

奥佳华 (002614)

证券研究报告
2021年06月28日

国产按摩椅崛起，高性价比产品引领新浪潮

按摩椅行业：“高性价比”驱动国内市场渗透率拐点到来

我们看好按摩椅行业的高成长性：1) 渗透率角度：我们测算按摩椅行业20年渗透率不足1%，对标海外成熟市场渗透率高达10%（日本20%），我们认为按摩椅行业或将经历“技术迭代→使用价值→渗透率提升”的成长路径，至25年国内按摩椅渗透率有望提升至4%；2) 市场空间：我们测算国内家用按摩椅市场规模至25年或达286亿，20-25年行业复合增速36.6%。我们认为国内按摩椅行业国产品牌技术已具备较好的技术积淀，叠加疫情之后以奥佳华为首的产品价格下沉策略，当前按摩椅行业的阶段或可类比16年扫地机器人“高性价比”引爆市场阶段，迎来加速渗透期。

保健按摩业务：三大核心竞争力—技术领先、战略前瞻、产能储备充足
自公司实施双品牌战略以来，20年“双11”实现2.1亿销售额，21年“6.18”按摩椅全网销售额1.4亿，同比增长均近100%，我们认为公司三大核心竞争力为：1) 技术领先：我们对市面上5大品牌不同价格带产品的性能对比，对于中低端产品，奥佳华品牌性能远优于国外品牌，且在核心功能基本相同的情况下，奥佳华的价格比荣泰价格相对更低；对于高端产品，奥佳华与荣泰、傲胜的高端产品相比，公司具备4D机芯（可调节按摩头伸缩长度）技术；2) 战略前瞻：公司海外布局早，自主品牌COZZIA在北美市场市占率达到13%，FUJI品牌在中国台湾市占率达到第二。国内线下以经销为主，线下门店数量约483家，线上通过站外种草、专业测评以及头部主播薇娅、罗永浩、雪梨等直播带货等新兴营销方式获得更多品牌外露。3) 产能储备充足：20年末荣泰和奥佳华的按摩椅产能为27、70万台，扩产完成后将达到72、95万台，奥佳华产能储备明显优于同行。

健康环境业务：政策促进家庭新风发展，打造公司第二增长极

我国目前精装修新风系统配置率低，仅为29%，新房渗透率约为8%，对标发达国家90%的渗透率，上升空间较大。政策方面，江苏政府已明确出台文件要求省内新房交付必须安装新风系统，北京、上海等地也开始重视新风系统的安装。20年公司引入战略股东保碧基金，我们测算两家地产预计每年新风系统采购量约为8亿元，我们认为随着下游地产的精装率和新风配置率提升，公司客户的不断拓展，新风业务业绩将迎来放量。此外公司计划将健康环境业务分拆上市，我们认为，2021年是产业纵横兑现的起点，与地产商的深度合作有望打造公司第二增长曲线。

投资建议：我们持续看好按摩保健业务的持续增长能力以及健康环境板块打开的潜在增长空间，上调21-23年公司归母净利润至6.5、9.0、11.3亿元（前值6.5/8.2/10.5亿元），对应PE 22.0/15.8/12.7倍，参考可比公司21年平均PE 29x，认可给予公司21年30x倍PE水平，对应目标价31.2元，维持“买入”评级。**风险提示：**行业竞争加剧、产能消化不及预期、新风业务拓展不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,276.27	7,049.16	8,988.33	10,254.30	11,782.51
增长率(%)	(3.13)	33.60	27.51	14.08	14.90
EBITDA(百万元)	618.66	1,176.30	1,499.89	1,711.14	1,966.16
净利润(百万元)	288.98	450.49	650.21	902.92	1,126.68
增长率(%)	(34.19)	55.89	44.33	38.87	24.78
EPS(元/股)	0.46	0.72	1.04	1.44	1.80
市盈率(P/E)	49.44	31.71	21.97	15.82	12.68
市净率(P/B)	4.22	3.15	2.86	2.56	2.27
市销率(P/S)	2.71	2.03	1.59	1.39	1.21
EV/EBITDA	8.05	5.07	14.85	9.63	7.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.85元
目标价格	31.2元

基本数据

A股总股本(百万股)	625.25
流通A股股本(百万股)	442.64
A股总市值(百万元)	14,287.03
流通A股市值(百万元)	10,114.33
每股净资产(元)	7.33
资产负债率(%)	46.46
一年内最高/最低(元)	23.66/9.92

作者

鲍荣富	分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001 yangsong@tfzq.com	
熊可为	联系人
xiongkewei@tfzq.com	
王雯	联系人
wangwena@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《奥佳华-季报点评:双主业持续高增,看好新风业务放量》 2021-04-29
- 2 《奥佳华-年报点评报告:聚焦大健康,按摩椅健康环境双轮驱动,经营持续向好》 2021-04-01
- 3 《奥佳华-公司点评:业绩超预期,含金量高,双轮驱动验证高增长》 2021-01-12

内容目录

1. 奥佳华：深耕按摩椅主业，新风系统打开增量空间	4
1.1. 保健按摩：宝剑锋从磨砺出，转型升级放量可期	4
1.1.1. 按摩椅：实现从 OEM 到 OBM 的跨越	4
1.1.2. 按摩小电器：ODM 为主，品类逐步延伸	6
1.1.3. 家用医疗：赋能保健按摩，进一步提升产品力	7
1.2. 健康环境：搭乘行业发展东风，第二主业打开发展新空间	8
1.2.1. 新风系统：政策东风孵化广阔市场，积极拥抱 B 端客户	8
1.2.2. 空气净化器：疫情推动空净需求认知，健康环境业务延续高增	10
2. 他山之石：高成长性行业，消费需求适配决定企业成功之道	10
2.1. 市场概况：老龄化加速推动需求增长，亚太区域渗透率高	13
2.2. 市场兴起：日韩按摩椅市场快速扩容，文化根基奠定发展基础	13
2.3. 成功之道：研发为基本，适应消费者需求是制胜法宝	15
3. 思考：奥佳华能否引领下一个消费潮流？	16
3.1. 按摩椅与扫地机器人：需求为基本，性价比打开渗透空间	16
3.2. 国产品牌崛起，奥佳华有望带动消费新浪潮	18
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：从 OEM 到 OBM 升级之路	5
图 2：公司前 5 大代工客户	5
图 3：电商节销售持续高增	5
图 4：20Q2-21Q1 国内按摩椅业务增速	5
图 5：2016-2021Q1 公司三费情况	6
图 6：2016-2021Q1 公司毛利率、净利率情况	6
图 7：按摩小电器产品	6
图 8：2016-2020 年按摩椅及按摩小电器营收	7
图 9：2016-2020 年按摩椅及按摩小电器毛利率	7
图 10：2020 年末按摩椅产能翻倍	7
图 11：按摩小电器产能预计 2023 年达产	7
图 12：家用医疗业务营收及增速	8
图 13：家用医疗业务毛利及毛利率	8
图 14：新风&空调&空气净化器对比	9
图 15：2017-2020 年我国新风市场规模	9
图 16：2017-2020 年精装修市场新风配套规模及配置率	9
图 17：健康环境业务营收及增速	10
图 18：健康环境业务毛利及毛利率	10

图 19: 全球按摩器具市场规模	11
图 20: 我国按摩器具出口情况	11
图 21: 2020 年中国按摩器出口国家 (分地区)	11
图 22: 中国按摩器具市场规模	11
图 23: 近 3 年我国按摩器具进口数量金额有所下降	11
图 24: 按摩椅单价下降趋势明显	11
图 25: 按摩椅在不同地区的渗透率	12
图 26: 按摩椅成熟市场呈现垄断	12
图 27: 全球老龄化加速 (65 岁以上人口占比)	13
图 28: 亚洲部分地区人均 GDP 情况	13
图 29: 早期日本澡堂按摩椅	14
图 30: 日本按摩椅渗透率达 10% 后加速提升	14
图 31: 2011-2015 年韩国按摩椅市场高速增长	15
图 32: 2017 年后, 韩国按摩椅市场加速渗透	15
图 33: 日本稻田: 半个世纪只做一件事	16
图 34: BODYFRIEND: 研发为本, 差异化战略超越日本厂商	16
图 35: 扫地机器人发展历程	17
图 36: 美国扫地机器人渗透率超 10%, 市场接受度将加快	18
图 37: 按摩椅处于引入期末端	18
图 38: 同价位下国内品牌性价比更高	19
图 39: 奥佳华中国大陆线下门店达 483 家 (不包含 4S 店)	20
图 40: 过去三年奥佳华荣泰销量	20
图 41: 奥佳华按摩椅产能远超荣泰	20
表 1: 保健按摩业务 6 大自有品牌	4
表 2: 保利碧桂园新风系统采购需求合计约 8 亿元/年	10
表 3: 家用按摩椅市场规模测算	12
表 4: 日本按摩器具市场主要品牌	14
表 5: 分业务盈利预测表	21
表 6: 费用率假设	22
表 7: 可比公司估值	22

1. 奥佳华：深耕按摩椅主业，新风系统打开增量空间

1.1. 保健按摩：宝剑锋从磨砺出，转型升级放量可期

全球最大的按摩器 ODM 企业。奥佳华前身为成立于 1996 年的蒙发利，是国内第一家按摩器具行业上市企业，也是全球最大的按摩器 ODM 企业。公司依靠研发、技术创新、生产、制造等行业领先的优势与国际一流健康品牌商（Homedics、日本松下等）建立紧密的合作关系，ODM 出口份额已连续 16 年位居行业第一。近年来，奥佳华重点开拓韩国、美国市场的按摩椅 ODM 业务，18 年与韩国第二大按摩椅品牌 BokJungScaleCorp 签署 2019~2021 年采购协议，逐步进行全球化布局。

1.1.1. 按摩椅：实现从 OEM 到 OBM 的跨越

代工转自研，六大自主品牌布局全球。回顾公司的发展历程大致可分为三个阶段，成立初期（1996-2000 年），以 OEM 代工生产为主，2000-2004 年期间，公司为客户提供 ODM 服务，2004 年之后逐步建立起 PRMS 模式（比 ODM 多了销售环节），为 OBM 模式的发展打下坚实基础。

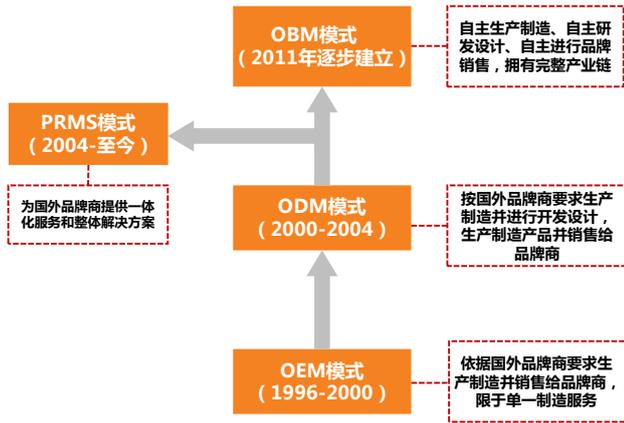
公司 2002 年开始进入按摩椅领域，初期以代工为主，2007 年开始发展按摩椅自有品牌。2007 年，公司设立 COZZIA 开始进入美国和加拿大市场，目前在北美市场市占率已达到 13%；2012 年合资设立 FUJIMEDIC 进入日本市场；2014 年收购 OGAWA 布局东南亚市场；2015 年收购 FUJI 进入中国台湾，FUJI 品牌在中国台湾市占率达到第二；2019 年设立 OGAWA 子品牌“ihoco”进行价格下沉。目前，公司按摩器具领域拥有六大自主品牌，广泛分布在亚洲、北美两大核心市场，多个品牌市场份额已跃居当地前三，真正意义上从 ODM 出口商升级转型为国际化自主品牌运营商。

表 1：保健按摩业务 6 大自有品牌

按摩椅自有品牌	主要布局区域	设立与收购情况	主要产品	详细情况
奥佳华 OGAWA	中国、马来西亚、新加坡、中国香港、菲律宾、越南、中东等亚洲市场	1996 年创立于马来西亚，2013 年被蒙发利收购	以公司自研智能按摩椅为核心，辅以各部位专项适用按摩小电器	在全球拥有 800 多家专柜网点，聚焦中高端百货、核心商业区
ihoco	中国大陆	创立于 2019 年		OGAWA 旗下品牌
FUJI	中国台湾	2009 年成立于中国台湾，2015 年蒙发利收购其 60% 股权	产品系列以智能化按摩椅为核心，辅以健康运动产品	明星产品“爱沙发”等占有中国台湾地区 60% 市场份额。
COZZIA	北美市场	2007 年由蒙发利独资新建设立于美国洛杉矶	北美家居市场高端品牌，产品系列以智能化按摩椅为核心，辅以带简易按摩功能的休闲椅	在北美拥有 800 多家专柜网点，北美市场份额超过 13%。
FUJIMEDIC	日本	2012 年与富士医疗合资成立，公司持股 51%	按摩器械、健身机器为主（日本技术、中国开发）	在日本拥有超过 300 家专柜网店，渠道多元，布局量贩店、电视购物、家居中心
Easewell	中国大陆	2017 年成立	按摩器械、美容个护、健康防护等家庭用品	厦门、广州、重庆、泉州四家专卖店；淘宝、京东等电商

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 1：从 OEM 到 OBM 升级之路



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 2：公司前 5 大代工客户

客户	公司概况	营收 (万元)				
		2015	2016	2017	2018	2019
HOMEDICS	美国家用美容仪按摩仪品牌	35595	41991	42744	51060	37738
Kaz (Far East) Ltd		29085				
OMRON	自动化控制及电子设备制造厂	12473	7992	6458		
松下住宅电器 (上海) 有限公司		11741	11354	7454		
ATEX CO.,LTD	日本按摩小电器品牌	10949	10598	10711	14369	14948
HELEN OF TROY LIMITED	主营个人护理、家用器皿和医疗家庭环境		32139	36995	53919	44087
BOKJUNG SCALE CO., LTD	韩国第二大按摩椅品牌				14253	14615
5 TITAN CHAIR	美国健康保健产品电商				11329	11385

资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

✓ **双品牌战略+营销创新成效显著**

按摩椅属于客单价高的非必需品，广告与名人代言是提升产品附加值、品牌形象清晰化的惯用方式，公司进入中国市场前期主要通过“广告代言人+赛事赞助”的方式进行品牌建设。从技术方面来看，公司高端产品处于行业领先水平，能够满足高端人士的需求，技术储备充分。同时，按摩椅属于奢侈家居，相比海外，国内消费者购买力较差，对产品认知度低；另一方面，公司在海外市场的销售模式大多为融资租赁、分期支付购买按摩椅，而国内消费者对于此类产品的金融支付属性欠缺。

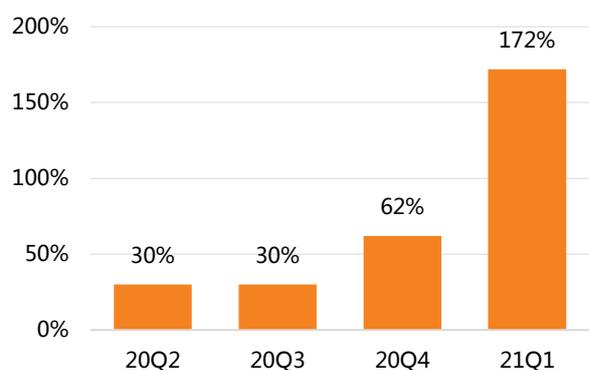
公司于 19 年 11 月推出 ihoco 品牌，实行“奥佳华+ihoco”双品牌战略，用户画像层次进一步丰富。目前公司的“奥佳华”主打高端品牌，“ihoco”则专攻中低端市场，高端继续保持技术和研发优势，AI 产品领先市场满足高端消费群体需求；中低端市场消费者追求性价比，推出性价比高的产品。同时，此种模式先降低消费者的准入门槛，通过分层教育、梯度引流，待消费者的消费能力、需求提升后，可进一步转化为高端品牌奥佳华的消费群体。**零售及直播带货为主要线上销售模式。**ihoco 从 20 年 9 月起开始跟进薇娅、辛巴等头部主播，通过微信、微博、抖音、小红书等平台多次策划了“宅家按摩健身”等系列营销活动，不断尝试新兴渠道、新媒体营销，持续扩大不同消费群体的认知和触达。双品牌战略推动下，公司 20 年“双 11”线上销售额超 2.1 亿元，21 年“618”销售额 1.4 亿元，均同比增长 100%。分季度看，公司国内按摩椅整体业务收入从 20Q2 开始连续 4 个季度表现优异，同比增速分别为 30%、30%、62%、172%，21Q1 环比增长 3%。

图 3：电商节销售持续高增



资料来源：奥佳华官方公众号，天风证券研究所

图 4：20Q2-21Q1 国内按摩椅业务增速



资料来源：投资者关系记录，天风证券研究所

✓ **规模化+平台化，盈利能力拐点显现**

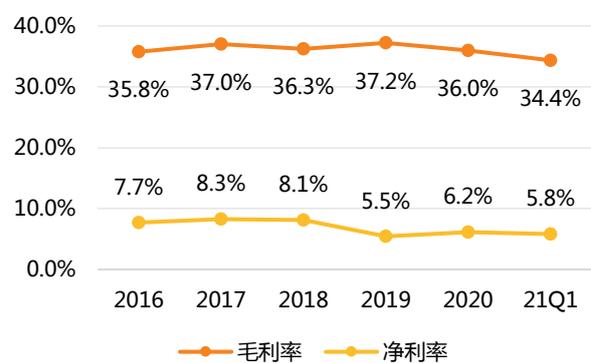
公司过去几年处于按摩椅品牌投入期，利润没有完全释放，随着按摩椅业务步入快速发展，已培育成熟品牌的销售费用逐步与收入匹配以及公司中低端募投项目的陆续投产，按摩椅利润率有望逐年提高。具体从销售费用率看，公司通过费用的精细化管理，不断强化营销费用投入与产出匹配管理，加强精准营销和投放，20 年公司销售费用率降至 15.8%，同比下降 3.9pct，净利率上升 0.7pct 至 6.2%，21Q1 在原材料价格大幅上升情况下，公司净利率环比上升 0.65pct。21 年以来，原材料涨价幅度较高，20 年底公司已提前向供应商下达 21 年上半年原材料采购订单，锁定了主要原材的价格，此外我们认为公司新品定价权较强，一定程度上可缓解原材料波动带来的成本压力，叠加费用控制能力的提升，我们预计 21 年公司的净利率水平有望上行。

图 5：2016-2021Q1 公司三费情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2016-2021Q1 公司毛利率、净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

1.1.2. 按摩小电器：ODM 为主，品类逐步延伸

公司 1996 年创立时主要从事塑胶器械等按摩小电器的生产和销售，2000 年进行电子器械等按摩小电器的生产。按摩小电器产品能够针对人体特定部位进行按摩，具有便捷、易携带、价格便宜等优点。2000 年以来，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，公司按摩小电器也主要以代工业务为主。

经过 20 余年的发展，公司按摩小电器品类已覆盖背靠、足浴盆、脚机、休闲椅子、充气绑腿、腰靠枕头、肩颈及腰带、手持迷你、塑身美体、运动及恢复、美容、家电等多种产品，20 年末产能 1700 万套/年。

图 7：按摩小电器产品



资料来源：公司财报，天风证券研究所

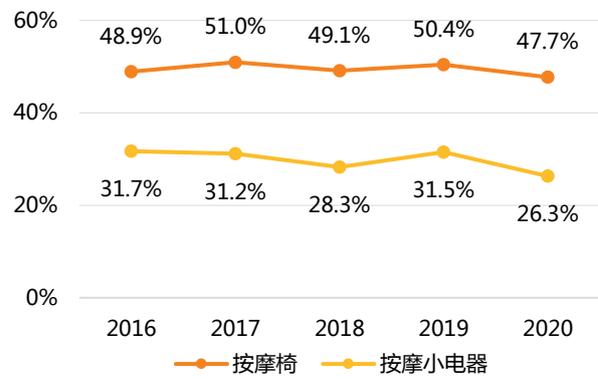
2016-2020 年公司按摩椅业务实现持续增长，复合增速 29.4%，2019 年因共享按摩椅行业退潮收入略降；按摩小电器业务收入过去三年保持稳定，我们认为主要受制于产能。毛利率方面，按摩椅及按摩小电器近 5 年来毛利率维持稳定，分别在 50%和 30%上下浮动。按摩椅与按摩小电器的毛利差异主要是 OBM 比例不同导致。

图 8：2016-2020 年按摩椅及按摩小电器营收



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2016-2020 年按摩椅及按摩小电器毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

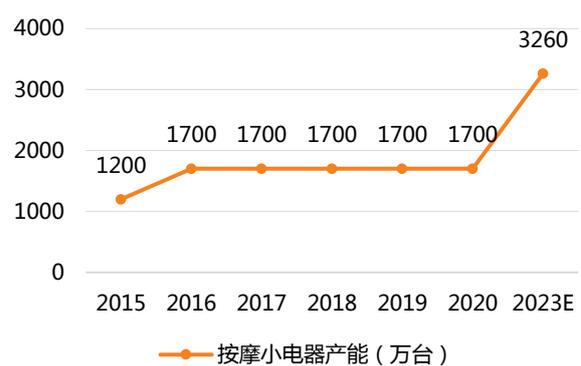
借助资本市场实现产能扩张，中长期发展空间打开。2020 年 2 月，公司发行 12 亿可转债扩充产能，用于厦门奥佳华智能健康设备工业 4.0 项目和漳州奥佳华智能健康产业园区，两个项目将分别新增年产 50 万台智能按摩椅和年产 1560 万台按摩小电器产能，按摩椅项目预计 2021 年 52%实现投产，2023 年达 100%投产。2020 年末，公司按摩椅年产能达 70 万台，按摩小电器产能 1700 万台，健康环境产品产能 600 万套，2018、2019 年公司按摩椅产销率超 100%。项目完成后，奥佳华按摩椅年产能将增至 95 万台，按摩小电器年产能将增至 3260 万台，我们看好公司突破产能瓶颈后的长期发展空间。

图 10：2020 年末按摩椅产能翻倍



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

图 11：按摩小电器产能预计 2023 年达产



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

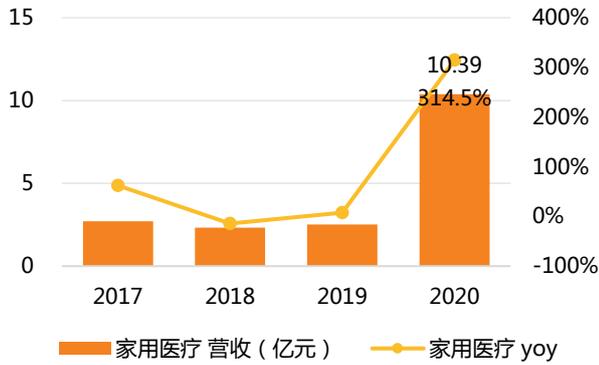
1.1.3. 家用医疗：赋能保健按摩，进一步提升产品力

家用医疗板块主要定位为赋能保健按摩业务，未来家用医疗的产品开发将链接到按摩椅平台，进一步提高其功能和人机交互体验。公司 2011 年从“产品制造”向“产品+服务”模式的转型，2013 年从单纯的按摩器具行业向大健康产业作战略转型。2016 年，以收购德国知名医疗保健品牌 MEDISAN 为起点，进军家用医疗板块，目前主要布局欧洲市场。产品系列主要有血压计、血糖仪、睡眠监控器、额温枪、健康分析体重秤等。产品供应方面，

公司目前主要依靠外部产能，未来将逐步实现自主生产，工厂制造体系将往医疗级别提升。销售渠道方面，目前仍以欧洲市场销售为主，未来将逐步引入中国并且布局整个亚洲市场。

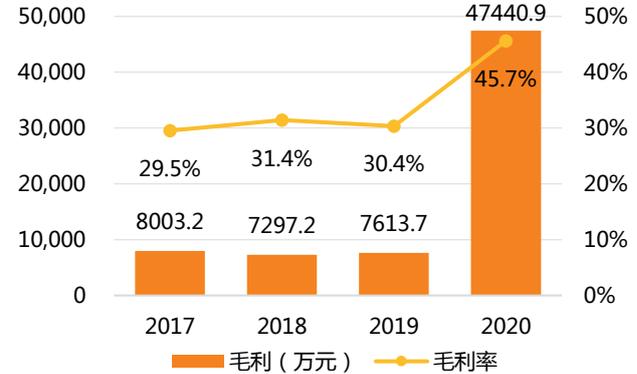
全球疫情爆发后，公司依托 Medisana 运营能力和销售渠道，对外出口额温枪、KN95 口罩、消毒包等防疫类产品。2020 年，公司家用医疗业务实现 10.39 亿营收，同比增长 314.5%，实现毛利 4.7 亿元，同比增长 523%。

图 12：家用医疗业务营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：家用医疗业务毛利及毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 健康环境：搭乘行业发展东风，第二主业打开发展新空间

发展历程：2000 年健康环境子公司成立。2012 年与美国霍尼韦尔公司进行合作，主要涉及家用环境电器（空气净化器、新风等）；2013 年 10 月，公司与钟南山领导的广州呼研所签署《产学研战略合作协议》，并联合推出呼博士杀毒新风系统，专业室内环境杀毒灭菌的 BRI 呼博士新风品牌顺势诞生。2020 年健康环境业务实现突破性进展，引进保利基金和碧桂园投资与房地产巨头进行深度合作，健康环境板块确立为公司的第二主业。20 年 12 月，因公司经营管理和业务发展需要，并更好聚焦核心业务，蒙发利健康科技更名为厦门呼博仕环境工程产业股份有限公司，且拟将其分拆至创业板上市。

1.2.1. 新风系统：政策东风孵化广阔市场，积极拥抱 B 端客户

我们发现，市场对新风系统普遍存在以下疑惑。

新风、空调、空气净化器有何区别？总体来看新风系统更为强调的是自然风的内外流动循环，更为节能环保。新风系统的主要功能是将室外的空气通过过滤引入室内来保证室内空气的质量，防止室内二氧化碳及其他污染气体超标。空气净化器主要是对室内气体重的颗粒污染物如 PM2.5 进行去除，且净化的面积有限。空调主要用来调节室内温度，开空调的密闭室内往往空气质量较差，二氧化碳容易超标、且使用时间长后容易产生二次污染。

空调和新风是否能共用管道以及二者是否能结合？考虑净化室内空气的效果，暂时技术还未达到较好的融合。空调夏季运行容易出现冷凝水，潮湿情况下霉菌和细菌也会相伴滋生，若新风系统和中央空调共用一个管道，意味着经过处理的洁净新风经过管道后，有可能会被二次污染，完全达不到净化室内空气的效果。新风和中央空调是两套独立的系统，目前还没办法较好的融合，市场上部分空调也宣称新风，具有一定换风效果，但它是正压送风，当室内压强达到一定程度，室外的空气就无法送到室内了，因此效果有限。

新风后期维护费用？新风系统除了购买时的花费外，就还需要定期更换滤网、滤芯，更换频率有南北方差异，在 3-6 个月左右更换一次，价格根据产品品牌及型号有所差异，预计每年费用在 800-2000 元之间。

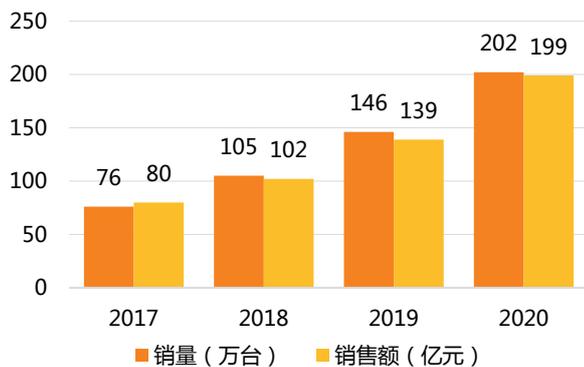
图 14：新风&空调&空气净化器对比

	新风	空调	空气净化器
主要功能	换气&改善室内空气质量	调节室内温度	改善室内空气质量
循环方式	外循环	内循环	内循环
缺点	安装复杂、后续有更换滤芯费用	缺氧、易二次污染	无法引入新鲜空气、难以实现中央净化处理
样图			

资料来源：呼博士官网，国美，天风证券研究所

国内新风系统领域正处于关键成长期，在精装修渗透率提升、消费升级、政策推动下，新风需求或迎来快速增长。此前江苏政府已明确出台文件要求省内新房交付必须安装新风系统，我们认为 2021 年是产业纵横的兑现期，深度合作将真正推动公司业务成长，公司业务覆盖范围有望逐步打开。据奥维云网，2017-2020 年新风系统在精装房的配套量复合增速为 19.7%，2020 年新风系统在精装房的配置率约为 29.4%（头部地产商略高），新房渗透率约为 8%，我们认为精装修房的渗透率提升将加速新风系统的渗透，相比发达国家 90% 以上的普及率，我国市场潜力较大。

图 15：2017-2020 年我国新风市场规模



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 16：2017-2020 年精装修市场新风配套规模及配置率



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

公司新风业务拥抱 B 端确定性，保留 C 端想象力。2020 年公司引入战略股东保碧基金，加入“保碧生态圈联盟”，与国内龙头地产企业开展前装新风系统的业务合作，快速切入 B 端市场。碧桂园及保利均为地产头部企业，20 年两家公司的销售面积分别为 6733、4667.5 万平方米，我们假设头部公司精装修新风配置率高于行业平均水平，达到 35%，新风系统价格为 3500 元/户，以 20 年的销售面积计算，假设 100 平米/户，两家地产预计每年新风系统采购量约为 8 亿元，且仍有上升空间。我们认为随着下游地产的精装率和新风配置率提升，公司客户的不断拓展，新风业务业绩将迎来放量。

此外，基于地产物业公司的优质服务能力和在贴近业主的交互关系中建立的信任度，公司

未来计划以物业为切入点，融合健康生态场景，在健康环境、智能按摩、精品家居和家用医疗等方面，策划针对物业渠道的产品，通过物业引流和推介，扩大 C 端用户的接触点和体验，后续将通过组织健康沙龙、社区团购、入户检测、安装、售后保养等一系列活动，加强存量房和后装市场的 C 端用户、社区运营能力。

表 2: 保利碧桂园新风系统采购需求合计约 8 亿元/年

公司	20 年销售面积 (万平方米)	精装修渗 透率	新风装 配率	新风系统价格 (元/户)	需求规模 (亿元)
碧桂园	6733	65%	35%	3500	5.4
保利	4667.5	45%	35%	3500	2.6

资料来源: wind, 造价通, 奥佳华公众号, 天风证券研究所

1.2.2. 空气净化器: 疫情推动空净需求认知, 健康环境业务延续高增

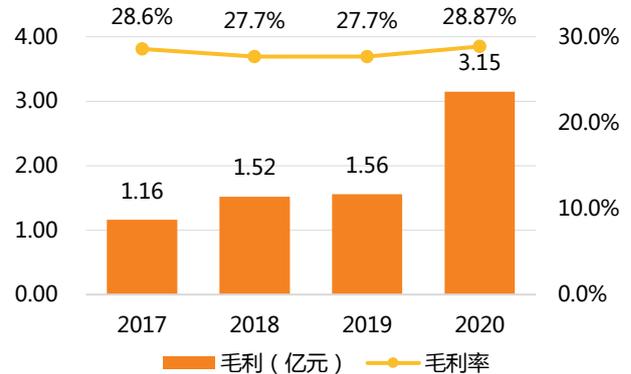
疫情推动空净需求认知, 积极扩大海外市场助力健康环境板块业务高增长。目前公司健康环境板块以空气净化器代工为主。2020 年健康环境业务表现抢眼, 全年营收 10.9 亿元, yoy+93.8%, 收入增长部分受国外疫情影响, 疫情促进了大众对空气质量方面的重视, 消费者对于室内空气净化的需求较高, 另一方面公司扩大海外市场的销售, 如欧洲、日本市场的客户拓展。我们认为疫情促进了消费者对空净的认知, 从经营数据来看, 防疫物资退潮后, 公司延续高增长已有验证, 20H1 公司健康环境收入同比大幅增长 81%, 20H2 继续延续高增, 增速达 103%。

图 17: 健康环境业务营收及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 健康环境业务毛利及毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 他山之石: 高成长性行业, 消费需求适配决定企业成功之道

按摩器具包括一体化的按摩椅和品类繁多的按摩小电器, 我国为主要的制造中心。按摩产品起源于 1962 年的日本, 发展大致经历了 4 个阶段: 1) 行业起步于上世纪 60 年代的日本; 2) 80 年代随着新材料和电子技术的进步, 按摩椅开始进入家庭, 进入东亚和东南亚市场; 3) 90 年代, 按摩椅产品更加丰富, 全球一体化推动着以按摩小电器为主的产品打开北美、欧洲等市场; 4) 本世纪, 按摩器具市场需求迅速扩大, 作为世界制造中心, 按摩椅产业链向中国转移。

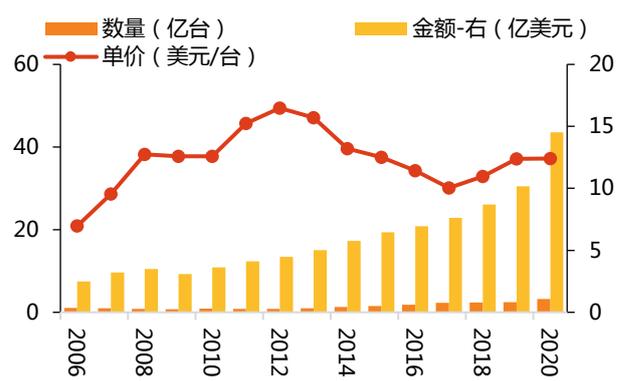
全球按摩器具市场高增长, 中国是全球最大的按摩器具出口国。1) 2015 年全球按摩器具市场规模首次超过 100 亿美元, 到 2019 年全球市场规模达到 150.3 亿美元, 2015-2019 年 CAGR 为 9.2%。2019 年中国按摩器具市场规模为 139 亿元, 为全球市场规模的 13.4%, 2016-2020 年 CAGR 为 9%。2) 中国是全球最大的按摩器具出口国, 2020 年中国按摩器具出口金额为 43.6 亿美元, 同比增长 42.9%, 2019 年我国出口占全球市场规模的 20.3%。全球市场的高增长保障了国内按摩器具行业平稳的出口, 产品主要销往美国、韩国和日本。从出口单价看, 均价在 10-15 美元/台, 我们认为按摩器出口以按摩小器具为主。

图 19：全球按摩器具市场规模



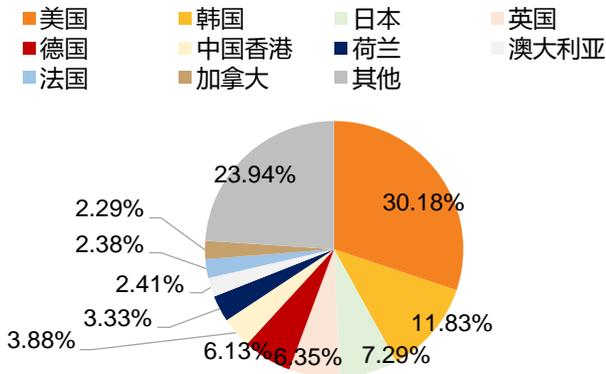
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 20：我国按摩器具出口情况



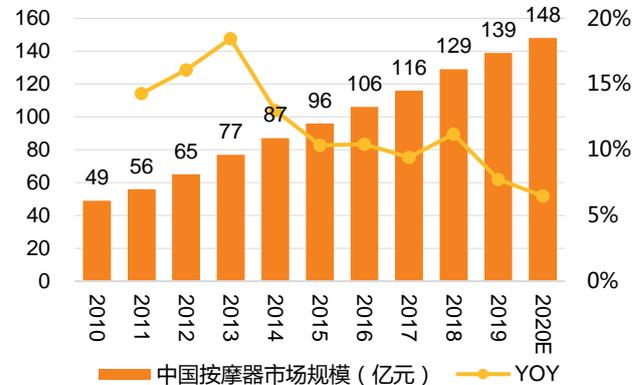
资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：2020 年中国按摩器出口国家（分地区）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 22：中国按摩器具市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，中商情报网，天风证券研究所

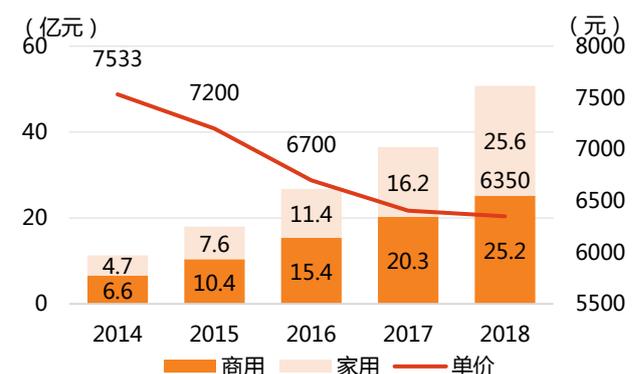
代工到国产按摩椅品牌崛起。1) 2000-2008 年，我国按摩椅厂商主要给国外品牌代工，自 2008 年金融危机以来，特别是 2015 年以来，中国本土企业的品牌意识有所提升，逐渐从 OEM 转向 PRMS 和自主品牌；2) 2017 年中国按摩椅市场迎来了共享经济的新“风口”，随着共享按摩椅在高铁、机场、影院、酒店、KTV 等公共场所，中国按摩椅行业的培育期有望缩短；3) **共享热度退潮后，按摩椅企业再出发。**在承接传统 ODM 业务的同时，国内市场的发展为企业带来了新的利润增长点 and 分散出口市场风险的能力。我国按摩器具进口数量金额从 2018 年的 1.5 亿美元下降到 2020 年的 0.57 亿美元，但同年我国按摩椅家用市场达到 25.6 亿元，yoy+58%，除去宏观经济因素影响进口外，我们认为经过多年的技术积累国产品牌也逐渐被认可。

图 23：近 3 年我国按摩器具进口数量金额有所下降



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：按摩椅单价下降趋势明显

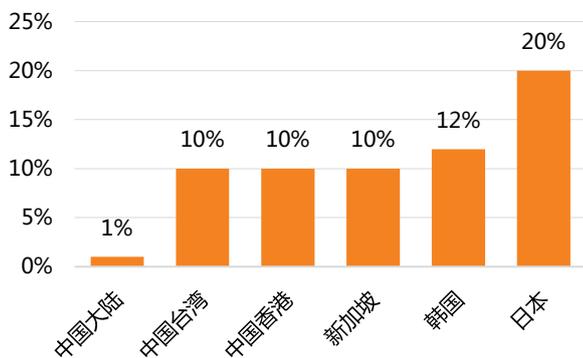


资料来源：智研咨询，天风证券研究所

亚健康趋势使得客户画像年轻化。全球有超 60 亿人处于亚健康状态，其中亚健康在经济发达，竞争激烈的国家及地区中普遍存在。以亚洲为例，日本，韩国，新加坡，中国等国家经济水平高，社会竞争激烈，国民亚健康状态尤为严重。按摩器具产品正从发明初期主要为中老年人群提供按摩保健服务逐步发展成为家庭各年龄阶段成员的保健产品，对具有按摩保健、缓解疲劳功能产品的需求进一步趋向年轻化、实用化，按摩椅及各种新型按摩器具未来增长潜力较大。

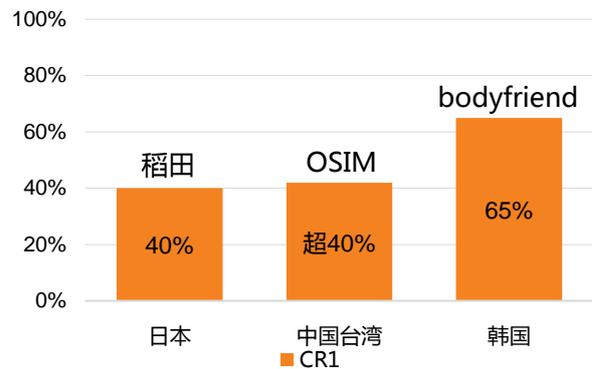
全球来看按摩器具品牌区域化特征明显，成熟市场的集中度较高。国际按摩椅企业主要包括 BODYFRIEND、OSIM、稻田(FamilyInada)、Panasonic、富士(Fujiiryoki)等，2019 年 Top3 厂商占据 39%左右的市场份额。分区域看，日本稻田、中国台湾 OSIM、韩国市场 BODYFRIEND 在当地的市占率分别达到 40%、40%、65%，成熟市场呈现寡头特征。按摩小电器门槛较低，市场参与者除各大按摩椅厂商外，还包括众多的白电和互联网企业，包括飞科、美的、苏泊尔、TCL、小米、鱼跃医疗等。

图 25：按摩椅在不同地区的渗透率



资料来源：产业信息网，头豹研究院，天风证券研究所

图 26：按摩椅成熟市场呈现垄断



资料来源：韩国时报，前瞻产业研究院，远见杂志，天风证券研究所

中国按摩椅渗透率低，引入期有望对标扫地机器人渗透速度。截至 19 年，国内按摩椅的渗透率不到 1%，而同属东亚文化圈日本、韩国、中国香港、中国台湾，按摩椅市场保有率在 10%左右(日本最高达到 20%)。按摩椅在中国还处于消费教育阶段，据智研咨询，2018 年按摩椅市场规模约为 50.8 亿元。国内按摩椅行业国产品牌技术已经有一定的积累，加上去年以来以奥佳华为首的产品价格带下沉策略的良好实施，我们认为目前按摩椅的阶段类似 2016 年扫地机器人“高性价比”引爆市场的阶段。测算我国按摩椅市场规模主要假设：

- 1) 2025 年行业渗透率有望从 18 年的 0.5%提升到 4% (分母为 4.76 亿户家庭)，其中 4.76 亿家庭由世界银行对 2018-2025 年中国人口的统计和预测算得，假设每户家庭 3 人；
- 2) 按摩椅渗透率提升速度经历提升再放缓的过程；
- 3) 按摩椅单价由于市场下沉处于逐年下降趋势。由此，我们预计至 25 年按摩椅市场规模有望达到 286 亿元，20-25 年行业复合增速为 36.6%，到 2025 年按摩椅保有量有望达到 1905 万台。

表 3：家用按摩椅市场规模测算

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
渗透率	0.50%	0.66%	0.86%	1.16%	1.60%	2.20%	3.00%	4.00%
新增需求 (万台)	80	77	95	143	210	286	381	476
yoy	40.4%	-3.3%	23.1%	50.0%	46.7%	36.4%	33.3%	25.0%
单价 (元)	6350	6320	6300	6250	6200	6150	6100	6000
yoy	-0.8%	-0.5%	-0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-1.6%
按摩椅保有量 (万台)	237.0	314.4	409.6	552.5	762.1	1047.8	1428.9	1905.2
市场规模 (亿元)	50.8	48.9	60.0	89.3	129.9	175.8	232.4	285.8
yoy		-3.8%	22.8%	48.8%	45.5%	35.3%	32.2%	23.0%

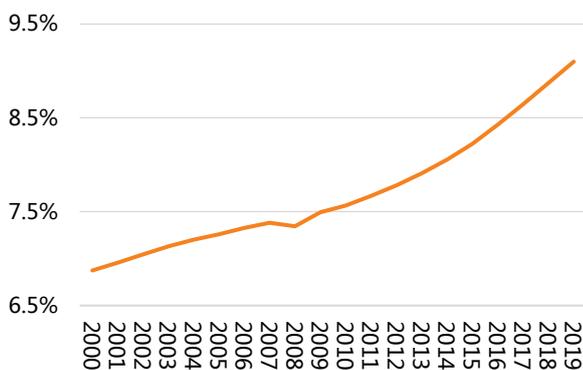
资料来源：智研咨询，天风证券研究所，注：由于 2014 年以前的数据不可得，2014 年以前卖出的按摩椅我们保守假设 20 万台

2.1. 市场概况：老龄化加速推动需求增长，亚太区域渗透率高

我们认为全球老龄化趋势加速是按摩器具需求维持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。中国在 2001 年前后进入老龄化社会，2020 年 65 岁以上人口占比 13.5%。而 2016 年韩国 65 岁以上人口占比为 14%，中国台湾 2007 年 65 岁以上人口占比 10%，1985 年日本 65 岁以上人口占比为 10.11%。中国虽然已经进入老龄化社会，但按摩椅的市场渗透率远低于日本。按摩椅作为老龄化时代的代表性消费品，同时老龄化驱使下容易导致劳动力稀缺、劳动力成本的攀升进一步促进对按摩产品的需求，行业规模随之攀升。

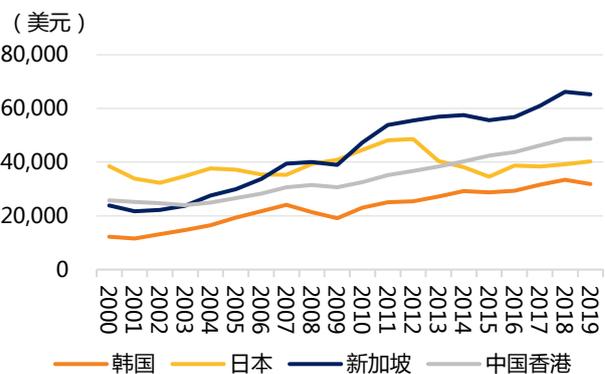
亚洲部分地区渗透率较高的主要外部原因在于按摩文化的认同以及较高的购买力水平。按摩椅作为价格较高的可选消费品，一方面取决于区域的消费水平，另一方面取决于区域文化对产品的接受度。渗透率较高的区域日本、韩国、新加坡、中国香港在按摩椅快速渗透的时期人均 GDP 均超过 2 万美元。我国目前人均 GDP 仅 1 万美元出头，根据十四五的目标规划，到 2035 年我国人均 GDP 有望翻一番，据刘元春预计十四五末人均 GDP 有望接近 1.4 万美元。

图 27：全球老龄化加速（65 岁以上人口占比）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：亚洲部分地区人均 GDP 情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 市场兴起：日韩按摩椅市场快速扩容，文化根基奠定发展基础

澡堂文化为日本按摩椅市场教育打下深厚基础。按摩椅在日本的流行长期以来一直与文化深深重视并接受按摩疗法作为增强健康的一种方式有关。1954 年，富士按摩椅创始人量产了第一台按摩椅放置在公共澡堂的更衣室，使人们缓解疲劳。随着越来越多的制造商推出了自己的按摩椅，日本各地澡堂开始流行按摩椅，后来家中泡汤开始流行公共浴场数量逐渐萎缩，按摩椅制造商把目标对准了家用市场，按摩椅行业从此开始蓬勃发展。

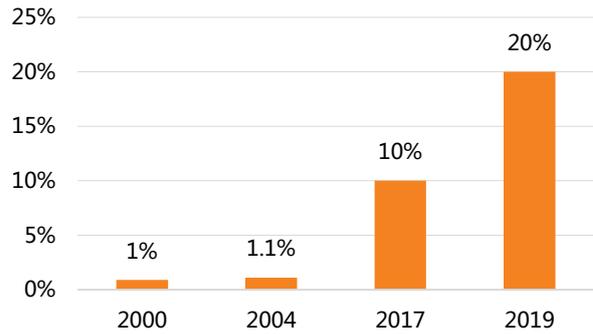
从商用到家用，技术积累到价格亲民，日本按摩椅市场蓬勃发展。2000 年开始，制造商的激烈竞争使得按摩椅技术得到了快速进步。2009 年开始出现了具有现代感、时尚感适合家用的按摩椅，到 2011 年，按摩椅价格得到大幅下降，价格开始符合年轻人的预算。目前日本按摩椅市场的主要品牌有富士（市占率约 30%）、稻田（市占率约 40%）、松下、大东、三洋五个品牌。从 2000 年左右开始，日本厂商逐渐退出生产按摩小家电、低端按摩椅等单价较低的产品，专注于高性能全功能按摩等按摩产品的研发和生产。

图 29：早期日本澡堂按摩椅



资料来源：insidejapan，天风证券研究所

图 30：日本按摩椅渗透率达 10%后加速提升



资料来源：TrendsInJapan，天风证券研究所

表 4：日本按摩器具市场主要品牌

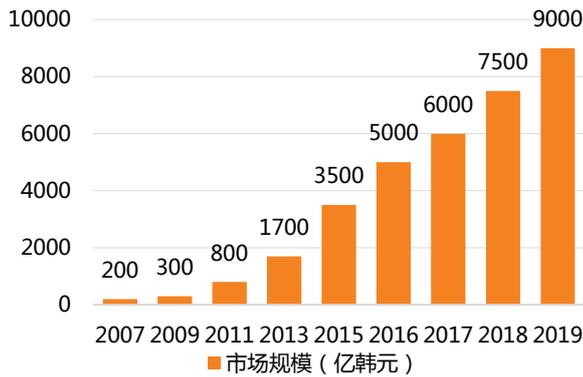
产品分类	主要品牌	主要特征
按摩椅	富士 (FUJIIRYOKI)	非“富士集团”，成立于 1954 年专业化中小型企业，率先实现全自动揉捏，捶打按摩手法，并率先配置气囊和腿脚部按摩椅，2000 年又成功融合机械手和气囊两种按摩手法，为 21 世纪按摩椅发展奠定基调，目前本土整体市场份额排名第二，高端按摩椅市占率超过 30%。
	松下电工 (Panasonic)	非“松下电器”，开发在日本，并在上海松江设有技术部和工厂，产品主要山东康泰代工。
	大东 (THRIVE)	主打低端按摩椅和小按摩器，与傲胜 (OSIM) 在苏州联营大东傲胜，持股比例 70%，大东傲胜是傲胜的主要生产商。
	发美利稻田 (FAMILYINADA)	用按摩椅创始人稻田二千武于 1962 年成立，定位中高端，在日本开发并在上海莘庄设有技术部和工厂，在本土市场份额排名第一，市占率达 40% 以上，中高端欧美市场按摩椅市占率超过 50%。
	三洋 (SANYO)	品牌独立，但实质上已被松下电工整体收购，其产品价格便宜，定位较低端，技术产品久未更新，市场竞争力较弱。
按摩小电器	松下电工 (Panasonic)、DREANFACTORY、欧姆龙 (AMRON)、ATEX	

资料来源：FUJIIRYOKI 官网，松下官网，上海国际健身展官网，V3 Group 招股说明书，中国日报中文网，天风证券研究所

加班盛行促进了韩国按摩文化的发展，合法盲人按摩师紧缺、租赁模式加速按摩椅的渗透进程。韩国于 1964 年恢复法律条例，规定按摩师及按摩院牌照只可发给盲人，也导致韩国非法经营者众多，据 BBC，2008 年韩国约有 200,000 名无执照按摩师，而同期韩国按摩师协会仅拥有约 7,100 名视障人士，在 2008 年的法院裁决中无执照的按摩师从业将面临罚款或监禁。同时，韩国鼓励加班文化，以每周工作 68 小时闻名，按摩受众年轻化。

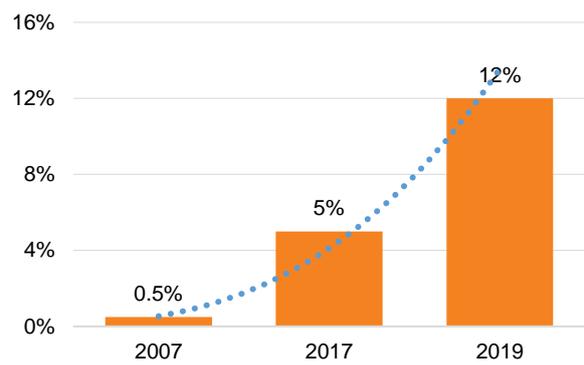
行业发展初期韩国按摩椅市场被日本品牌松下占据，2007 年韩国按摩椅市场仅为 200 亿韩元（约 1.15 亿人民币）。由于按摩椅的价格在 500 万韩元到 1000 万韩元之间，初期受众主要在高收入人群，凭着品牌对本地市场的了解，2009 年 BODYFRIEND 引进分期付款降低产品使用门槛，同时与首尔国立大学计算机研究中心共同开发技术，从此 BODYFRIEND 慢慢占据韩国本地市场。2011-2015 年，韩国按摩椅市场空间增长超过 3 倍，直至 2019 年，按摩椅市场达 9000 亿韩元（约 51.7 亿人民币），BODYFRIEND 也成为韩国市场占有率达 65% 的品牌。

图 31：2011-2015 年韩国按摩椅市场高速增长



资料来源：韩国时报，天风证券研究所

图 32：2017 年后，韩国按摩椅市场加速渗透



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

2.3. 成功之道：研发为基本，适应消费者需求是制胜法宝

我们认为，按摩椅并非单纯的制造业，产品具有一定的研发壁垒。通过对日本稻田、韩国 BODYFRIEND 的发展复盘，我们发现胜出的公司均在按摩椅快速渗透之前就已经成立，并且在成立初期至今一直专注产品研发。

✓ 稻田：半个世纪研发积累，技术创新追求极致

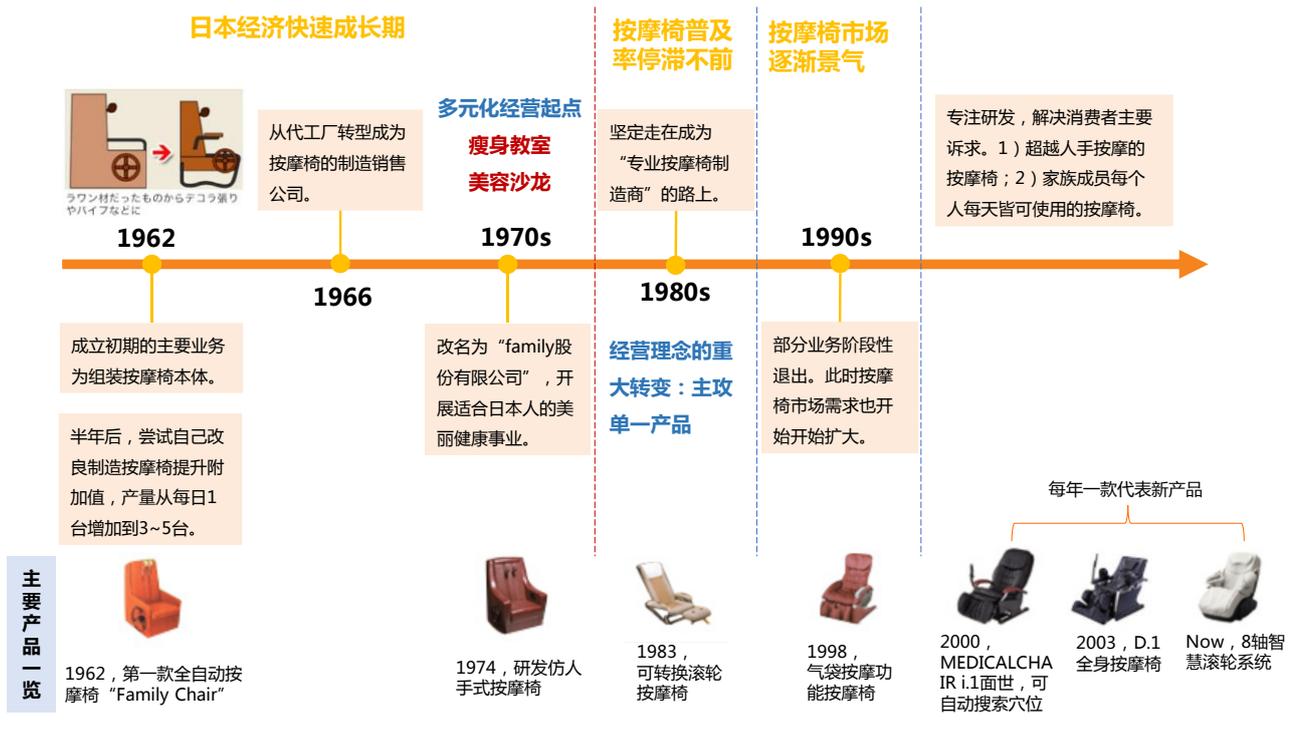
公司创始人对“临场感”和“舒适感”的追求使得公司多年来专注研发，公司拥有 8 轴人工智能 4D 机械手、12 瓣拇指轮、手臂大范围覆盖按摩、环抱按摩功能等先进技术，此外，公司拥有日本**医疗器械认证**，技术全球领先。其中智能穴位探测技术使得按摩器械仿人手度超过 90%，改变了千篇一律的按摩历史。2000 年左右，公司便研发出了业界首创的**光学传感器自动指压穴位定位系统**，该技术可以读取个体体型并找到穴位，新技术解决了当时的按摩椅痛点，销量因此大增，且人们愿意因此支付 50%的溢价。**设计贴合消费者需求**。在达到按摩目的的同时，围绕“治愈”，在 2000 年初期公司便将产品中加入音乐、语音识别、操纵杆等功能，强化消费者的体验感。正是研发创新与对消费者需求的敏锐预判，使得稻田市占率达到 40%。

✓ BODYFRIEND：研发为本，销售创新引领韩国市场

BODYFRIEND 在近 5 年已投入约 700 亿韩元用于研发按摩椅技术，部分技术和产品由专业医生直接参与。公司对研发的投入也在专利上有所显现，到 2020 年，BODYFRIEND 已在韩国内外申请了 2914 项包括专利、实用新型和外观设计在内的知识产权。

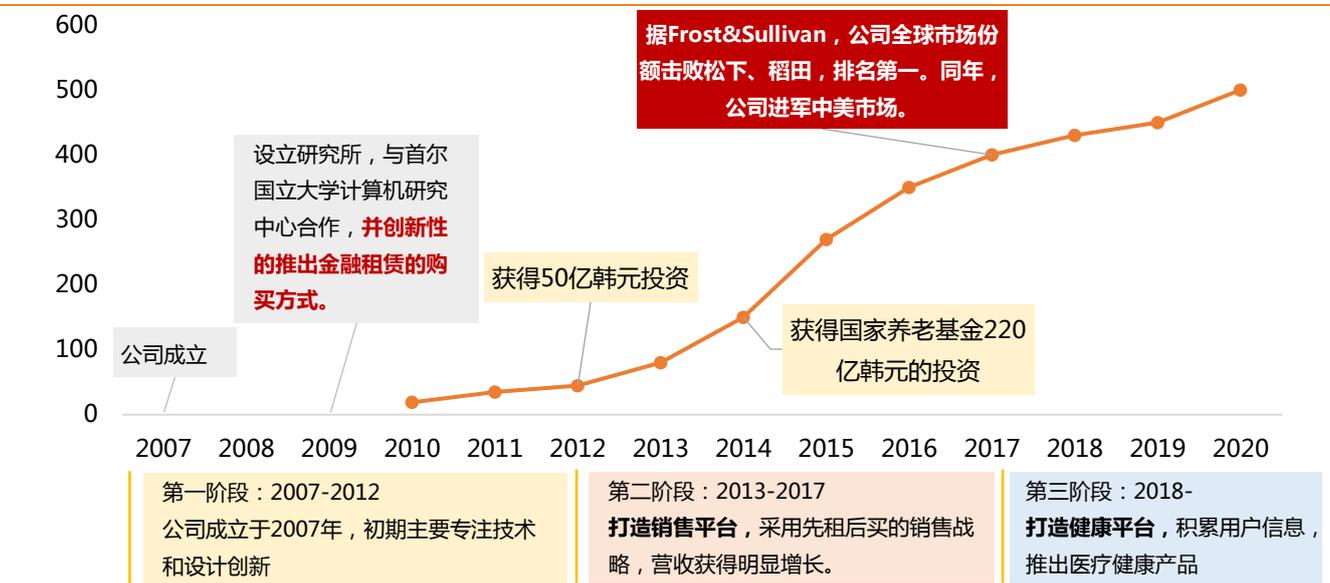
凭借产品差异化超越日本厂商。日本制造商在 2000 年初期统治了韩国市场，但由于产品高达 1000 万韩元的价格使得用户群体有限，按摩椅也因此被视为奢侈品。为了短时间内扩大按摩椅的受众，2009 年 BODYFRINED 首家推出金融租赁购买按摩椅的方式，这一战略使公司超越了日本企业，成为市场领导者。到 2017 年，公司已经成长为全球范围内市占率第一的企业，占据 8.1%的市场份额。21Q1 公司医疗级产品热销，营收达 1521 亿韩元（约 8.65 亿人民币），营业利润创单季度历史新高，高价格、高配置按摩椅的销售好转增厚了公司收益，消费者对品牌的信任度提高也起到了重要作用。

图 33：日本稻田：半个世纪只做一件事



资料来源：稻田官网，天风证券研究所

图 34：BODYFRIEND：研发为本，差异化战略超越日本厂商



资料来源：韩国时报，Businesskorea，BODYFRIEND 官网，天风证券研究所

3. 思考：奥佳华能否引领下一个消费潮流？

3.1. 按摩椅与扫地机器人：需求为基本，性价比打开渗透空间

- ✓ 我们认为扫地机器人的成功主要源于：1) 技术创新驱动产品不断迭代，更为满足消费者的日常使用需求；2) 客单价的下降使得产品的性价比不断提升，进一步刺激消费者的购买欲。而反观国内按摩椅的发展路径，龙头企业在技术上积累沉淀，不断迭代产品，优化中高端品类使用感的同时推出高性价比产品，参考扫地机器人从 15 年

1%的渗透率提升至 20 年 6%的水平，我们认为当前时点的按摩椅行业在有望复制扫地机器人渗透率提升的路径。

✓ 扫地机器人和按摩椅均依赖技术创新

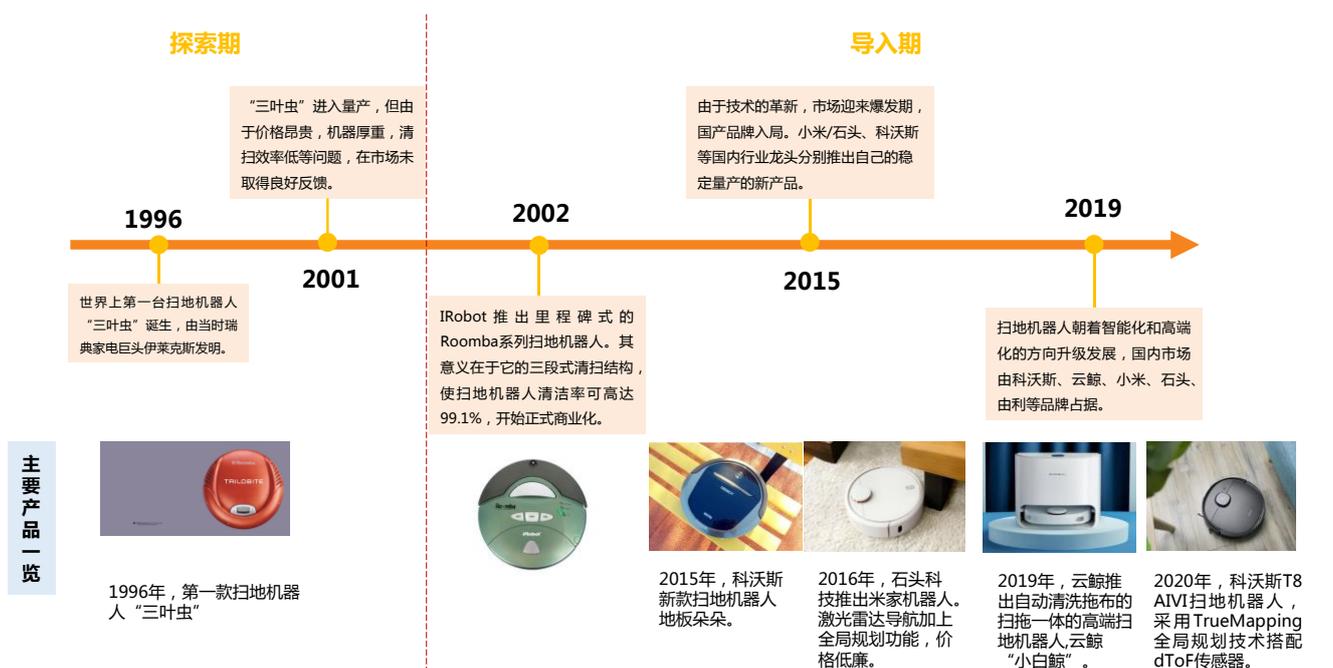
随着消费升级，国内小家电市场兴起，而只有真实需求的产品才拥有长期的生命力，且产品不但要好用还得价格合适。我们认为，扫地机器人和按摩椅均是有真实需求的产品，而两种产品均有一定的研发壁垒，因此两者均不属于单纯的制造业。

- 1) 扫地机器人主要围绕导航系统和清洁系统实现技术迭代。其中，导航系统是产品发展主线，清洁系统是产品发展支线。导航系统经历了从传感器定位、陀螺仪定位、激光雷达及摄像头定位的三次变革。产品结构向上切换是提高销售额的主要动力，未来的技术迭代的侧重点在于扫拖地一体产品。
- 2) 按摩椅的技术核心在于按摩程序、体型检测系统和按摩头（重要程度依次递减）。按摩头目前大部分企业都使用 3D 机芯。体型检测及按摩程序是按摩椅实现仿人手化的核心技术，体型检测的作用是方便按摩头找到准确的穴位，主要分红外检测、霍尔检测、微电流检测技术，日韩品牌及奥佳华的高端机型主要配备微电流检测。按摩程序的好坏决定了对人体数据处理的速度，进而影响按摩体验，普通按摩椅在出厂前即设置好程序，而先进的按摩程序内置编程可以根据用户的喜好、习惯改变按摩方式。

总体看，按摩椅的用户体验感较为多元，用户与产品的交互更为重要，我们认为按摩椅的产品的差异化程度将略高于扫地机器人。按摩椅如手法有按、揉捏、针灸，健康数据跟踪、音响环绕、无线充电为附加功能；而扫地机器人重在使用，核心需求主要体现在清洁力度、扫拖一体、集尘配件，可以预见产品将更为同质。

技术的不断迭代使得产品价格下降成为可能，国内扫地机器人市场由高性价比产品引爆。1996 年瑞典家电巨头伊莱克斯在吸尘器的基础上，研发出了全球第一款全自动扫地机器人“三叶虫”，但由于机器重、清扫不干净被诟病。2002 年，在 iRobot 推出了三段式清扫结构，解决了清扫的问题之后，扫地机器人有了实用价值，开始商业化。2016 年石头科技推出定价 1699 元的米家扫地机器人，以“高性价比”策略迅速打开销量的同时也快速改变用户认知，此时的产品已经具有全局规划功能。同时，石头科技 2017 年实现出货 81.8 万台，远高于科沃斯，国内扫地机器人行业由此进入快速增长阶段。

图 35：扫地机器人发展历程



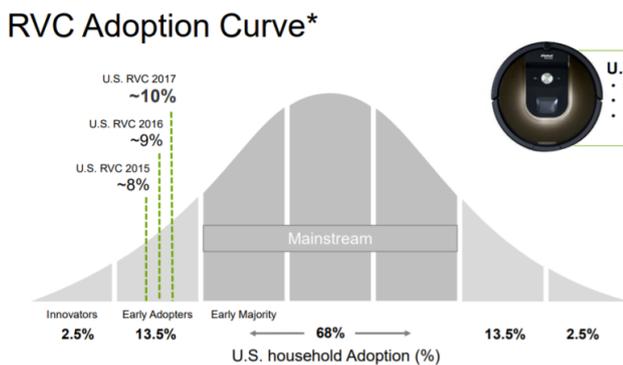
资料来源：产业信息网，艾肯家电网，天风证券研究所

扫地机器人的单价经历了由高到低再向上的过程，目前我国按摩椅行业仍处于价格下沉的阶段。初期扫地机器人主要以进口为主，价格昂贵，2016 年石头科技的高性价比产品(1699 元)使得扫地机器人均价走低，到了 2020 年，据奥维云网数据，2000-3000 元产品占比 61.2%，同比增长 14.4%，3000 元以上产品占比 15%，同比增长 7.8%，市场上的扫地机器人向高端化迈进。而按摩椅由于单价较高，面对我国的人均购买力，目前还处在类似扫地机器人 2016 年的阶段，随着市场培育的深入，产品单位均价有望回升。

✓ 产品生命周期角度：按摩椅行业共识日趋加深

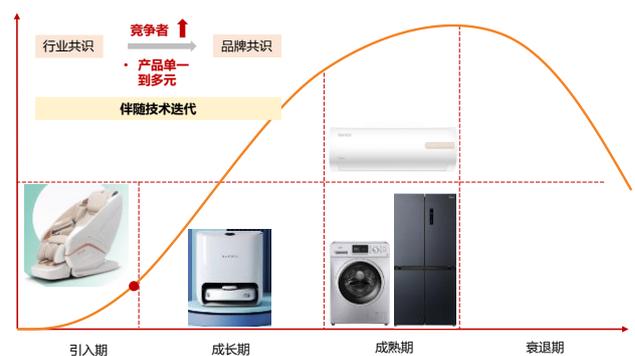
随市场渗透率逐步提升，产品曝光度增加的同时市场接受度将加快，渗透率将加速提升。在扫地机器人从引入走向加速渗透的过程中，伴随着较为频繁的技术迭代，同时可以发现产品从单一走向多样且性能不断完善，竞争者从少到多，企业间市场位置逐渐确立，针对消费者的不同需求市场被逐渐细分。据美国扫地机器人品牌 iRobot，渗透率超 10%时，渗透速度将加快，超过 13.5%时则扫地机器人被视为主流产品，截止 2020 年，我国扫地机器人渗透率达到 6%，城镇家庭的渗透率达 9.5%。而在 2016 年引爆市场之前，2015 年扫地机器人的渗透率约为 1%，5 年时间渗透率提升了 5pct。目前按摩椅行业的渗透率与 2015 年的扫地机器人类似，行业景气向上拐点或将来临，对标扫地机器人的发展路径，由于按摩椅“刚性需求”不如扫地机器人，我们认为未来 5 年渗透率或将提升至 4%。

图 36：美国扫地机器人渗透率超 10%，市场接受度将加快



资料来源：iRobot 官网，天风证券研究所

图 37：按摩椅处于引入期末端



资料来源：格力官网，奥佳华官网，云鲸官网，天风证券研究所

3.2. 国产品牌崛起，奥佳华有望带动消费新浪潮

目前，奥佳华、荣泰健康等自主品牌龙头已在中高端市场站稳脚跟，形成了一定的品牌议价能力，我们认为随着行业整体趋势向好，已经具备一定品牌且产品质量有保障的企业能率先攫取更多的市场份额。以奥佳华为代表的龙头企业，经过长期 OEM 代工积累，拥有国内较低的制造成本，规模效应率先显现，同时产品质量也有所保障。在同价位范围内，我国产品的性价比逐渐凸显，日本品牌并未见在线上发力且广告投放也较少，国外品牌在中国似“水土不服”。

奥佳华作为全球最大的按摩器具代工企业，产品质量较市场上的贴牌产品等更有保障。我们认为公司在国内市场的主要优势在于技术领先、战略前瞻、产能储备充分。

- 1) 公司技术积累目前在国产品牌中领先，产品性价比优于国外老牌企业。通过对市面上 5 大品牌不同价格带产品的性能对比，我们发现在中低端产品上，奥佳华、荣泰两家公司产品性能远优于国外品牌（如傲胜、BODYFRIEND），且在核心功能基本相同的情况下，奥佳华的价格比荣泰价格相对更低；对于高端产品，奥佳华虽与 BODYFRIEND 有一定差距，但与荣泰、傲胜的高端产品相比，公司具备 4D 机芯（可调节按摩头伸缩长度）技术。公司目前最高端产品为 AI 按摩机器人，取中医推拿名家的经典按摩手法之精华，运用智能 AI 算法分析疲劳指标&生理参数，为使用者推送定制按摩方案。

图 38：同价位下国内品牌性价比更高

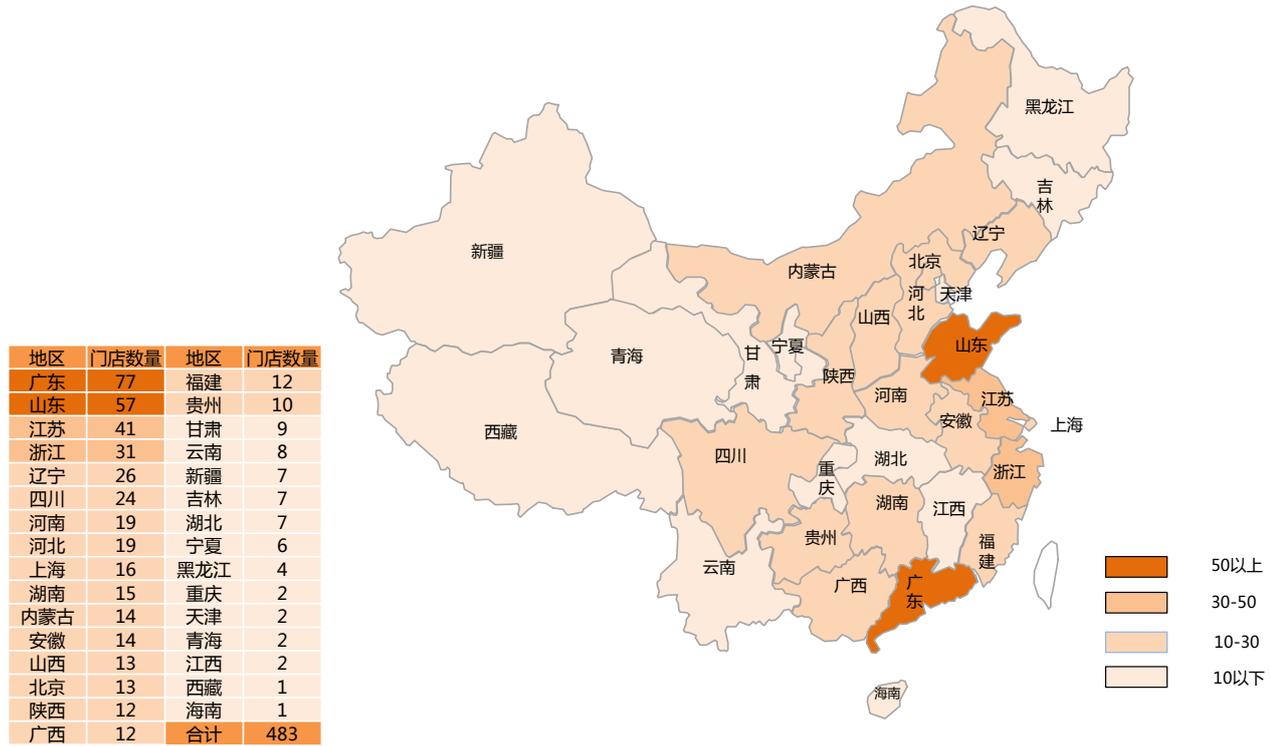
品牌	型号 (价格)	气囊个数	导轨类型	机芯类型	按摩方式			
					脚底	手臂	臀部	加热部位
奥佳华	OG7105 (6799元)	31-60	SL	3D	滚轮式	内置手臂气囊	气囊夹臀	腰部
	OG7808 (14800元)	31-60	SL	3D	二排滚轮式	内置手臂气囊	气囊夹臀	小腿, 腰部
	OG8598 (49800元)	61-80	SL	4D	二排滚轮式	内置手臂气囊	气囊夹臀	小腿, 腰部, 按摩头
荣泰	RT5860 (6999元)	31-60	SL	3D	滚轮式	内置手臂气囊	/	腰部
	RT6910S (16800元)	31-60	SL	3D	滚轮式	内置手臂气囊	/	/
	RT8900 (39800元)	61-80	SL	3D	三排滚轮式	U型手臂气囊	/	小腿, 腰部
傲胜	OS883 (8599元)	30个以下	直导轨	3D	凸点式穴位	内置手臂气囊	气囊夹臀	/
	OS880 (12999元)	30个以下	SL	3D	滚轮式	U型手臂气囊	气囊夹臀	腰部
	OS888 (36200元)	31-60	SL	3D	滚轮式	U型手臂气囊	气囊夹臀	腰部
bodyfriend	HUG-CHAIR (6330元)	30个以下	SL	2D	/	/	震动及气囊夹臀	/
	AGERA (11430元)	30个以下	SL	3D	滚轮+凸点式	/	震动及气囊夹臀	腰部, 臀部
	PHARAOH S2 (42030元)	81-100	SL	4D	三排滚轮式	U型手臂气囊	震动及气囊夹臀	/

资料来源：淘宝官方旗舰店，天风证券研究所

2) 公司战略前瞻主要体现在自有品牌在全球范围内覆盖，国内双品牌战略有望引领行业的加速渗透。公司早期设立 COZZIA/FUJIMEDIC 进军北美、日本市场，后续收购了 OGAWA、FUJI、MEDISANA 分别布局在东南亚、中国台湾及美洲、欧洲市场，其中自主品牌 COZZIA 在北美市场市占率达到 13%，FUJI 品牌在中国台湾市占率达到第二。类比扫地机器人出海，我们认为较早的全球布局为公司产品出海北美、欧洲等处于发展初期的市场提供了可能。国内市场方面，公司进入较晚，但去年开始的双品牌战略以及审时度势的线上顶流主播带货，使得公司的线上渠道瞬间打开，去年双十一以及今年“618”公司均位居京东健康电器品牌销量榜榜首，国内按摩椅整体实现线上增速 64.91% (高于行业平均水平的 40%)。

渠道端来看，线下以经销为主，线上营销方式贴近中国市场。公司国内线下以经销为主，线下门店数量约 483 家，直营门店主要集中在一线城市，注重体验和品牌建设。线上通过站外种草、专业测评以及头部主播薇娅、罗永浩、雪梨等直播带货等新兴营销方式，加大品牌和核心单品曝光，以精准引流提高销售转化。主打线上营销的“ihoco”从 20 年 9 月起开始跟进薇娅、辛巴等头部主播，双十一销售额涨幅明显超 100%。

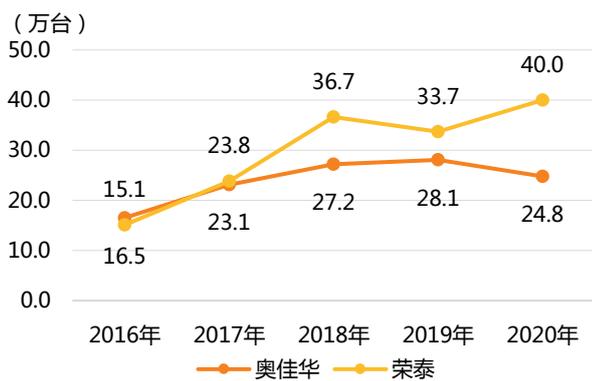
图 39：奥佳华中国大陆线下门店达 483 家（不包含 4S 店）



资料来源：奥佳华官网，天风证券研究所

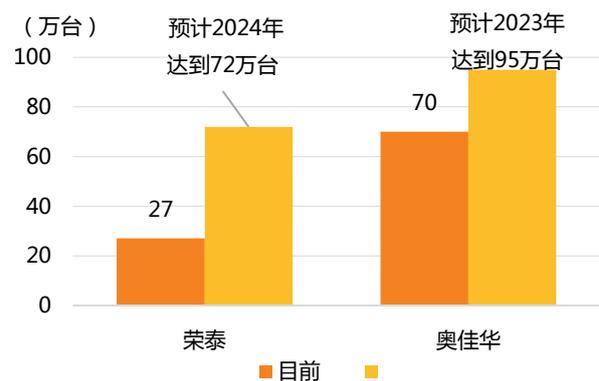
3) 公司产能优于同行，可转债进一步利好扩产计划。奥佳华和荣泰过去几年基本满产满销，而去年纷纷发行可转债扩产，侧面验证行业拐点或将来来临。截止 2020 年末，荣泰和奥佳华的按摩椅产能分别为 27、70 万台，扩产完成后将分别达到 72、95 万台。奥佳华集美工业 4.0 按摩椅产业园采用全新自动化生产线，有望大幅提升生产效率。我们认为产能带来的规模效应是奥佳华价格带下沉战略的有力支撑，公司利润率或将进入上升通道。

图 40：过去三年奥佳华荣泰销量



资料来源：奥佳华及荣泰年报，天风证券研究所

图 41：奥佳华按摩椅产能远超荣泰



资料来源：奥佳华及荣泰年报，天风证券研究所

远期看，按摩椅行业的竞争格局有望呈现高度集中的状态。主要在于：1) 以韩国、日本、中国台湾作为对标，市场呈现寡头垄断的格局，日本如富士、稻田，韩国的 BODYFRIEND、中国台湾的 FUJI；2) 按摩椅产品的 SKU 相对按摩小器具来说更少，规模化标准化生产使得公司具有成本优势。2020 年奥佳华在国内的市占率约为 10%，参考海外龙头市占率情况（日本稻田 40%、韩国 BODYFRIEND 65%），我们认为奥佳华市占率仍有较大提升空间。

4. 盈利预测与估值

核心盈利假设

假设 1: 20 年以来, 公司大力拓展按摩椅内销市场, 采用线上+线下多渠道的方式展开销售, 国内市场销售增速表现亮眼。公司按摩椅产能从 40 万套跃升至 2020 年末的 70 万套, 随着新产能在 2023 年完全达产, 我们认为按摩椅销量有望稳步上涨, 均价随价格带下沉战略预计呈现下降趋势。我们预计 2021-2023 年按摩椅销量分别为 60、76.8、96 万台, 平均单价 5468、5359、5252 元/台, 计算得收入增速分别为 43.3%、25.4%、22.5%;

假设 2: 按摩小器具去年的销量达到 1679 万套, 基本达到产能的上限, 随着产能的陆续投产, 我们预计 2021-2023 年收入增速分别为 13.6%、15.0%、15.0%;

假设 3: 公司引入国内一线知名房企作为重要的战略股东, 公司健康环境板中的新风业务预计今年将贡献收入, 全球疫情尚未结束, 空气净化器今年有望继续增长, 我们预计 2021-2023 年收入增速分别为 60.9%、4.1%、10.6%;

假设 4: 考虑到全球疫情无法短期得到控制, 公司家用医疗业务有望保持稳定增长, 我们预计 2021-2023 年收入维持稳定。

表 5: 分业务盈利预测表

业务	单位	2019	2020	2021E	2022E	2023E
按摩椅	收入 (百万元)	2023.5	2290.9	3281.6	4116.5	5042.7
	yoy	-3.5%	13.2%	43.3%	25.4%	22.5%
	销量 (万套)	33.7	40.0	60.0	76.8	96.0
	单价(元)	6006	5726	5468	5359	5252
	毛利率	50.4%	47.7%	46.0%	47.0%	47.0%
按摩小器具	收入 (百万元)	1891.9	2069.3	2350.0	2702.5	3107.9
	yoy	-8.4%	9.4%	13.6%	15.0%	15.0%
	销量 (万套)	1587	1679	1880	2162	2486
	单价(元)	119	123	125	125	125
	毛利率	31.5%	26.3%	26.0%	26.0%	27.0%
健康环境	收入 (百万元)	563.6	1092.5	1757.6	1829.9	2023.5
	yoy	-3.5%	93.8%	60.9%	4.1%	10.6%
	毛利率	27.7%	28.9%	29.0%	30.5%	30.5%
家用医疗	收入 (百万元)	250.7	1039.3	1039.3	1039.3	1028.9
	yoy	7.9%	314.5%	0.0%	0.0%	-1.0%
	毛利率	30.4%	45.6%	34.0%	33.0%	32.0%

资料来源: wind, 天风证券研究所预测

费用率假设: 2020 年受到疫情影响, 管理费用率、销售费用率有所下降。此外, 销售费用中的佣金直接计入成本, 因此销售费用率将略有下降。我们认为随着公司产能投放, 规模效应逐步体现, 管理费用率将进入下降通道, 销售费用率在 2020 年的基础上稳中有略降。

表 6：费用率假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	19.7%	15.8%	15.8%	15.6%	15.5%
财务费用率	-0.6%	2.8%	1.0%	0.8%	0.8%
管理费用率	7.05%	6.52%	6.00%	5.80%	5.60%
研发费用率	4.3%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%

资料来源：wind，天风证券研究所预测

根据上述假设，我们预计公司 21-23 年归母净利润 6.5/9.0/11.3 亿元，对应 EPS 1.04/1.44/1.80 元，21-23 年 CAGR+31.6%。

根据公司主营业务结构和属性，我们选择同行业中的上市公司荣泰健康，小家电企业石头科技、莱克电器，小家电代工为主的新宝股份作为可比公司进行估值。我们预计 2021-2023 年 EPS 为 1.04/1.44/1.80 元，参考可比公司 2021 年平均 PE 29 x (wind 一致预期)，认为可给予公司 21 年 30x PE 水平，对应目标价 31.2 元，维持“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
603579.SH	荣泰健康	54.40	38.86	1.38	2.15	2.58	28.16	18.07	15.06
688169.SH	石头科技	852.67	1,279.00	20.54	27.23	35.13	62.27	46.97	36.41
603355.SH	莱克电器	255.31	62.16	0.80	1.83	2.29	77.70	33.97	27.14
002705.SZ	新宝股份	227.76	27.55	1.35	1.63	1.96	20.41	16.90	14.06
	平均						47.13	28.98	23.17
002614.SZ	奥佳华	142.87	22.85	0.72	1.04	1.44	31.71	21.97	15.82

资料来源：wind，天风证券研究所，注：数据截止 20210625 收盘，除奥佳华外其余公司业绩预测为 wind 一致预期

5. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险

按摩椅行业消费者对品牌的认知度和心理定位是决定产品竞争位势的关键。公司以中高档按摩椅起家，主要竞争对手为傲胜、荣泰等品牌。若公司不能在产品的功能特性、款式设计上持续创新，品牌调性与消费者的主流审美持续相符，市场份额的提升或将难以为继，从而影响公司业绩。

2) 产能消化不及预期风险

公司可转债项目投产完成后，按摩椅产能将增加 50 万台，按摩小器具产能新增 1560 万台，若公司开拓市场不及时，产能消化不及预期影响公司业绩。

3) 新风业务拓展不及预期

公司将健康环境设立为第二主业，打造新风业务为新增长点，去年保碧基金加持新风业务，若未来 2-3 年新风与地产的合作订单不及预期，将影响公司的成长第二曲线。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	859.08	1,533.12	822.74	2,441.06	2,445.98	营业收入	5,276.27	7,049.16	8,988.33	10,254.30	11,782.51
应收票据及应收账款	936.90	1,299.60	1,539.75	1,258.31	1,956.74	营业成本	3,312.69	4,513.12	5,887.43	6,592.69	7,500.53
预付账款	315.36	117.65	473.20	265.81	505.23	营业税金及附加	27.65	33.94	43.28	48.20	55.38
存货	999.70	1,266.46	1,731.49	1,725.37	2,116.69	营业费用	1,040.78	1,111.43	1,420.16	1,599.67	1,826.29
其他	296.74	2,287.16	2,661.27	2,441.10	2,619.90	管理费用	371.99	459.39	539.30	594.75	659.82
流动资产合计	3,407.77	6,504.00	7,228.45	8,131.66	9,644.55	研发费用	226.87	268.79	341.56	379.41	435.95
长期股权投资	32.34	45.87	45.87	45.87	45.87	财务费用	(33.34)	199.70	(8.98)	(25.38)	(27.64)
固定资产	721.39	1,307.62	1,361.73	1,405.42	1,429.87	资产减值损失	(24.84)	(39.81)	0.00	0.00	0.00
在建工程	467.16	177.31	142.39	133.43	110.06	公允价值变动收益	(19.01)	39.68	0.93	(0.22)	(0.24)
无形资产	582.25	563.00	534.68	506.36	478.04	投资净收益	1.56	50.31	10.00	10.00	10.00
其他	992.71	414.99	512.98	560.44	462.48	其他	15.19	(108.26)	12.01	22.86	37.37
非流动资产合计	2,795.85	2,508.81	2,597.66	2,651.54	2,526.32	营业利润	356.73	520.87	742.65	1,032.33	1,285.04
资产总计	6,204.80	9,013.24	9,838.27	10,787.79	12,176.61	营业外收入	3.93	7.18	5.56	6.37	5.96
短期借款	594.35	417.91	517.91	617.91	717.91	营业外支出	5.05	17.45	11.25	14.35	12.80
应付票据及应付账款	1,685.87	2,370.60	2,682.21	3,314.47	3,352.62	利润总额	355.61	510.60	736.96	1,024.35	1,278.21
其他	420.96	679.26	886.95	559.23	1,035.22	所得税	67.97	76.70	110.70	154.68	193.01
流动负债合计	2,701.18	3,467.77	4,087.07	4,491.60	5,105.75	净利润	287.64	433.91	626.26	869.67	1,085.20
长期借款	16.56	212.62	322.62	272.62	292.62	少数股东损益	(1.34)	(16.59)	(23.94)	(33.25)	(41.48)
应付债券	0.00	499.39	166.46	221.95	295.93	归属于母公司净利润	288.98	450.49	650.21	902.92	1,126.68
其他	30.17	46.59	36.81	37.86	40.42	每股收益(元)	0.46	0.72	1.04	1.44	1.80
非流动负债合计	46.73	758.60	525.90	532.43	628.97						
负债合计	2,747.91	4,226.37	4,612.96	5,024.03	5,734.72	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	69.98	246.89	224.15	191.45	150.89	成长能力					
股本	561.19	618.67	625.25	625.25	625.25	营业收入	-3.13%	33.60%	27.51%	14.08%	14.90%
资本公积	1,142.84	1,752.38	1,732.38	1,732.38	1,732.38	营业利润	-31.73%	46.01%	42.58%	39.01%	24.48%
留存收益	2,996.14	3,945.55	4,375.91	4,947.05	5,665.75	归属于母公司净利润	-34.19%	55.89%	44.33%	38.87%	24.78%
其他	(1,313.27)	(1,776.61)	(1,732.38)	(1,732.38)	(1,732.38)	获利能力					
股东权益合计	3,456.88	4,786.88	5,225.30	5,763.76	6,441.89	毛利率	37.22%	35.98%	34.50%	35.71%	36.34%
负债和股东权益总计	6,204.80	9,013.24	9,838.27	10,787.79	12,176.61	净利率	5.48%	6.39%	7.23%	8.81%	9.56%
						ROE	8.53%	9.92%	13.00%	16.20%	17.91%
						ROIC	11.36%	25.18%	28.57%	27.21%	50.87%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	44.29%	46.89%	46.89%	46.57%	47.10%
净利润	287.64	433.91	650.21	902.92	1,126.68	净负债率	-7.10%	-8.34%	4.44%	-22.74%	-17.33%
折旧摊销	129.99	186.90	69.14	73.58	77.25	流动比率	1.26	1.88	1.77	1.81	1.89
财务费用	22.71	62.98	(8.98)	(25.38)	(27.64)	速动比率	0.89	1.51	1.35	1.43	1.48
投资损失	(1.56)	(50.31)	(10.00)	(10.00)	(10.00)	营运能力					
营运资金变动	(131.80)	845.62	(1,068.23)	1,002.97	(898.15)	应收账款周转率	5.68	6.30	6.33	7.33	7.33
其它	(30.64)	(764.48)	(23.01)	(33.47)	(41.72)	存货周转率	5.67	6.22	6.00	5.93	6.13
经营活动现金流	276.34	714.61	(390.89)	1,910.62	226.42	总资产周转率	0.87	0.93	0.95	0.99	1.03
资本支出	630.37	347.83	69.78	78.95	47.44	每股指标(元)					
长期投资	3.25	13.53	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.46	0.72	1.04	1.44	1.80
其他	(600.08)	(1,988.13)	(131.06)	(141.38)	(88.65)	每股经营现金流	0.44	1.14	-0.63	3.06	0.36
投资活动现金流	33.54	(1,626.77)	(61.28)	(62.43)	(41.21)	每股净资产	5.42	7.26	8.00	8.91	10.06
债权融资	613.58	1,134.02	1,054.66	1,130.63	1,329.77	估值比率					
股权融资	(57.51)	613.56	19.84	25.42	27.68	市盈率	49.44	31.71	21.97	15.82	12.68
其他	(846.07)	(47.69)	(1,332.72)	(1,385.93)	(1,537.74)	市净率	4.22	3.15	2.86	2.56	2.27
筹资活动现金流	(290.00)	1,699.89	(258.21)	(229.88)	(180.29)	EV/EBITDA	8.05	5.07	14.85	9.63	7.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.39	5.62	16.19	10.30	8.42
现金净增加额	19.88	787.73	(710.38)	1,618.32	4.92						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com