

内销稳步修复，Q2盈利改善

投资要点

- **事件：**公司发布2023年半年报，2023年上半年实现营业收入8.9亿元，同比下降19.2%；实现归母净利润1.0亿元，同比增加21.5%。其中Q2单季度实现营业收入5.04亿元，同比下降6%；实现归母净利润0.7亿元，同比增加140.4%。
- **Q2收入短期承压。**分地区来看，公司在国内需求相对疲软、市场活力不足的情况下，积极拓展临街专卖店铺并积极运用直播、短视频等新兴营销方式，带动了线上线下双渠道增长。海外市场方面，海外按摩椅需求较弱，各区域市场主要客户订单数量均出现一定程度下滑，特别是韩国市场上半年同比下滑较大；二季度美国市场逐渐回暖，但受通胀和银行事件的影响，相比去年同期小幅下滑。展望后市来看，公司积极调整产品策略，推出不同价位段的产品，提升海外客户积极性，预期外销逐步好转。
- **盈利能力显著提升。**报告期内，公司毛利率同比增加5.4pp至31.4%。其中，Q2单季度毛利率为32.9%，同比增加8.5pp。公司采取了多种策略应对市场挑战：1) 调整产品结构，推出高毛利率新品；2) 通过成本削减和效率提升优化内部管理。同时受益于汇率和原材料价回落等因素，盈利表现有所改善。费用率方面，由于新增渠道推广费增加，公司销售费用率为11.9%，同比增加3pp；管理费用率/研发费用率分别为4.1%/4.2%，与同期相比基本持平；财务费用率为-1.7%，同比减少0.8pp。综合来看，公司净利率11.8%，同比提升4pp。
- **渠道融合发展，深入技术研发。**线下渠道来看，公司通过拓展临街专卖店、线下展销、线上宣传等方式提升门店曝光、吸引客流，推出新款按摩椅带动线下销售增长。线上方面，公司借助互联网营销能力，全面涵盖主流电商平台，运用直播、短视频等新兴方式接近消费者，提高交易转化率。通过全价位产品布局和抖音资源投入，公司抖音线上直销实现快速增长。此外，公司不断进行技术创新，推进按摩椅制造标准化，提升智能制造和质量，积极参与制定行业标准。
- **盈利预测与投资建议。**随着内外销的持续修复，预期公司经营稳步向好。预计公司2023-2025年EPS分别为1.5元、1.8元、2.07元，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动风险、人民币汇率大幅波动风险、按摩椅渗透率提升不及预期风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2004.82 | 2014.11 | 2310.63 | 2654.01 |
| 增长率 | -23.26% | 0.46% | 14.72% | 14.86% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 164.23 | 208.84 | 249.71 | 287.39 |
| 增长率 | -30.51% | 27.16% | 19.57% | 15.09% |
| 每股收益EPS(元) | 1.18 | 1.50 | 1.80 | 2.07 |
| 净资产收益率ROE | 8.81% | 10.60% | 11.69% | 12.37% |
| PE | 19 | 15 | 13 | 11 |
| PB | 1.71 | 1.62 | 1.49 | 1.37 |

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：夏勤
执业证号：S1250522080003
电话：023-63786049
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 1.39 |
| 流通A股(亿股) | 1.39 |
| 52周内股价区间(元) | 18.89-26.29 |
| 总市值(亿元) | 31.94 |
| 总资产(亿元) | 33.13 |
| 每股净资产(元) | 13.39 |

相关研究

1. 荣泰健康(603579)：短期经营承压，期待盈利向好 (2023-04-10)
2. 荣泰健康(603579)：疫情扰动短期承压，静待经营好转 (2022-09-01)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 2004.82 | 2014.11 | 2310.63 | 2654.01 | 净利润 | 164.72 | 209.46 | 250.46 | 288.25 |
| 营业成本 | 1473.07 | 1453.41 | 1662.13 | 1903.12 | 折旧与摊销 | 72.61 | 98.60 | 101.58 | 102.97 |
| 营业税金及附加 | 7.96 | 6.48 | 6.93 | 7.96 | 财务费用 | -21.45 | 33.86 | 37.94 | 41.18 |
| 销售费用 | 209.63 | 191.34 | 207.96 | 238.86 | 资产减值损失 | -3.28 | -2.00 | -2.00 | -2.00 |
| 管理费用 | 159.37 | 151.06 | 173.30 | 199.05 | 经营营运资本变动 | -274.21 | 28.84 | -53.77 | -50.64 |
| 财务费用 | -21.45 | 33.86 | 37.94 | 41.18 | 其他 | 298.40 | -54.81 | -50.01 | -49.31 |
| 资产减值损失 | -3.28 | -2.00 | -2.00 | -2.00 | 经营活动现金流净额 | 236.79 | 313.95 | 284.20 | 330.46 |
| 投资收益 | 19.57 | 45.00 | 45.00 | 45.00 | 资本支出 | -52.23 | -30.00 | -30.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 10.41 | 8.50 | 9.14 | 8.93 | 其他 | -172.81 | 215.96 | 54.14 | 53.93 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -225.04 | 185.96 | 24.14 | 53.93 |
| 营业利润 | 186.54 | 233.46 | 278.52 | 319.77 | 短期借款 | 293.75 | -408.52 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -7.16 | -5.37 | -5.78 | -5.87 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 179.37 | 228.10 | 272.74 | 313.89 | 股权融资 | 5.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 14.65 | 18.63 | 22.28 | 25.64 | 支付股利 | -94.60 | -65.74 | -83.59 | -99.96 |
| 净利润 | 164.72 | 209.46 | 250.46 | 288.25 | 其他 | -17.10 | -72.03 | -37.94 | -41.18 |
| 少数股东损益 | 0.49 | 0.63 | 0.75 | 0.86 | 筹资活动现金流净额 | 187.59 | -546.29 | -121.53 | -141.14 |
| 归属母公司股东净利润 | 164.23 | 208.84 | 249.71 | 287.39 | 现金流量净额 | 220.53 | -46.38 | 186.81 | 243.25 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 1329.78 | 1283.39 | 1470.20 | 1713.45 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 140.42 | 148.85 | 167.92 | 192.88 | 销售收入增长率 | -23.26% | 0.46% | 14.72% | 14.86% |
| 存货 | 205.23 | 203.34 | 234.09 | 269.61 | 营业利润增长率 | -29.67% | 25.16% | 19.30% | 14.81% |
| 其他流动资产 | 595.16 | 434.46 | 490.62 | 555.65 | 净利润增长率 | -27.77% | 27.16% | 19.57% | 15.09% |
| 长期股权投资 | 59.08 | 59.08 | 59.08 | 59.08 | EBITDA 增长率 | -34.18% | 53.94% | 14.24% | 10.98% |
| 投资性房地产 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 554.87 | 479.97 | 402.09 | 302.81 | 毛利率 | 26.52% | 27.84% | 28.07% | 28.29% |
| 无形资产和开发支出 | 97.11 | 104.37 | 111.62 | 108.87 | 三费率 | 17.34% | 18.68% | 18.14% | 18.05% |
| 其他非流动资产 | 441.23 | 440.28 | 439.33 | 438.39 | 净利率 | 8.22% | 10.40% | 10.84% | 10.86% |
| 资产总计 | 3423.83 | 3154.70 | 3375.90 | 3641.69 | ROE | 8.81% | 10.60% | 11.69% | 12.37% |
| 短期借款 | 408.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 4.81% | 6.64% | 7.42% | 7.92% |
| 应付和预收款项 | 379.18 | 449.86 | 494.78 | 561.39 | ROIC | 16.15% | 24.57% | 30.33% | 34.76% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 11.86% | 18.17% | 18.09% | 17.48% |
| 其他负债 | 766.04 | 729.19 | 738.61 | 749.49 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1553.73 | 1179.05 | 1233.39 | 1310.88 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.61 | 0.71 | 0.76 |
| 股本 | 139.97 | 138.97 | 138.97 | 138.97 | 固定资产周转率 | 3.89 | 4.13 | 5.56 | 8.07 |
| 资本公积 | 701.49 | 702.48 | 702.48 | 702.48 | 应收账款周转率 | 15.25 | 18.01 | 18.92 | 19.01 |
| 留存收益 | 1104.40 | 1247.50 | 1413.62 | 1601.05 | 存货周转率 | 5.80 | 6.72 | 7.22 | 7.22 |
| 归属母公司股东权益 | 1866.19 | 1971.12 | 2137.24 | 2324.67 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.80% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 3.90 | 4.52 | 5.27 | 6.13 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1870.09 | 1975.64 | 2142.51 | 2330.81 | 资产负债率 | 45.38% | 37.37% | 36.54% | 36.00% |
| 负债和股东权益合计 | 3423.83 | 3154.70 | 3375.90 | 3641.69 | 带息债务/总负债 | 65.11% | 51.15% | 48.90% | 46.01% |
| | | | | | 流动比率 | 2.55 | 4.02 | 4.15 | 4.22 |
| | | | | | 速动比率 | 2.32 | 3.62 | 3.74 | 3.80 |
| | | | | | 股利支付率 | 57.60% | 31.48% | 33.48% | 34.78% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 237.70 | 365.92 | 418.04 | 463.92 | 每股收益 | 1.18 | 1.50 | 1.80 | 2.07 |
| PE | 19.45 | 15.29 | 12.79 | 11.11 | 每股净资产 | 13.46 | 14.22 | 15.42 | 16.77 |
| PB | 1.71 | 1.62 | 1.49 | 1.37 | 每股经营现金 | 1.70 | 2.26 | 2.05 | 2.38 |
| PS | 1.59 | 1.59 | 1.38 | 1.20 | 每股股利 | 0.68 | 0.47 | 0.60 | 0.72 |
| EV/EBITDA | 10.14 | 5.54 | 4.40 | 3.44 | | | | | |
| 股息率 | 2.96% | 2.06% | 2.62% | 3.13% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 |
| | 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 |
| | 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 |
| | 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 |
| | 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 |
| | 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 刘中一 | 销售经理 | 19821158911 | 19821158911 | lzhongy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyif@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 徐铭婉 | 销售经理 | 15204539291 | 15204539291 | xumw@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
