

## 荣泰健康 (603579.SH) 增持 (首次评级)

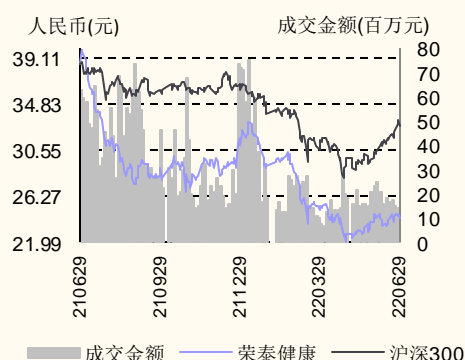
## 公司深度研究

市场价格(人民币): 24.22元

目标价格(人民币): 31.10元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.40
已上市流通A股(亿股)	1.38
总市值(亿元)	33.91
年内股价最高最低(元)	39.97/21.99
沪深300指数	4421
上证指数	3362



## 铸全产业链护城河，按摩椅龙头行稳致远

## 公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,021	2,613	2,994	3,538	4,090
营业收入增长率	-12.68%	29.30%	14.59%	18.17%	15.61%
归母净利润(百万元)	193	236	242	327	409
归母净利润增长率	-34.71%	22.45%	2.34%	35.18%	25.17%
摊薄每股收益(元)	1.379	1.688	1.728	2.335	2.923
每股经营性现金流净额	1.97	2.41	2.54	3.26	3.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.63%	13.30%	12.02%	14.82%	16.69%
P/E	21.88	19.75	14.02	10.37	8.29
P/B	2.55	2.63	1.68	1.54	1.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **全球按摩椅龙头，内销以自主品牌运营，海外以 ODM 为主。**按摩椅业务占比超九成。2021 年营收 26 亿元 (+35%)，归母净利润 2.4 亿元 (+22%)。
- **大陆按摩椅行业空间广阔，集中度有望进一步提升。**2020 年国内按摩产品销售额达 32 亿美元，在产品力提升+保健意识增强+老龄化+低渗透率（目前仅 2%）多重因素推动下有望保持稳健增长。我们测算国内按摩椅 CR3 份额约 32%，相较成熟区域市场集中度提升空间大。
- **产品力强劲，研发投入大。**2019 年公司推出 4D 机芯和柔性导轨，突破性领先行业。2021 年研发费用率 4.6%，行业最高。硬件+软件+智能化不断加码实现产品持续迭代升级。公司高端市场份额稳居亚洲前三，若剔除共享按摩以业务 2021 年营收达到 11.3 亿元，17-21 年内销 CAGR 为+13%。
- **渠道端看：1）**线下经销商体系不断下沉，覆盖全面，每年重点清晰。公司线下渠道已覆盖全国 30+省级行政区域的 469 个大中城市，终端拥有近 1500 家门店，2021 年经销收入占内销近 40%，近年渠道加速下沉。2）电商发力早业务占比较高，线上营收占内销比重 43%。
- **营销端看：1）**重视投入：广告推广费 2021 年为 1.8 亿元，占总营收比重为 6.9%。2）新营销抢先：已经系统的构建起“头部主播+达人主播+店铺自播”的体系，2021 年制作输出短视频超 1000 条，播放量同比增长 165%，2021 年公司抖音平台自播销售额行业第一。3）年轻化：官宣王一博为代言人；IP 联名提升知名度，如近期摩摩哒和王者荣耀联名推出按摩椅产品。
- **外销：海外按摩椅市场空间广阔，产能持续向中国转移。**韩国市场 BF 竞争力强，公司作为主要代工厂商（占比 85%）营收稳健增长；北美市场潜力大增速快，公司近年紧抓机遇拓客户，实现高增；欧洲市场份额亦快速提升。公司 2021 年海外营收为 13.9 亿元，17-21 年 CAGR 为 10%。

## 投资建议

- 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.42、3.27、4.09 亿元，同比分别+2.3%、+35.2%、+25.2%，对应的 EPS 分别为 1.73、2.34、2.92 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 14.02x、10.37x、8.29x。给予 2022 年 18 倍估值，目标价 31.10 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险

- 疫情反复对公司供应链造成影响、按摩椅需求不及预期风险、产品力迭代升级不及预期风险、汇率波动风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003  
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004  
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人  
dengying@gjzq.com.cn

## 内容目录

1.概览：稳打稳扎多年的按摩椅龙头.....	5
2.内销：营销渠道优势匹配强产品力，构筑护城河.....	6
2.1 多因素推动按摩椅行业稳增长，集中度提升空间大.....	7
2.2 产品引领行业，重研发为立身之本.....	12
2.3 线下渠道精耕细作，电商抢占先机.....	16
2.4 年轻化的新营销模式，积极拥抱新消费时代.....	17
2.5 摩摩哒定位清晰，性价比市场豁然打开.....	21
3.外销：强强联手稳定合作，新市场高速增长.....	22
4.产能：需求景气度高，产能稳步释放.....	26
5.财务分析.....	27
6.盈利预测与投资建议.....	29
7.风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	5
图表 2：公司营收拆分（单位：亿元）.....	5
图表 3：公司主要业务毛利率（%）.....	6
图表 4：公司主要业务净利润（亿元）及净利率.....	6
图表 5：公司内外销营收及增速（亿元）.....	7
图表 6：公司国内外毛利率比较.....	7
图表 7：中国居民人均医疗保健消费支出情况.....	7
图表 8：居民家庭医疗保健支出比重逐年提升.....	7
图表 9：我国 60 岁以上人口及占总人口比重.....	8
图表 10：白领亚健康指数、健康意识指数上升.....	9
图表 11：亚洲各国按摩椅产品渗透率明细.....	9
图表 12：国内按摩产品市场规模.....	10
图表 13：国内按摩椅市场规模测算.....	10
图表 14：中国大陆按摩椅市场主要参与者.....	11
图表 15：中国大陆大型按摩器具和按摩小电占比.....	11
图表 16：中国大陆按摩椅市场竞争格局.....	11
图表 17：亚洲其他按摩椅市场 top1 市场份额.....	12
图表 18：全球按摩椅发展历程概要.....	12
图表 19：韩国 2010 年起按摩椅进口增速显著提升.....	12
图表 20：亚洲地区高端按摩椅市场份额.....	13
图表 21：公司按摩椅产品迭代历程.....	14
图表 22：各公司研发费用率对比（%）.....	14
图表 23：公司专利数量稳步增长（件）.....	14

图表 24: 公司近年主要研发成果.....	15
图表 25: 公司经典按摩椅产品与技术亮点.....	15
图表 26: 公司内销渠道体系布局.....	16
图表 27: 主要企业中国大陆门店数量.....	17
图表 28: 主要竞争对手线上销售占内销的比重 (2020) .....	17
图表 29: 荣泰与经销商共设抖音店铺为线下门店引流.....	17
图表 30: 主要按摩椅厂商广告推广费及占营收比重 (亿元) .....	18
图表 31: 公司直播电商推进.....	18
图表 32: 公司的梯次化主播体系 .....	19
图表 33: 按摩椅品牌抖音月销售额排行 (万元) .....	19
图表 34: 按摩椅品牌抖音关联视频数量.....	19
图表 35: 荣泰代言人百度搜索指数 (2022 年) .....	20
图表 36: 荣泰代言人年轻化.....	20
图表 37: 2021 年后家电企业代言人年轻化.....	20
图表 38: 迪士尼漫威联名款按摩小电器.....	21
图表 39: 荣泰漫威按摩椅 ChinaJoy 现场、奥佳华、倍轻松的联名产品.....	21
图表 40: 摩摩哒在天猫渠道高速增长.....	21
图表 41: 摩摩哒与荣泰品牌按摩椅均价 (天猫) .....	21
图表 42: 摩摩哒小按摩器均价 (天猫) .....	22
图表 43: 摩摩哒与王者荣耀合作.....	22
图表 44: 全球按摩市场分区域规模 (十亿美元) .....	23
图表 45: 中国按摩器出口金额及增速 (单位: 亿美元) .....	23
图表 46: 中国按摩器出口均价及增速 (单位: 美元) .....	23
图表 47: 中国出口占全球需求的比重测算.....	23
图表 48: 各区域按摩器渗透率对比.....	24
图表 49: 韩国按摩设备进口金额及从中国进口占比.....	24
图表 50: 2016-2021Q1 公司对 BODYFRIEND 销售金额和占比 (亿元) ....	25
图表 51: Bodyfriend 专利数量 2018-2020 时间段位居全球前列.....	25
图表 52: 奥佳华在欧美市场的布局.....	26
图表 53: 我国按摩器出口各国占比.....	26
图表 54: 我国按摩器出口各国增速.....	26
图表 55: 公司产能、产量、销量及产销率.....	27
图表 56: 可比公司营业收入 (亿元) 及增速.....	28
图表 57: 可比公司毛利率 (%) .....	28
图表 58: 可比公司销售费用率.....	28
图表 59: 可比公司管理费用率.....	28
图表 60: 可比公司研发费用率.....	28
图表 61: 可比公司净利率.....	28
图表 62: 可比公司存货周转率.....	29

图表 63: 可比公司应收账款周转率.....	29
图表 64: 公司营收拆分估计 (亿元) .....	30
图表 65: 可比公司估值.....	30

## 1.概览：稳打稳扎多年的按摩椅龙头

公司为按摩椅龙头企业，经营思路十分稳健。“荣泰”品牌于1997年创立，2002年公司在上海成立，2005年尝试拓展海外市场，尝试与松下以ODM模式合作。在产品力先行的思路下公司2007年成立研发中心，聚焦产品创新。2011年以后开始注重电商渠道、品牌矩阵、以及长期稳定的大客户的开发与维系，2017年IPO后启动扩产，前期布局迎来收获。目前公司国内主要以“荣泰”+“摩摩哒”双自主品牌运营，海外以ODM为主。

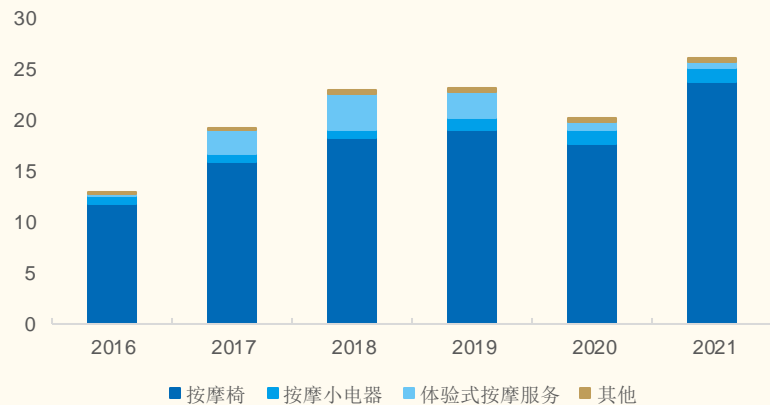
图表 1：公司历史沿革

时间	事件
1997	· 荣泰品牌诞生
2002	· 公司设立，注册资本100万元
2005	· 与日本松下展开合作 · 产品进入法国家乐福
2006	· 获“品牌企业”和“品牌产品”称号
2007	· 成立上海青浦高新技术研发中心，百余名科研人员组成研发团队 · 获“上海名牌产品”称号
2009	· 被认定上海市著名商标、高新技术企业，成为中国航天事业合作伙伴
2011	· 成为中国驰名商标 · 设立子公司一诺康品，开拓电商渠道
2012	· 开始与韩国按摩椅公司BODY FRIEND合作
2016	· 创立“摩摩哒”品牌，进军共享按摩服务市场
2017	· 赴上交所上市 · 艾荣达智能产业园开工建设
2019	· 获迪士尼IP授权，开发IP联名款按摩椅及小件
2020	· 完成6亿人民币可转债发行

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

营收整体增长稳健，按摩椅业务占比九成以上。公司2021年实现营收26亿元，同比+35%，2020年受疫情影响营收暂时下降，16-21年公司营收CAGR为15.2%。分品类看，2021年公司按摩椅、按摩小电、共享按摩椅服务（体验式按摩服务）占比分别为91%、5%、2%，2017-2019年按摩椅营收占比下降至80%左右系共享按摩椅市场短期快速扩容，公司近年已将该业务逐步剥离，营收占比降至2%左右。按摩椅、按摩小电业务16-21年营收增速分别为15.3%、12.0%，稳健增长。22Q1公司实现营收5.6亿元（+8.5%），增速有所放缓主要系疫情反复，3月中旬起部分门店销售受到影响。

图表 2：公司营收拆分（单位：亿元）

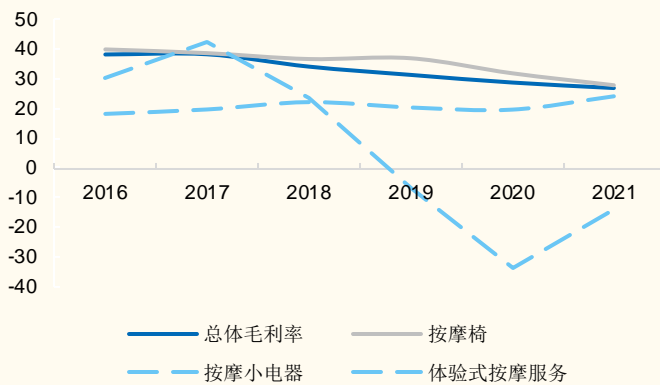


来源：公司公告，国金证券研究所

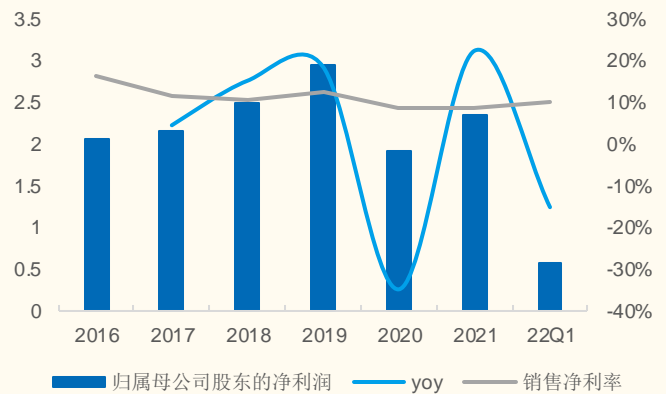
受原材料影响毛利率暂有承压，按摩小电毛利率提升。2020-2021 年公司毛利率在 27%左右，受大宗原材料影响较大（按摩电器原材料占成本比重 80%以上），2021 年按摩椅、按摩小电器、共享按摩椅毛利率分别为 27.8%、24.1% 和-14.0%，按摩椅盈利能力强。2018-2019 年毛利率下滑主要系毛利率较低的共享按摩椅业务高增长。随着公司共享按摩椅业务剥离接近尾声，大宗原材料稳中下行，公司毛利率改善确定性强。

2021 年公司实现归母净利润 2.36 亿元（+22%），16-21 年归母净利润 CAGR 为 2.7%，慢于营收增速，2021 年净利率为 8.7%。受疫情+原材料影响，2020 年公司归母净利润-35%，16-21 年其余年份均保持增长。22Q1 公司归母净利润-15%，净利率为 10.4%，环比修复但同比受原材料上涨+疫情反复影响有所下降。

图表 3：公司主要业务毛利率（%）



图表 4：公司主要业务净利润（亿元）及净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

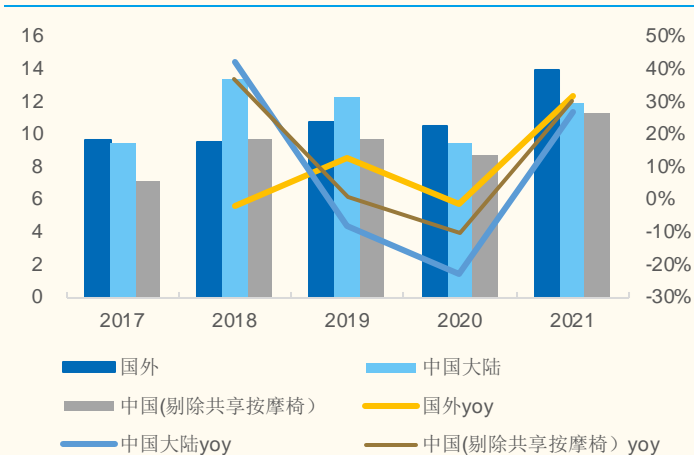
来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.内销：营销渠道优势匹配强产品力，构筑护城河

公司内销主要为自主品牌荣泰+摩摩哒，2021 年内销营收 11.9 亿元（占比 46%），若剔除共享按摩椅业务则占比 43%。17-21 年公司内销、外销 CAGR 分别为+6%、+10%，内销增长缓慢系共享按摩椅业务逐步剥离，若剔除共享按摩椅业务内销 CAGR 为+13%，保持较快增长。

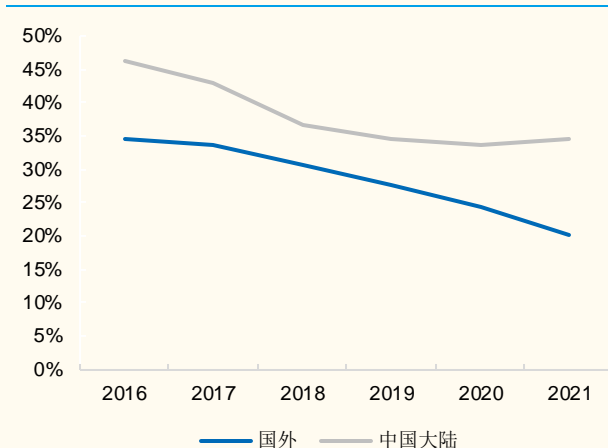
我们认为，公司内销在产品力强的基础上，重视营销投入和双线渠道建设对产品的推动，在行业内竞争力更为全面，未来在行业稳健增长的背景下将持续跑出  $\alpha$  属性。盈利能力上看，公司内销主要为自主品牌，因而毛利率较高（35%左右）且更为稳定。

图表 5：公司内外销营收及增速（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司国内外毛利率比较



来源：wind，国金证券研究所

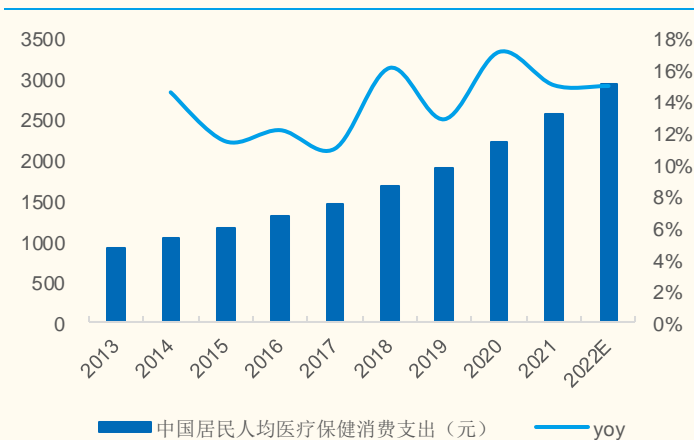
## 2.1 多因素推动按摩椅行业稳增长，集中度提升空间大

### (1) 产品力+保健意识+老龄化+群体拓宽共同推动平稳增长

**四类因素共同推动按摩器具（按摩椅+按摩小电）行业发展：**产品力提升+保健意识增强+老龄化+群体拓宽。其中对于强可选耐用消费品，产品力是决定性因素。龙头带领高端产品力提升在上节中已有论述，行业整体产品以机芯升级为主线，但分散的竞争格局下，产品力良莠不齐；保健意识的增强背后仍是人均收入的提升；群体拓宽则取决于厂商营销发力+产品的加速年轻化，通过供给创造需求。

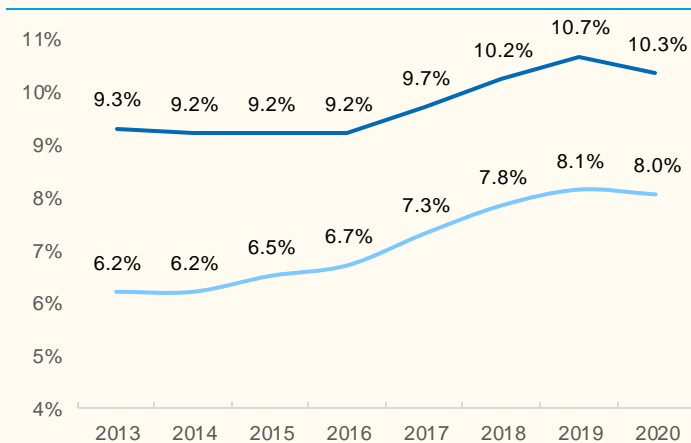
**保健意识增强：**体现在居民家庭医疗保健支出比重提升。城镇/农村家庭医疗保健支出的比重从2016年的6.7%/9.2%提升至8.0%/10.3%，保健意识增强背后是人均可支配收入的稳步提高提供支撑。落脚到人均医疗保健消费支出（人均可支配收入\*支出比例）上看，2016-2020年CAGR达到14.4%，显著快于人均GDP和人均可支配收入增速。

图表 7：中国居民人均医疗保健消费支出情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：居民家庭医疗保健支出比重逐年提升

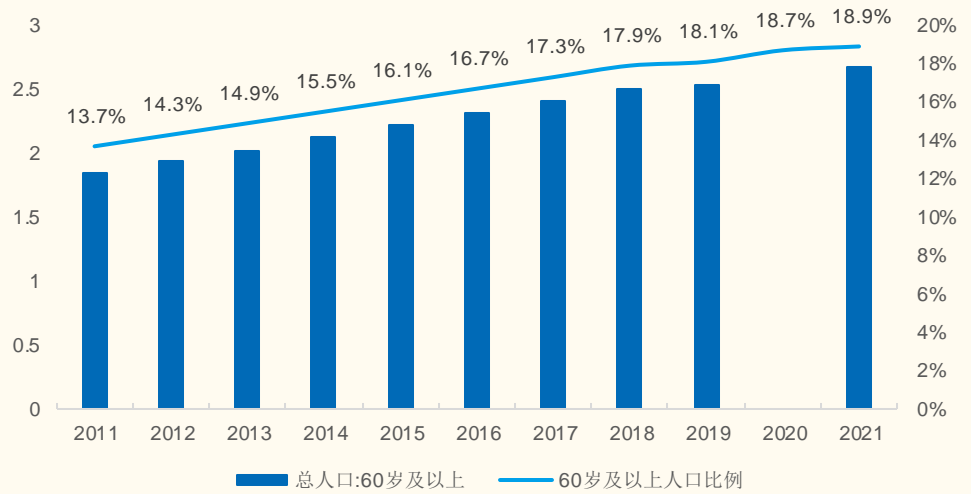


来源：wind，国金证券研究所

**老龄化：69岁以上人口比例逐年提升，带动按摩需求上升。2021年我国60岁**

以上人口为 2.67 亿，占比为 18.9%，16-20 年 CAGR 为 3.0%。而中老年人普遍存在血液循环不畅、肌肉衰老、骨质疏松等健康问题。

图表 9：我国 60 岁以上人口及占总人口比重



来源：wind，国金证券研究所

群体拓宽：产品、营销年轻化+“内卷”环境下亚健康现象普遍

● 供给端：

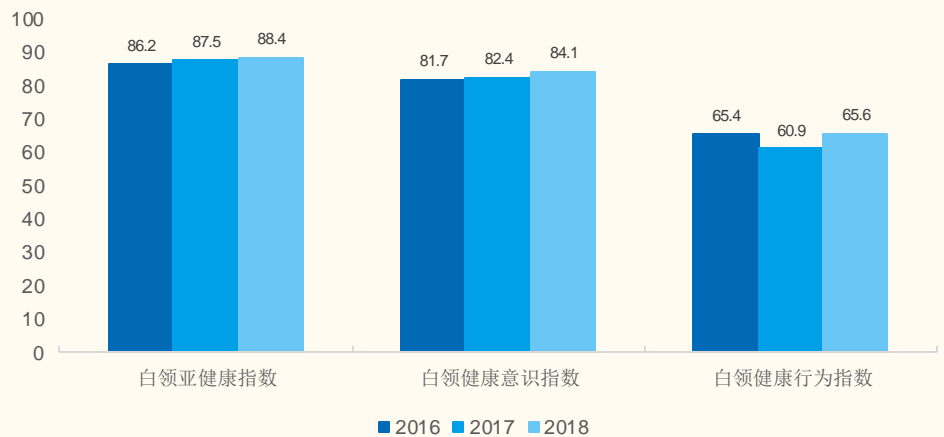
1) 年轻化：Z 世代逐渐成为消费主力的必然选择。产品端看，IP 联名+价格带拓宽。主流企业纷纷探索联名产品，如奥佳华与 linefriends 合作走萌系路线，荣泰与漫威联名等。奥佳华和倍轻松都针对年轻群体推出了子品牌摩摩哒和 ihoco，外观设计简约时尚，价格低于主品牌。营销上看，家电企业近年多选择当红流量明星作为代言人，顶流代言品牌的数量进一步上升，如倍轻松签约肖战，SKG 和荣泰签约王一博。渠道端看，主要龙头企业在抖音、小红书等平台上均有所试水，平台销量、浏览量、粉丝数均有明显增加。

● 需求端：

内卷时代亚健康现象普遍，第三消费时代年轻消费者更加关注个人享受和身体健康，群体进一步向青年白领人群、青少年学生拓宽。根据《2020 上海职场白领健康指数报告》，上海职场白领体检异常率已在 2019 年上升至 99.66%，颈椎生理曲度改变在女性白领增长最快的体检异常指标中排名第三。教育“内卷”的环境下，《义务教育质量监测报告》显示，四年级、八年级学生视力不良检出率分别为 36.5%和 65.3%。行业内按摩小电龙头倍轻松的眼部按摩器产品也正起家于书店而打开空间。



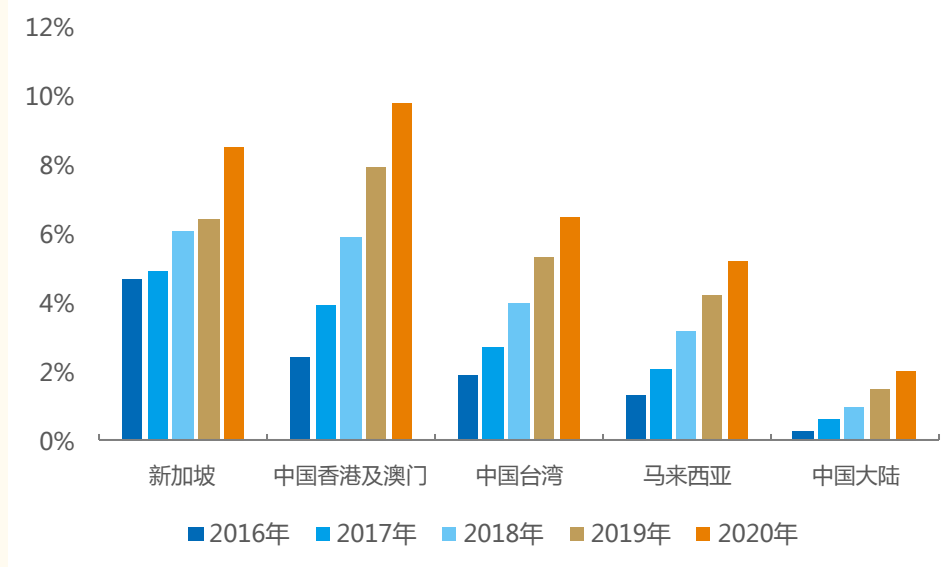
图表 10：白领亚健康指数、健康意识指数上升



来源：《2018 上海白领健康白皮书》，国金证券研究所

渗透率逐年提升，与亚洲其他区域仍有明显差距，提升空间明显。新加坡/中国香港及澳门/中国台湾/马来西亚 2020 年按摩椅渗透率分别为 8.5%/9.8%/6.5%/5.2%，与生活习性较为相近的亚洲其他区域相比，我国 2020 年渗透率为 2%，具有可观提升空间。

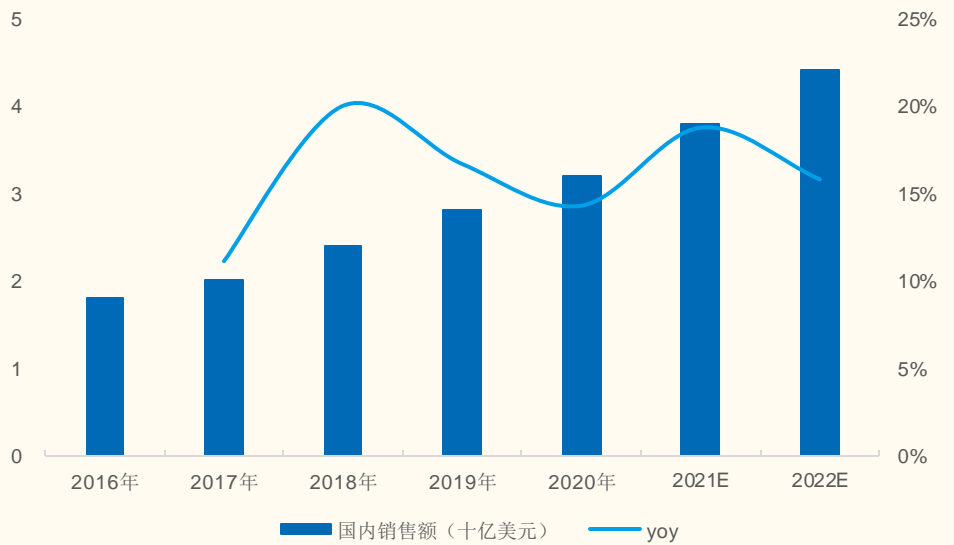
图表 11：亚洲各国按摩椅产品渗透率明细



来源：灼识咨询，国金证券研究所

按摩电器行业规模行业近年较快增长，按摩小电增速较快。根据灼识咨询，2020 年国内按摩产品（按摩椅+按摩小电）销售额达到 32 亿美元，受疫情影响仍实现 14.3%的增速，16-20 年 CAGR 为 15.5%。

图表 12：国内按摩产品市场规模



来源：灼识咨询，国金证券研究所

内销按摩椅销量空间测算：有望在 2025 年达到 629 万台。考虑到行业推动力，但按摩椅本身可选属性强+更换周期长（6 年以上），叠加行业优胜劣汰产品力保持逐渐提升，我们预计国内按摩椅行业将稳健增长，测算方法如下：

- 鉴于数据的可得性，以 2020 年数据为基础测算。2020 年我国按摩椅行业销售额 17.3 亿美元（折合人民币 118 亿元），合理假设终端零售价格为 6000 元，2020 年我国按摩椅销量为 391 万台。
- 2020 年大陆按摩椅渗透率 2%，合理假设 2025 年缓慢提升至 5.5%。
- 以家庭户数作为单位；销量拆解为新增需求和更换需求，更换周期为 6 年。

我们预计 2020-2025 年行业复合增速为 10.0%，按摩椅内销有望在 2025 年提升至 629 万台，保持平稳增长。

图表 13：国内按摩椅市场规模测算

	2020年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国大陆按摩椅	2.0%	2.6%	3.3%	4.0%	4.7%	5.5%
中国人口(万人)	141,178	141,342	141,413	141,374	141,271	140,434
yoy	0.8%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.6%
城镇化率	63.9%	65.0%	66.1%	67.2%	68.3%	69.4%
yoy	3.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
家庭数量(万户)	53,885	54,343	54,776	55,178	55,566	55,673
城镇家庭数量(万户)	35,372	36,308	37,235	38,148	39,058	39,775
农村家庭数量(万户)	18,513	18,035	17,541	17,030	16,507	15,899
按摩椅保有量(万台)	1,078	1,424	1,786	2,180	2,606	3,062
新增需求(万台)	328	346	362	394	426	456
更新需求(万台)	63	86	113	125	149	173
销量(万台)	391	432	475	519	575	629
yoy	-	10.5%	10.0%	9.2%	10.9%	9.2%
20-25CAGR	-	-	-	-	-	10.0%

来源：国金证券研究所测算

(2) 行业集中度低，有望进一步提升

当前中国市场按摩椅竞争者分为三个梯队：1) 第一梯队（营收约 4 亿元以上）：荣泰健康、奥佳华、OSIM，其中荣泰（ROTAI+ 摩摩哒）和奥佳华（OGAWA+IHOCO）在内销上均为自主品牌，OSIM 为新加坡品牌，1993 年进入大陆市场，在高端市场耕耘多年。2) 第二梯队：稻田、松下、富士、Irest（本土品牌）。前三者均为日本本土龙头，日本市场市占率合计 60% 以上，中国大陆主要通过代工的方式进行销售。

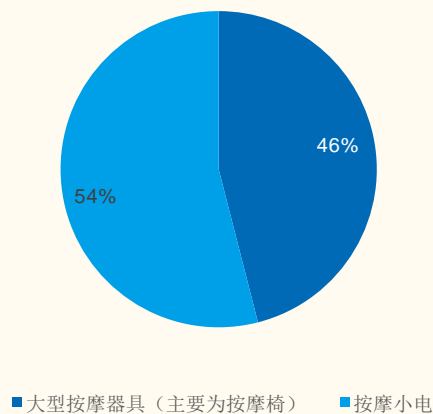
图表 14：中国大陆按摩椅市场主要参与者

品牌商/代工商	品牌	2020国内按摩产品营收	中国大陆网点数量(2020)
荣泰健康	荣泰	9.4亿	1500+
奥佳华	奥佳华	约8亿	426家门店(2021-8)
发美利健康器械有限公司	稻田(INADA)		
大东傲胜保健器(苏州)有限公司	OSIM	8130万新台币	182家门店
融捷健康	松下、富士(代工)	0.46亿	-
永艺股份	OSIM(代工)	2.9亿	-
浙江豪中豪健康产品有限公司	Irest		300多家城市数千家销售网点

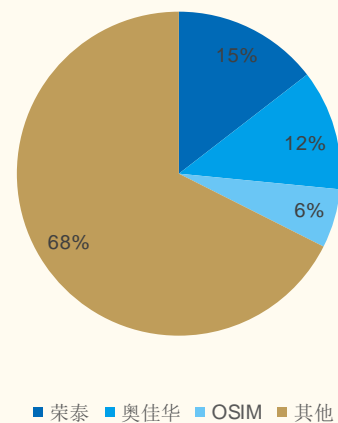
来源：公司公告，国金证券研究所

国内按摩椅 CR3 份额约 32%，市场龙头集中度有待提升。2020 年国内按摩器具行业规模约 201.6 亿元人民币（零售额口径），其中大型按摩器具（主要为按摩椅）占比 46%，约 92.7 亿元，粗略按照出货端均价为终端零售价的 70% 计算，我们测算 2020 年荣泰、奥佳华、OSIM 市占率分别为 15%、12%、6%，市场集中度不高。

图表 15：中国大陆大型按摩器具和按摩小电占比



图表 16：中国大陆按摩椅市场竞争格局



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所测算

对标成熟区域，按摩椅市场集中度高。韩国、日本、中国台湾市占率第一分别为 Bodyfriend、稻田和 FUJI，本土市占率约 60%、40%、40%。日本市场排名第二的大东电机（THRIVE）市占率约 20%，top2 市占率达 60% 左右。

图表 17：亚洲其他按摩椅市场 top1 市场份额

市场	品牌	市占率
韩国	Bodyfriend	60%以上
日本	稻田	40%左右
中国台湾	FUJI荣泰健康	40%左右

来源：公司公告，产业信息网，国金证券研究所

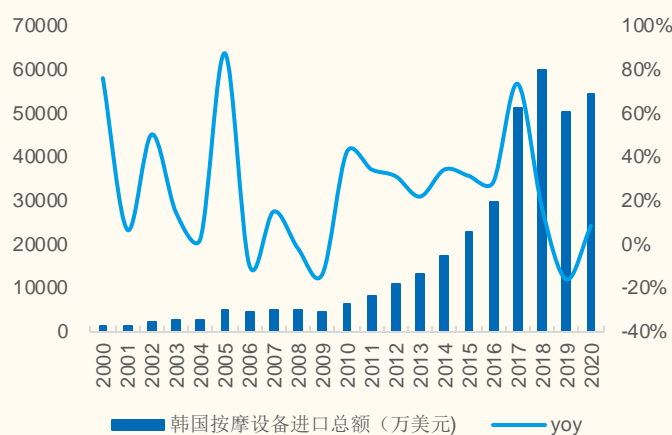
我国按摩椅市场未到成熟阶段。1) 从发展历程上看，按摩椅产品进入中国大陆已在 90 年代后期，国内仅 20 多年的历史。2) 本土两大龙头 2002 年开始正式涉足按摩椅行业，自主品牌发力则在 2010 年以后。3) 参考同为按摩器传入国的韩国，在按摩椅 80 年代进入其市场后，本土市场销量增速的提升则发生在 2010 年以后，Bodyfriend 在本轮高速发展的阶段紧抓机遇，完成了市场份额的提升。

图表 18：全球按摩椅发展历程概要

时间	事件
1962	· 日本稻田二千武研制第一台全自动按摩椅
1980s	· 松下 (Panasonic)、大东 (THRIVE) 等部分传统电器制造厂商也开始涉足按摩器具行业 · 按摩器开始进入韩国、中国台湾等区域 · 按摩器产品进入北美、欧洲按摩椅
1990s	· 主要消费人群仍然位于日本、韩国、新加坡、香港、马来西亚等东亚、东南亚地 · 生产地以日本+中国台湾+东南亚为主
2000s	· 奥佳华2002年开始进军按摩椅市场 · 荣泰健康2002年成立 · 全球按摩器具产业链向我国转移
2010s	· 韩国按摩椅增速显著提升，复合增长率30%以上

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 19：韩国 2010 年起按摩椅进口增速显著提升

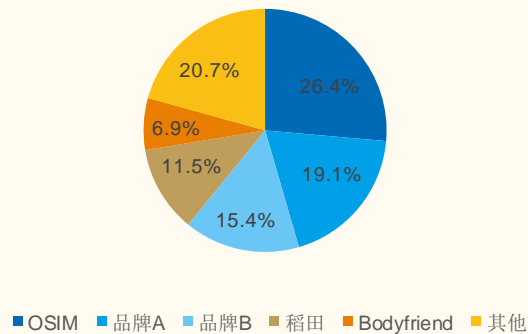


来源：WTO，国金证券研究所

## 2.2 产品引领行业，重研发为立身之本

公司高端市场份额较高，亚洲区域位居前三。根据 V3 品牌亚洲招股书，亚洲地区高端按摩椅市场份额集中，前五大厂商分别为傲胜、荣泰、奥佳华、稻田、Bodyfriend，合计市占率 79.3% (根据招股书，品牌 A、B 为奥佳华、荣泰，无法对号入座)

图表 20：亚洲地区高端按摩椅市场份额



来源：灼识咨询，国金证券研究所

### 按摩椅的关键构成为机芯和导轨。

- **机芯为控制机械手的装置，当前市面主流机芯为 2D 机芯和 3D 机芯。**2D 机芯能够实现平面运动，完成肩—腰—腿部按摩；3D 机芯增加可实现前后运动的伸缩电机，从而更优地贴合人体背部曲线、还原人手的触感和力度。
- 导轨为机芯移动的轨道；导轨长度越长，按摩范围越广；导轨形态经历“直导轨—S 型—L 型—SL 型”的发展历程，逐渐贴合人体曲线，按摩体验感提升。
- 此外值得关注的按摩椅组件参数还包括气囊的数量和布局，机械手的按摩功能等。

### 公司产品：经历 5 次迭代，领先行业 1-2 代。

- **机芯方面**，经历从 2D 机芯到 3 代 3D 机芯，从单机芯到双机芯配置的演进，2019 年进一步推出 4D 机芯，通过上下按摩球双向运动，使按摩力度渗透至肌肉深层筋膜。
- **导轨上**，完成从 H 系列直形导轨到 SL 型导轨产品的四阶段革新，实现按摩部位由背部到全身的拓展，提升按摩舒适度。2019 年推出柔性导轨，由固定的导轨转变为可打开的导轨，使按摩椅开合角度更大，按摩行程更长。

图表 21：公司按摩椅产品迭代历程

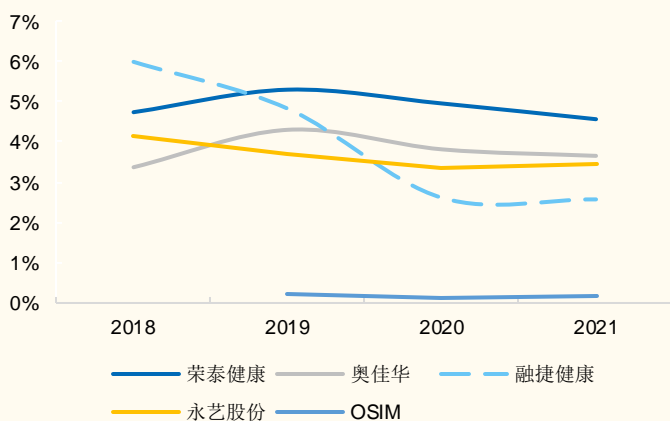
发展期间	按摩椅产品类型	代表型号
2003-2006年	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓H系列直形导轨</li> <li>✓2D机芯，四种手法行走</li> <li>✓局部气囊</li> <li>✓实现基本背部按摩功能</li> </ul>	
2006-2010年	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓Z系列直形导轨</li> <li>✓增加手臂按摩、电动伸缩小腿等功能</li> </ul>	
2010-2012年	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓S形导轨，背部曲线行走</li> <li>✓1代3D机芯</li> <li>✓全身气囊，实现全身按摩功能</li> <li>✓肩位检测</li> </ul>	
2012-2019年	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓L形导轨、SL型导轨</li> <li>✓2代3D机芯，机芯可行走到坐垫部位</li> <li>✓智能语音技术，App应用控制</li> </ul>	
2019年-	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓柔性导轨</li> <li>✓3代3D筋膜机芯，双机芯，4D机芯</li> <li>✓双向拉筋技术</li> <li>✓AI智能语音</li> </ul>	

来源：公司官网，国金证券研究所

研发保持高投入，研发费用率位居行业前列。2021 年公司研发投入为 1.2 亿元，占营收比重为 4.6%，在行业可比公司中最高，奥佳华、融捷健康、永艺股份，分别为 3.7%、2.6%、3.4%，外资龙头 OSIM 研发费用率仅为 0.18%，研发费用率和绝对研发投入都与内资品牌形成较大差距。

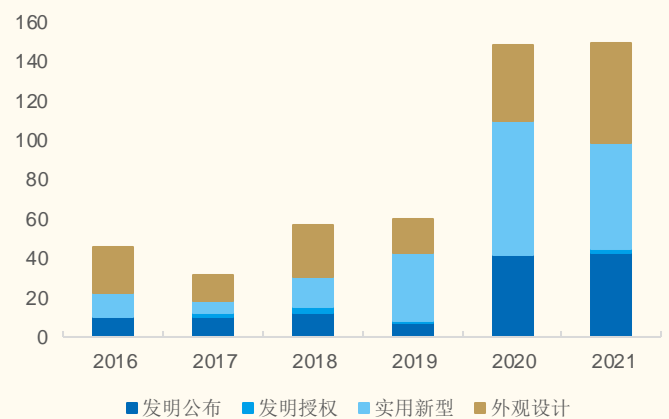
投入力度加大，专利数量稳步增长。根据国家专利局，2020-2021 年公司专利数量显著增加至 150 件左右/年，其中含金量最高的发明专利（发明公布+授权）数量快速上升，其中发明公布储备较多，有望进一步转化为发明授权。实用新型和外观设计相较 2019 年基本实现翻番。

图表 22：各公司研发费用率对比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：公司专利数量稳步增长 (件)



来源：国家专利局，国金证券研究所

硬件+软件+智能化不断加码，公司产品持续迭代升级。

- **硬件方面**，公司 2019 年研制出业内目前独有的柔性导轨技术，推出全新旗舰款双子座按摩椅 RT8900，成为行业里程碑。并进一步优化柔性导轨技术，在 2021 年完成了第二代柔性导轨开发，扶手打开技术，小腿分离运动机构，4D 全驱智能机芯等技术的开发工作。
- **软件方面** 2021 年取得突破性进展，上线了个人健康管理服务的健康云平台，并推出按摩程序商城，用户可以在手机、平板上独立下载更新按摩程序，用户可以及时享受最新的按摩服务。
- **智能化方面**，公司与高校合作推出智能疲劳追踪技术，让按摩椅具备健康感知，并为客户量身定做按摩程序。并于科大讯飞合作推出采用科大讯飞智能语音系统 RT8610S。

图表 24：公司近年主要研发成果

时间	研发方向	关键词
2019	研制出业内目前独有的柔性导轨技术，推出全新旗舰款双子座按摩椅 RT8900	硬件提升
	开发新机芯，采用新的设计结构，增加按摩球的运动方向，提高按摩精度	提升精准度
2020	设计新的导轨结构及机芯排布	硬件提升
	加码人机智能交互	AI能力
	以大数据为支撑，设计一种基于互联网采用可视化及图形化的按摩手法语言编写系统	软件
2021	完成了第二代柔性导轨开发，扶手打开技术，小腿分离运动机构，4D 全驱智能机芯等技术的开发工作	硬件提升
	与上海中医药大学及国内知名的在线检测医疗科技公司合作，推出了智能疲劳追踪技术，让按摩椅具备健康感知并为客户量身定做按摩程序	AI能力、定制化
	推出按摩程序商城，用户可以在手机、平板上独立下载更新按摩程序	软件
	健康云平台上个人健康管理服务	软件

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：公司经典按摩椅产品与技术亮点

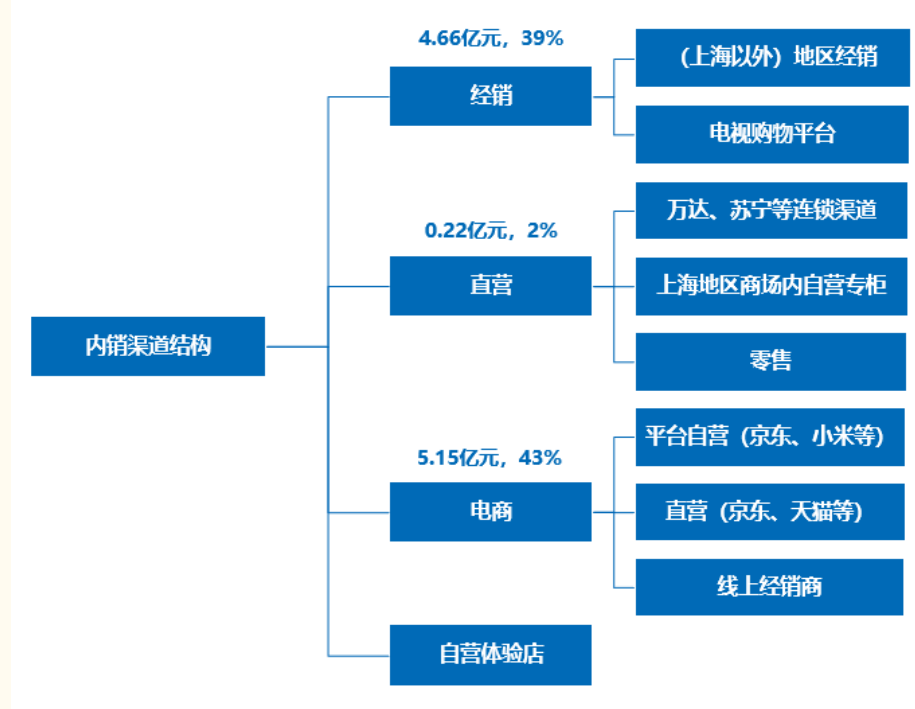
产品型号	产品亮点	图示
RT8900 双子座按摩椅	<ul style="list-style-type: none"> <li>√3D 深层筋膜按摩机芯：对不易按摩到的肩颈及腰部效果显著，精准定位深层筋膜渗透力更强，有效行程630mm</li> <li>√腰臀专用按摩机芯，有效行程830mm</li> <li>√AI 智能双重检测系统，精准检测体型</li> </ul>	
8610S 太空舱按摩椅	<ul style="list-style-type: none"> <li>√二代3D机芯立体按摩，多方位独立伸缩</li> <li>√科大讯飞智能语音系统，灵敏交互精准识别指令，操控准确便捷；</li> <li>√可以通过VR 眼镜享受虚拟按摩程序</li> </ul>	
S60 元气瑜伽椅	<ul style="list-style-type: none"> <li>√柔性导轨设计,最大角度可达165.5°,按摩行程可达1340mm</li> <li>√26个3D柔性气囊,环绕式包裹全身</li> <li>√内置碳纤维和石墨烯发热片</li> <li>√搭载TI处理芯片，处理数据更高效</li> </ul>	

来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3 线下渠道精耕细作，电商抢占先机

公司国内主要采用“经销+直营+电商”的销售模式。根据公司公告，2021 年经销、直营、电商渠道占国内营收的比重分别为 39%、2%和 43%，经销和电商占比比较高。

图表 26：公司内销渠道体系布局



来源：公司公告，国金证券研究所

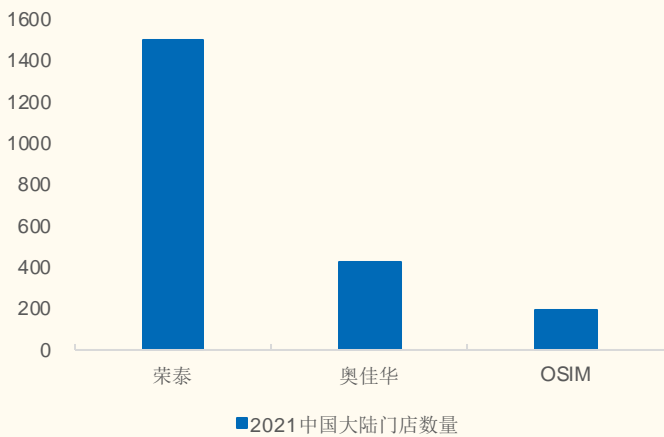
**线下经销：不断下沉，覆盖全面，每年重点清晰。**公司线下渠道已覆盖全国 30+ 省级行政区域的 469 个大中城市，在江浙沪全区域及北方的省会城市优势尤其明显。在终端拥有近 1500 家门店，覆盖中高端百货、购物中心、家居村（城）、汽车 4S 店等渠道。公司近年加速渠道下沉，不断开发三四线城市，2020 年疫情高峰过去后新开门店 123 家，门店首次覆盖至西藏区域；2021 年公司尝试临街专卖店的店铺模式，该模式复合三四线城市的消费习惯，品牌曝光度高、人货场匹配度高。

**荣泰国内线下渠道相较竞争对手具有优势。**2021 年，主要竞争对手奥佳华和 OSIM 的门店数量分别为 426 家、190 家，公司具有显著优势。

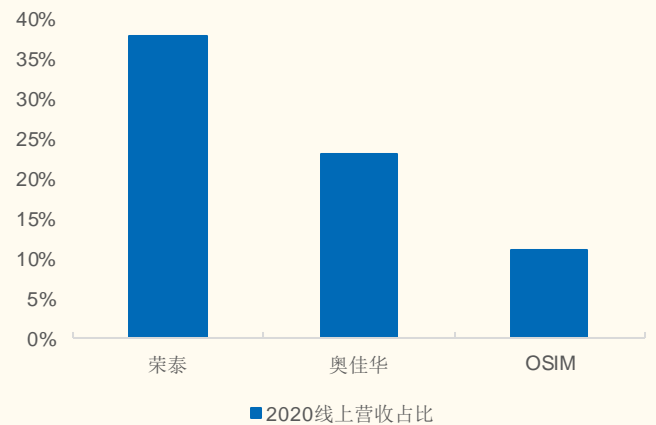
**电商业务发力早占比高。**公司电商业内布局较早，连续多年 618、双十一蝉联京东电商平台的品类销冠。从线上营收的占比来看，2020 年荣泰、奥佳华、OSIM 线上营收占内销比重分别为 38%、23%、11.1%。公司 2021 年实现电商营收 5.15 亿元 (+44%)，占比提升至 43%，奥佳华 2021 年线上重点发力，预计 2021 年线上占比提升至 30% 以上，两大龙头电商方面皆有优势。



图表 27: 主要企业中国大陆门店数量



图表 28: 主要竞争对手线上销售占内销的比重 (2020)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 奥佳华为截至 2021 年 8 月 12 日, OSIM 为截至 2021Q3)

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 荣泰和奥佳华为中国区口径, OSIM 为全球口径)

公司利用线上营销的优势, 线上进一步为线下引流。具体来看, 公司 2021 年尝试与经销商共设抖音店铺, 为线下门店引流; 并通过抖音、视频号等平台的重点运营, 为线下完成视频拍摄制作超 400 条, 支撑门店、商场、展会、等渠道的传播。

图表 29: 荣泰与经销商共设抖音店铺为线下门店引流

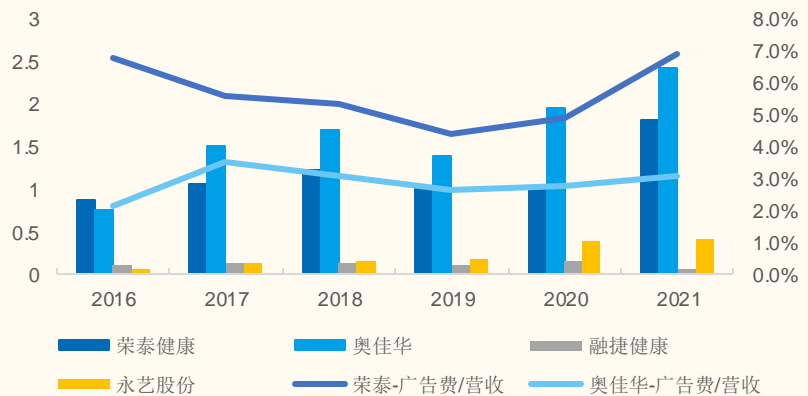


来源: 公司公众号, 国金证券研究所

## 2.4 年轻化的新营销模式, 积极拥抱新消费时代

- (1) 公司注重营销端投入。广告推广费上看, 荣泰 2021 年为 1.8 亿元, 占总营收比重为 6.9%, 奥佳华为 3.1%, 以代工为主的融捷健康和永艺股份则在 1% 左右。奥佳华在全球范围内运营多个自主品牌, 分散度较高。对标亚洲市场全区域已经较为成功的 OSIM, 其广告推广费 2019-2020 年亦在 7%-10% 之间。总体来看, 荣泰已经建立起行业内最为成熟的营销打法, 对其高端定位的产品进行助推。

图表 30：主要按摩椅厂商广告推广费及占营收比重（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

## (2) 新营销抢先一步：抓直播风口，快速推进

- 2019 年，公司开始尝试“网红带货”营销新模式，成为最早尝试直播带货的按摩椅厂商。
- 2020 年，完成主要平台的直播布局（京东、天猫、小米有品），并开始尝试抖音、快手等渠道；公司层面专门成立新媒体部门、用户运营部门，培养主播。
- 2021 年公司在与 kol 合作的基础上进一步完善强化自播队伍，并针对线上增加产品型号，系统的构建起“头部主播+达人主播+店铺自播”的体系，当年制作输出短视频超 1000 条，播放量同比增长 165%。

成效上看，荣泰处于领先地位。2021 年双 11 荣泰实现全网成交额 2.25 亿元（位居第一），按摩椅总销量 34000+台，品牌全网总曝光 11.2 亿次。2021 年公司抖音平台自播销售额行业第一。从近半年（21.12-22.5）抖音数据来看，摩摩哒+荣泰品牌实现销额 4087 万元，关联直播的数量总计为 2164 条，领先竞争对手。公司在直播领域布局眼光长远，近年注重完善强化自播队伍，持续减少对头部主播的依赖。近期部分头部主播陆续退出行业，公司有望在直播去头部化的行业趋势中保持竞争力。

图表 31：公司直播电商推进

时间	直播电商进程
2019	开始尝试“网红带货”营销新模式
2020	全平台：京东、天猫、小米有品三大电商平台直播
	积极布局抖音等新兴电商，拓展至快手、小红书等
	成立新媒体部门、用户运营部门，培养主播，拍摄短视频等
2021	直播体系化：正式开启品牌专业化、场景化、常态化直播
	打法：直播+短视频配合，名人直播+企业自播配合
	2020年6-18期间明星主播李静、钟丽缇、胡可天猫直播带货筋膜枪、按摩椅
	除合作kol外，自播队伍进一步完善
2021	增加线上产品型号，深度参与线上主价位段竞争
	构建起头部主播+达人主播+店铺自播的直播体系；与50余位直播达人合作，直播近百场次
	2021年6-18期间按摩椅入驻头部主播罗永浩等的淘宝、抖音直播间
	2021年荣泰制作输出短视频超1000条，播放量同比增长165%

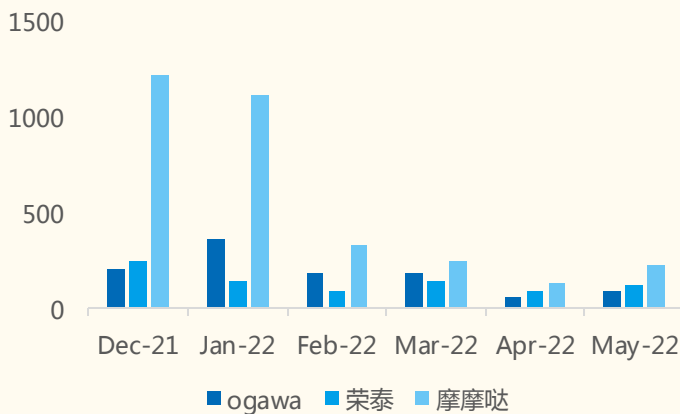
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32: 公司的梯次化主播体系



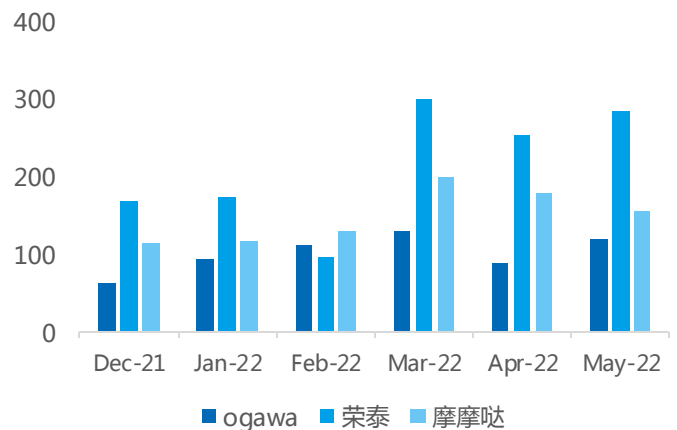
来源: 公司公众号, 国金证券研究所

图表 33: 按摩椅品牌抖音月销售额排行 (万元)



来源: 抖音, 国金证券研究所

图表 34: 按摩椅品牌抖音关联视频数量



来源: 抖音, 国金证券研究所

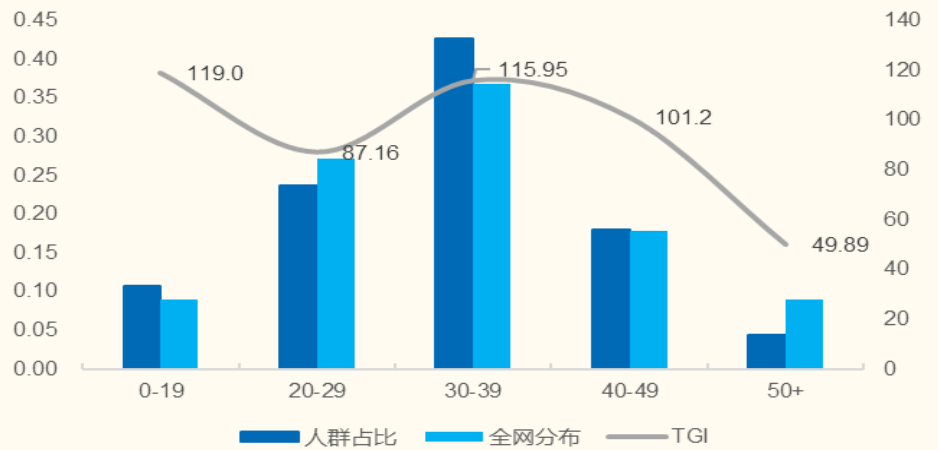
### (3) 消费新势力崛起, 品牌形象年轻化转型

随着 85-95 后年轻世代逐渐成为消费主力军, 公司快速推进品牌形象年轻化, 主要体现在代言人年轻化、推出 IP 联名款。

**代言人年轻化:** 家电龙头企业自 2021 年以来纷纷官宣当红年轻流量明星为代言人, 主要以小家电企业为主, 大家电企业并不多。张小斐因在 2021 年初主演《你好, 李焕英》迅速走红, 公司 2021 年先启用张小斐为代言人, 快速跟上热点, 并于 10 月官宣流量更高的王一博。从 2014 年邀请黄晓明代言到

2021年，公司传播主攻人群转年轻消费者群体。2020-2021年王一博多次位居微博“明星势力榜”榜首，根据百度指数，王一博的粉丝受众以年轻、女性群体为主，话题热度显著提升。

图表 35：荣泰代言人百度搜索指数（2022年）



来源：百度指数，国金证券研究所

图表 36：荣泰代言人年轻化

时间	代言人及授权
2014年5月	官宣黄晓明为形象代言人
2016年9月	官宣林志玲为形象代言人
2019年12月	获得迪士尼IP授权
2021年5月	官宣张小斐为品牌大使
2021年10月	官宣王一博为荣泰按摩椅全球代言人

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 37：2021年后家电企业代言人年轻化

代言人	品牌	代言人	品牌
王一博	荣泰	肖战	倍轻松
	奥克斯空调		石头
	SKG		九阳
王俊凯	摩飞	易烊千玺	优瑞家
周冬雨	方太		极米

来源：公司官网，国金证券研究所

联名进一步提升知名度，先行于行业。公司借鉴对标 BODYFRIEND，BODYFRIEND 曾与迪士尼米老鼠、漫威系列联名推出按摩器具。公司 2019 年底与迪士尼合作，与其旗下知名 IP 超能陆战队、漫威系列联名推出按摩椅（RT8630 大白系列、RT8900 黑豹系列等）、按摩小电器如筋膜枪、颈部按摩仪系列。公司 2020 年参加知名数字娱乐展会 ChinaJoy，在一二线城市及省会主办 15+次主题展，直接触达年轻消费者群体。

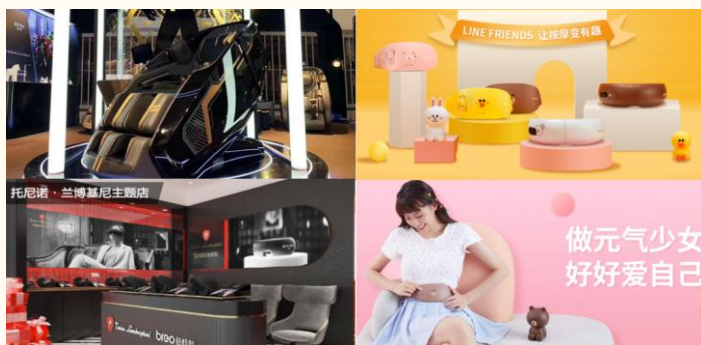
我们认为按摩家电可选属性较强，IP 联名属于借力合作营销的一种，有利于快速提升知名度和品牌力，目前也成为多个按摩电器品牌的营销思路之一。如奥佳华 2020 年和 linefriends 合作推出联名款产品暖宫宝和眼部按摩仪，2021 年倍轻松与兰博基尼合作推出按摩器产品。

图表 38：迪士尼漫威联名款按摩小电器



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 39：荣泰漫威按摩椅 ChinaJoy 现场、奥佳华、倍轻松的联名产品



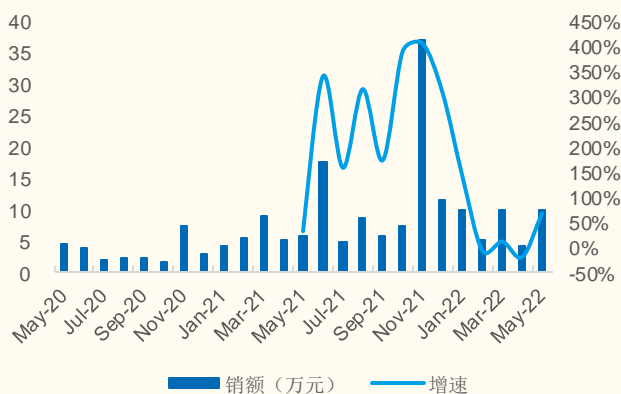
来源：各公司官网，国金证券研究所

## 2.5 摩摩哒定位清晰，性价比市场豁然打开

摩摩哒已形成较高的品牌知名度，迎来放量阶段。2021 年摩摩哒品牌营收 2.03 亿元，同比+106.7%，全年按摩椅销售 4.5 万台；摩摩哒按摩小件也有不俗表现，其中 SX322 护眼仪单品全年销售超 6 万台。我们认为摩摩哒的成功源于：

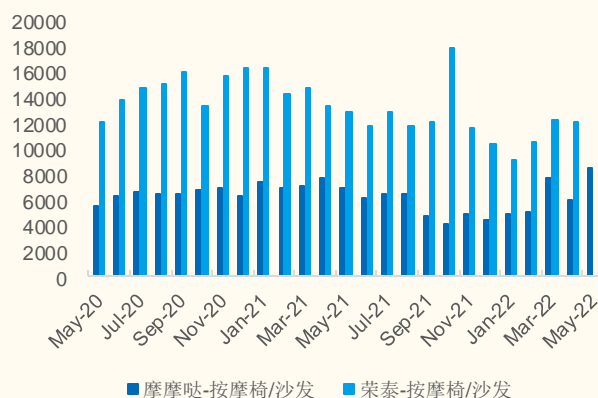
- 定位清晰，渠道区隔：主打轻松、时尚，针对入门级中低端价位产品，80% 以上为按摩椅。从天猫口径看，2020-21H1 摩摩哒按摩椅均价在 6000 元左右，21H2 均价进一步下探至 5000 元左右，与荣泰品牌 1w3 左右的均价形成清晰的区分；渠道方面主打线上和三四级市场。2021 年起在天猫渠道销售高速增长。
- 摩摩哒推出时间较早（2016），前期通过共享按摩椅服务进入大众视野、与小米合作、作为荣泰子品牌的品牌力加成，已经具有一定的知名度，迎来品牌口碑转化阶段。

图表 40：摩摩哒在天猫渠道高速增长



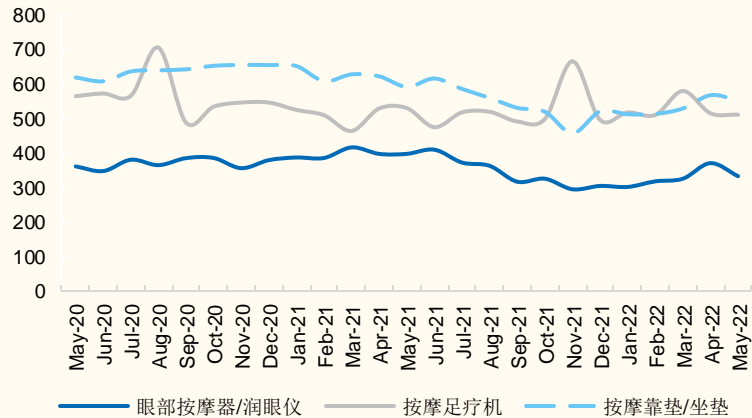
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 41：摩摩哒与荣泰品牌按摩椅均价（天猫）



来源：各公司官网，国金证券研究所

图表 42：摩摩哒小按摩器均价（天猫）



来源：炼丹炉，国金证券研究所

- 紧抓新营销，抖音等新平台发力。摩摩哒紧抓新营销，在抖音渠道布局上领先对手，21.12-22.5 半年内累计关联直播 892 场，销额累计 3252 万元，在按摩椅品类中排名第一。2022 年 5 月，摩摩哒和王者荣耀合作发布英雄系列按摩椅，推出黑金限量款、灵动森系、治愈梦幻系三款产品，成为舒适破圈的一次成功尝试。

图表 43：摩摩哒与王者荣耀合作

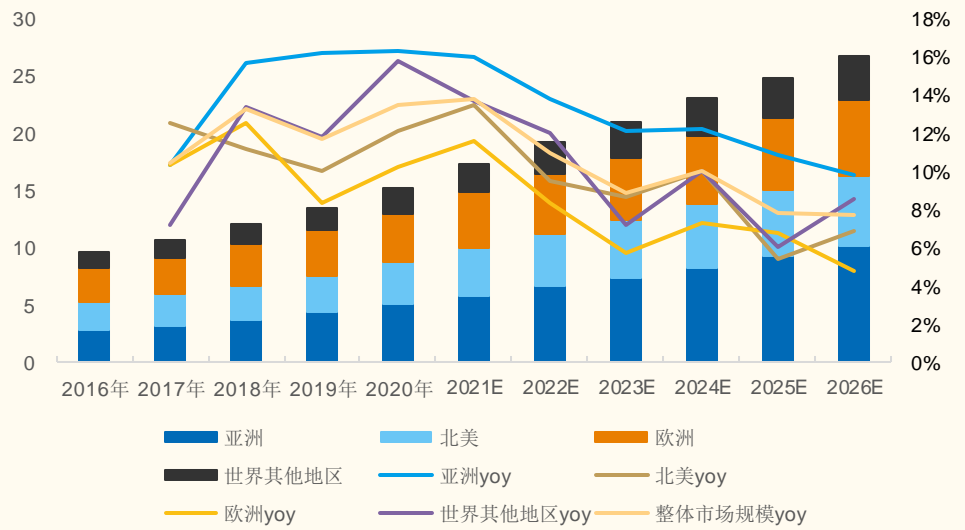


来源：公司公众号，国金证券研究所

### 3.外销：强强联手稳定合作，新市场高速增长

行业：全球按摩器具市场广阔，制造能力强劲。根据灼识咨询，2021 年全球按摩器具市场规模为 173 亿美元，21-26 年 CAGR 有望保持 9%左右的平稳增速。

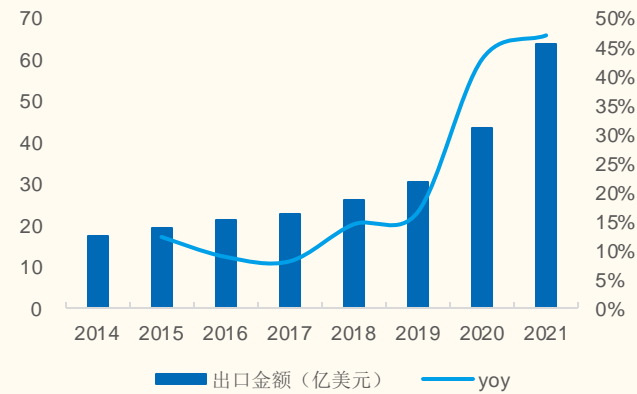
图表 44：全球按摩市场分区域规模（十亿美元）



来源：灼识咨询，国金证券研究所

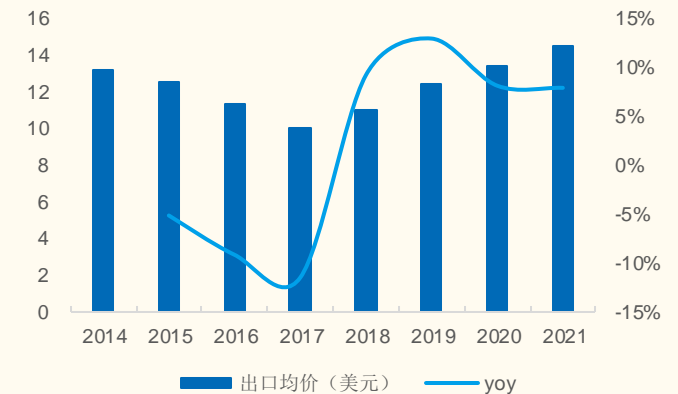
中国按摩器出口高景气，中国占比持续提升。14-19 年我国按摩器出口 CAGR 为+12%，2020/2021 年增速分别提升至+43%/+47%，受益于疫情居家时间延长+海外产能持续转移至国内，2021 年按摩器出口规模达 64 亿美元。若合理假设终端零售价位出货端（出口）均价的 2 倍，可以测算 2019 年及以前中国出口占全球消费的比重为 45%左右，20-21 年进一步提升至 60%以上。随着海外疫情的缓解，因疫情转移至中国的产能中部分或将重新回流海外，但中长期看，中国制造占比提升的确定性较强，龙头代工企业将从中持续获益。

图表 45：中国按摩器出口金额及增速（单位：亿美元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 46：中国按摩器出口均价及增速（单位：美元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 47：中国出口占全球需求的比重测算

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
全球整体市场规模（亿美元）	96	106	120	134	152	173
中国出口规模（亿美元）	21	23	26	30	44	64
终端加价率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
中国出口全球占比	44%	43%	44%	45%	57%	74%

来源：灼识咨询，海关总署，国金证券研究所

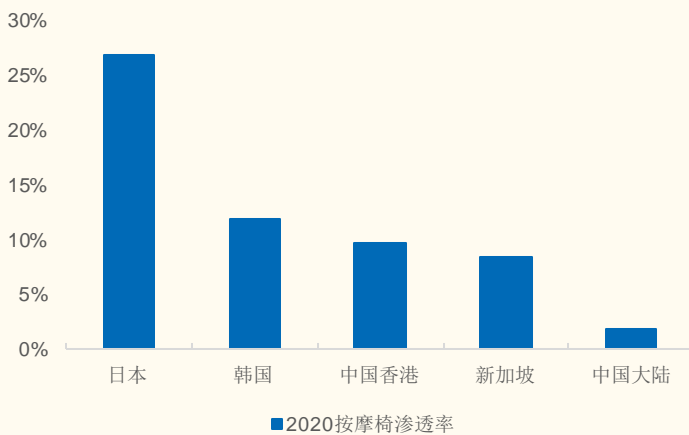
### 韩国市场：按摩器消费培育成熟，供需共振仍有潜力

**供给端看：**1) 韩国《医疗法》只允许盲人取得按摩师资格证、提供有偿按摩，人工按摩存在供给瓶颈。2) 以 BodyFriend 为代表的龙头自 2007 年成立以后大力进行消费者教育，按摩养生氛围浓厚，2020 年韩国按摩器渗透率 12%，高于其他亚洲国家，但与日本（27%）还有明显差距。3) 韩国按摩器具以进口为主，2009-2020 年按摩设备进口增速为 26%，除 19 年有所下滑外其他年份均保持 8% 以上的增速，其中从中国进口比重占 90% 左右。

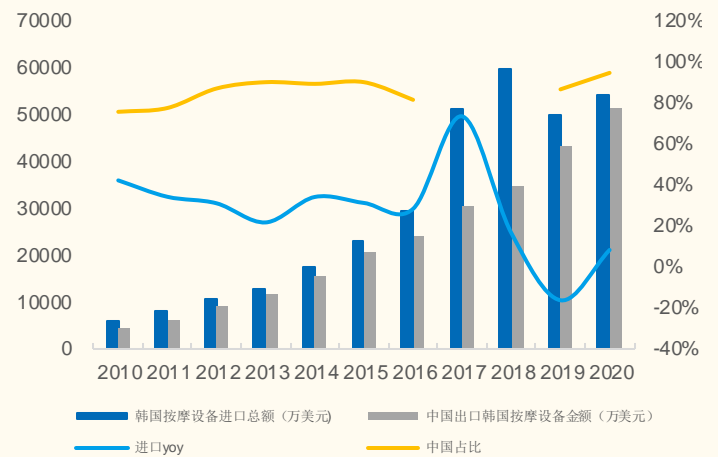
**需求端看：**1) 韩国老龄化现象加剧，2020 年 60 岁以上人口比重 24%，按摩椅潜在需求数量上升。2) 韩国加班文化、聚餐文化下年轻亚健康群体规模扩大，独居、少子化倾向推动悦己消费，为按摩椅行业带来增长机会。

综合考虑到韩国供需市场的推动因素，以及市场当前相对其他国家（除日本外）较高的渗透率，以及 BodyFriend 的市场地位。预计荣泰在韩国区域的营收将保持稳健的增速。

图表 48：各区域按摩器渗透率对比



图表 49：韩国按摩设备进口金额及从中国进口占比



来源：荣泰健康公告，灼识咨询，国金证券研究所

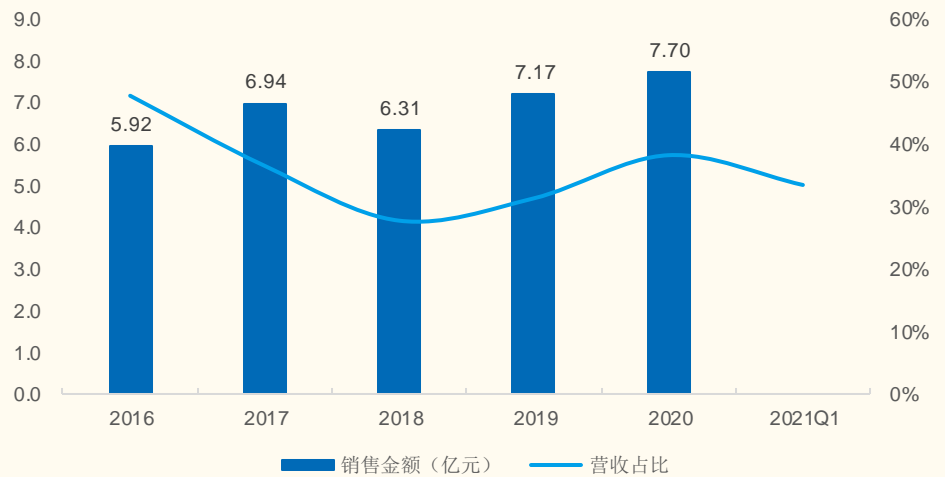
来源：WTO，国金证券研究所

公司与 BF 深度合作成为外销基本盘。公司外销营收占比 50% 左右，其中为韩国按摩椅龙头。BodyFriend 代工占总营收的 35% 左右，为公司第一大客户。与 BodyFriend 的深度合作成为公司外销业务的压舱石，常年保持较为稳健的增长，原因在于：

- BodyFriend 韩国市场竞争力强劲，市占率在 60% 以上，一枝独秀。其在 2010 年左右以一己之力带动韩国按摩椅行业增长，主要通过加大研发投入 + 销售方式允许租赁购买，眼光独到。
- 市场认为 BodyFriend 占荣泰营收比重较高，但荣泰作为 BodyFriend 的核心供应商，占其按摩椅采购总额比例的 85% 左右，足以看出 BodyFriend 对荣泰制造能力的依赖。且从博弈角度看，韩国按摩椅市占率第二为 BJSC 旗下品牌 Cozyma，代工厂商为奥佳华，因此 BF 讲代工份额交给奥佳华的概率不大。公司与 BF 有单独的产线和研发配合，各个条线与 BF 都有紧密联系，售后团队长期驻扎韩国，保证了产品竞争力、质量稳定性以及交付及时性。



图表 50: 2016-2021Q1 公司对 BODYFRIEND 销售金额和占比 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 51: Bodyfriend 专利数量 2018-2020 时间段位居全球前列



- BODYFRIEND在近5年的时间里投入的研发费用超656亿韩币(约4亿人民币)
- 根据韩国专利厅发行的《2019医疗器械专利动向分析》, 2010-2019, BODYFRIEND在治疗辅助器械领域共有132件专利申请, 位居第一

来源: 公司官网, 国金证券研究所

短期处于盈利稳定性考虑, ODM 是更为稳妥的选择, OBM 可在长期时间段内进行探索。

● 欧美市场: 按摩器具发展潜力大, 高增长

除日本, 外我国对其他主要国家占出口比重持续提升。出口构成看, 2019 年美国/德国/韩国/日本占出口的 28%/6%/14%/10%, 除日本外呈逐年提升趋势。可以看到, 在亚洲各品牌进行了多年的市场教育后, 欧美发达国家对按摩器的接受程度逐渐提升, 疫情则进一步激发了这些市场的活力。

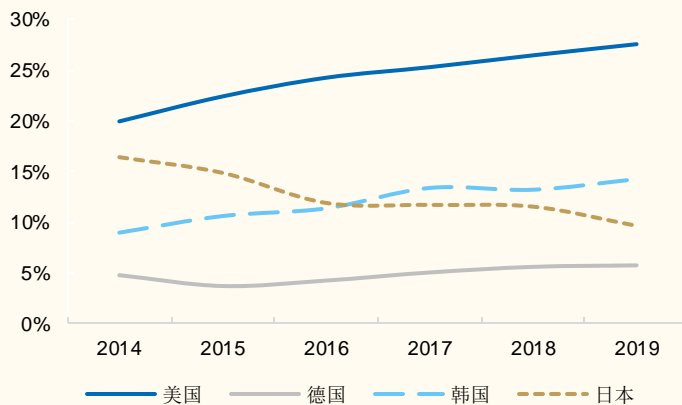
美国市场渗透率低, 潜力巨大。1) 美国市场与亚洲保健文化有所差异, 其按摩椅消费发展历史不长, 市场保有率仅为 1%左右。2) 整体市场处于发展初期, 品牌整体较为分散。3) 我国按摩器具龙头通过 ODM 方式与其合作, 如奥佳华是 HOMEDICS、TITAN 等重要代工厂商, 并通过从 ODM 向 OBM 过渡的 PRMS 模式, 依靠亚洲市场成熟的经验帮助客户进行市场营销和消费者教育; 此外亦通过收购/自创进行 OBM 运营, 如奥佳华旗下的 COZZIA。4) 疫情则进一步激发市场的活力。

图表 52：奥佳华在欧美市场的布局

模式	客户	品牌简介	产品类型	主要市场	2020 占奥佳华营收
OBM	COZZIA	蒙发利与2007年北美成立的品 牌	按摩椅、休闲椅	美国、加拿大	北美市场份额13%， 800多家门店
	HELEN OF TROY LIMITED	北美小家电龙头，纳斯达克上市 公司，旗下有OXO、 Honeywell、Braun等品牌	空气净化器	北美	10.8%
ODM	HOMEDICS, INC	北美按摩小家电三大品牌商之一	按摩小器具	北美	7.9%
	BOKJUNG SCALE CO., LTD	目前韩国第二大按摩椅品牌， 18年成为公司重点开发客户	按摩椅	韩国	3.1%
	TITAN CHAIR	美国按摩椅批发网站，18年成 为公司重点开发客户	按摩椅	北美	2.5%

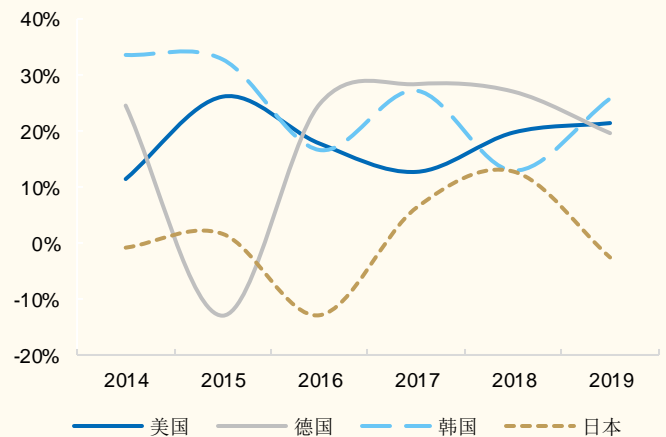
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 53：我国按摩器出口各国占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 54：我国按摩器出口各国增速



来源：wind，国金证券研究所

公司近年发力欧美市场，营收较快增长。2020 年荣泰及子公司艾荣达投资 BodyFriend 在美国的两家子公司 BAHCCO 和 BODYFRIEND, INC，其中对主营按摩椅生产的 BAHCCO 提供技术指导，对按摩器具营销公司 BODYFRIEND, INC 持股 35%，均以 ODM 代工模式合作。公司亦为美国保健产品公司 U.S. Jaclean 和 InfiniteCreative 代工生产按摩器具。2021 年公司美国区域约实现营收超 3 亿元，同比高速增长，2022 年 1-2 月在生产端未收疫情影响的时候订单量亦有较快增速。

总之，对于新兴市场，公司开拓的思路更为稳健，短期内有望依靠稳定强大的制造能力，不断开拓新客户（目前北美已拓展到 4 大主要客户）并提升在客户供应商中的份额提升营收。

#### 4. 产能：需求景气度高，产能稳步释放

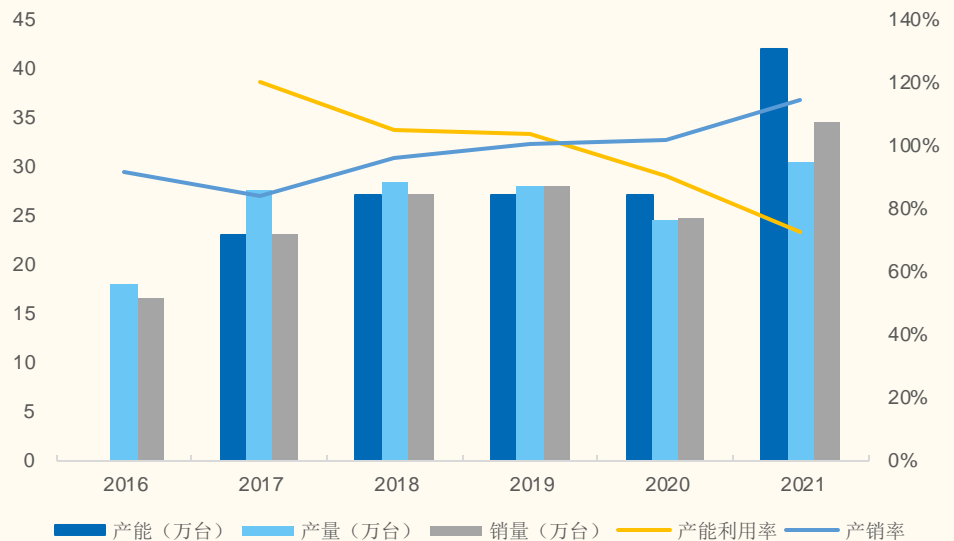
IPO 募投变更项目达产解决产能瓶颈，可转债产能稳步提升。

- 2021 年以前公司按摩椅产能为 27 万台，产能利用率在 90% 以上，较为紧张。

- 2021年3月其IPO募投变更项目“新建厂房项目”投产，增加年产能15万台，产能提升至42万台，生产端压力缓解。
- 2020年公司发行6亿元可转债，用于建设浙江南浔按摩椅制造基地（达产后新增年产能30万台），预计2024年12月完全达产后按摩椅产能将达72万台。

公司生产基地位于上海和浙江南浔，进入2022Q2收到疫情反复影响暂有停工，供应链亦一定程度受到物流影响，工厂已于5月全面复工，生产恢复向好，中长期看外销订单的稳定性预计不会因为短期疫情的反复受到冲击。

图表 55：公司产能、产量、销量及产销率



来源：公司公告，国金证券研究所

## 5. 财务分析

**营收：**17-21年公司营收CAGR为+8%，增速在可比公司中较为平稳。

**毛利率：**公司毛利率在可比公司中较高，19-21年毛利率为31.3%、28.7%、26.8%，2020年下降主要受原材料涨价+会计政策调整的影响。竞争对手奥佳华海外自主品牌占比高，因此毛利率高于荣泰。

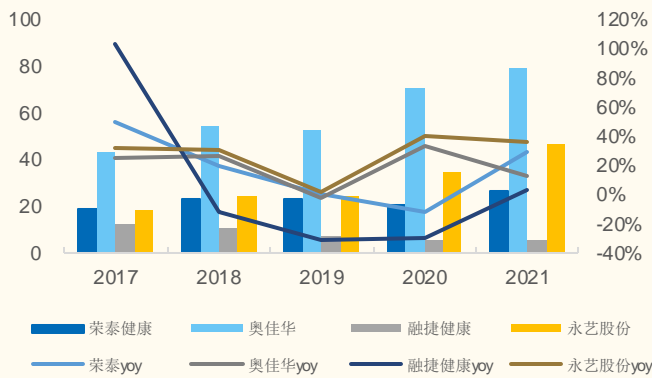
**销售费用率：**公司销售费用率处于中等水平，19-21年为11.5%、9.4%、9.8%。公司经过多年运营已建立了较为完善的销售体系，且费用管理较为精细。国内主要为自主品牌，销售费用率高于以ODM为主的海外市场。

**管理费用率：**19-21年公司管理费用率分别为2.2%、3.0%、2.8%，低于行业平均水平，显示出公司良好的管理能力。

**净利率：**19-21年公司净利率分别为12.5%、9.0%、8.7%。受原材料涨价影响净利率有所下降，但仍旧保持较高水平并高于行业可比公司。

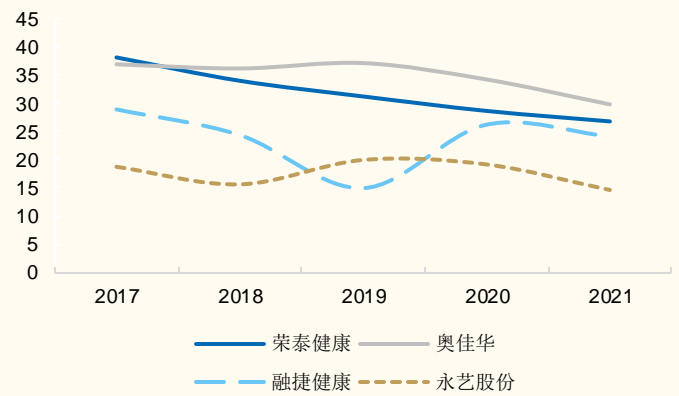
**营运能力方面，**公司应收账款周转率在18左右，整体高于同行业可比公司。存货周转率2019年以前在8以上，2020年销售受疫情影响，存货有一定积压。2021年存货周转率回升至7.25，公司存货控制合理，周转率快于可比公司。

图表 56: 可比公司营业收入 (亿元) 及增速



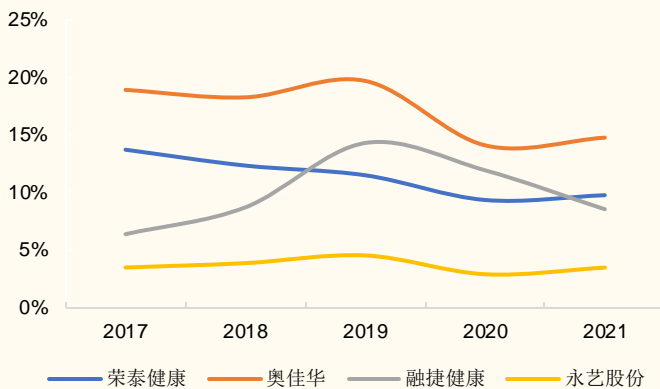
来源: wind, 国金证券研究所

图表 57: 可比公司毛利率 (%)



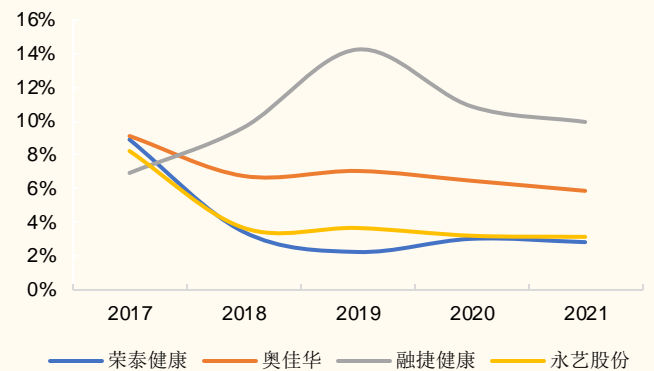
来源: wind, 国金证券研究所

图表 58: 可比公司销售费用率



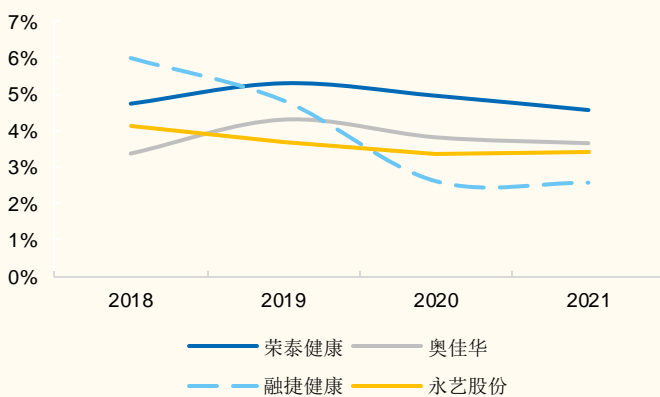
来源: wind, 国金证券研究所

图表 59: 可比公司管理费用率



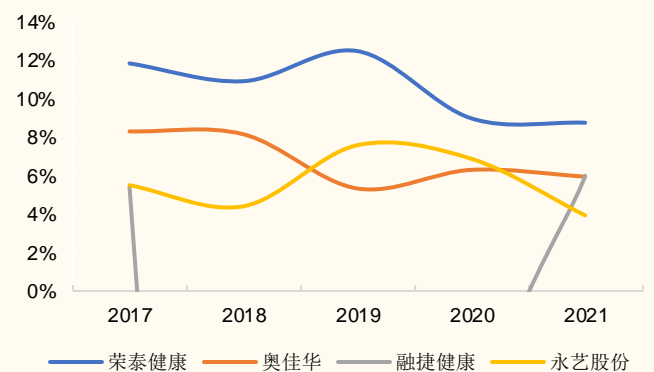
来源: wind, 国金证券研究所

图表 60: 可比公司研发费用率



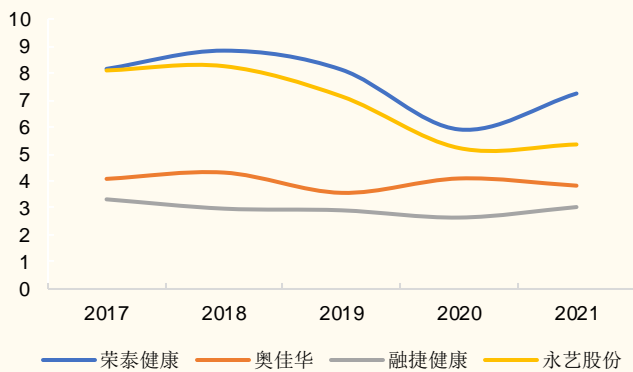
来源: wind, 国金证券研究所

图表 61: 可比公司净利率



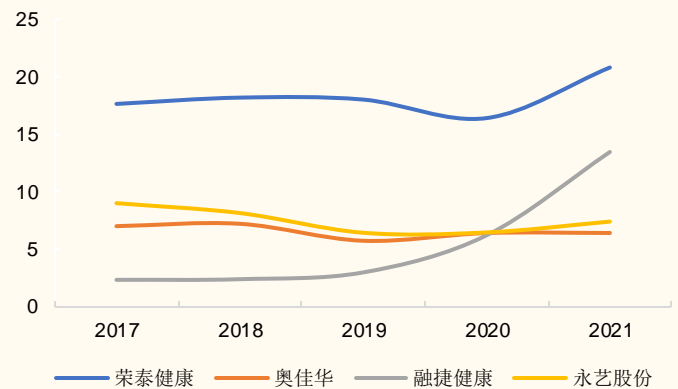
来源: wind, 国金证券研究所

图表 62: 可比公司存货周转率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 63: 可比公司应收账款周转率



来源: wind, 国金证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

**(1) 按摩椅业务:** 公司按摩椅产品能力全球领先, 内销在领先的营销+渠道推动下有望保持稳健增长。量的角度, 考虑到 2022Q2 疫情反复较为严重的影响, 销量增速有所放缓, 23 年起增速回升; 价格角度, 受原材料成本明显上涨, 2022 年公司对内外销客户均有所提价, 2023 年起提价节奏回复至正常水平。预计 22-24 年按摩椅出货量分别+9%、+14%、+13%, 价格分别+5%、+3%、+2%。2022 年受原材料价格高位影响, 毛利率有所下降, 23-24 年回升, 22-24 年毛利率分别为 27.2%、27.6%、28.1%。

**(2) 按摩小电业务:** 2021 年按摩小电业务收入下滑 10%主要系公司对产品结构的大力调整, 推出了较多结构和外观简洁的低单价产品, 成本端下降幅度大于价格, 毛利率优化明显。我们认为受益于摩摩哒品牌力的带动、按摩小电市场行业端稳健增长, 以及公司此前按摩小电业务上的较低基数, 按摩小电有望保持稳健增长。预计 22-24 年按摩小电增速为+28%、+26%、+25%。2022 年受原材料价格高位影响, 毛利率有所下降, 23-24 年回升, 22-24 年毛利率分别为 22.5%、23.0%、23.5%。

**(3) 体验式按摩服务: 逐步剥离。** 2021 年营收体量仅 6000 万, 预计 22-24 年营收增速均为-50%, 毛利率为-10%。

**期间费用率:** 2022Q2 疫情反复严重, 为尽量克服疫情的影响保障产销, 公司销售、运营均进行了较大的支出和投入, 费用端增加较为明显, 22Q1 报表端已有体现, 因此出于谨慎性考虑, 预计 22 年全年销售和管理费用率有一定上升, 23 年将有所优化, 此后销售费用率保持平稳, 管理费用率受益规模效应下降, 预计 22-24 年销售费用率分别为 9.9%、9.3%、9.3%, 管理费用率分别为 2.8%、2.7%、2.7%。研发费用率整体稳定, 22-24 年分别为 4.7%、4.7%、4.7%。

图表 64：公司营收拆分估计（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>按摩椅</b>						
收入	19.0	17.6	23.8	27.5	32.6	37.5
yoy	5%	-7%	35%	16%	18%	15%
毛利率	36.9%	31.8%	27.8%	27.2%	27.6%	28.1%
<b>按摩小电器</b>						
收入	1.2	1.5	1.3	1.7	2.2	2.7
yoy	40%	27%	-10%	28%	26%	25%
毛利率	20.3%	19.6%	24.1%	22.5%	23.0%	23.5%
<b>体验式按摩服务</b>						
收入	2.5	0.7	0.6	0.3	0.2	0.1
yoy	-30%	-71%	-19%	-50%	-50%	-50%
毛利率	-7.0%	-33.6%	-13.9%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
销售费用率	11.5%	9.4%	9.8%	9.9%	9.3%	9.3%
管理费用率	2.2%	3.0%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%
研发费用率	5.3%	5.0%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.42、3.27、4.09 亿元，同比分别 +2.3%、+35.2%、+25.2%，对应的 EPS 分别为 1.73、2.34、2.92 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 14.02x、10.37x、8.29x。给予 2022 年 18 倍估值，目标价 31.10 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 65：可比公司估值

公司	EPS (元/股)					PE				
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
奥佳华	0.74	0.74	0.74	0.88	1.03	17.2	11.6	11.6	9.8	8.4
永艺股份	0.77	0.60	0.80	1.02	1.25	16.4	15.3	11.4	9.0	7.4
倍轻松	1.53	1.74	1.95	2.73	3.61		31.4	28.1	20.0	15.1
顾家家居	1.34	2.65	2.53	3.09	3.72	39.4	21.1	22.2	18.1	15.0
可比公司平均数							19.9	18.3	14.2	11.5
荣泰健康	1.38	1.75	1.73	2.34	2.92	21.0	13.8	14.0	10.4	8.3

来源：公司公告，国金证券研究所

## 7. 风险提示

**疫情反复对公司供应链造成影响。**22Q2 国内疫情反复，上海及周边地区受到明显影响。公司主要生产基地位于上海和浙江南浔，若疫情好转不及预期将对公司正常生产经营造成显著影响。

**按摩椅需求不及预期风险。**海内外疫情持续至今，居民储蓄意愿较强，耐用消费品消费总体较为疲软，目前仍处于恢复通道；此外，按摩椅产品可选属性较强，更换周期弹性较大，新客户触达亦有一定不确定性

**产品力迭代升级不及预期风险。**高端按摩产品市场中，若创新投入不够或方向出现偏差，新推出产品竞争力不足，将对销售产生负面影响。

**汇率波动风险。**公司在全球多个区域经营，较多收入不以新加坡元（本币）计价，公司过往曾因汇率波动影响业绩。

单击或点击此处输入文字。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>2,314</b>	<b>2,021</b>	<b>2,613</b>	<b>2,994</b>	<b>3,538</b>	<b>4,090</b>	货币资金	876	883	1,109	1,473	1,539	1,753	
增长率		-12.7%	29.3%	14.6%	18.2%	15.6%	应收款项	167	153	175	178	213	253	
主营业务成本	-1,590	-1,441	-1,911	-2,196	-2,575	-2,955	存货	239	248	280	308	370	435	
%销售收入	68.7%	71.3%	73.2%	73.4%	72.8%	72.2%	其他流动资产	452	533	475	515	534	565	
毛利	724	580	701	798	963	1,135	流动资产	1,734	1,817	2,038	2,473	2,657	3,005	
%销售收入	31.3%	28.7%	26.8%	26.6%	27.2%	27.8%	%总资产	70.5%	61.6%	62.2%	71.1%	70.0%	71.9%	
营业税金及附加	-4	-5	-6	-7	-9	-10	长期投资	177	169	189	170	166	169	
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	353	526	535	692	825	854	
销售费用	-266	-189	-255	-296	-329	-380	%总资产	14.3%	17.8%	16.3%	19.9%	21.7%	20.4%	
%销售收入	11.5%	9.4%	9.8%	9.9%	9.3%	9.3%	无形资产	79	73	124	140	143	146	
管理费用	-52	-61	-74	-84	-96	-110	非流动资产	727	1,133	1,240	1,006	1,139	1,174	
%销售收入	2.2%	3.0%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	%总资产	29.5%	38.4%	37.8%	28.9%	30.0%	28.1%	
研发费用	-123	-100	-119	-141	-166	-192	<b>资产总计</b>	<b>2,461</b>	<b>2,950</b>	<b>3,278</b>	<b>3,479</b>	<b>3,796</b>	<b>4,179</b>	
%销售收入	5.3%	5.0%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	短期借款	30	0	116	22	0	0	
息税前利润 (EBIT)	279	225	247	269	363	442	应付款项	579	572	662	718	842	966	
%销售收入	12.0%	11.1%	9.4%	9.0%	10.3%	10.8%	其他流动负债	159	133	94	118	139	160	
财务费用	3	-31	-36	-14	-17	-15	流动负债	768	705	872	858	981	1,126	
%销售收入	-0.1%	1.5%	1.4%	0.5%	0.5%	0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-7	-40	-63	-28	-4	2	其他长期负债	62	595	626	612	617	619	
公允价值变动收益	19	7	5	10	-5	7	负债	830	1,300	1,498	1,469	1,598	1,745	
投资收益	26	29	113	30	25	20	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,629</b>	<b>1,659</b>	<b>1,776</b>	<b>2,012</b>	<b>2,207</b>	<b>2,451</b>	
%税前利润	7.8%	14.5%	43.3%	11.1%	6.8%	4.4%	其中：股本	140	140	140	140	140	140	
营业利润	327	200	265	270	366	460	未分配利润	808	797	965	1,110	1,306	1,552	
营业利润率	14.1%	9.9%	10.2%	9.0%	10.4%	11.2%	少数股东权益	2	-9	4	-2	-9	-17	
营业外收支	1	-2	-4	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,461</b>	<b>2,950</b>	<b>3,278</b>	<b>3,479</b>	<b>3,796</b>	<b>4,179</b>	
税前利润	328	198	261	270	366	460	<b>比率分析</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	14.2%	9.8%	10.0%	9.0%	10.4%	11.2%	<b>每股指标</b>							
所得税	-40	-17	-33	-34	-47	-58	每股收益	2.111	1.379	1.688	1.728	2.335	2.923	
所得税率	12.1%	8.7%	12.6%	12.7%	12.7%	12.7%	每股净资产	11.636	11.853	12.688	14.374	15.762	17.510	
净利润	288	181	228	236	320	401	每股经营现金净流	3.189	1.969	2.414	2.541	3.260	3.876	
少数股东损益	-7	-12	-8	-6	-7	-8	每股股利	1.500	0.500	0.700	0.691	0.934	1.169	
归属于母公司的净利润	<b>296</b>	<b>193</b>	<b>236</b>	<b>242</b>	<b>327</b>	<b>409</b>	<b>回报率</b>							
净利率	12.8%	9.6%	9.0%	8.1%	9.2%	10.0%	净资产收益率	18.15%	11.63%	13.30%	12.02%	14.82%	16.69%	
							总资产收益率	12.01%	6.54%	7.21%	6.95%	8.61%	9.79%	
							投入资本收益率	14.75%	9.29%	8.70%	9.00%	11.42%	12.80%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	0.80%	-12.68%	29.30%	14.59%	18.17%	15.61%	
							EBIT增长率	-8.46%	-19.45%	9.80%	9.20%	34.83%	21.65%	
							净利润增长率	18.61%	-34.71%	22.45%	2.34%	35.18%	25.17%	
							总资产增长率	13.59%	19.86%	11.11%	6.15%	9.10%	10.10%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	20.3	22.3	17.5	19.0	18.5	18.0	
							存货周转天数	44.9	61.7	50.4	52.0	54.0	56.0	
							应付账款周转天数	102.2	136.4	107.5	109.0	109.0	109.0	
							固定资产周转天数	42.1	71.1	71.1	77.5	76.2	73.0	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-60.66%	-26.49%	-35.33%	-54.56%	-53.71%	-57.54%	
							EBIT利息保障倍数	-85.5	7.3	6.8	18.8	21.9	29.0	
							资产负债率	33.72%	44.06%	45.69%	42.23%	42.11%	41.76%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	9	17	17
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.16</b>	<b>1.16</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402