

上海荣泰健康科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券

# 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(2022) 100428】

**评级对象:** 上海荣泰健康科技股份有限公司公开发行可转换公司债券

**主体/展望/债项/评级时间**

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2022年6月21日

**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2021年6月22日

**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	2019年	2020年	2021年	2022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	6.18	6.70	8.22	-
刚性债务	0.00	5.56	6.94	-
所有者权益	16.48	16.53	16.81	-
经营性现金净流入量	4.08	2.71	3.11	-
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	24.61	29.50	32.78	33.71
总负债	8.30	13.00	14.98	15.28
刚性债务	0.30	5.56	6.94	8.42
所有者权益	16.31	16.50	17.80	18.42
营业收入	23.14	20.21	26.13	5.65
净利润	2.88	1.81	2.28	0.59
经营性现金净流入量	4.46	2.76	3.38	-0.27
EBITDA	4.05	2.58	3.49	-
资产负债率[%]	33.72	44.06	45.69	45.34
权益资本与刚性债务 比率[%]	5417.3 4	296.84	256.44	218.90
流动比率[%]	225.80	257.86	233.82	238.18
现金比率[%]	133.16	141.56	151.94	147.07
利息保障倍数[倍]	74.11	29.96	10.08	-
净资产收益率[%]	18.42	11.03	13.29	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	64.79	37.43	42.88	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	6.79	-30.21	19.49	-
EBITDA/利息支出[倍]	90.24	37.71	12.15	-
EBITDA/刚性债务[倍]	4.44	0.88	0.56	-

注:根据荣泰健康经审计的2019~2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

黄梦蛟 hmj@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2021年以来荣泰健康在外部环境、市场地位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、大客户集中、成本上升、新增产能释放、疫情影响及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,我国按摩椅市场未来需求空间较大。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。
- **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。
- **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。此外海外大客户以外币结算,易产生汇率波动风险。

- **原材料成本上升压力。**荣泰健康原材料成本占总成本比重较高,盈利水平受原材料价格影响较大。跟踪期内受大宗商品价格上涨及全球芯片供应紧张等影响,公司原材料成本上升,压缩主业盈利空间,同时需关注芯片后续的供应压力。
- **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。跟踪期内已有新建产能投产,后续仍有较大规模在建产能,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。
- **国内疫情造成短期不利影响。**2022年3月以来国内局部疫情反复,对荣泰健康业务造成不利影响,关注后续业务恢复情况及疫情对业绩影响程度。
- **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



## 上海荣泰健康科技股份有限公司公开发行可转换公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照上海荣泰健康科技股份有限公司公开发行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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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 32.15 元/股。截至 2022 年 3 月末，累计转股数量 3,372 股，占“荣泰转债”转股前公司已发行股份总额的 0.0024%。尚未转股的“荣泰转债”金额为 599,889,000 元，占“荣泰转债”发行总量的 99.9815%。

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

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政

策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (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。2021年随着国内疫情得到控制及海外疫情下宅经济带来的需求上升，出口快速回升。而2022年第一季度，国内疫情反弹以及海外疫情管控措施放松导致宅经济降温，出口小幅回落。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医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。

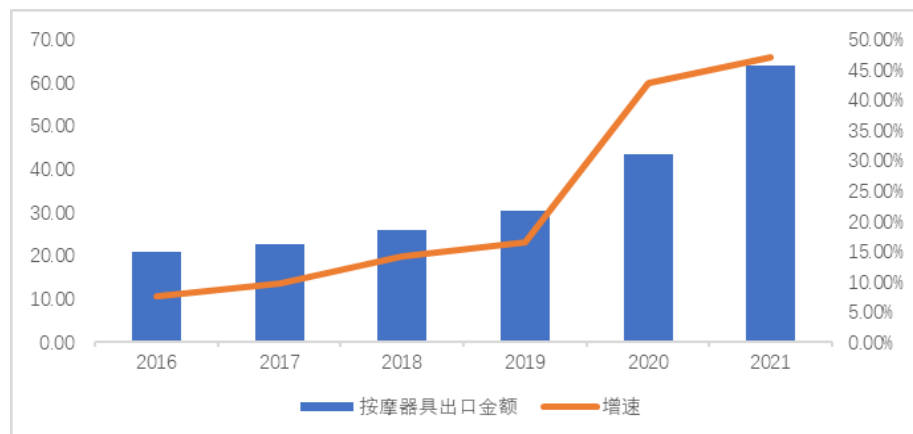
按摩器具的消费与当地经济发展水平及老龄化程度等密切相关。全球按摩器具起源于日本，80-90年代开始海外扩张，首先进入与日本文化相似的东亚和东南亚市场，随后进入欧美地区，目前消费市场主要分布在日本、韩国、台湾、香港、中国及东南亚、欧美等地区，其中日本市场保有率已达27%；新加坡、韩国、台湾等地区市场保有率在10%左右。欧美地区由于保健理念不同，按摩椅消费发展历史不长，市场保有率仅为1%左右，且以按摩小电器为主。全球按摩器具市场规模稳步扩大，全球市场规模于2015年超过100亿美元，2019年超过150亿美元，据预测2022年将达到184亿美元。

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2021年全国居民人均可支配收入已增至35128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%。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。2021 年，因国内生产恢复及海外疫情下宅经济需求的提升，按摩器具出口持续增长。根据海关统计数据，2021 年我国按摩器具出口数量为 4.43 亿台，同比增长 36.31%，增速较上年提高 4.09 个百分点；出口总额为 64.04 亿美元，同比增长 47.05%，增速较上年提高 4.12 个百分点。2022 年第一季度，海外逐步放松疫情管控措施后宅经济需求增长放缓，同时国内 3 月以来疫情反复对生产、物流造成影响，当期出口数量为 0.93 亿台，同比增长 4.49%；出口金额为 13.05 亿元，同比下降 3.19%。

**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、韩国、英国等，近年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。美国是我国按摩保健器具第一大出口目的地，2021 年出口金额 20.17 亿美元，同比增长 53.67%。2021 年对韩国、德国、英国、日本出口金额分别为 5.91 亿美元、4.25 亿美元、3.94 亿美元和 3.61 亿美元，分别同比增长 14.76%、59.51%、42.48% 和 13.96%。

## 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 3. 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 4. 2021 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
上海荣泰健康科技股份有限公司	26.13	26.84	20.80	7.25	32.78	45.69	0.50	2.28	3.38
融捷健康科技股份有限公司	5.27	24.16	13.45	3.03	10.22	15.76	7.91	0.31	0.11
奥佳华智能健康科技集团股份有限公司	79.27	29.86	6.48	3.82	92.65	45.06	0.36	4.70	-0.18

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。（5）疫情影响。国内疫情的反弹将对企业生产、物流、线下销售等造成不利影响。此外，随着海外疫情管制措施的放松，宅经济带来的海外需求或将减弱。

## 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。2021 年因疫情影响减小，公司收入上升，但随着原材料价格上涨，盈利空间受到压缩。2021 年公司剥离了共享按摩业务主要运营子公司，亏损压力减小。跟踪期内公司已有厂房建成投产，后续仍有较大规模产能在建，需关注产能释放压力及投资回报情况。2022 年 3 月以来国内局部疫情反复，公司业务受到一定不利影响，关注后续恢复情况及对公司业绩的影响程度。

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，荣泰为公司多年经营的主力品牌，定位中高端；摩摩哒定位为轻松时尚的年轻品牌，定价相对较低。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。

图表 5. 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

该公司主营按摩椅、按摩小电器和共享按摩服务业务，其中按摩小电器和共享按摩服务业务收入规模较小。2021 年及 2022 年第一季度，公司营业收入分别为 26.13 亿元和 5.65 亿元，分别较上年同期增长 29.30% 和 8.55%。其中，2021 年随着国内疫情对生产销售的影响减小，同时海外对健康的注重及宅经济带来需求上升，按摩椅收入增长。2021 年按摩小电器收入小幅下降，主要因产品品类及销售渠道调整，导致销售数量增加但平均单价下降。共享按摩服务收入持续下降，主要因 2021 年第四季度出售了共享按摩椅的主要运营子公司上海稍息网络科技有限公司股权，2022 年第一季度仅余其他子公司运营的少量共享按摩服务。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司毛利率分别为 26.84% 和 27.44%，分别较上年同期下降 1.86 个百分点和 2.61 个百分点，主要因原材料价格上升，按摩椅毛利率分别较上年同期下降 4.03 个百分点和 3.13 个百分点。按摩小电器因由位于上海的生产基地自产改为外协生产，成本下降，跟踪期内毛利率上升。此外，共享按摩椅因疫情影响下收入较少但仍有租金、人工成本等支出，

持续处于亏损状态，而随着主要运营子公司的剥离，亏损压力减小。

2022年3月以来，国内局部疫情反复，对公司生产、物流、线下销售均造成不利影响。5月后工厂逐步复工，关注后续恢复情况及对公司业绩造成的影响程度。

**图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）**

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一 季度	2021 年 第一季度
<b>营业收入合计</b>	23.14	20.21	26.13	5.65	5.20
其中：（1）按摩椅	19.00	17.60	23.80	5.27	4.57
在营业收入中所占比重（%）	82.11	87.09	91.08	93.27	87.88
（2）按摩小电器	1.17	1.49	1.34	0.30	0.29
在营业收入中所占比重（%）	5.06	7.37	5.13	5.31	5.58
（3）共享按摩服务	2.54	0.74	0.60	0.02	0.25
在营业收入中所占比重（%）	10.98	3.66	2.30	0.35	4.81
<b>毛利率（%）</b>	31.28	28.70	26.84	27.44	30.05
其中：（1）按摩椅（%）	36.89	31.82	27.79	27.83	30.96
（2）按摩小电器（%）	20.30	19.57	24.07	24.80	23.53
（3）共享按摩服务（%）	-7.00	-33.61	-13.95	-9.06	5.50

资料来源：荣泰健康

该公司国外销售主要集中于韩国、美国等国家，2021年，国外业务占比小幅上升。当年国内、国外销售收入占主营业务收入的比重分别为 46.17% 和 53.83%；毛利率分别为 34.67% 和 20.10%，在原材料价格上升的情况下，国内销售相应提高价格，毛利率小幅上升；国外因销往长期合作的大客户，价格调整较小，且提前签订的订单价格锁定，导致毛利率下降幅度较大。

**图表 7. 公司主营业务国内外收入及毛利率情况（单位：亿元，%）**

主导产品或服务	2019 年度		2020 年度		2021 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内销售	12.27	53.42	9.43	47.20	11.94	46.17
国外销售	10.70	46.58	10.55	52.80	13.92	53.83
<b>毛利率</b>	2019 年度		2020 年度		2021 年度	
国内销售（%）	34.63		33.82		34.67	
国外销售（%）	27.82		24.31		20.10	

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”目前以国内线上零售为主。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。

### 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。按摩椅方面，近年来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。公司年产能原为 27 万台，跟踪期内产能持续上升，系因 2021 年 3 月，公司首次公开发行股票募投项目新建厂房项目完工，其设计产能为年产 15 万台按摩椅，目前处于产能爬坡阶段，预计将于 3 年达产，截至 2022 年 3 月末，年产能已达到 37.88 万台。此外，公司在建浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目，系本次可转债募投项目，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。

该公司按摩椅为自产，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。2021 年公司按摩椅的生产周期约为 40 天，较上年缩短 3.7 天，主要因疫情影响减小，以及优化了供应链，提升了柔性生产能力。近三年，公司产品质量较稳定，2021 年，公司产品出库检测合格率为 99.98%，且未发生产品召回情况。

按摩小电器方面，2021 年以来该公司调整了生产模式，由自产全部改为外包生产，原自产产能变更为生产按摩椅。主要因原在上海工厂生产，人工成本较高，调整后以 OEM 模式外包以降低成本。外包模式下，公司研发部进行设计，再由代工厂按照公司的工艺流程和质检标准完成生产，公司质检员跟线检验，生产的产品入仓时抽检，如有抽检不合格全检。公司与代工厂签订代工合同，约定知识产权、交期、质量标准，并由代工厂缴纳保证金，确保交期和质量。

产能利用率方面，该公司以销定产，2019-2021 年按摩椅产能利用率整体处于高水平，2022 年第一季度因春节假期及 3 月以来上海疫情影响，新增产能未能充分利用，产能利用率下降。公司仍有较大规模新增产能在建，关注产能释放压力及投资回报情况。

图表 8. 公司按摩器具产能情况

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
按摩椅	产能（台）	270,000	270,000	326,250	86,250
	产量（台）	279,428	244,153	303,381	63,093
	产能利用率（%）	103.49	90.43	92.99	73.15
按摩小电器	产能（台）	30,000	30,000	-	-
	产量（台）	11,459	4,312	-	-
	产能利用率（%）	38.20	14.37	-	-

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

## 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，2021年前五大供应商合计占比20.24%。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（电机等）、电子类部件（芯片等）、缝制类部件、塑料类部件和五金类部件等。2021年以来受大宗商品价格上涨及全球芯片供应紧张影响，各类原材料价格均上涨，其中芯片涨幅较大，导致毛利率下滑。

## 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，2021年，公司按摩器具（按摩椅及按摩小电器）国内销售收入为11.94亿元，其中经销、电商及直营的销售收入分别为4.66亿元、5.15亿元和0.22亿元，合计占按摩器具国内销售收入的84.00%，随着经销、电商渠道的拓展及直营门店的减少，三种渠道收入分别较上年增长39.10%、增长44.26%、下降46.34%。（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>1</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，公司继续开拓下沉市场，将新门店开到三四线城市及部分县城。2021年，公司在全国城市覆盖率为68%，其中一二线城市覆盖率100%，百强县覆盖率60%。（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。因直营店成本较高，近年来公司逐步减少直营门店，将其转让给经销商。截至2021年末，公司共10家直营门店，较上年末减少7家。

（3）电商销售方面，公司目前电商平台以自营为主，少量经销。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，跟踪期内加大对抖音平台的开拓。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。定价方面，公司国内销售产品以出厂价销售给

<sup>1</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。

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。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司按摩椅销售量分别为 34.62 万台和 7.72 万台，分别较上年同期增长 39.52% 和 22.77%，而因售价较低的“摩摩哒”处于成长期，销售占比上升，导致整体销售均价下降。2021 年及 2022 年第一季度，公司按摩小电器销量分别为 56.34 万台和 14.85 万台，分别较上年同期增长 50.69% 和 32.55%，公司聚焦爆款产品，并且以往以线上零售为主，现在增加了经销商批发、礼品等价格更低的销售渠道，销售产品和渠道的调整促进按摩小电器销售量增长的同时，销售单价下降。

**图表 9. 公司按摩器具产品销售情况**

类型	销售情况	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
按摩椅	销量（台）	280,793.00	248,124.00	346,176.00	77,239.00
	销售均价（元/台）	6,766.01	7,234.21	6,875.09	6,821.90
按摩小电器	销量（万台/万套）	280,187.00	373,869.00	563,376.00	148,539.00
	销售均价（元/台）	418.90	291.90	237.65	202.88

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

该公司前五大客户以 ODM 客户为主，此外还包括电商、零售商等。公司与 Body Friend、Infinite Creative Ent.Inc.、U.S.Jaclean,Inc.等国际品牌建立了较稳定的合作关系。近年来前五大客户销售额占比约为 50% 左右，客户集中度较高，其中第一大客户 Body Friend 占比超过 30%。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，其自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>2</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。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>3</sup>等业务，从而规避外汇汇率波动带来的风险。关注汇率波动对公司业绩的影响。

<sup>2</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>3</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 10. 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
2022 年第一季度	第一大客户	22,123.38	39.17
	第二大客户	2,070.25	3.67
	第三大客户	1,595.21	2.82
	第四大客户	1,516.29	2.68
	第五大客户	1,422.84	2.52
	合计	<b>28,727.97</b>	<b>50.86</b>
2021 年	第一大客户	85,078.51	32.57
	第二大客户	18,713.92	7.16
	第三大客户	13,265.75	5.08
	第四大客户	5,876.17	2.25
	第五大客户	5,360.02	2.05
	合计	<b>128,294.36</b>	<b>49.11</b>
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	<b>108,610.14</b>	<b>53.75</b>

资料来源：荣泰健康

## 研发

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，公司积极投入研发，2019-2021 年公司研发投入分别为 1.23 亿元、1.00 亿元和 1.19 亿元，分别占营业收入比重的 5.30%、4.96% 和 4.56%。2021 年，公司在按摩椅核心技术上取得一定突破，完成了第二代柔性导轨开发，扶手打开技术，小腿分离运动机构，4D 全驱智能机芯等技术的开发工作。公司与上海中医药大学及国内知名的在线检测医疗科技公司合作，推出了智能疲劳追踪技术，让按摩椅具备健康感知并为客户量身定做按摩程序。公司首次推出按摩程序商城，用户可以在手机、平板上独立下载更新按摩程序，实现了健康云平台上个人健康管理服务。2021 年，公司研发完成项目 12 个，进行中项目 15 个，申请中发明专利 7 件，新增发明专利 2 件，新增实用新型专利 55 件，外观设计专利 64 件，新增软件著作权 3 件，新增商标 1 件。

### B. 共享按摩业务

该公司共享按摩业务原主要由子公司上海稍息网络科技有限公司（以下简称“上海稍息”）负责。为优化公司主营业务和资产结构，减少运营负担，2021 年 10 月，公司将所持有的上海稍息公司 67.00% 股权作转让给沈阳忠亿商贸有限公司<sup>4</sup>，交易对价以上海稍息截至 2021 年 4 月 30 日的股东全部权益价值评估值为依据，经双方协商确定股权交易价格为人民币 10 万元。公司于 2021

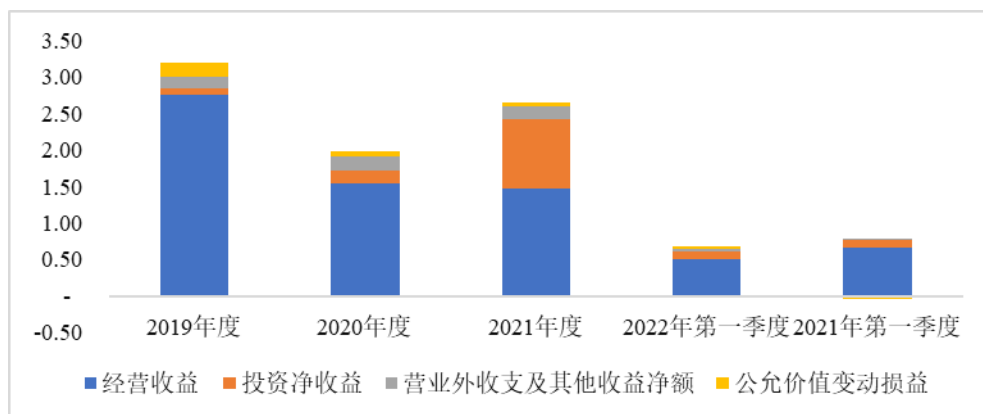
<sup>4</sup> 沈阳忠亿商贸为公司按摩椅代理商，从事按摩椅销售业务，注册资本 1000 万元，由崔旭忠持股 70%，强清芬持股 30%。截至 2021 年 10 月 27 日，公司（含子公司）对沈阳忠亿商贸的应收账款和长期应收款合计 212.85 万元，其它应付款 54.89 万元。除此之外，沈阳忠亿商贸与公司之间不存在产权、业务、资产、债权债务、人员等方面的其它关系。2020 年末，沈阳忠亿商贸总资产为 783.80 万元，净资产为 -361.40 万元，营业收入 1476.91 万元，净利润 -2.62 万元。

年 11 月 18 日收到该股权转让款，目前已完成工商变更登记。此次股权转让后，公司不再持有上海稍息股权，不再将其纳入合并范围。2019-2020 年及 2021 年 1-9 月，上海稍息营业收入分别为 4.24 亿元、1.97 亿元和 0.70 亿元，净利润分别为-0.26 亿元、-0.38 亿元和-0.27 亿元。截至资产评估日 2021 年 4 月 30 日，上海稍息资产总额 1.22 亿元，负债总额 1.60 亿元，净资产-0.38 亿元。该项交易股权转让款与按所处置股权比例计算应享有原有子公司自购买日开始持续计算的净资产的份额之间的差额 0.43 亿元，计入投资收益。截至 2021 年 4 月 30 日，上海稍息对公司的债务金额为 0.49 亿元，为经营性应收款项。截至 2022 年 3 月末，上海稍息对公司的债务金额已减少至 0.07 亿元。

2019 年，该公司通过上海稍息以账面净值的价格将共享按摩椅转让给合作方<sup>5</sup>，并通过分期收款<sup>6</sup>的方式收取转让款，尚未收取的转让款计入长期应收款。在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上海稍息进行支付。通过上述收款方式，上海稍息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。上海稍息转让后，由上海稍息将上述长期应收款分期还款额返还公司。2022 年 3 月末，公司相关长期应收款账面余额为 0.21 亿元，因疫情导致国内影院、机场、高铁站、主流商圈的人流量减少，收款压力较大，已累计计提 0.84 亿元减值准备。

## （2）盈利性

图表 11. 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

<sup>5</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>6</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。



2021 年，该公司盈利主要来自经营收益和投资收益。2022 年第一季度盈利主要来自经营收益。2021 年及 2022 年第一季度，公司经营收益分别为 1.47 亿元和 0.50 亿元，分别较上年同期下降 4.54% 和 25.43%。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司营业收入分别为 26.13 亿元和 5.65 亿元，因疫情影响减小及市场持续拓展，分别较上年同期增长 29.30% 和 8.55%；毛利分别为 7.01 亿元和 1.55 亿元，分别较上年同期增长 20.89%、下降 0.89%；毛利率分别为 26.84% 和 27.44%，因原材料价格上升而下滑。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司期间费用分别为 4.85 亿元和 0.98 亿元，分别较上年同期增长 27.26% 和 23.44%；期间费用率分别为 18.55% 和 17.39%，分别较上年同期下降 0.30 个百分点、上升 2.10 个百分点。2021 年，期间费用主要包括销售费用 2.55 亿元和研发费用 1.19 亿元，其中销售费用较上年增长 35.10%，主要因抖音渠道拓展及明星代言费、活动费增加等导致宣传推广费增长。此外，2021 年财务费用 0.36 亿元，主要包括 0.28 亿元利息支出和 0.16 亿元汇兑损失，其中因可转债利率递增，利息支出增加，而当年汇兑损失有所下降。2021 年，公司资产减值损失（含信用减值损失）为 0.63 亿元，较上年增长 57.98%，主要为长期应收款坏账损失由上年 0.29 亿元增长至 0.51 亿元，主要因共享按摩椅受疫情影响，第三方评估机构对长期应收款未来现金流现值预期减少所致。

**图表 12. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	23.14	20.21	26.13	5.65	5.20
毛利（亿元）	7.24	5.80	7.01	1.55	1.56
期间费用率（%）	18.90	18.85	18.55	17.39	15.30
其中：财务费用率（%）	-0.14	1.52	1.40	0.86	-0.17
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>0.04</b>	<b>0.07</b>	<b>0.29</b>	-	-
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	-	-	-	-	-

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

2021 年，该公司投资收益为 0.95 亿元，较上年大幅增长，其中主要包括转让子公司上海稍息产生的投资收益 0.43 亿元，以及美元套期保值取得收益 0.32 亿元，此外还包括一定理财收益。当年营业外收入和其他收益为 0.18 亿元，主要为政府补助。整体而言，2021 年及 2022 年第一季度，公司虽营业收入有所增长，但毛利有所下降，同时期间费用增长，导致经营收益下降，而 2021 年因投资收益大幅增加，净利润有所上升，2021 年及 2022 年第一季度，公司净利润分别为 2.28 亿元和 0.59 亿元，分别较上年同期增长 26.01%、下降 15.17%。

**图表 13. 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	2019 年度	2020 年度	2021 年	2022 年第一 季度	2021 年 第一季度
投资净收益	817.44	1,787.19	9,480.25	1,064.02	1,003.70
营业外净收支及其他收益	1,577.75	1,667.02	1,343.59	414.10	153.34
公允价值变动损益	1,941.86	705.01	469.41	339.78	-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

截至 2022 年 3 月末，该公司在建项目主要为荣泰转债募投项目浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目，总投资 6.14 亿元，累计已投资 0.50 亿元。资金来源中，6.00 亿元来自募集资金，0.14 亿元自筹。该项目建设完成后将可增加公司 30 万台按摩椅的生产能力。公司拟建项目为人才公寓建设项目，目前尚在规划阶段，预计总投资 1.00 亿元。

该公司主要在建及拟建项目资金来源主要为可转债募集资金，自筹资金项目规模较小。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 27 亿元。考虑近年经营性现金流入规模，公司未来融资缺口不大。

**图表 14. 截至 2022 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
浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目	6.14	0.50	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>7.14</b>	<b>0.50</b>	<b>—</b>	<b>—</b>

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理

## 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，该公司股权结构保持较稳定。截至 2022 年 3 月末，林琪直接持有公司 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、林珏、林光胜<sup>7</sup>为一致行动人，直接或间接持有公司 55.14% 的股权，为公司实际控制人。除公司外，实际动人其他投资规模较小，公司在其投资体系中地位重要。截至 2022 年 3 月末，林琪、林光荣、林珏、林光胜对公司持股均未质押。

<sup>7</sup> 林琪为林光荣的儿子，林光胜为林光荣的兄弟，林珏为林光荣的女儿。

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。2021 年关联采购商品、接受劳务金额为 0.74 亿元，主要为向联营企业采购原材料；关联出售商品、提供劳务金额为 0.03 亿元。公司年末关联应付款为 0.14 亿元；关联应收款为 0.07 亿元。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未发生欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大诉讼或工商、质量、安全事故。

**图表 15. 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	2022/5/7	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/6/1	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	2022/6/1	无	无	不涉及	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统	2022/6/1	无	无	无	无
质量	公司情况说明	2022/5/16	无	无	无	无
安全	公司情况说明	2022/5/16	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。

## 财务

跟踪期内，该公司银行借款有所增加，但负债经营程度仍处于较合理水平。公司现金及理财产品规模较大，资产流动性较好，可对即期债务偿付提供较好保障。

### 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 2021 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、

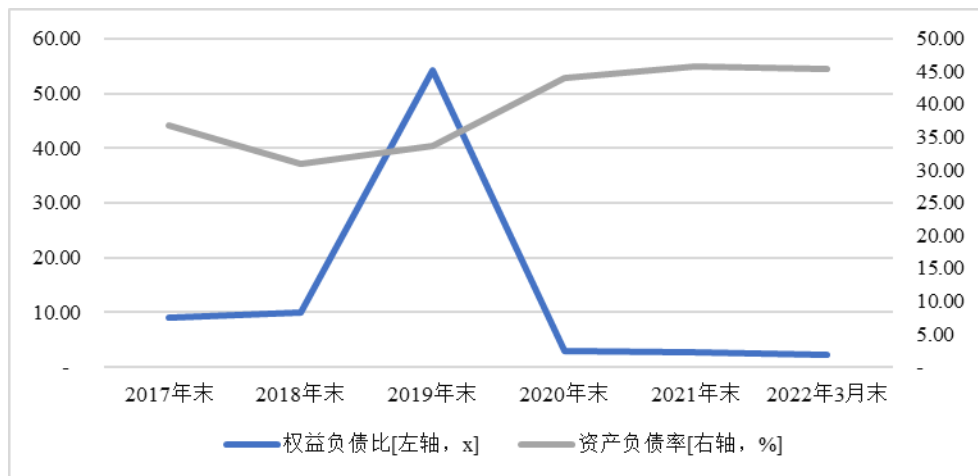
企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。公司 2022 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年末，该公司合并范围内子公司共 21 家，其中 2021 年增加 1 家，转让和注销 4 家，其中共享按摩业务运营主体上海稍息及其子公司因转让而不再纳入合并范围，其他子公司变动目前对公司影响较小。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



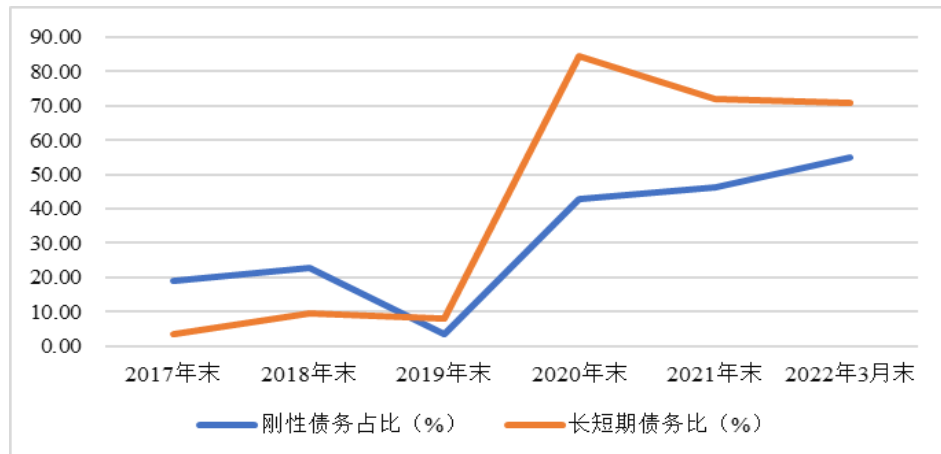
资料来源：根据荣泰健康所提供数据绘制

2021 年末，该公司负债总额为 14.98 亿元，较上年末增长 15.22%，资产负债率为 45.69%，较上年末上升 1.63 个百分点。2022 年 3 月末负债总额为 15.28 亿元，资产负债率为 45.34%。整体而言，负债经营程度维持在较合理水平。

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 17.80 亿元和 18.42 亿元，分别较上年同期增长 7.87% 和 3.49%，增长主要因经营积累导致的未分配利润增加。2021 年末，公司所有者权益主要包括 1.40 亿元实收资本、6.96 亿元资本公积和 9.65 亿元未分配利润，当年资本公积较上年末下降 2.14%，主要为向股权激励对象授予限制性股票。公司未分配利润占比较高，2019-2021 年分别分红 2.05 亿元、0.68 亿元和 0.96 亿元，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。

## (2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	1.52	1.52	0.30	5.56	6.94	8.42
应付账款 (亿元)	4.96	3.44	5.46	5.31	5.95	4.96
预收账款 (含合同负债) (亿元)	0.26	0.57	1.14	0.70	0.34	0.41
其他应付款 (亿元)	0.31	0.20	0.32	0.41	0.66	0.72
刚性债务占比 (%)	18.96	22.73	3.63	42.77	46.35	55.06
应付账款占比 (%)	61.70	51.47	65.82	40.81	39.73	32.44
预收账款 (含合同负债) 占比 (%)	3.23	8.49	13.77	5.40	2.25	2.67
其他应付款占比 (%)	3.80	3.00	3.90	3.15	4.44	4.71

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以流动负债为主，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 71.82% 和 70.77%。

2021 年末，该公司流动负债为 8.72 亿元，较上年末增长 23.72%，主要包括短期借款和应付账款，其中当年新增 1.15 亿元短期借款。应付账款 5.95 亿元，较上年末增长 12.17%，主要为应付供应商货款及应付项目建设款等，其规模较大主因公司将简单及低毛利的工序委外完成，按摩小电器通过外协采购。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。年末合同负债为 0.34 亿元，较上年末下降 52.04%，主要系预收客户和经销商货款，下降主要因上海稍息转出。其他应付款为 0.66 亿元，较上年末增长 62.05%，主要包括 0.26 亿元押金保证金和 0.36 亿元限制性股票回购义务，当年增长主要因限制性股票回购义务增加。2022 年 3 月末，公司流动负债为 8.95 亿元，其中短期借款增至 2.49 亿元。

2021 年末，该公司非流动负债为 6.26 亿元，整体较上年末变化不大，主要包括 5.79 亿元应付债券，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 0.43 亿元，计入其他权益工具科目。2022 年 3 月末，公司非流动负债为 6.33 亿元，较上年末变化不大。

### (3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>1.52</b>	<b>1.22</b>	<b>0.30</b>	—	<b>1.15</b>	<b>2.56</b>
其中：短期借款	1.50	1.05	—	—	<b>1.15</b>	<b>2.49</b>
一年内到期非流动负债	—	0.17	0.30	—	—	—
应付票据	0.02	—	—	—	—	<b>0.06</b>
<b>中长期刚性债务合计</b>	—	<b>0.30</b>	—	<b>5.56</b>	<b>5.79</b>	<b>5.86</b>
其中：长期借款	—	0.30	—	—	—	—
应付债券	—	—	—	<b>5.56</b>	<b>5.79</b>	<b>5.86</b>
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>4.35</b>	<b>4.43</b>	<b>4.98</b>	<b>4.82</b>	<b>4.39</b>	<b>4.04</b>

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

2021 年末，该公司刚性债务为 6.94 亿元，较上年末增长 24.86%；2022 年 3 月末增至 8.42 亿元。公司刚性债务主要包括应付债券及短期借款，其中短期借款均为信用借款，2021 年以来短期借款有所增加，主要用于支付采购款。

融资成本方面，该公司银行借款为银行承兑汇票贴现和信用证贴现，融资成本较低，利率在 2.19-2.20%，可转债按市场利率 4.82% 计提。

图表 19. 公司 2022 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）
3% 以内	2.49	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	-	-	-	6.00
<b>合计</b>	<b>2.49</b>	-	-	<b>6.00</b>

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	65.42	61.37	65.15	83.98	67.91	—

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
营业收入现金率(%)	103.33	109.84	106.02	108.89	99.86	104.30
业务现金收支净额(亿元)	4.78	5.16	6.80	4.48	5.14	0.07
其他因素现金收支净额(亿元)	-1.97	-2.55	-2.33	-1.72	-1.77	-0.35
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	2.81	2.61	4.46	2.76	3.38	-0.27
EBITDA(亿元)	3.25	3.94	4.05	2.58	3.49	—
EBITDA/刚性债务(倍)	1.67	2.59	4.44	0.88	0.56	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	44.42	34.66	90.24	37.71	12.15	—

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。

2021年，该公司营业收入现金率为99.86%，较上年有所下降，主要因第四季度销售产品增加而尚未回款，此外上海稍息剥离后预收款有所减少，但业务现金回笼水平仍较好。当年应收账款周转速度及存货周转速度均有所提升，营业周期为67.91天，较上年缩短。2021年随着业务规模增长，业务现金收支净额较上年增长14.73%至5.14亿元。此外，公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款、政府补助及利息收入，金额较小；支付其他与经营活动有关的现金主要为期间费用。其他因素现金收支净额持续为负，2021年为-1.77亿元。受以上影响，2021年经营活动产生的现金流量净额为3.38亿元，较上年增长22.61%。2022年第一季度，公司营业收入现金率为104.30%，较上年同期下降14.02个百分点，主要因国外客户部分回款与年度返利一次性抵消(往年一般按订单分批抵消)，当年经营环境产生的现金流量净额为-0.27亿元。

2021年，该公司EBITDA为3.49亿元，随着主业盈利上升而有所增长。而因刚性债务增长，公司对债务及利息的保障程度都降低。2021年，EBITDA对刚性债务的覆盖度为0.56倍，对利息支出的覆盖度为12.15倍。

## (2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.39	-0.10	-0.24	0.01	-0.30	-
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	-1.58	-1.27	-1.51	-1.85	-1.34	-0.54
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-2.23	1.23	-2.21	-4.13	0.98	1.24
投资环节产生的现金流量净额	-4.19	-0.14	-3.96	-5.97	-0.65	0.70

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

该公司投资活动现金流出主要为建设厂房等项目及购买理财产品，此外2021年通过资产收购获得浙江荣泰电工器材股份有限公司1.84%的股权，支付0.30亿元收购款。公司投资活动现金流入主要为理财产品赎回。2022年第一季度，因荣泰健康厂房新建项目已于上年建成，投资活动现金流出减少。2021年及2022年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.65亿元和0.70亿元。

### (3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2021年 第一季度
权益类净融资额	6.93	-1.25	-0.45	-2.06	0.13	-
债务类净融资额	-0.85	0.02	-1.22	5.64	1.11	1.33
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.19	-0.25	-1.01	-	-1.50	-
筹资环节产生的现金流量净额	5.97	-1.48	-2.66	3.58	-0.26	1.33

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

2021年及2022年第一季度，该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-0.26亿元和1.33亿元。2021年以来，公司主要通过借款融资。此外，2021年因限制性股票激励计划及投资人持股计划，相应回购股份支付资金及授予股份收到资金分别计入支付其他与投资活动有关的现金及吸收投资收到的现金。公司后续建设项目主要为可转债募投项目浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目，未来融资缺口不大。

## 4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年 末	2018年 末	2019年 末	2020年 末	2021年 末	2022年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	16.61	15.96	17.34	18.17	20.38	21.32
	75.96%	73.67%	70.46%	61.58%	62.18%	63.24%
其中：货币资金（亿元）	9.92	10.86	8.76	8.83	11.09	12.84
交易性金融资产（亿元）	0.04	-	1.44	1.10	2.15	0.32
应收款项（亿元）	1.34	1.19	1.38	1.08	1.43	1.52
存货（亿元）	1.91	1.52	2.39	2.48	2.80	3.06
其他流动资产（亿元）	2.44	1.29	2.40	3.88	2.34	2.99
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	5.26	5.70	7.27	11.33	12.40	12.39
	24.04%	26.33%	29.54%	38.42%	37.82%	36.76%
其中：固定资产（亿元）	3.69	3.70	2.67	3.94	5.09	5.08
在建工程（亿元）	0.07	0.28	0.86	1.32	0.26	0.36
长期应收款（亿元）	-	-	0.99	0.83	0.25	0.21
无形资产（亿元）	0.71	0.70	0.68	0.66	0.97	0.96



主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
其他非流动资产（亿元）	0.07	0.08	0.87	3.24	3.57	3.54
期末全部受限资产账面金额（亿元）	—	—	0.03	0.03	—	—
受限资产账面余额/总资产（%）	—	—	0.11	0.09	—	—

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理。

2021年末，该公司资产总额为32.78亿元，较上年末增长11.11%，以流动资产为主。年末，流动资产为20.38亿元，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。其中，货币资金为11.09亿元，较上年末增长25.67%，均未受限，其中包括可转债募集资金1.49亿元。交易性金融资产2.15亿元，较上年末增长94.91%，主要为理财产品2.10亿元。应收账款1.43亿元，较上年末增长31.49%，主要因第四季度向韩国客户销售增加，但应收账款周转速度有所提升，为20.80次，较上年上升4.41次。公司应收账款账龄以3个月内为主，占比73.20%，1年以内占比93.46%；前五大应收对象占比39.68%。年末累计计提坏账减值准备0.11亿元，当年新增计提0.06亿元。年末，公司存货为2.80亿元，较上年末增长12.74%，存货周转速度为7.25次，较上年上升1.34次，公司产品采用以销定产模式，存货周转速度较快。存货主要包括原材料1.00亿元、库存商品1.15亿元、发出商品0.32亿元和委托加工物资0.33亿元。公司按照成本与可变现净值孰低计提存货跌价准备，年末累计计提0.10亿元，当年新增计提0.01亿元。其他流动资产2.34亿元，较上年末下降39.65%，主要包括1.52亿元理财产品和0.46亿元应收保理款。2022年3月末，公司流动资产为21.32亿元，其中交易性金融资产减少至0.32亿元，主要是理财产品赎回。

2021年末，该公司非流动资产为12.40亿元，较上年末增长9.37%，主要由固定资产和其他非流动资产构成。年末，固定资产5.09亿元，较上年末增长29.22%，主要为房屋建筑物和机器设备，当年增长主要因荣泰健康厂房新建项目建成，由在建工程转固，在建工程较上年末下降80.31%至0.26亿元。其他非流动资产为3.57亿元，主要包括2.80亿元理财产品、0.32亿元预付长期资产购置款（模具等采购预付款）和0.45亿元管理合伙人持股计划<sup>8</sup>。长期应收款较上年末下降69.45%至0.25亿元，主要因计提坏账准备增加。长期应收款为2019年开始共享按摩椅转让至运营商运营而形成的分期收款，其收回性以资产受让方未来经营现金流为基础进行评估，受疫情影响，第三方评估机构对长期应收款未来现金流现值预期减少，2021年末计提坏账准备0.80亿元，当年增加计提0.51亿元。无形资产0.97亿元，较上年末增长47.91%，主要为土地使用权增加。其他非流动金融资产为0.71亿元，较上年末增加0.45亿元，主要为对惠每健康（天津）股权投资基金合伙企业投资及其公允价值变动所致。2022年3月末，公司非流动资产为12.39亿元，主要构成变化不大。

<sup>8</sup> 管理合伙人持股计划授予1,600,263股公司股票给核心高管，授予价格为27.71元/股。

该公司通过购买理财产品等，提高闲置使用效率，获得一定收益。2021 年末，公司理财产品合计 6.42 亿元，分布于交易性金融资产 2.10 亿元，其他流动资产 1.52 亿元，其他非流动资产 2.80 亿元。其中主要包括 3.00 亿元券商理财产品，期限均为半年，利率在 3.4-4.2%；银行理财 3.30 亿元，期限 1-3 年，利率在 2.10-4.13%。

截至 2022 年 3 月末，该公司资产均未受限。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 24. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	213.76	261.61	225.80	257.86	233.82	238.18
速动比率 (%)	179.93	222.67	185.78	217.70	198.84	201.03
现金比率 (%)	128.28	178.21	133.16	141.56	151.94	147.07

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。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司流动比率分别为 225.80%、257.86%、233.82% 和 238.18%，现金比率分别为 133.16%、141.56%、151.94% 和 147.07%，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 2022 年 3 月末，该公司无对外担保。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部为按摩器具（按摩椅、按摩小电器）业务的主要经营主体，是主要的利润来源，资产及负债也大多集中在本部。

2021 年末，该公司本部资产总额为 32.32 亿元，其中流动资产为 16.14 亿元，非流动资产为 16.18 亿元。本部流动资产主要包括 8.22 亿元货币资金、2.07 亿元交易性金融资产、2.00 亿元应收账款、1.75 亿元存货和 1.86 亿元其他流动资产，非流动资产主要包括 6.95 亿元长期股权投资、3.89 亿元固定资产和 3.56 亿元其他非流动资产，其中长期股权投资主要系对子公司及联营子公司的投资。

2021 年末，该公司本部负债总额为 15.51 亿元，其中流动负债 9.54 亿元，非流动负债 5.97 亿元。本部刚性债务为 6.94 亿元，其他负债主要为 7.30 亿元应付账款。本部资产负债率为 48.00%，较上年末上升 2.85 个百分点。

2021 年营业收入为 23.15 亿元，同比增长 17.16%；净利润为 1.46 亿元，同比下降 12.52%。此外，2021 年公司本部经营活动现金流净额为 3.11 亿元。整体而言，公司本部信用质量与合并口径较一致。

## 外部支持因素

截至 2022 年 3 月末，该公司共获得授信 22.96 亿元，其中来自五大国有商业银行授信占比 60.99%；授信已使用 2.55 亿元，后续融资空间较充足，可为未来债务的偿付提供一定支持。

**图表 25. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	其中： 已使用授信	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	22.96	2.55	2.19-2.20	无
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	14.00	2.55	2.19-2.20	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	60.99	100.00	-	-

资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

## 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格的 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。

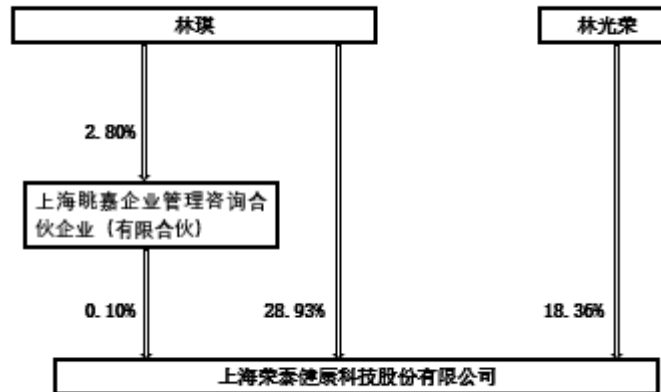
## 跟踪评级结论

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。2021年因疫情影响减小，公司收入上升，但随着原材料价格上涨，盈利空间受到压缩。2021年公司剥离了共享按摩业务主要运营子公司，亏损压力减小。跟踪期内公司已有厂房建成投产，后续仍有较大规模产能在建，需关注产能释放压力及投资回报情况。2022年3月以来国内局部疫情反复，公司业务受到一定不利影响，关注后续恢复情况及对公司业绩的影响程度。

跟踪期内，该公司银行借款有所增加，但负债经营程度仍处于较合理水平。公司现金及理财产品规模较大，资产流动性较好，可对即期债务偿付提供较好保障。

附录一：

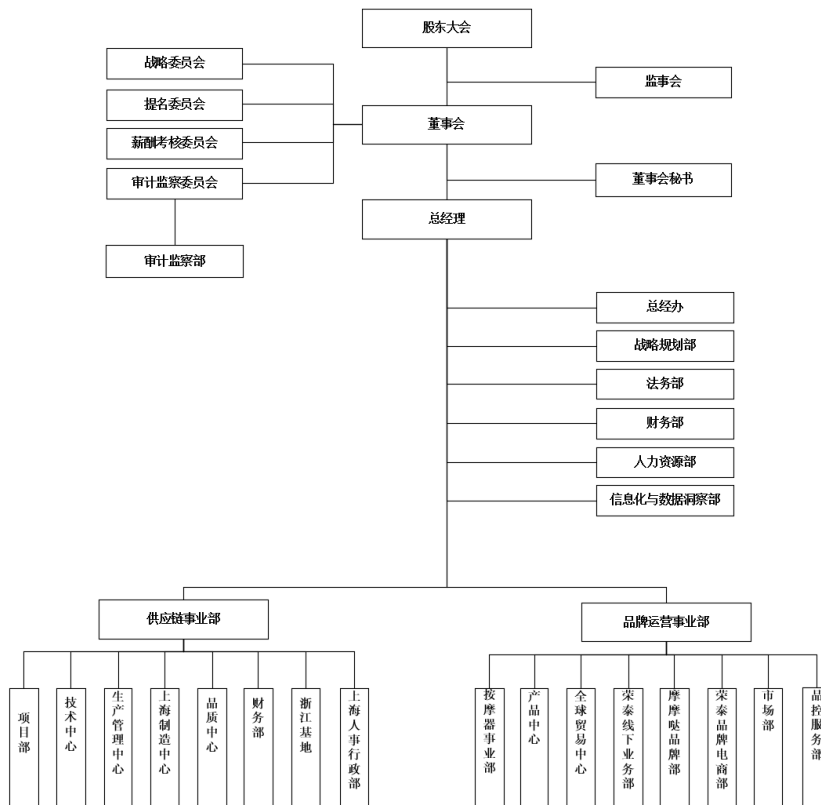
公司与实际控制人关系图



注：根据荣泰健康提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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	
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	6.94	16.81	23.15	1.46	3.11	
浙江荣泰健康电器有限公司	浙江荣泰	一级子公司	100.00	按摩器具生产经营(湖州南浔生产基地)	-	4.59	7.18	0.46	0.70	

注：根据荣泰健康 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额[亿元]	24.61	29.50	32.78	33.71
货币资金[亿元]	8.76	8.83	11.09	12.84
刚性债务[亿元]	0.30	5.56	6.94	8.42
所有者权益[亿元]	16.31	16.50	17.80	18.42
营业收入[亿元]	23.14	20.21	26.13	5.65
净利润[亿元]	2.88	1.81	2.28	0.59
EBITDA[亿元]	4.05	2.58	3.49	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.46	2.76	3.38	-0.27
投资性现金净流入量[亿元]	-3.96	-5.97	-0.65	0.70
资产负债率[%]	33.72	44.06	45.69	45.34
权益资本与刚性债务比率[%]	5,417.34	296.84	256.44	218.90
流动比率[%]	225.80	257.86	233.82	238.18
现金比率[%]	133.16	141.56	151.94	147.07
利息保障倍数[倍]	74.11	29.96	10.08	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	65.15	83.98	67.91	—
毛利率[%]	31.28	28.70	26.84	27.44
营业利润率[%]	14.13	9.92	10.15	12.01
总资产报酬率[%]	14.36	7.58	9.30	—
净资产收益率[%]	18.42	11.03	13.29	—
净资产收益率*[%]	18.96	11.74	13.76	—
营业收入现金率[%]	106.02	108.89	99.86	104.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	64.79	37.43	42.88	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.79	-30.21	19.49	—
EBITDA/利息支出[倍]	90.24	37.71	12.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	4.44	0.88	0.56	—

注：表中数据依据荣泰健康经审计的2019~2021年度及未经审计的2022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	2
		流动性	1
	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			<b>AA-</b>

**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="#">家用电器行业信用评级方法（2018版）</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>
	前次评级	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="#">家用电器行业信用评级方法（2018版）</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	2022年6月21日	AA/稳定	黄梦姣、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">家用电器行业信用评级方法（2018版）</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 <sup>-</sup>	李一、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">家用电器行业信用评级方法（2018版）</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>
	前次评级	2021年6月22日	AA <sup>-</sup>	李一、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">家用电器行业信用评级方法（2018版）</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	2022年6月21日	AA <sup>-</sup>	黄梦姣、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">家用电器行业信用评级方法（2018版）</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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。