

2023年08月08日

利润率显著提升，静待需求回暖

荣泰健康(603579)

事件概述

8月7日，公司发布2023年半年报：2023H1公司实现收入8.90亿元（YOY+19.20%），归母净利润1.05亿元（YOY+21.48%），扣非后归母净利润0.96亿元（YOY+19.63%）；2023Q2单季度公司实现收入5.04亿元（YOY-6.03%），归母净利润0.67亿元（YOY+140.42%），扣非后归母净利润0.70亿元（YOY+87.72%）。

分析判断

收入端：按摩品类可选属性较强，整体需求仍较为疲软。根据公司半年报，国内线下积极推进临街店铺，S80等新品拉动下实现增长；国内线上布局全价位段，其中抖音直销收入受益于品牌自播等快速增长。海外整体下滑，分区域看韩国H1下滑较多；美国小幅下滑，但Q2已有回暖；欧洲、中东和东南亚市场总体平稳；俄罗斯市场增幅较大。

利润端：调整产品结构+内部降本增效，受益汇率及原材料价格回落，利润率大幅改善。23H1公司实现销售毛利率31.35%，同比+5.35pct，销售净利率11.84%，同比+3.96pct。对应Q2公司实现销售毛利率32.94%，同比+8.46pct，销售净利率13.42%，同比+8.16pct。费用率方面，加大销售费用投放。23H1公司销售/管理/研发费用率分别为11.90%/4.11%/4.19%，同比+2.95pct/-0.04pct/+0.04pct；对应Q2分别为12.56%/3.94%/3.97%，同比分别+2.83pct/-0.52pct/+0.15pct。

投资建议

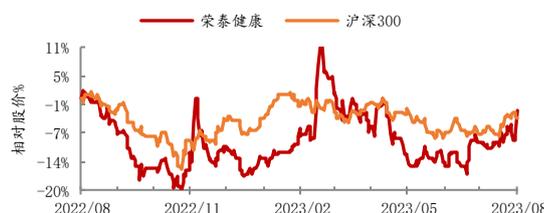
我们预计23-25年公司收入分别为21.4/24.1/26.8亿元，同比分别+6.8%/+12.4%/+11.2%。毛利率方面，考虑到大宗价格回落，预计23-25年毛利率稳步提升，分别为30.0%/30.3%/30.6%。对应23-25年归母净利润分别为2.24/2.56/2.84亿元，同比分别+36.5%/+14.3%/+10.8%，相应EPS分别为1.61/1.84/2.04元，以23年8月8日收盘价22.42元计算，对应PE分别为13.90/12.16/10.98倍。可比公司23年平均PE为28倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨、竞争格局恶化、新品销售不及预期等。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	22.42
股票代码：	603579
52周最高价/最低价：	26.62/18.75
总市值(亿)	31.16
自由流通市值(亿)	31.16
自由流通股数(百万)	138.97



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

联系人：李琳

邮箱：lilin1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,613	2,005	2,142	2,407	2,676
YoY (%)	29.3%	-23.3%	6.8%	12.4%	11.2%
归母净利润(百万元)	236	164	224	256	284
YoY (%)	22.5%	-30.5%	36.5%	14.3%	10.8%
毛利率 (%)	26.8%	26.5%	30.0%	30.3%	30.6%
每股收益 (元)	1.75	1.23	1.61	1.84	2.04
ROE	13.3%	8.8%	11.1%	11.3%	11.1%
市盈率	12.81	18.23	13.90	12.16	10.98

资料来源: wind, 华西证券

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 公司简介.....	4
3. 分析判断.....	5
4. 投资建议.....	5
5. 风险提示.....	6

图表目录

图 1 向 Bodyfriend 销售金额占营收比基本在 30%以上.....	4
图 2 23H1 公司总收入下滑 19%.....	5
图 3 23H1 公司归母净利润同比增速 21%.....	5
图 4 可比公司估值表.....	6

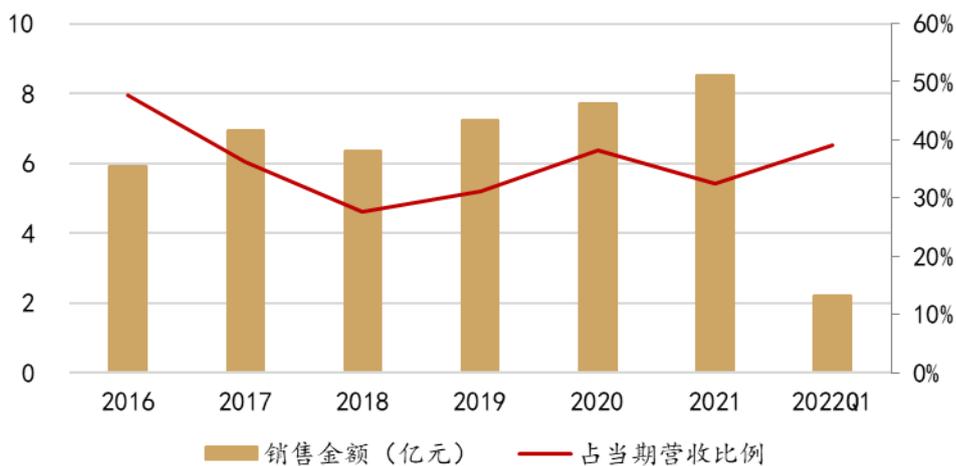
1. 事件概述

8月7日，公司发布2023年半年报：2023H1公司实现收入8.90亿元（YOY-19.20%），归母净利润1.05亿元（YOY+21.48%），扣非后归母净利润0.96亿元（YOY+19.63%）。对应2023Q2单季度公司实现收入5.04亿元（YOY-6.03%），归母净利润0.67亿元（YOY+140.42%），扣非后归母净利润0.70亿元（YOY+87.72%）。

2. 公司简介

稳扎稳打的按摩椅龙头，内销构建自主品牌矩阵（中高端荣泰+入门级摩摩哒），出口以ODM为主。22年公司内销收入占比43%，以线下经销、电商、直营为主（21年占内销比重分别为39%/43%/2%）。出口覆盖韩国、美国、东南亚、欧洲。根据21年报，公司深度绑定韩国按摩椅龙头Bodyfriend，合作十年有余，为公司第一大客户，可转债评级报告显示截至2022Q1向Bodyfriend销售金额占营收比基本在30%以上。

图1 向Bodyfriend销售金额占营收比基本在30%以上



资料来源：公司公告，华西证券

按摩椅可选属性强，疫情对需求端抑制严重，22年公司承压明显，内外销收入双下滑，23H1业绩回升。22年公司实现营收20.05亿元，同比-23%，实现归母净利润1.64亿元，同比-31%。23H1公司采取多项积极举措，收入承压背景下业绩回升。23H1公司实现收入8.90亿元（YOY-19.20%），归母净利润1.05亿元（YOY+21.48%），

图 2 23H1 公司总收入下滑 19%

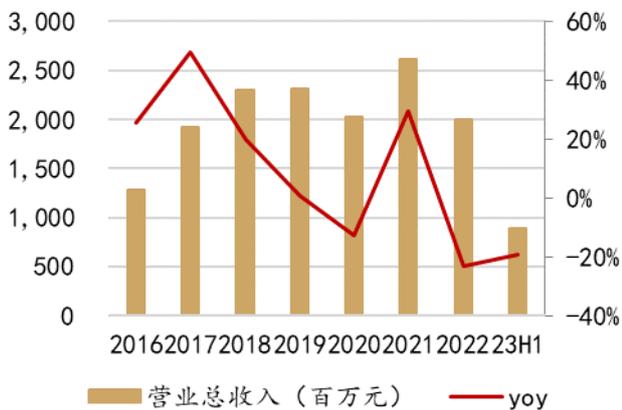
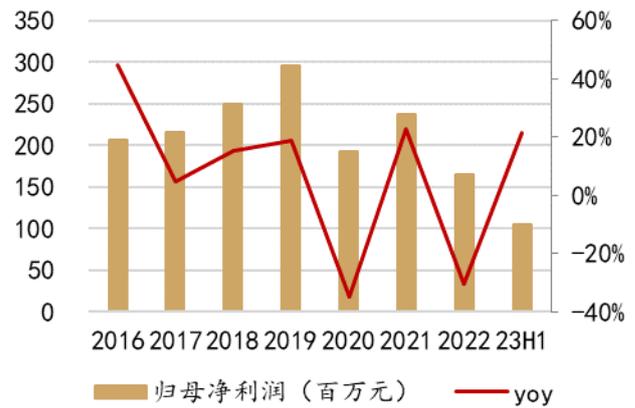


图 3 23H1 公司归母净利润同比增速 21%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 分析判断

收入端：按摩品类可选属性较强，整体需求仍较为疲软。

根据公司半年报，国内线下积极推进临街店铺，S80 等新品拉动下实现增长；国内线上布局全价位段，其中抖音直销收入受益于品牌自播等快速增长。海外整体下滑，分区域看韩国 H1 下滑较多；美国小幅下滑，但 Q2 已有回暖；欧洲、中东和东南亚市场总体平稳；俄罗斯市场增幅较大。

利润端：调整产品结构+内部降本增效，受益汇率及原材料价格回落，利润率大幅改善。

23H1 公司实现销售毛利率 31.35%，同比+5.35pct，销售净利率 11.84%，同比+3.96pct。对应 Q2 公司实现销售毛利率 32.94%，同比+8.46pct，销售净利率 13.42%，同比+8.16pct。费用率方面，加大销售费用投放。23H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 11.90%/4.11%/4.19%，同比+2.95pct/-0.04pct/+0.04pct；对应 Q2 分别为 12.56%/3.94%/3.97%，同比分别+2.83pct/-0.52pct/+0.15pct。

4. 投资建议

按摩赛道尤其是按摩椅可选属性较强，与宏观消费景气度关联度较高，22 年公司收入业绩双承压下滑。23H1 需求仍承压，但单二季度收入降幅已收窄至 6%，下半年有望持续修复，收入端弹性较高。业绩端公司通过调整产品结构，内部降本增效，盈利能力已显著提升，业绩确定性强。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 21.4/24.1/26.8 亿元，同比分别 +6.8%/+12.4%/+11.2%。毛利率方面，考虑到大宗价格回落，预计 23-25 年毛利率稳步提升，分别为 30.0%/30.3%/30.6%。对应 23-25 年归母净利润分别为 2.24/2.56/2.84 亿元，同比分别+36.5%/14.3%/10.8%，相应 EPS 分别为 1.61/1.84/2.04

元，以 23 年 8 月 8 日收盘价 22.42 元计算，对应 PE 分别为 13.90/12.16/10.98 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 28 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 4 可比公司估值表

股票名称	股价(元)	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
倍轻松	39.18	1.03	1.40	1.75	38.0	28.0	22.4
奥佳华	8.26	0.45	0.56	0.62	18.4	14.8	13.3
平均数					28.2	21.4	17.9
荣泰健康	22.42	1.61	1.84	2.04	13.9	12.2	11.0

资料来源：wind(2023 年 8 月 8 日收盘价，可比公司为 wind 一致预期)，华西证券

5. 风险提示

海外市场波动风险；国内市场竞争加剧风险；线下消费恢复不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,005	2,142	2,407	2,676	净利润	165	219	252	280
YoY (%)	-23.3%	6.8%	12.4%	11.2%	折旧和摊销	74	59	64	70
营业成本	1,473	1,499	1,678	1,857	营运资金变动	-5	48	8	16
营业税金及附加	8	7	8	9	经营活动现金流	237	297	297	336
销售费用	210	268	301	343	资本开支	-96	-88	-77	-79
管理费用	71	69	78	88	投资	-2	-1	-2	-2
财务费用	-21	0	0	0	投资活动现金流	-225	-114	-54	-54
研发费用	89	98	109	121	股权募资	0	-18	0	0
资产减值损失	-3	3	3	2	债务募资	294	185	210	215
投资收益	20	21	24	27	筹资活动现金流	188	114	210	215
营业利润	187	243	279	309	现金净流量	221	304	452	498
营业外收支	-7	0	0	0					
利润总额	179	243	279	309	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	15	24	27	29	成长能力				
净利润	165	219	252	280	营业收入增长率	-23.3%	6.8%	12.4%	11.2%
归属于母公司净利润	164	224	256	284	净利润增长率	-30.5%	36.5%	14.3%	10.8%
YoY (%)	-30.5%	36.5%	14.3%	10.8%	盈利能力				
每股收益	1.23	1.61	1.84	2.04	毛利率	26.5%	30.0%	30.3%	30.6%
					净利率	8.2%	10.5%	10.6%	10.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.8%	5.8%	5.9%	5.8%
货币资金	1,330	1,634	2,086	2,584	净资产收益率 ROE	8.8%	11.1%	11.3%	11.1%
预付款项	14	20	20	23	偿债能力				
存货	205	221	242	268	流动比率	2.55	2.16	2.11	2.09
其他流动资产	721	630	645	662	速动比率	1.70	1.58	1.62	1.66
流动资产合计	2,271	2,504	2,993	3,537	现金比率	1.49	1.41	1.47	1.53
长期股权投资	59	60	62	64	资产负债率	45.4%	47.7%	48.0%	48.2%
固定资产	521	568	602	627	经营效率				
无形资产	97	106	116	125	总资产周转率	0.60	0.59	0.59	0.58
非流动资产合计	1,153	1,343	1,361	1,374	每股指标 (元)				
资产合计	3,424	3,847	4,354	4,910	每股收益	1.23	1.61	1.84	2.04
短期借款	409	594	803	1,019	每股净资产	13.33	14.47	16.32	18.36
应付账款及票据	321	411	439	480	每股经营现金流	1.69	2.13	2.14	2.42
其他流动负债	160	156	173	194	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	890	1,160	1,415	1,692	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	18.23	13.90	12.16	10.98
其他长期负债	664	676	676	676	PB	1.50	1.55	1.37	1.22
非流动负债合计	664	676	676	676					
负债合计	1,554	1,836	2,091	2,368					
股本	140	139	139	139					
少数股东权益	4	-1	-5	-9					
股东权益合计	1,870	2,010	2,263	2,542					
负债和股东权益合计	3,424	3,847	4,354	4,910					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业研究助理，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。