

强烈推荐-A (首次)

荣泰健康 603579.SH

目标估值: NA  
 当前股价: 129.92 元  
 2017年05月09日

摩摩哒开创按摩界共享模式, 打开百亿市场空间

基础数据

上证综指	3103
总股本(万股)	7000
已上市流通股(万股)	1750
总市值(亿元)	91
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	17.1
ROE(TTM)	17.8
资产负债率	34.4%
主要股东	林琪
主要股东持股比例	28.57%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	192	192
相对表现	-2	191	187



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

濮冬燕

021-68407301  
 pudy@cmschina.com.cn  
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
 S1090515090001

郑恺

021-68407559  
 zhengkai1@cmschina.com.cn  
 S1090514040003

公司依托产品研发实力以及上市品牌优势, 提出微 SPA 缓压区等待场景理念, 将按摩服务融入碎片化等待场景中, 需求前景巨大, 预计 17-19 年 EPS 分别为 3.95、5.32、6.84 元, 对应 17 年 PE、PB 分别为 35、6.4, 首次给予“强烈推荐-A”。

- 依托研发实力, 把握出口大客户 BODY FRIEND 成长机遇。公司作为国内按摩器具龙头企业之一, 专注于按摩器具的设计、研发, 12 年开始与韩国 BODY FRIEND 合作, 该公在韩国市场建立了直营店、电视购物、网络购物、家电连锁等协同发展的立体营销网络成长迅速。公司受益于 BODY FRIEND 对其采购额的提升, 在 2013 年至 2016 年收入复合率为 46.2%, 2016 年其占公司收入比为 47.6%。
- 工作压力促使国内按摩椅需求增长加速。按摩器具具有缓解疲劳、提高生活品质的功效, 开始受到越来越多居民的青睐, 其国内市场具有初始规模较小但增长迅猛的特点。自 2008 年至 2014 年, 我国按摩器具市场规模由 30 亿元增加值 86.8 亿元, 复合年均增速为 19.4%, 未来有望进入需求加速爆发期!
- 摩摩哒开创了按摩界的共享模式。荣泰健康以稍息网络为平台, 首家提出微 SPA 缓压区等待场景理念, 将按摩服务融入碎片化等待场景中。公司已投放 1 万多台覆盖 152 个城市, 尤其是影院渠道处于领先优势, 近期又与万达签订 5 年排他协议。目前我国大约有 8000 个影院、6000 个火车站、200 多个机场, 汽车 4S 店、商场、酒店等渠道需求, 我们根据这些主要的渠道情景测算, 目前共享按摩椅服务市场近 100 亿规模, 市场前景巨大。
- 首次给予“强烈推荐-A”。公司依托产品研发实力以及上市品牌优势, 提出微 SPA 缓压区等待场景理念, 将按摩服务融入碎片化等待场景中, 需求前景巨大, 预计 17-19 年 EPS 分别为 3.95、5.32、6.84 元, 对应 17 年 PE、PB 分别为 35、6.4, 首次给予“强烈推荐-A”。
- 风险提示: 摩摩哒推广效果低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1024	1285	1708	2198	2716
同比增长	42%	25%	33%	29%	24%
营业利润(百万元)	161	233	315	427	552
同比增长	132%	45%	35%	35%	29%
净利润(百万元)	143	207	277	372	479
同比增长	132%	45%	34%	34%	29%
每股收益(元)	2.04	2.95	3.95	5.32	6.84
PE	63.7	44.0	32.9	24.4	19.0
PB	22.0	15.1	6.0	5.1	4.2

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一 国内领先的按摩器具生产企业 .....	5
(一) 股权结构: 公司实际控制人为林氏父子 .....	5
(二) 按摩椅产品是公司主要收入和利润来源 .....	6
二 受益大客户, 出口业务快速成长 .....	10
(一) 第一大客户 BODY FRIEND 销售快速增长 .....	10
(二) 韩国近年来按摩椅市场快速发展 .....	11
三 积极布局内销业务, 把握消费升级机遇 .....	13
(一) 国内市场前景广阔, 未来需求有望快速增长 .....	13
(二) 大企业争夺中高端市场是国内基本竞争格局 .....	15
(三) 研发创新为公司核心竞争力 .....	17
(四) 公司四位一体的营销网络布局完善 .....	18
四 摩摩哒为按摩椅行业的共享模式 .....	21
(一) 摩摩哒开创按摩界的“场景革命” .....	21
(二) 共享按摩市场巨大, 公司抢占渠道资源 .....	22
五 盈利预测及公司估值 .....	25
六 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1: 公司股权结构图 .....	6
图 2: 公司主要客户情况.....	6
图 3: 2016 年年报收入构成 .....	7
图 4: 近年来公司经营规模稳步较快扩张.....	7
图 5: 近年来公司利润持续较好增长 .....	7
图 6: 近年来公司盈利能力稳步提升 .....	8
图 7: 近年来公司费用控制整体稳定 .....	8
图 8: 按摩椅销售收入占比逐渐提高 .....	8
图 9: 公司按摩器具外销保持较高增速.....	9
图 10: BODY FRIEND 公司网站 .....	10
图 11: BODY FRIEND 获得的部分荣誉合增速 34%.....	10
图 12: BODY FRIEND 销售收入连续两年实现 83%增速 .....	10
图 13: BODY FRIEND 近年净利润高速增长 .....	10
图 14: BODY FRIEND 销售收入占比逐年提升 .....	11
图 15: 韩国按摩器具进口额高速增长 .....	12
图 16: 中国是韩国按摩保健器具的主要进口来源国 .....	12
图 17: 韩国是中国按摩保健器具的主要出口市场之一.....	12
图 18: 近年来中国按摩器具市场规模逐年扩大.....	13
图 19: 我国按摩椅保有率低, 提升空间巨大 .....	14
图 20: 近年来中国按摩器具市场规模逐年扩大.....	14
图 21: 国内按摩椅市场竞争格局.....	16
图 22: 2013 年国内按摩器具市场份额.....	17
图 23: 公司在研发方面持续投入.....	17
图 24: 暴风科技此次与公司合作的主打产品为 S1 .....	18
图 25: 国内业务销售模式.....	18
图 26: 2016 年 1-6 月公司内销收入构成 .....	19
图 27: 公司积极拓展电商市场 .....	20
图 28: 摩摩哒核心品牌优势 .....	21
图 29: 微 SPA 缓压区体验方式与场景 .....	21
图 30: 碎片化等待场景 360 度全覆盖 .....	22
图 31: 多种功能选择缓解疲劳, 减轻压力 .....	22
图 32: 上海稍息网络科技有限公司网点分布 .....	23
图 33: 公司按摩椅产能已达极限.....	25

表 1: 公司股东结构.....	5
表 2: 父亲节、母亲节和敬老节是亚太区按摩椅销售高峰 .....	15
表 3: 公司主要竞争对手简介 .....	16
表 4: 单个经销商提货额较为稳定.....	19
表 5: 电商业务发展迅速.....	20
表 6: 主要渠道共享按摩椅市场容量测算.....	23
表 7: 上海稍息网络科技有限公司未来 3 年收入假设.....	24
表 8: 上海稍息网络科技有限公司股权结构 .....	24
表 9: 公司募集资金投向和运用计划 .....	25
表 10: 公司 2017 年股权激励计划 (草案) .....	26
表 11: 公司未来三年盈利简表.....	26
附: 财务预测表 .....	28

## 一 国内领先的按摩器具生产企业

公司的前身为成立于 2002 年的上海荣泰健身科技发展有限公司。过去 15 年来，公司在按摩器具行业厚积薄发，在已经具备了较大的市场份额和业界影响力。

作为国内主要的按摩器具产品与技术服务提供商之一，公司专注于按摩器具的设计、研发、生产和销售。公司的使命是“科技让生活更健康”，它致力于帮助全球用户共享健康时尚的生活方式，从而成为国际领先的时尚健康电器专业服务商之一。

按摩椅和按摩小电器是公司的主要产品。随着按摩器具技术和市场需求的发展，公司研发了直形导轨、S 形导轨、L 形导轨三代按摩椅产品，以及按摩垫、塑身按摩器、腿足按摩器、便携式按摩器等功能各异的按摩小电器，从而形成了适应广泛市场需求的、较为完善的按摩器具产品线。

### （一）股权结构：公司实际控制人为林氏父子

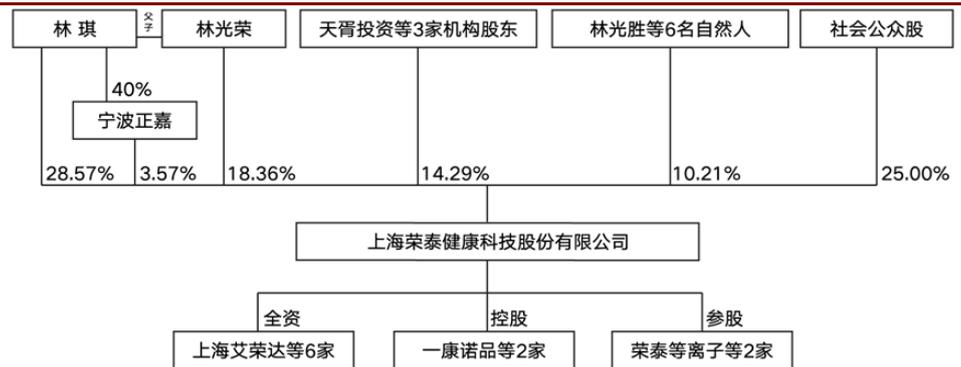
公司目前总股本为 7000 万股，其中林琪持有 2000 万股，占比为 28.57%，并通过宁波正嘉间接持有 100 万股公司股票、林光荣（林琪的父亲）持有 1285 万，占比为 18.36%，公司实际控制人为林氏父子。

表 1：公司股东结构

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
林琪	2,000	28.57%
林光荣	1,285	18.36%
林珏	500	7.14%
天胥投资	362	5.18%
天盘投资	344	4.91%
上海正嘉	294	4.20%
宁波正嘉	250	3.57%
林光胜	50	0.71%
应建森	50	0.71%
林萍	50	0.71%
其他股东	65	0.93%
社会公众股	1,750	25%
<b>合计</b>	<b>7000</b>	<b>100%</b>

资料来源：招股说明书，招商证券

图 1: 公司股权结构图



资料来源: 招股说明书; 招商证券

## (二) 按摩椅产品是公司主要收入和利润来源

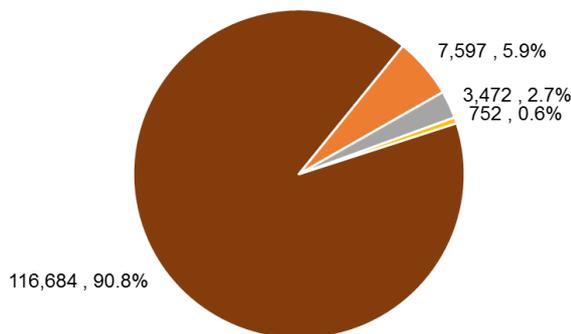
公司专注于按摩器具的设计、研发、生产和销售, 按摩器具制造产品主要包括按摩椅和按摩小电器。从公司历年的收入构成来看, 按摩椅是公司的主要收入构成, 收入占比在 80% 以上, 毛利贡献率则多年保持在 90% 以上。2016 年, 按摩椅产品营业收入占主营业务收入的 91%, 毛利贡献率达到 95%。

图 2: 公司主要客户情况



资料来源: 公司网站, 招商证券

图 3: 2016 年年报收入构成

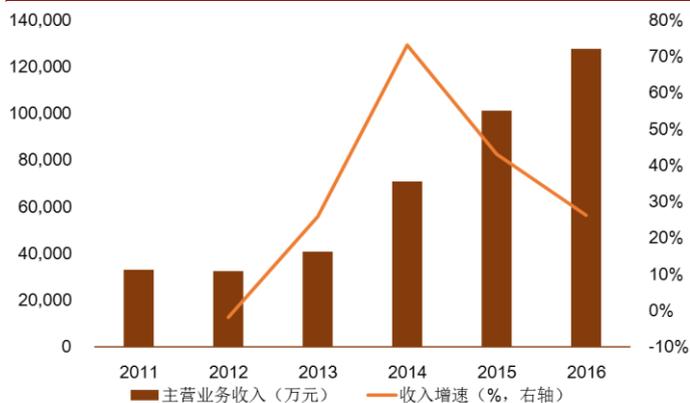


■ 按摩器具制造: 按摩椅 ■ 按摩器具制造: 按摩小电器 ■ 体验式按摩服务 ■ 其他

资料来源: WIND, 招商证券

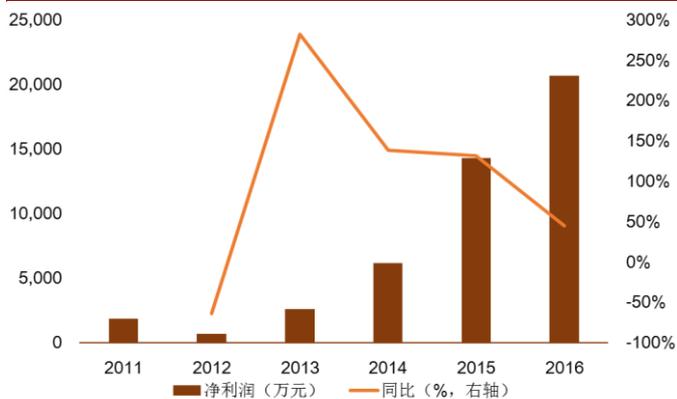
近年来, 公司经营业绩保持较快增长, 经营规模稳步扩张。2011 年至 2016 年公司营业收入、净利润复合增长率分别达到 31.2%和 61.9%; 2016 年公司实现营业收入、净利润分别上升至 12.85 亿元、2.07 亿元, 分别同比 2015 年增长 22.5%和 44.8%。增长原因主要是公司通过自主研发、新技术的应用和正确的市场定位使得公司产品在竞争中赢得了差异化优势, 获得了良好的市场反馈, 客户订单增长迅速。随着运营能力的不断改善, 公司对营业成本的控制能力也逐渐加强, 主营业务毛利率从 2011 年的 26.2%提高了 12.1 个百分点至 38.30%。

图 4: 近年来公司经营规模稳步较快扩张



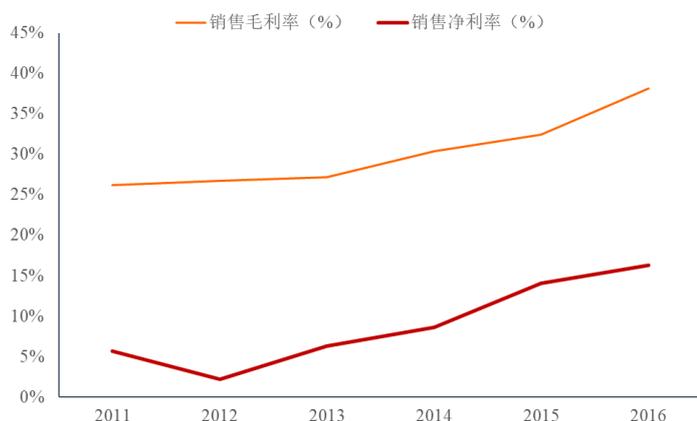
资料来源: WIND; 招商证券

图 5: 近年来公司利润持续较好增长



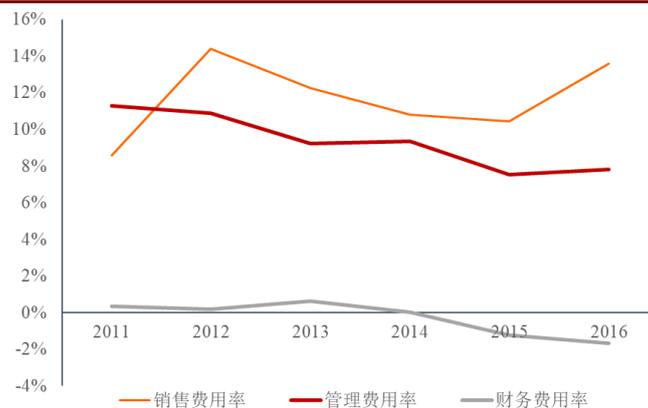
资料来源: WIND; 招商证券

图 6: 近年来公司盈利能力稳步提升



资料来源: 公司资料; 招商证券

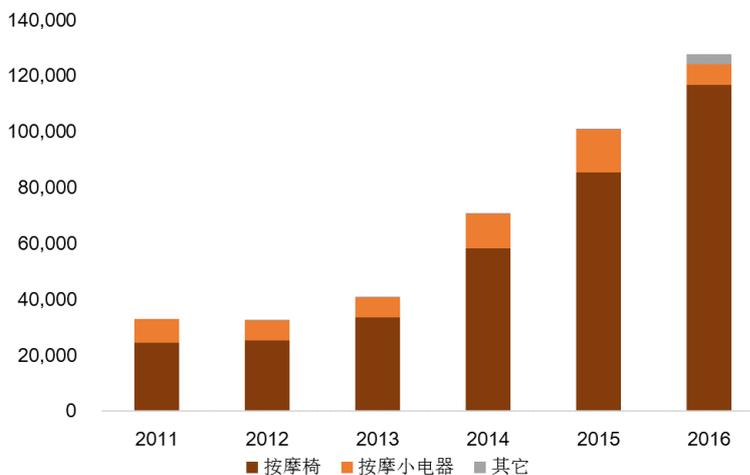
图 7: 近年来公司费用控制整体稳定



资料来源: WIND; 招商证券

分产品来看,按摩椅是公司的明星产品。近年来,按摩椅销售收入占比逐年提高。2011年按摩椅销售收入占公司主营业务收入的73.9%,至2016年已提高至91.3%。按摩椅产品的盈利能力和成长性较好,最近三年平均毛利率为36.7%,按摩椅销售收入占比的提高也对公司整体销售毛利率的提升起到了正向的作用。按摩小电器是公司的另一条主要产品线,近年来按摩小电器业务的发展相对稳健。除此之外,公司自2014年5月开始布局按摩体验店,体验式按摩服务的销售收入初现,最近两年复合年均增速达442%。

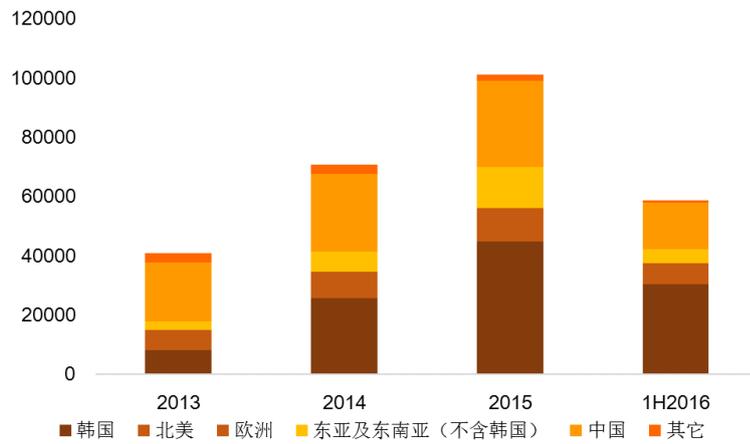
图 8: 按摩椅销售收入占比逐渐提高



资料来源: WIND; 招商证券

分地区来看,近年来公司出口收入的占比日益提高,其中韩国市场的增长速度较快。公司外销收入的占比从2013年的51.5%增加至2016年的68.9%,其中韩国市场在外销业务中的占比迅速提高。2016年1-6月,韩国市场在外销业务中的占比已达70.8%,韩国市场销售的快速增长得益于公司对韩国BODY FRIEND公司的业务开发。

图 9: 公司按摩器具外销保持较高增速



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 招商证券

## 二 受益大客户，出口业务快速成长

### (一) 第一大客户 BODY FRIEND 销售快速增长

BODY FRIEND 成立于 2007 年，是韩国中高端按摩椅的主要厂商，在韩国市场具有较大的影响力和市场份额。该公司近年来成长迅速，在韩国市场建立了直营店、电视购物、网络购物、家电连锁卖场协同发展的立体营销网络。截至 2016 年 9 月，BODY FRIEND 拥有 110 家直营体验店和 715 个营销网点，销售网络遍及韩国全境。BODY FRIEND 的品牌和产品在韩国获得了消费者的认可，并荣获多项殊荣。

图 10: BODY FRIEND 公司网站



资料来源: BODY FRIEND 网站, 招商证券

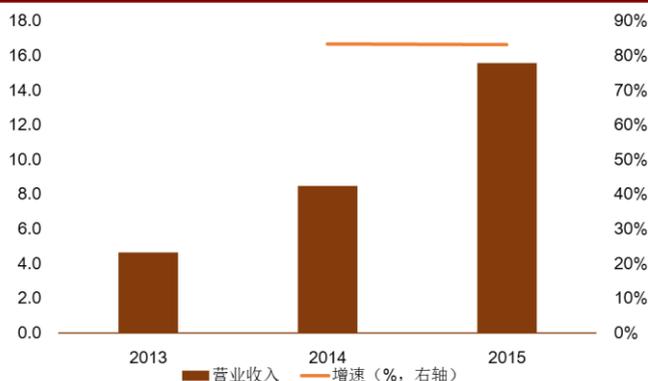
图 11: BODY FRIEND 获得的部分荣誉合增速 34%



资料来源: BODY FRIEND 网站, 招商证券

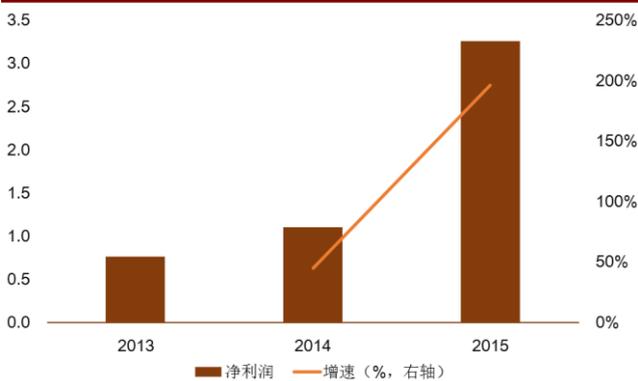
近年来韩国按摩器具市场的快速增长，BODY FRIEND 抓住发展的机遇，深度挖掘市场需求，销售收入和净利润均实现了较大幅度的增长。2013 年至 2015 年，BODY FRIEND 的销售收入复合年均增速达到 83%，净利润复合年均增速达 107%。2015 年 BODY FRIEND 营业收入为 15.55 亿元，实现净利润 3.26 亿元。

图 12: BODY FRIEND 销售收入连续两年实现 83%增速



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 13: BODY FRIEND 近年净利润高速增长

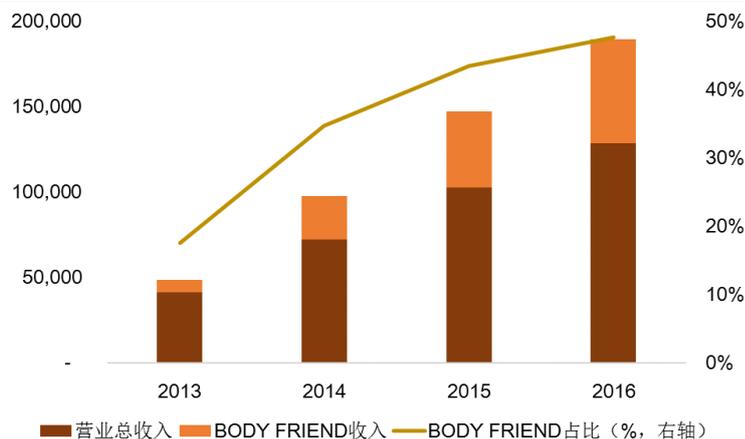


资料来源: 招股说明书, 招商证券

公司系 BODY FRIEND 的核心代工生产企业。2015 年，BODY FRIEND 对公司的采购额占其按摩椅采购总额的比例较大。BODY FRIEND 为公司的第一大客户，2016 年公

司对其销售收入占比为 47.6%。近年来，伴随着 BODY FRIEND 在韩国按摩椅业务的高速增长，公司对 BODY FRIEND 的销售收入逐年提升。2013 年至 2016 年，公司对 BODY FRIEND 销售收入从 7,211 万元提高至 60,851 万元，复合年均增速为 103.6%。公司受益于 BODY FRIEND 对其采购额的提升，在 2013 年至 2016 年营业收入复合年均增速上升至 46.2%。

图 14: BODY FRIEND 销售收入占比逐年提升



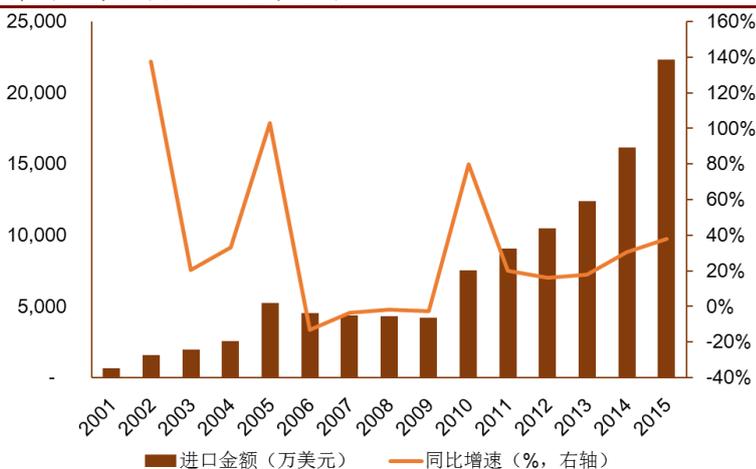
资料来源：招股说明书，公司年报，招商证券

## （二）韩国近年来按摩椅市场快速发展

按摩器具行业经过几十年的市场培育，形成了北美、欧洲、东亚和东南亚几个主要的消费区域。现代按摩器具行业起源于上世纪 60 年代的日本，稻田 INADA 于 1962 年研发出世界上第一台家用全自动按摩椅，但是受限于当时的技术水平，按摩椅的客户体验与人工按摩具有较大的差距，因此并未向家庭普及。上世纪 80 年代开始，随着新材料和电子技术的进步，按摩器具的舒适度有了提升，按摩椅开始向家庭普及。据相关资料显示，按摩椅在日本被视为普通的家用电器，日本按摩椅家庭普及率超过 10%。

受中国传统养生保健热潮的影响，韩国是按摩器具的重要消费国之一。由于生产成本等多方面的原因，韩国企业主要从事品牌运营和销售渠道的维护，一般不自行生产按摩器具，而是由中国等国家和地区的企业代工生产。2015 年，韩国进口按摩保健器具的总额达 22,314.3 万美元，2010 年至 2015 年复合年均增速为 24.3%

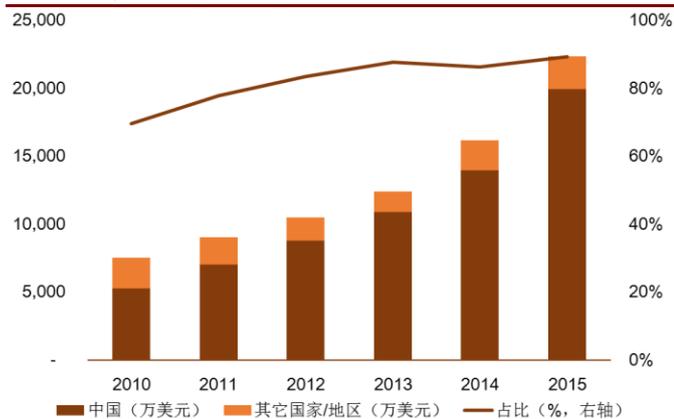
图 15: 韩国按摩器具进口额高速增长



资料来源: UN Comtrade, 招商证券

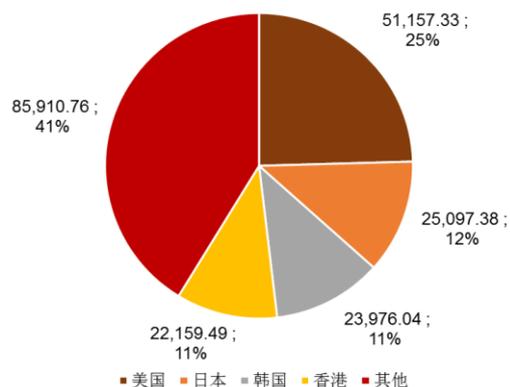
受中国传统养生保健热潮的影响,韩国是按摩器具的重要消费国之一。由于生产成本等多方面的原因,韩国企业主要从事品牌运营和销售渠道的维护,一般不自行生产按摩器具,而是由中国等国家和地区的企业代工生产,2015年占我国出口总量的11%。

图 16: 中国是韩国按摩保健器具的主要进口来源国



资料来源: UNComtrade, 招商证券

图 17: 韩国是中国按摩保健器具的主要出口市场之一



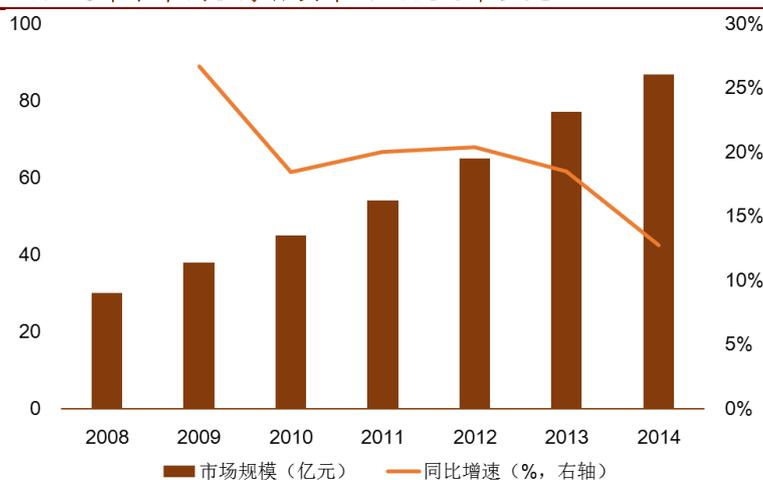
资料来源: 海关信息网, 招商证券

### 三 积极布局内销业务，把握消费升级机遇

#### （一）国内市场前景广阔，未来需求有望快速增长

近年来，由于中国经济高速增长和人民收入水平的增加，享受型消费在居民消费结构中的占比日益增加。按摩器具具有缓解疲劳、提高生活品质的功效，开始受到越来越多居民的青睐，其国内市场具有初始规模较小但增长迅猛的特点。自 2008 年至 2014 年，我国按摩器具市场规模由 30 亿元增加值 86.8 亿元，复合年均增速为 19.4%。

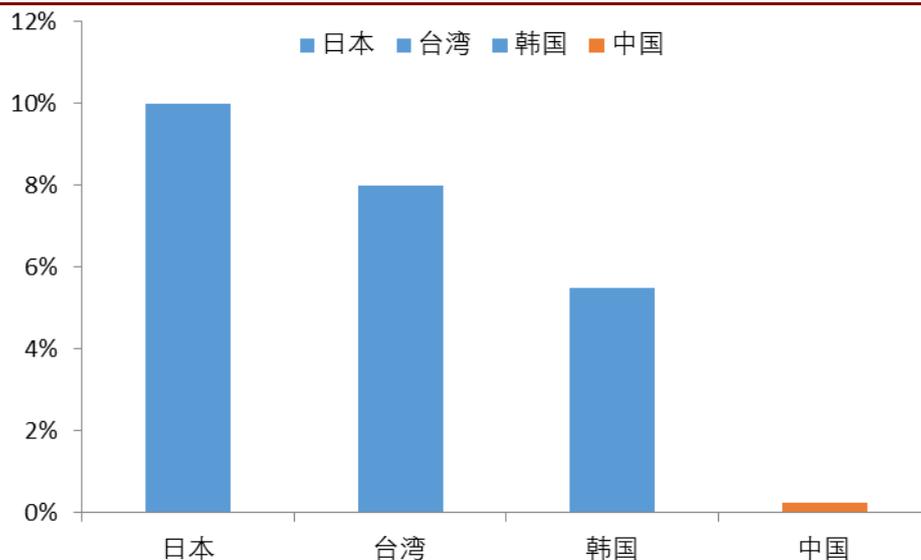
图 18: 近年来中国按摩器具市场规模逐年扩大



资料来源：中国产业信息网，招商证券

与日本、韩国等周边国家和地区相比，我国按摩器具的普及率仍有较大的提升空间。日本、韩国及东南亚地区的部分国家和地区受中国传统养生观念的影响较深，经济发展起步也较早，因此按摩器具的家庭普及率较高。目前普及率日本是 10%，台湾 8%，韩国 5-6%，而中国只有千分之 2-3。我们认为，随着我国居民收入水平的提高，消费者的健康消费意识也将随之提升，按摩椅市场规模也有望取得稳定的增长。

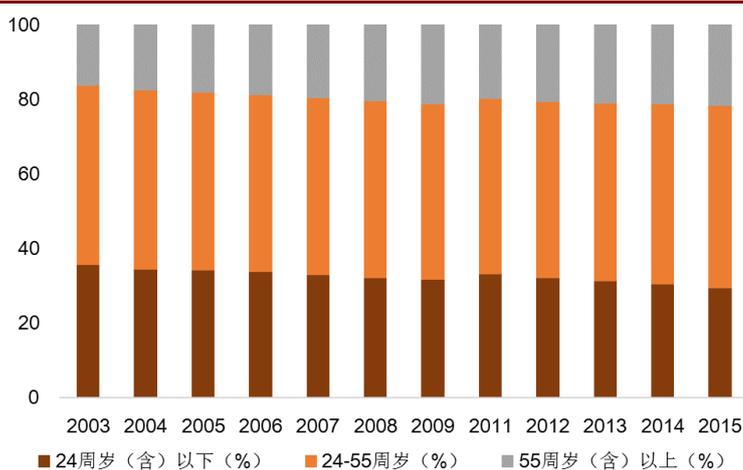
图 19: 我国按摩椅保有率低, 提升空间巨大



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

中国人口老龄化将长期利好按摩器具的市场。2015 年我国 55 周岁以上 (含 55 周岁) 人口占比为 21.7%，比 2003 年增加 5.3 个百分点；24 周岁以下 (含 24 周岁) 人口占比则由 35.5% 下滑至 29.3%。《中国老龄产业发展报告 (2014)》指出，中国已经步入老龄社会初期。从日本、韩国、中国台湾、东南亚等按摩器具普及率较高的国家和地区过往的销售情况来看，中老年是按摩器具终端消费的中坚力量。9 月敬老节是日本按摩椅销售的季节性高峰，父亲节、母亲节则是韩国、中国台湾和东南亚市场的季节性高峰。因此我们认为，中国人口老龄化的进程将长期利好老龄产业，按摩器具厂商将从中受益。

图 20: 近年来中国按摩器具市场规模逐年扩大



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

表 2: 父亲节、母亲节和敬老节是亚太区按摩椅销售高峰

销售地区	发行人行业销售季节性业务分布
韩国市场	母亲节、父亲节、中秋节前销量较高
台湾、东南亚市场	母亲节、父亲节前销量较高
日本市场	整体稳定，年底与 9 月敬老节前销量较高

资料来源：招股说明书，招商证券

除此之外，亚健康人群比例上升也将助推行业发展。我国的社会经济各方面正处于快速发展时期，生活节奏加快，人们普遍面临较大的生活和工作压力。据智研咨询发布的《2016-2022 年中国按摩椅市场现状分析及未来发展趋势报告》，颈椎病在我国的高发年龄已从上世纪 90 年代的 49 岁下降至目前的 39 岁，呈现出明显的年轻化趋势。同时，因压力和过劳处于亚健康状态的人群比例高达 70%。参考上世纪 80-90 年代日本按摩器具市场的发展轨迹，我们认为亚健康的白领和商务人士或将对按摩器具产生大量需求，进一步助推我国按摩器具市场规模的扩大。

## （二）大企业争夺中高端市场是国内基本竞争格局

近年来，中国是全球按摩器具市场需求增长最快的国家之一，国内外的按摩器具生产企业均十分重视中国市场的开拓。在竞争格局上，我国的按摩器具市场总体呈现出“中小企业参与中低端市场的无序竞争，大企业争夺中高端市场”的局面。

参与中高端按摩椅和按摩小家电市场竞争的主要包括四类企业：其一是以傲胜为代表的、较早在华开展业务的国际巨头，其市场占有率和品牌知名度均处于较高位置；其二是以公司和奥佳华为代表的内资企业，其市场份额和品牌知名度虽不及傲胜等巨头，但近些年来业绩增长和企业发展的势头迅猛；其三是豪中豪等中端按摩椅的生产企业，在产品定位上与前两类企业稍有差异；其四是以稻田发美利、松下等为代表的日资品牌，其品牌知名度较高，但市场份额较低，目前正在积极通过电商等方式开拓中国国内市场。

图 21: 国内按摩椅市场竞争格局



资料来源: 裕同鑫酷; 招商证券

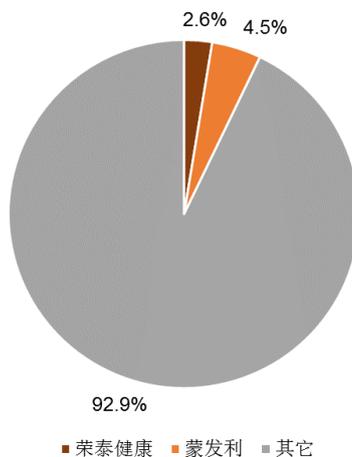
表 3: 公司主要竞争对手简介

企业名称 (品牌)	2015 年主营业务 收入 (万元)	企业简介
傲胜 	291,570	成立于 1980 年, 在亚太乃至全球的按摩椅和按摩小电器市场中均具有较大的影响力, 在新加坡证券交易所上市。上世纪 90 年代进入中国家用按摩椅市场。
蒙发利 	283,073	成立于 1996 年, 2011 年在深交所上市, 是目前全国最大的按摩器材生产制造服务商, 与 OSIM 等品牌保持长期合作关系。2013 年收购 OGAWA 后运营奥佳华品牌。
稻田 	-	成立于 1962 年, 曾研发出全球第一台家用全自动按摩椅。2010 年进入中国市场, 进入初期主攻长三角地区高端市场。
豪中豪 	33,029	成立于 2003 年, 注册资本 3,000 万元, 主要从事按摩椅的生产, 目前运营有豪中豪和艾力斯特两大品牌。

资料来源: 上市公司定期报告, 全国企业信用信息公示系统, 招商证券

2013 年我国按摩器具市场规模为 77 亿元, 公司与蒙发利分别占 2.6% 和 4.5% 的市场份额。随着中高端按摩椅市场的打开和消费者对品牌认同度的提升, 国内按摩器具的市场集中度有望进一步提高。我们认为公司将受益于国内按摩椅市场品牌集中度的提高, 看好其未来的发展前景。

图 22: 2013 年国内按摩器具市场份额

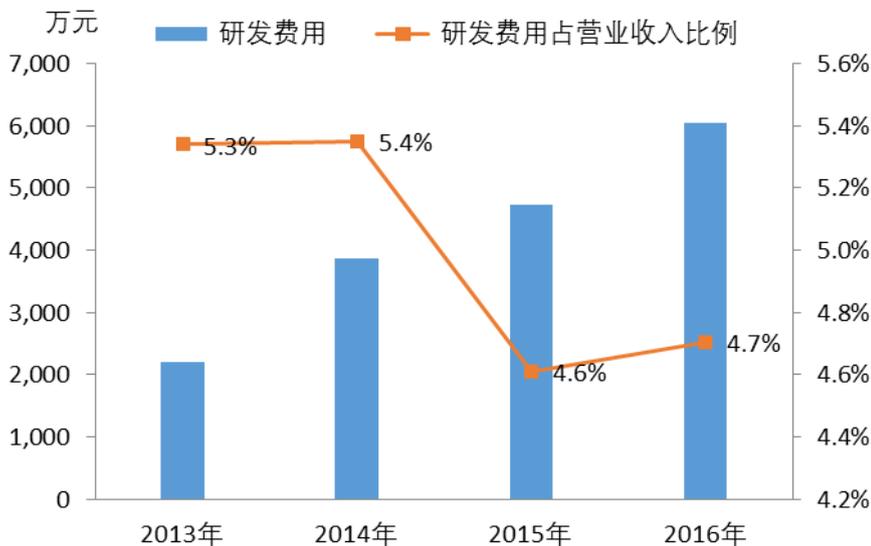


资料来源: WIND; 招商证券

### (三) 研发创新为公司核心竞争力

按摩器具的销路能否打开与其用户体验的舒适性有着很强的关联性。作为专注按摩椅和按摩小电器的科技企业,公司在研发费用上的投入逐年增加,以提升消费者的用户体验。2016 年 1-6 月,公司研发费用投入达到 2,789.54 万元。2013 年至 2016 年 1-6 月,公司分别进行了新型按摩手法、腰部按摩机械手等 10 项新技术的研发,提高了按摩椅和按摩小电器的科技含量和消费者的体验

图 23: 公司在研发方面持续投入



资料来源: 招股说明书; 招商证券

公司还紧跟 VR 等潮流热点,研发新产品,抢占市场先机。2017 年 2 月,公司与暴风魔镜签署《战略合作框架协议》,共同就按摩器具行业的 VR 设备、内容、技术等领域展开全面战略合作。暴风魔镜是暴风科技旗下专注移动端 VR 开发的企业,其产品及业务覆盖 VR 软硬件和平台,2016 年营业收入为 1.26 亿元。暴风魔镜将为公司定制 VR 盒子,并协助公司开发“荣泰 VR”的 APP 内容,打造“美女按摩师”等多种不同场景,

给消费者带来更真实的现场感

图 24: 暴风科技此次与公司合作的主打产品为 S1

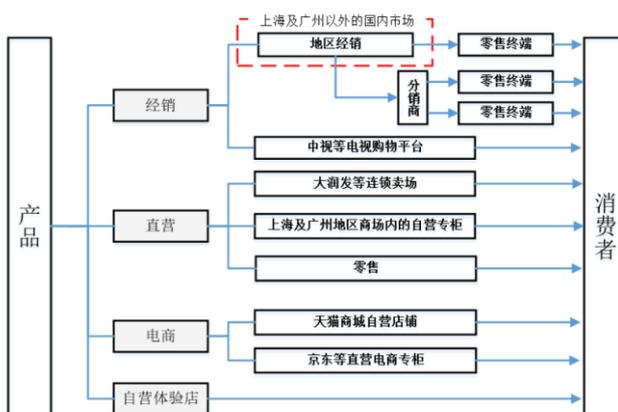


资料来源: 暴风魔镜公司网站; 招商证券

#### (四) 公司四位一体的营销网络布局完善

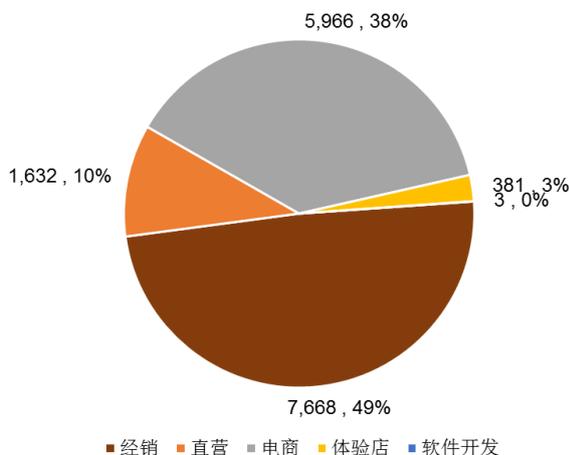
公司打通了经销、直营、电商和体验店四条产品销售通路，形成了直营店、经销商、电商、自营体验店四位一体的营销网络。公司在上海和广州拥有 24 家直营店，并在其它区域拥有 112 家经销商。此外，公司产品自 2011 年起还进入了大润发连锁卖场、苏宁电器卖场等，线下销售门店覆盖面达到行业领先水平。公司电商销售规模发展迅速，在天猫、京东商城开设旗舰店，2016 年 1-6 月电商销售收入占内销总额比例达 38%。除此之外，公司起用明星黄晓明、林志玲为代言人，并聘请张靓颖为首席文化官，提高了品牌形象的辨识度

图 25: 国内业务销售模式



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 26: 2016 年 1-6 月公司内销收入构成



资料来源: 招股说明书, 招商证券

**经销:** 经销商是公司拓展国内主要渠道, 在 2016 年上半年公司内销收入中的占比为 49%。截止到 2016 年 6 月末公司拥有 112 家经销商, 遍及除了西藏、上海以外的所有省、自治区、直辖市。公司对经销商的销售均为买断式销售, 每年公司与经销商签订合同约定货物订购任务、销售渠道开发等业绩指标。经销商主力公司扩大线下销售门店的覆盖面, 提高公司在全国市场的认知度。除了地区性经销商外, 电视购物渠道也采用经销模式;

表 4: 单个经销商提货额较为稳定

	2013A	2014A	2015A	16H1	2016A
经销渠道收入	11,980	17,604	16,975	7,578	17,730
家数	109	108	100	112	112
单个经销提货额	110	163	170	68	158

资料来源: 公司公告

**直营:** 直营专柜是公司在上海和广州开展销售的主要渠道, 在 2016 年上半年公司内销收入中的占比为 10%。公司在上海和广州拥有 24 家直营专柜, 其中上海设有 21 家, 广州设有 3 家, 分布在上海地区的新世界百货、巴黎春天、第一百货等商场以及广州地区部分商场等。除此之外, 公司在大润发等连锁卖场也设立了直营销售专柜, 但自 2016 年起, 为加强连锁卖场的开发力度, 除上海地区外各地经销商直接与连锁卖场网店展开合作, 签订合作协议, 未来募投项目将新增 100 家直营店;

**电商:** 电商是公司近些年来发展速度最快的销售渠道, 2016 年电商销售收入在公司内销收入中占比已经达到 35%, 公司在天猫、京东商城开设旗舰店, 积极参与天猫“双十一”、“女王节”等营销造势活动, 取得了较好的销售成绩, 近 3 年电商复合增长率在 70% 以上;

图 27: 公司积极拓展电商市场



资料来源: 公司天猫旗舰店, 招商证券

表 5: 电商业务发展迅速

内销渠道:	2013A	2014A	2015A	16H1	2016A
电商 (万)	2717.62	4810.07	8,129	5,951	13,866
YOY		77%	69%		71%
净利润	100.81	216.89	631.45	565	1,067

资料来源: 公司公告、招商证券

注: 公司电商业务以一诺康品作为平台

**自营体验店:** 随着“共享经济”的概念广受欢迎, 公司结合自身优势, 投资了共享按摩椅的平台摩摩哒。摩摩哒是上海稍息网络科技有限公司以“打开身心, 稍息片刻”为理念专业打造的 O2O 缓压体验平台, 摩摩哒缓压平台目前核心产品为摩摩哒-微 SPA。公司持有上海稍息网络科技有限公司 70%的股权。

## 四 摩摩哒为按摩椅行业的共享模式

### (一) 摩摩哒开创按摩界的“场景革命”

目前共享模式已成为中国最为火爆的领域。共享约车的滴滴，共享单车的摩拜、ofo 等都收到了消费者的普遍欢迎。而按摩椅行业与共享模式结合，又将产生怎样的火花？

荣泰健康以上海稍息网络科技有限公司为平台，首家提出微SPA 缓压区等待场景理念，作为国内首个提出打造“微 SPA 缓压区”概念的专业品牌，摩摩哒将原本只能在会所或家中才能享受的按摩服务，融入碎片化等待场景中，彻底颠覆了传统按摩的概念，引领注重生活品质人群的时尚健康养生潮流，开创了按摩界的“场景革命”。

图 28: 摩摩哒核心品牌优势



资料来源：公司网站，招商证券

图 29: 微 SPA 缓压区体验方式与场景



资料来源：公司网站，招商证券

图 30: 碎片化等待场景 360 度全覆盖



资料来源：公司网站，招商证券

图 31: 多种功能选择缓解疲劳，减轻压力



资料来源：公司网站，招商证券

## (二) 共享按摩市场巨大，公司抢占渠道资源

在日常生活中都会有这样的体验，两个小时的飞机行程，往往前后要花上三到四个小时。等飞机，等高铁，等电影，等朋友……生活中有太多的碎片化时间。这样的时间往往都是白白浪费了或者看手机度过了。摩摩哒即是关注大众的碎片化时间，随时随地“用零钱做个微 SPA”，扫码启动，一键支付，在不经意间还你全身的舒适与健康。

表 6: 主要渠道共享按摩椅市场容量测算

渠道	全国数量	覆盖率	安放比例 (台/店)	安放台数	月流水	年收入(万元)
影院 (影厅外)	8,000	80%	10	64,000	1,200	92,160
影院 (影厅内)	8,000	50%	30	120,000	1,200	172,800
火车站	6,000	30%	30	54,000	2,000	129,600
机场	218	80%	50	8,720	2,000	20,928
4S 店	20,000	30%	5	30,000	1,200	43,200
商场	100,000	30%	10	300,000	1,200	432,000
酒店	20,000	30%	5	30,000	1,200	43,200
合计				606,720		933,888

资料来源: 招商证券

目前共享按摩椅市场前景巨大, 我国大约有 8000 个影院、6000 个火车站、200 多个机场, 汽车 4S 店、商场、酒店等渠道需求, 我们根据这些主要的渠道情景测算, 目前共享按摩椅服务市场近 100 亿规模。

目前摩摩哒深耕影院渠道, 近期与万达影院签署了五年期排他性合同, 除了在影厅休息区放置共享按摩椅以外, 在一些特定的放映厅放置共享按摩椅。截止 2016 年底已铺设了 1 万台左右, 目前已覆盖 152 个城市, 上海稍息网络科技有限公司自 2016 年 3 月份开展业务, 全年取得了营业收入 3,189.37 万元, 净利润 4.28 万元。

摩摩哒该产品分为 6 元 6 分钟、10 元 12 分钟、15 元 20 分钟, 假设按照 8 元的客单价、每日使用 5 次计算, 每台按摩椅的收入为 1200 元/月; 而成本方面, 公司和渠道采用租赁或者联合运营模式, 支付场地租金或者收入分成 (5:5 或者 4:6), 折旧约为 153 元/台·月 (5500 元/台, 3 年折扣), 考虑营销推广费、电费、维护费等费用, 每台共享按摩椅每月可以盈利约 300 元。

图 32: 上海稍息网络科技有限公司网点分布



资料来源: 公司网站, 招商证券

表 7: 上海稍息网络科技有限公司未来 3 年收入假设

自营体验店	2016A	2017E	2018E	2019E
收入	3,189	24,000	48000	72000
铺放总台数(台)	10,000	30,000	50000	70000

资料来源: 招商证券

表 8: 上海稍息网络科技有限公司股权结构

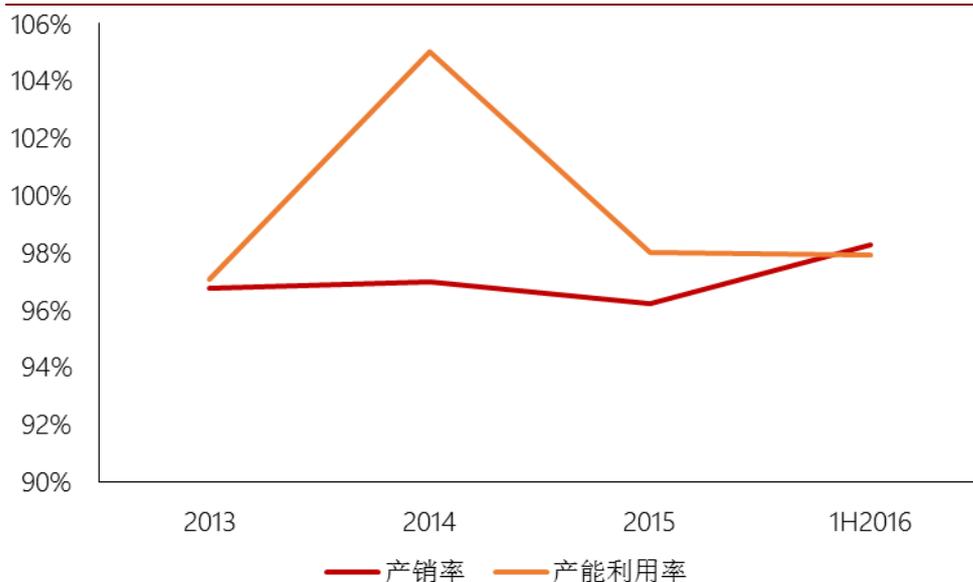
股东	持股比例
荣泰科技	70.00%
宁波梅山保税港区稍息投资管理中心(有限合伙)	30.00%

资料来源: 公司公告、招商证券

## 五 盈利预测及公司估值

2013 年至 2016 年 1-6 月，公司产能利用率和产销率均保持在高位，2015 年公司按摩椅产能利用率为 98%，按摩小电器产能利用率为 99%，亟待扩大产能。公司已不得不将部分按摩小电器业务外包，以释放高档按摩椅产能。

图 33: 公司按摩椅产能已达极限



资料来源：招股说明书，招商证券

公司 IPO 发行新股 1,750 万股，募集资金 78,155 万元，主要用于投资“健康产品生产基地新建项目”、“研发中心新建项目”、“体验式新型营销网络建设项目”、“改扩建厂房”和“销售渠道及售后服务网络建设项目”五个项目。募投项目实施后，将进一步扩大公司的生产规模，提高公司研发能力，拓展公司营销网络，进而提高公司的市场竞争力。

表 9: 公司募集资金投向和运用计划

项目名称	总投资额 (万元)	募集资金投资额 (万元)
健康产品生产基地新建项目	38,200.00	28,200.00
研发中心新建项目	4,300.00	4,300.00
体验式新型营销网络建设项目	13,347.10	6,072.46
改扩建厂房	20,173.67	20,173.67
销售渠道及售后服务网络建设项目	23,897.60	13,897.60
<b>合计</b>	<b>99,918.37</b>	<b>72,643.73</b>

资料来源：招股说明书，招商证券

募投项目“健康产品生产基地新建项目”将新增 10 万台高档按摩椅及 43 万台/套按摩小电器产能，改扩建厂房项目预计将新增 5.5 万台高档按摩椅产能，项目预计建设周期分别为 2 年和 1.5 年，投产后预计第三年达产。公司按摩椅和按摩小电器产能紧张的状况将得到缓解。体验式新型营销网络或将成为公司业务新的增长极。

假设未来三年募投项目进展顺利，公司通过渠道扩张、品类延伸等方式保持营业收入稳定增长，同时持续优化产品结构优化带来毛利率平稳提升，且上市后随着融资渠道多样化以及信息化水平提高等整体费用率有望平稳略降，预计 17-19 年 EPS 分别为 3.95、

5.32、6.84 元，对应 17 年 PE、PB 分别为 35、6.4。

表 10: 公司 2017 年股权激励计划 (草案)

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
董事, 共 3 人	55.00	18.33%	0.70%
中基层管理人员、核心技术 (业务) 人员等, 共 59 人	185.00	61.67%	2.64%
预留	60.00	20.00%	0.86%
合计	300.00	100.00%	4.29%

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 11: 公司未来三年盈利简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1024	1285	1708	2198	2716
营业成本	692	795	1022	1295	1587
营业税金及附加	1	2	3	4	5
营业费用	107	175	232	299	369
管理费用	77	100	153	195	225
财务费用	(13)	(21)	(17)	(22)	(22)
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	161	233	315	427	552
营业外收入	6	10	10	10	10
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	166	243	325	437	562
所得税	22	34	45	60	78
净利润	144	209	280	376	484
少数股东损益	1	2	3	4	5
归属于母公司净利润	143	207	277	372	479
EPS (元)	2.04	2.95	3.95	5.32	6.84

资料来源: 公司资料; 招商证券

## 六 风险提示

我们认为，公司主要的风险在于单一客户集中的风险和原材料价格波动的风险。

BODY FRIEND 是公司的第一大客户，公司 2014 年、2015 年、2016 年对其销售收入的占比分别为 34.7%、43.5%、47.6%。若 BODY FRIEND 在韩国未能有效拓展公司产品的市场，或因中韩经贸关系恶化导致公司与 BODY FRIEND 的交易往来遇到波折，公司产能或将出现过剩，业绩或将受到一定不利影响。

除此之外，电机、皮革等是公司成本的主要构成，若公司主要原材料的市场供需关系发生重大变化，公司业绩也将受到一定的不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	468	793	1719	2111	2591
现金	287	552	1403	1707	2094
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	0	0	0	1
应收款项	42	84	112	144	177
其它应收款	6	8	11	14	17
存货	107	100	128	163	199
其他	24	50	65	83	102
<b>非流动资产</b>	203	287	314	323	330
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	101	136	249	263	274
无形资产	32	33	30	27	24
其他	70	116	33	32	30
<b>资产总计</b>	<b>672</b>	<b>1080</b>	<b>2033</b>	<b>2434</b>	<b>2921</b>
<b>流动负债</b>	335	571	462	570	685
短期借款	10	209	10	10	10
应付账款	280	290	373	473	580
预收账款	13	21	27	34	41
其他	32	51	52	53	54
<b>长期负债</b>	24	52	52	52	52
长期借款	8	26	26	26	26
其他	16	25	25	25	25
<b>负债合计</b>	<b>359</b>	<b>623</b>	<b>514</b>	<b>622</b>	<b>737</b>
股本	53	53	70	70	70
资本公积金	84	85	849	849	849
留存收益	173	314	590	879	1247
少数股东权益	3	6	9	13	19
归属于母公司所有者权益	310	451	1510	1799	2166
<b>负债及权益合计</b>	<b>672</b>	<b>1080</b>	<b>2033</b>	<b>2434</b>	<b>2921</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	215	176	306	421	531
净利润	143	207	277	372	479
折旧摊销	19	27	28	46	48
财务费用	(12)	(21)	(17)	(22)	(22)
投资收益	(2)	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	66	(37)	15	20	22
其它	0	(0)	3	4	5
<b>投资活动现金流</b>	(42)	(83)	(55)	(55)	(55)
资本支出	(44)	(84)	(55)	(55)	(55)
其他投资	1	1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(21)	148	600	(61)	(89)
借款变动	(37)	116	(199)	0	0
普通股增加	0	0	18	0	0
资本公积增加	0	1	764	0	0
股利分配	0	0	0	(83)	(112)
其他	17	31	17	22	23
<b>现金净增加额</b>	<b>151</b>	<b>240</b>	<b>851</b>	<b>305</b>	<b>387</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1024	1285	1708	2198	2716
营业成本	692	795	1022	1295	1587
营业税金及附加	1	2	3	4	5
营业费用	107	175	232	299	369
管理费用	77	100	153	195	225
财务费用	(13)	(21)	(17)	(22)	(22)
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>营业利润</b>	161	233	315	427	552
营业外收入	6	10	10	10	10
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	166	243	325	437	562
所得税	22	34	45	60	78
<b>净利润</b>	144	209	280	376	484
少数股东损益	1	2	3	4	5
<b>归属于母公司净利润</b>	143	207	277	372	479
<b>EPS (元)</b>	2.04	2.95	3.95	5.32	6.84

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	42%	25%	33%	29%	24%
营业利润	132%	45%	35%	35%	29%
净利润	132%	45%	34%	34%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.4%	38.2%	40.2%	41.1%	41.6%
净利率	13.9%	16.1%	16.2%	16.9%	17.6%
ROE	34.6%	34.3%	18.3%	20.7%	22.1%
ROIC	38.6%	26.4%	16.6%	18.9%	20.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.4%	57.7%	25.3%	25.6%	25.2%
净负债比率	2.7%	21.8%	1.8%	1.5%	1.2%
流动比率	1.4	1.4	3.7	3.7	3.8
速动比率	1.1	1.2	3.4	3.4	3.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.5	1.2	0.8	0.9	0.9
存货周转率	7.7	7.7	9.0	8.9	8.8
应收帐款周转率	20.1	20.3	17.5	17.2	16.9
应付帐款周转率	2.9	2.8	3.1	3.1	3.0
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	2.04	2.95	3.95	5.32	6.84
每股经营现金	4.09	3.35	4.38	6.01	7.59
每股净资产	5.90	8.59	21.56	25.69	30.94
每股股利	0.00	0.00	1.19	1.59	2.05
<b>估值比率</b>					
PE	68.2	47.1	35.1	26.1	20.3
PB	23.6	16.2	6.4	5.4	4.5
EV/EBITDA	110.6	76.9	54.5	39.4	30.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑恺**，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

**濮冬燕**，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**李宏鹏**，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。