

中信证券研究部

纪敏
 首席家电分析师
 S1010520030002

汪浩
 家电分析师
 S1010518080005

联系人：林昱昊

联系人：吴汉翔
荣泰健康 603579

评级	买入（维持）
当前价	26.89 元
总股本	140 百万股
流通股本	140 百万股
52 周最高/最低价	42.31/24.7 元
近 1 月绝对涨幅	-8.19%
近 6 月绝对涨幅	1.36%
近 12 月绝对涨幅	-26.53%

核心观点

公司是按摩椅自主品牌龙头，十年坚持自主研发&品牌进入收获期，前期业绩受到经营周期影响而短期波动较大，2019Q3 受益于外销恢复性增长，业绩增速年内首次转正，Q4 持续实现边际改善，经营超预期。公司基于未来经营前景，拟发行 6 亿可转债继续增资扩产，当前估值对应性价比较高。

Q4 业绩超预期，边际改善较为显著。2019 年公司收入 23.1 亿元，同比+0.8%，净利润 3.0 亿元，同比+18.6%；扣非归母净利润 2.5 亿元，同比-4%；其中，Q4 单季收入 6.9 亿元，同比+27.3%，净利润 0.9 亿元，同比+32.4%，扣非净利润约 0.9 亿元，同比+66.0%。继 Q3 收入/利润均实现年内首次同比正增长后，Q4 单季公司收入增速继续改善，环比提升约 25pcts，主要系：1) 上年同期（18Q4）受韩国 BF 出口影响，同比-16%，形成较低基数；2) Q4 按摩椅内销和出口增速均实现小幅边际回暖，带动收入增速环比改善。

内销 Q4 年内首次正增长，外销恢复性反弹。行业层面看，按摩椅内销在 Q4 实现边际回暖，根据淘数据显示，19Q4 按摩椅/沙发线上销售额同比达+44%（Q3 仅为+7%），各大品牌（奥佳华、荣泰、傲胜等）均实现回暖。出口方面，按摩器具在 19Q4 同样实现出口额增速提升，达+32%（19Q3 仅+21%），美国、韩国等主要出口地区增速均达+40%左右，为全年较高峰。在此基础上，公司外贸收入在 19Q4 增速达+78%（存在低基数影响），内销（不包含服务）增速达+19%，年内首次实现正增长。

毛利率环比大幅改善，费用率投放略有趋缓。毛利率方面，公司 19Q4 毛利率达 35.7%，环比大幅提升 6.2pcts，预计主要系受增值税降税、汇率波动以及产品线结构升级影响，公司在 19Q4 先后陆续上市多款高端按摩椅，如双子座、太空舱 3 代等。费用率方面，19Q4 投放节奏略有放缓，其中销售费用率同比-2.4pcts，研发费用率环比略有下调，同时管理费用由于股权激励计划取消，冲销对应费用影响，Q4 费用出现负值。在上述多因素影响下，公司 19Q4 营业利润率同比约+1pcts，盈利能力略有提升，预计 2020 年有望持续。

国内渗透率提升逻辑不改，公司持续增加投入扩大产能。长期来看，国内按摩椅市场户均渗透率仅约 1%，相当于韩国的十分之一、日本的二十分之一，渗透率将持续提高的逻辑不改。公司自 2008 年开始深耕国内市场，并长期坚持自主研发和自主品牌，至今已有超过 10 年的技术积累和渠道拓展，超大部分国内同行。基于对未来渗透率提升的乐观预期（可转债可行性分析公告当中预计 2025 年渗透率达到约 4.7%），公司在此利率低点，拟发行 6 亿可转债，再次实行增资扩产，设计产能达 30 万台，完工达产后公司总产能将达约 85 万台。

风险因素。第一大客户 Body Friend 合作不及预期；国内按摩椅渗透率提升速度远低于预期；价格战竞争激烈；人民币汇率大幅波动、原材料价格大幅上涨。

投资建议。由于公司 19Q4 业绩表现超预期，小幅上调公司 2020/2021/2022 年 EPS 预测至 2.43/2.88/3.51 元（20/21 年原预测为 2.33/2.73 元，2019 年 EPS 为 2.13 元，2022 年 EPS 为新增预测），对应 PE 11/9/8 倍。公司是按摩椅自主品牌龙头，十年坚持自主研发&品牌进入收获期，近期业绩受到经营周期影响而短期波动，随着新品推出+“摩摩哒”持续引流，2020Q1 受疫情影响冲击料难以避免，但全年有望实现边际改善，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,295.65	2,313.91	2,611.08	3,048.28	3,667.40
营业收入增长率	19.7%	0.8%	12.8%	16.7%	20.3%
净利润(百万元)	249.21	295.59	339.54	403.21	490.97
净利润增长率	15.3%	18.6%	14.9%	18.8%	21.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.78	2.13	2.43	2.88	3.51
毛利率%	34.1%	31.3%	34.4%	35.6%	35.8%
净资产收益率 ROE%	16.73%	18.15%	19.31%	19.91%	20.94%
每股净资产(元)	10.64	11.64	12.56	14.47	16.75
PE	15	13	11	9	8
PB	2.5	2.3	2.1	1.9	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 26 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。