

2020 年上海荣泰健康科技股份有限公司可转换公司债券

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100269】

**评级对象:** 2020年上海荣泰健康科技股份有限公司可转换公司债券

**主体/展望/债项/评级时间**

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2021年6月22日

**前次跟踪:** —

**首次评级:** AA/稳定/AA/2020年4月29日

### 主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	7.72	6.18	6.70	5.28
刚性债务	0.21	0.00	5.56	5.63
所有者权益	15.14	16.48	16.53	16.91
经营性现金净流入量	3.39	4.08	2.71	0.44
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	21.67	24.61	29.50	30.15
总负债	6.69	8.30	13.00	13.06
刚性债务	1.52	0.30	5.56	5.63
所有者权益	14.98	16.31	16.50	17.09
营业收入	22.96	23.14	20.21	5.20
净利润	2.50	2.88	1.81	0.69
经营性现金净流入量	2.61	4.46	2.76	0.59
EBITDA	3.94	4.05	2.58	—
资产负债率[%]	30.86	33.72	44.06	43.31
权益资本与刚性债务 比率[%]	985.62	5417.34	296.84	303.90
流动比率[%]	261.61	225.80	257.86	259.53
现金比率[%]	178.21	133.16	141.56	134.39
利息保障倍数[倍]	25.79	74.11	29.96	—
净资产收益率[%]	17.35	18.42	11.03	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	37.67	64.79	37.43	8.35
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	33.65	6.79	-30.21	-9.40
EBITDA/利息支出[倍]	34.66	90.24	37.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.59	4.44	0.88	—

注:根据荣泰健康经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

李一 liyi@shxsj.com

王科柯 wkk@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海荣泰健康科技股份有限公司(简称荣泰健康、发行人、该公司或公司)及其发行的荣泰转债的跟踪评级反映了2020年以来荣泰健康在外部环境、市场地位、财务状况及融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、汇率波动、大客户集中、新增产能释放、债转股等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **良好的外部环境。**受益于国内居民收入水平的不断提升、人口老龄化以及居民保健意识的增强等,我国成为全球按摩椅市场需求增长相对较快的地区之一。同时,韩国、欧美等海外市场按摩椅保有率不断提升,为荣泰健康带来了较好的发展环境。
- **产品细分市场地位较高。**荣泰健康为国内按摩器具行业的头部企业之一,在行业内市场地位较高。公司国内销售网络覆盖范围较广、品牌知名度较高,并通过ODM方式将产品销往韩国、美国等海外地区。
- **财务状况较好。**荣泰健康发行可转债后,资产负债率有所上升,但仍处于较低水平。公司现金类资产规模较大,能够对到期债务偿付形成较好保障。
- **融资渠道广泛。**荣泰健康作为上市公司,可在资本市场和债券市场进行融资,融资渠道较广泛。

#### 主要风险:

- **行业竞争无序。**我国按摩器具行业生产厂商众多,行业集中度较低,产品同质化竞争激烈。荣泰健康在产品创新和技术升级等方面面临持续竞争压力。
- **汇率波动风险。**荣泰健康外销产品比重较大,

结算货币主要为美元，如果未来美元发生贬值或出现大幅波动，将对公司业绩造成负面影响。

- **大客户集中风险。**荣泰健康营业收入中来自韩国 Body Friend 的贡献较高，若 Body Friend 的未来销售增长不能持续、成长性不能维持或与公司的合作情况发生不利变化，仍将使公司经营业绩遭受不利影响。
- **共享按摩椅运营风险。**荣泰健康将共享按摩椅资产转让给各地运营商，通过收取固定服务费方式盈利，目前盈利空间较低。此外，共享按摩椅业务市场竞争较激烈，跟踪期内受新冠疫情影响大，收入规模大幅下降，同时较高的租金和折旧费用致使该业务出现亏损，需关注经营压力。
- **新增产能释放压力。**荣泰健康产品以销定产，目前产能利用率较高。公司拟通过在建及拟建项目增大产能应对产能不足，抢占市场份额，提升市场竞争力。但相关项目新增产能规模较大，相关项目投资回报存在较大不确定性，存在一定新增产能释放压力。
- **可转债转股风险。**荣泰转债已于 2021 年 5 月 6 日进入转股期，目前转股率低，需关注可转债转股情况。

## ➤ 未来展望

通过对荣泰健康及其发行的上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA-主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性很强，并维持上述公司债 AA-信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2020 年上海荣泰健康科技股份有限公司可转换公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2020 年上海荣泰健康科技股份有限公司可转换公司债券的跟踪评级安排，本评级机构根据荣泰健康提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对荣泰健康的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告日，该公司已发行但尚未到期的债券为“荣泰转债”，发行规模为 6.00 亿元，期限为 6 年，募集资金全部用于浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目。该债券已于 2021 年 5 月 6 日进入转股期，当前转股价格为 33.32 元/股。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	期限	票面利率	发行时间	本息兑付情况
荣泰转债	6.00	6.00	6	0.50% (20201030-20211029)	2020 年 11 月	尚未到付息日、尚未到期
				0.70% (20211030-20221029)		
				1.00% (20221030-20231029)		
				1.50% (20231030-20241029)		
				2.50% (20241030-20251029)		
				3.00% (20251030-20261029)		

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略

遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确

定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业因素

按摩器具属于非生活必需品，其消费与当地经济发展水平及老龄化程度密切相关。从市场竞争结构看，全球按摩器具市场分散，各个区域内均有多家知名按摩器具运营商。国内按摩器具企业品牌差异化程度不高，消费者品牌粘性还不强，企业出口依赖度较高，面临市场竞争、出口贸易政策变化及汇率波动等风险。2020 年一季度新冠疫情爆发对我国按摩器具企业的生产、销售造成短期影响，但是从第二季度起，随着国内疫情得到控制，复工复产、复商复市推进，以及海外疫情下居家办公的兴起，宅经济引发需求上升，及跨境电商销售增加等，出口形势止跌回稳后实现较快反弹。长期看随着居民收入水平提高、老龄化进程的加快及人们对健康生活的关注度增强，按摩器具行业仍具备市场增长空间。

该公司主要从事按摩椅、按摩小电器等按摩器具生产及经营，产品出口占比较大，海外业务主要分布于韩国、欧美等地区，受海外按摩器具市场发展状况影响较大。

### A. 行业概况

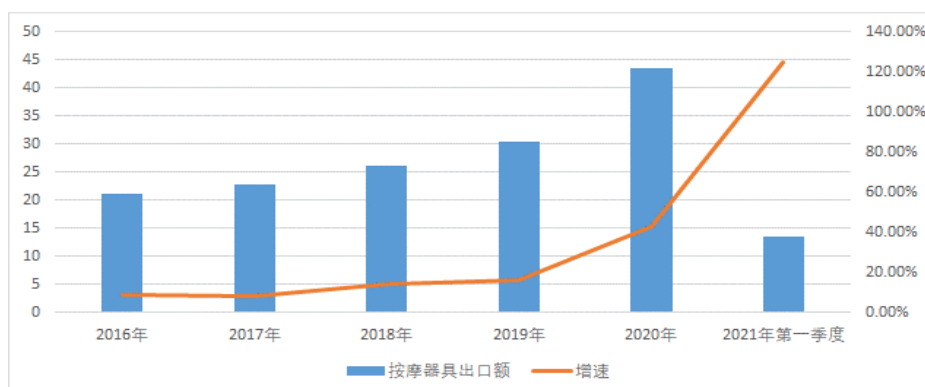
按摩器具属于消费品类电子产品，是利用现代机械技术实现中医经脉按摩术的日常健康保健器具，可帮助使用者减轻疲劳，达到保健强身的效果，按照功能特性按摩器具可分为按摩椅和按摩小电器两大类。

按摩器具的消费与当地经济发展水平及老龄化程度等密切相关。全球按摩器具起源于日本，80-90 年代开始海外扩张，首先进入与日本文化相似的东亚和东南亚市场，随后进入欧美地区，目前消费市场主要分布在日本、韩国、台湾、香港、中国及东南亚、欧美等地区，其中日本市场保有率已达 27%；新加坡、韩国、台湾等地区市场保有率在 10% 左右。欧美地区由于保健理念不同，按摩椅消费发展历史不长，市场保有率仅为 1% 左右，且以按摩小电器为主。对于国内市场，我国人口基数大，随着城镇、农村居民家庭恩格尔系数持续下降，到 2020 年全国居民人均可支配收入已增至 32,189 元。但是国内市场发展尚未成熟，目前家用按摩椅保有率仅 1%。2020 年市场规模预

计为 150 亿元。长期看随着居民收入水平提高、老龄化进程的加快及人们对健康生活的关注度增强，我国按摩器具行业仍具备市场增长空间。

随着全球按摩椅产能向国内转移，得益于人口红利带来的成本优势，我国成为全球按摩器具研发与制造中心及全球按摩器具出口大国。根据海关总署数据，近年来我国按摩器具出口额保持较快增长，2020 年我国按摩器具出口数量为 3.25 亿台，同比增长 32.22%；出口总额达到 43.55 亿美元，同比增长 42.93%，增速同比提高 26.32 个百分点。2021 年第一季度，我国按摩器具出口市场仍保持较好增长势头，当期出口额较上年同期增幅达 125%。从全年情况看，2020 年第一季度，受全球新冠疫情影响，按摩器具产品作为非刚性需求产品，多国采取停工停产、临时限制交通等防疫措施，国际间物资流通受到较大影响，当期出口量和出口额分别同比下降 7.90%和 4.09%。但是从第二季度起，随着国内疫情得到控制，复工复产、复商复市推进，以及海外疫情下居家办公的兴起，“宅经济”引发需求上升，出口形势止跌回稳后实现较快反弹，全年出口额实现较快增长。此外，疫情的发展促进了按摩器具跨境电商的发展，国内海淘数据显示，2020 年上半年国内按摩椅线上零售总额同比增长 68%。

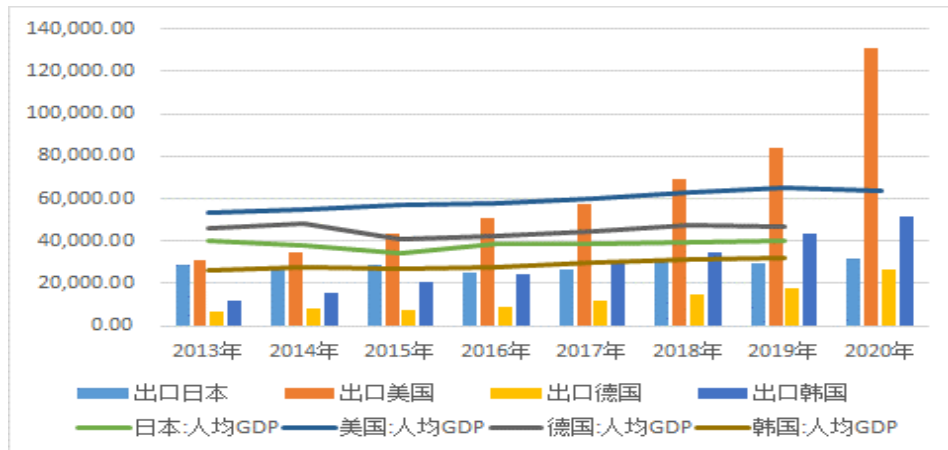
图表 2. 我国按摩器具历年出口金额情况（单位：亿美元，%）



资料来源：海关总署，wind

从出口地区看，我国按摩器具主要出口国包括美国、日本、德国和韩国等，近年中美贸易摩擦不断，美国政府先后发布三批征税清单，分别针对中国出口美国的价值 340 亿美元、160 亿美元和 2,000 亿美元的商品加征 25% 的关税，但按摩器具尚未在美国政府历次公布的加征关税产品清单中，未对按摩器具出口造成明显影响。

图表 3. 我国按摩器具主要出口国出口额与人均 GDP（单位：万美元；美元/年）



资料来源：wind

### B. 政策环境

按摩器具行业属于市场化程度较高的行业，企业面向国内外市场自主经营，政府职能部门进行产业宏观调控，行业协会进行自律规范管理。此外，对于出口的按摩器具产品，国际品牌商通常会对制造商的质量管理、工作条件、环境保护、劳工保护、职业安全健康等方面进行全面评估，同时要求其拥有出口地的资质认证，如 CETL/ETL、CE、CB、ROHS 认证等。这些认证对按摩器具出口产品制造商的质量管理、技术研发、生产管理、产品安全等提出了较高要求。政策方面，我国政府持续鼓励消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，不断培育消费发展新动能，鼓励行业升级转型。同时，国家积极出台政策，重视居民健康管理。2016 年国务院出台《“健康中国 2030”规划纲要》，肯定了健康是经济社会发展的基础条件，把健康摆在优先发展的战略地位，指出到 2030 年健康产业规模要显著扩大：建立起体系完整、结构优化的健康产业体系，形成一批具有较强创新能力和国际竞争力的大型企业，成为国民经济支柱性产业。

### C. 竞争格局/态势

从产业链分布看，按摩器具行业的上游为电子、电机、注塑、化工、五金、纺织、包装印刷等行业，上述行业在国内竞争充分，下游行业为各类销售渠道商，将产品销售给终端客户，或通过直营店的方式直接销售给客户。按摩器具企业在生产制造环节与品牌销售环节分工较明确，其中国外较早起步企业逐步将生产制造研发环节向外转移，目前多数仅作为品牌运营商进行品牌运营与渠道管理，而以我国为代表的制造企业依靠制造成本和产能优势，为品牌运营商提供代工生产，主要以 OEM/ODM 的模式进行生产经营，生产出的产品最终以委托方的品牌贴牌销售，其中部分企业在保持原有 ODM 业务优势基础上，增加在市场信息收集、分析、数据挖掘等方面投入，增强售后服务能力，衍生出 PRMS 模式，在产业链中地位逐步增强。



**图表 4. 按摩器具企业经营模式**

模式名称	模式定义	模式特点	代表企业
OEM	厂商根据委托方要求对产品进行生产与加工	主要依靠制造成本优势，相对而言厂商的议价能力弱，盈利空间小	缺乏研发能力、资金实力有限的中小型制造商
ODM	厂商依据委托方提供的产品需求承担部分产品设计任务，并以合理价格批量供货	能够通过持续研发及规模效应改善盈利水平，但订单规模受限于客户的产品决策、市场拓展能力	大中型制造企业
PRMS	厂商加强市场调研、信息收集、数据分析并完成产品的需求	厂商掌握产品定位策划整个环节，在制定市场策略时更具有主动性，但仍是在为品牌商提供代加工服务	处于由 ODM 向 OBM 过渡阶段的企业
品牌运营商	生产委托外部代工厂，只进行品牌维护，销售与渠道布局	掌握前端设计、研发及后端销售渠道，依靠品牌溢价获取较高附加值	大中型品牌渠道商

注：新世纪评级根据搜集资料整理。

全球按摩器具市场分散，各区域内均有多家知名按摩器具运营商。其中日本市场长期被稻田（FAMILYINADA）、富士医疗器（FUJIIRYOKI）、松下（Panasonic）、大东（THRIVE）等本土品牌商占据。韩国市场集中度较高，其中本土品牌 Body Friend 占据 40% 以上市场份额，韩国 BJSC 公司运营的 Cozyma 品牌按摩椅在韩国市场占有率排名第二，日系品牌如富士医疗器（FUJIIRYOKI）、稻田（FAMILYINADA）和松下（Panasonic）等处于第二梯队，其他韩国品牌 HUTECH 和 LGElectronics 占据 6%-9% 市场份额，另外还有 Brams、Coway 和 SKMagic 等新进入品牌。相比日韩市场，欧美地区文化差异较大，区域品牌较多，行业集中度不高。其中欧洲市场以按摩小电器消费为主，主要品牌有 MEDISANA、HOMEDICS、BEURER 等；而欧美按摩椅市场主要品牌有 COZZIA、TITAN、INFINITY 和 HUMAN TOUCH 等。香港地区目前主要按摩椅品牌有 OSIM、OTO、OGAWA、Panasonic、Sanyo，其中 OSIM、OGAWA 和 OTO 占据绝大部分香港市场。台湾地区的按摩椅品牌主要有 OSIM、FUJI、乔山（JHONSON）、高岛（TAKASIMA）、tokuyo、INADA、PANASONIC 等，其中 FUJI、乔山（JHONSON）和高岛（TAKASIMA）为台湾本地品牌，其他以新加坡的 OSIM 和日本品牌为主，其中 OSIM 以及本土的 FUJI、乔山三家市场份额较大。

我国按摩器具行业生产企业数量众多，行业集中度较低且以代工为主。除该公司外，国内目前主要按摩器具生产企业包括大东傲胜保健器(苏州)有限公司（简称“傲胜”）、发美利健康器械(上海)有限公司、松下住宅电器(上海)有限公司、浙江豪中豪健康产品有限公司、奥佳华智能健康科技集团股份有限公司（以下简称“奥佳华”）等。目前国内按摩器具行业集中度不高，消费者品牌粘性还不强，还未形成具有绝对领导地位企业。

**图表 5. 2020 年行业内核心样本企业基本数据概览（亿元，%）**

核心样本企业名称	核心经营指标					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	EBITDA/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
上海荣泰健康科技	20.21	28.70	16.40	5.91	29.50	44.06	0.45	1.81	2.76

核心样本企业名称	核心经营指标					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	EBITDA/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
<b>股份有限公司</b>									
融捷健康科技股份有限公司	5.14	26.26	6.19	2.64	9.57	13.10	0.00	-0.55	0.81
奥佳华智能健康科技集团股份有限公司	70.49	35.98	6.30	3.98	90.13	46.89	0.64	4.34	7.15

资料来源：新世纪评级整理。

#### D. 风险关注

按摩器具行业的风险主要来自于：（1）市场波动风险。按摩产品属于非生活必需品，其产品需求的收入弹性较高，消费粘性不强，宏观经济波动导致的居民收入水平的变动会对按摩器具产品的市场需求产生影响。此外，按摩产品作为耐用消费品，当市场保有率达到一定水平时需求增长将受到抑制。（2）行业竞争风险。国内按摩器具行业尚处于成长阶段，市场发展不够成熟，且管理未形成统一标准，市场内生产厂商众多，集中度很低，竞争激烈，企业竞争地位尚不稳固，品牌认知度仍较低，若国内按摩椅品牌商不能在功能特性、款式设计上持续创新保持竞争力和影响力，将容易丧失消费市场。（3）汇率波动风险。若未来人民币汇率的浮动方向不利且幅度波动较大，则将会对出口依赖度较高的企业造成业绩波动影响。（4）出口国贸易政策变化的风险。近年来贸易环境多变，尤其是中美贸易战的爆发，加大了企业产品出口风险。

## 2. 业务运营

该公司为国内按摩椅市场的头部企业之一，在行业内市场地位较高。跟踪期内，公司营业收入有所下降，主要原因系共享按摩服务业务市场竞争激烈且受疫情影响较大，同时疫情对公司2020年第一季度按摩椅销售产生一定影响。2020年第二季度起，随着国内疫情防控形势持续向好，公司整体销售情况有所恢复。目前，公司在建及拟建项目规模较大，需关注产能释放压力及投资回报情况。

该公司主营业务为按摩器具的设计、研发、生产、销售以及打造按摩体验平台，提供共享按摩服务。公司为国内按摩椅市场的头部企业之一，在行业内市场地位较高。公司采取品牌差异化战略经营，旗下拥有“荣泰”及“摩摩哒”等自有品牌，其中“荣泰”以国内自营为主；“摩摩哒”以共享按摩服务为主。另外，公司坚持以产品差异化创新为核心竞争力，针对不同的细分市场研发相应产品，并通过技术创新不断进行升级。公司重视大数据、语音识别、VR技术等前沿科技及健康云管理理念与按摩器具的融合，凭借多年在技术积累和营销网络建设等方面的持续投入，公司在行业和消费者心目中建立起良好的品牌认知和市场口碑。

该公司主营按摩椅、按摩小电器和共享按摩服务业务，2020年相关业务收

入占比分别为 88.08%、7.43% 和 3.70%，毛利润占比分别为 97.33%、5.05% 和 -4.31%。公司按摩小电器及共享按摩服务业务收入及利润规模较小，对公司影响较为有限。

**图表 6. 公司主业基本情况**

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
按摩器具（按摩椅、按摩小电器）	国内、美国、欧盟、韩国、东南亚及一带一路沿线国家和地区	横向规模化	品牌、规模、成本
共享按摩服务	全国	横向规模化	品牌、规模

资料来源：荣泰健康

2020 年及 2021 年第一季度，该公司分别实现营业收入 20.21 亿元和 5.20 亿元，分别同比变化-12.68%和 59.49%，公司 2020 年收入下滑，主要原因系共享按摩服务业务市场竞争较激烈、受到疫情影响收入大幅减少，按摩椅业务在 2020 年第一季度生产、销售受到疫情短暂影响所致。2020 年，公司剔除共享按摩服务业务的收入为 19.47 亿元，较上年减少 5.49%，其变化主要系 2020 年第一季度疫情因素对公司复产复工、复商复市产生了一定影响。但从 2020 年第二季度起，随着国内疫情防控形势持续向好，公司整体销售情况有所恢复。2020 年及 2021 年第一季度，公司综合毛利率分别为 28.70%和 30.05%，整体较稳定。

**图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）**

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
<b>营业收入合计</b>	22.96	23.14	20.21	5.20
其中：（1）按摩椅	18.14	19.00	17.60	4.57
在核心业务收入中所占比重（%）	79.48	82.74	88.08	88.40
（2）按摩小电器	0.84	1.17	1.49	0.29
在核心业务收入中所占比重（%）	3.68	5.11	7.43	5.61
（3）共享按摩服务	3.66	2.54	0.74	0.25
在核心业务收入中所占比重（%）	16.02	11.07	3.70	4.13
<b>毛利率（%）</b>	34.07	31.28	28.70	30.05
其中：（1）按摩椅（%）	36.62	36.89	31.82	30.96
（2）按摩小电器（%）	22.10	20.30	19.57	23.53
（3）共享按摩服务（%）	23.38	-7.00	-33.61	5.50

资料来源：荣泰健康

目前，该公司在国内及国外业务规模总体较为均衡。2018-2020 年，国内销售收入分别为 13.34 亿元、12.27 亿元和 9.43 亿元，占主营业务收入比重的 58.44%、53.42%和 47.20%。2020 年公司共享按摩业务经营压力较大，致使公司国内销售收入及毛利率均有所下降。同期，公司国外销售收入分别为 9.49 亿元、10.70 亿元和 10.55 亿元。公司国外销售主要集中于韩国、美国等国家，公司 2020 年国外销售收入小幅下滑，主要系美国地区以线下展会的方式进行

销售，去年受疫情影响较大，同时公司产品以中高端按摩椅为主，2020 年线下高价产品增速有所放缓。

**图表 8. 公司国内外收入及毛利率情况（单位：亿元，%）**

主导产品或服务	2018 年度		2019 年度		2020 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内销售	13.34	58.44	12.27	53.42	9.43	47.20
国外销售	9.49	41.56	10.70	46.58	10.55	52.80
毛利率	2018 年度		2019 年度		2020 年度	
国内销售（%）	36.68		34.63		33.82	
国外销售（%）	30.81		27.82		24.31	

资料来源：荣泰健康

### （1）主业运营状况/竞争地位

#### A. 按摩器具业务（按摩椅及按摩小电器）

该公司采取品牌差异化战略经营，旗下拥有“荣泰”及“摩摩哒”等自有品牌，其中“荣泰”以国内自营为主；“摩摩哒”以共享按摩服务为主。另外，公司坚持以产品差异化创新为核心竞争力，针对不同的细分市场研发相应产品，并通过技术创新不断进行升级。公司重视大数据、语音识别、VR 技术等前沿科技及健康云管理理念与按摩器具的融合，凭借多年在技术积累和营销网络建设等方面的持续投入，公司在行业和消费者心目中建立起良好的品牌认知和市场口碑。

2020 年及 2021 年第一季度，该按摩椅产品销售收入分别为 17.60 亿元和 4.57 亿元，分别较上年末变化-7.37%和 61.19%，2020 年按摩椅产品销售收入下降，主要系 2020 年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<sup>1</sup>。随着 2020 年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上年有所增长。为应对线下销售下滑，公司增大了电商销售的力度，并通过“直播+短视频”带货等提振销量；同期，公司按摩小电器销售收入分别为 1.49 亿元和 0.29 亿元，分别同比变化 26.52%和 39.64%。

#### 生产因素

该公司目前共拥有上海青浦和浙江南浔两处生产基地。截至 2021 年 3 月末，公司合计拥有按摩椅、按摩小电器年生产能力 27.00 万台和 3.00 万台。公司产品主要采用以销定产的模式；对部分按摩小电器及附加值较小的产品实行贴牌的模式进行生产。按摩器具是集机械电子技术、计算机技术、现代控制技术、传感技术、新材料技术、人体工程学原理、中医按摩技术及经络针灸理疗于一体的高科技产品。公司不断增加研发投入，增加产品的竞争优势。近三年，

<sup>1</sup> 2020 年公司按摩器具国内销售收入为 8.54 亿元，其中经销、电商及直营的销售收入分别为 3.35 亿元、3.57 亿元和 0.41 亿元。公司经销业务主要通过代理在线下销售，受线下销售情况影响较大。

公司产品质量较稳定，出库检测合格率在 99.05% 以上，且未发生产品召回情况。公司按摩椅的生产工艺流程主要是先进行五金件的加工，然后进行注塑件、针车、传动控制部分（包括机芯和中心控制盒）的生产，最后进行各个部件的总装。2020 年公司按摩椅的生产周期约为 43.7 天，较上年延长 3.7 天，主要系年初疫情部分境外客户提出延期交货，以及电子料、芯片供货紧张，订货周期增长所致。

产能利用率方面，该公司以销定产，按摩椅产能利用率已处于高水平。由于公司部分生产线可共线，同时公司专注于相对高毛利的按摩椅生产，将部分按摩小电器产能用于生产按摩椅，按摩小电器的产能利用率有所下滑。公司拟通过增大产能应对产能不足，抢占市场份额，提升市场竞争力。公司主要在建项目荣泰健康厂房新建项目已于 2021 年 3 月完工，其设计产能为 15 万台按摩椅的生产能力，预计将于 3 年达产。此外，公司拟建浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目，目前仍处于土建阶段，该项目预计将于 2023 年底完成建设，建设完成后可 30 万台按摩椅的生产能力。但相关项目新增产能规模较大，关注产能释放压力及投资回报情况。

**图表 9. 公司按摩器具产能情况**

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
按摩椅	产能（台）	270,000	270,000	270,000	67,500
	产量（台）	283,413	279,428	244,153	57,017
	产能利用率（%）	104.97	103.49	90.43	84.47
按摩小电器	产能（台）	30,000	30,000	30,000	—
	产量（台）	28,229	11,459	4,312	—
	产能利用率（%）	94.10	38.20	14.37	—

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

注：公司 2021 年第一季度按摩小电器均采用了委外的方式进行生产；2021 年第一季度产能未统计荣泰健康厂房新建项目。

### 采购因素

该公司原材料以集团统一采购为主。公司以招标方式选定供应商，约定采购规模与定价标准，建立了供应商认证和考核管理制度，并积累了一批长期合作的原材料供应商，在供应商选择上以就近采购为主，另外还考虑供应商区域资源优势，除个别高端原材料从少量国内代理商采购外，公司均采用多家供应商供货的方式，保证货源的稳定性。由于公司原材料种类众多，公司供应商数量也较多，单一供应商所占份额较低，前五大供应商合计占比在 10-20% 左右，集中度较低。公司原材料采购的结算方式为电汇，账期为 60-90 天。

该公司的生产成本包括直接材料、直接人工、制造费用，其中直接材料是生产成本中最主要的一部分，近年来直接材料成本占比占 80% 以上，原材料价格的变化对按摩小电器生产成本的影响较大。公司主要产品使用的原材料种类较多，主要包括电器类部件、电子类部件、缝制类部件、塑料类部件和五金类部件等。2020 年下半年以来钢材等大宗商品价格有所上升，公司电器类产品、

五金件等原材料均价整体有所上升。公司采取集中采购、提前备货等形式控制采购成本，此外公司 ODM 销售占比较高，可有效缓解原材料价格波动对公司盈利的影响。2020 年及 2021 年第一季度，原材料价格上涨对公司毛利率产生了一定影响，关注未来原材料价格变化对公司盈利水平的影响。

**图表 10. 公司主要原材料采购情况（单位：万元，%）**

类型	2018 年			2019 年			2020 年		
	数量	单价	采购金额	数量	单价	采购金额	数量	单价	采购金额
电器类	464.43	37.11	17,235.40	522.06	38.83	20,271.41	556.06	38.03	21,144.83
五金类	3,497.94	6.22	21,767.82	4,159.96	6.11	25,425.21	4,227.08	6.36	26,863.32
塑料类	4,084.60	4.87	19,893.16	4,710.38	4.22	19,885.88	4,499.07	4.96	22,323.81
缝制类	2,356.05	5.51	12,982.12	3,258.66	4.83	15,728.74	2,303.93	4.60	10,597.75
电子类	22,739.27	0.41	9,216.08	22,101.96	0.52	11,422.99	23,413.28	0.47	10,981.77
<b>合计</b>	—	—	<b>81,094.58</b>	—	—	<b>92,734.23</b>	—	—	<b>91,911.48</b>

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

### 销售因素

该公司国内市场以自有品牌经营为主。公司国内销售可分为经销、直营、电商、体验店、ODM 五种销售方式，2020 年，公司按摩器具国内销售收入为 8.54 亿元，其中经销、电商及直营的销售收入分别为 3.35 亿元、3.57 亿元和 0.41 亿元，合计占按摩器具国内销售收入的 85.84%。（1）经销方面，公司对经销商的销售均为买断式销售，并建立了较为完善的经销商管理制度<sup>2</sup>。公司经销业务结算方式为银行转账，账期为 30 天。跟踪期内，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，进入更多空白市场，分别在上海、杭州、长沙等城市召开经销商招商大会，招商近 50 多家经销商，公司线下门店已覆盖全国 23 省、5 个自治区、4 个直辖市以及澳门特别行政区。（2）直营方面，公司主要为位于上海的连锁卖场以及百货商场的直营销售专柜，结算方式为现金或刷卡收款，款项即时到账。截至 2020 年末，公司共 17 家直营门店。（3）电商销售方面，公司成立了新媒体部门、用户运营部门，培养主播，拍摄短视频等。公司已在天猫商城、京东商城、苏宁易购和米家等知名电子商务平台开设业务，并且将当红明星、行业专家、网络红人、科技达人纳入品牌的主播体系。公司电商销售结算方式为银行转账、银行承兑汇票，账期为 15-45 天。公司电商销售主要委托区域经销商或第三方售后服务商等进行负责产品的安装、拆卸、维修工作。公司国内销售产品以出厂价销售给经销商，在出厂价基础上考虑一定的加价倍率作为终端零售指导价，由各经销商、电商和直营店终端严格执行。

该公司国外销售采用 ODM 代工模式进行生产。公司在自主研发出新产品

<sup>2</sup> 公司每年与经销商签订《商品经销合同》，约定当年的货物订购任务、销售渠道开发等业绩指标，年内在合同执行过程中，经销商根据当地市场情况分期向公司下达采购订单，公司根据订单组织生产，完工后由指定承运方将产品运输至经销商指定地点，在将产品交付予经销商后确认收入，产品售出后非因质量问题经销商一般不能退货。区域经销商建立售后维修团队，负责维修技术及配件的支持。

会向国外品牌经营商推荐试样，再根据境外市场反馈对产品进行改进、完善，最后将产品批量生产、售往当地市场，出口业务以 FOB 方式为主，在收到客户预付款项或信用证后，即根据客户需求组织生产，完工后进行报关、装船。公司在商品出库并报关取得报关单后确认外销收入的实现。公司对外销客户基本采取预收 20-30%、交付提单前付清余款的结算方式，结算周期为 60 天。经过多年经营，公司产品已销售至亚洲、欧洲、北美洲、大洋洲等地区。

销售量方面，该公司 2020 年按摩椅销售量为 248,124.00 台，较上年减少 11.63%，主要系 2020 年第一季度疫情因素对其生产及销售产生短暂影响所致。但从第二季度起，随着国内疫情防控形势持续向好，复工复产、复商复市加快推进，整体销售情况有所恢复。2020 年以来，随着“宅经济”快速发展，公司按摩小电器销售量持续增长。销售单价方面，公司不断推出创新产品和调整产品结构，按摩椅销售价格均有所上升。2020 年以来，公司将部分低毛利的按摩小电器业务转向外部生产，销售单价有所下降。

**图表 11. 公司按摩器具产品销售情况**

类型	销售情况	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
按摩椅	销量（台）	272,144.00	280,793.00	248,124.00	62,914.00
	销售均价（元/台）	6,665.98	6,766.01	7,234.21	7,267.84
按摩小电器	销量（万台/万套）	236,268.00	280,187.00	373,869.00	112,064.00
	销售均价（元/台）	355.50	418.90	291.90	258.74

资料来源：根据荣泰健康公司所提供数据整理。

从该公司前五大客户看，公司前五大客户以 ODM 客户为主，公司与 Body Friend、Infinite Creative Ent.Inc.、U.S.Jaclean,Inc.等国际品牌建立合作关系，前五大客户相对稳定，近年来收入占比约为 40-50%。但公司客户集中度较高，存在一定客户集中度风险。公司第一大客户 Body Friend 为韩国知名中高端按摩椅主要厂商，销售网络遍及韩国全境，其对公司的采购量占其按摩椅采购总额比例的 85%。公司和 Body Friend 合作关系较好<sup>3</sup>，近年对其销售金额呈持续增长趋势。此外，公司与美国市场的 U.S.Jaclean,Inc.和 Infinite Creative Ent.Inc.保持了较好的合作关系。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司前五大客户销售金额分别为 9.54 亿元、10.56 亿元、10.86 亿元和 2.36 亿元，分别占营业收入比重的 41.56%、45.62%、53.75%和 45.31%。此外，公司对 Body Friend 公司结算方式主要为人民币和美元（占比约为 1: 1），其他境外客户结算方式主要为美元。为减少外汇汇率波动带来的风险，公司开展远期结售汇、外汇期权产品<sup>4</sup>等业务，从而规避外汇汇率波动带来的风险。未来如果美元发生贬值或出现大幅波动，将对公司业绩造成负面影响，需关注汇率波动对公司业绩的影响。

<sup>3</sup> 公司和 BodyFriend 合作紧密，有单独的产线和研发配合，各个条线跟 BodyFriend 都有紧密联系，售后团队长期驻扎韩国，保证了产品竞争力、质量稳定性以及交付及时性等，BodyFriend 中国采购的绝大部分在荣泰健康，双方的合作非常紧密。

<sup>4</sup> 公司操作的外汇产品，均为依托公司的国际业务背景，以避险为主，同时有获利的外汇产品，主要目的是充分利用远期结售汇的套期保值功能及期权类产品外汇成本锁定功能，降低汇率波动对公司经营业绩的影响。

图表 12. 公司前五大客户情况（单位：万元，%）

年度	客户名称	销售金额	占当期营业收入的比例（%）
2021 年第一季度	第一大客户	17,352.32	33.35
	第二大客户	3,161.65	6.08
	第三大客户	1,419.88	2.73
	第四大客户	828.84	1.59
	第五大客户	812.56	1.56
	合计	23,575.26	45.31
2020 年	第一大客户	77,010.34	38.11
	第二大客户	12,406.53	6.14
	第三大客户	11,174.42	5.53
	第四大客户	4,037.76	2.00
	第五大客户	3,981.09	1.97
	合计	108,610.14	53.75

资料来源：荣泰健康

## 研发

该公司重视研发创新，持续多年保持对研发的投入，2018-2020 年公司研发投入分别为 1.09 亿元、1.23 亿元和 1.00 亿元，分别占营业收入比重的 4.74%、5.30% 和 4.96%。随着按摩椅市场不断发展，竞争也愈发激烈，按摩椅市场出现了技术差距缩小，高端与低端按摩椅辨识度不高的趋势。为维持技术优势，进一步提升按摩体验，公司持续大力投入研发，研发方向包括：（1）开发新机芯，采用新的设计结构，增加按摩球的运动方向，提高按摩精度，有效解决目前市场上按摩椅普遍存在的个别部位按摩不到位的问题，提升按摩椅的使用体验，实现更好的按摩效果和使用满意度；（2）通过集成新技术和新科技，例如人机智能交互，改善按摩椅使用的便捷性和趣味性；（3）设计新的导轨结构及机芯排布，开发创新按摩技术，实现按摩椅外观和使用上的革命性突破；（4）以大数据为支撑，设计一种基于互联网采用可视化及图形化的按摩手法语言编写系统，打造更快捷、更灵活、更舒适的按摩手法开发方式，满足用户个性化的按摩体验需求。

### B. 共享按摩业务

该公司共享按摩业务主要由子公司上海稍息网络科技有限公司（以下简称“稍息科技”）<sup>5</sup>负责。为提升品牌知名度，同时实现“体验按摩”到“按摩器材入户”的销售转化，公司自 2016 年开始布局共享按摩服务市场。目前，公司已累计投入约 10 万台共享按摩椅，旗下共享按摩服务业务“摩摩哒”品牌已相继进驻了全国 32 个省、2,164 个省市的知名商超、影院及重要交通枢纽等人流密集场所，成为共享按摩服务中的头部企业之一，“摩摩哒”用户数量累计突破 1 亿人次。公司共享按摩业务按照时收费，在不同区域定价存在一定差异。

<sup>5</sup> 截至 2020 年末，稍息科技资产总额为 1.07 亿元，所有者权益为-0.37 亿元，收入为 1.97 亿元，净利润为-0.38 亿元。

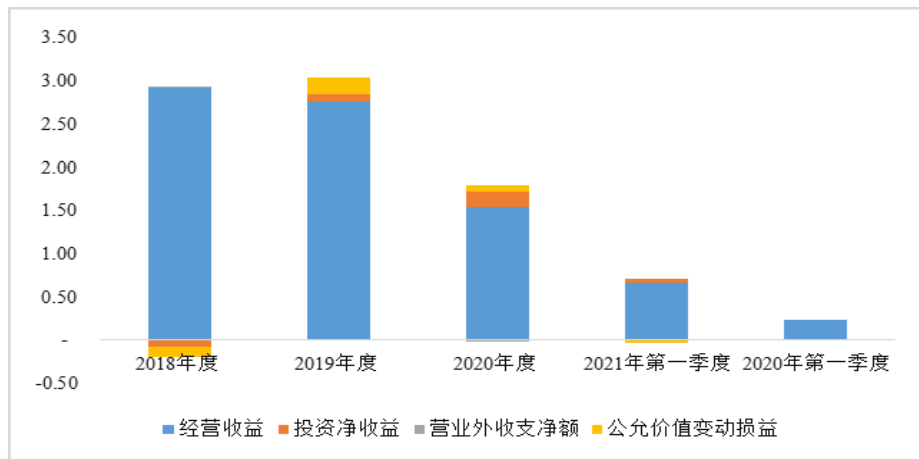


由于共享业务竞争激烈，且为了降低管理层成本，该公司于 2019 年以账面净值的价格将共享按摩椅转让给合作方<sup>6</sup>，并通过分期收款<sup>7</sup>的方式收取股权转让款。公司与运营商合作运营的共享按摩服务业务中，终端消费者通过线上支付的方式直接对本公司进行支付。通过上述收款方式，公司可及时收取共享按摩服务业务款项，并从中扣取场地费、长期应收款分期还款额（即前 6 个月按摩椅转让款回款均值，又称为“共享按摩椅货物价值”）、共享按摩椅商业价值（即公司向其提供品牌、经营场所、收款服务及技术服务等相应的收款）等，再将剩余部分支付给运营商。公司通过收取固定服务费方式盈利，利润空间有所降低。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司共享按摩服务业务收入分别为 0.74 亿元和 0.25 亿元，分别同比变化-70.95%和 64.83%。跟踪期内，公司共享按摩服务业务受新冠疫情影响大，2020 年上半年国内影院、机场、高铁站、主流商圈的人流量大幅减少，消费者对共享服务的自我安全防控意识加强，导致 2020 年公司共享按摩业务收入下滑较多。2020 年及 2021 年第一季度，公司共享按摩服务业务毛利率分别为-33.61%和 5.50%。2020 年亏损，主要原因是收入规模大幅下降，同时租金（0.86 亿元）和折旧等成本费用较高，需关注经营压力。截至 2021 年 3 月末，公司转让按摩椅产生的长期应收款为 0.74 亿元，公司已累计计提坏账准备 0.30 亿元。

## (2) 盈利性

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据荣泰健康所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来，该公司盈利主要来自主营业务。2020 年及 2021 年第一季度，公

<sup>6</sup> 合作方主要包括新疆动起来健身器材有限公司、深圳市永乐健身用品有限公司、沈阳稍息网络科技有限公司、郑州奥里斯特商贸有限公司、成都稍息网络科技有限公司、武汉稍息网络科技有限公司等 10 余家运营商。

<sup>7</sup> 共享按摩椅前 6 个月每月营业收入的 10% 向公司支付，第 7 个月起，合作运营商需按前 6 个月每月支付的均值（以下简称为“前 6 个月共享按摩服务收款均值\*10%”）每月向公司支付，付完为止。分期付款的期限不超过 3 年。

司毛利润分别为 5.80 亿元和 1.56 亿元，分别同比减少 1.44 亿元、增加 0.55 亿元，2020 年公司业务受疫情影响较大，致使公司毛利润大幅减少。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司期间费用分别为 3.81 亿元和 0.80 亿元，期间费用率分别为 18.85% 和 15.30%。公司期间费用主要由管理费用（含研发费用）和销售费用构成。同期，公司管理费用（含研发费用）分别为 1.61 亿元和 0.43 亿元，主要是研发费用和人工费用支出。同期，公司销售费用分别为 1.89 亿元和 0.37 亿元，主要由渠道、广告及宣传费、人工费用支出、运杂费和网络平台服务费构成，公司 2020 年销售费用较上年减少 29.03%，主要系新收入准则下，运费和安装费用调整至营业成本所致；同期，公司财务费用分别为 0.31 亿元和 -0.01 亿元，2020 年财务费用规模有所增大，主要系美元汇兑损失增加和可转换债券利息增加所致。

**图表 14. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	22.96	23.14	20.21	5.20	3.26
毛利（亿元）	7.82	7.24	5.80	1.56	1.01
期间费用率（%）	20.64	18.90	18.85	15.30	22.85
其中：财务费用率（%）	0.11	-0.14	1.52	-0.17	-2.11
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>0.11</b>	<b>0.04</b>	<b>0.07</b>	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

此外，该公司近年来还产生少量投资净收益、营业外收支净额及其他收益、资产处置收益、公允价值变动损益等。2020 年及 2021 年第一季度，公司投资净收益分别为 1,787.19 万元和 1,003.70 万元，主要为公司处置理财产品、处置参股公司股权和签订远期外汇合约取得的损益；营业外收入及其他收益分别为 1,667.02 万元和 153.34 万元，主要是政府补助；同期，公司公允价值变动收益分别为 705.01 万元和 -430.54 万元，主要为理财产品及远期外汇合约报告期末因公允价值变动产生的损益。受上述因素的共同影响，同期公司净利润分别为 1.81 亿元和 0.69 亿元，分别同比变化 -37.20% 和 149.81%。

**图表 15. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：万元）**

影响公司盈利的其他关键因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
投资净收益	-822.59	817.44	1,787.19	1,003.70
营业外净收支及其他收益	977.11	1,577.75	1,667.02	153.34
公允价值变动损益	-1,079.75	1,941.86	705.01	-430.54

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

### （3）运营规划/经营战略

未来，该公司将基于现有技术、市场及生产等方面的优势基础，充分利用

资本市场平台，积极研发新型按摩器具产品、推出新型服务方式，不断调整产品结构、力争成为国际领先的时尚健康电器专业服务商之一。公司拟建立符合公司发展战略的经营管理体系，提升技术创新能力、完善精益生产管理水平、提高管理效率，利用资本市场平台募集资金，扩大公司生产规模、提升生产自动化水平、研发生产新产品、创新服务模式、开拓新的国内外客户，实现经营业绩的持续、稳定增长，实现投资者利益最大化。

该公司主要在建项目为荣泰健康厂房新建项目，该项目已于 2021 年 3 月完工，其按摩椅设计产能为 15 万台，预计将于 3 年达产，目前尚有部分尾款未完成支付。公司拟建项目主要为浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目和人才公寓建设项目等，其中浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目建设完成后将可增加公司 30 万台按摩椅的生产能力，公司按摩器具产能将进一步提升。人才公寓建设项目主要系将朱家角工业园区污水处理厂区<sup>8</sup>土地改建为人才公寓，目前项目尚在论证和规划阶段。相关项目预计总投资金额为 10.14 亿元，截至 2021 年 3 月末已投入金额为 2.10 亿元。相关项目新增产能规模较大，公司拟通过巩固和扩大现有客户合作规模、进一步开发新客户、研发新产品以及提升自产率等消化新增产能，关注产能释放压力及投资回报情况。

该公司主要在建及拟建项目资金来源为 IPO 募集资金及可转债募集资金。公司根据历史经营情况，综合考虑原材料采购支出、工资薪金支出、各项期间费用支出等，预计年营运资金需求为 1.00 亿元。总体而言，公司未来融资缺口不大。

**图表 16. 截至 2021 年 3 月末，公司在建及拟建项目建设内容（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投入	预计完工时间	资金来源
荣泰健康厂房新建项目	3.00	1.95	2021 年 3 月	IPO 募集资金、自筹资金
浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目	6.14	0.15	2023 年 12 月	可转债募集资金、自筹资金
人才公寓建设项目	1.00	—	未定	自筹资金
<b>合计</b>	<b>10.14</b>	<b>2.10</b>	—	—

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理

注：荣泰健康厂房新建项已于 2021 年 3 月完成建设，目前尚有尾款未支付。公司未提供在建及拟建项目未来资金投入计划及未来投融资规划。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

**该公司为民营上市企业，公司按照上市公司要求不断完善公司法人治理结**

<sup>8</sup> 2019 年 4 月 15 日，污水处理厂与上海朱家角资产投资经营发展有限公司（以下简称“朱家角资产投资”）签订《协议书》，污水处理厂向朱家角资产投资承租其拥有的位于朱家角工业园区（原沈巷果园村），面积约 13 亩的土地用于生产、生活使用，租金为每年每亩 0.5 万元，租赁期限自 2019 年 5 月 1 日起至 2029 年 4 月 30 日止。

构，建立健全内部管理和控制制度，内部管理较为规范。

截至 2021 年 3 月末，林琪持有公司 0.41 亿股份，占公司总股本的 28.93%，为公司控股股东；林琪、林光荣<sup>9</sup>为公司实际控制人，通过控股上海眺嘉企业管理咨询合伙企业（有限合伙）直接和间接持有公司 0.66 亿股份，合计占公司总股份的 47.39% 的股权。此外，林琪、林光荣、林珏、林光胜<sup>10</sup>为本公司的实际控制人及其一致行动人，合计直接持有本公司 55.14% 的股权。除公司外，林琪和林光荣其他公司投资整体投资规模较小，公司在控股股东投资体系中地位重要。截至 2021 年 3 月末，林琪、林光荣未质押公司股票进行融资。

该公司关联交易主要体现在与关联方之间的业务购销、关联应付款项等方面，整体规模较小，对公司影响有限。2020 年关联采购商品、接受劳务金额为 3,446.65 万元，关联出售商品、提供劳务金额为 509.55 万元，关联交易发生额规模不大。公司年末关联应付款为 1,726.64 万元；关联应收款为 126.55 万元。公司与关联企业之间的关联交易均按市场价格计价，关联交易未对公司经营产生负面影响。

根据公开市场信息及该公司提供的资料显示，近三年公司及核心子公司等主要关联方未发生欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至 2021 年 3 月末，公司不存在重大诉讼事件。

**图表 17. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2021/5/13	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2021/6/7	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2021/6/7	无	无	不涉及	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统	2021/6/7	无	无	无	无
质量	公司情况说明	--	无	无	无	无
安全	公司情况说明	--	无	无	无	无

资料来源：根据荣泰健康所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

<sup>9</sup> 林琪为林光荣的儿子。

<sup>10</sup> 林光胜为林光荣的兄弟，林珏为林光荣的女儿。

## 财务

跟踪期内，该公司发行了“荣泰转债”，致使负债规模有所上升，但公司刚性债务规模不大，资产负债率仍处于较低水平，债务偿付压力小。同时，公司现金类账户规模较大，资产流动性较好，可对债务偿付提供一定保障。

### 1. 数据与调整

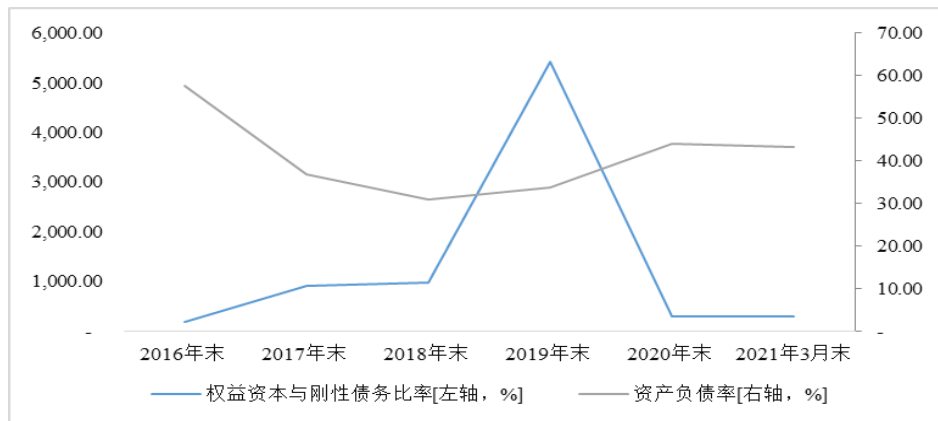
中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》及各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。公司 2021 年第一季度财务报表未经审计。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内的子公司数量共 20 家。

### 2. 资本结构

#### (1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



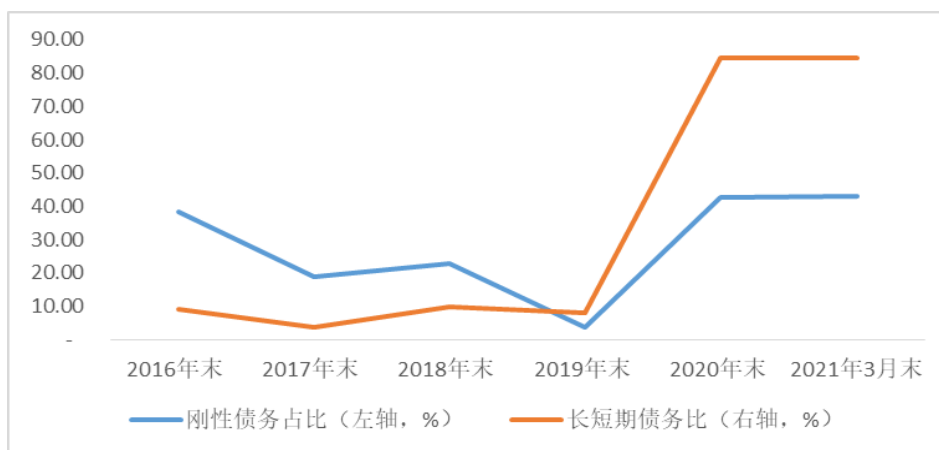
资料来源：根据荣泰健康所提供数据绘制

截至 2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司的所有者权益分别为 16.50 亿元和 17.09 亿元，有所增加主要系“荣泰转债”发行溢价及公司经营积累导致的权益资本增加所致。截至 2021 年 3 月末，公司权益资本主要由资本公积及未分配利润构成，分别占比 41.60% 和 50.63%，未分配利润占比很高，从近年数据看，公司 2018~2020 年分别以现金分红 0.84 亿元、2.05 亿元和 0.68 亿元，在归属于上市公司普通股股东的净利润占比分别为 33.70%、69.20% 和

35.33%。若未来公司进行大额利润分配，将对公司权益资本实力产生较大影响，关注公司分红政策对权益资本的影响。跟踪期内，公司发行了“荣泰转债”，致使负债规模有所上升。截至2020年末及2021年3月末，公司资产负债率分别为44.06%和43.31%，较2019年末的33.72%有所上升，目前公司负债经营程度较低。

## (2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	2.38	1.52	1.52	0.30	5.56	5.63
应付账款 (亿元)	2.90	4.96	3.44	5.46	5.31	5.00
预收账款 (亿元)	0.21	0.26	0.57	1.14	0.70	1.17
其他应付款 (亿元)	0.12	0.31	0.20	0.32	0.41	0.44
刚性债务占比 (%)	38.13	18.96	22.73	3.63	42.77	43.08
应付账款占比 (%)	46.59	61.70	51.47	65.82	40.81	38.28
预收账款占比 (%)	3.33	3.23	8.49	13.77	5.40	8.99
其他应付款占比 (%)	1.88	3.80	3.00	3.90	3.15	3.37

资料来源：根据荣泰健康所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公司负债主要以流动负债为主，但非流动负债占比有所提升，截至2020年末及2021年3月末，公司长短期债务比分别为84.51%和84.68%。从债务构成来看，公司负债仍主要由刚性债务和应付账款构成，2020年末在负债总额中占比分别为42.77%和40.81%。截至2020年末及2021年3月末，公司的刚性债务余额分别为5.56亿元和5.63亿元。同期末，公司的应付账款分别为5.31亿元和5.00亿元，主要为应付供应商货款及应付项目建设款等，其规模较大主要系公司保留附加值较高的工序并将简单及低毛利的工序委外完成，部分喷漆、注塑和缝制工序以及少量按摩小电器、按摩椅通过外协直接采购。同时，公司议价能力较强，原材料采购主要使用先货后款的方式进行结算。另外，随着项目建设的推进，公司应付项目建设款规模有所增加；同期末，公司预收账款（含合同负债）分别

为 0.70 亿元和 1.17 亿元，主要系预收客户和经销商货款。

### (3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>2.11</b>	<b>1.52</b>	<b>1.22</b>	<b>0.30</b>	—	—
其中：短期借款	2.09	1.50	1.05	—	—	—
一年内到期非流动负债	—	—	0.17	0.30	—	—
应付票据	0.02	0.02	—	—	—	—
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>0.26</b>	—	<b>0.30</b>	—	<b>5.56</b>	<b>5.62</b>
其中：长期借款	0.26	—	0.30	—	—	—
应付债券	—	—	—	—	<b>5.56</b>	<b>5.62</b>
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>4.35</b>	<b>4.35</b>	<b>4.43</b>	<b>4.98</b>	<b>4.82</b>	<b>4.82</b>

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

注：2020 年及 2021 年 3 月末，公司融资成本为可转债按市场利率计提的利息成本。

截至 2021 年 3 月末，该公司刚性债务全部为应付债券及相关利息。同期末，公司应付债券为 5.63 亿元，主要系 2020 年 11 月上市的“荣泰转债”，其发行规模为 6.00 亿元，其中对应负债成份的公允价值扣除应分摊的发行费用后的金额为 5.51 元，计入应付债券；对应权益成份的公允价值扣除应分摊的发行费用后的金额为 0.42 亿元，计入其他权益工具科目。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期（天）	65.50	65.42	61.37	65.15	83.98	—
营业收入现金率（%）	102.92	103.33	109.84	106.02	108.89	118.32
业务现金收支净额（亿元）	3.14	4.78	5.16	6.80	4.48	0.94
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.38	-1.97	-2.55	-2.33	-1.72	-0.35
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.76	2.81	2.61	4.46	2.76	0.59
EBITDA（亿元）	2.78	3.25	3.94	4.05	2.58	—
EBITDA/刚性债务（倍）	2.17	1.67	2.59	4.44	0.88	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	36.39	44.42	34.66	90.24	37.71	—

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司整体业务销售款回笼能力较强，2018~2020 年营业收入现金率分别

为 109.84%、106.02% 和 108.89%。公司营业周期较短，主要系公司在销售中的议价能力不断增强，有效提升了应收账款管理质量；此外，公司根据市场需求生产产品，存货周转率较高所致。同期，公司营运周期分别为 61.37 天、65.15 天和 83.98 天。2020 年公司营业周期有所增长，主要存货周转速度变慢所致。2020 年公司为应对原材料价格上涨而增加备货，同时公司销售规模下降，致使存货周转速度下降。2018~2020 年，公司存货周转次数分别为 8.84 次、8.13 次和 5.91 次；公司应收账款管控较好，同期应收账款周转次数分别为 18.18 次、18.01 次和 16.40 次。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司经营环节产生的现金流净额分别为 2.76 亿元和 0.59 亿元，分别同比变化-1.71 亿元和 2.87 亿元，其变化主要系 2020 年销售商品收入下降，公司应对原材料价格上涨，购买原材料增加所致。2021 年第一季度，公司业绩有所恢复，经营性现金流呈净流入状态。

2020 年，该公司 EBITDA 为 2.58 亿元。公司 2020 年发行了“荣泰转债”，致使债务水平进一步上升，EBITDA 对债务的保障程度有所下降。2020 年，EBITDA/刚性债务、EBITDA/全部利息支出分别为 0.88 倍和 37.71 倍。

## (2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.00	0.13	28.34	17.61	9.84	4.37
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.83	-1.58	-1.27	-1.51	-1.85	-0.42
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-2.74	-27.20	-20.06	-13.96	-5.76
投资环节产生的现金流量净额	-0.83	-4.19	-0.14	-3.96	-5.97	-1.81

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

注：公司其他因素对投资环节现金流量影响净额主要为对理财产品的投资

该公司因荣泰健康厂房新建项目、购买理财产品、新增及设立子公司等形成一定的投资性现金支出。2020 年及 2021 年第一季度，公司投资环节现金净额分别为-5.97 亿元和-1.81 亿元。未来，随着公司项目建设的推进，公司投资活动现金流仍可能继续呈现净流出状态。

## (3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
权益类净融资额	-0.68	6.93	-1.25	-0.45	-2.06	-
债务类净融资额	2.17	-0.85	0.02	-1.22	5.64	-
其他因素对筹资环节现金流量影响	-0.01	-0.19	-0.25	-1.01	-	-0.10



主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
净额						
筹资环节产生的现金流量净额	1.48	5.97	-1.48	-2.66	3.58	-0.10

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

2020年及2021年第一季度，该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为3.58亿元和-0.10亿元，其中2020年债务类融资净流入规模较大，主要系公司发行“荣泰转债”所致；2020年公司以现金形式分红、分配利润等致使权益类净融资呈流出状态。公司未来拟建项目主要为浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目及人才公寓建设项目等，其资金来源主要为可转债募集资金。综合考虑公司营运资金需求等，未来融资缺口不大。

#### 4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年 末	2017年 末	2018年 末	2019年 末	2020年 末	2021年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	7.93 73.45%	16.61 75.96%	15.96 73.67%	17.34 70.46%	18.17 61.58%	18.35 60.86%
其中：货币资金（亿元）	5.52	9.92	10.86	8.76	8.83	7.63
交易性金融资产（亿元）	-	0.04	-	1.44	1.10	
应收款项（亿元）	0.84	1.34	1.19	1.38	1.08	0.93
存货（亿元）	1.00	1.91	1.52	2.39	2.48	3.04
其他流动资产（亿元）	0.20	2.44	1.29	2.40	3.88	3.86
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	2.87 26.55%	5.26 24.04%	5.70 26.33%	7.27 29.54%	11.33 38.42%	11.80 39.14%
其中：固定资产（亿元）	1.36	3.69	3.70	2.67	3.94	3.86
在建工程（亿元）	0.80	0.07	0.28	0.86	1.32	1.42
长期应收款（亿元）	-	-	-	0.99	0.83	0.74
无形资产（亿元）	0.33	0.71	0.70	0.68	0.66	0.65
其他非流动资产（亿元）	0.12	0.07	0.08	0.87	3.24	3.78
期末全部受限资产账面金额（亿元）	—	—	—	0.03	0.03	0.03
受限资产账面余额/总资产（%）	—	—	—	0.11	0.09	0.09

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

截至2020年末及2021年3月末，该公司资产总额分别为29.50亿元和30.15亿元，公司资产主要由流动资产构成。同期末，公司流动资产总额分别为18.17亿元和18.35亿元，分别占资产总额比重的61.58%和60.86%。公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和其他流动资产等。截至2020年末，公司货币资金为8.83亿元，其中受限货币资金为0.03亿元，主要为保函保证金，受限货币资金占比非常低。此外，公司使用闲置募集资金进行委托理财，年末货币资金科目中募集资金规模为1.36亿元；应收账款为1.08亿元，主要由应收货款构成。随着品牌影响力和市场地位提升，公司在销售中

的议价能力不断增强，有效提升了应收账款管理质量。公司应收账款账龄集中在三个月以内，年末应收账款前五名合计金额为 0.51 亿元，占应收账款年期末余额合计数的比例为 43.16%。年末公司计提应收账款坏账准备 0.10 亿元；同年末，公司存货为 2.48 亿元，其中原材料及库存商品占比相对较高，分别为 1.06 亿元和 1.11 亿元，跟踪期内，公司为应对原材料价格上涨，增加了备货，致使公司存货资产规模有所上升。但公司产品采用以销定产模式，存货周转速度较快。公司按照成本与可变现净值孰低计提存货跌价准备，2020 年共计提 1,119.70 万元。

截至 2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司的非流动资产分别为 11.33 亿元和 11.80 亿元，主要包括固定资产、在建工程和其他非流动资产等。同期末，公司固定资产分别为 3.94 亿元、3.86 亿元，主要为房屋建筑物、机器设备及按摩器材。2020 年公司共计提固定资产减值准备 800.13 万元。同期末，公司在建工程分别为 1.32 亿元、1.42 亿元，在建工程增加主要系公司荣泰健康厂房新建项目的推进产生的。同期末，公司长期应收款分别为 0.83 亿元和 0.74 亿元，主要系共享按摩椅转让至运营商运营而形成的分期收款。该长期应收款的收回性以资产受让方未来经营现金流为基础进行评估。2020 年受新冠疫情影响，公司共享按摩服务收入急剧下降，直接影响了还款进度。当年公司对长期应收款计提坏账准备 0.30 亿元。截至 2020 年末及 2021 年 3 月末，公司无形资产为 0.66 亿元和 0.65 亿元，主要是土地使用权。

该公司不断通过购买银行理财、证券理财产品等，提高闲置使用效率。公司购买理财产品规模较大，其中一年以内的定期存款主要在其他流动资产科目，超过一年的定期产品主要在其他非流动资产科目，证券投资、信托投资等主要在交易性金融资产科目中。截至 2020 年末，公司理财投资规模为 4.40 亿元，收益率在 1%-5% 之间。同年末，公司其他流动资产科目为 3.88 亿元，其中定期存款为 3.41 亿元，其他还包括待抵扣及待认证增值税进项税、应收保理款等；其他非流动资产为 3.24 亿元，其中定期存款为 3.04 亿元，其他主要为预付长期资产购置款等；交易性金融资产规模为 1.10 亿，其中证券理财产品及信托计划分别为 1.00 亿元和 0.11 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司购买理财产品规模增大，致使交易性金融资产较上年末增长 69.23% 至 1.87 亿元。

**图表 25. 截至 2020 年末公司委托理财情况（单位：亿元）**

类型	资金来源	发生额	未到期余额
结构性存款	自有资金	0.58	0.00
券商理财产品	自有资金	2.77	0.62
银行理财产品	自有资金	1.03	0.09
券商理财产品	首次公开发行募集资金	2.36	0.69
银行理财产品	首次公开发行募集资金	0.33	0.00
券商理财产品	可转债募集资金	3.00	3.00
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>10.07</b>	<b>4.40</b>

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，该公司受限资产规模为 0.03 亿元，受限原因是保函保证金。总体看公司受限资产规模及受限程度非常低，可以忽略不计。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 26. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	138.91	213.76	261.61	225.80	257.86	259.53
速动比率 (%)	117.43	179.93	222.67	185.78	217.70	208.77
现金比率 (%)	96.61	128.28	178.21	133.16	141.56	134.39

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

该公司资产中大部分为流动资产，导致流动比率处于较高水平，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司流动比率分别为 261.61%、225.80%、257.86% 和 259.53%；同期末公司现金比率分别为 178.21%、133.16%、141.56% 和 134.39%，虽有所波动，但流动资产对流动负债的覆盖度一直较高。公司整体资产流动性较好。

## 6. 表外事项

截至 2021 年 3 月末，该公司无对外担保事项。

截至 2021 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事按摩器具（按摩椅、按摩小电器）的生产、经营活动。资产以流动资产为主，债务结构偏短期，负债经营程度较合理。

该公司本部资产以流动资产为主，截至 2020 年末，公司本部资产总额为 30.14 亿元，其中流动资产为 15.42 亿元，非流动资产为 14.73 亿元。公司本部流动资产以货币资金、应收账款和存货为主。同期末，公司本部货币资金为 6.70 亿元；存货 1.99 亿元，主要系库存商品、原材料等；应收账款 1.70 亿元，其中应收账款前五名合计金额为 1.24 亿元，占比为 72.27%。公司本部非流动资产以长期股权投资和固定资产为主，其中长期股权投资为 6.68 亿元，主要系对子公司及联营子公司的投资；固定资产为 2.60 亿元，主要为房屋和固定资产等。

截至 2020 年末，该公司本部负债总额为 13.61 亿元，流动负债 7.66 亿元，其中应付账款为 6.84 亿元，主要为应付货款等；公司本部刚性债务为 5.56 亿元，主要为“荣泰转债”，本部资产负债率为 45.15%。

该公司本部从事按摩器具（按摩椅、按摩小电器）的生产、经营业务，2020 年实现营业收入 18.21 亿元；实现净利润规模为 1.67 亿元。此外，2020 年公

司本部经营活动现金流净额为 2.71 亿元。

## 外部支持因素

截至 2021 年 3 月末，该公司共计获得银行授信 27.50 亿元，全部尚未使用。公司银行授信中五大行银行授信占比为 50.90%。公司可使用授信规模较大，可为未来债务的偿付提供一定支持。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

本次债券为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券，债券期限为 6 年，转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

本次债券设置了赎回条款及提前回售条款。在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。（1）公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司届时公告的附加回售申报期内申报并实施回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，可转换公司债券持有人不能再行使附加回售权。

## 跟踪评级结论

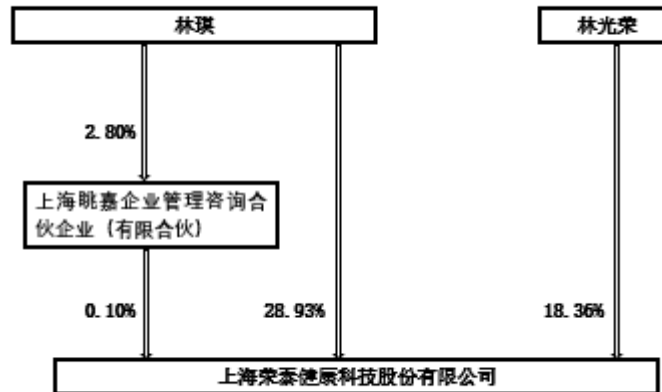
该公司为国内按摩椅市场的头部企业之一，在行业内市场地位较高。跟踪期内，公司营业收入有所下降，主要原因系共享按摩服务业务市场竞争激烈且受疫情影响较大，同时疫情对公司 2020 年第一季度按摩椅销售产生一定影响。2020 年第二季度起，随着国内疫情防控形势持续向好，公司整体销售情况有所恢复。目前，公司在建及拟建项目规模较大，需关注产能释放压力及投资回报存情况。

该公司为民营上市企业，公司按照上市公司要求不断完善公司法人治理结构，建立健全内部管理和控制制度，内部管理较为规范。

跟踪期内，该公司发行了“荣泰转债”，致使负债规模有所上升，但公司刚性债务规模不大，资产负债率仍处于较低水平，债务偿付压力小。同时，公司现金类账户规模较大，资产流动性较好，可对债务偿付提供一定保障。

附录一：

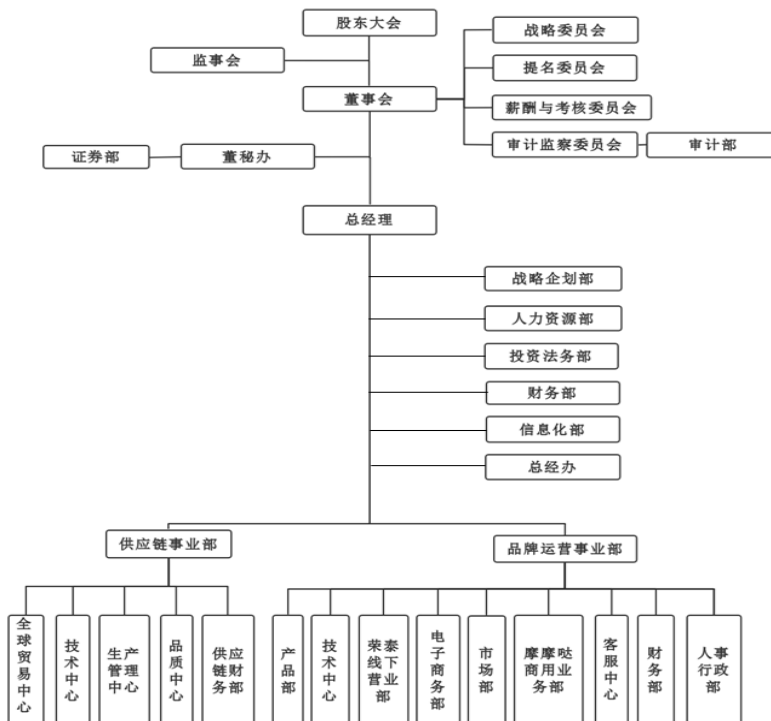
公司与实际控制人关系图



注：根据荣泰健康提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据荣泰健康提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020 年 (末) 主要财务数据 (亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
上海荣泰健康科技股份有限公司	荣泰健康	本部	—	按摩器具生产经营	5.56	16.53	18.21	1.67	2.71	1.88	
上海稍息网络科技有限公司	上海稍息	一级子公司	67.00	共享按摩服务	—	-0.37	1.97	-0.38	-0.38	-0.49	

注：根据荣泰健康 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额[亿元]	21.67	24.61	29.50	30.15
货币资金[亿元]	10.86	8.76	8.83	7.63
刚性债务[亿元]	1.52	0.30	5.56	5.63
所有者权益[亿元]	14.98	16.31	16.50	17.09
营业收入[亿元]	22.96	23.14	20.21	5.20
净利润[亿元]	2.50	2.88	1.81	0.69
EBITDA[亿元]	3.94	4.05	2.58	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.61	4.46	2.76	0.59
投资性现金净流入量[亿元]	-0.14	-3.96	-5.97	-1.81
资产负债率[%]	30.86	33.72	44.06	43.31
权益资本与刚性债务比率[%]	985.62	5,417.34	296.84	303.90
流动比率[%]	261.61	225.80	257.86	259.53
现金比率[%]	178.21	133.16	141.56	134.39
利息保障倍数[倍]	25.79	74.11	29.96	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	61.37	65.15	83.98	—
毛利率[%]	34.07	31.28	28.70	30.05
营业利润率[%]	12.23	14.13	9.92	14.20
总资产报酬率[%]	13.47	14.36	7.58	—
净资产收益率[%]	17.35	18.42	11.03	—
净资产收益率*[%]	17.45	18.96	11.74	—
营业收入现金率[%]	109.84	106.02	108.89	118.32
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	37.67	64.79	37.43	8.35
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	33.65	6.79	-30.21	-9.40
EBITDA/利息支出[倍]	34.66	90.24	37.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.59	4.44	0.88	—

注：表中数据依据荣泰健康经审计的2018~2020年度及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销



## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	8
		盈利能力	7
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	1
		流动性	3
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		4
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA-

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级(含前次评级)	2020年4月29日	AA/稳定	李一、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(家用电器)MX-GS023(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA/稳定	李一、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(家用电器)MX-GS023(2019.8)</a>	-
荣泰转债	历史首次评级(含前次评级)	2020年4月29日	AA-	李一、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(家用电器)MX-GS023(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA-	李一、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(家用电器)MX-GS023(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。