

所属行业

轻工制造

发布时间

2022 年 1 月 25 日

**奥佳华 (002614.SZ)****疫情时代抓住机遇，聚焦主业深耕品牌****核心观点：**

2020 年国内外疫情爆发后，众多企业的业绩都有所下滑。然而奥佳华作为一家主营按摩产品的健康产业公司，在疫情时代抓住发展机遇，成功在 2020 年逆势增长。

公司的增长有多方因素。一方面国内调整营销策略，在大陆探索中低端品牌，将产品降维并向三四线城市下沉。另一方面，公司在海外稳步恢复大宗业务，同时坚持发展自主品牌，由出口型企业向品牌运营型企业转变。此外，在疫情的推动以及公司早期技术积累之下，公司家用医疗与健康环境产品收入高速增长，成为 2020 年业绩的重要增长点。

2021 年后，公司聚焦主业，保健按摩业务稳步增长。按摩产品领域，由于公司在产品、品牌、渠道三方面均有一定程度的优势，产品技术领先、成本控制得当、品牌矩阵丰富、渠道反馈较快，其他企业难以快速追赶。

奥佳华当前利润增长主要面临两个问题——原材料、海运价格上涨以及销售费用过高。原材料、海运价格上涨是整个行业都面临的重大挑战，短期内价格难以恢复至疫情前正常水平，公司毛利润将持续承压。销售费用过高是奥佳华发展较多直营门店以及品牌营销所致，当前公司着手把控广告宣传费用，线下门店拓展以经销店为主要方向，2021 年销售费用占比已逐步下滑。

**相关研究：**

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020 年 12 月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021 更看好以长三角为主的核心城市

2020 年 12 月月度数据：全年销售 17.4 万亿，疫情冲击下房地产实现 8.7% 的增长

年度盘点：2020 住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？

企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？

企业研究：从万科 A 看头部房企的成长与担当

企业研究：“重”装上阵，重新出发，且看绿城如何探底回升

**研究员****于小雨**

rain\_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

**周小龙**

Eziochou (微信号)

zhouxiaolong@ehconsulting.com.cn

**陈抒伟**

csw-fight

chenshuwei@ehconsulting.com.cn

在未来长期的发展中，公司坚持深化推动核心主业，将公司由代加工企业稳步转向自主品牌企业，依托自身产品、品牌、渠道的多重优势，自己的按摩产品龙头地位将能够不断扩大，收入与利润有望稳步增长。

## 目录

一、收并购打造产品矩阵，聚焦主业发展品牌力.....	4
二、短暂调整积蓄能量，疫情难阻公司发力.....	7
1、大陆市场品牌拓展，产品降维渠道下沉.....	8
2、大宗业务逐步恢复，国际市场多产品发力.....	9
三、后疫情时代来临，聚焦主业稳步发展.....	10
四、原料、运费价格高企，销售费用难以压缩.....	13
1、欧美海运价格上涨，货柜紧张影响供货.....	13
2、直营体系开支较大，品牌较多宣传费用难降.....	15
五、短期宏观因素扰动，未来发展可期.....	18

2020 年国内外疫情爆发后，众多企业的业绩都受到了不同程度的冲击。然而奥佳华作为一家主营按摩产品的健康产业公司，在疫情时代抓住发展机遇，成功在 2020 年逆势增长，实现了收入与利润的新高，成为按摩产品行业的佼佼者。2021 年公司营业收入稳健增长，而由于受到上游原材料上涨与国际海运价格飙升的影响，利润端呈现小幅下滑的趋势。如此情况之下，公司聚焦保健按摩主业，着力强化自主品牌。奥佳华究竟是如何能够在 2020 年逆势增长？公司在未来又能否再次延续 2020 年的辉煌？我们将在后文逐步探讨上述两个问题，对公司未来的发展做出展望。

## 一、收并购打造产品矩阵，聚焦主业发展品牌力

奥佳华是中国领先的国际化健康产业集团。公司与 1996 年成立，早期公司名为“蒙发利”，收购马来西亚按摩椅品牌 OGAWA 后，更名为奥佳华。公司上市前以代工为主，是全球最大的按摩器 ODM 企业，上市后逐渐转向自研，其自主品牌在多个国际市场位列行业前排。公司以“服务全球消费者对健康产品、美好生活的需求”为使命，通过“挖掘需求、服务客户、自主研发、精益制造及全球品牌销售”一体化价值链经营，持续为客户创造新的健康服务价值。

奥佳华主要经营三类产品：保健按摩、健康环境、家用医疗产品。保健按摩产品是奥佳华核心产品，健康环境与家用医疗产品是公司重要的拓展品类。奥佳华的保健按摩产品主要包括按摩椅与按摩小电器，其中按摩小电器包含了眼、头、腰、背、足等按摩器。健康环境产品主要为空气净化器以及新风净化机，家用医疗产品主要为额温枪、血压计、血糖仪、消毒包、口罩等。

图表：奥佳华三类主要产品示例



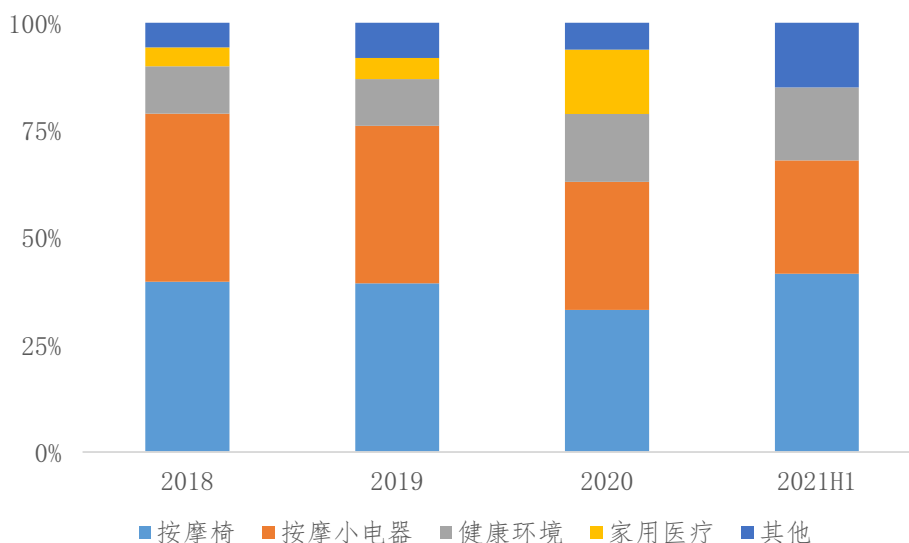
资料来源：亿翰智库，企业官网

保健按摩器具主要是针对人们身体全身或者部分部位进行按摩的产品，公司主要生产按摩椅与按摩小电器两大类产品。其中按摩椅是相对全方位的身体按摩产品，按摩小电器一般

是针对身体某一部位进行按摩的产品。保健按摩器具适合的人群较为广泛。一方面是长时间工作或学习的年轻人群, 另一方面是身体衰老的中老年人群体, 两大人群可能受颈椎、腰椎及血液循环不畅等慢性病的困扰, 按摩器具可方便且有针对性地对身体不适地方进行调节放松。

自上市以来, 公司保健按摩产品一直是公司的主要收入来源, 而健康环境与家用医疗产品是公司逐步拓展的产品品类, 近两年规模迅速提升。2020 年保健按摩产品销售收入占公司主营收入的 63%, 健康环境与家用医疗产品分别占 16% 与 15%, 公司还有少部分其他业务。

图表: 奥佳华 2018 至 2021 上半年产品收入占比

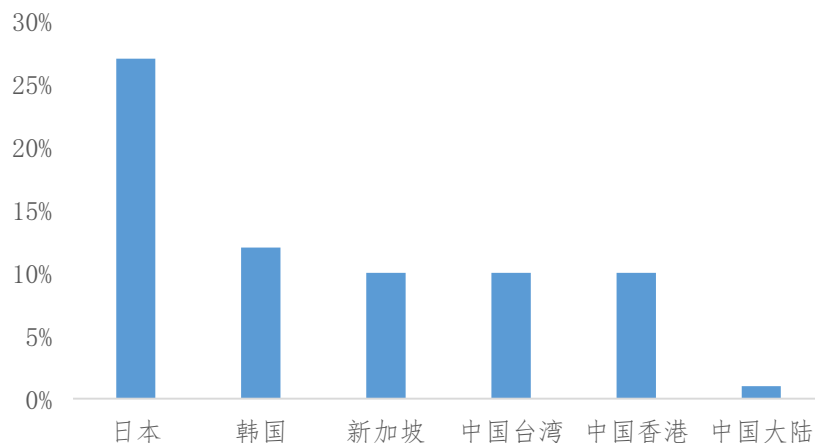


资料来源: 亿翰智库, 企业公告

注: 2021H1 公司将家用医疗业务划归至其他业务当中。

当前按摩器具市场不断成长, 海外较为成熟, 国内发展潜力较大。2014 至 2018 年全球按摩器具市场规模稳步提升, 2018 年达到 138 亿美元规模。由于海外发达国家和地区的人民生活水平较高, 按摩产品较早被消费者所接受, 市场相对成熟, 而国内按摩产品发展较晚, 尚在导入与市场教育阶段。以按摩椅为例, 东亚地区日本、韩国的家庭保有率较高, 达到 27% 与 12%, 而中国大陆保有率仅 1%。考虑到国内经济逐步提升, 人均收入不断提高, 同时老龄化趋势也初步呈现, 尽管当前国内按摩椅保有率较低, 但国内保健按摩市场发展潜力较大, 未来随着经济发展与老龄人口数量的上升, 按摩产品需求增长, 市场规模可接近千亿元。

图表： 2018 年亚洲按摩椅家庭保有率



资料来源：亿翰智库，中国产业信息网

在按摩产品的赛道上，奥佳华通过自创、合资、收购多个品牌，早早布局国内外市场。奥佳华最早自创蒙发利品牌，但由于早期公司以代工为主，该品牌并未在市场中得到发展。2007 公司自创 COZZIA 品牌，主要面向北美按摩椅市场，随后 2012 年与日本富士合资打造 FUJIMEDIC 品牌，主要面向日本市场。2014 至 2016 年三年时间，奥佳华分别收购了马来西亚的 OGAWA、台湾的 FUJI 以及欧洲的 MEDISANA，进一步丰富了自身的品牌矩阵，实现国际化布局。此外，针对国内新兴市场，公司还打造了 ETRO、舒思家、一维生活等国内品牌。可以说，奥佳华在品牌层次、客户人群、国际市场等方面，进行了深度布局。

图表：奥佳华九大品牌布局信息

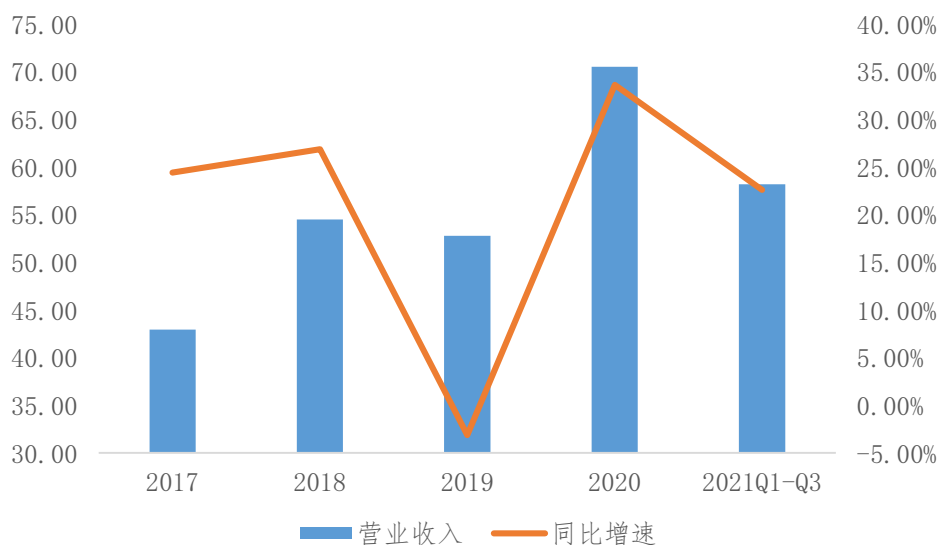
品牌名称	主要市场	品牌定位
OGAWA（奥佳华）	亚洲	主营按摩椅，定位中高端
MEDISANA	欧洲	主营医疗保健产品
FUJI	台湾	主营按摩产品
FUJIMEDIC	日本	产品以按摩器械、健身康体为主
COZZIA	北美	主营按摩产品
EASEWELL（一维生活）	中国	定位年轻群体
ihoco 轻松伴侣	中国	主营按摩椅与按摩小电器，定位中低端
SHUSIJIA（舒思家）	中国	定位家庭受众
ETRO	中国	定位女性群体

资料来源：亿翰智库，企业官网

由于公司优秀的产品力与品牌力，经过 2019 年的短暂调整，奥佳华在 2020 年迎难而上

上, 抓住发展机遇, 收入与利润双双快速增长。2020 年全球疫情蔓延、公司前二季度业绩下滑的情况下, 奥佳华依托品牌矩阵与前期调整, 在 2020 下半年实现业绩快速发力。对比同业按摩产品竞争对手, 以按摩椅为主的荣泰健康 2020 年收入与利润全部下滑, 以按摩小电器为主的倍轻松营业收入增速下滑, 奥佳华按摩器具领域龙头地位进一步增强。进入 2021 年, 公司全面聚焦主业, 着眼按摩产品这个细分赛道, 以产品力与品牌力强化行业竞争力。凭借按摩产品的增长, 公司 2021 前三季度整体收入稳步提升。

图表: 2017 至 2021 前三季度奥佳华营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 亿翰智库, 企业公告

## 二、短暂调整积蓄能量, 疫情难阻公司发力

2019 年奥佳华遭遇发展瓶颈, 国内市场不振, 海外需求有变。2019 年中国经济承受下行压力, 按摩产品作为可选消费品, 受到较大冲击, 国内按摩椅市场需求不振。同时市场竞争较为激烈, 由于前排企业的按摩产品尚未建立有效的护城河, 除傲胜、奥佳华、荣泰三家企业的竞争之外, 还有大量中小企业参与竞争。因此 2019 年国内众多按摩椅制造企业的业绩下滑。其中奥佳华国内收入同比下滑 8.02%, 荣泰健康下滑 8.03%, 融捷健康下滑 27.29%。同时受中美贸易战波及, 以外销为主的奥佳华受到较大影响。奥佳华外销收入占主营收入的四分之三, 而外销当中大宗规模较大。2019 年中美贸易战升级, 美国对中国加征关税的产品范围逐步扩大, 美国大宗客户为避免风险, 减少了对奥佳华的部分订单, 公司外销收入因此也受到较大影响, 同比下滑 0.64%。国内外双重挑战下, 2019 年奥佳华业绩小幅下滑。

为应对新挑战, 奥佳华快速做出调整, 2020 年完美扭转下滑态势。一方面国内调整营销策略, 在大陆探索中低端品牌, 将产品降维并向三四线城市下沉。另一方面, 公司在海外稳步恢复大宗业务, 同时坚持发展自主品牌, 由出口型企业向品牌运营型企业转变。此外,



在疫情的推动以及公司早期技术积累之下，公司家用医疗与健康环境产品收入高速增长，成为 2020 年业绩的重要增长点。

### 1、大陆市场品牌拓展，产品降维渠道下沉

2020 年奥佳华国内销售收入实现 15.47 亿元，同比增长 31.93%。高增长的背后，一方面是疫情影响下，部分按摩产品的线下购买需求转向线上，公司积极布局线上，电商平台收入大幅增长。更为重要的一方面是公司根据 2019 年的经营状况，及时调整国内经营策略，向中低端市场延伸，拓宽按摩椅等产品的受众人群。

针对国内市场不振的现状，公司拓展新品牌 ihoco，打造大众品牌，突破中低端市场，与中高端品牌奥佳华形成互补。ihoco 品牌创立于 2019 年，正值国内按摩椅市场变化之际，2020 年公司逐步将 ihoco 品牌产品推向市场，并取得较好的成绩，国内 2020 全年实现 1 亿元收入。从线上价格上看，ihoco 品牌家用按摩椅价格范围在 4999 至 9999 元，而奥佳华品牌按摩椅价格范围在 4599 至 68800 元（数据均来自天猫），且 8900 元以上为主流（4599 元仅一款，其他无低于 8900 元的产品），在按摩小电器上 ihoco 品牌产品也比奥佳华更具性价比。ihoco 品牌产品对公司中低端进行了覆盖，走性价比路线，填补了定位中高端的奥佳华品牌的空缺。

图表：ihoco 与奥佳华两个品牌淘宝、京东旗舰店按摩椅价格情况（单位：元）

品牌	平台	最低价格	最低价格 产品型号	最高价格	最高价格 产品型号	价格中位数
ihoco	淘宝	4999	IH-6688	9999	IH-V003	6999
	京东	3999	IH-5068	39800	IH-9858	12999
奥佳华	淘宝	4599	OG-5518	68800	OG-8598	12800
	京东	6999	OG-5518	68800	OG-8598	15800

资料来源：亿翰智库，淘宝天猫网站，京东网站

注：相关产品与价格均为公司电商平台的官方旗舰店或自营店，价格不包含折扣。相同产品价格可能随公司定价策略变化导致不同。

通过产品降维，公司进一步开展渠道下沉，向二三四线城市逐步覆盖。由于 ihoco 定位大众市场，目标受众更广，价格更加亲民，因此公司得以向三四线城市拓展，覆盖更广的人群，填补中高端品牌 OGAWA 难以下沉的空档。相对一线城市以自营店的方式运营，公司下沉的方式主要以经销店与 4S 门店的形式进行下沉。公司国内线下门店有 600 多家，其中直营门店 70 余家，经销门店 300 余家，4S 门店 200 余家，位于二三四线的 ihoco 经销门店有近 100 家。其中 4S 门店主要是指在 4S 门店开设的按摩椅销售渠道，一般在 4S 门店休息区设置按摩椅体验区，并同步配置销售人员。此外，公司通过购物中心、商超、机场、高铁等场所进行全面布局，其中机场高铁等主要以共享的方式切入。在新品牌切入大众市场、走性价



比路线、渠道下沉等一系列措施下,公司2020年国内保健按摩产品实现收入12.7亿元,其中按摩椅收入达到8亿元,同比2019年实现较快增长。

## 2、大宗业务逐步恢复,国际市场多产品发力

2020年奥佳华海外销售收入实现53.77亿元,同比增长35.07%。公司海外的大宗业务逐步恢复,美国客户的订单收入重新增长。同时,公司自营品牌稳步发展,家用医疗与健康环境产品受新冠疫情与市场开拓的影响,销售收入迅猛发力,成为公司2020年业绩重要增长点。

2020年公司大宗业务摆脱中美贸易战阴影,即便在疫情的影响下,依然快速回暖。2020年公司前五大客户中,来自份额占比前二的美国大客户HELEN OF TROY LIMITED与Ho Medics USA, LLC. 订单收入合计贡献13.19亿元,同比增长61.22%,较2018年增长25.66%。大宗业务能够回暖主要源于贸易战大名单落地,奥佳华的按摩器具没有被加征关税,大客户信心增强。此外,由于疫情封锁导致消费不振,美国政府推出经济刺激政策激发消费需求,同时居家生活提升按摩需求,市场按摩器具需求回暖,也是导致客户订单规模增长的重要原因。

图表: 奥佳华2018至2020年前五大客户收入情况(单位: 亿元)

序号	2018		2019		2020	
1	HELEN OF TROY LIMITED	5.39	HELEN OF TROY LIMITED	4.41	HELEN OF TROY LIMITED	7.59
2	HOMEDICS, INC	5.11	HOMEDICS, INC	3.77	HoMedics USA, LLC.	5.60
3	ATEX CO., LTD	1.44	ATEX CO., LTD	1.49	YOOWO. CO., LTD	2.56
4	BOKJUNG SCALE CO., LTD	1.43	BOKJUNG SCALE CO., LTD	1.46	BOKJUNG SCALE CO., LTD	2.15
5	TITAN CHAIR	1.13	TITAN CHAIR	1.14	TITAN CHAIR	1.78
合计		14.49		12.28		19.68

资料来源: 亿翰智库, 企业公告

注: HELEN OF TROY LIMITED、HOMEDICS, INC、TITAN CHAIR均为美国客户, ATEX CO., LTD、YOOWO. CO., LTD为日本客户, BOKJUNG SCALE CO., LTD为韩国客户。

在按摩产品的零售方面, 依托本土化团队建设, 海外自主品牌产品稳步发展。2019年奥佳华海外自主品牌市场中, 香港、马来西亚两个市场下滑, 国际市场自主品牌增长缓慢。但公司在台湾市场拓展较为成功, 2019年实现约3亿元营业收入。在台湾, 公司通过商超、大卖场、网络等各渠道不断渗透, 收入年均增速20%。2020年奥佳华将台湾的成功经验复制于其他市场, 虽然疫情封锁影响了海外门店, 但公司积极向线上发展, 最终取得积极成果。

2020 年在海外自主品牌中, 按摩椅收入约 10 亿元, 按摩小电器约 5 亿元。

家用医疗产品由于疫情影响, 收入、利润大幅增长。受疫情影响, 口罩、消毒包等医疗产品需求大增, 公司欧洲 medisana 品牌旗下的家用医疗产品大幅增长, 2020 年家用医疗产品全年收入达到 10.39 亿元, 同比增长 314.50%, 毛利润率也有较大提升, 较 2019 年增长 15.28 个百分点。同时由于技术积累与市场拓展, 健康环境产品海外也快速增长。2020 年健康环境产品整体销售收入为 10.92 亿元, 同比增长 93.84%。

综合来看, 2020 年奥佳华在国际疫情期间快速应对, 成功抓住机遇, 调整国内外发展策略, 收入利润大幅提升。公司 2020 年的成功主要有三点重要因素。第一点主要是大环境的变化, 2020 年国际疫情爆发, 海外政府为舒缓疫情带来的消费不振, 推出各类经济刺激计划, 同时居家生活提升按摩需求, 带动了公司的外销收入。第二点主要是公司较好的产品布局, 公司在 2016 年收购的 medisana 涉及医疗产品, 在 2020 年疫情期间医疗产品销量大增。第三点主要是公司的品牌布局, 公司在国内外布局多个品牌, 深耕当地市场, 利润较高的自主品牌产品销售逐步提升。

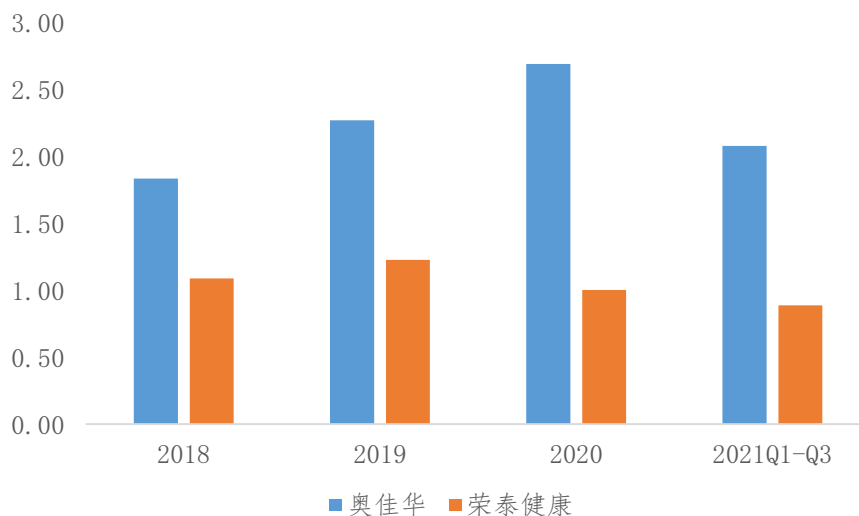
### 三、后疫情时代来临, 聚焦主业稳步发展

随着国际社会进入后疫情时代, 2021 年之后奥佳华将逐步聚焦保健按摩业务, 减少非核心业务的占比。公司进一步做出战略转变化主要有两个重要原因。一方面是因为后疫情时代下, 家用医疗产品的增速很难再有大幅、跳跃式增长, 2021 年上半年增速下滑明显, 公司未来对家用医疗业务的定位是把家用医疗产品当做保健按摩业务的配套业务。另一方面, 健康环境部分公司打算在未来拆分上市, 子公司拆分上市后, 奥佳华业绩的主要增长点还是在保健按摩业务上。

公司聚焦核心主业的方式延续了 2020 年的成功经验, 以继续打造品牌力与产品力为重点, 依托线下与线上渠道全方位发展。目前公司国内收入大多来自自主品牌, 而销往海外的保健按摩产品中, 按摩椅自主品牌的销售占比达到七成, 代工业务占比三成; 按摩小电器自主品牌占比三成, 代工占比七成。在公司发展自主品牌的方针下, 未来自主品牌产品的占比有望进一步提升。而自主品牌战略能否有效进行, 关键在于相关产品、品牌、渠道的优势上。对比按摩产品行业其他企业, 奥佳华在三个方面均有一定的优势。

在产品力上的优势, 与竞争对手相比, 奥佳华技术壁垒过硬。公司自 1996 年生产制造按摩器具, 在技术上不断积累, 截止 2021 年上半年, 公司累计获得专利 1093 项。公司拥有全球领先的按摩机芯核心技术, 其中旗舰主推的第五代 4D 无刷变频温感机芯, 在 AI 智能化、IOT 物联化、拟人立体按摩手法、用户体验等方面表现出众。对比同样为行业前排的荣泰健康, 其拥有的专利数量约 400 件, 按摩椅核心的机芯技术与奥佳华存在一定差距。在研发投入上, 2021 前三季度奥佳华研发费用为 2.08 亿元, 荣泰健康为 0.89 亿元, 行业间奥佳华的技术优势有望进一步提升, 巩固所拥有的壁垒。

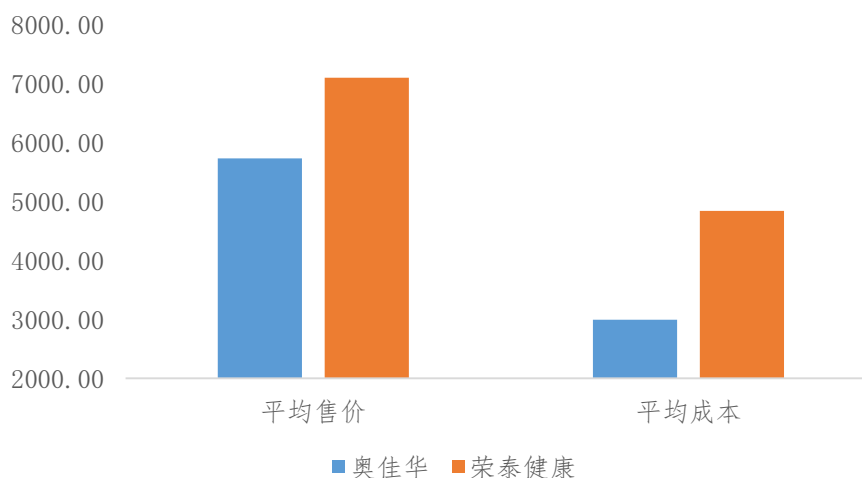
图表：奥佳华与荣泰健康 2018 至 2021 前三季度研发费用对比（单位：亿元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

此外，由于公司出色的技术能力，奥佳华的按摩产品成本也得以有效控制。以按摩椅为例，2020 年奥佳华平均成本为 2994 元/台，而荣泰健康为 4835 元/台。虽然荣泰健康的按摩椅较奥佳华定位更加高端，产品成本自然较高，但在技术层面，奥佳华按摩椅的核心技术相对领先，也在一定程度上使得制造费用较低。产品成本较低让奥佳华的议价能力更强，进一步增强了产品力。从毛利润率角度看，2020 年奥佳华按摩椅的毛利润率为 47.71%，而定位更高端的荣泰按摩椅毛利润率为 31.82%，由于较高的产品成本，荣泰定位高端并没能转换更高的毛利润水平。相反，成本较低的奥佳华反而在定价上更加有余，利润水平达到行业较高水平。

图表：2020 年奥佳华、荣泰健康按摩椅产品平均售价、平均成本（单位：元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

在品牌力上的优势, 相对其他企业, 奥佳华品牌矩阵成型, 不同品牌面向不同市场。海外市场中, 东南亚有“OGAWA 奥佳华”, 中国台湾有“FUJI”, 日本有“FUJIMEDIC”, 美国有“cozzia”, 欧洲有“medisana”。上述品牌扎根于本土市场, 有较长时间的品牌运营积累, 前四个按摩椅品牌在当地的市占率均在前二, “medisana”品牌在欧洲的市占率也排在前三。大陆市场, 公司以“OGAWA 奥佳华”、“ihoco 轻松伴侣”等为主要自营品牌, 按摩器具市占率达到前三。上述多个品牌构成品牌矩阵, 在每个市场均有较强的品牌力, 因而奥佳华在这些区域推广自主品牌产品更具优势。同时上述品牌均由本土团队运营, 品牌定位更易把握。

图表: 奥佳华品牌市占率情况

品牌名称	市场	当地市占率
OGAWA (奥佳华)	东南亚	前二
MEDISANA	欧洲	前三
FUJI	台湾	第二
FUJIMEDIC	日本	前二
COZZIA	北美	第二

资料来源: 亿翰智库, 企业公告

在渠道上的优势, 奥佳华直营门店较多, 能较快感知市场需求变化。2021 一季度奥佳华大陆市场约有 600 余家线下门店, 其中直营门店约有 70 余家; 国际市场约有 220 余家门店, 其中直营门店约有 140 家。直营门店较多可以快速执行公司的营销策略, 直观了解市场对产品的偏好。对于同行业的荣泰健康, 除上海地区直营外, 国内其他地区主要为经销门店。在线下渠道中, 奥佳华还有布局机场高铁等商圈环境, 主要以共享模式经营, 公司将该渠道视为产品推广的途径。

综合上述优势来看, 2021 年后, 在聚焦主业的情况下, 公司能够依靠保健按摩产品实现收入的稳步增长。由于公司在产品、品牌、渠道三方面均有一定程度的优势, 产品技术领先、成本控制得当、品牌矩阵丰富、渠道反馈较快, 这些特点是按摩器具行业其他企业难以快速追赶的, 是公司保持行业龙头地位的坚实基础。

此外, 奥佳华健康环境产品的新风产品在国内未来将有较大发展。2020 年下半年, 奥佳华与保利资本达成合作协议, 未来双方就家庭新风产品在精装修及 C 端市场的应用展开深度合作。这意味着奥佳华的新风产品将逐步配置于保利的精装房项目。随着国内精装房渗透率不断提升的趋势, 加之国家与地方出台多项与环境健康相关的政策性文件 (《民用建筑工程室内环境污染控制标准》等), 精装房新风产品未来市场广阔。但项目落地尚需时间, 前期订单较少, 2021 年新风系统国内市场预计实现 2 至 3 亿元。

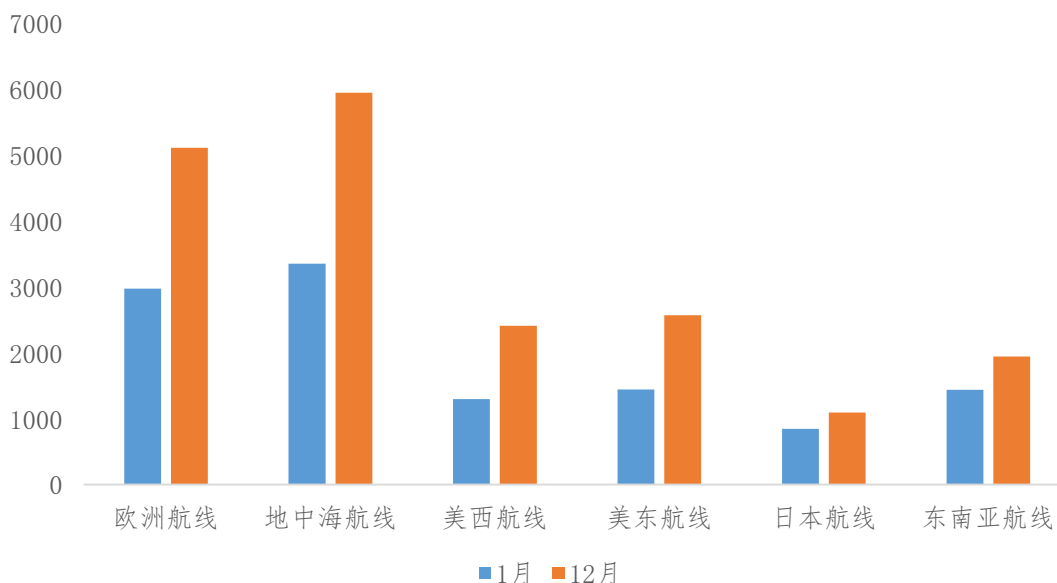
#### 四、原料、运费价格高企，销售费用难以压缩

虽然当前公司战略可以助力收入的稳步增长，但短期内有较多外部因素干扰奥佳华的利润成长。一方面是公司外销占比较大，国际疫情之下，海外港口拥堵，集装箱与舱位紧缺，海运价格快速上涨。另一方面，由于国际原料供需失衡，需求较为旺盛，但供应由于疫情难以完全恢复，原料价格大幅增长。此外，由于奥佳华的品牌与渠道策略，旗下品牌、直营门店较多，导致营销、租金、员工薪酬等费用支出巨大，期间费用率较高，拖累公司利润。

##### 1、欧美海运价格上涨，货柜紧张影响供货

公司主要市场有欧美、韩日、东南亚以及中国，目前欧美海运价格高企，日韩、东南亚海运费也有攀升趋势。根据中国交通运输部数据显示，2021年12月中国出口集装箱运价综合指数为3265.41，同比增长188.06%，其中东南亚航线为1942，同比增长141.54%，美西航线为2409，同比增长115.24%。可以看出2021年国际海运价格快速上涨。2021年11月各航线海运价格的增长趋于平缓，但由于疫情在海外再度升级，海运价格在12月又出现抬头趋势。

图表：2021年1月与12月中国出口集装箱运价指数统计对比

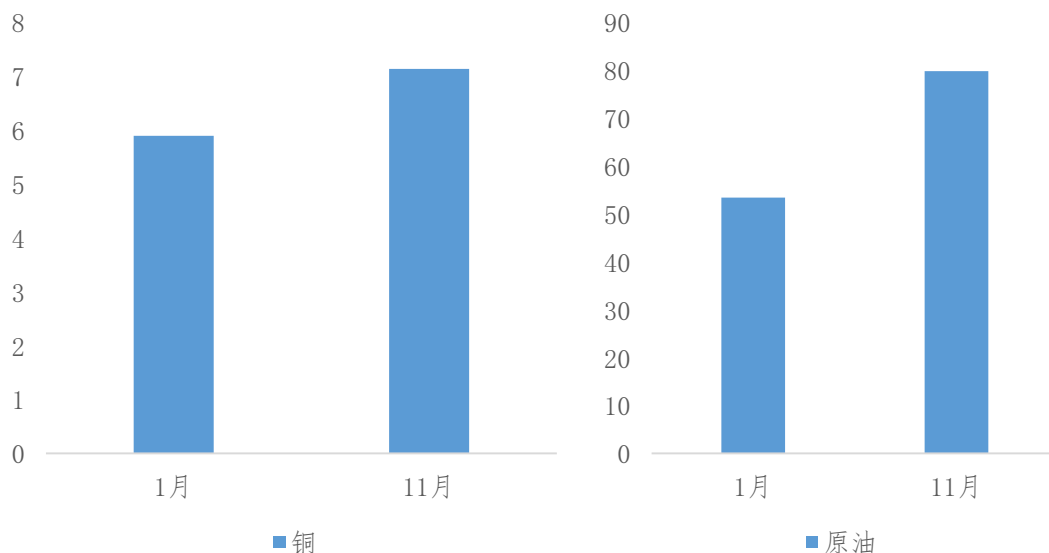


资料来源：亿翰智库，中国交通运输部官网

同时，原料价格也因为供求不平衡导致大幅上涨，公司主要原料电子元器件、塑料等价格均有提升。在疫情的影响下，一方面原材料供应商难以开工或供应能力无法完全恢复至疫情前水平，另一方面国内外市场需求逐步恢复，部分国家通过经济刺激计划，需求较为旺盛。两个方面导致原材料市场供需失衡，供应难以需求的情况下，原料价格快速增长。公司按摩器具的主要原料包含电子元器件、塑料、面料等产品，其中电子元器件以及塑料价格涨幅较

大，主要是因为电子元器件个别芯片、铜（电子元器件原料）、石油（塑料原料）等价格上涨。

图表：2021 年 1 月与 11 月铜、原油价格对比（单位：万元/吨、美元/桶）



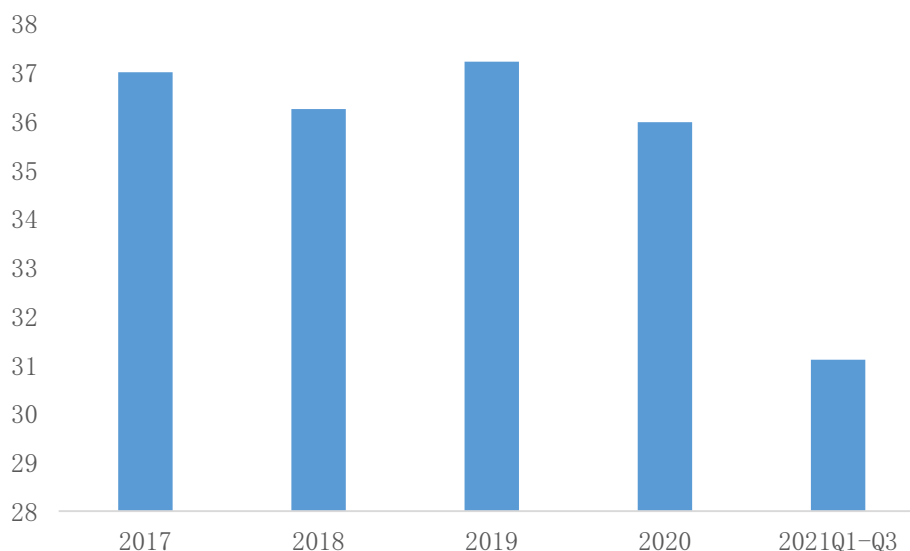
资料来源：亿翰智库，wind

注：铜价格为长江有色市场“铜:1#”平均价，原油价格为 IMF 的全球现货原油实际市场价格

原料、海运价格上涨对公司 2021 年第三季度毛利润率的影响较大。2021 前三季度，公司毛利润率为 31.11%，其中第一、第二季度的毛利润率分别为 34.36%、31.68%。公司第三季度毛利润率为 26.98%，环比下降 4.7 个百分点，同比下降 8.95 个百分点。原料价格上涨主要从 2020 下半年开始，公司提前做好了原材料价格锁定，延续至了 2021 上半年。第三季度奥佳华不再受益于前期的价格锁定，原料与海运价格上涨的影响凸显。



图表：2019 至 2021 第三季度奥佳华季度毛利润率（单位：%）



资料来源：亿翰智库，企业公告

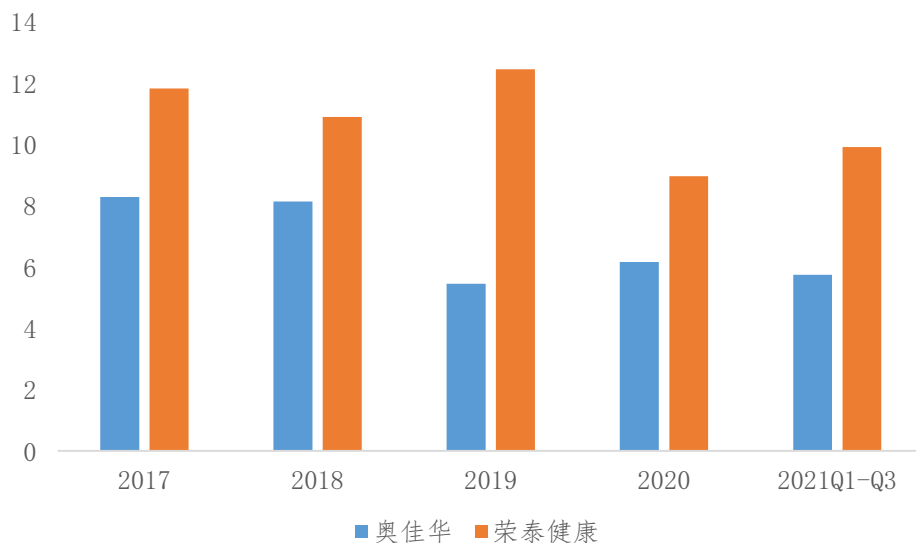
短期内，原料、海运费难以回落至正常水平。海运价格方面，疫情影响下欧美港口人手不足的状况仍在延续，亚洲港口的空集装箱及货船舱位紧缺，同时国外由于经济刺激政策等原因，消费需求较为旺盛。在欧美需求旺盛与运力紧缺的持续矛盾下，海运价格在短期内难以回落。原料价格方面，同海运类似，也是在疫情的背景之下，供需失衡导致原料价格难以回落，部分原材料供应商持续反复因疫情封锁而无法恢复疫情前生产水平。因此短期内，由于原料与海运价格维持高位，且可能继续冲击高位，公司毛利润率将延续第三季度的较低水平，利润空间受到挤压。

## 2、直营体系开支较大，品牌较多宣传费用难降

公司当前毛利润率出现下滑态势，净利润率也处于行业较低水平。2021 年前三季度奥佳华净利润率为 5.74%。对比同行业其他企业，2021 年前三季度荣泰健康净利润率为 9.91%。近五年奥佳华毛利润率一直高于荣泰健康，但荣泰健康的净利润率一直高于奥佳华。



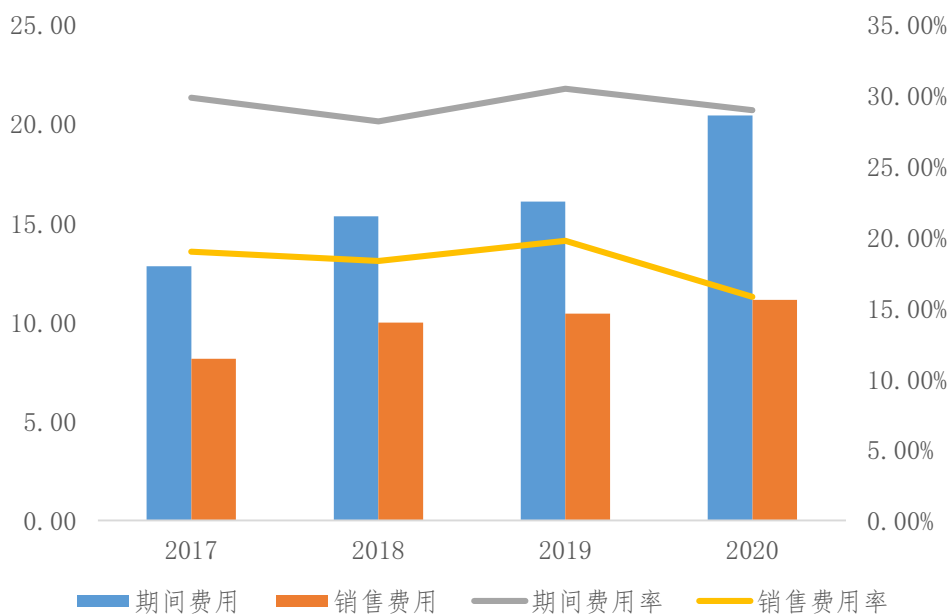
图表：2017 至 2021 前三季度奥佳华、荣泰健康净利润率对比（单位：%）



资料来源：亿翰智库，企业公告

公司自主品牌的运营方式给自身带来了较大的费用支出。从期间费用率来看，2020 全年公司的期间费用率达到 28.93%，对比同行业的荣泰健康仅为 18.8%，奥佳华的期间费用率处于较高水平。公司期间费用率较高主要是因为销售费用支出较大，销售费用占期间费用的比例达到 54.50%。销售费用较高的重要原因是公司直营门店较多，且品牌较多，营销资源较为分散。

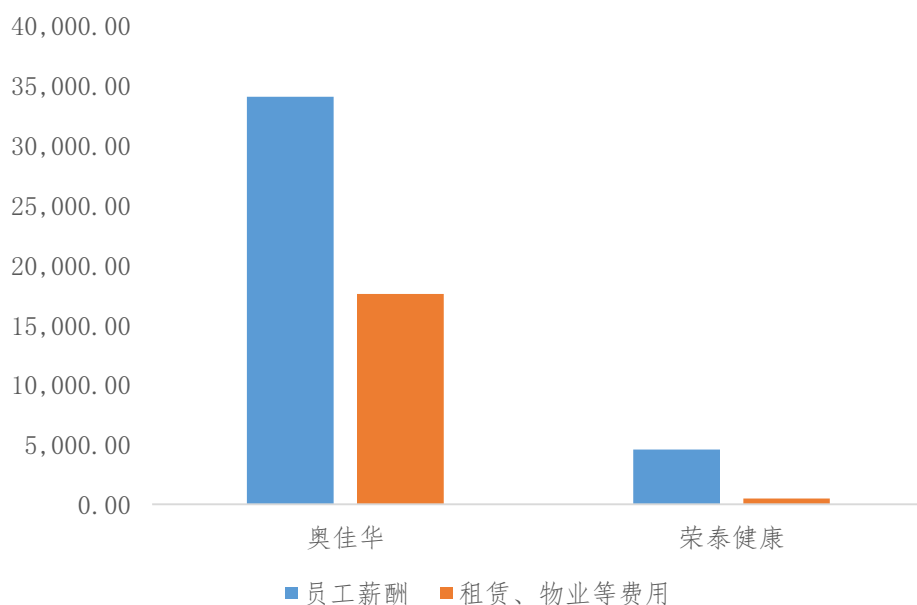
图表：2017 至 2020 年奥佳华期间费用与销售费用情况（单位：亿元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

奥佳华线下门店直营较多，租金与人员开支较大。在按摩产品行业中，公司拥有最多的直营门店，在国内外合计开设 200 余家直营门店。较为刚性的门店租金与销售人员薪酬直接由公司承担，在 2020 年疫情期间，两大费用难以有效控制，公司全年员工薪酬与租赁及物业费分别达到 3.41、1.76 亿元，同比变化 2.80%、-11.16%。2020 年内公司关闭了部分直营门店，租金费用有所减少，但由于业务不断发展，员工薪酬继续抬升。

图表：奥佳华与荣泰健康 2020 年员工薪酬、租赁及物业费对比（单位：万元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

此外，由于公司品牌较为丰富，不同国家和地区有各自的品牌体系，相关的宣传营销费用较高。虽然各个品牌都有本土化团队运营，但品牌复杂，分散了营销资源。公司 2020 年广告及推广费达到 1.95 亿元，是荣泰健康的两倍。

尽管由于上述两个重要原因，奥佳华销售费用支出较高，但公司积极做出调整，施行精准营销策略，2021 年费用率已经有下降趋势。在品牌宣传方面，公司开始广告精准投放，严格控制整体预算。在直营门店方面，公司保留现有的直营门店数量，调整未来开店方向。未来公司国内开店将主要以经销店为主，当前 ihoco 品牌向三四线城市下沉的进程中，公司已经开设了若干经销店。通过经销店的铺设，未来奥佳华线下门店发展所带来的薪酬、租金等支出增长将能够得到有效控制。从公司 2021 前三季度数据来看，公司期间费用率降至 25.94%，销售费用率降至 15.42%。

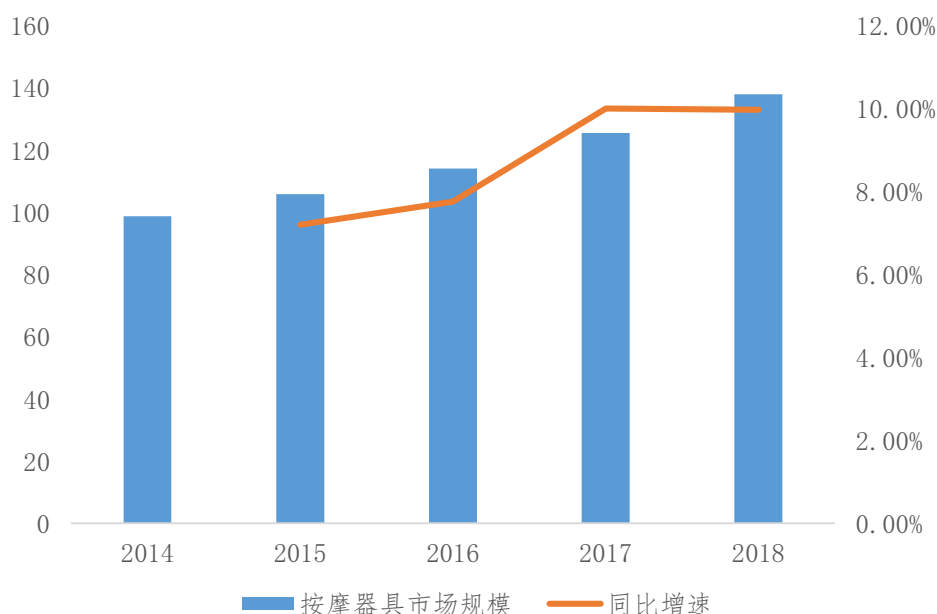
综合来看，奥佳华当前利润增长主要面临两个重要问题——原材料、海运价格上涨以及销售费用过高。原材料、海运价格上涨是整个家居行业都面临的重大挑战，在疫情反复的情况下，海内外供应链不断受到冲击，短期内价格难以恢复至疫情前正常水平，公司毛利润率

将持续承压。销售费用过高是奥佳华发展了较多直营门店以及品牌所致，直营门店的租金、员工薪酬以及品牌营销所带来的广告费用压缩了利润空间。当前公司已经着手调整发展策略，把控广告宣传费用，线下门店拓展以经销店为主要方向，并且 2021 年成效逐步显现。

## 五、短期宏观因素扰动，未来发展可期

对于按摩产品这个赛道，海外发展较早，行业发展目前处于成熟期，东亚（除大陆）、欧美等市场稳步增长。大陆市场发展较晚，按摩产品正处于导入期与成长期的中间阶段，未来走向成熟仍需要数年培育。从市场规模来看，全球按摩器具市场未来将以接近 10% 的增速稳步增长，中国大陆市场或将成为其中的重要增长来源。

图表：2014 至 2018 年全球按摩器具市场规模（单位：亿美元）



资料来源：亿翰智库，中国产业信息网

展望奥佳华未来发展，我们认为公司作为按摩器具行业的龙头企业，将能够依靠自身技术、产品、品牌、渠道上的优势，在这个细分赛道上越做越强。公司未来两年内营业收入有望保持 10% 以上的稳步增长，国内增速有望超过海外。奥佳华在国内市场中，按摩椅产品降维、品牌互补，新风产品涉足精装房领域，与保利等签署合作协议，短期内有望保持较快增长。海外市场中，公司自主品牌与大宗业务共同发力，整体有望稳步增长。

利润方面，短期来看，原材料、运费价格上涨对行业整体冲击较大，公司受到影响在所难免。当前不仅按摩器具行业受到冲击，其他各产业链中游或涉及海外业务的企业，其利润均受到不同程度影响。部分产业链中游企业因为与下游议价能力较差，无法提高产品售价，甚至出现订单亏损甚至工厂停工的状况。由于疫情仍在延续，原材料、海运价格难以回落至

正常水平, 公司利润端将持续承压。

但是从过去历史来看, 公司业绩出现下滑的主要原因一般为外部宏观因素干扰, 而公司龙头优势常在。公司多年技术积累, 按摩机芯领先行业 2 至 3 代, 能为消费者提供更加全面的按摩与更加舒适的体感。同时技术先进带来成本优势, 奥佳华按摩产品性价比更高, 产品力更强。在品牌方面, 公司稳步由代工向自主品牌发展, 品牌布局海内外主要市场, 市占率较高, 同时国内中低端与中高端品牌形成互补, 品牌力较强。此外, 在渠道上公司稳固一二线城市的直营门店, 并以经销店的拓展方式逐步向三四线城市下沉, 辅以机场高铁等商圈的共享按摩椅模式, 进一步打造消费者心中对奥佳华按摩椅的产品认知以及品牌影响力。

在未来长期的发展中, 公司坚持深化推动核心主业, 将公司由代加工企业稳步转向自主品牌企业, 依托自身产品、品牌、渠道的多重优势, 自己的按摩产品龙头地位能够不断扩大, 收入与利润有望稳步增长。

## 【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

## 【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码