

Q1 毛利率环比改善，积极布局新质生产力

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营收 16 亿元，同比减少 13.9%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比减少 5.3%；实现扣非净利润 1.6 亿元，同比下降 12.5%。单季度来看，2024Q4 公司实现营收 4.3 亿元，同比下降 22.3%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比下降 3%；实现扣非后归母净利润 0.4 亿，同比下降 30.3%。2025Q1 公司实现营收 3.9 亿元，同比减少 1.4%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比减少 30%；实现扣非净利润 0.3 亿元，同比减少 46.8%。
- **按摩椅消费承压，外销表现优于内销。**分区域来看，2024 年公司内销实现营收 6.5 亿元，同比-20.2%，主要系国内消费降级导致需求承压所致；外销实现营收 9.2 亿元，同比-10.3%，韩国大客户因新品上市时间滞后等原因，收入同比有所下降。分产品来看，公司按摩椅/按摩小电器/体验式按摩服务分别实现营收 15.2 亿元/5145.9 万元/470 万元，分别同比-14.1%/-28.6%/+0.8%。总体来看，按摩家电具有可选消费特征，在经济衰退或不稳定时期，消费者可能会减少非必要消费支出，因此需求有所萎缩，致使公司国内外营收出现下滑。
- **盈利能力承压，毛利率环比开始修复。**2024 年公司毛利率同比增长 0.9pp 至 31.7%，其中按摩椅/按摩小电器/体验式按摩服务毛利率分别为 32.1%/13%/68.5%，分别同比+1.2pp/-6.1pp/+11pp，按摩椅；分区域来看，国内外毛利率分别为 38.8%/26.4%，分别同比增长 2.9pp/0.3pp，预计公司毛利率改善主要来自于汇率影响，叠加公司生产效率提升。费用率方面，2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 11.3%/5.4%/-1%/5%，分别同比+0.2pp/+1.2pp/-0.2pp/+0.7pp，管理费用率提升主要系折旧、中介咨询服务费同比增加所致；净利率来看，2024 年公司净利率同比提升 1.1pp 至 12%。2025 年 Q1 毛利率同比减少 3.3pp 至 32.5%，但环比 2024Q4 提升 2.8pp，推测主要优于内外销结构变化所致，销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.7%/4.9%/1.4%/5.4%，分别同比+0.9pp/-0.2pp/+3.4pp/+0.4pp，净利率同比减少 4.5pp 至 11.1%。
- **盈利预测与投资建议。**公司基于现有技术等优势，积极寻求第二增长曲线，在汽车按摩椅机芯、“DeepHealth”智慧健康 AI 大模型等领域进行布局。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.19 元、1.27 元、1.36 元，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格反弹、海外需求不及预期、汇率波动等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1596.87	1699.84	1784.83	1874.08
增长率	-13.92%	6.45%	5.00%	5.00%
归属母公司净利润（百万元）	191.95	211.80	225.94	241.03
增长率	-5.31%	10.35%	6.67%	6.68%
每股收益 EPS（元）	1.08	1.19	1.27	1.36
净资产收益率 ROE	9.52%	10.08%	9.89%	9.71%
PE	21	19	18	17
PB	2.03	1.95	1.79	1.65

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn
联系人：方建钊
电话：18428374714
邮箱：fjz@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)	1.77
流通 A 股(亿股)	1.77
52 周内股价区间(元)	11.36-27.18
总市值(亿元)	40.94
总资产(亿元)	33.54
每股净资产(元)	11.45

相关研究

1. 荣泰健康（603579）：按摩椅需求承压，盈利能力改善实现业绩增长（2024-04-17）

盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到国补对按摩家电的需求拉动效应，假设 2025-2027 年国内营收增速维持在 5%；海外营收分别同比增长 10%、5%、5%。

假设 2：假设 2025-2027 年公司国内毛利率分别为 39%、39.5%、40%；海外毛利率分别为 27%、27.5%、28%。

假设 3：假设 2025-2027 年公司销售费用率维持在 11%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	1596.9	1699.8	1784.8	1874.1
	增速	-13.9%	6.4%	5.0%	5.0%
	营业成本	1091.0	1158.7	1207.7	1258.7
	毛利率	30.8%	31.3%	31.8%	32.3%
国内	营业收入	652.2	684.8	719.1	755.0
	增速	-20.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	399.2	417.7	435.0	453.0
	毛利率	38.8%	39.0%	39.5%	40.0%
海外	营业收入	922.8	1015.0	1065.8	1119.1
	增速	-10.3%	10.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	678.7	741.0	772.7	805.7
	毛利率	26.4%	27.0%	27.5%	28.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1596.87	1699.84	1784.83	1874.08	净利润	191.81	212.05	226.13	241.20
营业成本	1090.98	1158.71	1207.72	1258.73	折旧与摊销	60.38	42.54	59.26	74.37
营业税金及附加	13.55	11.42	12.66	12.93	财务费用	-15.92	2.09	10.05	15.28
销售费用	179.60	186.98	196.33	206.15	资产减值损失	-5.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	86.71	101.99	107.09	112.44	经营营运资本变动	-259.64	-92.03	-24.07	-33.14
财务费用	-15.92	2.09	10.05	15.28	其他	196.56	11.98	-14.65	8.92
资产减值损失	-5.05	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	168.14	176.62	256.71	306.62
投资收益	38.84	8.00	8.00	8.00	资本支出	-159.43	-600.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	-6.14	-11.18	-8.66	-9.92	其他	-1013.08	38.61	-0.66	-1.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1172.51	-561.39	-600.66	-601.92
营业利润	210.40	235.47	250.33	266.62	短期借款	297.47	182.12	404.86	364.69
其他非经营损益	-0.41	-3.32	-2.76	-2.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	209.99	232.16	247.57	264.07	股权融资	-73.52	0.00	0.00	0.00
所得税	18.19	20.11	21.44	22.87	支付股利	0.00	-38.39	-42.36	-45.19
净利润	191.81	212.05	226.13	241.20	其他	-103.38	-88.04	-10.05	-15.28
少数股东损益	-0.14	0.25	0.19	0.17	筹资活动现金流净额	120.57	55.69	352.45	304.22
归属母公司股东净利润	191.95	211.80	225.94	241.03	现金流量净额	-880.09	-329.08	8.50	8.92
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	499.06	169.98	178.48	187.41	成长能力				
应收和预付款项	237.99	203.19	225.88	239.49	销售收入增长率	-13.92%	6.45%	5.00%	5.00%
存货	151.81	163.70	185.53	186.11	营业利润增长率	-10.83%	11.92%	6.31%	6.51%
其他流动资产	1288.94	1290.80	1326.84	1364.68	净利润增长率	-5.67%	10.55%	6.64%	6.66%
长期股权投资	79.52	79.52	79.52	79.52	EBITDA 增长率	-12.36%	9.91%	14.11%	11.46%
投资性房地产	0.62	0.62	0.62	0.62	获利能力				
固定资产和在建工程	712.21	979.84	1230.76	1466.57	毛利率	31.68%	31.83%	32.33%	32.83%
无形资产和开发支出	100.48	390.98	681.49	971.99	三费率	15.68%	17.12%	17.56%	17.82%
其他非流动资产	671.43	670.75	670.07	669.39	净利率	12.01%	12.47%	12.67%	12.87%
资产总计	3742.04	3949.38	4579.19	5165.78	ROE	9.52%	10.08%	9.89%	9.71%
短期借款	426.60	608.72	1013.58	1378.27	ROA	5.13%	5.37%	4.94%	4.67%
应付和预收款项	498.51	455.29	494.75	518.84	ROIC	14.99%	12.62%	10.16%	8.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.96%	16.48%	17.91%	19.01%
其他负债	801.30	782.04	783.76	785.56	营运能力				
负债合计	1726.42	1846.05	2292.09	2682.67	总资产周转率	0.45	0.44	0.42	0.38
股本	177.38	177.38	177.38	177.38	固定资产周转率	3.11	2.42	1.73	1.43
资本公积	572.81	572.81	572.81	572.81	应收账款周转率	8.63	8.99	9.68	9.37
留存收益	1258.96	1432.37	1615.95	1811.79	存货周转率	6.61	6.63	6.57	6.57
归属母公司股东权益	2014.12	2101.58	2285.15	2481.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.12%	—	—	—
少数股东权益	1.50	1.75	1.94	2.11	资本结构				
股东权益合计	2015.62	2103.33	2287.10	2483.11	资产负债率	46.14%	46.74%	50.05%	51.93%
负债和股东权益合计	3742.04	3949.38	4579.19	5165.78	带息债务/总负债	62.20%	68.03%	72.46%	75.50%
					流动比率	2.21	1.65	1.24	1.02
					速动比率	2.06	1.51	1.12	0.92
					股利支付率	0.00%	18.12%	18.75%	18.75%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	254.86	280.10	319.63	356.26	每股收益	1.08	1.19	1.27	1.36
PE	21.33	19.33	18.12	16.99	每股净资产	11.35	11.85	12.88	13.99
PB	2.03	1.95	1.79	1.65	每股经营现金	0.95	1.00	1.45	1.73
PS	2.56	2.41	2.29	2.18	每股股利	0.00	0.22	0.24	0.25
EV/EBITDA	13.47	14.08	13.58	13.18					
股息率	0.00%	0.94%	1.03%	1.10%					

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

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。

西南证券研究院

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn