

按摩椅行业深度报告

——老龄化与消费升级后时代到来，按摩椅内销崛起

报告要点：

老龄化与消费升级后时代到来，按摩椅内销崛起

十年后，第一批 70 后将逐步步入 60 岁的老年人行列，70 后在经济周期红利中完成了房产和经济实力的积累，是 60 到 90 四代人中目前最富有的一代人，60 后的钱包都在替 80、90 的房子买单；在当下低收入高房价现状下，消费升级将迎来消费分化的消费后时代，老人越来越富，年轻人越来越穷，按摩椅作为老龄化时代的具备代表性消费品之一，将迎来最具购买力得一批消费者，内销崛起。

中医理论支撑与购买力提升是按摩椅需求成长的基础。

按摩椅起源于中医的经络理论，但目前普及率最高的却不是中国，而是日、韩等亚洲经济发达的汉文化地区，说明技术成和购买力水平可是影响按摩椅普及的主要因素。共享按摩椅拓宽了按摩椅的消费群体，一些迎合 80/90 后的入门级按摩椅线上销量增速惊人，产品体系多元化与购买力提升是国内按摩椅需求增长的引擎。

共享按摩椅将成为按摩椅国内崛起的重要催化剂

共享按摩椅铺天盖地的出现给按摩椅得内销提供了强大的广告宣传作用，2017 年国内按摩椅的销售出现井喷式的增长就是一个很好的佐证；共享按摩椅极大的拓宽了按摩椅的消费人群，培养了年轻人的按摩椅消费习惯，打通了体验服务到购买消费的转化途径。同时也为按摩椅的经营提供了新的商业模式。

投资建议

荣泰健康是国内最早做品牌按摩椅的行业龙头，公司近几年分享按摩椅行业的快速增长，同时切入共享按摩运营，我们预计公司 2018/2019/2020 年将实现 EPS1.82/2.6/3.51 元，对应未来三年动态 PE 分别为 23/16/12 倍，维持买入评级；奥佳华连续多年占据按摩器具出口市场份额第一的地位，通过海外并购，品牌与渠道的营销，进一步做大做强国内市场，我们预计奥佳华 2018/2019/2020 年将实现 EPS0.81/1.09/1.51 元，对应未来三年动态 PE 分别为 31/20/16 倍，给予“买入”评级

风险提示

行业进入者增多，价格战打乱行业正常发展进程；共享按摩椅增速放缓；

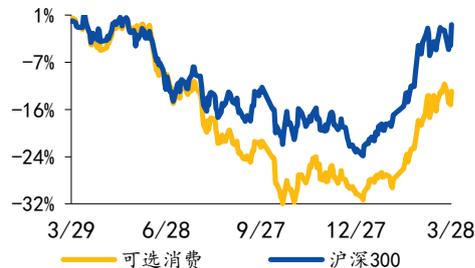
附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603579	荣泰健康	买入	41.12	5756.80	1.82	2.6	3.51	23	16	12
002614	奥佳华	买入	21.01	11796.84	0.81	1.09	1.51	31	20	16

资料来源：Wind，国元证券研究所

推荐|首次

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 邹翠利
执业证书编号 S0020511030012
电话 021-51097188-1922
邮箱 zoucuili@gzq.com.cn

目 录

1. 全球按摩器具高增长，国内按摩椅快速崛起.....	5
1.1 全球高增速，出口平稳、内销潜力大.....	5
1.2 低渗透率产品，市场空间大.....	6
1.3 ODM 过程完成技术积累，加强品牌建设发力国内市场.....	8
1.4 老龄化拉动按摩椅消费，亚健康让消费者年轻化.....	12
1.5 住房面积并非影响按摩椅消费的主要因素，购买力才是.....	14
2. 按摩椅市场规模测算.....	15
2.1 外销按摩椅市场规模测算：2020 年突破百亿元.....	15
2.2 内销按摩椅的市场规模测算：受益购买力提升与老龄化双重因素.....	16
2.3 共享按摩椅市场空间的测算.....	19
3. 主要推荐上市公司.....	23
3.1 主要上市公司经营情况.....	23
3.2 荣泰健康：行业龙头，受益行业高速发展.....	25
3.3 奥佳华：ODM+自主品牌双轮驱动，多品牌布局分享全球按摩器具高速增长.....	30

图表目录

图 1：按摩器具全球的市场规模（单位：亿元）.....	5
图 2：中国按摩器具全球的出口格局.....	6
图 3：不同地区按摩椅的市场渗透率.....	6
图 4：不同地区洗碗机的渗透率.....	7
图 5：2010-2017 年中国豪车渗透率稳步提升.....	8
图 6：按摩椅的销售渠道.....	10
图 7：全国零售连锁门店数量.....	10
图 8：按摩椅的市场格局.....	12
图 9：中国已经加速进入老龄化社会（60 岁老人占总人口的比重，单位：%）.....	13
图 10：不同岗位亚健康人群占比.....	14
图 11：主要国家人均住房面积情况（单位：平方米）.....	14
图 12：按摩器具中各产品占比（按金额）.....	16
图 13：老龄化人口占比快速增加（单位：%）.....	18
图 14：共享按摩服务与共享按摩椅.....	19
图 15：共享按摩服务的盈利模式.....	20
图 16：三家上市公司的毛利率情况(单位：%).....	25
图 17：三家上市公司的净利率情况(单位：%).....	25
图 18：荣泰健康的主营业务概览（2017 年年报数据）.....	26
图 19：渠道全面开花.....	26

图 20: 摩摩哒的投放场所和覆盖范围	27
图 21: 公司最新款按摩椅: 御手温感大师椅	30
图 22: 公司全球销售网路.....	31
图 23: 加大品牌推广, 赞助高流量综艺.....	31
图 24: 产品+品牌助力全球化运营.....	32
表 1 : 荣泰的产品迭代	9
表 2 : 上市公司的品牌营销方式.....	10
表 3 : 世界各国老龄化排名前十的国家.....	12
表 4 : 主要地区人均国民收入情况 (2017, 单位: 美元)	15
表 5 : 按摩椅外销市场规模测算 (单位: 亿元)	16
表 6 : 中国的按月均可支配收入划分的消费阶层。.....	17
表 7 : 我们假设每天按摩椅的单价为 20000 元/台, 上层中产阶层富裕人群老人家庭使用按摩椅 5%、10%、15%来测算市场空间	18
表 8 : 主要共享按摩服务企业的融资情况	20
表 9 : 共享按摩椅的收费情况.....	21
表 10 : 共享按摩椅的市场空间测算	22
表 11 : 三家上市公司的主营业务结构.....	23
表 12: 公司股权激励的行权条件.....	28
表 13 : 公司的增持及股份回购情况	28
表 14 : 荣泰健康与盈利预测有关的假设表 (单位:百万元)	29
表 15 : 荣泰健康盈利预测主要财务指标.....	29
表 16 : 奥佳华与盈利预测有关的假设 (单位: 百万元)	33
表 17 : 奥佳华盈利预测主要财务指标.....	33

主要核心观点:

市场认为,按摩椅是老年人专属的养生家电产品,目前在国内的需求主要是老年人群体,按摩椅的需求随着消费习惯养成而快速普及。我们认可上述观点,但我们认为,按摩椅需求的提升不仅仅是消费习惯的养成,还有年轻人的按摩需求替代。根据美团大众点评研究院发布的《中国健康养生大数据报告》,中国健康养生市场规模2015年已经超过万亿元,市场不仅巨大且增长快速,其中足疗按摩服务占比44%,按摩需求一直存在。按摩椅经历了技术的不断迭代,导轨从传统的H型到最新的柔性导轨,机芯已经发展为4D,按摩椅的功能也从最开始的几种进化到30多种,同时搭载AI、物联网等技术,不断提高按摩的舒适度和准确度,丰富按摩服务的娱乐性。按摩椅技术迭代最终接近或者替代传统的人工按摩,形成较强的产业替代趋势。

国内按摩椅需求近两年保持快速增长,行业的快速发展并非偶然因素,购买力提升、人口老龄化等多重因素的叠加下,国内按摩椅的崛起是未来十年的行业的发展趋势,而非共享按摩椅的短期催化。中国是按摩椅的产能大国,国内的按摩椅企业从ODM起家,经历技术和产业链积累,逐渐发力国内市场,满足日益增长的国内按摩椅需求提升。A股三家涉及按摩椅业务的上市公司中,融捷健康按摩椅业务2017年主营业务收入已经超过远红外桑拿房,成为公司第一大主营业务。根据最新的调研纪要,A股按摩器具行业龙头奥佳华,2018年按摩椅的销售收入超过20亿元,已经成为公司的第一大主营业务,三家公司按摩椅收入都在快速增长,超于其他的主营业务产品。两家公司营收结构的变化是产品需求快速崛起的佐证。

共享按摩的出现,助力国内按摩服务需求的养成,拓宽了按摩椅企业的商业模式以及按摩椅的消费人群。但低门槛竞争让高流量场所租金不断上升,运营者的利润不断被蚕食。经历2018年资本寒潮,行业面临资本潮水退去后的洗牌,有望重新回归良性发展轨道,产业集中度进一步提高。我们认为,共享按摩服务的价值应该被市场重新认可,

根据《2018年中国家电行业报告》数据,彩电2018年销售同比下滑10%左右,厨卫以及三大白电1%-5%的微幅增长,但吸尘器2018年同比增长达45.6%。成熟家电产品基本见顶,但新兴品类增速喜人,家电产品的发展趋势正在向着“大美舒智健”的方向发展。按摩椅在国内目前就是处于成长期的“大美舒智健”家电产品代表,本篇报告测算了按摩椅未来几年的出口与内销的规模、共享按摩椅的规模,并分析了国内按摩椅行业崛起的推动因素之后,我们认为,按摩椅行业在国内将迎来快速发展的十年。

1. 全球按摩器具高增长，国内按摩椅快速崛起

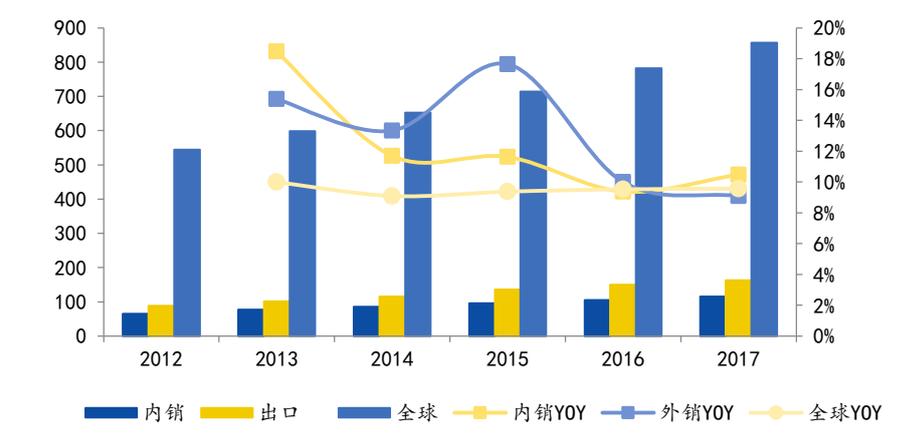
按摩器具在老年人群中具备较强的需求。按摩器具包括，按摩椅、头、脚、眼等局部按摩小电等。按摩器具用于缓解人体由于长时间劳动、伏案、甚至日积月累引起的身体不适的亚健康调理，通过经络按摩缓解肌肉疼痛、精神疲劳等症状，从按摩椅普及率较高的地区来看，按摩椅的消费人群主要是老年人，一方面，因为老年人有相对更多的时间；另一方面，随着年纪的增长，新陈代谢放慢后，容易出现腰酸背痛等不适的亚健康症状，老年人的按摩需求明显。

全球老龄化与国内购买力的提升下，按摩器具全球需求提升，国内快速崛起。按摩器具起源于中医的经络理论，在具有深厚汉文化根基的亚洲国家比较受欢迎，我国出口美日韩三国的按摩器具出口额占到我国总体按摩器具出口的50%左右，近几年在美国等欧洲发达国家的需求也在快速上升。全球发达国家都在逐步步入老龄化社会，按摩器具全球的需求潜力依然较大，两位数的高增长未来几年仍可预期。受益于人均可支配收入提升、共享按摩椅的消费教育，国内按摩椅需求自2017年以来需求快速增长。国内按摩椅需求提升的趋势已经形成，渗透率快速提升下，内销快速崛起。

1.1 全球高增速，出口平稳、内销潜力大

按摩器具全球、外销、内销均保持高增长。全球按摩器具市场规模冲刺千亿元大关，保持年均10%的两位增长。出口规模略高于内销，突破百亿元规模，内销与出口保持高于全球的高增速，2016年后三者增速趋同。从规模来看，内销与出口的规模约占全球市场的30%。全球按摩器具保持高速增长，按摩椅作为按摩器具中占比最大的产品，无论是在出口还是内销方面均保持高于行业增速。根据中国产业信息网数据，预计按摩椅的2018年市场规模60亿元左右，内销增速正在超越出口和全球增速，潜力巨大。

图1：按摩器具全球的市场规模（单位：亿元）

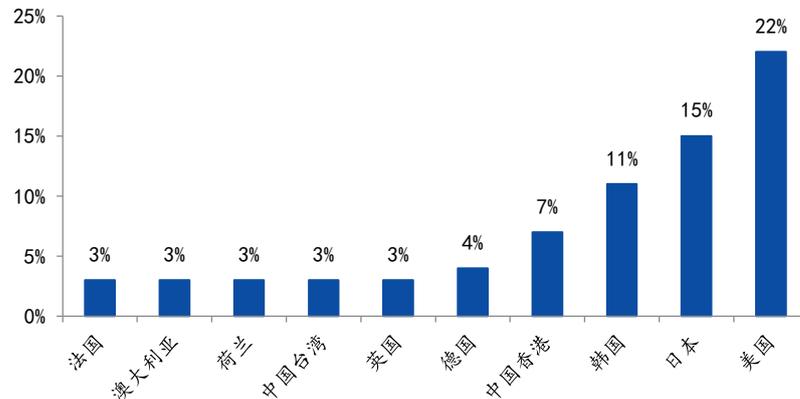


数据来源：中商产业研究院 国元证券研究中心 说明：出口和全球汇率按6.8计算

美国是国内按摩椅出口的潜力市场。我国是全球按摩器具的研发与制造中心，是全球最大的按摩器具出口国，整体技术实力稳步提升。同时，我国也是全球按摩保

健产品市场需求增长最快的地区之一。从出口大的格局来看，按摩器具出口额占比最大的是美国，其次是韩国和日本。美国的出口目前主要以小电为主，按摩椅的出口较少，随着产品技术的更迭，按摩舒适度不断提升，以及按摩小电产品的消费教育，美国有望也成为按摩椅出口的潜力的市场。

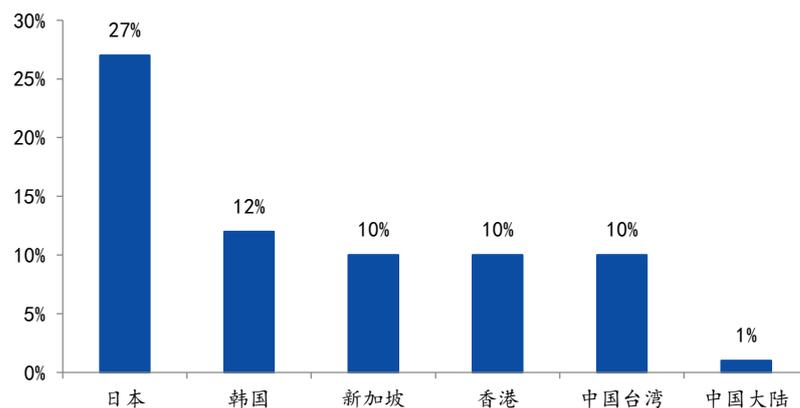
图 2：中国按摩器具全球的出口格局



数据来源：中商产业研究院 国元证券研究中心

按摩椅具备轻奢消费品属性，渗透率提升依赖多重因素的叠加刺激。按摩椅单价高，占地面积大，具备一定的奢侈品属性的家电产品，因此，渗透率一直偏低。即使在渗透率最高的日本也只有 27%。按摩椅在主要渗透率高的区域市场渗透率普遍达到 10%左右，中国大陆按摩椅的目前渗透率 1%左右，与其他高渗透率的国家相比，我们认为，购买力、技术、消费习惯养成是制约国内按摩椅需求提升的主要因素，近几年国内按摩椅出现快速发展的态势得益于各项影响因素的改善。

图 3：不同地区按摩椅的市场渗透率



数据来源：中商产业信息网 国元证券研究中心

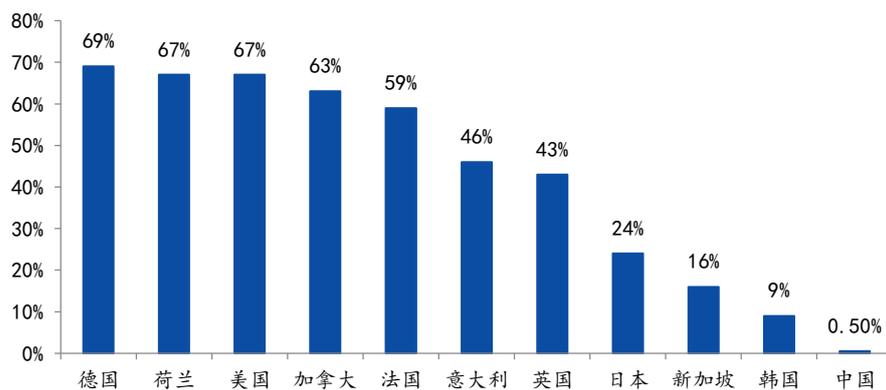
1.2 低渗透率产品，市场空间大

家电消费由功能性向“大美舒智健”方向转变，按摩椅是一个代表品种之一。近

十年来，随着中国经济得快速发展，居民可支配收入稳步提升下，消费升级的趋势在家电的消费上得到了很好的验证，从象征富裕的电视机需求的快速提升，到基础三大白电的普及率从城镇到农村的不断渗透，家电产业收益消费升级趋势下，家电保有量的快速提升。根据国家统计局的数据，电视、空调的每百户保有量已经远远超过 100，除了农村空调的每百户保有量在 50 左右，其他家电无论城镇还是农村的保有量都已经接近 100。基础白电的普及造就了行业千亿级的销售企业，随着消费升级的进一步发展，黑电以及三大白电的渗透率基本见顶，中国的家电产品消费，将从基础性向高端化的方向发展，从功能型家电向智能化，而按摩椅就是具有智能化、高端化、且满足新需求的消费升级趋势主导下的代表消费品之一。

国内洗碗机的渗透率提升与按摩椅有着相似的发展过程。小家电里的洗碗机一样渗透率低，洗碗机在发达国家的渗透率 60% 以上，国内渗透率低，一方面由于烹饪习惯的原因，中国人重油的饮食习惯使得油污的洗净程度相比发达国家偏低，洗碗机的洗干净程度直接决定了国内洗碗机的市场空间，洗碗机属于产品主导市场型产品。从属性上说，洗碗机和按摩椅都是人们追求生活品质的消费家电产品。近几年，随着水槽洗碗机等更适合厨房空间的产品的推出、针对油污洗净度技术的提升，洗碗机的普及率将稳步上升。

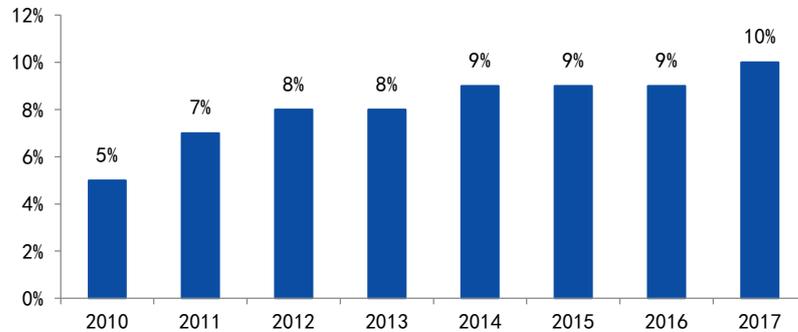
图 4：不同地区洗碗机的渗透率



数据来源：中商产业信息网 国元证券研究中心

豪车的渗透率从一定程度上反应了具备按摩椅购买力的人群并不少。当下，汽车对于家庭来说已经不具备奢侈品的属性，但豪华轿车仍然具备奢侈品的属性。一台按摩椅的价格是一个家庭沙发价格的两三倍，具备一定的奢侈品属性，两者均为家庭耐用消费品，豪车的单价远高于按摩椅，国内豪车的渗透率近七年提升了一倍，他们均是消费升级的受益者。因此，我们认为，按摩椅未来的渗透率提升空间可以豪车为借鉴。对于家庭消费来说，具备一定的奢侈品属性，但从豪车的渗透率来看，买豪车的群体都具备了购买按摩椅的潜力。从购买力角度潜在消费者存在一定重叠性。

图 5：2010-2017 年中国豪车渗透率稳步提升



数据来源：中商产业研究院 国元证券研究中心

类比洗碗机和豪车的渗透率提升过程，按摩椅渗透率提升因素在改善和空间也很大。中国洗碗机的渗透率与按摩椅最接近，但发达国家的渗透率远高于中国，洗碗机与按摩椅一样，都属于低渗透率的家电产品，随着产品技术的提升渗透率会有很好的提升，近两年国内洗碗机和按摩椅的增速都呈现爆发式增长。从消费动机来看，房子虽然比车贵，但房子满足的是人的第一需求，而非满足效用的支出。而豪车与按摩椅有着相似的消费效用，即具备一定消费能力后提升，为改善生活条件的轻奢消费支出，豪车的满足的效用比较大，所以渗透率目前比较高，按摩椅的消费效用正在不断被挖掘，未来渗透率提升空间也是数倍于现在的规模。

1.3 ODM 过程完成技术积累，加强品牌建设发力国内市场

国内按摩椅企业通过 ODM 完成了按摩椅技术和产业布局。日本和韩国的按摩椅普及速度快速上升的过程都是本土设计/运营+中国制造的运营模式。国内企业通过 OEM、ODM 代工承接国际订单的形式为海外品牌制造产品发展至今，我国早已成为全球按摩器具的制造中心，出口到 191 个国家和地区，基本覆盖全球角落。中国在承接产业转移的过程中，积累了更多的按摩椅生产技术，以及产业连布局，为拓展国内市场打下了坚实的基础。

按摩椅导轨技术的演进已经到了柔性轨道的时代。荣泰按照按摩椅导轨的形状将按摩椅划分为四类，即 H-Z-S-L 四代产品，导轨的进化不断提高按摩椅的舒适度。随着消费者对按摩椅的按摩精准度要求越来越高，L 型导轨在实际应用中，如随机拉伸等功能上已经不能完全满足消费者需求，荣泰通过研发，推出“可打开”的第三代导轨技术——柔性导轨技术，并在导轨上搭载两个 3D 深层筋膜按摩机芯，配和双向伸缩小腿，按摩角度更多，按摩行程更长，拉伸角度更大，拉伸角度更好。

表 1：荣泰的产品迭代

发展期间	主要产品型号及功能介绍
2006 年前	H 系列直形导轨按摩椅，实现了基本背部按摩功能；推出以 Q 系列为代表的便携式按摩器。
2006 年至 2010 年	Z 系列直形导轨按摩椅，逐步增加了手臂按摩、电动伸缩小腿等功能；推出腿足按摩器类按摩小电器。
2010 年至 2012 年	83 系列 S 形导轨按摩椅，产品逐步由直形导轨向 S 形导轨转变，能实现包括头部、颈部、肩部、背部、腿部的全身按摩功能，采用靠背一体成型设计，颈部按摩舒适度明显改善，代表型号：RT8302，RT8301 等；推出按摩垫及塑身按摩器产品。
2012 年 2019	86 系列及 69 系列 L 形导轨按摩椅，与 S 形导轨产品相比，采用一体冲压成型工艺，机芯可行走到坐垫部位，颈部、腰部、坐垫部位按摩舒适度得到明显改善。产品多媒体功能升级换代，逐步从 OTG Mp3 音乐播放转为蓝牙播放、控制；控制器从 LED 液晶转变为 TFT 液晶为主；同步推出手机及平板电脑端的 App 应用控制，代表型号：RT8600，RT6900 等。
2019 年	随着消费者对按摩椅的按摩精准度要求越来越高，L 型导轨在实际应用中，如随机拉伸等功能上已经不能完全满足消费者需求，荣泰通过研发，推出“可打开”的第三代导轨技术——柔性导轨技术，并在导轨上搭载两个 3D 深层筋膜按摩机芯，配和双向伸缩小腿，按摩角度更多，按摩行程更长，拉伸角度更大，拉伸角度更好，代表型号：RT8620，RT8900 等。

资料来源：荣泰健康招股说明书 公开资料整理 国元证券研究中心

当下热门的科技都可以搭载在按摩椅的应用，按摩椅成为真正更智能化的家电产品。 奥佳华则按照机芯将产品分为 2D-3D-4D 的六代产品，同时加载物联网、AI、VR 等技术手段，实现按摩机芯手温化，酸痛智能检测的功能，以及更加丰富的按摩体验，让产品变得更加智能化，人性化，全方位满足按摩需求。未来按摩椅可以升级的空间还很大，比如，每次按摩程序的记录，和客户进行互动，让客户的体验更好，形成健康数据的采集。加强数据的运用，或许可以提供更多的服务。

加大品牌建设和运营，分享国内需求盛宴。 通过外销积累后转战国内市场的企业中荣泰与奥佳华就是这批转型的最好代表，两家公司先后在 A 股上市，通过请大牌代言人，在机场、高铁站、大型商场等高流量场所打广告等方式，树立品牌形象，《欢乐颂》等精品电视剧中也能看到按摩椅的植入广告。荣泰健康在国内一直通过直销+体验式营销的方式推广品牌，奥佳华上市后通过海外并购收购奥佳华品牌，并通过变更上市公司名称，赞助高流量综艺等方式大力推广中国奥佳华品牌。在完成技术、产业链、品牌的布局后，国内按摩椅市场 2017 年在共享按摩椅的推波助澜下，实现了快速的发展，从主要上市公司近两年的经营情况来看，按摩椅的内销都出现了井喷式增长，品牌知名度提升的效果逐步显现。

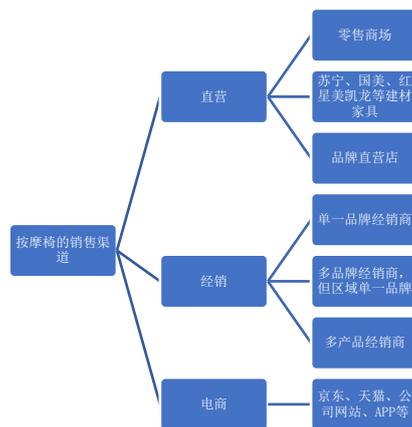
表 2：上市公司的品牌营销方式

代言人	赞助综艺	入住活动
荣泰健康 黄晓明、林志玲	梦想改造家	摩摩哒按摩椅遍布各大影院、机场、火车站
奥佳华 张东健、陈奕迅	真声音、中国好声音	金砖国家领导人会晤、进博会、ATP1000 网球大师赛

资料来源：公开资料 国元证券研究中心

按摩椅销售渠道全面开花。 作为消费品，渠道的铺设至关重要，从按摩椅上市公司的收入规模来看，渠道的铺设必须兼具规模的增长，但各个渠道的深入必不可少，销售渠道从直营到经销，以及电商渠道已经全面开花。按摩椅既具备家居建材的属性，又具有消费家电的属性，因此，其渠道的铺设的渗透范围比较广，客流量大高端的零售商场，可以大大提升品牌知名度，红星美凯龙等家居建材城又有潜在的按摩椅消费者。目前按摩椅的销售渠道中，直销主要事为了提升品牌影响力和消费者教育，在销售模式中占比较少，大部分通过经销商和电商渠道销售。

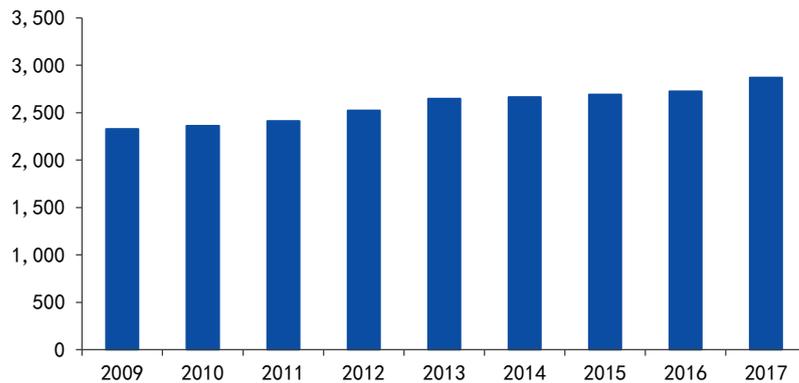
图 6：按摩椅的销售渠道



数据来源：公司公开资料 国元证券研究中心

电商需求不同给按摩椅的多元化体系建设提供了思路。 提供了随着消费习惯的改变，消费品在电商渠道地位已经不容小觑，京东、天猫、亚马逊、品牌商自己的网上商城以及 APP，线上渠道也全面铺开。公开的数据显示，线上按摩椅的销售主要以 5000-6000 的入门级按摩椅为主，线上消费者主要是年轻人，这也给本来价格高冷的按摩椅产品提供了多元化产品体系的机遇，从各大电商网站按摩椅的搜索来看，5000 元左右的按摩椅产品最多，按摩椅的消费人群也从老年人拓宽到年轻人，按摩椅不再是老年人的专属消费品。线上按摩椅的价格体系极大的拓宽了按摩椅的产品体系，未来线上低价按摩椅市场的规模会是一个新的增长点。

图 7：全国零售连锁门店数量

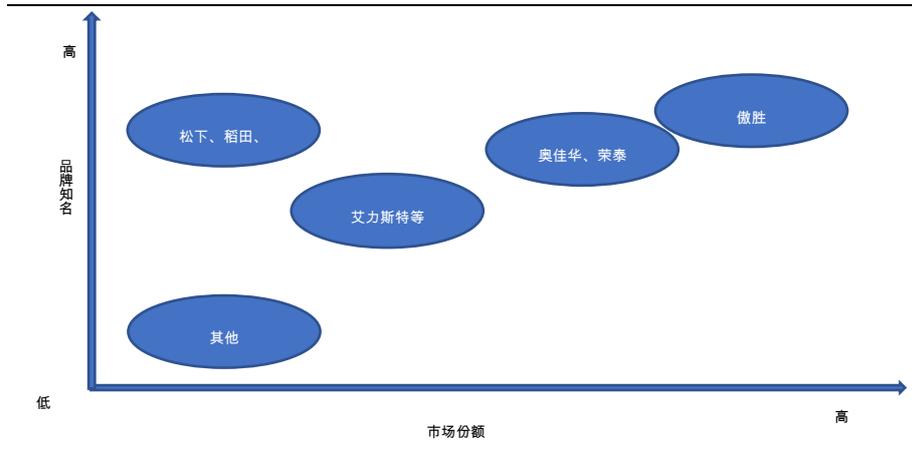


数据来源：WIND 国元证券研究中心

按摩椅渠道下沉空间还很大，但现阶段提高单店效率对收入的拉动作用更大。按摩椅未来渗透率的提升主要依靠渠道的不断下沉，以及单店效率的提高，从现阶段的情况来看，新增门店的销售情况与提升已有门店效率相比，后者对销售收入的拉动作用更明显，当消费习惯不成熟盲目扩张渠道只会带来成本的上升，所以，按摩椅渠道下沉是一个需要效率和下沉兼顾的过程。当消费者认知和购买力达到一定水平后，商场、家居、等几乎所有的零售门店都可以完成按摩椅的渠道下沉。根据国家统计局数据，全国零售连锁门店的接近 3000 家，以荣泰健康为例，2017 年全国 1400 家门店，渗透率一半左右。目前每年重开与新开门店数量保持每年 200 家左右，未来也会保持这个速度，而不是盲目扩张。渠道下沉形成更好的品牌效应，品牌效应的提升拉动单店效率的提升，两者相辅相成。

国内按摩椅企业的市场竞争力全球排名不低。在按摩椅市场中，傲胜（OSIM）从市场份额或品牌知名度均占据国内市场的领先地位；荣泰和奥佳华（OGAWA）（原蒙发利）位于第二梯队；日资品牌尽管生产量较大，但产品主要出口至其本国市场，在中国市场占有率不高；其他品牌如豪中豪的艾力斯特（iRest）等也拥有一定的市场知名度；在低端市场，品牌差异化程度不高，各家市占率和知名度较低。傲胜由于业务调整，近两年在国内的销售下滑较快，荣泰和奥佳华在国内的市场份额呈加速上升的态势，荣泰与奥佳华加大品牌推广和渠道下沉，逐渐成为国内按摩椅市场的领军者，

图 8：按摩椅的市场格局



数据来源：中商情报网 国元证券研究中心

1.4 老龄化拉动按摩椅消费，亚健康让消费者年轻化

全球老龄化趋势加速或许是按摩器具需求高增长的主要因素之一。按照联合国标准是 65 岁老人占总人口的 7%，即该地区视为进入老龄化社会。依照该标准，现在已经有 91 个国家进入了老龄化社会，世界的老龄化问题都非常严重。世界老龄化问题最严重的地区是日本，其次是欧洲的一些国家，而这些国家普遍都已经是发达国家。我们认为，全球按摩器具的高速增长与全球老龄化趋势加速有着一定的关系，在文化认同、消费者教育到位后，在发达国家高购买力的支撑下，按摩器具的全球拓展的市场空间仍很大。全球按摩器具 10% 的增速在家电品类里是比较高的增速。

表 3：世界各国老龄化排名前十的国家

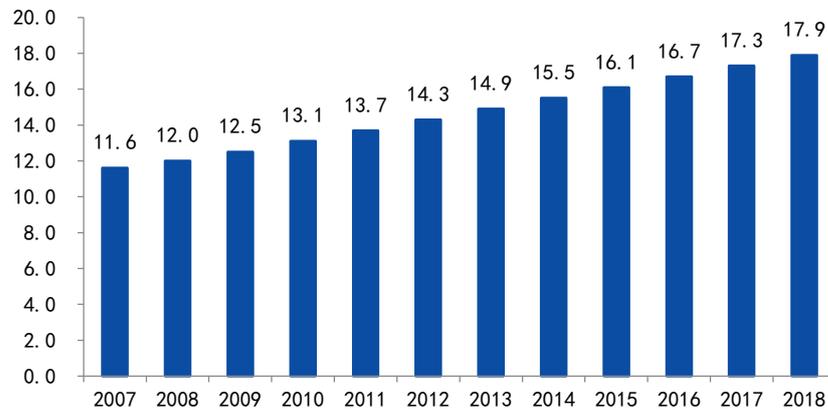
排名	地区	人口（千）	60 岁以上比例	65 岁以上比例
1	日本	127974.958	32.79%	26.02%
2	意大利	59504.212	28.59%	22.36%
3	德国	81707.789	27.35%	21.12%
4	保加利亚	7177.396	27.08%	20.08%
5	芬兰	5481.966	27.07%	20.26%
6	葡萄牙	10418.473	27.00%	20.74%
7	克罗地亚	4236.016	25.84%	18.88%
8	希腊	11217.8	25.72%	19.95%
9	拉脱维亚	1992.663	25.41%	19.28%
10	瑞典	9763.565	25.21%	19.60%

资料来源：地理网 国元证券研究中心

老龄化使得国内按摩椅的潜在消费人群不断增加。按照联合国的标准，中国大约在 2005 年左右就已经进入了老龄化社会，之后 60 岁以上老人的比重在逐年快速增加，中国已经在加速进入老龄化社会。中国相比目前老龄化较高的日本和一些欧洲

国家，仍没进入发达国家的行列，未富先老是中国老龄化社会的独有特色。再加上中国当下居高不下的房价，消费从一定程度都受到房产支出的抑制，但养老产业在老龄化社会是符合社会需求的消费产业。

图 9：中国已经加速进入老龄化社会（60 岁老人占总人口的比重，单位：%）

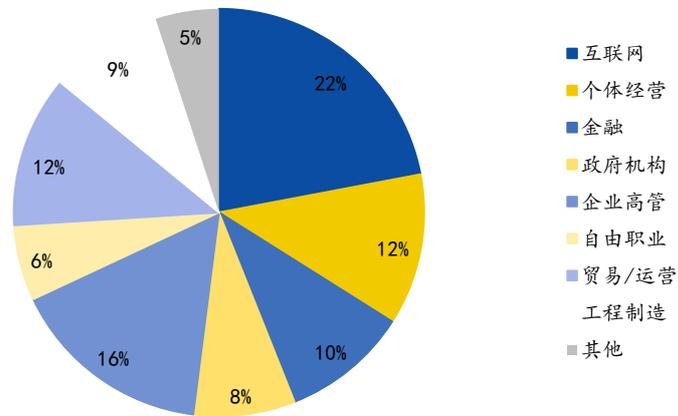


数据来源：国家统计局 国元证券研究中心

消费主力人群在增加是产业增长的坚实基础。 按摩椅在日韩的销售旺季主要集中在“母亲节”与“父亲节”，大多数的按摩椅消费都是青年人将其作为过节的礼物。老年人是按摩椅的主要消费者，年轻人是按摩椅的买单者。研究表明，日本不仅是老龄化最严重的国家，也是消费低欲望的国家，但按摩椅的普及率仍然是全球最高的地区，说明消费主力人群在增加是产业增长的坚实基础。

年轻人的按摩需求服务市场有望被按摩椅替代。 根据美团大众点评研究院发布的《中国健康养生大数据报告》，中国健康养生市场规模 2015 年已经超过万亿元，市场不仅巨大且增长快速。其中，足疗按摩占比 44%，按摩服务市场并非新兴市场。美团的用户数据基本上都是亚健康的年轻人，互联网群体的按摩服务需求真实存在，随着按摩椅技术的更迭，按摩椅以其较高的便利性优势，有望成为这部分服务的替代者。

图 10：不同岗位亚健康人群占比



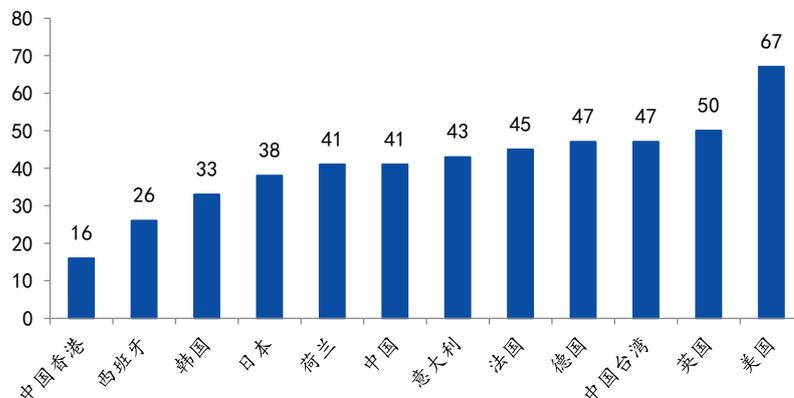
数据来源：中国产业信息网 国元证券研究中心

年轻人的确在加大按摩椅的购买。 根据线上销售平台的数据显示，几千元的入门级的按摩椅销量呈爆发式增长，荣泰的摩摩哒按摩椅全年双十一在电商平台的销售接近 1 亿。80/90 后也开始注意养生，关注自己的健康，对于舒缓压力，调节亚健康的按摩椅关注度越来越高。机场、火车站、电影院等场所共享按摩椅铺天盖地的出现，提供了向年轻人有偿的宣传和体验按摩椅的机会，需求养成后的服务到产品的转化显得更加顺其自然。

1.5 住房面积并非影响按摩椅消费的主要因素，购买力才是

住房面积并非按摩椅消费的限制因素。 一台按摩椅的占地面积约为 2 平方米，对于北上广高昂的房价来说，2 平方米的家庭面积远远比一台按摩椅要高。从某种程度上来说，按摩椅的消费与人均住房面积有一定的相关性。但是，从主要国家人均住房面积的情况来看，按摩椅普及率比较高的日本、韩国以及中国香港的人均住房面积均在倒数的位置，也从侧面印证了一个事实，人均住房面积并非是影响按摩椅消费的主要因素。

图 11：主要国家人均住房面积情况（单位：平方米）



数据来源：公开资料 国元证券研究中心

购买力才是按摩椅消费需求提升的主要因素。按摩椅作为消费品，在一个地区的消费水平如何，一方面取决于区域文化对产品的接受度，另一方面取决于区域的消费水平，普及率较高的几个区域的人均国民收入都在全球前三十，中国的排名 69。因此，相比住房面积，收入才是决定按摩椅销售情况的主要因素。

表 4：主要地区人均国民收入情况（2017，单位：美元）

排名	国家	人均国民总收入
6	美国	58270
9	新加坡	54530
12	中国香港	46310
22	日本	38550
29	韩国	28380
67	中国	8690

资料来源：世界银行 国元证券研究中心

2. 按摩椅市场规模测算

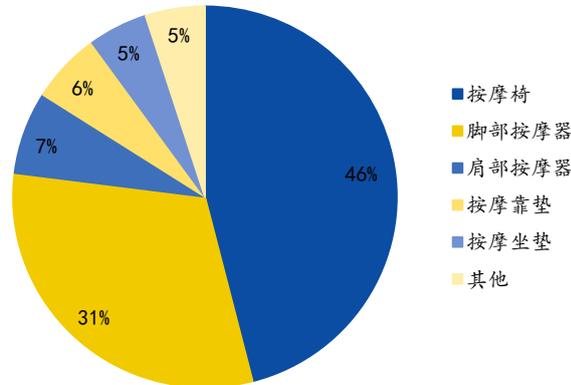
按摩椅作为一个消费品，投资者关注的更多的是像其他的家电产品一样，市场规模有多大，天花板在哪里。经过前面消费促进因素的分析，我们定性的了解到，按摩椅的市场空间不具备三大白电的需求刚性，但是其具备一定社会环境下需求提升的潜力，而现阶段按摩椅在国内仍然处于成长期的产品，未来几年具备较大的发展空间。后面我们主要以定量的方式，测算按摩椅的市场规模情况，我们以出口、内销、共享按摩服务三个口径对这三块市场规模做了定量的预测，我们以客观数据为基础，以谨慎性为原则，说清楚按摩椅的市场规模未来的增速情况。

2.1 外销按摩椅市场规模测算：2020 年突破百亿元

过去几年，中国按摩器具的出口保持年均 10% 的高速增长。全球按摩器具产业链转移，我国成为最大的按摩器具出口国。在生产领域，伴随着中国作为世界制造中心的崛起，全球按摩器具产业链开始向我国转移。我国成为最大的按摩器具出口国，出口总额一直保持增长的态势，2017 年出口总额 22.86 亿美元，同比增长 9.7%。按摩器具在过去几年的增速也基本上保持 10% 左右的增速。

按摩椅在按摩器器具出口中的占比将逐步上升。根据产业信息网的数据，按摩器具中按摩椅出口额占比约占 46%，由于按摩椅的单价相对于其他产品明显高，从量上来看，按摩椅在总体按摩器具中的占比可能更低一些。相对于按摩小电，按摩椅的舒适度更高一些，从出口市场来看，出口地区均是经济发达地区，不存在购买力的障碍，主要还是对产品的认可和接受程度，因此，我们认为。在按摩小电消费教育下，按摩椅的消费需求也会上升。未来按摩椅在整体按摩器具市场的占比会越来越高。

图 12：按摩器具中各产品占比（按金额）



数据来源：中国产业信息网 国元证券研究中心

按摩椅出口数据测算中，预计未来三年美国与韩国保持高增长，日本小幅下滑。根据产业信息网的数据测算，主要按摩器具出口国家中，韩国与美国市场按摩器具的出口 2017 年同比增速保持 30% 左右的高增速，需求仍然强劲。基于谨慎的原则，我们假设，未来三年韩国与美国仍保持 10%-15% 左右的增速，日本作为成熟市场，近几年增速开始下滑，年均下滑 5%，其他国家保持 8% 左右的全球正常增速。韩国的按摩椅普及率仍处于快速上升期，美国市场在经过按摩小电的消费教育后，具备了很强的按摩椅购买力，未来按摩椅的需求有望逐步上升，假设按摩椅的占比未来每年上升以一个百分点。

表 5：按摩椅外销市场规模测算（单位：亿元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
韩国	17	22	25	29	32
日本	23	19	18	18	17
美国	33	41	47	54	63
其他	74	80	86	91	96
	146	163	177	192	208
按摩椅占比	46%	47%	48%	49%	50%
按摩椅市场规模	67	76	85	94	104

资料来源：根据中国产业信息网数据测算 国元证券研究中心 汇率按照 6.8 计算

预计按摩椅的外销市场规模在 2020 年突破 100 亿，未来三年年均增速 10%。根据我们假设的结果，预计到 2020 年，按摩椅外销的市场规模将突破百亿元。按摩椅外销的增速依然保持年均 10% 左右的高增长，按摩椅的需求在全球都是低渗透率、老龄化相关的消费品。中国按摩椅产业全球化拓展潜力巨大，全球市场的开发是国内按摩椅企业面临的重要发展机遇。

2.2 内销按摩椅的市场规模测算：受益购买力提升与老龄化双重因素

我们以国内富裕阶层中的老人作为按摩椅潜在需求人群为预测基础。我们认为日

前按摩椅在国内的消费主要仍是老年人，虽然入门级适合年轻人的按摩椅销量增速也很快，由于其单价低，所以整体规模仍很小，因为目前线下按摩椅的销售中，2-3万的高价产品仍是主流产品，因此，我们在做内销预测的时候将老年人的消费需求作为主要的消费群体来做预测。我们以家庭月均可支配收入作为划分，以富裕阶层人数中老年人作为潜在消费群体，以一定的渗透率来预测市场规模。

目标消费群体每年保持 10% 以上的增长。 根据波士顿咨询发布的《中国消费趋势报告》，2015-2020 年我国富裕人群（家庭月均可支配收入 24000 元以上的人口）增速最快，复合增速达到 16.9%。其次是上层中产阶层，即家庭月均可支配收入 12500-24000 元的人口，2015-2020 上层中产阶层人口增速有望达 12.3%。2015-2020 年我国富裕人群及上层中产阶层合计复合增速 13.2%。中国人口的阶层划分标准很多，按照家庭月均可支配收入我们认为还是比较合理的划分依据。前面我们也说到，按摩椅具备一定的奢侈品属性，因此，其消费者应该具备一定的购买力。

表 6：中国的按月均可支配收入划分的消费阶层。

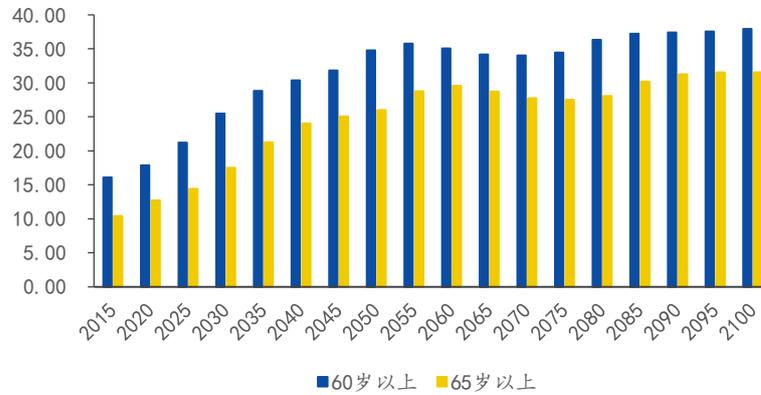
阶层	2010	2015	2020E	未来五年复合增速	2010 占比	2015 占比	2020E 占比	家庭月均可支配收入(单位:元)
准中产与低收入阶层	133	100.5	73.1	-6.20%	53%	34%	22%	5200 元以下
新兴中产阶层	65.8	84.1	85.9	0.40%	26%	28%	25%	5200-8300
中产阶层	33.8	61.2	81.3	5.80%	14%	20%	24%	8300-12500
上层中产阶层	14.6	43	76.8	12.30%	6%	14%	23%	12500-24000
富裕人群	1.8	10.1	21.9	16.90%	1%	3%	6%	24000
上层中产阶层和富裕人群合计	16.45	53	98.7	13.20%	7%	18%	29%	12500 元以上)

资料来源：《中国消费趋势报告》国元证券研究中心

根据上面的阶层划分标准,我们认为上层中产和富裕阶层是按摩椅的潜在购买人群,他们的月均可支配收入达到了 12500 元以上。

中国的老龄化趋势是一个五十年都在加速的过程。 根据中国人口学研究方面的预测,中国自 2005 年进入老龄化之后,2000-2020 年是中国人口老龄化平稳发展的二十年,而 2020-2050 年是人口老龄化趋势加速的三十年。中国的人口老龄化会是一个五十年的周期。按摩椅作为与老龄化相关的产品,必将随着老龄化的趋势的加速需求提升。

图 13：老龄化人口占比快速增加（单位：%）



数据来源：2015 ~ 2100 年中国人口与老龄化变动趋势 国元证券研究中心

目前按摩椅在样本人群的渗透率约为 5%。根据以上的数据，我们对老龄化带来的按摩椅的市场空间进行测算，我们的测算以谨慎客观为原则，以老龄化比率在上层中产阶层和富裕人群户数的数量为研究标本。假设以 2018 年为基础，根据《中国消费趋势报告》，该部分家庭未来五年的年均复合增长率为 13%，以未来五年每年增速下降一个百分点为预测基础。以 5%、10%、15% 渗透率，以每台按摩椅的售价 20000 元为标准，测算出该部分按摩椅的市场空间。2018 年国内按摩椅市场的空间大约为 60 亿元左右，这个数据与 5% 的假设比较接近，也就是说目前按摩椅在这部分人群家庭的渗透率可能在 5% 左右。

表 7：我们假设每天按摩椅的单价为 20000 元/台，上层中产阶层富裕人群老人家庭使用按摩椅 5%、10%、15% 来测算市场空间

	上层中产阶层和富裕人群户数 (单位: 百万)	65 岁以上人口占比	65 岁以上上层中产家庭 and 富裕家庭的数量 (单位: 万)	5% 渗透率 (单位: 亿元)	10% 渗透率 (单位: 亿元)	15% 渗透率 (单位: 亿元)
2018	76	7.5%	570	57	114	171
2019E	87	7.6%	658	66	132	197
2020E	99	7.7%	760	76	152	228
2021E	112	7.8%	870	87	174	261
2022E	125	7.9%	987	99	197	296
2023E	139	8.0%	1109	111	222	333
2024E	151	8.1%	1224	122	245	367
2025E	163	8.2%	1338	134	268	402

资料来源：《中国消费趋势报告》国元证券研究中心

按摩椅在国内的快速崛起，受益于购买力提升与人口老龄化双重因素影响的结论成立。根据我们的预测，内销规模我们按照不同的渗透率做测算，到 2025 年，按照

5%、10%、15%的渗透率作为假设参数，按摩椅内销市场规模将达到 130 亿元、268 亿元、400 亿元。根据产业信息网的预测，到 2025 年国内按摩椅市场规模约达到 400 亿元，这与 15%的渗透率基本接近。两组数据说明，现阶段按摩椅在高净值老年人群的渗透率在 5%左右，随着高净值老人群增速上升，按摩椅的渗透率会换挡，到 2025 年，按摩椅上层中产阶层和富裕阶层老人群体的渗透率将达到 15%。因此，我们认为，按摩椅在国内的快速崛起，受益于购买力提升于人口老龄化双重因素影响的结论成立。

2.3 共享按摩椅市场空间的测算

共享按摩打通服务到消费的转化通道。 共享按摩椅的是基于共享经济与移动支付快速发展起来的，共享按摩椅的快速发展一方面拉动了按摩椅的内销量；另一方面，提升了按摩椅的体验，从某种程度上来说，形成了很好的广告效应；从各大线上平台的销售数据来看，入门级的按摩椅销量大增，主要购买群体都是习惯线上购物的年轻人，如荣泰就用共享按摩品牌“摩摩哒”推出入门级适合年轻人的按摩椅，加大线上渠道的拓展，形成良好的服务向消费的转化。摩摩哒按摩椅的价格相比荣泰品牌的价格极具吸引力，在功能上也更简洁，外观上更时尚。

图 14：共享按摩服务与共享按摩椅



数据来源：京东 网络 国元证券研究中心

共享按摩仍是一个新兴产业，资本介入助力产业发展。 共享按摩椅的从 2017 年才开始发展起来的，目前市场上几家做共享按摩服务的公司基本都处于 A 轮融资的状态，从投资方来看，不乏真格基金、基石资本等产业投资巨头，产业资金的进入推动了行业的快速发展，也表达了对产业发展前景的看好。共享按摩椅的提供者，主要涉及了 A 股三家做按摩椅的公司，奥佳华、荣泰健康、融捷健康。大部分的共享按摩企业都是全场景投放，影院、机场、火车站、商场已经基本饱和。酒店，景区，商场等人流量高的有待深入，很多待开发的场景还值得挖掘。

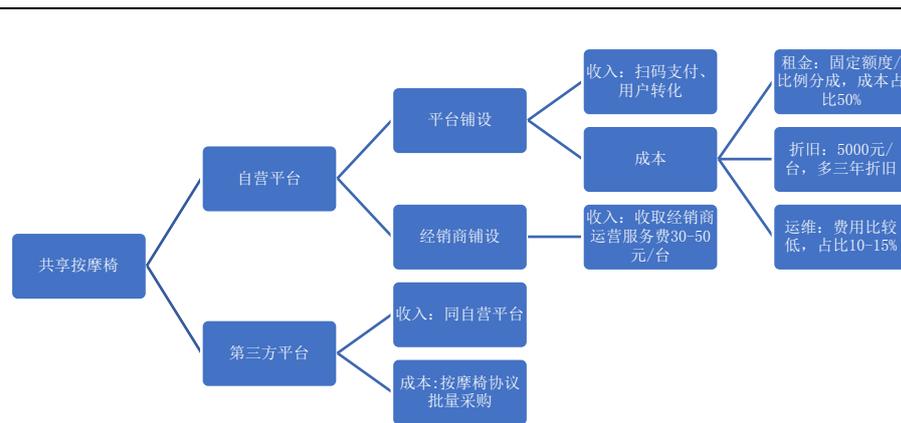
表 8：主要共享按摩服务企业的融资情况

品牌	融资时间	轮次	金额	投资方	背后公司	投放位
乐摩吧	2018 年 1 月	A 轮	5000 万	基石资本	与融捷健康子公司久工建业实业战略合作	全场景
头等舱 互联	2017 年 12 月	A 轮	9500 万	真格基金领投、梅花天使、辰星辉月跟投	自建工厂	全场景
爽客	2017 年 4 月	A 轮	6500 万	北京、上海、厦门三家机构	爽客智能设备	全场景
摩摩哒	2017 年 1 月	登陆 A 股			荣泰健康	全场景
云享云	2018 年 4 月		1 亿	漳州蒙发利实业有限公司、华顿国际	与奥佳华子公司蒙发利战略合作	机场、铁路、码头等交通场所
码客街	2017 年 12 月	A 轮	4000 万	北京中观妙元领头、宁波海马等机构跟头	与帅康椅业、久工建业战略合作	主要在电影院

资料来源：虎嗅网 国元证券研究中心

共享按摩产业链各个参与者的博弈日趋成熟。相比按摩椅的消费，共享按摩提供的是一种服务，目前市场上提供共享按摩服务的公司主要有两类，一类是按摩椅的生产企业，另一种是第三方服务平台，在 A 股的上市公司中，有三家公司涉及按摩椅的生产，但直接提供按摩服务的只有荣泰旗下的摩摩哒，但几乎所有的公司都参与了共享按摩产业，间接为第三方平台提供按摩椅。共享按摩除了按摩椅，还有一个重要的参与者就是高流量的场所，场所除了提供场地、电、网络外，运营基本上全由平台提供，场所根据其流量的情况，与运营商分成，对于共享按摩服务来说，高流量场所是平台争夺的核心资源。场地租金越来越高也是 2018 年共享按摩椅投放放缓的主要因素。

图 15：共享按摩服务的盈利模式



数据来源：公开资料整理 国元证券研究中心

共享按摩服务收费根据场所和消费时间不同稍有差异，平均约 1 元/分钟。 目前共享按摩椅的变现形式主要有两种，一种是基础服务费，主要提供三种套餐：5 分钟的短时体验、20 分钟的全身按摩以及 30 分钟以上的全面消除疲劳感的套餐，用户通过支付宝和微信可直接扫码支付。第二种来自于附加价值，在提示板和屏幕上均可为商家进行品牌推广。我们草根调研了一些地方的共享按摩服务，从市场上主流的共享按摩椅的收费来看，商场、影院等地方宽敞的场所投放的功能多的按摩椅的收费相对高一些，出租车等地方相对较小的场所的简易按摩设备的收费相对低一些。总得来说，共享按摩椅的收费约 1 元/分钟，充值下来相对优惠一些。

表 9：共享按摩椅的收费情况

按摩椅的收费			
	10 分	15 分	20 分
电影院	10	15	20
商场	8	12	15
机场	5	7	9
出租车	4	6	9

资料来源：线下调研 国元证券研究中心

共享按摩服务从粗放的拼规模发展方式向拼效率的精细化方向发展。 从 2018 年荣泰的半年报来看，2018 年按摩椅的投放速度有所放缓，公司旗下摩摩哒智能共享按摩椅，2016 年四季度铺设 10000 台左右，2017 年全年累计铺设 52584 台，2018 年目标再铺设 40000 台，比 2017 年计划少 12584 台，随着按摩椅的快速投放，运营方的资本开支压力增大，优质流量入口水涨船高，共享按摩椅服务需从粗放型的跑马圈地方式向提高单台按摩椅流水的精细化管理方式，对于一个诞生刚刚才两年的新产业，寻找规模与效率的平衡才是产业发展的长久之计。

共享按摩进入门槛低，投资回收期短，场景裂变快，市场天花板高。 我们根据公开数据，我们对全国的高流量场所共享按摩椅的投放做一个简单的预测，事实上，我们认为这样的预测很难做到精确，比如，电影院，根据公开数据显示，全国总共有 9000 多家电影院，但有 2/3 的电影院票房都低于 500 万元，这些场所流量显然

不高，但运营成本低，投资回收期短。随着共享按摩服务市场教育的深入，这些场所的流水也是可观的。根据我们的线下调研，共享按摩椅的投放已经深入到距离农村一步之遥的县城高客流最大的商场。主要原因是共享按摩椅的单台效率弹性比较大，任何高流量场所的都值得去挖掘。我们认为，共享按摩椅的投放场景正处于裂变时期，可以挖掘的场景除了目前已经出现的外，景区、地铁站等地方也在慢慢渗透，未来写字楼等场所也都开发的潜力。

表 10：共享按摩椅的市场空间测算

应用场景	数量	按摩椅数量	按摩椅总数	每台每天的使 用次数	每次的均价	市场规模（单位： 亿元）
影院	9000	10	90000	6	10	16.20
高铁站	514	50	25700	5	8	3.08
机场	158	50	7900	5	8	0.95
购物中心	5000	10	50000	5	8	6.00
四星以上酒店	3000	5	15000	4	7	1.26
高端写字楼	5000	4	20000	3	6	1.08
三甲医院	1300	4	5200	4	5	0.31
高档 KTV	50000	2	100000	4	6	7.20
合计	73972		313800			36.08

资料来源：公开资料 国元证券研究中心测算

提升单台按摩椅的运营效率仍需深化。 在单台按摩椅的运营效率方面，我们的预测也相对保守，根据我们的预测，共享按摩椅的市场规模大约在 36 亿元左右，我们线下调研的时候也发现了一些情况，最初大多数人都将共享按摩椅作为休息座椅，大多数人并没有使用，而在一些共享按摩椅的投放场所，也增加了工作人员，不断的过来询问是否要体验服务，还有一些地方的按摩椅长时间久坐后而不消费的情况下，机器就会出现提醒消费的声音，这些措施都从一定程度上提高了单台按摩椅的运营效率。从今年的数据来看，共享按摩椅的铺设在放缓，共享按摩椅市场的未来的主要增长点运营效率的提高。

我们预计共享按摩椅的市场规模约 36 亿元，市场的天花板看不到。 根据我们的预测，共享按摩椅的市场规模约 35 亿左右，假如每天的使用效率提升一倍，均价提升 50%，那么市场规模将突破百亿，随着场所的裂变，共享按摩椅的市场空间可能远不止于此，市场空间无法准确估计，市场规模的天花板看不到。但是，随着按摩

椅运营效率和服务质量的提升,共享按摩椅的市场规模爆发式增长的趋势不会改变。

根据我们的预测,出口市场在 2020 年有望突破 100 亿元,未来三年保持年均 10% 的增速,相比其他家电产品,全球的增速不低;内销规模我们按照不同的渗透率做测算,到 2025 年,按照 5%、10%、15% 的渗透率作为假设参数,按摩椅内销市场规模将达到 130 亿元、268 亿元、400 亿元,与相关机构的市场规模预测数据相比较,现阶段 5% 的渗透率更接近,到 2025 年 15% 的渗透率更接近,按摩椅的内销市场在增速换挡中快速崛起。共享按摩服务我们的预测是 36 亿元,但随着单台按摩椅运营效率的提升,以及投放场景的继续裂变,共享按摩的天花板可能比想象得更高。

3. 主要推荐上市公司

3.1 主要上市公司经营情况

三家上市公司中,按摩椅一直是荣泰第一大主营业务。目前 A 股涉及按摩椅业务的上市公司总共有三家,分别是荣泰健康、奥佳华、以及融捷健康,从主营业务结构来看,按摩椅一直是荣泰健康的第一大主营业务,融捷健康 2017 年开始主营业务结构从远红外桑拿房变成按摩椅,而奥佳华的主营业务占比最大为按摩小电器。

按摩椅需求快速增长,奥佳华与融捷健康按摩椅收入占比持续攀升。根据 WIND 的数据,奥佳华的按摩椅收入排名第二,2015/2016/2017 年的收入规模分别为 7.41/8.17/12.87 亿元,2015/2016/2017 年的毛利规模分别为 3.24/4/6.56 亿元,按摩椅的收入和毛利规模于 2016 年后落后于荣泰,公司最新的公告显示,按摩椅的营收超过 20 亿元,按摩椅的营收首次超过按摩小电器,成为公司第一大主营业务;融捷健康 2017 年按摩椅成为公司第一大主营业务,公司原本主营第一大一直是远红外桑拿房,从销售区域来看,主要是内销同比增长 2.7 倍,说明按摩椅内销 2017 年的确处于快速增长。

表 11 : 三家上市公司的主营业务结构

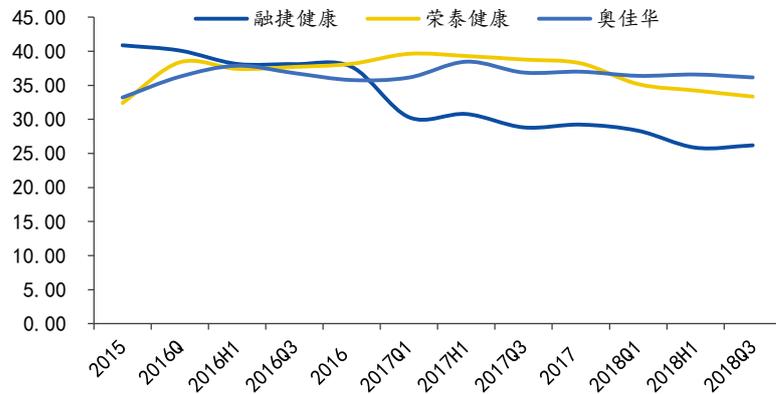
		融捷健康		荣泰健康		奥佳华			
占比最大的产品		主营产品收入规模 (单位:百万元)		主营产品收入规模 (单位:百万元)		主营产品毛利规模 (单位:百万元)			
2015	远红外桑拿房	按摩椅	按摩小电器	312	582	1351	137	224	409
	远红外桑拿房	按摩椅	按摩小电器	280	1167	1690	110	465	536
2016	按摩椅	按摩椅	按摩小电器	450	1592	1856	145	615	578
2017	按摩椅	按摩椅	按摩小电器	450	1592	1856	145	615	578

资料来源:国元证券研究中心

资料来源:WIND 国元证券研究中心

按摩椅占比高的公司盈利能力最高。从盈利水平来看，三家公司的毛利率水平均有所下滑，对于渗透率比较低的产业来说，在做大规模的过程中牺牲毛利率基本上是比较常见的做法，融捷健康的毛利率下滑幅度稍微大一些，荣泰与奥佳华的毛利率下滑相对小一些。奥佳华 2018 年毛利率超过荣泰健康，主要得益于高毛利得按摩椅得占比逐步提升，奥佳华 2018 年按摩椅得销售收入超过了按摩小电，按摩椅已经成为公司得第一大主营业务，收入结构性调整，奥佳华的毛利率处于上升通道。

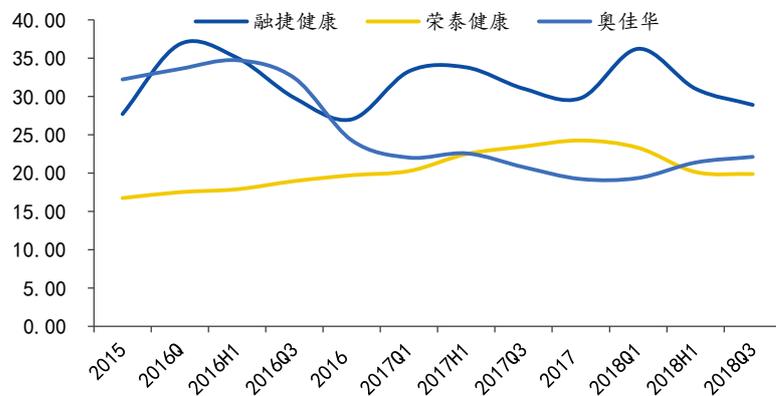
图 16: 三家上市公司的毛利率情况(单位: %)



数据来源: WIND 国元证券研究中心

品牌投入加大, 销售期间费用率稳中有升。融捷健康的销售期间费用率一直偏高, 我们认为主要是收入规模较低的原因, 荣泰健康 2018 年以前, 三项费用小幅增长, 品牌投入和汇率波动时销售期间费用率上升的主要因素, 2018 年使用外汇套期保值后, 控费效果明显。奥佳华自 2016 年后, 销售期间费用率趋于稳中小幅下降的态势, 2018 年小幅上升, 我们认为, 主要原因是品牌投入加大导致。

图 17: 三家上市公司的销售期间费用率情况(单位: %)



数据来源: WIND 国元证券研究中心

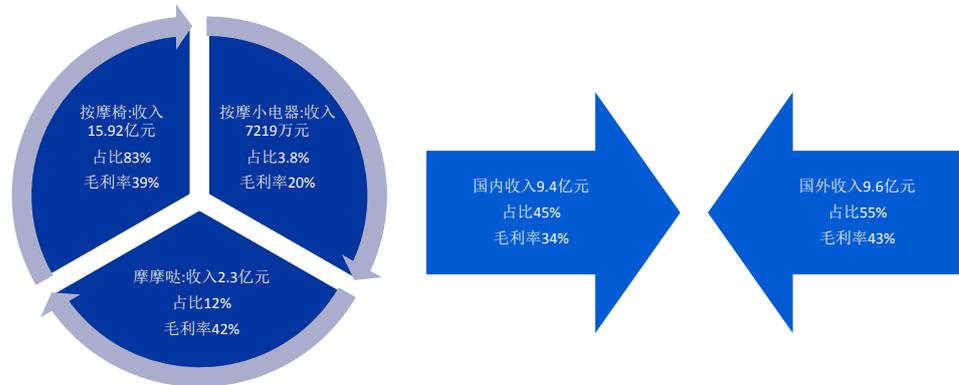
从三家公司按摩椅的收入结构和盈利能力来看, 荣泰健康都是国内按摩椅行业的龙头, 是产业发展的最大受益者。奥佳华按摩椅内销快速崛起, 2018 年成长为第一大主营业务, 按摩小电的增速放缓, 未来公司的盈利能力将受益于产品结构调整处于上升通道。

3.2 荣泰健康: 行业龙头, 受益行业高速发展

按摩椅一直是最大的主营业务, 体验式按摩服务爆发式增长。荣泰健康的主营业务收入分为三大块, 其中按摩椅的收入占比最大, 摩摩哒从 2016 年四季度投放以来, 迅速贡献了主营业务收入的 10%, 由于按摩椅市场需求较大, 按摩小电的产

能在 2017 年被挤压，随着公司募投产能的到位，小电的收入贡献持续上升。

图 18：荣泰健康的主营业务概览（2017 年年报数据）



数据来源：WIND 国元证券研究中心

2018 年控费效果突出，共享按摩成本上升，拉低毛利率。 2018 年上半年实现营业收入 12.36 亿元，同比增长 50.41%。实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 27.03%；扣非后净利润 1.49 亿元，同比增长 34.42%。毛利率同比下降四个百分点，净利率同比下降两个百分点，公司 2017 年受汇率波动的影响，收入大幅增长的情况下，净利润同比增速仅为个位数。从 2018 年上半年的经营情况来看，公司 2018 年在应对外汇波动方面取得了不错的效果。

图 19：渠道全面开花



数据来源：公司公告 国元证券研究中心

渠道全面开花，满足日益增长的市场需求。 公司按摩椅的线下销售渠道采中，2018 年新开门店和重开门店在 2018 年全年预计合计超过 200 家，对比家居渠道 2000-3000 家，公司的线下渠道下沉空间很大。公司一直执行开店装修费用补贴的鼓励政策给经销商。此外公司与万达等多家购物中心签了大盘合同，会随着购物中心的新建，逐步下沉到四线、五线城市。摩摩哒线上品牌也在 2018 年逐步发力，公司在 2018 年的双十一销售额突破了 9500 万，排名全网第一，优势明显。从市场占有率角度来看，网上新增的销量主要集中在入门级的按摩椅上，均价较低，这是符合网购

消费者的特点。对于电商上快速增长的入门级按摩椅市场，公司通过摩摩哒品牌来进行切入。市场上目前尚未出现比较有统治力的品牌，这给了摩摩哒的流量转化提供了良好的机会。

摩摩哒未来将起到快速贡献收入和提估值的双重作用。 摩摩哒按摩服务基于互联网和共享经济应运而生，碎片化时间+保健需求。目标机场、火车站、影院、咖啡馆等高净值客户，市场竞争激烈，对按摩椅行业形成强大的广告效应，根据美团发布的《健康养生报告》，各类按摩需求市场的年消费应该在 4000 亿元左右，随着按摩技术的更迭，共享按摩椅以及入门级别的按摩椅是这部分市场的潜在替代者。

图 20：摩摩哒的投放场所和覆盖范围



数据来源：公司公告 国元证券研究中心

摩摩哒覆盖共享按摩服务的优质流量场所，全年铺设稳步推进。 摩摩哒通过三年多高速发展，与几乎所有主流院线的门店建立了合作示范点，覆盖城市高达 360 个，一二线城市覆盖率高达 100%，合作终端 8000 多家，已覆盖 90% 的院线，月覆盖人群 800 万人。公司旗下摩摩哒智能共享按摩椅，2016 年四季度铺设 10000 台左右，当年就盈利，2017 年全年累计铺设 52584 台，2018 年目标再铺设 40000 台。覆盖了 300 多个城市，90% 千万票房影院，上海稍息 2018 上半年营业收入 2.03 亿元，同比增长 124%，增速较快。截至 2018 年半年报，公司共铺设按摩椅 7 万余台，上半年新增 2 万余台，基本上完成了年初制定的半年目标。

激励全面，激发全员动力，大股东增持回购彰显信心。 公司首次授予的股票期权第一个行权期的业绩考核目标未达到。对首次授予的激励对象已获授的第一个行权期对应行权比例的股票期权 133.80 万份进行注销，首次授予股票期权数量由 446.00 万份（因原激励对象陈燕德和曾振已经离职，首次授予的股票期权数量由 454.00 万份减少为 446.00 万份）行权为 312.20 万份。根据最新的分红数据，行权价 **63.9 元/股（昨日收盘价 35.96 元）**；公司此前股权激励的预留部分股权激励已被授予 52 名中层及核心技术人员，激励全面，效果值得期待，行权价 66.5 元。公司股价目前与行权价倒挂严重。

表 12：公司股权激励的行权条件

首次授予部分行权期	业绩考核目标			
第一个行权期	2014-2016 年的三年平均值为基数, 公司 2017 年净利润增长率不低于 75% (净利润 2.42 亿元, 同比增长 16%)			
第二个行权期	2014-2016 年的三年平均值为基数, 公司 2018 年净利润增长率不低于 100% (净利润 2.76 亿元, 同比增长 14%)			
第三个行权期	2014-2016 年的三年平均值为基数, 公司 2019 年净利润增长率不低于 125% (净利润 3.1 亿元, 同比增长 12%)			
部分预留期权	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占预留授予期权总数的比例	占目前总股本的比例
	中层管理人员及核心技术 (业务) 人员 (52 人)	120	100%	0.86%
合计		120	100%	0.86%

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

大股东增持彰显信心。2018 年受市场二级市场大幅波动影响, 2018 年公司股价出现了大幅波动, 但控股股东一直在增持公司的股价, 今年初又发出股份回购的预案, 回购股份用以股权激励。

表 13：公司的增持及股份回购情况

日期	增持人员	增持价格	增持股份
2018/2/9	公司控股股东林琪先生	均价 57.17 元	4 万股
2018/8/2	公司控股股东林琪先生	均价 61 元	46 万股
2019/1/26	公司回购	不超过 39 元	回购金额 1-2 亿人民币

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

按摩椅与体验式按摩服务仍保持快速增长。我们认为, 公司按摩椅销售受益国内按摩椅消费市场的崛起, 仍保持高速增长。共享按摩服务增速小幅回落, 整体仍保持高增长, 但整体毛利率会受共享按摩成本的上升有所下降, 费用和成本的控制是利润释放的关键

假设：1、按摩椅国内市场去年出现井喷式增长, 出口保持平稳, 整体按摩椅营收未来三年保持 30-35% 的增长, 毛利率保持相对稳定。

2、新产能上线, 按摩小电恢复增长, 未来三年保持 35% 增长, 毛利率保持稳定

3、体验式按摩服务较难预测, 但根据公司的铺设计划, 2017 年时共享按摩服务铺设增速最快的一年, 未来每年的铺设速度大约 4 万台左右, 未来共享按摩椅的收入贡献来自于终端铺设和单台按摩椅效率提高的共同作用, 我们预计 2018/2019/2020 年收入增速分别为 90%, 80%, 70%, 未来几年仍保持高增长, 共享按摩服务在 2018 年毛利率大幅下滑, 随着 2016 年开始铺设后的按摩椅折旧的到期, 毛利率有望止跌回升。

表 14：荣泰健康与盈利预测有关的假设表（单位:百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,285.05	1,918.01	2711.07	3734.51	5346.61
按摩椅	1,166.73	1,592.09	2149.32	2858.60	3744.76
按摩小电器	75.97	72.19	97.46	131.57	174.98
体验式按摩服务	34.72	233.31	443.29	797.92	1356.46
软件开发	0.42				
其他业务	7.21	11.13	11.00	11.00	11.00
其他主营业务		9.28	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	38.16	38.22	34.81	35.18	34.29
按摩椅	39.86	38.61	38.60	38.70	38.80
按摩小电器	18.14	19.63	19.50	19.50	20.00
体验式按摩服务	30.4	42.04	20.00	22.00	25.00
软件开发	2.37				
其他业务	13.73	10.09	12.00	12.00	12.00
其他主营业务		52.76	50.00	50.00	50.00

资料来源：国元证券研究中心

我们认为，共享按摩业务弹性大，应享有高于按摩椅行业的估值水平，维持买入评级。根据我们的假设，我们预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 1.82/2.60/3.51 元，对应 2018/2019/2020 年动态 PE 分别 23/16/12 倍，公司估值处于行业平均水平，我们认为，主要的原因是共享按摩椅盈利能力波动较大，导致公司业绩波动比较大，但同时我们也看到，共享按摩椅的投放速度在放缓，未来共享按摩椅的战略主要是效率的提升，共享按摩业务的弹性也会更大，我们认为，公司的估值应该享受更高的估值，维持“买入”评级

表 15：荣泰健康盈利预测主要财务指标

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1918.01	2711.07	3734.51	5346.61
收入同比(%)	49	41	38	43
归属母公司净利润	216.18	254.81	364.23	490.86
净利润同比(%)	5	18	43	35
毛利率(%)	38	35	35	34
ROE(%)	16	17	20	22
每股收益(元)	1.54	1.82	2.60	3.51
P/E	26.63	22.59	15.81	11.73
P/B	4.21	3.81	3.19	2.63
EV/EBITDA	14	13	10	7

资料来源：国元证券研究中心

3.3 奥佳华：ODM+自主品牌双轮驱动，多品牌布局分享全球按摩器具高速增长

稳定出口市场地位、引领国内技术潮流。奥佳华智能健康科技集团前身是成立于1996年的蒙发利，是国内第一家按摩器具行业上市企业。公司最早以按摩椅ODM起家，2012年转型自主品牌经营，通过全球化的外延式并购，形成全球多品牌化经营，目前已是集研发、制造、品牌、营销、服务为一体的全产业链按摩器具行业龙头。内销按摩椅产品在国内属于引领行业的龙头地位，出口多年来一直位居按摩器具出口第一位。2017年公司推出的御手温感大师椅就已凭借业内首创的御手温感4D机芯、1.35米超长L型导轨、足膝全方位按摩，以及独到的脊椎和全身多个穴位精准按摩产品特点，树立了业内按摩椅新的标杆，与市场上的产品形成了明显的代际领先优势。2018年10月公司正式发布全新升级的御手温感大师椅AI版，再一次引领行业。

图 21：公司最新款按摩椅：御手温感大师椅



数据来源：公司网站 国元证券研究中心

多品牌运作，深耕全球市场。公司经营以自主品牌+ODM的形式布局全球经营，旗下以五大品牌布局全球。除COZZIA为北美单独设立之外，FUJIMEDIC为与日本富士医疗合资设立，OGAWA、FUJI、MEDISANA则均来源于海外并购。为发挥品牌在当地的优势，在不同的地区运营不同的按摩椅品牌OGAWA、FUJI、FUJIMEDIC、COZZIA、MEDISANA分别深耕亚洲、北美、欧洲等全球核心市场并辐射周边地区，合计拥有专柜网点和直营店数量约18万，以OGAWA为代表的多个品牌在当地的市场份额已跃居前三。

图 22：公司全球销售网络



数据来源：公司网站 国元证券研究中心

内销加大品牌推广与渠道下沉。公司从“蒙发利”更名“奥佳华”为了更进一步提升奥佳华在国内的品牌知名度，全渠道发力，线下“直营抓服务、提店效；经销做下沉、拓门店”、线上“打品牌、提份额”。抓渠道建设与优化，直营、经销、电商业绩均实现大幅增长，带动自主品牌按摩椅销售快速提升。按摩椅作为一个成长期的消费品，品牌效应带动的渠道效率提升的作用还是非常明显的。

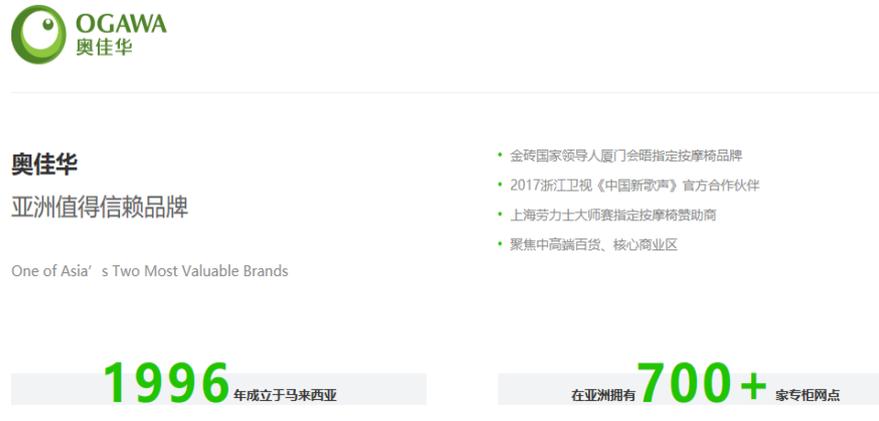
图 23：加大品牌推广，赞助高流量综艺



数据来源：公司公告 国元证券研究中心

公司近几年不断加大品牌营销投入，通过明星代言、高端会议合作、体育营销、娱乐营销等形式，以有趣轻松感性的方式向大众展示按摩椅使用场景，多角度的传递并延伸品牌的健康理念。公司先后赞助了浙江卫视王牌节目《中国好声音》、入驻金砖国家领导人会晤现场、亮相首届中国国际进口博览会、连续 10 年赞助上海 ATP1000 网球大师赛等，持续将奥佳华品牌持续曝光消费者视野中，使得奥佳华 OGAWA 逐渐被消费者熟知，产品引领行业潮流，品牌知名度不断提升，稳固出口市场地位，提升内销增速。

图 24：产品+品牌助力全球化运营



数据来源：公司网站 国元证券研究中心

按摩椅的将成为公司未来几年收入增长的主要来源 公司已经公布了 2018 年的业绩快报，营业收入与净利润均保持高速增长，按摩椅营收超过 20 亿元，首次超过按摩小电器的营业收入，成为公司主营业务第一大业务。

按照我们对行业的分析，按摩椅行业未来几年仍然保持高速增长，公司按摩椅的收入比重会越来越高，公司主营业务收入百分之 80% 都来自于海外，未来几年，国内的收入占比也会逐渐提高。

我们假设：

- 1、按摩小电器未来三年保持每年 6% 的稳定增长；
- 2、按摩椅未来三年保持 56%、50%、45% 的高速增长，按摩椅是公司未来三年的增长引擎。
- 3、按摩椅的毛利率保持相对稳定，但由于按摩椅的占比逐年上升，公司整体毛利率水平稳步增长。

表 16：奥佳华与盈利预测有关的假设（单位：百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3,451.38	4,293.81	5359.63	6768.18	8601.29
按摩器具产品	2,507.83	3,143.53	3975.69	5097.70	6578.17
按摩小电器	1,690.43	1,856.43	1967.82	2085.88	2211.04
按摩居室电器	817.40	1,287.10	2007.88	3011.81	4367.13
健康、保健产品	602.36	677.77	779.44	896.35	1030.80
其他主营业务	270.62	374.88	487.34	633.55	823.61
其他业务	70.57	97.63	117.16	140.59	168.70
毛利率(%)	35.77	37.00	38.18	39.60	40.77
按摩器具产品	37.31	39.26	40.80	42.49	43.82
按摩小电器	31.70	31.16	31.00	31.50	31.60
按摩居室电器	48.91	50.95	50.40	50.10	50.00
健康、保健产品	32.89	28.97	29.00	29.00	29.00
其他主营业务	31.53	33.79	33.00	33.00	33.00
其他业务	21.88	32.13	32.00	32.00	32.00

资料来源：国元证券研究中心

公司作为行业龙头未来 PEG 偏低，首次覆盖给予公司“买入”投资评级。我们预计，公司 2018/2019/2019 年将实现基本每股收益 0.81/1.09/1.51 元，对应 2018/2019/2019 年动态 PE 分别为 26/19/14 倍，公司三年复合增长率达 30% 以上，全球按摩器具目前仍保持两位数的增长，公司作为行业龙头未来 PEG 偏低，首次覆盖给予公司“买入”投资评级。

表 17：奥佳华盈利预测主要财务指标

重要财务指标	单位:百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
主要财务指标				
营业收入	4293.81	5359.63	6768.18	8601.29
收入同比(%)	24	25	26	27
归属母公司净利润	345.18	455.29	613.59	845.65
净利润同比(%)	38	32	35	38
毛利率(%)	37	38	40	41
ROE(%)	12	14	16	18
每股收益(元)	0.62	0.81	1.09	1.51
P/E	34.13	25.87	19.20	13.93
P/B	4.07	3.52	3.04	2.56
EV/EBITDA	20	18	14	10

资料来源：国元证券研究中心

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188