

自主品牌矩阵形成，国内市场高增长在望

——中小盘首次覆盖报告

伐谋-中小盘首次覆盖报告

孙金钜(分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

黄泽鹏(联系人)

huangzepeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010039

● 全球按摩椅龙头乘国内市场东风，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

公司是全球自主品牌+ODM 双轮驱动的按摩器械行业龙头。我们认为，在人口老龄化和消费升级背景下，随着共享按摩对大众消费者有效教育，中国按摩保健行业即将迎来渗透率加速提升的黄金发展期。公司聚焦“按摩椅+AI”战略，技术与产品力突出，自主品牌矩阵形成，国内市场有望获得高速增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.63/7.33/9.60 亿元，对应 EPS 分别为 1.00/1.31/1.71 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 17/13/10 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 老龄化叠加健康需求驱动，国内按摩椅行业渗透率有望迎来加速提升

人口老龄化问题日趋严重、中青年人群亚健康状态增多，驱动按摩保健器具市场需求快速增长；同时，随着共享按摩椅普及有效推动大众消费者教育，中国已逐渐由全球按摩椅生产基地升级为按摩椅消费市场新的增长极。目前，中国按摩器械市场规模仅为 120 亿元，家庭按摩椅保有率尚不足 1%；对标日韩成熟市场 10% 水平，国内市场渗透率提升将带来广阔的增长空间。大众消费时代，按摩椅行业增速有望保持 20% 以上，千亿市场规模可期。

● 奥佳华：产品竞争优势确立、自主品牌矩阵形成，国内市场高增长在望

公司深耕按摩器械领域，通过“海外并购+自设”已形成五大自主品牌全球布局，逐步建立起技术、品牌和渠道等多重竞争优势。公司聚焦“按摩椅+AI”战略，“4D 温感按摩机芯”和智能酸痛检测等技术研发业内领先；自主品牌奥佳华定位亚洲高端市场，明星产品“御手温感大师椅”奠定代际竞争优势，上市以来受到市场热捧；2019 年搭配第二品牌进一步开拓快速爆发的中低端市场。未来，公司一方面依托 ODM 深厚积淀稳固海外，联手 BJSC 开拓韩国等多个新市场；另一方面完善自主品牌矩阵发力内销，借助明星产品以点带面占位大众消费市场，有望在国内市场获得持续高增长，行业龙头优势地位进一步巩固。

● 风险提示：国内按摩椅渗透率提升不及预期，汇率风险等

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,294	5,447	6,826	8,517	10,490
增长率(%)	24.4	26.9	25.3	24.8	23.2
净利润(百万元)	345	439	563	733	960
增长率(%)	37.5	27.2	28.3	30.1	31.0
毛利率(%)	37.0	36.3	38.4	39.2	39.7
净利率(%)	8.0	8.1	8.3	8.6	9.2
ROE(%)	12.1	13.4	14.9	16.5	17.9
EPS(摊薄/元)	0.61	0.78	1.00	1.31	1.71
P/E(倍)	28.0	22.0	17.2	13.2	10.1
P/B(倍)	3.3	3.0	2.6	2.2	1.8

强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.05.14

收盘价(元):	17.21
一年最低/最高(元):	12.93/25.25
总股本(亿股):	5.61
总市值(亿元):	96.63
流通股本(亿股):	3.33
流通市值(亿元):	57.35
近 3 月换手率:	88.69%

中小盘研究团队

孙金钜(分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

黄泽鹏(联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

黄麟(联系人): 0755-82291898

证书编号: S0280118040003

王宁(联系人): 010-83561000

证书编号: S0280118060020

目 录

1、 全球化布局的按摩器械行业龙头.....	4
1.1、 专注按摩器械廿载，多品牌全球化布局	4
1.2、 经营稳健，按摩椅业务收入迅速增长	5
2、 护航大健康，按摩器械行业迎来黄金时代.....	7
2.1、 全球按摩器械行业增速稳定，格局分散	7
2.2、 中国按摩器械市场迎来快速发展期	7
2.3、 老龄化+健康需求提升，提供行业发展驱动力	9
2.4、 共享按摩模式爆发，有效加快消费者教育进程.....	10
2.5、 对标海外，国内按摩椅市场渗透率提升潜力巨大.....	11
3、 奥佳华：ODM 业务成熟，自主品牌开拓国内市场高增长.....	12
3.1、 深耕按摩器械领域，核心技术领先，品牌优势确立.....	12
3.2、 发力内销：品牌高端，明星产品助力国内市场高增长.....	14
3.3、 巩固海外：全球自主品牌+ODM 双轮驱动	16
3.4、 积极扩大产能，保障市场需求	18
4、 盈利预测和估值.....	19
4.1、 关键假设	19
4.2、 盈利预测与估值	19
5、 风险提示	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 公司深耕按摩器械十余年，由 ODM 走向自主品牌经营.....	4
图 2： 公司营收连年增长，2018 年突破 50 亿元	5
图 3： 2012-2018 年归母净利润 CAGR 接近 60%	5
图 4： 毛利率、净利率逐年稳健增长	5
图 5： 按摩椅毛利率在所有品类中最高	5
图 6： 国内市场崛起，收入占比不断提升	6
图 7： 2018 年按摩椅已成公司第一大品类产品	6
图 8： 2018 年全球按摩器械市场规模超过 130 亿美元	7
图 9： 全球按摩器械行业格局分散，品牌重叠度不高	7
图 10： 2017 年中国按摩器械出口占比达到 48%.....	8
图 11： 按摩器械出口市场奥佳华、荣泰健康份额居前	8
图 12： 国内按摩器械市场规模超过 120 亿	8
图 13： 奥佳华位居国内按摩椅品牌第一梯队	8
图 14： 按摩器械产品多种多样	9
图 15： 按摩椅销售占比在按摩器械各品类中最高	9
图 16： 中国老年人口逐渐增多、老龄化程度加剧	10
图 17： 亚健康人群拓展了按摩器械适用人群年龄段	10
图 18： 共享按摩椅在昆明长水机场铺设	10
图 19： 中国共享按摩椅运营商有摩摩哒、云享云等	10
图 20： 中国城镇居民逐步具备按摩椅消费能力	11
图 21： 中国豪华车渗透率逐年提升	11
图 22： 中国家用按摩椅保有率不足 1%.....	11

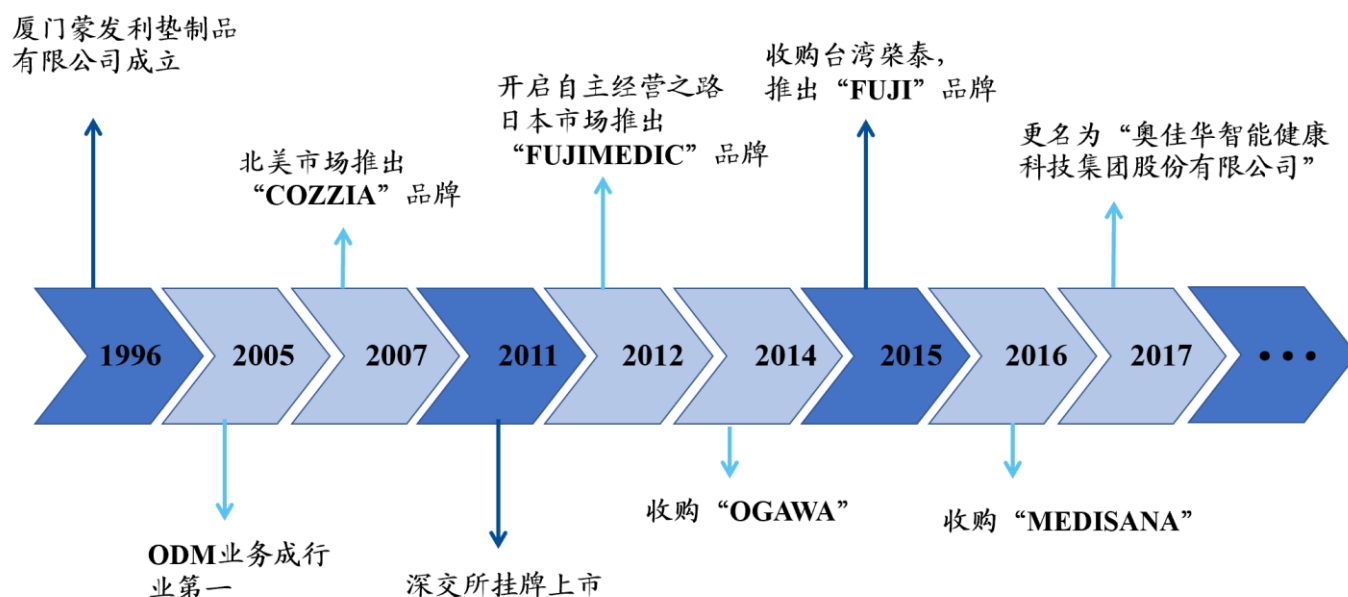
图 23: 中国有望开启千亿按摩椅市场	11
图 24: 公司按摩器械产品出口额位列行业第一	12
图 25: 公司自主品牌收入达 21.37 亿元 (2018 年)	13
图 26: 自主品牌销售占比已提升至 40% 左右	13
图 27: 公司研发投入相较主要竞争对手更多	13
图 28: 公司授权专利数量超过 500 个	13
图 29: 4D 温感按摩机芯, 升级按摩“芯”体验	14
图 30: 明星产品“御手温感大师椅”按摩体验更丰富	14
图 31: 2018 年公司新推出御手温感大师椅 AI 版	15
图 32: “千人千方”专属按摩程序成为 AI 版一大亮点	15
图 33: 奥佳华线上布局天猫平台	16
图 34: 奥佳华中国线下门店已达到 573 家	16
图 35: 奥佳华五大自主品牌布局全球	17
图 36: 2013-2018 年公司国外收入超过翻番	17
图 37: 2019-2021 年 BJSC 约定采购量逐年递增	17
图 38: 公司正在建设百万产能按摩椅基地, 保障市场需求	18
表 1: 公司产品主要分为保健按摩器械、健康环境和家用医疗等几大品类	4
表 2: 国内按摩椅市场可分成高、中、低三个价位区间段	9
表 3: 公司通过 OGAWA 等五大自主品牌布局全球市场	12
表 4: 奥佳华采用多种方式进行品牌营销推广	16

1、全球化布局的按摩器械行业龙头

1.1、专注按摩器械廿载，多品牌全球化布局

奥佳华是中国领先的集品牌、营销、研发、制造、服务为一体的国际化保健按摩器械产业集团，兼有全球自主品牌经营和 ODM 出口模式，主要产品包括保健按摩器械（按摩椅、按摩小电器）、健康环境产品（空气净化器、新风机等）和家用医疗产品（血压计、血糖仪、血氧计）等多个系列。1996 年，公司前身厦门蒙发利垫制品有限公司成立，2011 年在深交所成功挂牌上市，2012 年开启自主经营之路。目前公司旗下已建立五大自主品牌：奥佳华“OGAWA”、“FUJI”、“FUJIMEDIC”、“COZZIA”和“MEDISANA”，分别布局亚洲、北美及欧洲三大核心市场，多个品牌市场份额已位居当地前三。

图1：公司深耕按摩器械十余年，由 ODM 走向自主品牌经营



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

表1：公司产品主要分为保健按摩器械、健康环境和家用医疗等几大品类

类别	图例	代表产品	产品详情
保健按摩		御手温感大师椅 爱沙发 摩幻椅 背轻松 PLUS 足轻盈	保健按摩器械主要通过按摩、揉捏等按摩动作，对身体器官、肌肉、穴位等部位产生按摩刺激反射作用，起到加强人体新陈代谢、消除疲劳、缓解肌肉酸痛等保健功效。 保健按摩器械通常包括按摩椅、按摩小电器两大类： （1）按摩椅主要做全方位身体按摩，目前为公司第一大品类； （2）按摩小电器主要针对身体某部位进行按摩，比如肩部按摩器、脚部按摩器等。
健康环境		空气净化器 新风系统挂机 新风系统柜机	健康环境产品用于室内空气净化、通风。

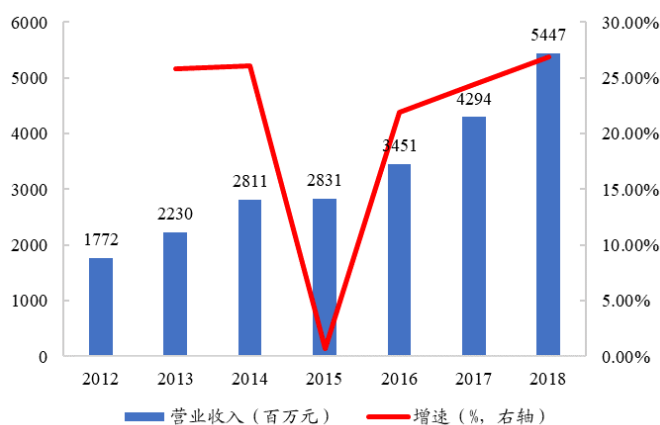
类别	图例	代表产品	产品详情
家用医疗		血压计、血糖仪、红外灯 睡眠监控器、体温计 健康分析体重秤	家用医疗产品主要指适于家庭使用的医疗器械，区别于医院使用的医疗器械，它操作简单、体积小且携带方便。 主要通过自主品牌“MEDISANA”销往欧洲市场。

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

1.2、经营稳健，按摩椅业务收入迅速增长

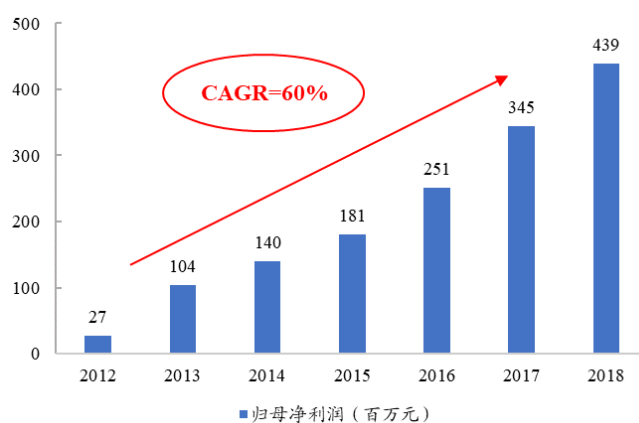
公司业绩连年增长，盈利能力不断增强。近年来，公司收入、业绩均保持稳定增长，营业收入已突破 50 亿元大关，2012-2018 年净利润 CAGR 高达 60%。2018 年，公司实现营业收入 54.47 亿元，同比增长 28.86%；归母净利润 4.39 亿元，同比增长 27.22%；扣非后归母净利润增长 30.91%，业绩表现亮眼。2019 年一季度，公司实现收入 12.43 亿元，同比增长 20.18%；归母净利润 0.37 亿元，同比增长 30.07%。盈利能力方面，公司毛利率、净利率保持稳中有升，2018 年公司毛利率、净利率分别达到 36.26%、8.13%；其中高毛利的按摩椅业务占比提升对公司整体毛利率提高做出较大贡献；2011-2018 年，按摩椅毛利率从 19.74% 大幅增长至 49.14%。

图2： 公司营收连年增长，2018 年突破 50 亿元



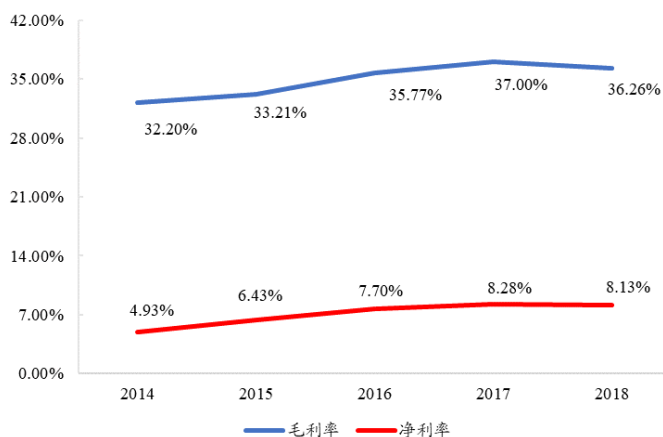
数据来源：公司公告、新时代证券研究所

图3： 2012-2018 年归母净利润 CAGR 接近 60%



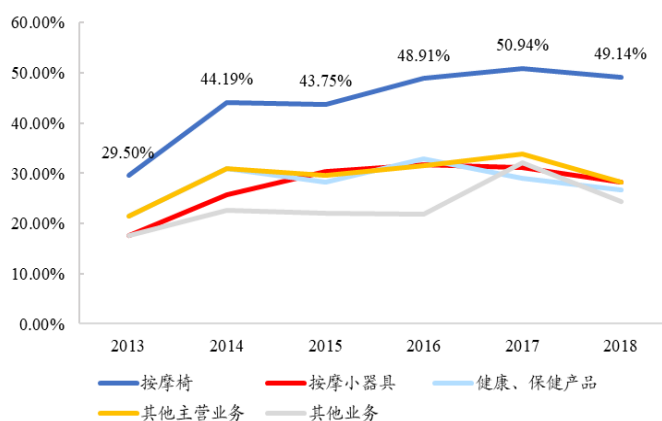
数据来源：公司公告、新时代证券研究所

图4： 毛利率、净利率逐年稳健增长



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

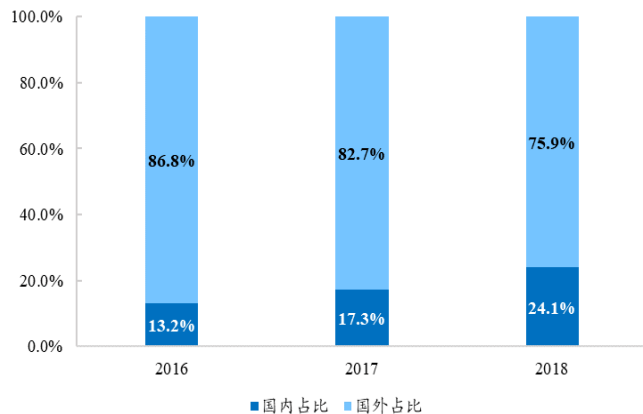
图5： 按摩椅毛利率在所有品类中最高



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

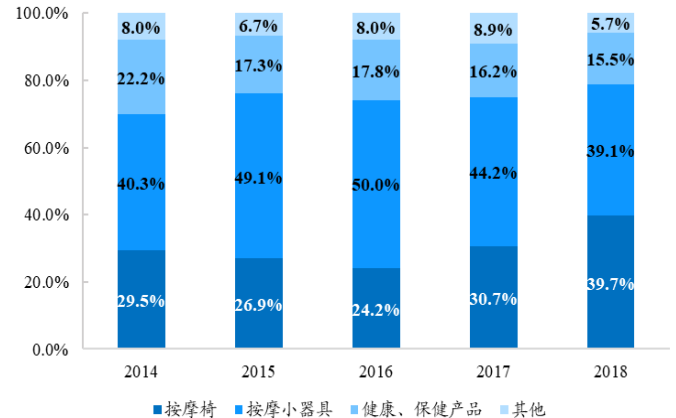
发力内销、国内市场崛起，按摩椅成为公司第一大产品品类。产品结构方面，公司主打产品为保健按摩器械（包括按摩椅、按摩小电器），2018 年保健按摩器械业务营收占比高达 78.8%。其中，按摩小电器在 2016 年之前为公司主要产品品类，收入占比达到 50%。但近几年随着国内共享按摩椅大范围铺设有效推进消费者教育，老龄化和健康需求驱动国内按摩椅行业步入发展快车道，公司也借助自主品牌奥佳华等发力国内市场，按摩椅业务获得较快增长。2018 年，公司按摩椅销量 37 万台、销售额突破 20 亿元，同比增长 62.86%，占主营业务收入比重已达到 39.69%，首次超过按摩小电器成为公司第一大产品品类。此外，国内市场通过全方位布局与拓展，中国奥佳华销售额亦大幅增长将近 70%，未来发展前景可期。

图6： 国内市场崛起，收入占比不断提升



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

图7： 2018 年按摩椅已成公司第一大品类产品



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

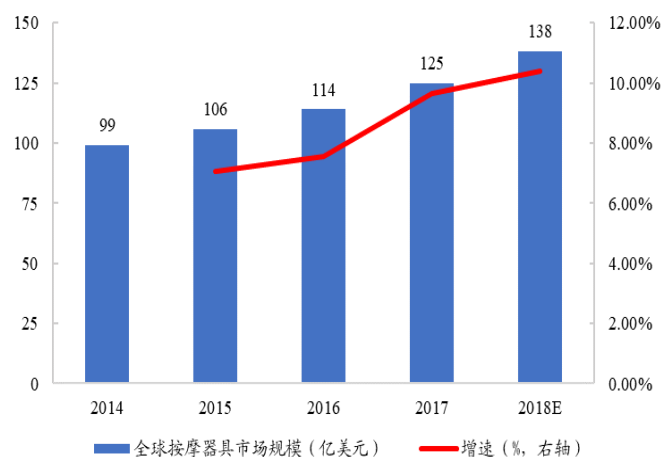
2、护航大健康，按摩器械行业迎来黄金时代

2.1、全球按摩器械行业增速稳定，格局分散

全球按摩器械市场规模超过 130 亿美元，增速相对稳定。根据通常定义，按摩器械主要通过手工或电动机驱动等方式来实现按摩、揉捏等按摩动作，从而对身体器官、肌肉、穴位等部位产生按摩刺激反射作用，起到加强人体新陈代谢、消除疲劳、缓解肌肉酸痛等保健功效。按摩器械通常包括按摩椅和按摩器两大类，其中按摩椅体积较大、主要进行全方位身体按摩，按摩器则主要针对身体某一部位进行按摩。从全球范围来看，按摩器械行业始于 20 世纪 60 年代，目前已经形成北美、欧洲、东亚和东南亚等主要消费区域。根据中国产业信息网数据，全球按摩器械市场规模稳定增长，2015 年以来增速均保持在 7% 以上，预计 2018 年达到 138 亿美元，合 940 亿人民币。

按摩器械行业格局相对分散，并未出现全球性龙头企业。目前全球按摩器械行业品牌重叠度不高，竞争格局较为分散，各个国家均有相对强势的按摩器械品牌：日本作为现代按摩器械发源地，市场主要为本土品牌，包括松下、大东、稻田和富士等；韩国市场则以 Body Friend 和 BJSC 两大品牌为主导，但二者并不自行生产，而主要由奥佳华、荣泰健康等中国企业代工；欧洲市场 Homedics、Imedics 等品牌最为知名；中国市场虽起步较晚，但发展很快，目前已经有傲胜、奥佳华和荣泰健康等多个品牌。整体来看，全球按摩器械品牌分布的区域特征较为明显，市场集中度较低，尚未出现全球性的按摩器械龙头企业。

图8： 2018 年全球按摩器械市场规模超过 130 亿美元



数据来源：中国产业信息网、新时代证券研究所

图9： 全球按摩器械行业格局分散，品牌重叠度不高

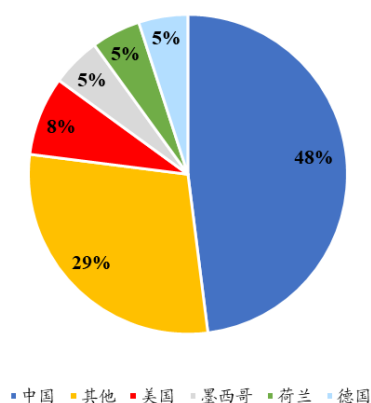


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2.2、中国成为按摩器械市场新的消费增长极

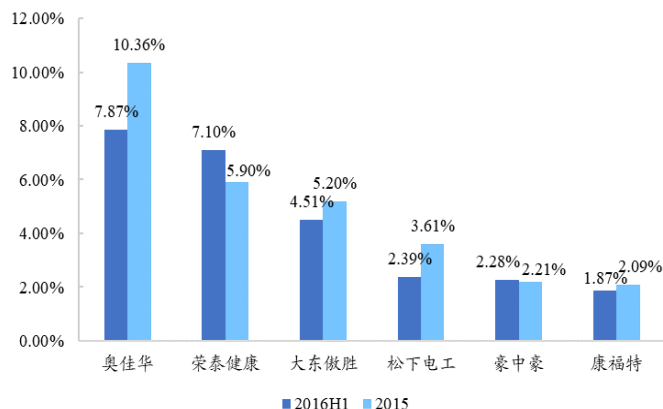
“中国制造”广受认可，中国是全球按摩器械主要生产地。2000 年之后，随着全球制造业向中国转移，中国出口的按摩器械凭借优良的质量和极具竞争力的价格广受认可，逐步发展成为全球按摩器械的主要生产地。根据 UN Comtrade（联合国商品贸易统计数据库）数据，2017 年全球按摩保健器与机械医疗器具贸易规模为 49 亿美元，其中中国出口占比达到 48%。在中国按摩器械出口市场中，奥佳华、荣泰健康和大东傲胜呈现三足鼎立格局，合计占据全行业将近 20% 的出口份额，其中奥佳华以超过 10% 的市场份额（2015 年）稳居行业龙头。

图10: 2017年中国按摩器械出口占比达到48%



数据来源: UN Comtrade、新时代证券研究所

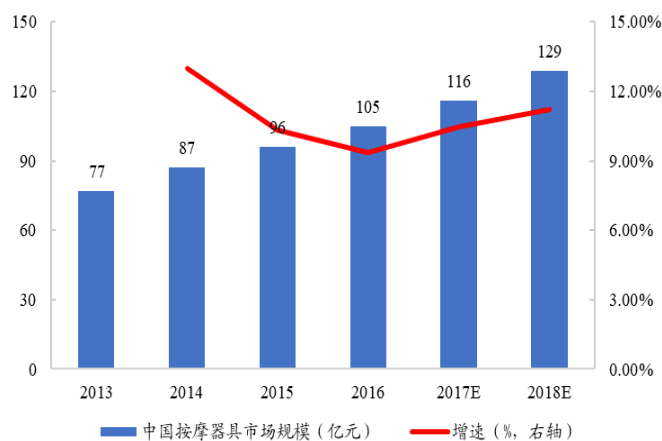
图11: 按摩器械出口市场奥佳华、荣泰健康份额居前



数据来源: 荣泰健康招股说明书、新时代证券研究所

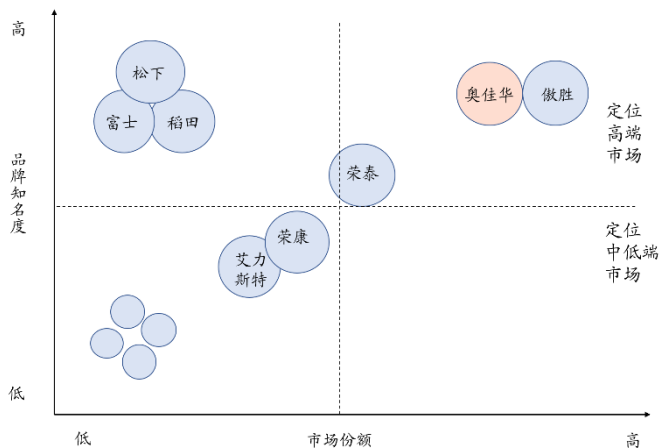
共享教育与消费升级驱动下, 中国市场角色已由生产基地转为新的消费增长极。受益于共享按摩带来的消费者教育, 叠加消费升级和大众健康意识增强, 近年来按摩器械越来越受到国人青睐, 逐渐走入寻常百姓家。中国也逐渐由按摩器械生产基地转变为新的主要消费市场。根据中商产业研究院数据, 2018年中国按摩器械行业规模已超过120亿元、且增长率保持在10%以上, 潜在增长空间广阔。市场格局方面, 傲胜和奥佳华品牌知名度和市场份额均较高, 位于行业第一梯队; 日资品牌松下、富士和稻田等品牌知名度高, 但产品主要出口至其本国市场, 在中国市场占有率不高; 中低端市场范围内, 各品牌之间差异化程度不高, 竞争较为激烈。

图12: 国内按摩器械市场规模超过120亿



数据来源: 中国医药保健品进出口商会、新时代证券研究所

图13: 奥佳华位居国内按摩椅品牌第一梯队



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

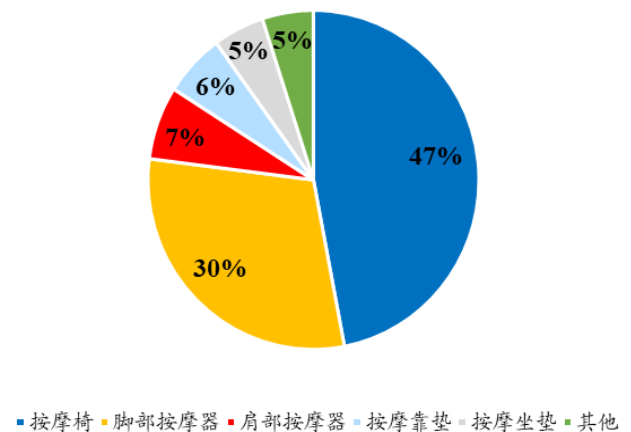
按摩椅为最主要的按摩器械产品, 奥佳华定位相对高端。具体产品类型方面, 按摩器械产品主要包括按摩椅、脚部按摩器、按摩坐垫以及其他小型按摩设备等。其中, 按摩椅作为高端按摩器械代表, 单价较高, 目前市场销售额占比在所有品类中最高, 2017年已接近47% (中国产业信息网数据); 其次为脚部按摩器械, 占比30%; 剩余25%的市场主要为肩部按摩器、按摩坐垫和按摩靠垫等其他小型按摩器械产品, 各品类占比相差不大, 在5%-7%之间。从产品销售价格分段来看, 目前中国按摩椅市场基本可分为三档——高端 (3万以上)、中端 (1~3万) 和低端市场 (1万以下)。其中, 奥佳华和傲胜等公司主要定位高端, 但在全部3档次价格段也都有产品覆盖, 从而满足不同层次消费者需求; 其他竞争对手则更多聚焦中低端市场。

图14: 按摩器械产品多种多样



资料来源: 奥佳华天猫商城、新时代证券研究所

图15: 按摩椅销售占比在按摩器械各品类中最高



数据来源: 中国产业信息网、新时代证券研究所

表2: 国内按摩椅市场可分成高、中、低三个价位区间段

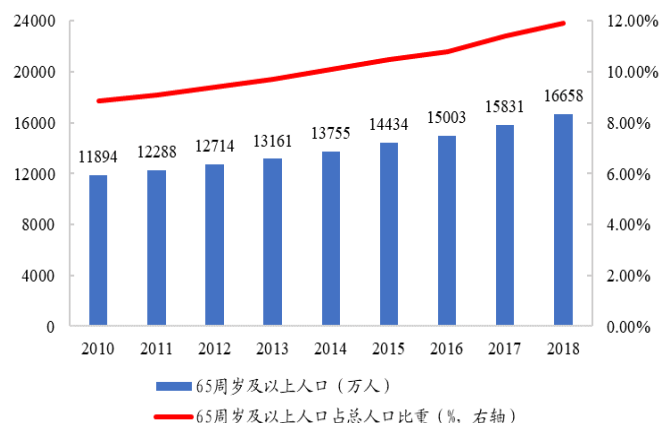
市场划分	品牌	最新主推产品	产品卖点
高端市场 (价格高于 30000 元)	奥佳华	OG7598C 御手温感大师椅	全新 4D 温感机芯、1.35 米超长 SL 型按摩导轨、超大 7 寸 LED 平板控制
	傲胜	OS-848 家用天王按摩椅	3D 零重力豪华太空舱、头部按摩、程序下载
	松下	EP-MA97	第二代 3D 为动作按摩机芯、智能体型侦测
中端市场 (价格 10000 元 -30000 元)	奥佳华	OG7586 大座家	第四代真 3D 机芯、百种组合手法、音锤同步按摩
	傲胜	OS-870 大天王椅	升级大天王、轨道按摩、双机芯、背部温热
	荣泰健康	RT7708	智能操控、全身舒展、足底三排滚轮刮痧按摩
低端市场 (价格低于 10000 元)	奥佳华	OG7105	泰式定位拉伸, 节奏摇篮体验, 颈肩抓捏按摩
	傲胜	OS-881 升级小天王 2	天赋 3D 手、背部温热、三椅合一
	荣泰健康	RT6125	小巧不占空间、7 大核心功能、操控灵活

资料来源: 公司公告、天猫商城、新时代证券研究所

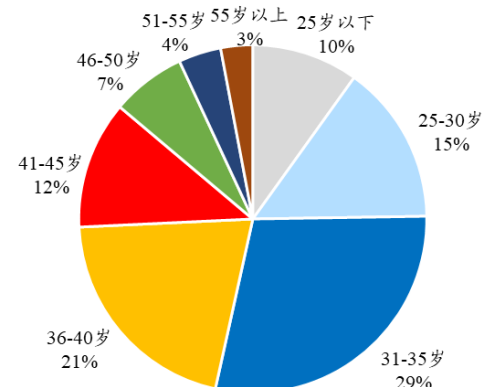
2.3、老龄化+健康需求提升, 提供行业发展驱动力

老龄化问题日趋严重, 按摩器械行业将显著受益于“银发经济”需求红利。根据国家统计局数据, 中国 65 周岁以上人口数量持续增长, 2018 年达到 1.67 亿、占全国人口 11.9%。根据联合国的最新标准, 65 岁以上老年人口占人口总数的 7%即意味着进入老龄化社会, 现阶段中国老龄化问题已经日趋严重。由于按摩器械可放松肌肉筋骨和紧张的韧带, 同时促进血液循环、缓解局部紧张, 能够有效满足老年人日常保健要求, 随着健康养生理念逐渐深入人心, 老年人群体对于保健按摩产品的需求非常巨大, 按摩器械行业将显著受益于老龄化带来的“银发经济”需求红利。

亚健康问题激发中青年人群按摩器械潜在需求。中国卫生组织调查显示, 75%的人群身处亚健康状态, 由亚健康状态所引发的身体部位酸痛、精神疲惫等问题, 也成为当代人急需解决的难题。根据中华中医药协会《亚健康中医临床指南》, 针灸和推拿按摩等干预措施对调节身体健康具有显著作用, 由此对应产生按摩器械市场需求。根据林克艾普数据, 目前亚健康状态人群中, 25-40 岁年龄段占比高达 65%, 相较老人而言, 中青年人群更易接受新事物、自主购买能力也更强, 因此也已经逐渐成为按摩器械产品新的购买群体, 按摩器械消费市场进一步扩张。

图16: 中国老年人口逐渐增多、老龄化程度加剧

数据来源: 国家统计局、新时代证券研究所

图17: 亚健康人群拓展了按摩器械适用人群年龄段

数据来源: 林克艾普、新时代证券研究所

2.4、共享按摩有效加快消费者教育进程

按摩产品+共享经济，共享按摩模式风靡全国。2016年5月，头等舱互联团队最早将两台结合移动支付的按摩椅样机投放在湖南某酒店大堂内，开启共享按摩椅业务。随后，摩摩哒、云享云等公司迅速跟进，大量共享按摩椅开始在国内的机场、高铁站和影院、商场铺设。共享按摩作为按摩椅和共享经济的结合，本质也是一种分时租赁模式，由共享运营商在公共场所铺设按摩椅并批量运营管理，消费者扫码付费享受按摩服务。由于共享按摩具备碎片化场景（单次使用时间短、有效利用公共场所碎片时间）、单次消费价低（每次只需要花费几元或者十几元）等优势，很快在大量场所得得到铺设拓展。截至2018年11月，国内高频使用共享按摩椅的公共场所数量已达20万家左右，未来可投放按摩椅数量超过200万台。

共享按摩消费者教育作用显著，按摩椅消费意识快速提升。早期由于按摩椅单价昂贵、家庭保有率低，大众消费者较少有机会接触、体验按摩椅。但共享按摩椅在公众场所的大量出现，使得越来越多的消费者有机会认识并亲身体验按摩椅，从而引发消费或购买欲望，孵化消费者潜在的按摩器械需求。根据奥佳华公司公告，许多线下门店反映，消费者是通过体验共享按摩椅后了解到这一品牌，进而去到门店完成购买。尽管共享按摩模式本身在2018年下半年以来遭遇到一定波折，但它对国内按摩椅市场的消费者教育作用非常显著，按摩椅消费意识在快速提升。

图18: 共享按摩椅在昆明长水机场铺设

资料来源: 搜狐、新时代证券研究所

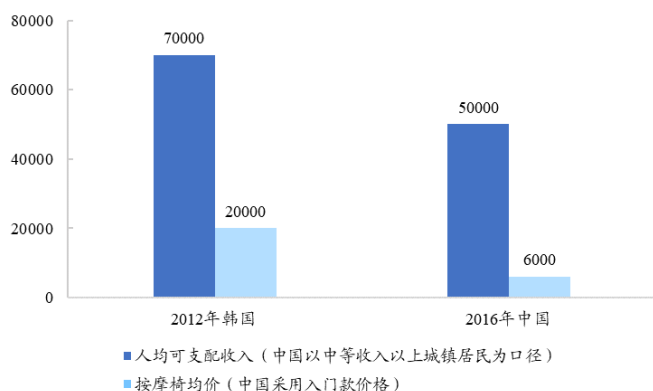
图19: 中国共享按摩椅运营商有摩摩哒、云享云等

资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

2.5、对标海外，国内按摩椅市场渗透率提升潜力巨大

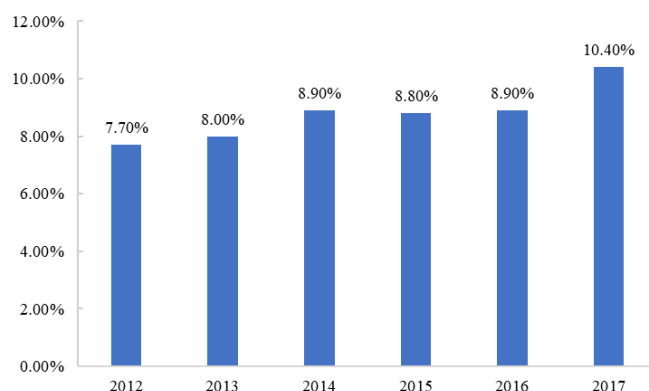
参照海外成熟市场发展历程，国内居民消费能力已达标。通过梳理韩国按摩椅市场的发展历程可以看到，2012 年韩国人均可支配收入达到 7 万元人民币（按摩椅均价约 2 万元），之后韩国按摩椅市场进入快速增长期，到 2017 年年平均增长率达 70%。根据《中国统计年鉴-2018》数据，2017 年中国中等收入以上城镇居民（约 4.88 亿人口）人均可支配收入已近 5 万元（对应入门款按摩椅均价约为 6000 元），基本拥有按摩椅消费能力。我们观察豪华车（与按摩椅类似，都属于高端产品且产品更新周期相近）在国内的发展历程：2012 年中国豪华车渗透率仅为 7.7%，经过逐年稳步提升，至 2017 年达到 10.4%。参照豪华车渗透率提升路径，我们认为未来中国按摩椅市场也会迎来渗透率的逐步提升，按摩椅行业正迎来发展新时代。

图20：中国城镇居民逐步具备按摩椅消费能力



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

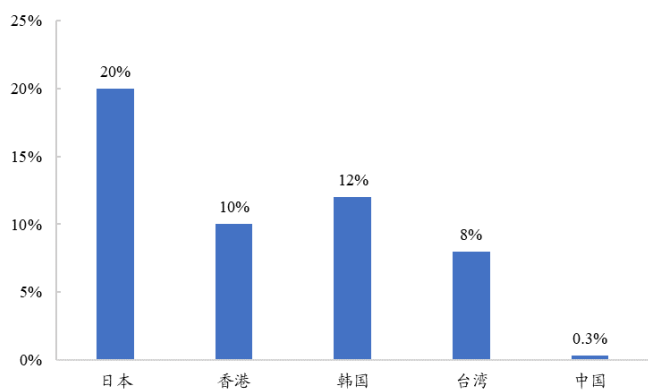
图21：中国豪华车渗透率逐年提升



数据来源：中国汽车流通协会、新时代证券研究所

中国家用按摩椅保有率不足 1%，对标海外发展空间大，有望开启千亿级别市场。从近两年的发展情况来看，中国按摩椅市场已开始加速增长，但是从保有率上来看，目前中国家用按摩椅保有率仍不足 1%。对标海外市场，同属东亚文化圈的日本、韩国、香港、台湾，按摩椅市场保有率均在 10% 左右（日本最高达到 20%），相较而言中国按摩椅市场还仅仅处于起步阶段。这里，我们参考《中国统计年鉴-2018》数据，对中国按摩椅的潜在市场空间进行测算：以中国中等收入以上城镇家庭户数约 1.61 亿户（每户按 3.03 人次算）为基数，若未来成熟阶段市场渗透率达到 10%，即有 1610 万户家庭购买按摩椅（均价 6000 元），则对应市场空间将达到 966 亿，对比现在存在十倍以上成长空间。

图22：中国家用按摩椅保有率不足 1%



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

图23：中国有望开启千亿按摩椅市场



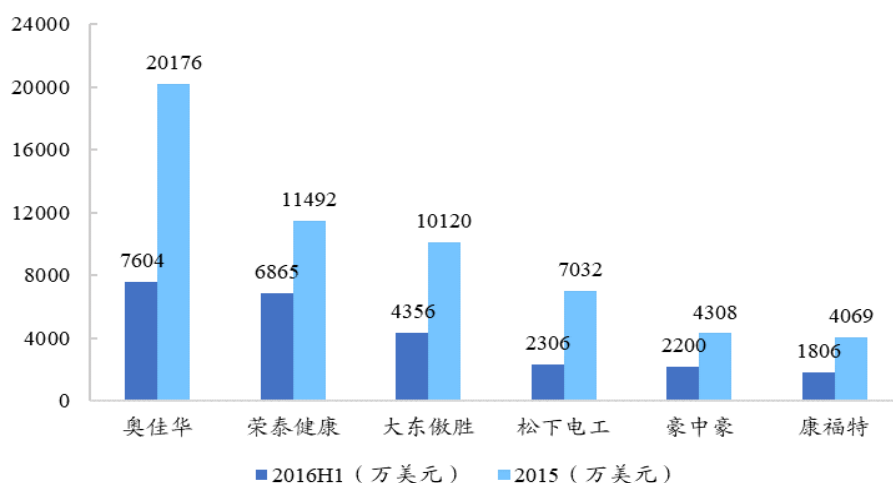
数据来源：公司公告、新时代证券研究所

3、奥佳华：ODM 业务成熟，自主品牌开拓国内市场高增长

3.1、深耕按摩器械领域，核心技术领先，品牌优势确立

公司以 ODM 业务发家，深耕按摩器械领域十载，稳居出口份额龙头。公司成立于 1996 年，自成立以来专注于按摩器械领域，前期主要采用 ODM 代工出口模式，后期开始发力自主品牌经营。中国按摩器械出口领域，公司占据绝对领先地位，自 2005 年以来连续十四年稳居行业龙头。公司产品销售范围遍及全球 60 多个国家和地区，并与 Homedics、Honeywell、日本松下等一系列国际领先健康品牌建立了稳固合作关系。

图24： 公司按摩器械产品出口额位列行业第一



数据来源：荣泰健康招股说明书、新时代证券研究所

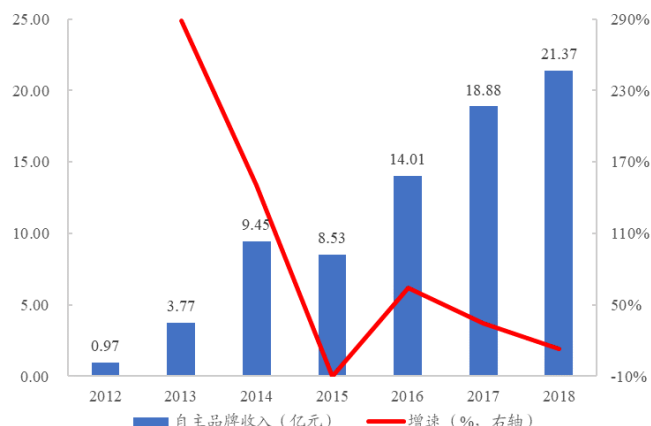
开启自主品牌经营之路，五大品牌布局全球，升级国际化品牌运营商。2012 年公司开始创立自主品牌，近年来通过海外并购+自设方式，已逐步完成五大品牌的全球布局：“奥佳华 (OGAWA)”为集团自主品牌核心，定位亚洲高端市场；FUJIMEDIC、FUJI、COZZIA、MEDISANA 分别深耕日本、台湾、北美、欧洲市场，并逐渐扩大业务范围、辐射周边国家及地区。2018 年公司自主品牌收入达到 21.37 亿元，2012-2018 年复合增速高达 67%，现已由 ODM 出口商升级转型为国际化自主品牌运营商。

表3： 公司通过 OGAWA 等五大自主品牌布局全球市场

品牌	发展地区	收购或设立情况	品牌发展情况
OGAWA	亚洲	1996 年创立于马来西亚，2013 年被蒙发利收购。	在亚洲拥有 800 多家专柜网点，聚焦中高端百货、核心商业区；曾被美国“读者文摘”杂志评为亚洲最值得信赖品牌。
COZZIA	北美	2007 年由蒙发利独资新建设立于美国洛杉矶	主要销售网络覆盖美国和加拿大，精准定位 Wellness For Home，在北美拥有 800 多家专柜网店，北美市场份额达到 13%。
FUJI	中国台湾	2009 年成立于台湾，2015 年蒙发利收购其 60% 股权	每年超过 10000+ 家庭购买，台湾知名演员林依晨、陶晶莹代言，明星产品“爱沙发”、“爱膝足”占有台湾地区 60% 市场份额。
FUJIMEDIC	日本	2012 年与富士医疗合资成立，蒙发利持股 51%	在日本拥有 300 多家专柜网点，产品以按摩器械、健身康体为主；渠道多元，布局量贩店、电视购物、网络通路、家居中心。
MEDISANA	欧洲	1982 年成立于德国，2015 年被蒙发利全资收购	全球网点超过 10 万家，营销网络覆盖 35 个国家，在欧洲市场享有高知名度，拥有业界领先健康管理系统，是移动健康先锋。

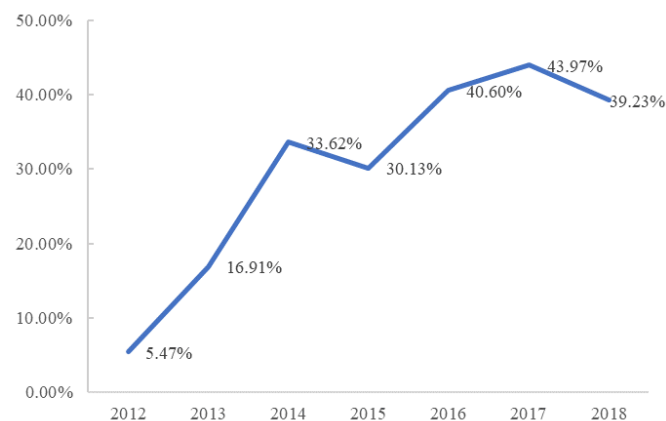
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图25: 公司自主品牌收入达 21.37 亿元 (2018 年)



数据来源: 公司公告、新时代证券研究所

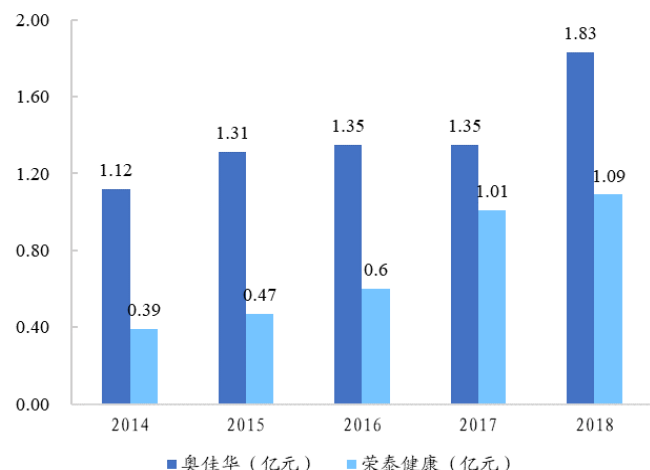
图26: 自主品牌销售占比已提升至 40% 左右



数据来源: 公司公告、新时代证券研究所

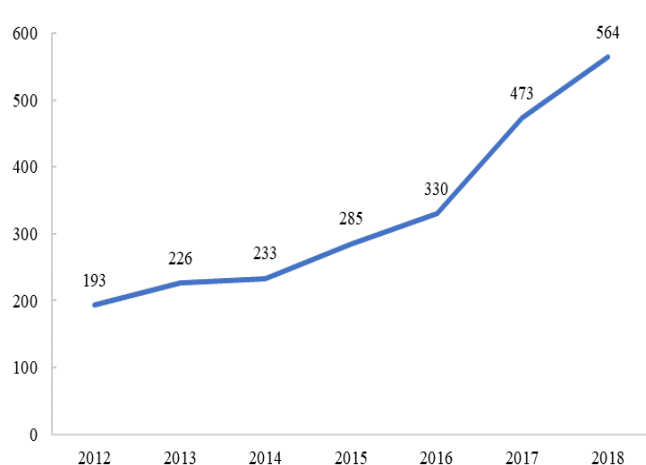
公司拥有业内唯一国家级企业技术中心, 持续保持大量研发投入, 核心技术领先。奥佳华自成立以来始终重视研发创新, 2018 年研发投入达到 1.83 亿元, 同比增长 36%, 占公司营收比重达到 3.6%。目前, 公司拥有业内规模最大的技术研发团队, 拥有 900 多名专业技术人才。除集团总部技术中心外, 公司还在科技前沿阵地以色列、日本等地设立多个研发中心, 开展本土化产品研发及大健康领域前沿技术研究。除此之外, 公司也与在技术层面具备先发优势的松下、富士、发美利等日系品牌展开多方位的深度技术合作。经过长期积累与沉淀, 2018 年公司新增获授专利 123 件 (累计取得 564 件), 其中多项自主研发核心技术达到国际领先水平。目前, 公司拥有行业唯一的国家级企业技术中心、行业首个博士后科研工作站, 是国内唯一掌握一到六代按摩椅技术的厂家, 技术领先优势明显。

图27: 公司研发投入相较主要竞争对手更多



数据来源: 公司公告、新时代证券研究所

图28: 公司授权专利数量超过 500 个



数据来源: 公司公告、新时代证券研究所

4D 温感按摩机芯和智能酸痛按摩检测为公司特有高端技术, 已形成代际领先优势。“4D 温感按摩机芯”可以实现精准穴位定位, 结合“力反馈闭环控制”技术, 可根据各部位肌肉紧张程度自动反馈所需按摩力道, 给予仿真人手般轻重缓急的按摩手法, 标志着按摩椅技术进入精准按摩时代。此外, 智能酸痛检测技术对用户进行全身体检并对其身体健康状况进行持续监控, 通过握力、出汗等信息, 结合云端医学大数据分析数据库, 可以做到科学分析用户健康状况, 进而为用户提供更加精准、智能化、个性化的健康管理解决方案。该技术开创性地实现了按摩椅设备与用户体征的

多维交互，有效提升了公司在大健康领域的渗透力。目前，这两项技术已分别应用于公司旗舰新品御手温感大师椅及健康管理椅上，使公司在第五代及第六代按摩椅布局上赢得先机，与竞争对手拉开一定距离。

图29： 4D 温感按摩机芯，升级按摩“芯”体验



全新4D温感机芯
升级按摩“芯”体验

- 全新升级4D机芯，突出量约达100mm、横向按摩约达185mm的超广按摩面积，带来更精准的按摩体验
- 按摩轮快速加热技术，50度温热按摩头深层放松背部紧绷肌肉，释放脊椎压力
- 快捷精准肩部检测技术，智能人体重量灵敏感应

每一块脊椎 都会感谢你

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

3.2、发力内销：品牌高端，明星产品助力国内市场高增长

以奥佳华“OGAWA”为公司自主品牌核心，定位高端市场，掌握产业链话语权。2012 年公司开启自主品牌经营战略，2014 年成功收购 OGAWA 品牌，并以之为公司自主品牌核心，进军高端市场。目前 OGAWA 品牌在中国大陆、香港、台湾和菲律宾等 20 余个国家与地区开展跨国经营，在全球已拥有 800 多家专柜网点，跻身世界知名健康品牌前列，成为亚洲市场上唯一一家集研发、制造、品牌、服务为一体的国际性品牌。由于中高端按摩椅在机芯、智能交互、人体工学和软件控制等方面技术门槛较高，国内实现突破的公司较少，因此公司作为唯一掌握六代生产技术的高端品牌商，掌握了产业链的话语权。

明星产品“御手温感大师椅”凭借 4D 温感机芯等领先技术，推出后好评如潮。经过长期技术储备与积累，公司产品力显著提升，“高品质、高技术、高颜值、高价值”的产品不断满足新时代消费者的需求。2017 年，公司推出御手温感大师椅，凭借业内首创的御手温感 4D 机芯以及独到的脊椎和全身多个穴位精准按摩等产品特点，2018 年在全球持续热销超 3.7 万台（2017 年为 2 万台），树立了按摩椅行业新的标杆。

图30： 明星产品“御手温感大师椅”按摩体验更丰富



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

贯彻“按摩椅+AI”战略，“千人千方”程序加持，御手温感大师椅 AI 版更上一层楼。2018 年 10 月，公司正式发布全新升级的御手温感大师椅 AI 版，“千人千方”的专属按摩程序成为一大亮点。该程序集合了百位按摩大师的绝佳手法，以全新 AI 智能算法，为用户带来媲美真人的大师级按摩体验。同时，这一版本还配备了疲劳感测系统、NIDEC 无刷电机、4 核处理器和 24 颗精密传感器等配置，给予用户更精准的健康评估、更细腻的按摩手法和更柔和到位的按摩体验，再一次引领行业潮流。公司贯彻“按摩椅+AI”战略，持续新品迭代引领高端市场。

图31： 2018 年公司新推出御手温感大师椅 AI 版



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

图32： “千人千方”专属按摩程序成为 AI 版一大亮点



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

明星代言助力品牌推广，结合年轻化沟通方式，多方位营销锦上添花。近年来，公司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，多角度、全方位传递健康理念、塑造品牌形象。2018 年 10 月，在上海中心携手知名歌手陈奕迅推出御手温感大师椅 AI 版；11 月，作为按摩椅行业唯一国际品牌代表，进驻首届中国国际进口博览会；此外，金砖国家峰会主会场、上海劳力士大师赛和知名综艺、热门电影中也都能看到奥佳华按摩椅的身影。同时，公司结合中国年轻化消费趋势，推出网红直播、KOL 种草、粉丝活动等多种年轻化的沟通方式，以有趣轻松感性的方式持续向大众展示按摩椅使用场景。通过持续多年的品牌推广，奥佳华“OGAWA”正逐步将高科技、国际化、健康时尚的品牌印记植

入消费者头脑中，开始由售卖产品向传递健康生活方式转型。

表4：奥佳华采用多种方式进行品牌营销推广

营销方式	具体营销情况
明星代言	自主品牌 OGAWA 曾邀请周华健、张东健等知名艺人为产品代言；2018 年携手香港著名男歌手、演员陈奕迅，推出升级力作——御手温感大师椅 AI 版。
高端会议合作	2017 年 9 月，奥佳华 OGAWA 进驻金砖国家峰会主会场，获得各国政要等参会嘉宾的一致好评；2018 年 11 月，奥佳华 OGAWA 参与了首届中国国际进口博览会，展示国际大牌风采。
体育营销	连续赞助上海劳力士大师赛十年，获得组委会授予的“大师赛十年纪念奖”
娱乐节目赞助	连续两年赞助浙江卫视综艺王牌节目《中国好声音》，独家冠名其衍生节目《真声音》；电影《西虹市首富》中也能看到奥佳华按摩椅的身影。
年轻化营销	网红直播、KOL 种草、粉丝活动等多种年轻化的沟通方式，以有趣轻松感性的方式持续向大众展示按摩椅使用场景。

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

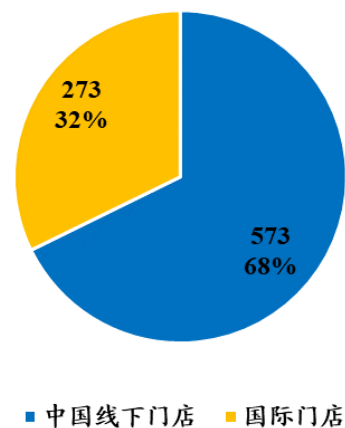
线上线下双管齐下，全渠道发力推动国内市场销售快速增长。公司主张线下“直营抓服务、提店效，经销做下沉、拓门店”、线上“打品牌、提份额”，全渠道发力销售。（1）线上方面，公司主要以自主运营团队为核心，在京东、天猫等电商平台销售，2018 年线上销售额同比增长 155%；通过不断推出高性价比的线上专供新品，持续放大奥佳华品牌影响力。除奥佳华品牌外，公司也在线上渠道销售 5000 元价位段的高性价比按摩椅产品（例如小米有品渠道品牌“一维”）。（2）线下方面，公司主要聚焦线下高端百货和 shopping mall 渠道，同时重点开拓汽车 4S 店和家居渠道，全渠道整合营销。截至 2018 年，奥佳华门店总数 846 家，其中国际线下门店 273 家，中国区线下门店共计 573 家，包括直营门店超过 100 家（一线为主树立品牌形象，2018 年店效提升明显）和经销门店超过 460 家（下沉二三线城市、拓宽覆盖范围，2018 年门店数量快速增长）。2018 年，奥佳华中国全渠道销售额达到 5.78 亿元，同比增长 69.91%。

图33：奥佳华线上布局天猫平台



资料来源：天猫商城网站、新时代证券研究所

图34：奥佳华中国线下门店已达到 573 家



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

3.3、巩固海外：全球自主品牌+ODM 双轮驱动

五大自主品牌国际化布局，形成全球品牌网络。2012 年，公司开始经营自主品牌，积极开拓国外市场，目前全球范围内已形成五大自主品牌。“OGAWA”（亚洲）、“FUJI”（台湾）和“COZZIA”（北美）三大品牌凭借其深厚品牌积累、本土化营销推广和明星爆款产品打造，在各自市场中成长迅速，推动公司国际市场业绩提升。根据公

司 2018 年中报资料，奥佳华国际通过精准投放明星产品广告，店效同比增长 25%；“FUJI”在台湾市场新品“爱沙发”占据沙发按摩椅系列产品 60%以上份额；“COZZIA”主推御手温感大师椅在美国市场传统家居渠道及新开拓亚裔渠道热销，同比增长 44%。2018 年全年，“OGAWA”、“FUJI”和“COZZIA”三大按摩椅自主品牌合计销售同比增长 34.15%。此外，公司通过“FUJIMEDIC”与“MEDISANA”品牌布局日本和欧洲市场，分别以按摩小电器和家用医疗产品销售为主。奥佳华旗下五大自主品牌深耕国际市场多年，全球品牌网络已初步形成。

图35： 奥佳华五大自主品牌布局全球



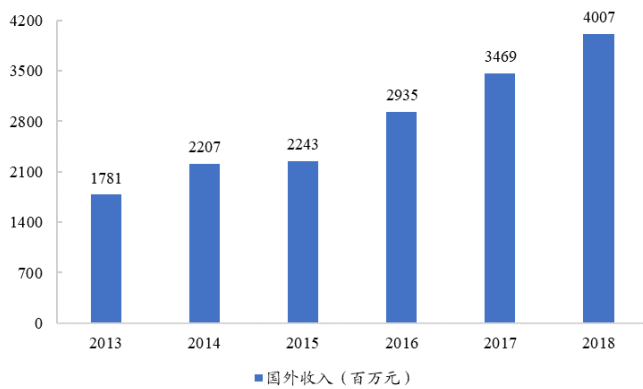
资料来源：公司官网、新时代证券研究所

2018 年 ODM 业务增长 34%，合作客户渠道实力强劲，提供有力销售保障。公司海外 ODM 业务积淀深厚，下游合作客户均为全球著名品牌商，例如北美地区 Homedics、日本 ATEX 和东南亚 OGAWA（2013 年并购前双方已稳定合作十年）等。公司海外合作伙伴在当地均有多年积累，渠道实力强劲，也为公司 ODM 产品销售提供了重要保障。2018 年，公司全球 ODM 业务受益于传统市场稳健增长及韩国等新市场放量突破，销售收入实现同比增长 33.78%。依托国际市场自主品牌和 ODM 业务贡献，公司国外收入持续稳定增长，从 2013 年的 17.8 亿元到 2018 年的 40.1 亿元，五年时间实现翻番。未来公司将继续以自主品牌与 ODM 双轮驱动模式，提升国际市场按摩椅业务份额。

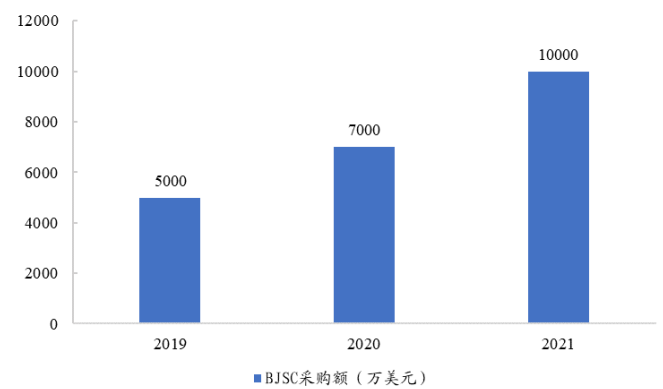
与韩国按摩器械供应商 BJSC 展开合作，新市场开拓首战告捷。在稳步提升国际自主品牌按摩椅销售的同时，公司 2018 年也开始在韩国、美国、印尼和中东的新市场开拓探索。2018 年 9 月，公司与韩国按摩器械巨头 Bok Jung Scale Corp（BJSC）正式确立合作伙伴关系，约定往后三年由 BJSC 向公司采购分别不低于 5000 万、7000 万及 10000 万美元的按摩椅产品。BJSC 是韩国领先的按摩器械和健康器械销售商，旗下 Cozyrna 等品牌渠道资源丰富。双方合作后，奥佳华针对韩国市场开发的系列按摩椅产品将全面进入 Cozyrna 线下入驻的三星、Himart、Emart 等主流大型卖场。与奥佳华合作后，2018 年四季度 BJSC 在韩国按摩椅市场收获快速增长，市场份额跃居第二仅次于 Body Friend。2018 年，公司在韩国市场 ODM 按摩椅业务销售额近 3000 万美金，同比增长 162%，未来 3 年来自 BJSC 的采购订单将对公司业绩做出积极贡献。

图36： 2013-2018 年公司国外收入超过翻番

图37： 2019-2021 年 BJSC 约定采购量逐年递增



数据来源：公司公告、新时代证券研究所



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

3.4、积极扩大产能，保障市场需求

发行可转债建设百万台按摩椅基地，突破产能瓶颈。公司在按摩器械领域拥有二十余年的制造技术积累与储备，截至2018年，公司年总产能共计2130万台：其中智能化按摩椅年生产能力30万台、专业按摩器械年生产能力合计超过1700万台、健康环境产品年生产能力近400万台，是目前全球最大的保健按摩器械专业生产基地。在国内按摩椅市场飞速发展背景下，目前公司按摩器械产品产能已接近饱和。为快速提升按摩椅产能以满足市场需求，2019年2月，公司公告拟发行12亿元可转债，用于建设国家级按摩椅行业工业4.0示范基地，扩大保健按摩产品的生产规模。募投项目拟于2023年全部达产，达产后将新增50万台智能按摩椅和1560万台按摩小电器产能，可有效缓解产能瓶颈，进一步提高生产效率，为公司未来全球业务快速发展奠定坚实基础。

图38： 公司正在建设百万产能按摩椅基地，保障市场需求



资料来源：公司公众号、新时代证券研究所

4、盈利预测和估值

4.1、关键假设

- (1) 国内市场保持高增长：大众消费时代，国内市场按摩椅渗透率逐步提升，自主品牌发力推动公司内销保持 50% 的高增长水平；
- (2) 自主品牌+ODM 双轮驱动，海外市场持续放量：五大自主品牌继续巩固海外市场；ODM 方面拓展 BJSC 等新合作伙伴，打开韩国等新市场；
- (3) 受益于产品结构优化，整体毛利率稳中略有提升；随着规模效应体现，费用控制整体稳定。

4.2、盈利预测与估值

公司是全球化自主品牌+ODM 双轮驱动的按摩器械行业龙头。我们认为，在人口老龄化和消费升级背景下，随着共享按摩对大众消费者有效教育，中国按摩保健行业将迎来渗透率加速提升的黄金发展期。公司聚焦“按摩椅+AI”战略，技术与产品力突出，自主品牌矩阵形成，国内市场有望获得加速增长。

我们预计公司 2019-2021 年收入为 68.26/85.17/104.90 亿元，归母净利润分别为 5.63/7.33/9.60 亿元，对应 EPS 分别为 1.00/1.31/1.71 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 17/13/10 倍。

首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5、风险提示

自主品牌经营风险；

国内按摩椅渗透率提升不及预期；

海外市场开拓风险；

原材料价格上涨；

人民币汇率波动风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3525	4238	4896	5771	7203	营业收入	4294	5447	6826	8517	10490
现金	760	1341	1457	1789	2570	营业成本	2705	3472	4204	5179	6322
应收账款	595	920	988	1407	1526	营业税金及附加	27	31	39	48	59
其他应收款	151	0	190	47	244	营业费用	813	996	1283	1601	1972
预付账款	78	148	100	193	197	管理费用	392	368	683	852	1028
存货	749	861	1089	1313	1619	财务费用	74	-16	30	29	28
其他流动资产	1192	967	1074	1021	1047	资产减值损失	-13	17	10	10	10
非流动资产	1322	1724	1854	2005	2160	公允价值变动收益	0	11	8	6	8
长期投资	31	29	27	26	24	投资净收益	94	-18	45	30	30
固定资产	606	627	731	850	979	营业利润	399	523	650	854	1129
无形资产	317	535	592	657	715	营业外收入	10	4	12	9	8
其他非流动资产	369	533	504	472	443	营业外支出	6	2	5	4	4
资产总计	4848	5961	6751	7776	9363	利润总额	403	524	658	859	1133
流动负债	1693	2572	2851	3196	3875	所得税	48	81	92	118	163
短期借款	361	448	448	448	448	净利润	355	443	566	740	970
应付账款	733	830	1062	1269	1576	少数股东损益	10	4	3	7	10
其他流动负债	600	1293	1341	1479	1850	归属母公司净利润	345	439	563	733	960
非流动负债	225	87	87	83	77	EBITDA	512	636	756	972	1253
长期借款	189	53	53	49	44	EPS (元)	0.61	0.78	1.00	1.31	1.71
其他非流动负债	36	34	34	34	34						
负债合计	1919	2659	2938	3279	3952	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	36	58	61	68	78	成长能力					
股本	561	561	561	561	561	营业收入(%)	24.4	26.9	25.3	24.8	23.2
资本公积	1185	1200	1200	1200	1200	营业利润(%)	36.0	30.8	24.5	31.4	32.1
留存收益	1237	1620	2071	2679	3485	归属于母公司净利润(%)	37.5	27.2	28.3	30.1	31.0
归属母公司股东权益	2892	3245	3752	4429	5333	获利能力					
负债和股东权益	4848	5961	6751	7776	9363	毛利率(%)	37.0	36.3	38.4	39.2	39.7
						净利率(%)	8.0	8.1	8.3	8.6	9.2
						ROE(%)	12.1	13.4	14.9	16.5	17.9
						ROIC(%)	10.6	11.2	13.0	14.6	16.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	39.6	44.6	43.5	42.2	42.2
						净负债比率(%)	-6.5	-21.3	-24.7	-28.4	-38.1
						流动比率	2.1	1.6	1.7	1.8	1.9
						速动比率	1.6	1.3	1.3	1.4	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
						应收账款周转率	7.0	7.2	7.2	7.1	7.2
						应付账款周转率	4.1	4.4	4.4	4.4	4.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.61	0.78	1.00	1.31	1.71
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.96	0.92	1.19	2.03
						每股净资产(最新摊薄)	5.15	5.78	6.68	7.89	9.50
						估值比率					
						P/E	28.0	22.0	17.2	13.2	10.1
						P/B	3.3	3.0	2.6	2.2	1.8
						EV/EBITDA	18.6	14.2	11.6	8.7	6.1

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	303	476	514	666	1142
净利润	355	443	566	740	970
折旧摊销	97	121	112	133	157
财务费用	74	-16	30	29	28
投资损失	-94	18	-45	-30	-30
营运资金变动	-74	-64	-141	-200	26
其他经营现金流	-55	-27	-8	-6	-8
投资活动现金流	-122	-267	-189	-247	-274
资本支出	114	431	132	152	157
长期投资	167	494	2	2	2
其他投资现金流	158	658	-55	-93	-115
筹资活动现金流	-141	-58	-210	-86	-88
短期借款	-212	88	0	0	0
长期借款	163	-135	-1	-4	-6
普通股增加	6	1	0	0	0
资本公积增加	73	16	0	0	0
其他筹资现金流	-171	-27	-209	-82	-82
现金净增加额	25	146	115	333	781

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>