



内部编号:2025060183

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

定期跟踪评级报告

项目负责人: 黄梦姣  hmj@shxsj.com
翁斯喆  wsz@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2025)100137】

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

荣泰转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA+/稳定/AA+/2025 年 6 月 23 日

前次跟踪：AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 14 日

首次评级：AA+/稳定/AA+/2020 年 4 月 29 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 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。
- 资产流动性较好。荣泰健康现金类资产较充足，对刚性债务覆盖度较高，即期债务偿付压力较可控。
- 融资渠道畅通。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，且跟踪期内融资成本较低。

主要风险：

- 市场需求低迷。宏观经济环境及市场保有率变化均易对按摩器具市场需求造成影响。2024 年国内外市场消费低迷导致按摩器具需求下降，荣泰健康收入和利润均有所下滑。
- 行业竞争激烈。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。
- 海外贸易环境及政策变化风险。荣泰健康海外销售占比较高，近期美国关税政策对公司出口美国订单造成较大影响。公司通过在泰国建设产能以应对贸易政策变化，未来贸易政策变化及对公司业绩的影响有待观察。
- 大客户集中度高。荣泰健康营业收入中来自韩国 Body Friend 的贡献较高。跟踪期内 Body Friend 采购结构有所变化，公司对其销售额有所下降。若 Body Friend 经营情况不佳或对公司的采购需求转移，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。
- 新增产能释放压力。荣泰健康跟踪期内订单量不足导致产能利用率下降，后续仍有较大规模在建产能，产能释放压力较大，相关项目投资回报存在较大不确定性。
- 未决诉讼风险。2022 年荣泰健康因专利侵权纠纷被诉，国家知识产权局已做出无效宣告请求审查决定，宣告发美利诉讼的涉诉专利权全部无效。2025 年 4 月 3 日，公司向最高人民法院递交申请，申请驳回发美利的起诉，最终判决结果尚不确定。
- 可转债转股比例低。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。

跟踪评级结论

通过对荣泰健康主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA+，评级展望为稳定，并维持上述可转债 AA+信用等级。

未来展望

本评级机构预计荣泰健康信用质量在未来 12 个月持稳，给予其主体信用评级展望为稳定。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司主要产品市场需求大幅下降，或市场竞争力显著下降，造成公司经营业绩大幅下降或持续亏损；

- ② 公司大客户 Body Friend 经营情况不佳，导致销售额大幅下降，回款情况显著恶化；
- ③ 公司债务负担大幅上升，或持有可变现资产大幅减少，资产流动性显著弱化。

主要财务数据及指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	9.37	9.23	2.25	2.83
刚性债务 (亿元)	10.17	7.67	9.04	7.82
所有者权益 (亿元)	17.15	16.64	16.04	16.74
经营性现金净流入量 (亿元)	1.69	1.16	1.26	-0.66
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	34.24	33.85	37.42	33.54
总负债 (亿元)	15.54	14.12	17.26	12.78
刚性债务 (亿元)	10.16	7.67	10.87	7.82
所有者权益 (亿元)	18.70	19.73	20.16	20.76
营业收入 (亿元)	20.05	18.55	15.97	3.95
净利润 (亿元)	1.65	2.03	1.92	0.44
经营性现金净流入量 (亿元)	2.37	3.44	1.68	-0.34
EBITDA (亿元)	2.82	3.27	2.76	—
资产负债率[%]	45.38	41.71	46.14	38.10
权益资本与刚性债务比率[%]	184.02	257.13	185.47	265.42
流动比率[%]	255.08	334.18	221.05	349.67
现金比率[%]	155.35	209.88	108.52	141.97
利息保障倍数[倍]	6.85	8.40	8.35	—
净资产收益率[%]	9.03	10.58	9.62	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.88	44.23	20.36	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.77	31.38	-64.01	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.27	10.67	10.69	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.37	0.30	—

注：根据荣泰健康经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（家用电器）FM-GS023（2022.12）

评级要素			结果
个体信用	业务风险		4
	财务风险		3
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	合计调整（子级数量）	0
		其中：①流动性因素	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
		④其他因素	0
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	0	
主体信用级别			AA ⁺

调整因素：(0)

无。

支持因素：(0)

无。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《新世纪评级工商企业评级方法（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（家用电器）FM-GS023（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26746&mid=4&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1

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（简称“荣泰转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据荣泰健康提供的经审计的 2024 年财务报表、未经审计的 2025 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，募集资金用途为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 23.07 元/股。截至 2025 年 3 月末，累计转股数量 19,263 股，占“荣泰转债”转股前公司已发行股份总额的 0.0138%。尚未转股的“荣泰转债”金额为 599,507,000 元，占“荣泰转债”发行总量的 99.9178%。

图表 1. 公司存续债券基本情况（截至 2025 年 3 月末）

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 年	0.50% (2020/10/30-2021/10/29)	2020 年 11 月	正常付息
				0.70% (2021/10/30-2022/10/29)		
				1.00% (2022/10/30-2023/10/29)		
				1.50% (2023/10/30-2024/10/29)		
				2.50% (2024/10/30-2025/10/29)		
				3.00% (2025/10/30-2026/10/29)		

资料来源：荣泰健康

浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目总投资 6.14 亿元，拟投入募集资金净额 5.94 亿元，建成后预计产能 30 万台，截至 2024 年末累计已投入募集资金 1.19 亿元，投入进度为 20.07%。项目原计划于 2023 年 12 月完工，2022 年工程具体实施进度受到外部环境影响较大，最终导致工期延误。2023 年 8 月 7 日，经公司第四届董事会第七次会议及第四届监事会第六次会议审议通过，项目实施周期延长至 2025 年 12 月。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2022-2024 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（合称“企业会计准则”），以及证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定（2023 年修订）》的披露规定编制财务报表。公司 2025 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2024 年末，该公司合并范围子公司共 27 家，当年公司出资设立上海荣泰健康技术有限公司、上海摩忻智能科技有限公司、荣泰健康（泰国）有限公司等 8 家子公司，并注销宁波梅山保税港区尚荣投资管理有限公司。2025 年以来公司新设 ROTAI HEALTH (UK) LTD 子公司，截至 2025 年 3 月末，公司合并范围子公司共 28 家。

2. 业务

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。跟踪期内国内外消费需求低迷，主要客户订单减少，导致公司国内外销售均下滑，公司业绩有所下降。跟踪期内公司产能利用率较低，仍有较大规模产能

司通过在泰国建设产能以应对政策变化，关注未来贸易政策变化及对公司业绩的影响。

（1）外部环境

宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》。

行业因素

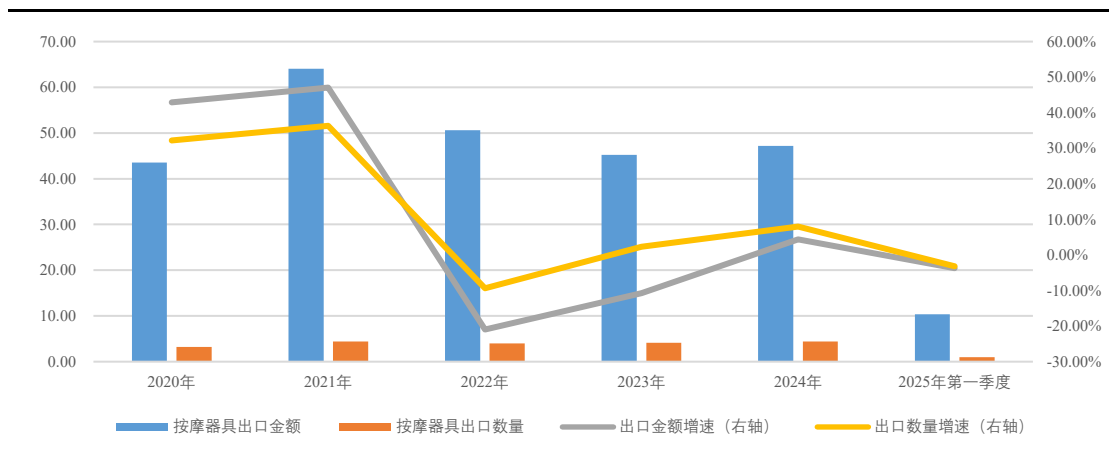
按摩器具属于消费品类电子产品，是利用现代机械技术实现中医经脉按摩医术的日常健康保健器具，可帮助用户减轻疲劳，达到保健强身的效果，主要分为按摩椅和按摩小电器等类别。

按摩器具的消费与当地经济发展水平、健康意识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，目前日本市场按摩椅保有率已超过 20%，新加坡、韩国等地区按摩椅保有率也达到两位数。欧美地区由于保健理念不同，按摩椅消费发展历史不长，市场保有率仅为个位数，且按摩器具消费以按摩小电器为主。根据 Business Research Insights 相关数据显示，2024 年全球按摩椅市场规模约为 36.5 亿美元，预计到 2033 年将增长至 74.8 亿美元，年复合增长率 8.3%。

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 2024 年全国居民人均可支配收入已达 4.13 万元。但是国内市场发展尚未成熟，目前家用按摩椅保有率仍处于较低水平。2024 年，国内经济回升向好基础尚不牢固，突出问题为有效需求不足，国内按摩产品市场受益于政府消费补贴政策落地，呈现先抑后扬，国内主要按摩器具企业业绩均有一定程度下滑。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一定增长空间。

我国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。但 2022 年以来，受复杂的国际环境和多重超预期因素影响，我国按摩器具出口出现下滑，随着外部影响因素减弱以及欧美地区消费需求弱复苏，2024 年按摩器具出口规模有所回升。根据海关统计数据，2024 年我国按摩器具出口数量为 4.43 亿台，同比增长 7.98%；出口总额为 47.18 亿美元，同比增长 4.38%。2025 年第一季度，受关税等贸易政策冲击，我国按摩器具出口数量为 0.96 亿台，同比减少 3.21%；出口金额为 10.35 亿元，同比下降 3.74%。2025 年 2 月以来美国实施的关税政策导致全球供应链面临严重冲击，全球供应链开始调整，部分企业转向东南亚或墨西哥生产。按摩器具作为轻工类消费品，被纳入美国“对等关税”清单，关税的飙升导致出口价格大幅上升，中国对美出口面临降价或取消订单的压力，按摩器具代工链同样面临转移压力，对依赖美国市场的企业造成生存危机，并造成供应链重构与成本管控压力。

图表 2. 我国按摩器具历年出口情况（单位：亿美元，亿台）



资料来源：海关总署，wind。

按摩器具行业市场化程度较高，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。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。2024 年 3 月，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》后，包括辽宁省、安徽省、重庆市、山西省、河南省等地区以旧换新政策陆续落地，其中即包括对按摩椅相关产品的以旧换新补贴政策，消费者最高可享按摩椅产品销售价格 15%—20% 的补贴金额。2025 年，政府“以旧换新”政策补贴规模及品类范围继续扩大，湖北省等地区补贴政策中首次明确将按摩器纳入补贴清单，进一步刺激更新需求。

从产业链分布看，按摩器具制造行业的上游为电子、电机、注塑、化工、五金、纺织、包装印刷等行业，下游为各类销售渠道商，将产品销售给终端客户，或制造厂商通过直营店的方式直接销售给客户。国外较早起步企业已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。我国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，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。

全球按摩器具市场较分散，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。我国目前主要按摩器具生产企业包括奥佳华智能健康科技集团股份有限公司（简称“奥佳华”）、荣泰健康、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等。目前国内按摩器具行业集中度不高且竞争激烈，消费者品牌粘性还不强，还未形成具有绝对领导地位企业。

按摩器具行业的风险主要来自于：（1）市场需求波动风险。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）市场竞争风险。我国按摩器具市场发展不够成熟，生产厂商众多，市场集中度较低且同质化竞争激烈，企业需在品牌营销及功能特性、款式设计上持续创新以保持竞争力和影响力。（3）汇率波动风险。我国按摩器具出口依赖度较高，若未来人民币汇率的浮动方向不利且幅度波动较大，则会对企业造成业绩波动影响。（4）贸易环境变动风险。近年来贸易环境或政策多变，加大了企业产品的出口风险。

（2）业务运营

① 经营状况

图表 4. 公司核心业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年第一季度	2024 年第一季度
营业收入合计	20.05	18.55	15.97	3.95	4.01
其中：（1）按摩椅	18.77	17.66	15.18	3.78	3.70
在营业收入中所占比重（%）	93.63	95.22	95.07	95.82	92.45
（2）按摩小电器	1.00	0.72	0.51	0.09	0.15
在营业收入中所占比重（%）	5.01	3.89	3.22	2.32	3.84
（3）共享按摩服务	0.06	0.05	0.05	0.01	0.01
在营业收入中所占比重（%）	0.28	0.25	0.29	0.26	0.27
毛利率（%）	26.52	30.82	31.68	32.54	35.88
其中：（1）按摩椅（%）	26.90	31.12	32.06	33.58	35.72
（2）按摩小电器（%）	21.68	19.07	12.97	30.01	24.93
（3）共享按摩服务（%）	14.03	57.48	68.46	60.55	60.03

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

该公司主营业务为按摩器具的设计、研发、生产、销售，在国内按摩椅市场具有较高品牌知名度。公司业务包括按摩椅、按摩小电器的生产销售，以及提供共享按摩服务，其中收入主要来源于按摩椅业务，按摩小电器和共享按摩服务业务收入规模较小。2024 年及 2025 年第一季度，公司营业收入分别为 15.97 亿元和 3.95 亿元，分别较上年同期减少 13.92%和 1.41%，毛利率分别为 31.68%和 32.54%，分别较上年同期增长 0.86 个百分点和下降 3.34 个百分点。2024 年由于国内市场消费持续低迷，按摩椅市场需求仍较弱，导致产品销量下降，加之国外市场需求下降，主要客户订单数量减少，公司按摩椅和按摩小电器销售下滑，收入减少。2025 年第一季度，公司按摩椅实现收入同比变化不大，按摩小电器销售延续下滑态势。2024 年及 2025 年第一季度，按摩椅业务毛利率分别为 32.06%和 33.58%，较为稳定；按摩小电器毛利率分别为 12.97%和 30.01%，同比分别下降 6.10 个百分点和增长 5.08 个百分点，波动主要系销售产品的结构变化所致。同期共享按摩服务收入为 0.05 亿元和 0.01 元，与上年同期持平，毛利率分别为 68.46%和 60.55%，同比分别增长 8.98 个百分点和 0.52 个百分点，主要系部分业务合同模式由租赁模式改为分成模式，固定成本减少。

该公司目前共拥有上海青浦和湖州南浔两处生产基地。按摩椅方面，公司年产能原为 27 万台，因公司首次公开

发行股票募投项目新建厂房项目于 2021 年 3 月完工，其设计产能为年产 15 万台按摩椅，于 2023 年 3 月末达产，公司总产能达到 42 万台，跟踪期内保持稳定。

该公司采取以销定产的模式，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，2024 年公司按摩椅的生产周期约为 35 天。近年来公司产品质量较稳定，2024 年，公司产品出库检测合格率为 98.22%，较上年提升 0.02 个百分点。

该公司按摩小电器以 OEM 模式外包生产。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，因该公司 2022-2024 年按摩椅产能持续扩大，但因订单量减少，产能利用率呈下降态势。

图表 5. 公司按摩器具自产产能情况

产品	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
按摩椅	产能（台）	378,750	412,500	420,000	105,000
	产量（台）	203,458	191,760	170,159	41,363
	产能利用率（%）	53.72	46.49	40.51	39.39

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

在建产能方面，除可转债募投项目浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目外，该公司还在泰国建设生产基地，以抵御国际贸易环境及政策变动风险。该项目总投资 1.25 亿元，截至 2025 年 3 月末已投资 0.45 亿元，建成后预计产能为 5.00 万台按摩椅，预计 2025 年底建成投产，前期为产能爬坡期，2026 年预计产能为 1.00 万台。公司目前产能利用率较低，在市场需求下降的环境下，未来新建项目产能释放压力较大，投资回报存在较大不确定性，且在建项目转固后将增加折旧压力。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司按摩椅销售量分别为 22.95 万台和 5.73 万台，分别较上年同期减少 19.84% 和增加 1.74%，主要系市场需求的变化所致，销售均价较为稳定。同期公司按摩小电器销量分别为 24.33 万台和 4.59 万台，分别较上年同期减少 27.50% 和 24.73%，销售价格分别为 231.10 元/台和 199.78 元/台，销售单价的波动主要系销售产品的结构变化所致。

图表 6. 公司按摩器具产品销售情况

类型	销售情况	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
按摩椅	销量（台）	286,246.00	286,344.00	229,523.00	57,301.00
	销售均价（元/台）	6,558.03	6,582.62	6,591.55	6,605.03
按摩小电器	销量（台/套）	505,149.00	335,595.00	243,304.00	45,909.00
	销售均价（元/台）	198.88	214.87	231.10	199.78

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

② 竞争地位

品牌影响力方面，该公司是国内按摩椅市场的龙头企业之一，自有品牌积累了较高的品牌影响力。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。产品多样性方面，公司产品种类较为丰富，包括针对不同消费者群体、具备不同功能的按摩椅和按摩小件等，按摩小件包括颈部按摩仪、眼部按摩仪、按摩背靠等各类产品。

销售渠道方面，该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，2024 年公司国内销售收入为 6.52 亿元，其中经销、电商及直营的销售收入分别为 2.86 亿元、3.31 亿元和 0.03 亿元，同比分别减少 0.39 亿元、0.79 亿元和 0.16 亿元。经销方面，公司对经销商的销售均为买断式销售，并建立了经销商管理制度¹。公司经销业务结算方式为银行转账。2024 年末，公司经销商门店在全国各大主要城市均有覆盖，由于国内需

¹ 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

求的下降，经销商门店数量较上年有所减少。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、抖音和米家等知名电子商务平台开设业务。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。直营方面，公司主要在上海的连锁卖场以及百货商场设置直营销售专柜，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 2024 年末，公司仅剩 1 家直营门店。

境外销售方面，该公司为境外客户提供 ODM 代工生产。公司在自主研发出新产品后，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。公司外销均为直接销售，即直接为境外客户提供代工生产，境外客户购买产品后自行确定产品品牌、销售渠道和销售价格。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 10-30%、交付提单前付清余款的结算方式，结算周期一般为 30-90 天。

销售区域方面，除国内销售外，公司产品已销售至韩国、美国、欧盟、东南亚及“一带一路”沿线国家和地区，在全球建立了客户网络，其中国外销售以韩国、美国占比较高。2024 年，国内销售收入为 6.52 亿元，较上年减少 20.17%；国外销售收入为 9.23 亿元，较上年减少 10.25%。从各区域销售表现看，2024 年以来韩国消费市场不景气，销售下滑明显；2024 年美国市场对公司的采购量较大，2025 年第一季度采购需求减少。2024 年，国内销售毛利率为 38.79%，同比提升 2.85 个百分点；国外销售毛利率为 26.44%，与上年基本持平。此外，关税政策对公司的经营产生一定影响，2025 年 4 月，随着美国对中国的关税的逐步提升至 145%后，美国客户暂停下单并延缓出货，5 月 12 日起税率降为 30%后，公司恢复对美客户原有订单出货，但由于船期安排紧张，对公司 2025 年第二季度的出货仍有所影响。

图表 7. 公司销售区域分布及结构（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2022 年度		2023 年度		2024 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内销售	8.61	43.37	8.17	44.28	6.52	41.41
国外销售	11.25	56.63	10.28	55.72	9.23	58.59
毛利率	2022 年度		2023 年度		2024 年度	
国内销售（%）	36.04		35.94		38.79	
国外销售（%）	19.42		26.11		26.44	

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

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 等国际品牌建立了较稳定的合作关系。2024 年及 2025 年第一季度前五大客户销售额占比分别为 44.37%和 24.91%，其中第一大客户 Body Friend 占比约为 20%-30%。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，公司和 Body Friend 建立了较为稳定的合作关系²，其自公司的采购量占其按摩椅采购总额比例的 70%，但 2024 年及 2025 年第一季度对其销售金额下降，主要系韩国市场低迷，国民购买力下降，对按摩椅的购买需求由高端部分转移至中低端，而公司对 Body Friend 的按摩椅供应主要定位于高端，Body Friend 的采购结构有所调整所致。公司将通过联合研发、定制化服务等方式提升客户粘性，应对市场波动风险。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³等业务。2022-2024 年，公司汇兑收益分别为 0.26 亿元、0.08 亿元和 0.07 亿元。关注汇率波动对公司业绩的影响。

图表 8. 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
2025 年第一季度	第一大客户	7,783.95	19.71
	第二大客户	690.87	1.75

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。

² 公司对 Body Friend 有单独的产线和研发配合，售后团队长期驻扎韩国，以确保产品竞争力、质量稳定性以及交付及时性等，Body Friend 中国采购的绝大部分在荣泰健康。

³ 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。

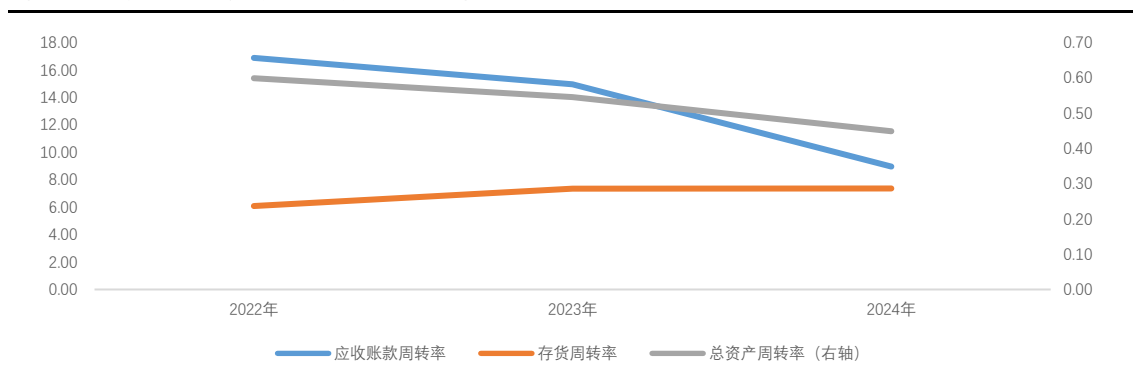
年度	客户名称	销售金额	占当期营业收入的比例
2024 年	第三大客户	504.75	1.28
	第四大客户	464.31	1.18
	第五大客户	392.87	0.99
	合计	9,836.75	24.91
	第一大客户	44,742.14	28.02
	第二大客户	10,131.84	6.34
2023 年	第三大客户	6,289.66	3.94
	第四大客户	6,066.05	3.80
	第五大客户	3,622.09	2.27
	合计	70,851.78	44.37
	第一大客户	56,170.13	30.28
	第二大客户	10,104.47	5.45
2022 年	第三大客户	6,947.99	3.75
	第四大客户	5,444.77	2.94
	第五大客户	3,202.42	1.73
	合计	81,869.78	44.13
	第一大客户	56,170.13	30.28
	第二大客户	10,104.47	5.45

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

成本控制方面，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，2024 年前五大供应商采购额 2.11 亿元，合计占比 24.24%。公司原材料采购的结算方式为电汇。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达到 80%以上，原材料价格的变化对按摩椅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。公司芯片类原材料采购价格随行就市，对其他原材料有一定议价能力。2024 年公司电子类和缝制类原材料价格同比有所增长，电器类、五金类原材料采购单价下降，加之采购数量同比减少，总体采购金额下降 14.90%。

③ 经营效率

图表 9. 反映公司经营效率要素的主要指标值（单位：次/年）

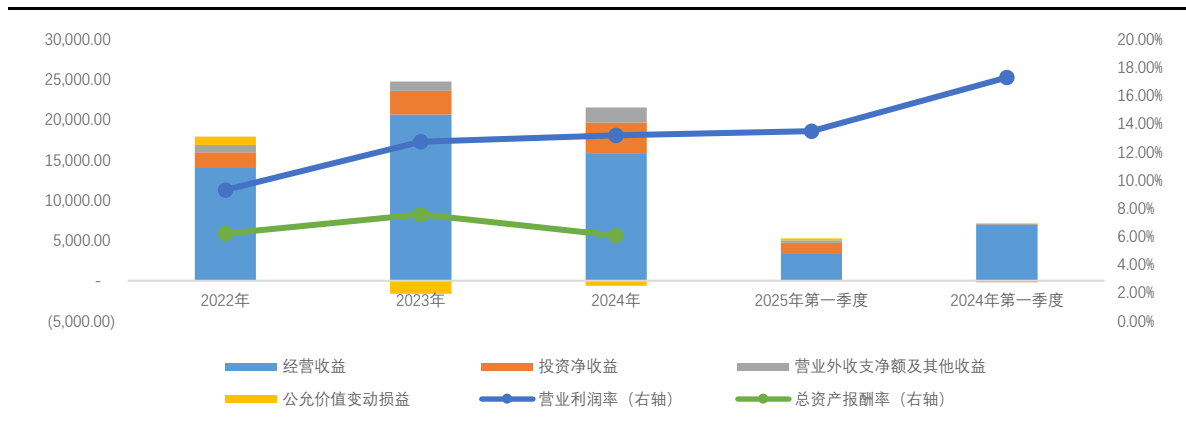


资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理、绘制。

2022-2024 年，该公司营业周期分别为 81.70 天、74.22 天和 90.40 天，整体经营效率较高。存货方面，该公司根据市场需求生产产品，对国内经销商品进行适当备货，对海外销售商品少量提前备货，整体存货规模较小，2022-2024 年存货周转天数分别为 60.06 天、49.78 天和 49.62 天，2023 年以来存货周转天数缩短。2022-2024 年应收账款周转天数分别为 21.64 天、24.44 天和 40.78 天，2024 年因市场需求弱化，公司对客户延长了回款期限，同时第四季度销售量增加而至年末尚未回款，导致应收账款周转天数有所增加。

④ 盈利能力

图表 10. 反映公司盈利能力要素的主要指标值（单位：万元、%）



资料来源：根据荣泰健康所提供数据整理、绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自经营收益，2024 年及 2025 年第一季度，经营收益分别为 1.58 亿元和 0.34 亿元，同比分别下降 23.69%和 50.49%，主要系随着收入下降，公司毛利下降所致，同期毛利分别为 5.06 亿元和 1.29 亿元，同比分别下降 11.52%和 10.57%。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司期间费用分别为 3.31 亿元和 0.89 亿元，分别较上年同期下降 5.10%和增长 23.23%；期间费用率分别为 20.70%和 22.44%，分别较上年同期上升 1.93 个百分点和 4.49 个百分点。同期销售费用分别为 1.80 亿元和 0.42 亿元，同比分别减少 12.15%和增长 7.68%，主要因宣传推广费波动所致；研发费用分别为 0.80 亿元和 0.21 亿元，较上期变动不大；财务费用分别为-0.16 亿元和 0.06 亿元，主要由于美元汇率变动产生的汇兑收益以及利息收入和支出变动引起，2024 年利息收入净额为 0.09 亿元，同比增加 0.02 亿元，汇兑收益 0.07 亿元，同比减少 0.01 亿元；管理费用分别为 0.87 亿元和 0.19 亿元，同比分别增长 10.40%和下降 5.16%，2024 年增加主要系中介咨询服务费和折旧摊销费增加所致。2024 年资产减值损失为 0.05 亿元，较上年减少 0.02 亿元，公司存货跌价规模同比下降。

图表 11. 公司盈利及期间费用变化情况（%）

公司营业利润结构	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	20.05	18.55	15.97	3.95	4.01
毛利（亿元）	5.32	5.72	5.06	1.29	1.44
期间费用率（%）	17.34	18.77	20.70	22.44	17.95
其中：财务费用率（%）	-1.07	-0.80	-1.00	1.41	-2.00
全年利息支出总额（亿元）	0.30	0.27	0.26	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.02	0.03	0.20	-	-

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司投资收益分别为 0.38 亿元和 0.13 亿元，主要为理财产品收益、权益法核算的长期股权投资收益（主要来源于广州技诺智能设备有限公司）、远期外汇合约收益等。同期营业外收入和其他收益合计分别为 0.20 亿元和 0.04 亿元，主要为政府补助。同期公允价值变动收益分别为-0.06 亿元和 0.03 亿元，主要为理财产品及远期外汇合约的公允价值变动。整体而言，2024 年及 2025 年第一季度由于经营收益的减少，公司净利润分别为 1.92 亿元和 0.44 亿元，同比分别下降 5.67%和 29.99%。2022-2024 年，公司营业利润率分别为 9.30%、12.72%和 13.18%，总资产报酬率分别为 6.21%、7.57%和 6.06%。

图表 12. 影响公司盈利的其他关键因素（单位:万元）

影响公司盈利的其他关键因素	2022 年度	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
投资净收益	1,957.13	2,926.41	3,883.98	1,266.56	-193.25
营业外净收支及其他收益	912.09	1,143.81	1,888.19	322.03	127.25
公允价值变动损益	1,041.04	-1,621.86	-614.16	255.67	64.01

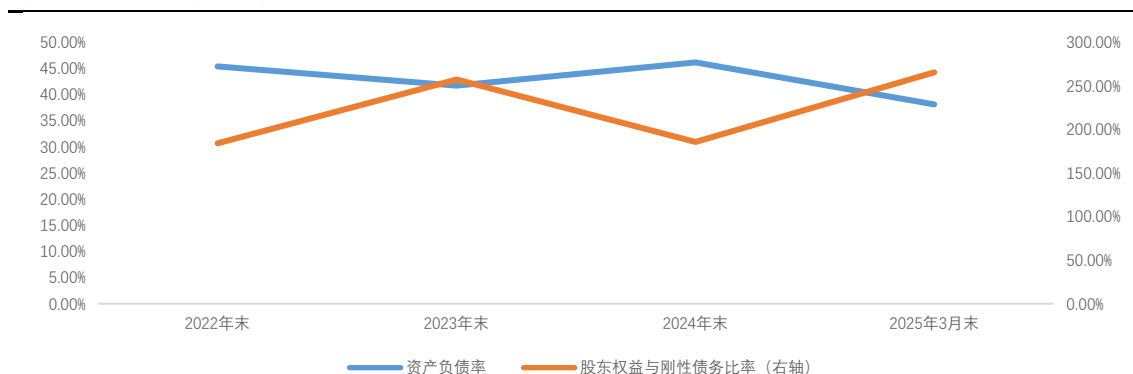
注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

3. 财务

跟踪期内，受客户账期延长及第四季度销售尚未回款影响，应收账款周转速度下降。公司财务杠杆维持较低水平，货币资金及理财产品规模较大，可为刚性债务的偿付提供保障。但部分理财产品为非保本型产品，关注理财产品投资风险。

（1）财务杠杆

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据荣泰健康所提供的数据整理、绘制。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司负债总额分别为 17.26 亿元和 12.78 亿元，较上年末分别增长 22.28%和减少 25.97%，变动主要因短期借款的波动所致。同期末资产负债率分别为 46.14%和 38.10%，较上年末分别增长 4.43 个百分点和下降 8.04 个百分点，负债经营程度呈持续下降态势。同期末公司权益资本对刚性债务的覆盖率分别为 185.47%和 265.42%，权益资本对刚性债务保障程度较高。

① 资产

图表 14. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	22.71	22.28	21.78	18.98
	66.32	65.81	58.20	56.57
其中：货币资金（亿元）	13.30	13.84	4.99	6.04
交易性金融资产（亿元）	0.53	0.15	5.70	1.67
应收账款（亿元）	0.95	1.53	2.04	1.59
存货（亿元）	2.05	1.45	1.52	1.43
其他流动资产（亿元）	3.80	4.33	6.77	6.21
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	11.53	11.57	15.64	14.57
	33.68	34.19	41.80	43.43

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
其中：其他非流动金融资产（亿元）	0.95	1.00	1.29	1.34
固定资产（亿元）	5.21	5.06	5.22	5.09
在建工程（亿元）	0.34	0.60	1.91	2.11
无形资产（亿元）	0.97	1.06	1.00	0.99
其他非流动资产（亿元）	2.64	1.77	4.06	3.43
期末全部受限资产账面金额（亿元）	—	0.07	0.19	—
受限资产账面金额/总资产（%）	—	0.20	0.50	—

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

2024 年末，该公司资产总额为 37.42 亿元，较上年末增长 10.55%，以流动资产为主。年末流动资产为 21.78 亿元，主要包括货币资金、应收账款、存货和其他流动资产。其中，货币资金为 4.99 亿元，较上年末减少 63.94%，主要系公司购买理财产品所致。年末货币资金包括可转债募集资金专户存储余额 0.14 亿元，受限货币资金 28.90 万元，为诉讼冻结款。交易性金融资产 5.70 亿元，较上年末增加 5.55 亿元，主要系公司增大对理财产品的投资。应收账款 2.04 亿元，较上年末增加 32.73%，主要由于对部分客户延长账期以及当年第四季度销售增加而货款尚未回笼所致，一般不超过半年；应收账款周转速度为 8.95 次/年，较上年下降 5.99 次；公司应收账款账龄以 3 个月内为主，占比 88.94%，1 年以内占比 93.61%；前五大应收对象合计占比为 56.68%；年末累计计提坏账减值准备 0.15 亿元。年末公司存货为 1.52 亿元，较上年末减少 4.82%，存货周转速度为 7.36 次，较上年上升 1.25 次，周转速度提升；年末存货主要包括原材料 0.35 亿元、库存商品 0.87 亿元、发出商品 0.20 亿元和委托加工物资 0.10 亿元，年末累计计提存货跌价准备 0.18 亿元，当年新增计提 0.02 亿元。其他流动资产 6.77 亿元，较上年末增长 56.42%，主要包括理财产品 6.31 亿元、应收保理款 0.17 亿元和待抵扣及待认证增值税进项税 0.18 亿元。2025 年 3 月末，公司流动资产为 18.98 亿元，较上年末下降 12.87%。其中交易性金融资产 1.67 亿元，较上年末下降 70.74%，主要由于部分理财产品到期赎回所致。

2024 年末，该公司非流动资产为 15.64 亿元，主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。年末固定资产 5.22 亿元，较上年末变化不大，主要为房屋建筑物和机器设备。其他非流动资产为 4.06 亿元，较上年末增加 2.29 亿元，主要由理财产品变动所致，年末其他非流动资产包括 3.92 亿元理财产品、0.01 亿元预付长期资产购置款（模具等采购预付款）和 0.13 亿元管理合伙人持股计划⁴。年末在建工程为 1.91 亿元，较上年末增加 1.30 亿元，系浙江湖州南浔荣泰按摩椅制造基地项目和荣泰器材新建工程项目的投入增加。年末其他非流动金融资产 1.34 亿元，系公司的私募基金投资，主要包括惠每健康（天津）投资管理合伙企业（有限合伙）、德州两仪幂方康健创业投资合伙企业（有限合伙）、厦门罗塞塔一号股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波甬元稳仲创业投资合伙企业等。2025 年 3 月末，公司非流动资产为 14.57 亿元，其中其他非流动资产为 3.43 亿元，较上年末下降 15.53%，主要为理财产品的赎回。其他权益工具投资 0.25 亿元，较上年末下降 69.95%，主要因公司出售部分浙江荣泰电工器材股份有限公司的股份。

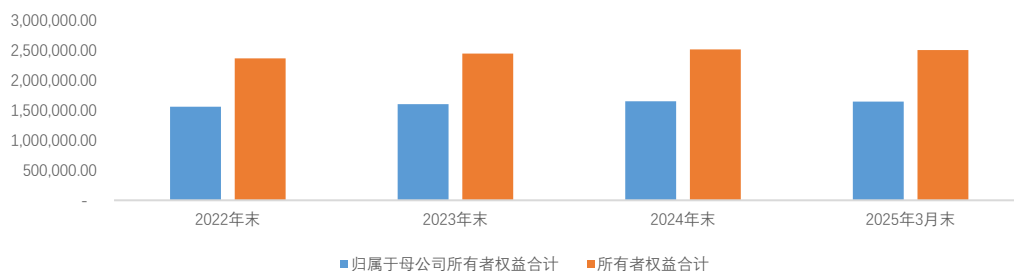
该公司通过购买理财产品提高闲置资金使用效率，取得一定收益。2024 年末，公司理财产品合计 16.27 亿元，分布于交易性金融资产 5.62 亿元，一年内到期的非流动资产 0.42 亿元，其他流动资产 6.31 亿元和其他非流动资产 3.92 亿元，主要包括大额存单、美元大额存单、定期存款、结构性存款等，利率范围为 2.30%-3.55%。其中非保本理财规模 5.62 亿元，主要投资于 R2（中低风险）债权类资产；保本理财规模 10.65 亿元，主要投资于定期存款、大额存单等。

截至 2025 年 3 月末，该公司无受限资产。

⁴ 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。

② 所有者权益

图表 15. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据荣泰健康所提供的数据整理、绘制。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 20.16 亿元和 20.76 亿元，分别较上年末增长 2.16%和 3.00%。2024 年公司向全体股东以资本公积每 10 股转增 3 股，共计转增 0.40 亿股，减少资本公积 0.40 亿元并相应增加股本。此外，公司对回购专用证券账户中的 199.55 万股股票进行注销，减少股本 199.55 万股，减少资本公积 0.58 亿元，减少库存股 0.60 亿元。2024 年末，公司所有者权益主要包括 1.77 亿元股本、5.73 亿元资本公积和 11.79 亿元未分配利润。公司未分配利润占比较高，2022-2024 年分别分红 0.95 亿元、0.68 亿元和 1.14 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。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司归属于母公司所有者权益分别为 20.14 亿元和 20.75 亿元，在合并所有者权益中的占比高。

③ 负债

图表 16. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	10.16	7.67	10.87	7.82
其中：短期刚性债务	4.13	1.41	4.40	1.28
中长期刚性债务	6.03	6.26	6.47	6.54
应付账款	3.21	3.92	4.26	3.11
合同负债	0.36	0.21	0.22	0.20
其他应付款	0.60	0.35	0.33	0.30
综合融资成本（年化，%） ⁵	3.55	3.44	2.79	-

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公局长短期债务比主要受短期借款金额变动影响而有所波动，2024 年末及 2025 年 3 月末，公局长短期债务比分别为 75.23%和 135.50%。

2024 年末，该公司流动负债 9.85 亿元，较上年末增长 47.80%，主要包括短期借款和应付账款，其中短期借款 4.27 亿元，均为信用借款，较上年末大幅增长，系公司自有资金投资于理财产品未到期，公司借入银行借款以应对生产经营过程中的资金需求所致。2024 年末，应付账款为 4.26 亿元，较上年末增加 8.63%，公司应付账款的形成主要因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，原材料采购主要使用先货后款的方式进行结算。年末合同负债为 0.22 亿元，主要为预收客户和经销商货款。其他应付款为 0.32 亿元，主要为押金保证金。2025 年 3 月末，公司流动负债为 5.43 亿元，较上年末下降 44.92%，主要系公司部分理财产品到期，归还短期借款，短期借款降至 1.19 亿元。

2024 年末，该公司非流动负债为 7.41 亿元，主要包括 6.47 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。同年末预计负债为 0.50 亿元，主要为 0.15 亿元产品质量保证和 0.31 亿元计提返利。2025 年 3 月末，公司非流动负债为 7.35 亿元，较

⁵ 综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/〔（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2〕。

上年末变化不大。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 10.87 亿元和 7.82 亿元，分别较上年末增长 41.63%和减少 28.02%，变动主要由短期借款的波动引起，同期末短期借款分别为 4.27 亿元和 1.19 亿元，均为信用借款，利率范围为 1.13%-2.27%。公司中长期刚性债务为“荣泰转债”，同期末分别为 6.47 亿元和 6.54 亿元，截至 2025 年 3 月末，公司可转债实际利率为 4.82%。

图表 17. 公司 2025 年 3 月末存续刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	1 年以内（含 1 年）	1~2 年（含 2 年）	合计
合并口径	1.28	6.54	7.82
母公司口径	1.27	6.54	7.82

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 18. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.37	3.44	1.68	-0.34	-1.50
其中：业务现金收支净额（亿元）	3.65	4.67	2.99	0.07	-1.04
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-2.25	1.21	-11.73	4.53	-0.88
其中：购建固定资产、无形资产及其他 长期资产支付的现金（亿元）	1.01	0.90	1.51	0.42	0.15
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	1.88	-4.26	1.21	-3.13	1.63
其中：现金利息支出（亿元）	0.09	0.05	0.14	0.01	0.02

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

2024 年，该公司经营活动产生的现金流量净额为 1.68 亿元，同比减少 51.16%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 15.99 亿元，由于销售额的降低及应收账款的增长而同比减少 16.12%。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。2025 年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额为-0.34 亿元，净流出同比减少，主要系公司收到部分 2024 年的销售回款以及当期采购支出减少。

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，投资活动现金流入主要为理财产品赎回，2024 年度 2025 年第一季度，投资活动产生的现金流净额分别为-11.73 亿元和 4.53 亿元。2024 年公司理财产品赎回产生的现金流入为 39.26 亿元，而在建项目投入及购买理财产品的现金流出规模大幅增加，分别为 1.51 亿元和 49.96 亿元，导致投资活动现金流呈净流出。2025 年第一季度公司收回理财产品较多，投资活动现金流呈净流入。

该公司主要通过借款融资，2024 年及 2025 年第一季度，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 1.21 亿元和-3.13 亿元。2024 年，公司借入短期借款增加，筹资性现金流呈净流入；2025 年第一季度，公司筹资活动现金流净额分别为-3.13 亿元，主要系公司归还银行借款。

② 偿债能力

图表 19. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA (亿元)	2.82	3.27	2.76
EBITDA/全部利息支出 (倍)	9.27	10.67	10.69
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.33	0.37	0.30

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

2024 年，该公司 EBITDA 为 2.76 亿元，同比减少 0.51 亿元，主要系利润总额减少所致。2024 年 EBITDA 对刚性债务的覆盖度为 0.30 倍，同比小幅下降；对利息支出的覆盖度为 10.69 倍。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率 (%)	255.08	334.18	221.05	349.67
现金比率 (%)	155.35	209.88	108.52	141.97

注：根据荣泰健康所提供数据整理、计算。

该公司资产中大部分为流动资产，因此流动比率处于较高水平。2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，公司流动比率分别为 255.08%、334.18%、221.05%和 349.67%，现金比率分别为 155.35%、209.88%、108.52%和 141.97%，公司整体资产流动性较好。

截至 2025 年 3 月末，该公司共获得授信 33.00 亿元，其中已使用授信 1.27 亿元，未使用授信 31.73 亿元，后续债务融资空间充足。

(2) ESG 因素

该公司实际控制人为林琪和林光荣，林珏、凯恩（苏州）私募基金管理有限公司—凯恩新动能私募证券投资基金、上海呈瑞投资管理有限公司—呈瑞荣鑫私募证券投资基金为实际控制人的一致行动人，跟踪期内实际控制人未发生变化。截至 2025 年 3 月末，实际控制人及其一致行动人所持公司股份比例为 55.84%，无质押。

跟踪期内该公司董事会、监事会和高管人员未发生变动。信息披露方面，跟踪期内该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错。社会责任方面，跟踪期内公司未发生重大安全生产事故。环境方面，跟踪期内公司未出现因环境问题受到重大行政处罚的情况。

(3) 表外事项

截至 2025 年 3 月末，该公司无对外担保。

未决诉讼方面，该公司于 2022 年 7 月 25 日收到陕西省西安市中级人民法院送达的《传票》、《起诉状》等法律文书。发美利稻田株式会社(简称“发美利”)以公司和公司全资子公司浙江荣泰健康电器有限公司制造、销售的按摩椅落入了其 ZL200880025038.7 号，名称为“椅子式按摩器”专利权保护范围，向陕西省西安市中级人民法院提起诉讼。发美利提出诉讼请求：公司停止侵权行为、赔偿经济损失 9900 万元及支付诉讼费用。2024 年 3 月 1 日，公司收到西安市中级人民法院民事判决书（(2022)陕 01 知民初 1310 号）。根据该判决书，公司应立即停止生产、销售、许诺销售侵害发美利第 ZL200880025038.7 号名称为“椅子式按摩器”发明专利权的产品及赔偿发美利经济损失及合理开支 510 万元。2025 年 3 月 26 日，国家知识产权局做出第 586510 号无效宣告请求审查决定，宣告发美利据以提起本案诉讼的涉诉专利权全部无效。公司已于 2024 年 3 月向最高人民法院提起上诉。2025 年 4 月 3 日，公司向最高人民法院递交申请，申请驳回发美利的起诉。截至本评级报告出具日，最高人民

法院尚未最终裁定，诉讼结果尚存在不确定性。

（4）其他因素

关联交易方面，2024 年该公司向关联方嘉兴甄源和苏州尚色发生原材料和加工费支出分别为 0.38 亿元和 0.29 亿元，向荣卿科技采购按摩器材 0.02 亿元；向有摩有样采购原材料 4.27 万元；向有摩有样和广东凯旋销售按摩器材 0.23 亿元，向嘉兴甄源销售原材料 3.63 万元。关联方往来款项方面，2024 年末公司对应收账款余额为 0.03 亿元；对嘉兴甄源、苏州尚色等应付款项（包括应付账款和其他应付款）合计 0.15 亿元。总体看，公司关联交易规模小。

根据该公司提供的 2025 年 5 月 13 日的《企业信用报告》，公司本部无债务违约记录。

5. 同业比较分析

新世纪评级选取奥佳华智能健康科技集团股份有限公司（简称“奥佳华”）为同业比较对象，主要基于奥佳华及该公司主业均为按摩器具制造业务，公司之间具有可比性。业务方面，二者是按摩椅制造销售的龙头企业，从 2024 年数据看，公司收入规模较小，营业周期较短，营业利润率较高，经营效率高。财务方面，公司资产负债率略高。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

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。

2. 偿债保障措施跟踪分析

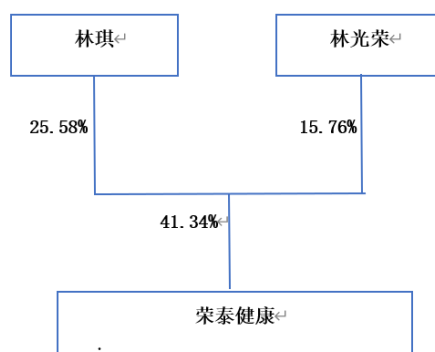
2022-2024 年该公司 EBITDA/利息支出分别为 9.27 倍、10.67 倍和 10.69 倍，对债务利息的保障能力较强；EBITDA/刚性债务分别为 0.33 倍、0.37 倍和 0.30 倍，2024 年 EBITDA 对刚性债务的保障能力下降。公司 2025 年 3 月末货币资金为 6.04 亿元，均未受限，短期刚性债务现金覆盖率为 602.74%。同时公司持有较大规模理财产品，现金及理财产品可为债务偿付提供较好保障。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定荣泰健康主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，荣泰转债信用等级为 AA⁻。

附录一：

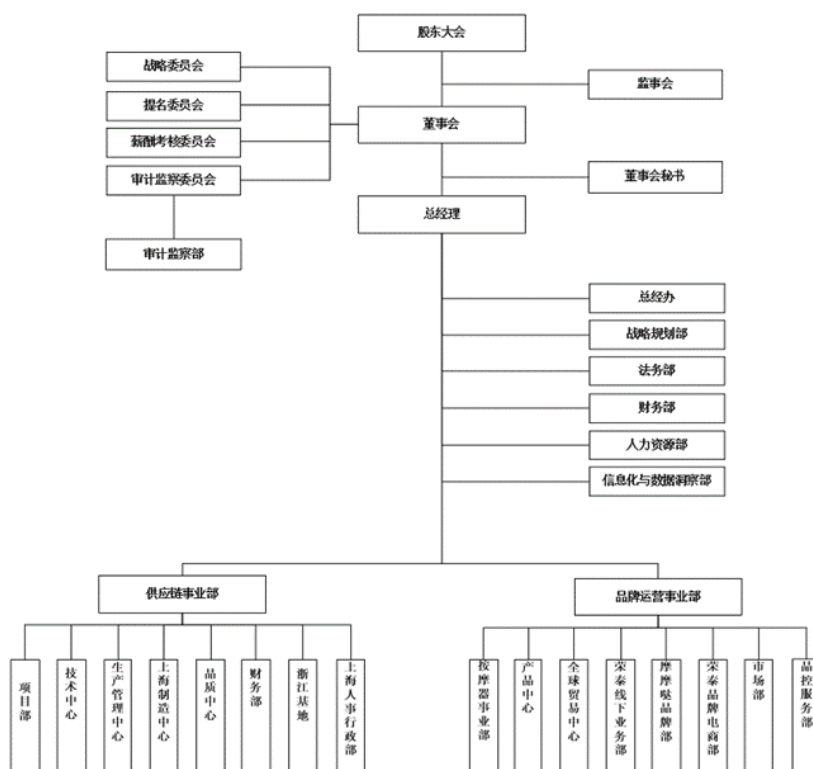
公司与实际控制人关系图



注：根据荣泰健康提供的资料整理绘制（截至2025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整理绘制（截至2025年3月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2024 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	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	本级/母公司	—	按摩器具生产经营	9.04	16.04	13.08	1.00	1.26	母公司口径
浙江荣泰健康电器有限公司	浙江荣泰	核心子公司	100.00	按摩器具生产经营（湖州南浔生产基地）	-	5.63	3.89	0.35	1.94	

注：根据荣泰健康 2024 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务一：按摩器具业务 归属行业：家用电器

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2024 年度经营数据							2024 年末财务数据/指标				
		营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营活动产生 的现金流量净 额（亿元）	营业利润率 （%）	销售毛利率 （%）	营业周期 （天）	总资产报酬率 （%）	权益资本与刚性 债务比率 （%）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/全部利 息支出 （倍）	EBITDA/刚性债 务 （倍）
奥佳华智能健康科技集团股份有 限公司	AA-/负面	48.33	0.73	1.30	1.69	36.04	166.02	1.77	274.56	41.08	4.33	9.33	0.24
发行人	AA-/稳定	15.97	1.92	1.68	13.18	31.68	90.40	6.06	185.47	46.14	2.76	10.69	0.30

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	34.24	33.85	37.42	33.54
货币资金 [亿元]	13.30	13.84	4.99	6.04
刚性债务[亿元]	10.16	7.67	10.87	7.82
所有者权益 [亿元]	18.70	19.73	20.16	20.76
营业收入[亿元]	20.05	18.55	15.97	3.95
净利润 [亿元]	1.65	2.03	1.92	0.44
EBITDA[亿元]	2.82	3.27	2.76	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.37	3.44	1.68	-0.34
投资性现金净流入量[亿元]	-2.25	1.21	-11.73	4.53
资产负债率[%]	45.38	41.71	46.14	38.10
权益资本与刚性债务比率[%]	184.02	257.13	185.47	265.42
流动比率[%]	255.08	334.18	221.05	349.67
现金比率[%]	155.35	209.88	108.52	141.97
利息保障倍数[倍]	6.85	8.40	8.35	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	81.70	74.22	90.40	—
毛利率[%]	26.52	30.82	31.68	32.54
营业利润率[%]	9.30	12.72	13.18	13.48
总资产报酬率[%]	6.21	7.57	6.06	—
净资产收益率[%]	9.03	10.58	9.62	—
净资产收益率*[%]	9.02	10.57	9.64	—
营业收入现金率[%]	110.80	102.75	100.12	106.50
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.88	44.23	20.36	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.77	31.38	-64.01	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.27	10.67	10.69	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.37	0.30	—

注：表中数据依据荣泰健康经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据财务数据整理、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]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

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 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

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	2020 年 4 月 29 日	AA+/稳定	李一、王科柯	新世纪评级方法总论（2012） 家用电器行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（家用电器）MX-GS023（2019 8）	报告链接
	前次评级	2024 年 6 月 14 日	AA+/稳定	黄梦蛟、翁斯喆	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（家用电器）FM-GS023（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 23 日	AA+/稳定	黄梦蛟、翁斯喆	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（家用电器）FM-GS023（2022.12）	-
	历史首次评级	2020 年 4 月 29 日	AA+	李一、王科柯	新世纪评级方法总论（2012） 家用电器行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（家用电器）MX-GS023（2019 8）	报告链接
债项评级	前次评级	2024 年 6 月 14 日	AA+	黄梦蛟、翁斯喆	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（家用电器）FM-GS023（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 23 日	AA+	黄梦蛟、翁斯喆	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（家用电器）FM-GS023（2022.12）	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。