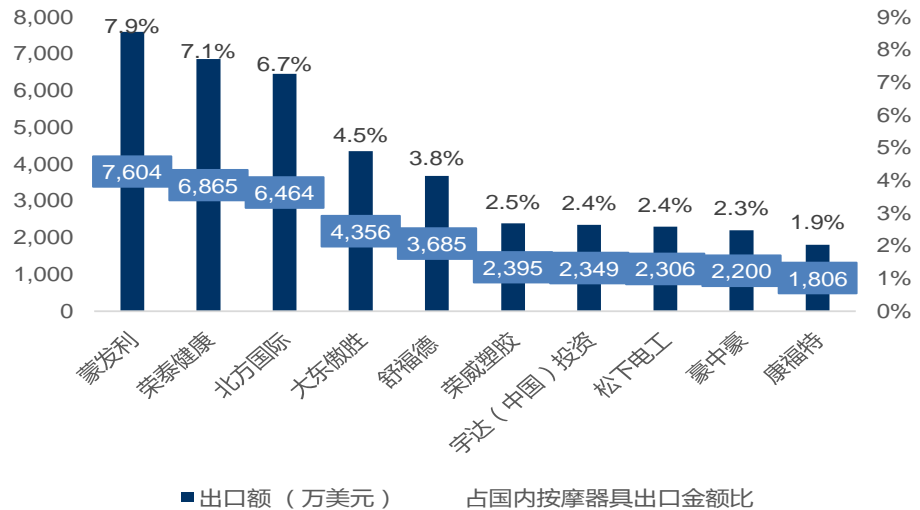
图 23：2015 年中国 1%的按摩器具生产企业占据 52.6%的出口份额



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司是国内按摩器具第二大出口厂商。2016年上半年全国主要的10大按摩器具企业的出口金额约占国内总体按摩器具企业的41%，蒙发利占比第一，公司出口金额达6865万美元，占比7.1%，北方国际集团天津医药保健品进出口有限公司占比第三，前三家企业在出口方面出于第一梯队，大东傲胜、舒福德等出于第二梯队。

图 24：2016H1 国内主要厂商出口额

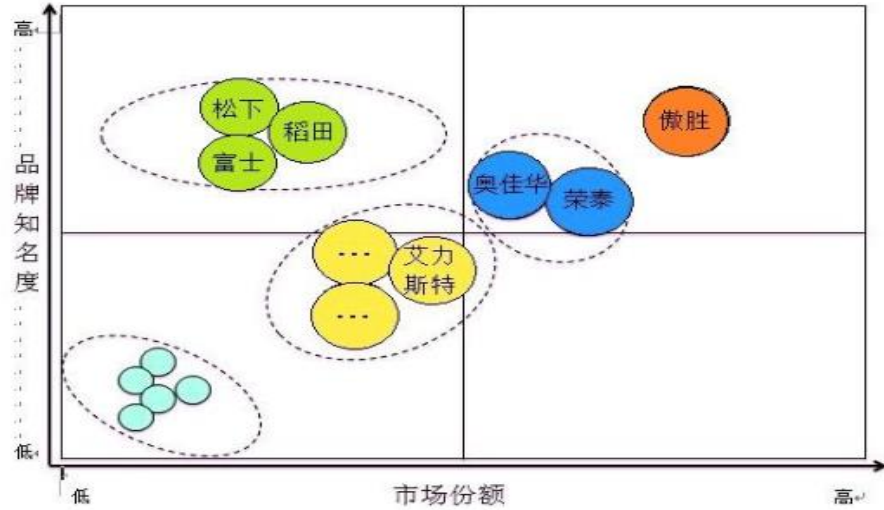


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 内生外延并举，重视自主研发，提升品牌影响力

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，公司的“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。

图 25：国内按摩椅市场主要品牌竞争格局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

相比其他按摩椅品牌，公司产品的研发优势明显。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。

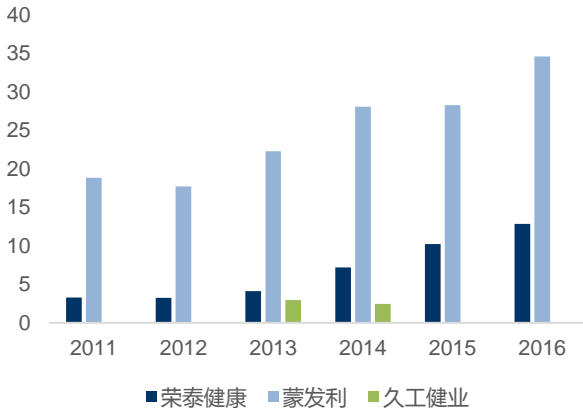
表 2：按摩器行业相关公司

品牌	所属公司	成立时间	国别	上市类型	估值/市值	营业收入
傲胜 OSIM	傲胜集团	1980 创立，母公司傲胜集团旗下有按摩椅品牌 OSIM、茶业品牌 TWG Tea、健康保健品 GNC 品牌的 V3 Group 等	新加坡	2016 年 9 月在新加坡退市，目前计划在香港上市	母公司估值约 10 亿美元	2015 年傲胜集团营收约合 29 亿人民币
荣泰	荣泰健康	2002 年创立，国内主要的按摩器具	中国	2017 年 1 月 A 股上市	市值约 90 亿	2016 年按摩器具营收 12.43 亿元
奥佳华	蒙发利	1996 年创立，国内主要的按摩器具		2011 年 9 月 A 股上市	市值约 86 亿	2015 年按摩器具营收 20.9 亿元
松下住宅电器(上海)	松下集团	松下住宅电器(上海)成立于 1996 年	日本	品牌知名度高，在但中国市场份额小		
艾力斯特 (iRest)	豪中豪	成立 2003 年，主营保健按摩器	中国	拥有一定的市场知名度		
久工健业	乐金健康	乐金健康 2015 年 7 月收购久工健业 100% 股份，主营按摩椅	中国	乐金健康于 2011 年 7 月 A 股上市	乐金健康市值 62 亿	久工健业 2014 年营收 2.45 亿

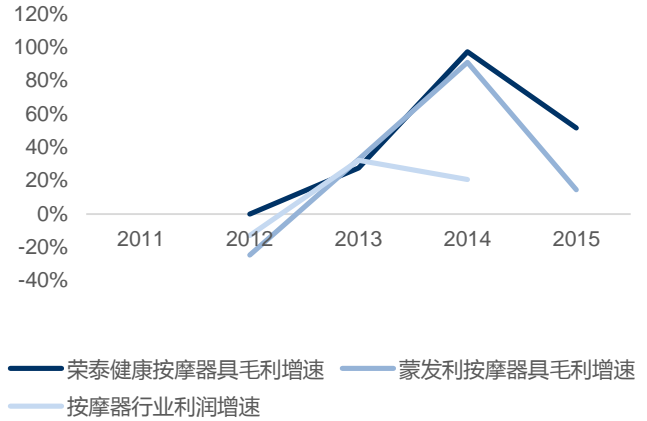
资料来源：申万宏源研究

图 26：营业对比（单位：亿元）

图 27：营收增速对比

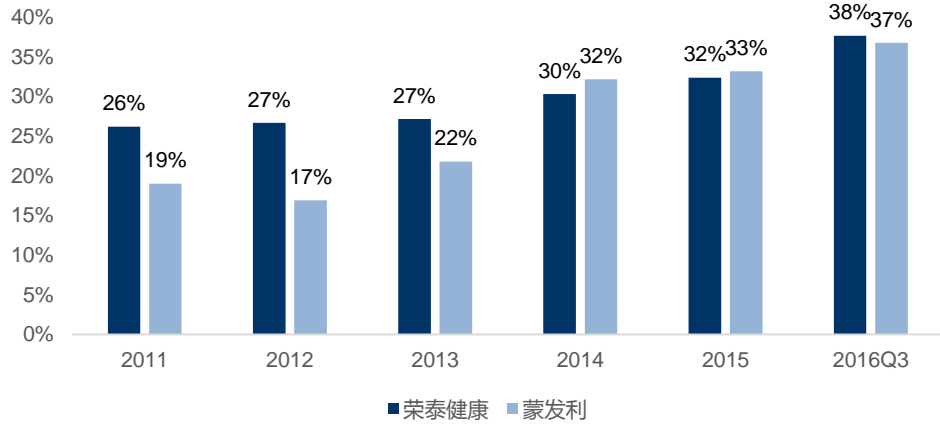


资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28: 毛利率对比

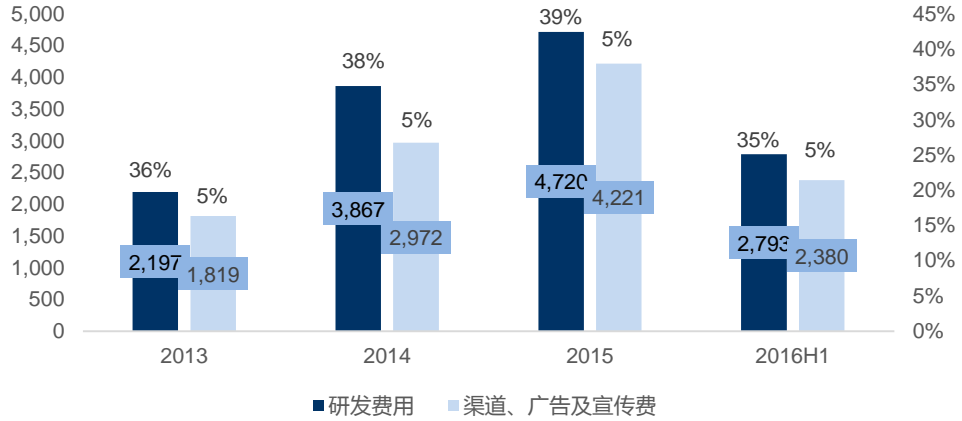


资料来源：公司公告，申万宏源研究

重视研发创新，公司对技术研发一直保持了持续较大投入，2013 年-2016 年各期研发费用占营业收入的比例均超过、了 5%。公司于 2009 年通过了高新技术企业认证，2012 年通过复审，2015 年通过重新认定。截至本说明书签署日，公司拥有国内专利权 128 项（其中发明专利 3 项、实用新型 58 项、外观设计 67 项），台湾地区实用新型专利权 1 项、韩国外观设计专利权 1 项。

同时在销售端发力，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，提升品牌影响力。

图 29: 公司研发及销售投入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 摩摩哒开启共享按摩新纪元

3.1 摩摩哒-微 SPA：360 度场景覆盖，牵手万达打造健康娱乐消费新模式

成立稍息网络，推出共享按摩品牌“摩摩哒”。公司于 2015 年 12 月成立上海稍息网络科技有限公司，荣泰健康持股 70%（稍息投资管理中心持股 30%），并于 2016 年上半年推出“摩摩哒”O2O 缓压体验平台，下半年开始大规模推广。2016 年稍息网络总资产 6664.5 万元，净资产 493.14 万元；实现营业收入 3189.3 万元，净利润 4.28 万元，经过前期的产品推广阶段，公司在品牌，渠道，产品，服务，场景体验进行的投入，有望在未来得到业绩逐步兑现。根据公司 17 年一季报情况，稍息网络发展迅速，一季度已实现收入 3300 万元左右，净利润 700 万元，足见其具有较快的发展速度及较强盈利能力，我们认为未来三年内仍具有较大的发展空间。

图 30：360 度碎片化场景革命



资料来源：摩摩哒官网，申万宏源研究

图 31：微 SPA 缓压区



资料来源：摩摩哒官网，申万宏源研究

“摩摩哒”共享按摩使用方便，合理利用零散休闲时间。摩摩哒缓压按摩器产品，原型采用荣泰旗舰产品 RT6900，并进一步定制改进，将物联网，移动支付，云端大数据等高科技手段集于一体，更加智能便捷，降低维护成本。使用摩摩哒智能手机应用或通过微信公众号，用户可以用自己的手机查看摩摩哒合作网点位置，通过扫描座椅上的二维码开启即可开始按摩缓压。

图 32：用零钱、零散时间按摩 SPA



资料来源：公司网站，申万宏源研究

覆盖区域广，与国内众多商场、院线、机场、酒店等场景方合作。摩摩哒通过半年的高速发展，与众多主流院线的门店建立了合作示范点，截止 2017 年 3 月，覆盖城市达 152 个，一二线城市覆盖率高达 80%，已经在全国的机场、车站、影院、商业体、办公区等领域布局超过 3000 个缓压区。

线上+线下，O2O 的商业模式是消费升级带来的创新之举。通过在电影院场所内开设摩摩哒微 SPA 缓压区，给用户带来全新的增值体验，同时提升场所软硬件配备和品牌形象。通过双方线上线下的互通，实现品牌联合推广和用户活动度提升。

图 33：摩摩哒目前已覆盖全国 152 个城市

图 34：摩摩哒微 SPA 占地小，耗能低



资料来源：摩摩哒官网，申万宏源研究



资料来源：摩摩哒官网，申万宏源研究

与万达开展深度合作，共同开拓 1.85 亿人次观影市场。2017 年 3 月 25 日，稍息网络与万达传媒签订战略合作框架协议，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，2016 国内线上票房 51 亿元，公司观影人次 1.85 亿人次，摩摩哒能借助万达影院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，影响人数理论上可以超过 1 亿人次，影厅内部观影按摩将是未来一个很大的发展新空间。

并且 17 年 3 月底，稍息网络与天津万达传媒签订合作框架协议，合作期限为五年，稍息网络计划在全部万达院线体系下媒介资源，主要包括：1) 投入总价值金额累计不低于 3 亿元人民币，用于战略合作业务投入（具有排他性）；2) 在合作期内还将投入 2 亿元人民币将直接用于影城阵地及广告业务合作，其他为资源性投入；3) 合作期内稍息网络还将为万达院线旗下影城免费提供标准定制(符合影厅座椅轻工业标准要求 QB/T)研发的按摩观影座椅(型号 RT5500)，并将与万达进行座椅运营收益分成。

图 35：摩摩哒合作公司



图 36：摩摩哒与合作方收益共享



资料来源：摩摩哒官网，申万宏源研究

资料来源：摩摩哒官网，申万宏源研究

图 37：微 SPA 缓压区场景



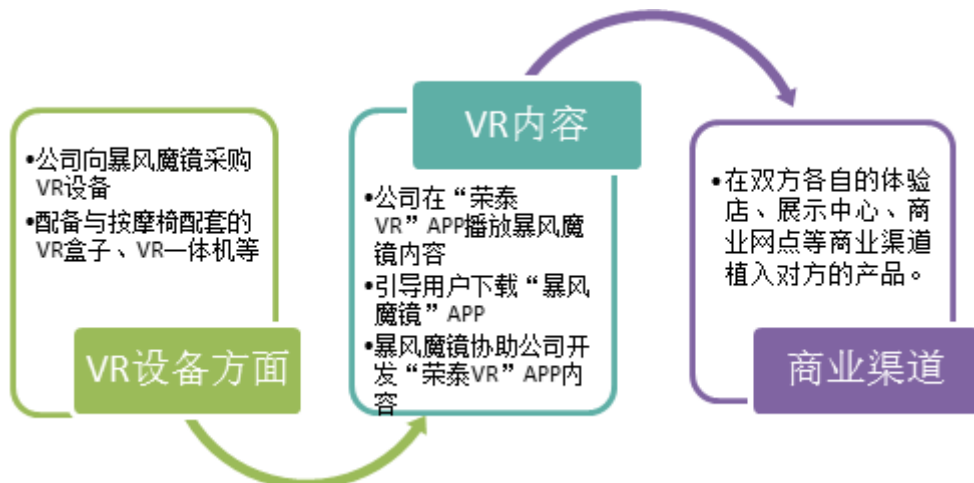
资料来源：申万宏源研究

3.2 与暴风魔镜合作，打造 VR 健康生活方式

作为智能健康家电先驱品牌，公司也在积极探索健康家居生活的新形式。公司与暴风魔镜于 2017 年 2 月 27 日签署了《战略合作框架协议》，通过双方在技术、产品、内容、体验等方面的深入合作，公司实现了集按摩、VR、影音娱乐多元合一的全新健康家居体验方式。

暴风魔镜是暴风影音旗下的移动端虚拟现实开发企业，其产及业务涵盖 VR 硬件、VR&AR 软件、开发平台、应用分发市场、收费及广告商业平台等。公司与暴风魔镜就按摩器具行业的 VR 设备、内容、技术等领域开展全面战略合作。

图 38：公司与暴风魔镜就 VR 设备、VR 内容、商业渠道方面达成合作



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测

4.1 关键假设

1、17-19 年海外市场未来销售收入增速假设：韩国市场增速分别为 20%、15%、10%；北美市场分别为 30%、25%、20%；其他海外市场合计增速分别为 10%、9%、8%；

2、国内市场渠道主要分为电商渠道及非电商渠道，假设电商渠道 17-19 年增速分别为 75%、70%、65%；非电商渠道的增速分别为 65%、60%、50%；

3、稍息网络盈利预测核心假设：17-19 年每年新增投放设备 2 万台，假设每台设备月流水 1500 元；假设稍息网络对收入进行 40%（不同合作方平均假设）分成。

表 3：稍息网络盈利预测假设（上市公司持股比例 70%）

	2017E	2018E	2019E
期初按摩椅数量（万台）	1	3	5
期末按摩椅数量（万台）	3	5	7
每台设备月流水收入（元）	1500	1500	1500
合计设备年流水收入（亿元）	3.6	7.2	10.8
税前利润（亿元）	1.08	2.1	3.13
稍息网络按照 40% 收入分成	1.44	2.88	4.32
稍息网络税后利润（亿元）	0.32	0.63	0.94

资料来源：申万宏源研究

4.2 盈利预测

国内高端按摩椅生产企业，共享按摩模式迎来新发展，首次覆盖，给予“买入”评级。从公司发展历史可见其管理层执行力较强，在国内按摩椅市场的迅速发展以及高端产品渗透率提升的行业背景下，公司积极拓展产能、建设国内渠道发力内销市场；共享按摩模式逐步被认可并在国内公共场合得到快速扩张。我们预计 2017-2019 年净利润分别为 2.97、4.12、5.42 亿元，目前对应 EPS 分别为 4.24、5.89、7.74，对应 PE 分别为 33/24/18 倍，给予“买入”评级。

考虑到目前行业平均 35 倍左右，公司作为 A 股优质标的及次新股的估值溢价，对于公司按摩椅业务及共享按摩业务分开考虑，按摩椅制造及销售给予 40 倍估值（17 预计利润

2.74 亿元)，考虑到共享按摩业务自推出不到一年来发展迅速，并且稍息网络预计未来每年新增投放规模约 2 万台左右，未来市场中共享按摩椅存量目标 7-10 万台，综合考虑给予共享按摩相关业务 50 倍估值（17 年合并公司利润 0.23 亿元），预计 17 年合理市值 121 亿元，目前 97 亿元（截止至 2017 年 4 月 28 日收盘），具有 25% 空间，给予“买入”评级。

表 4：毛利拆分表

单位：百万元		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产品销售	国外销售合计	445	721	881	1054	1217	1354
	韩国	256	449	624	748	860	946
	北美	59	90	113	147	184	221
	其他	130	183	144	158	172	186
	毛利率	27%	27%	35%	35%	34%	34%
	毛利	119	197	305	369	414	460
	国内销售合计	262	290	363	612	1004	1568
	电子商务渠道	45	79	139	243	413	681
	非电商渠道	217	212	224	370	591	887
	毛利率（电商）	58%	46%	62%	63%	63%	62%
毛利率（非电商）	34%	46%	37%	38%	38%	37%	
毛利率	38%	46%	46%	48%	48%	48%	
毛利	101	134	168	293	485	750	
产品盈利情况	毛利率	31.0%	32.7%	38.1%	39.7%	40.5%	41.4%
	毛利	219	331	473	662	899	1211
服务	共享按摩收入	1.8	2.6	34.7	144	288	432
	毛利率			49%	45%	45%	45%
	毛利			17	65	130	194
收入合计		723	1024	1285	1810	1810	2509
营业成本		504	692	795	1092	1083	1481
毛利		219	332	490	718	727	1028
毛利率		30.3%	32.4%	38.2%	39.7%	40.2%	41.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：利润表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	723	1,024	1,285	1,810	2,509	3,354
二、营业总成本	652	865	1,053	1,450	2,002	2,683
其中：营业成本	504	692	795	1,083	1,481	1,949
营业税金及附加	0	1	2	3	5	6
销售费用	78	107	175	250	351	470
管理费用	68	77	100	141	198	268
财务费用	0	(13)	(21)	(28)	(33)	(10)
资产减值损失	2	0	2	0	0	0
加：公允价值变动收益	(4)	(0)	0	0	0	0
投资收益	3	2	(0)	0	0	0

三、营业利润	69	161	233	361	507	671
加：营业外收入	4	6	10	0	0	0
减：营业外支出	2	0	1	0	0	0
四、利润总额	71	166	243	361	507	671
减：所得税	9	22	34	54	76	101
五、净利润	62	144	209	306	431	570
少数股东损益	0	1	2	10	19	28
归属于母公司所有者的净利润	62	143	207	297	412	542
六、基本每股收益	1.20	2.72	3.94	4.24	5.89	7.74
全面摊薄每股收益	0.88	2.04	2.95	4.24	5.89	7.74

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：可比公司估值表

代码	公司	市值(亿元)		股价(元/股)			EPS			PE	
		2017/4/26	2017/4/26	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E		
002614.SZ	蒙发利	94	16.88	0.35	0.60	0.73	48	28	23		
300247.SZ	乐金健康	59	7.30	0.10	0.17	0.20	72	43	36		
行业平均							60	35	30		
603579.SH	荣泰健康	97	138.95	3.94	4.24	5.89	35	33	24		

资料来源：公司公告，申万宏源研究（公司 EPS 来自于 wind 一致预期）

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。