

2020年03月27日

收入利润环比改善明显，荣泰迎来加速增长

荣泰健康(603579)

事件概述

公司公布2019年年报，全年实现营业收入23.14亿元，同比增长0.8%；归母净利润2.96亿元，同比增长18.61%；扣非归母净利润2.47亿元，同比减少3.97%。其中Q4单季实现收入6.85亿元，同比增长27.30%；归母净利润0.87亿元，同比增长32.44%；扣非归母净利润0.90亿元，同比增长66%。

外销恢复性增长带动收入持续改善。

公司全年收入实现微幅正增长，Q1~Q4收入增速分别为-15.22%/-7.41%/1.93%/27.30%，环比改善趋势明显。分地区看，外销是收入增长的主要来源。1) 内销：内销仍受体验式按摩服务业务拖累，收入同比下滑8.03%。体验式按摩服务主要面向国内市场，业务占比约13%，2019年全年体验式按摩服务收入下滑30.49%，毛利率下降30.39pcts，仍处于转型调整阶段。2) 外销：外销收入同比增长12.76%，一方面是由于2018年公司主要客户BF面临的韩国市场竞争加剧，造成外销收入自2018年Q4开始大幅下滑，因此带来的低基数；另一方面随着欧美市场的积极开拓逐步取得成效，外销收入恢复性增长，使得Q4收入同比大幅改善。

毛利率修复和费用率改善贡献业绩增长。

公司全年实现毛利率31.46%，同比下降2.78pcts，主要由于上半年让利大客户BF而受到较大影响，Q4相比前三季度毛利率已有明显修复。从费用来看，公司全年销售费用率和管理费用率分别为11.51%和2.24%，同比减少0.84pcts和1.2pcts，财务费用率受益于利息净收入增加，同比减少0.25pcts；研发投入加大，研发费用率同比提升0.56pcts。公司整体盈利能力持续改善。

按摩椅市场高速增长，研发实力巩固龙头地位。

公司持续加大研发投入，2019年陆续投放加载最新技术的按摩椅新品，其中柔性导轨技术突破了多年的行业瓶颈，实现里程碑式的技术突破，进一步巩固公司在高端按摩椅行的业领先地位。目前国内按摩椅市场渗透率极低，公司通过“摩摩哒”共享按摩品牌推动实现“体验按摩”向“按摩器材入户”的销售转化，市场提升空间大；而海外市场亦在高速增长期，公司在维持韩国市场稳定增长之外重点开发欧美潜力市场，持续推动收入增长。

投资建议

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	26.89
股票代码:	603579
52周最高价/最低价:	42.31/24.7
总市值(亿)	37.65
自由流通市值(亿)	37.65
自由流通股数(百万)	140.00



分析师: 汪玲

邮箱: wangling1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100002

联系人: 王映雪

邮箱: wangyx3@hx168.com.cn

联系人: 段家琪

邮箱: duanjiaqi@hx168.com.cn

公司受益于外销市场恢复和营销与管理效率提升，收入和利润持续改善趋势明显。未来随着 ODM 合作伙伴和海外欧美市场的进一步拓展、国内渠道的下沉建设，以及厂房新建项目的逐步投产，有望实现加速增长。我们调整公司 2020/21/22 年营业收入由 26.41/31.05/- 亿元至 25.89/29.05/33.18 亿元，同比增长 11.90%/12.20%/14.20%；归母净利润由 2.97/3.53/- 亿元至 3.66/4.49/5.17 亿元，同比增长 23.94%/22.66%/15.08%，维持“增持”评级。

风险提示

海外市场拓展不达预期，新品推广不达预期，宏观经济下行。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2295.65	2313.91	2589.29	2905.13	3317.78
YoY (%)	19.70%	0.80%	11.90%	12.20%	14.20%
归母净利润(百万元)	249.21	295.59	366.36	449.37	517.14
YoY (%)	15.28%	18.61%	23.94%	22.66%	15.08%
毛利率 (%)	34.07%	31.28%	33.89%	35.43%	36.39%
每股收益 (元)	1.78	2.11	2.62	3.21	3.69
ROE	16.73%	18.15%	18.36%	18.38%	17.46%
市盈率	15.11	12.74	10.28	8.38	7.28

资料来源：wind，华西证券

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2313.91	2589.29	2905.13	3317.78	净利润	288.16	373.84	449.37	517.14
YoY (%)	0.80%	11.90%	12.20%	14.20%	折旧和摊销	12.36	3.57	3.77	3.86
营业成本	1590.23	1711.77	1875.81	2110.38	营运资金变动	176.54	-41.71	5.60	27.35
营业税金及附加	4.23	4.74	5.31	6.07	经营活动现金流	446.47	314.70	437.54	547.15
销售费用	266.27	292.59	319.56	358.32	资本开支	-150.57	-10.04	-69.69	-59.74
管理费用	51.77	54.38	58.10	66.36	投资	-24.90	0.00	0.00	0.00
财务费用	-3.26	-5.66	12.41	23.76	投资活动现金流	-395.59	-0.04	-59.69	-59.74
资产减值损失	-6.16	0.00	0.00	0.00	股权募资	1.50	0.00	0.00	0.00
投资收益	8.17	10.00	10.00	0.00	债务募资	-121.93	-0.07	0.00	0.00
营业利润	326.91	424.24	509.96	587.05	筹资活动现金流	-266.00	0.16	0.00	0.00
营业外收支	0.87	1.00	1.20	1.20	现金净流量	-215.12	314.82	377.85	487.41
利润总额	327.79	425.24	511.16	588.25	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	39.62	51.41	61.79	71.11	成长能力				
净利润	288.16	373.84	449.37	517.14	营业收入增长率	0.80%	11.90%	12.20%	14.20%
归属于母公司净利润	295.59	366.36	449.37	517.14	净利润增长率	18.61%	23.94%	22.66%	15.08%
YoY (%)	18.61%	23.94%	22.66%	15.08%	盈利能力				
每股收益	2.11	2.62	3.21	3.69	毛利率	31.28%	33.89%	35.43%	36.39%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	12.45%	14.44%	15.47%	15.59%
货币资金	875.86	1190.68	1568.53	2055.94	总资产收益率 ROA	12.01%	13.19%	13.70%	13.29%
预付款项	68.22	73.43	80.47	90.53	净资产收益率 ROE	18.15%	18.36%	18.38%	17.46%
存货	239.20	210.52	230.69	259.54	偿债能力				
其他流动资产	551.04	557.99	579.26	607.05	流动比率	2.26	2.86	3.22	3.51
流动资产合计	1734.32	2032.62	2458.95	3013.06	速动比率	1.86	2.46	2.81	3.10
长期股权投资	59.00	59.00	59.00	59.00	现金比率	1.14	1.68	2.05	2.40
固定资产	266.91	236.11	265.24	294.32	资产负债率	33.72%	27.79%	25.17%	23.63%
无形资产	67.93	66.21	64.19	62.19	经营效率				
非流动资产合计	727.06	744.53	821.64	878.72	总资产周转率	1.00	0.99	0.96	0.93
资产合计	2461.37	2777.14	3280.59	3891.78	每股指标 (元)				
短期借款	0.07	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.11	2.62	3.21	3.69
应付账款及票据	546.29	479.25	525.18	590.85	每股净资产	11.64	14.25	17.46	21.16
其他流动负债	221.70	230.51	238.67	267.04	每股经营现金流	3.19	2.25	3.13	3.91
流动负债合计	768.07	709.76	763.84	857.89	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	61.88	61.88	61.88	61.88	PE	12.74	10.28	8.38	7.28
非流动负债合计	61.88	61.88	61.88	61.88	PB	2.67	1.89	1.54	1.27
负债合计	829.95	771.64	825.72	919.77					
股本	140.00	140.00	140.00	140.00					
少数股东权益	2.44	9.91	9.91	9.91					
股东权益合计	1631.43	2005.50	2454.87	2972.01					
负债和股东权益合计	2461.37	2777.14	3280.59	3891.78					

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

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任首席分析师，具有多年消费品投资研究经验。

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。