

外销逐步恢复, Q1 业绩高增

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2020 年年度报告, 2020 年公司实现营业收入 20.2 亿元, 同比减少 12.7%; 归母净利润 1.9 亿元, 同比减少 34.7%; 实现扣非后归母净利润 1.6 亿元, 同比减少 37.4%。单季度来看, Q4 公司实现营收 6.2 亿元, 同比减少 10.2%; 归母净利润 0.3 亿元, 同比减少 61.5%; 扣非后归母净利润 0.2 亿, 同比减少 77.3%。公司拟派发现金红利 0.5 元/股, 分红率为 35.3%。
- **内销承压, 外销逐步恢复。** 疫情影响下, 公司按摩业务营收遭受冲击。线下渠道来看, 上半年线下门店受疫情影响较为严重, 线下业务收入大幅下降。随着下半年疫情得到有效控制, 商超人流量慢慢恢复, 线下业务收入逐月恢复, 第四季度线下收入同比有所增长。线上渠道方面, 公司成立了新媒体团队, 正式开启常态化直播, 线上销售占比大幅提升。此外, 疫情影响下影院、机场、高铁等人流量大幅减少, 公司共享按摩椅业务营收同比减少 63.7%。整体来看, 公司内销实现营收 9.4 亿元, 同比减少 23.1%。海外市场来看, 营收与当地疫情控制情况相关。美国市场受到疫情影响较大, 同比下滑较多。随着疫情的有效控制, 韩国市场逐步恢复, 2020 年销量与 2019 年基本持平。得益于高端双子座按摩椅的上市, 越南市场销售同比增长 50% 以上。整体来看, 公司外销收入 10.5 亿元, 同比减少 1.4%。
- **短期盈利能力承压。** 报告期内, 公司综合毛利率为 28.7%, 同比减少 2.6pp。一方面, 受到会计准则变更, 运费和安装费调整至营业成本, 公司整体毛利率下滑; 另一方面, 毛利率较低外销代工占比提升致使公司整体盈利能力下滑。2020 年公司外销收入占比为 52.2%, 同比提升 6pp。费用率方面, 公司销售费用率为 9.4%, 同比减少 2.2pp, 主要是会计准则变化所致; 管理费用率为 8%, 同比提升 0.4pp; 财务费用率为 1.5%, 同比提升 1.7pp。综合来看, 公司净利率为 9%, 同比减少 3.5PP。
- **持续完善渠道布局, 提升产能储备。** 公司在维持现有业务规模的基础上, 进一步渠道下沉, 开发三四线城市, 增加线下门店, 进入更多空白市场。目前公司线下门店已覆盖全国 23 省, 5 个自治区, 4 个直辖市。线上渠道方面, 公司成立新媒体部门、用户运营部门, 开启品牌专业化、场景化、常态化直播。经过多年的摸索, 具备一定的线上渠道运营经验, 我们推测未来公司将持续拓展线上渠道。2020 年 10 月公司公开发行 6 亿元可转债用于扩大按摩椅产能。随着所有产能项目完全达产后, 公司按摩椅产品的设计产能将达到约 72 万台。随着我国按摩椅渗透率的进一步提高, 在市场需求快速增长的背景下, 产能储备提升将有助于公司提升市场竞争能力。
- **一季度业绩高速增长。** 公司发布 2021 年一季度业绩预增公告, 预计 2021 年一季度实现归母净利润 6300-6950 万元, 同比增长 113%-115%, 相较于 2019 年增长 9.1%-20.3%。我们推测公司一季度业绩高速增长原因有二: (1) 随着疫情的有效控制, 公司按摩业务营收重回增长轨道。线下客流量恢复以及公司加快拓展下沉渠道, 我们推测公司线下按摩椅销量持续恢复, 线上销售稳步提升。海外市场方面, 老客户订单逐步恢复。在此基础上, 公司不断拓展新的客户, 进

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
联系人: 夏勤
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)	1.40
流通 A 股(亿股)	1.40
52 周内股价区间(元)	25.16-44.5
总市值(亿元)	46.72
总资产(亿元)	29.50
每股净资产(元)	11.55

相关研究

1. 荣泰健康(603579): Q3 营收降幅收窄, 募投产占市场份额 (2020-10-28)
2. 荣泰健康(603579): 海外业务快速恢复, Q2 营收降幅收窄 (2020-08-17)

入新的市场，外销收入预计持续增长。(2) 随着公司加快剥离亏损的共享按摩业务，预期公司盈利能力同比提升，业绩增速快于营收增速。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.04 元、2.38 元、2.73 元，未来三年归母净利润将保持 25.6% 的复合增长率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、大客户集中风险，人民币汇率波动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2020.52	2409.16	2755.73	3092.40
增长率	-12.68%	19.23%	14.39%	12.22%
归属母公司净利润(百万元)	193.00	285.99	333.46	382.08
增长率	-34.71%	48.18%	16.60%	14.58%
每股收益 EPS(元)	1.38	2.04	2.38	2.73
净资产收益率 ROE	10.97%	14.29%	14.28%	14.06%
PE	24	16	14	12
PB	2.83	2.49	2.13	1.83

数据来源: Wind, 西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

关键假设：

假设 1：随着疫后经济的复苏，线下客流量逐步恢复，国内按摩椅渗透率稳步提升；

假设 2：随着公司共享按摩业务的剥离，预期公司内销毛利率稳步提升，预计 2021-2023 年公司内销毛利率为 38.5%/39.5%/40.4%；

假设 3：假设公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率维持相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
内销	收入	943.0292037	1145.56	1335.23	1522.22
	增速	-23.1%	21.5%	16.6%	14.0%
	毛利率	34.63%	38.47%	39.53%	40.43%
外销	收入	1054.926193	1234.26	1382.38	1520.61
	增速	-1.4%	17.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	24.31%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	收入	22.56	29.33	38.13	49.57
	增速	27.9%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	20.14%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	2,020.52	2,409.16	2,755.73	3,092.40
	增速	-12.68%	19.23%	14.39%	12.22%
	毛利率	28.70%	31.35%	31.97%	32.51%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2020.52	2409.16	2755.73	3092.40	净利润	180.97	268.16	312.67	358.25
营业成本	1440.57	1653.98	1874.70	2086.92	折旧与摊销	53.04	53.47	60.83	65.69
营业税金及附加	5.24	5.70	6.48	7.41	财务费用	30.74	65.90	72.47	72.32
销售费用	188.98	216.82	261.79	309.24	资产减值损失	-2.76	0.00	0.00	0.00
管理费用	61.01	180.69	206.68	231.93	经营营运资本变动	-128.84	-179.55	-23.24	-44.97
财务费用	30.74	65.90	72.47	72.32	其他	142.45	-4.43	-10.04	-9.20
资产减值损失	-2.76	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	275.59	203.56	412.69	442.10
投资收益	17.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-173.04	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	7.05	8.20	9.69	8.75	其他	-424.30	8.20	9.69	8.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-597.34	-21.80	-20.31	-21.25
营业利润	200.36	294.26	343.28	393.33	短期借款	-0.07	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.19	-0.61	-0.89	-1.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	198.17	293.65	342.40	392.31	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	17.21	25.49	29.73	34.06	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	180.97	268.16	312.67	358.25	其他	357.88	-108.07	-72.47	-72.32
少数股东损益	-12.03	-17.83	-20.79	-23.82	筹资活动现金流净额	357.81	-108.07	-72.47	-72.32
归属母公司股东净利润	193.00	285.99	333.46	382.08	现金流量净额	6.81	73.69	319.91	348.52
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	882.66	956.35	1276.26	1624.78	成长能力				
应收和预付款项	188.02	226.18	256.99	289.29	销售收入增长率	-12.68%	19.23%	14.39%	12.22%
存货	247.96	280.92	319.27	356.25	营业利润增长率	-38.71%	46.86%	16.66%	14.58%
其他流动资产	498.16	572.74	639.25	703.86	净利润增长率	-37.20%	48.18%	16.60%	14.58%
长期股权投资	53.50	53.50	53.50	53.50	EBITDA 增长率	-15.44%	45.58%	15.22%	11.49%
投资性房地产	1.29	1.29	1.29	1.29	获利能力				
固定资产和在建工程	525.56	494.30	455.68	412.20	毛利率	28.70%	31.35%	31.97%	32.51%
无形资产和开发支出	66.15	74.58	83.00	91.43	三费率	13.89%	19.24%	19.63%	19.84%
其他非流动资产	486.95	486.32	485.68	485.05	净利率	8.96%	11.13%	11.35%	11.58%
资产总计	2950.27	3146.19	3570.92	4017.63	ROE	10.97%	14.29%	14.28%	14.06%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.13%	8.52%	8.76%	8.92%
应付和预收款项	576.45	607.98	711.17	791.09	ROIC	28.94%	33.71%	34.97%	37.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.06%	17.17%	17.29%	17.18%
其他负债	723.54	661.93	670.81	679.34	营运能力				
负债合计	1299.99	1269.91	1381.97	1470.43	总资产周转率	0.75	0.79	0.82	0.82
股本	140.00	140.00	140.00	140.00	固定资产周转率	6.12	5.93	6.67	7.87
资本公积	711.12	711.12	711.12	711.12	应收账款周转率	16.40	19.92	19.25	19.11
留存收益	866.73	1152.73	1486.19	1868.27	存货周转率	5.80	6.21	6.17	6.12
归属母公司股东权益	1659.42	1903.24	2236.71	2618.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.89%	—	—	—
少数股东权益	-9.13	-26.97	-47.76	-71.58	资本结构				
股东权益合计	1650.28	1876.28	2188.95	2547.20	资产负债率	44.06%	40.36%	38.70%	36.60%
负债和股东权益合计	2950.27	3146.19	3570.92	4017.63	带息债务/总负债	42.77%	43.78%	40.23%	37.81%
					流动比率	2.58	3.02	3.17	3.40
					速动比率	2.23	2.60	2.76	2.99
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.38	2.04	2.38	2.73
					每股净资产	11.79	13.40	15.64	18.19
					每股经营现金	1.97	1.45	2.95	3.16
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	284.14	413.64	476.59	531.34					
PE	24.21	16.34	14.01	12.23					
PB	2.83	2.49	2.13	1.83					
PS	2.31	1.94	1.70	1.51					
EV/EBITDA	13.20	8.89	7.04	5.66					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn