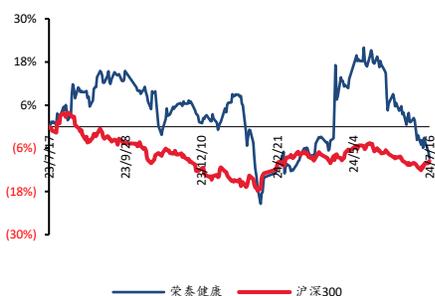


荣泰健康：外销把握韩国基本盘+拓展欧美东南亚潜力市场，内销按摩椅龙头双品牌战略清晰

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通(亿股) | 1.79/1.79 |
| 总市值/流通(亿元) | 25.02/25.02 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 25.26/13.9 |

相关研究报告

<<荣泰健康:2024Q1业绩超预期,高比例分红提振股东信心>>--2024-04-17

证券分析师:孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524020001

研究助理:赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030006

研究助理:金桐羽

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030010

报告摘要

一、荣泰健康:持续创新产品力领先,按摩椅龙头代工起家到双自主品牌驱动成长。公司深耕按摩器具行业二十余载,早期外销依靠ODM模式扩容,现深度绑定韩国头部客户Bodyfriend贡献业务增长主动力,持续挖掘欧美新市场机遇,进军具备悠久按摩文化的东南亚市场,泰国建厂有序推进,构造第二成长曲线。国内以OBM模式为主,孵化荣泰主品牌定位中高端,摩摩哒由共享转向高性价比年轻家用品牌,差异化布局驱动增长。

二、行业分析:中国贡献按摩器具行业出口重要力量,国内按摩椅渗透率提升空间广阔。1)按摩产品市场空间:全球按摩产品市场持续扩容,亚洲贡献成长动力。根据灼识咨询数据,2026年全球按摩产品市场规模有望达到261亿美元(2022-2026年CAGR预计10.6%),亚洲市场有望达到93亿美元(2022-2026年CAGR预计14.2%),占比提升至35.6%。2)按摩保健器具出口:我们测算,中国出口按摩器具的终端规模约占全球市场的45%-60%,贡献全球出口主要力量。3)渗透率:根据灼识咨询数据,2021年新加坡/港澳/台湾/马来西亚/中国大陆按摩椅渗透率分别为每百户9.6/11.6/7.3/5.7/2.3台,中国市场渗透率较低,具备天然成长空间。

三、公司分析:外销把握韩国基本盘+拓展欧美东南亚引领增长,内销双品牌战略清晰。1)外销:深耕韩国市场巩固核心驱动力,挖掘低渗透率欧美市场机遇+布局东南亚打造第二成长曲线。a)韩国:深化与大客户BF合作,立足中高端+补齐性价比产品,贡献外销主要力量。b)美国:市场发展早期空间广阔,下游整体消费能力较强,美国区域四客户增速较快,公司致力于培育类BF的大客户提升整体盈利水平。c)欧洲:挖掘空间广阔的高潜力市场,积极获取新客户,有计划建设仓储基地或成自主品牌出海突破口。d)东南亚:调整战略布局,从越南到东南亚市场全发力,泰国建厂增强出海实力。2)内销:线上积极布局抖音等新兴渠道收获高增,线下荣泰主品牌树立中高端调性,摩摩哒由共享向家用性价比进化。

投资建议:行业端,随着海外需求回暖,国内对养老产业的政策支持,老龄化问题及对居民日益提升的健康需求,按摩器具市场规模有望持续增长。**公司端,**海外优质客户积极拓展,产能建设加强抗风险能力;国内产品结构持续优化,新兴渠道加速布局,降本增效不断强化,收入业绩有望持续增长。我们预计,2024-2026年公司归母净利润分别为2.25/2.75/3.25亿元,对应EPS分别为1.26/1.53/1.81元,当前股价对应PE分别为11.11/9.11/7.70倍。**维持“买入”评级。**

风险提示:原材料价格波动、大客户较为集中、汇率波动、行业竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 1,855 | 1,926 | 2,254 | 2,524 |
| 营业收入增长率(%) | -7.47% | 3.85% | 17.00% | 12.00% |
| 归母净利（百万元） | 203 | 225 | 275 | 325 |
| 净利润增长率(%) | 23.43% | 11.07% | 21.96% | 18.31% |
| 摊薄每股收益（元） | 1.51 | 1.26 | 1.53 | 1.81 |
| 市盈率（PE） | 13.79 | 11.11 | 9.11 | 7.70 |

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

| | |
|--|----|
| 一、 荣泰健康：持续创新产品力领先，按摩椅龙头代工起家到双自主品牌驱动成长..... | 6 |
| (一) 发展历程：从 ODM 起家到 OBM 升级，以韩国为主战场，欧美东南亚三区构造第二成长曲线... | 6 |
| (二) 财务分析：立足按摩器具主业，整体经营稳健..... | 7 |
| (三) 管理层与股权结构：股权结构清晰稳定，员工与公司利益深度绑定..... | 9 |
| (四) 分红：持续高比例分红回馈股东，提振股东信心具备长期价值..... | 11 |
| 二、 行业分析：中国按摩椅渗透率提升空间广阔，代工制造实力强劲成为按摩器具主要出口国 | 13 |
| (一) 行业规模和空间：亚洲贡献全球按摩产品市场成长动力，中国按摩椅渗透率提升空间广阔.. | 13 |
| (二) 竞争格局：亚洲高端市场品牌集中度较高，中国代工企业实力强劲..... | 19 |
| 三、 公司分析：外销把握韩国基本盘+拓展欧美东南亚引领增长，内销双品牌战略清晰..... | 22 |
| (一) 外销：重新梳理拆分四大外贸区域，深度绑定韩国大客户+积极开拓欧美东南亚市场共同驱动成 长..... | 22 |
| (二) 内销：线上线下全渠道布局，双品牌差异化驱动成长..... | 29 |
| a) 渠道：积极布局抖音等新兴渠道，线下渠道形式持续优化..... | 29 |
| b) 品牌：双品牌差异化布局，精准满足不同消费需求..... | 31 |
| 四、 盈利预测..... | 36 |
| (一) 关键假设..... | 36 |
| (二) 盈利预测与估值..... | 37 |
| 五、 风险提示..... | 38 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 按摩器具行业龙头, 代工向自主品牌进化 | 6 |
| 图表 2: 2024Q1 公司营收呈现恢复性增长, 达到 4.01 亿元 (+3.86%) | 7 |
| 图表 3: 2019 年起公司共享业务收缩 | 8 |
| 图表 4: 2023 年公司内/外销分别占比 44.04/55.42% | 8 |
| 图表 5: 2024Q1 公司业绩超预期增长亮眼 (0.63 亿元, +67.31%) | 8 |
| 图表 6: 2024Q1 毛/净利率双升 (+6.60/5.92pct) | 9 |
| 图表 7: 降本增效持续进行, 费用控制较为合理 | 9 |
| 图表 8: 截至 2024Q1 林氏家族及一致行动人合计持股 54.82% | 9 |
| 图表 9: 现任管理层从业经验丰富 | 10 |
| 图表 10: 2024 年发布员工持股计划, 充分调动员工积极性 | 11 |
| 图表 11: 持续回馈股东, 重视投资者利益 | 11 |
| 图表 12: 荣泰健康分红率波动上升, 2023 年为 68.56% | 12 |
| 图表 13: 2026 年全球按摩产品规模预计 261 亿美元 | 13 |
| 图表 14: 大中华地区按摩椅产品加速增长 | 14 |
| 图表 15: 按摩小件销额占比有望提升 | 14 |
| 图表 16: 2021 年中国按摩器具出口额达到峰值 64.06 亿美元, 贡献主要力量 | 15 |
| 图表 17: 2023 年我国向美国/韩国/日本分别出口按摩保健器具 13.61/3.89/3.08 亿美元 | 16 |
| 图表 18: 2023 年我国向马来西亚/俄罗斯/新加坡/印度出口按摩器具分别同比+70.4/75.5/34.8/33.8% | 16 |
| 图表 19: 2023 年我国向美国/韩国/日本出口按摩保健器具分别占比 30.1/8.6/6.8% | 16 |
| 图表 20: 2023 年我国向美国/韩国/日本出口按摩保健器具数量分别同比-8.3/+16.4/+5.7% | 16 |
| 图表 21: 2026 年亚洲高端按摩椅规模预计达到 23 亿美元 | 17 |
| 图表 22: 2026 年新加坡/港澳/台湾/马来西亚/中国大陆按摩椅渗透率分别预计每百户 19.5/15.5/12.3/8.9/4.6 台 | 18 |
| 图表 23: 按摩椅市场主要增长驱动因素 | 18 |
| 图表 24: 技术升级+对按摩重视程度提升成为美国按摩椅市场两大增长动力 | 19 |
| 图表 25: 2021 年亚洲高端按摩椅市场 CR5 85.6% | 20 |
| 图表 26: 韩国按摩椅市场 Hutech、Bodyfriend 份额领先 | 20 |
| 图表 27: 按摩椅线上三大渠道结构较均衡, 奥克斯具备优势 | 21 |
| 图表 28: 医疗保健业务是 BF 收入的主要来源, 占 86% | 23 |
| 图表 29: Bodyfriend 新品持续迭代 | 24 |
| 图表 30: Bodyfriend 产品矩阵丰富, 于 2024M2 推出新产品形态按摩椅床 Eden | 25 |
| 图表 31: 2023 年美国人均可支配收入 60314 美元 (+7.6%), 高于同年 GDP 增幅 | 26 |
| 图表 32: 2020 年美国医疗卫生支出/GDP>10.31% | 26 |
| 图表 33: 2021 年起欧元区经济修复, 2024Q1 GDP 同比 3.79% | 27 |
| 图表 34: 奥佳华、傲胜主要按摩椅产品 | 28 |
| 图表 35: 积极布局新渠道, 抖音 2022、2023 年销额同比增长靓丽 | 29 |
| 图表 36: 大促节点线上销售取得较好成绩 | 30 |
| 图表 37: 荣泰线下门店年轻化升级 | 31 |
| 图表 38: 荣泰按摩小件多样化 | 32 |
| 图表 39: 荣泰按摩椅产品矩阵丰富 | 32 |
| 图表 40: 荣泰产品力领先 | 33 |
| 图表 41: 明星代言提高知名度 | 34 |
| 图表 42: IP 注入打造产品年轻化形象 | 34 |

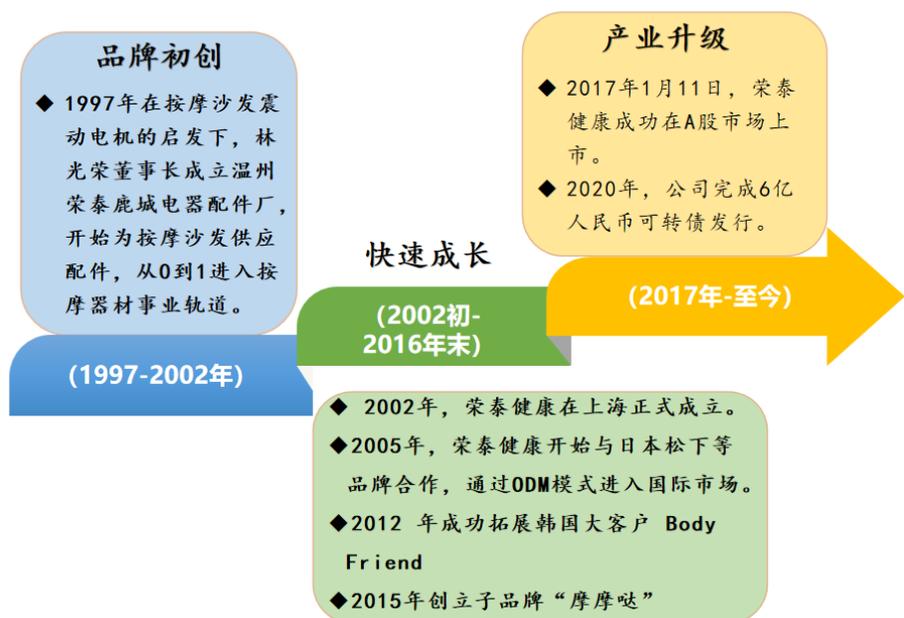
| | |
|-----------------------------|----|
| 图表 43: 摩摩哒在哈尔滨开设线下专卖店 | 35 |
| 图表 44: 摩摩哒产品矩阵丰富 | 35 |
| 图表 45: 荣泰健康分区域收入预测表 | 37 |
| 图表 46: 可比公司估值表 | 37 |

一、 荣泰健康：持续创新产品力领先，按摩椅龙头代工起家到自主品牌驱动成长

(一) 发展历程：从 ODM 起家到 OBM 升级，以韩国为主战场，欧美东南亚三区构造第二成长曲线

深耕按摩器具行业，内外销双轮驱动龙头成长。上海荣泰健康科技股份有限公司成立于 2002 年，品牌创立于 1997 年，于 2017 年 1 月登陆 A 股上市。1) 业务范围：公司深耕按摩器具主业，产品覆盖按摩椅、按摩器、按摩垫等健康产品，至 2023 年全球累计销售按摩椅超过 280 万台。2) 业务模式：a) 海外：公司早期外销依靠 ODM 扩容，2012 年成功拓展韩国大客户 Bodyfriend（以下简称“BF”）并持续贡献业务增长主动力，现把握欧美市场行业渗透率提升机遇，入局具备悠久按摩文化的东南亚市场，积极培育第二成长曲线，产品已远销东南亚、中东、欧洲和北美等 130 余个国家和地区。B) 国内：OBM 模式为主，以“荣泰”主品牌坚守中高端调性，2015 年培育“摩摩哒”子品牌定位中低端+共享按摩椅市场，同时向小米等优质企业提供 ODM 服务。公司现已成为国内按摩椅龙头及全球按摩椅重要的生产企业，在国内拥有约 1000 家线下门店，国内各主流电商平台均有线上店铺。我们将公司发展划分为品牌初创、快速成长、产业升级三个阶段。

图表1：按摩器具行业龙头，代工向自主品牌进化

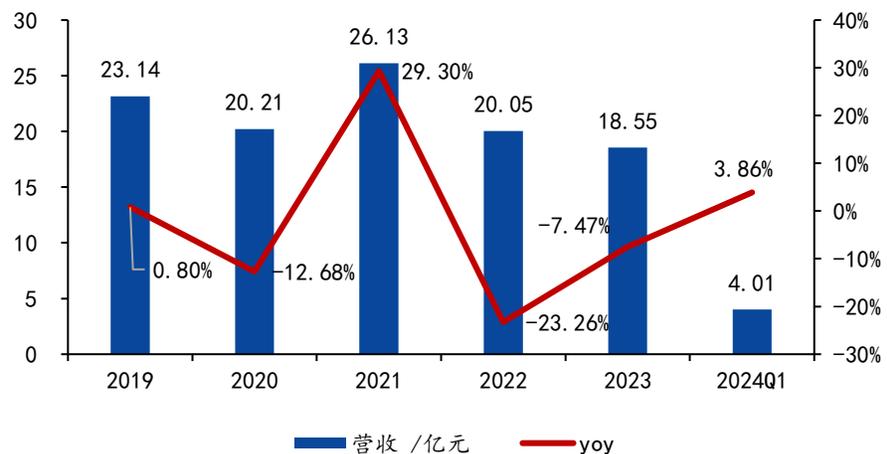


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(二) 财务分析：立足按摩器具主业，整体经营稳健

收入端：2021 年营收达到峰值，2024Q1 恢复性增长。从整体来看，2018-2023 年公司收入呈现波动。2020 年主要受疫情影响整体需求较弱，2021 年公司营收达到近年峰值 26.13 亿元（+29.30%），2022-2023 年因地缘政治冲突、经济周期下行及高通胀预期等宏观环境影响，整体需求疲软营收短期承压。2024Q1 伴随整体需求改善、韩国大客户订单回升、积极开拓运营美国、欧洲等新市场等，公司营收恢复性增长，达到 4.01 亿元（+3.86%）。

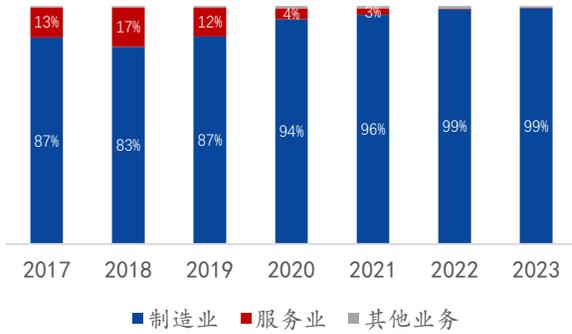
图表2：2024Q1 公司营收呈现恢复性增长，达到 4.01 亿元（+3.86%）



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

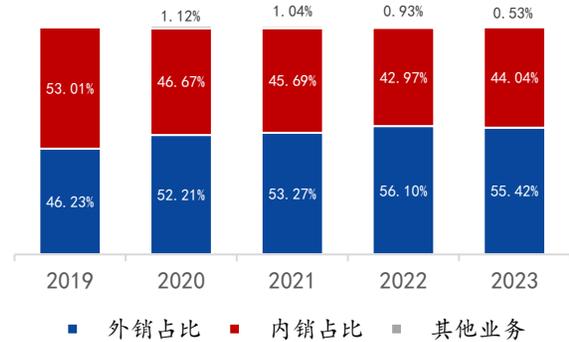
共享按摩椅业务瘦身，外销占比呈现上升趋势。1) 分行业看，2019 年起公司服务业（共享按摩椅）逐步收窄，占比由 2018 年的 16.56% 收缩至 2019 年的 11.99%，2022 年已降至 0.33%。2) 分地区看，公司海外业务比重整体呈现上升趋势，自 2020 年起超 50%，2023 年内销/外销收入分别为 8.17/10.28 亿元（分别占比 44.04%/55.42%）。海外市场来看，2019-2021 年公司外贸增长良好，欧洲、俄罗斯、东南亚、中东等地区业务持续增长，2022 年俄乌冲突叠加人民币贬值等因素使外销收入下滑，2023H2 韩国、美国市场订单量恢复较好增长，全年俄罗斯市场高增，2024 年起区域拆分精细化运营有望赋能长期。国内市场来看，荣泰+摩摩哒双品牌运营有序推进，2023 年线下高端按摩椅及时尚按摩椅双增，线上抖音等新兴渠道或贡献未来成长动力。

图表3：2019年起公司共享业务收缩



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

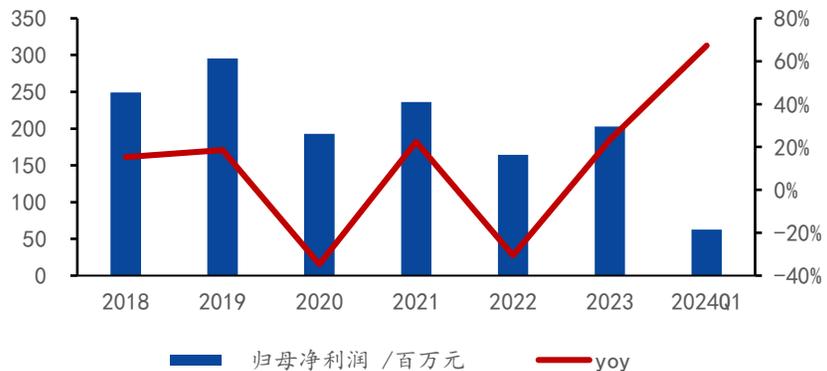
图表4：2023年公司内/外销分别占比 44.04%/55.42%



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

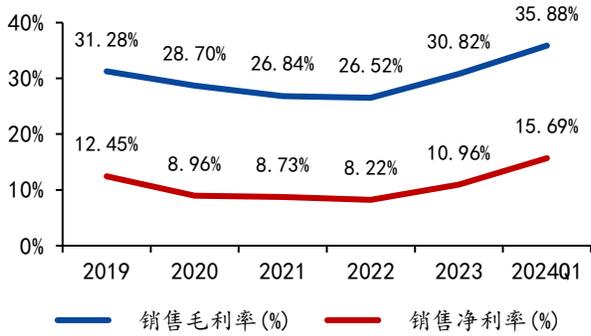
盈利端：2024Q1 业绩超预期增长，销售费用率提升利好长期发展。 1) **归母净利润**：公司业绩整体波动，2019年公司达到历史峰值 2.96 亿元，2023 年受益于原材料价格回落、产品结构改善而恢复双位数增长 (2.03 亿元，+23.43%)，2024Q1 超预期增长亮眼 (0.63 亿元，+67.31%)。 2) **利润率**：2024Q1 年公司毛/净利率分别为 35.88/15.69%，分别同比+6.60/5.92pct，盈利能力明显改善。 3) **费用端**：2024Q1 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.80/5.12/5.03/-2.00%，分别同比-1.25/+0.78/+0.56/-3.40pct，未来有望通过降本增效进一步优化费用率水平。

图表5：2024Q1 公司业绩超预期增长亮眼 (0.63 亿元，+67.31%)



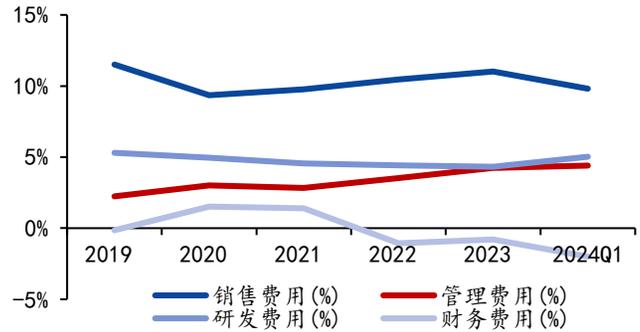
资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表6: 2024Q1 毛/净利率双升 (+6.60/5.92pct)



资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理

图表7: 降本增效持续进行, 费用控制较为合理

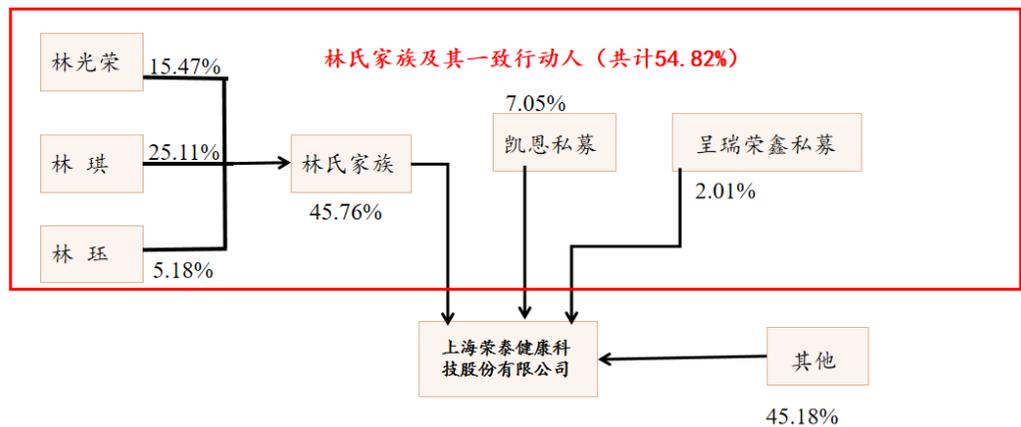


资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理

(三) 管理层与股权结构: 股权结构清晰稳定, 员工与公司利益深度绑定

股权结构清晰稳定, 高管从业经验丰富, 二代有序接班推动长期发展。截至 2024Q1, 林氏家族及其一致行动人对公司持股 54.82%, 林氏家族多年来实际控制公司经营和管理, 现由总经理林琪先生负责公司实际经营, 二代有序接班。公司高管从业经验丰富, 战略发展方向清晰稳定。

图表8: 截至 2024Q1 林氏家族及一致行动人合计持股 54.82%



资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理

图表9：现任管理层从业经验丰富

| 姓名 | 职务 | 个人简历 |
|-----|-------|---|
| 林光荣 | 董事长 | 1967年-1981年任温州养蜂个体户、1982年创办温州鹿城装订机加工厂任厂长，1984年创办温州鹿城电火花加工厂任厂长，1986年创办温州鹿城拳击机厂，1994年创办温州荣生皮具有限公司任总经理，1997年创办温州鹿城荣泰电子器材厂，后变更为温州荣泰电子有限公司，2002年创立上海荣泰健身科技发展有限公司。任上海荣泰健康科技股份有限公司董事长。 |
| 林琪 | 总经理 | 1997年1月任温州荣泰电子有限公司副总经理、荣泰有限执行董事、总经理；现任上海艾荣达、浙江艾荣达、上海一诺康品、洵普（上海）网络、宁波梅山保税港区荣昶投资、宁波梅山保税港区尚荣投资、上海幸卓智能执行董事、总经理，上海荣泰健身器材、上海荣昶灵思商业保理有限公司执行董事。任上海荣泰健康科技股份有限公司董事、总经理。 |
| 孔健 | 副总经理 | 1998年起任职惠普上海分析仪器有限公司，上海惠普有限公司全球笔记本供应链主管，美国前视红外光电科技中国区供应链代表，东芝信息机器（杭州）有限公司上海分公司副总经理。现任上海荣泰健康科技股份有限公司运营总监，副总经理。 |
| 王军良 | 副总经理 | 2000年7月起，历任温州利尔电器有限公司技术员，东莞东成空调有限公司结构工程师，现任上海荣泰健康科技股份有限公司董事、技术中心总监、副总经理。 |
| 廖金花 | 财务负责人 | 2001年8月起历任岳阳市九丰商贸有限日化课课长，温州天顺航空服务有限公司销售内勤，上海卓戎实业有限公司会计主管，2005年起任上海荣泰健身科技发展有限公司会计、财务经理；现任上海荣泰健康科技股份有限公司集团财务经理，财务负责人。 |
| 张波 | 董事会秘书 | 清华大学法律硕士，曾任北京市京大律师事务所律师、昆吾九鼎投资管理有限公司投资总监。现任上海荣泰健康科技股份有限公司董事、董秘。 |

资料来源：同花顺，太平洋证券整理

股权激励与员工持股计划充分调动骨干员工积极性，核心利益深度绑定赋能长期。1) **股权激励**：公司于2017年发布股票期权激励计划，向公司高管及核心技术人员授予权益289万份，占当期股本总额的4.13%，初始行权价130元/股；2021年发布限制性股票激励计划，向核心人员授予限制性股票203万股，占当期股本总额的1.45%，授予价格17.77元/股。2) **员工持股计划**：公司于2021年发布管理合伙人持股计划，拟面向公司董监高及其他核心管理人员12人，购买价格27.71元/股；于2024年发布员工持股计划，拟面向核心人员不超过120人，购买价格16.94元/股。公司设置丰富的激励机制，股权激励与员工持股计划持续进行，深度绑定公司与管理层、核心骨干员工的长期共同利益，赋能公司长期健康发展。

图表10：2024 年发布员工持股计划，充分调动员工积极性

| 序号 | 持有人 | 职务 | 拟认缴份额上限 (万份) | 拟认缴份额占本员工持股计划的比例 |
|--------------|-----|----------|-----------------|------------------|
| 1 | 林琪 | 董事、总经理 | 463.66 | 14.49% |
| 2 | 张波 | 董事、董事会秘书 | 323.7 | 10.12% |
| 3 | 吴小刚 | 董事 | 53.95 | 1.69% |
| 4 | 曹韬 | 监事会主席 | 43.16 | 1.35% |
| 5 | 王军良 | 董事、副总经理 | 43.16 | 1.35% |
| 6 | 廖金花 | 财务总监 | 21.58 | 0.67% |
| 7 | 秦晓伟 | 监事 | 10.79 | 0.34% |
| 其他核心骨干 (113) | | | 2,240.00 | 70.00% |
| 合计 | | | 3,200.00 | 100.00% |

资料来源：同花顺，太平洋证券整理

(四) 分红：持续高比例分红回馈股东，提振股东信心具备长期价值

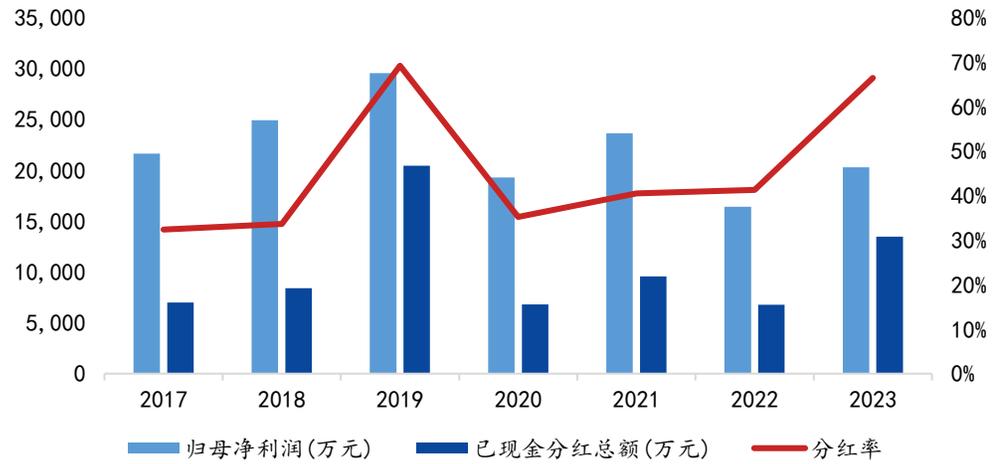
持续回馈股东，重视投资者利益。公司自 2017 年上市以来持续分红回馈投资者，累计现金分红 7.25 亿元，分红率 44.73%，股息率均值 2.68%。公司 2023 年度利润分配方案中，拟以 1.35 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元（含税），合计派发现金红利 1.35 亿元（含税），分红率 66.44%（同比+25.15pct），同时以资本公积向全体股东每 10 股转增 3 股，合计转增 4040.27 万股。高比例的分红彰显公司未来发展信心，持续回馈股东具备长期价值。

图表11：持续回馈股东，重视投资者利益

| 年度 | 已现金分红总额 (万元) | 归母净利润 (万元) | 期末未分配利润 (万元) | 股利支付率 | 收益留存率 | ROIC | 每股股利 (元) | 股息率 |
|------|-----------------|---------------|-----------------|--------|--------|--------|-------------|-------|
| 2023 | 13,468 | 20,271 | 117,058 | 66.44% | 33.56% | 6.99% | 1.00 | 4.80% |
| 2022 | 6,781 | 16,423 | 103,440 | 41.29% | 58.71% | 6.28% | 0.50 | 2.50% |
| 2021 | 9,566 | 23,634 | 96,486 | 40.48% | 59.52% | 10.44% | 0.70 | 2.10% |
| 2020 | 6,798 | 19,300 | 79,673 | 35.22% | 64.78% | 9.32% | 0.50 | 1.66% |
| 2019 | 20,455 | 29,559 | 80,846 | 69.20% | 30.80% | 17.00% | 1.50 | 4.82% |
| 2018 | 8,387 | 24,921 | 55,505 | 33.66% | 66.34% | 15.95% | 0.60 | 2.12% |
| 2017 | 7,000 | 21,618 | 43,923 | 32.38% | 67.62% | 19.88% | 0.50 | 0.79% |

资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表12：荣泰健康分红率波动上升，2023年为68.56%



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

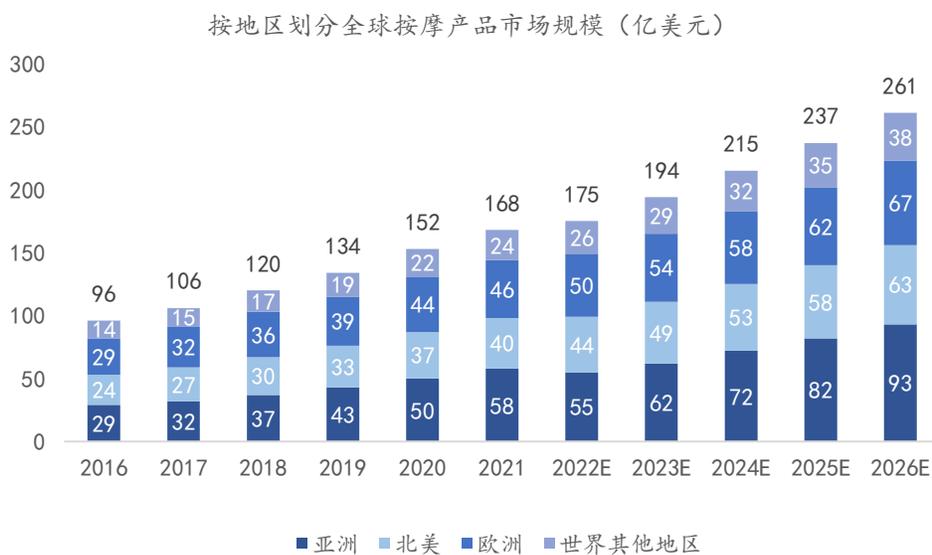
二、 行业分析： 中国按摩椅渗透率提升空间广阔， 代工制造实力强劲成为按摩器具主要出口国

(一) 行业规模和空间： 亚洲贡献全球按摩产品市场成长动力， 中国按摩椅渗透率提升空间广阔

✓ 按摩产品/按摩器具

全球按摩产品市场持续扩容， 亚洲贡献成长动力。 根据灼识咨询数据， 1) 整体来看， 2016 年全球按摩产品市场规模为 96 亿美元， 2021 年增长至 168 亿美元， 2026 年有望达到 261 亿美元（2022-2026 年 CAGR 预计 10.6%）。 2) 分区域看， 亚洲或将持续贡献增长， 2021 年亚洲按摩产品市场规模 58 亿美元， 占全球规模 34.4%， 2026 年有望达到 93 亿美元（2022-2026 年 CAGR 预计 14.2%）， 占比提升至 35.6%。 北美/欧洲/其他地区市场 2021 年规模分别为 40/46/24 亿美元， 2026 年预计分别达到 63/67/38 亿美元， 2022-2026 年 CAGR 分别预计为 9.4/7.6/10.0%。

图表13： 2026 年全球按摩产品规模预计 261 亿美元



资料来源：V3 Group 招股书，灼识咨询，太平洋证券整理

大中华地区按摩产品加速增长，按摩小件销额占比有望提升。根据灼识咨询数据，1) 分地区看，大中华地区（中国大陆及港澳台）占比较高，增速有望持续领先。2021 年大中华/新加坡及马来西亚/亚洲其他地区按摩产品规模分别为 38/4/16 亿美元，分别约占亚洲区域的 66/7/28%，2026 年分别预计达到 61/7/25 亿美元，2022-2026 年 CAGR 分别约 16.8%/11.9%/9.6%；2) 分品类看，按摩椅市场规模更大，小件占比有望提升。2021 年亚洲区域按摩椅/小件市场规模分别为 41/17 亿美元，占比分别 71%/29%，2026 年规模预计分别达到 63/30 亿美元，占比 68%/32%，2022-2026 年 CAGR 分别约 12.7%/17.8%。

图表14：大中华地区按摩椅产品加速增长



资料来源：V3 Group 招股书，灼识咨询，太平洋证券整理

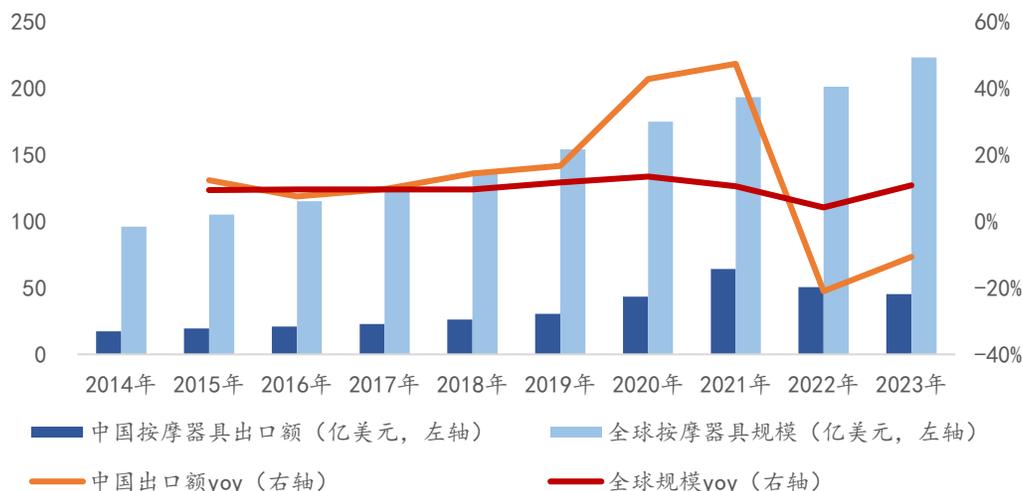
图表15：按摩小件销额占比有望提升



资料来源：V3 Group 招股书，灼识咨询，太平洋证券整理

中国贡献全球按摩器具出口主要力量。1) 中国按摩器具出口：据海关总署数据，2019-2021 年中国按摩器具出口规模快速提升，由 30 亿美元增长至 64 亿美元（CAGR 为 45%），随后受宏观因素影响而需求有所收缩，2023 年出口规模回落至 45.20 亿美元。2) 占比：根据海关总署数据，2014 年全球按摩器具规模约 96 亿美元，2018 年提升至 138 亿美元。参考头部企业 Bodyfriend 医疗保健类产品 2023 年采购/销售额分别为 1442/3606 亿韩元，我们假设整体终端加价倍率约 1:2.5 到 1:3。我们测算，中国出口按摩器具的终端规模约占全球市场的 45%-60%。

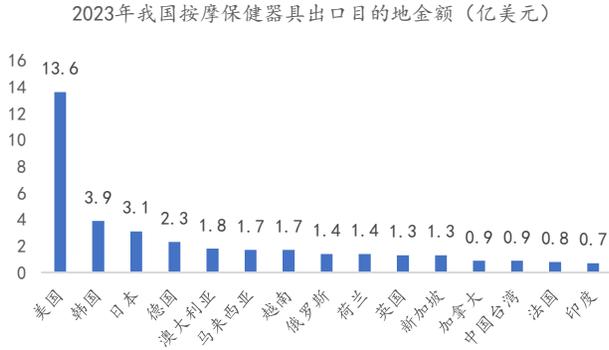
图表16：2021年中国按摩器具出口额达到峰值64.06亿美元，贡献主要力量



资料来源：海关总署，太平洋证券整理（注：2019-2023年全球按摩器具规模为预测值，增速参考V3 Group招股书全球按摩产品规模）

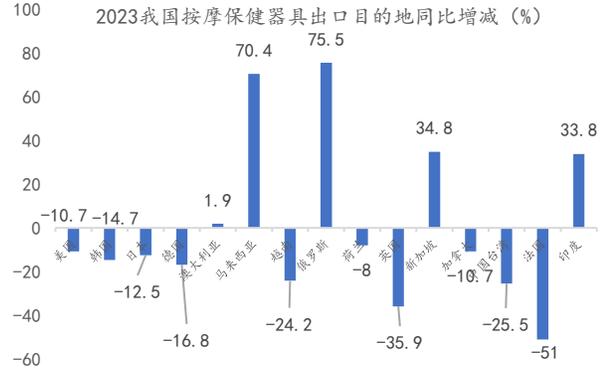
2023年我国按摩保健器具出口整体以价换量，目的地以美国为主，马/俄/新/印四大目的地出口额同比高增。1) 从出口金额看，2023年我国按摩保健器具出口金额整体-9.3%。美国成为主要出口目的地，出口金额13.61亿美元(-10.7%)，占比30.1%，份额较为领先。其余主要出口市场规模相近，2023年向韩国、日本出口分别3.89/3.08亿美元，分别同比-14.7%/-12.5%。向马来西亚/俄罗斯/新加坡/印度出口金额高增，分别同比+70.4%/75.5%/34.8%/33.8%。2) 从出口数量看，2023年整体出口数量同比+3.5%，向美国/韩国/日本出口分别同比-8.3%/+16.4%/+5.7%。3) 从出口均价看，2023年整体出口均价同比-12.4%，以价换量成为主要特点，前十大主要出口市场中仅有马来西亚、俄罗斯两市场均价逆势大幅上移(+32.5%/31.1%)。

图表17：2023 年我国向美国/韩国/日本分别出口按摩保健器具 13.61/3.89/3.08 亿美元



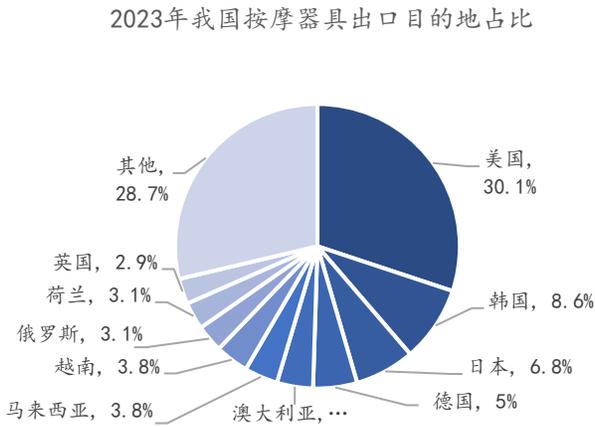
资料来源：中国医药保健品进出口商会，太平洋证券整理

图表18：2023 年我国向马来西亚/俄罗斯/新加坡/印度出口按摩器具分别同比+70.4/75.5/34.8/33.8%



资料来源：中国医药保健品进出口商会，太平洋证券整理

图表19：2023 年我国向美国/韩国/日本出口按摩保健器具分别占比 30.1/8.6/6.8%



资料来源：中国医药保健品进出口商会，太平洋证券整理

图表20：2023 年我国向美国/韩国/日本出口按摩保健器具数量分别同比-8.3/+16.4/+5.7%

| 序号 | 目的地 | 出口额(亿美元) | 金额同比 (%) | 数量同比 (%) | 价格同比 (%) |
|----|-------|----------|----------|----------|----------|
| | Total | 45.27 | -9.3 | 3.5 | -12.4 |
| 1 | 美国 | 13.61 | -10.7 | -8.3 | -2.6 |
| 2 | 韩国 | 3.88 | -14.7 | 16.4 | -26.7 |
| 3 | 日本 | 3.08 | -12.5 | 5.7 | -17.2 |
| 4 | 德国 | 2.28 | -16.8 | -15.4 | -1.7 |
| 5 | 澳大利亚 | 1.84 | 19 | 22.7 | -17 |
| 6 | 马来西亚 | 1.74 | 70.4 | 28.6 | 32.5 |
| 7 | 越南 | 1.73 | -24.2 | 60.9 | -52.9 |
| 8 | 俄罗斯 | 1.40 | 75.5 | 33.9 | 31.1 |
| 9 | 荷兰 | 1.38 | -8 | 5.9 | -13.2 |
| 10 | 英国 | 1.30 | 35.9 | -11.5 | -27.6 |

资料来源：中国医药保健品进出口商会，太平洋证券整理

✓ **按摩椅**

核心结论：亚洲按摩椅市场较为成熟，北美市场份额位居第二，中国大陆地区按摩椅渗透率较低，新加坡等具备增长潜力。据 Credence Research 数据，亚太/北美按摩椅占全球市场份额分别约 45/25%。

➤ 亚洲

高端按摩椅快速增长，线下渠道发挥品类教育作用。根据灼识咨询数据，1) 分产品定位看，亚洲高端按摩椅市场（价格高于 3000 美元）获得更快增长。2016 年亚洲高端/中低端按摩椅规模分别为 8/17 亿美元，至 2021 年分别增长至 14/27 亿美元（2016-2021 年 CAGR 分别 11.7%/9.6%），2026 年有望达到 23/40 亿美元（2022-2026 年 CAGR 分别 16.7%/10.7%）；2) 分渠道看，受产品价格特点及使用属性影响，消费者更倾向于线下体验测试高端按摩椅，线下渠道在高端品教育方面发挥重要作用。

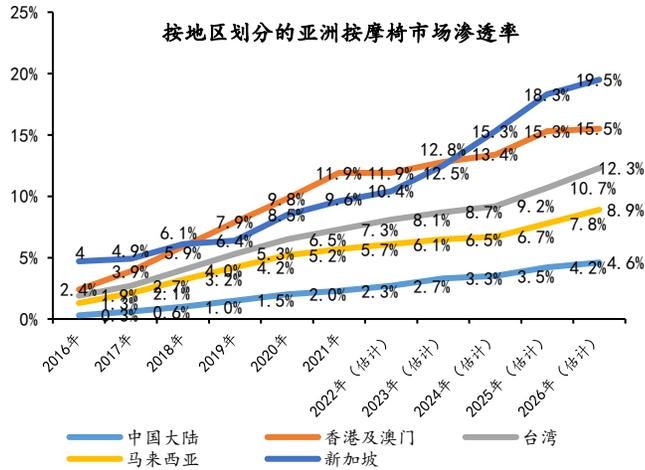
图表21：2026 年亚洲高端按摩椅规模预计达到 23 亿美元



资料来源：V3 Group 招股书，灼识咨询，太平洋证券整理

中国大陆地区按摩椅渗透率较低，新加坡具备快速提升潜力。根据灼识咨询数据，2016 年新加坡/港澳/台湾/马来西亚/中国大陆按摩椅渗透率分别为每百户 4.7/2.4/1.9/1.3/0.3 台，2021 年增加至 9.6/11.6/7.3/5.7/2.3 台，港澳渗透率超过新加坡跃居亚洲地区首位，预计 2026 年进一步提升至 19.5/15.5/12.3/8.9/4.6 台。根据 Global Market Monitor 数据，2020 年日本/韩国按摩椅渗透率分别达到 27/12%。从数据角度看，与发达国家地区相比，中国大陆地区按摩椅渗透率仍然较低，具备天然提升空间。从需求侧来看，伴随消费者收入水平增加、对健康高品质生活的追求、人口老龄化及亚健康问题趋于严峻等，按摩椅渗透率有望持续增长。

图表22：2026年新加坡/港澳/台湾/马来西亚/中国大陆按摩椅渗透率分别预计每百户19.5/15.5/12.3/8.9/4.6台



资料来源：V3 Group 招股书，灼识咨询，太平洋证券整理

图表23：按摩椅市场主要增长驱动因素

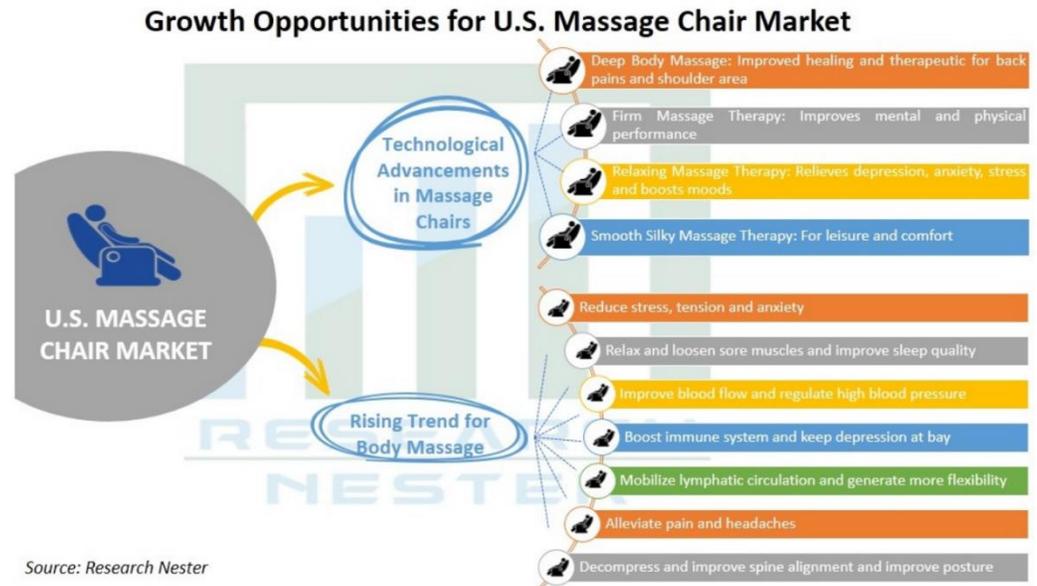


资料来源：V3 Group 招股书，太平洋证券整理

➤ 北美

技术升级+对按摩椅重视程度提升，美国市场具备快速增长动力。据 Research Nester 数据，2018 年美国按摩椅市场规模约 10.40 亿美元，2027 年有望提升至 17.45 亿美元（2019-2027 年 CAGR 6.1%）。美国居民工作压力日渐增大，进而导致高血压、抑郁、焦虑等各种健康问题加剧，工人阶级对健康的关注度随之不断提升。按摩椅技术持续升级，能够实现更深度更舒适的按摩，科学的程序设计帮助人们缓解压力改善健康，需求随之不断提升。

图表24：技术升级+对按摩重视程度提升成为美国按摩椅市场两大增长动力



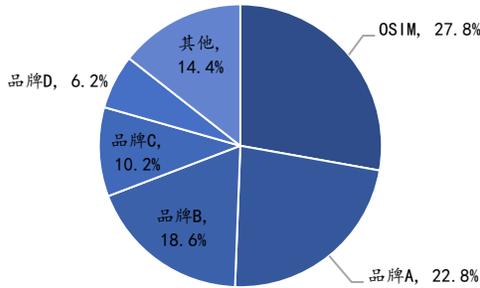
资料来源：Research Nester，太平洋证券整理

（二）竞争格局：亚洲高端市场品牌集中度较高，中国代工企业实力强劲

➤ 品牌商竞争格局

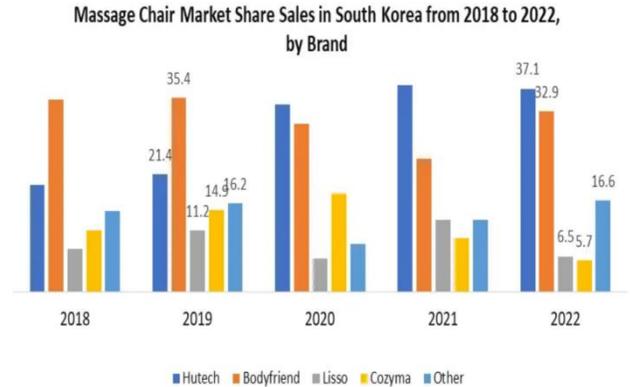
亚洲高端按摩椅市场集中度较高，韩国市场 Hutech、Bodyfriend 份额领先。1) 亚洲：据灼识咨询数据，2021 年亚洲高端按摩椅市场集中度较高（CR5 达到 85.6%），按零售额计算 OSIM 份额 27.8% 居首，其余四个头部品牌份额分别为 22.8%/18.6%/10.2%/6.2%。2) 韩国：据 MMR 数据，2019 年韩国市场 Hutech/Bodyfriend/Lisso/Cozyrna 市场份额分别为 21.4%/35.5%/11.2%/14.9%（CR4 82.9%），至 2022 年变为 37.1%/32.9%/6.5%/5.7%，Hutech 和 Bodyfriend 总市占率达到 70%，呈现更明显的头部集中性。

图表25：2021年亚洲高端按摩椅市场 CR5 85.6%



资料来源：V3 Group 招股书，灼识咨询，太平洋证券整理
(*注：依据招股书数据，我们判断品牌A/B/C/D分别为奥佳华/荣泰/松下/Bodyfriend)

图表26：韩国按摩椅市场 Hutech、Bodyfriend 份额领先



资料来源：MMR，太平洋证券整理

欧美市场仍处于发展早期，竞争格局较为分散。与较发达的亚洲按摩椅市场相比，欧美区域仍处于发展早期，2020年渗透率仅约1%。整体竞争格局较为分散，消费者尚未对品牌形成明显偏好，主要本土参与者包括 Cozzia（奥佳华自主品牌）、Titan（美国按摩椅进口头部公司）、Infinity、Human Touch 等，行业龙头 Bodyfriend 等亦布局欧美市场。

国内按摩椅线上市场参与者众多，奥克斯等定位高性价比的品牌更具优势。根据奥维云网数据，按摩椅市场参与者众多，至 2024H1 近百家企业入局线上市场，销售店铺数量近 400 家。分平台来看，天猫销额占比最大，京东、抖音与之相近。分品牌看，奥克斯销额在三大平台领先，荣泰、奥佳华等头部企业居于前列。我们认为，未来伴随国内消费需求复苏，消费者对品质的关注度有望提升，中高端按摩椅品牌份额或将进一步增加。

图表27：按摩椅线上三大渠道结构较均衡，奥克斯具备优势

| 平台 | 按摩椅销售表现较佳的品牌 (销额占比较高) | 销额 TOP3 按摩椅产品 |
|----|-------------------------------|--|
| 抖音 | 奥克斯，志高，荣泰， 奥佳华，艾力斯特，西屋 | 志高 AM121G 奥克斯 (AUX) AUX-X1 奥克斯 (AUX) LH69 |
| 京东 | 奥克斯，海尔，西屋， 荣泰，奥佳华，新飞 | 海尔 (Haier) H3-102 灰色 奥克斯 (AUX) LH9AUZ 西屋 (Westinghouse) S570 |
| 天猫 | 奥克斯，佳仁，荣泰， 西屋，奥佳华，威仕力，艾力斯特 | 奥克斯 (AUX) AYA-22A-740A 德国佳仁 JR-M9 系列 奥克斯 (AUX) AUX-FL-598 |

资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

➤ 代工厂竞争格局

中国企业制造能力先进，按摩椅头部品牌代工厂主要集中在中国。梳理头部按摩椅品牌上游代工情况，富士医疗、松下、大东电机等日本头部品牌主要以成立合资企业的形式在国内建厂；韩国 Bodyfriend/Cozyrna 主要供应商分别为荣泰健康/奥佳华等；OSIM 主要由大东傲胜位于江苏省的工厂生产（至 2019M9，OSIM 持有 30% 权益）；Ogawa 早期由蒙发利代工，后被其收购转为自产，现为旗下自主品牌。

三、 公司分析：外销把握韩国基本盘+拓展欧美东南亚引领增长，内销双品牌战略清晰

(一) 外销：重新梳理拆分四大外贸区域，深度绑定韩国大客户+积极开拓欧美东南亚市场共同驱动成长

外贸团队结构优化，荣泰健康拆分四大区域全球布局。1) 组织结构优化：2024 年公司在保留韩国、北美两大外贸区域的基础上，将原有的外贸三区拆分为欧洲、东南亚两大团队。组织结构的优化或将助力公司进行更为精细化的区域管理，把握不同市场属性，有效提升运营效率。2) 外贸经营目标：深化与韩国 Bodyfriend（简称“BF”）重点客户合作，实现韩国区域市场稳中有升，与盈利能力较强的美国区域四大客户积极合作并培育出大客户，加大投入进一步开发具备渗透率提升空间的欧洲潜力市场，积极布局按摩文化较为成熟的东南亚市场，实现全球化拓展。

➤ 韩国区域

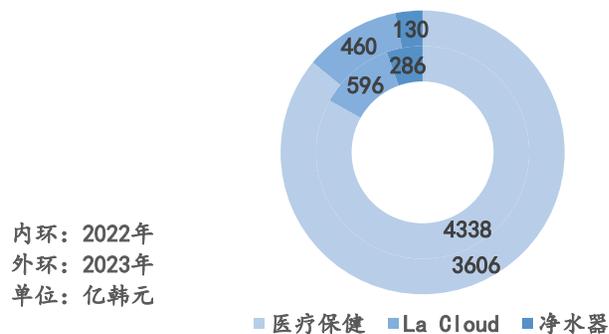
核心结论：深度绑定第一大客户 Bodyfriend，立足中高端+拓展性价比市场，作为上游核心供应企业享受客户市场份额提升红利。

与第一大客户韩国按摩椅龙头 Bodyfriend 深度合作，2023 年战略调整补齐性价比产品竞争实力持续提升。BF 是公司第一大代工客户，与公司多年共同成长，持续贡献外销收入主要来源，2023 年占公司外销收入约 53-54%。据 MMR 数据，2022 年 BF 在韩国按摩椅市场市占率 32.9%，在中高端按摩椅市场更具竞争优势（或超过 70%），2023 年进行市场战略调整补齐性价比产品，消费人群覆盖度提升，品牌影响力或为新品销售提供保障，BF 市占率或将进一步提升。基于十数年良好合作基础，公司承接 BF 中低端按摩椅新品订单并于 2023Q4 面世，有望享受客户规模增长红利。接下来，我们梳理 BF 经营及战略调整情况，探究大客户对荣泰业务发展的影响。

Bodyfriend 经营概况：主要业务收入来自按摩椅，2024Q1 收入恢复性增长。成立于 2007 年，BF 现主要业务由三部分组成：医疗保健（按摩椅、小型按摩器）、la Cloud（床垫）和净水器类（直饮水机、冷热净水机等），2023 年收入分别为 3606/460/130 亿韩元，分别同比-16.87%/-

22.82%/-54.55%，其中医疗保健业务占比 86%。2024Q1 公司营收恢复性增长，达到 1207 亿韩元（+24.26%）；盈利能力明显改善，毛/净利率分别为 59.66%/13.66%，分别同比-1.50/+6.89pct；费用端显著优化，销售及管理费用率 46.00%（-8.39pct）。

图表28：医疗保健业务是 BF 收入的主要来源，占 86%



资料来源：BF2023 年报，太平洋证券整理

BodyFriend 战略调整：巩固中高端优势，持续关注消费需求补足中低端市场，实现全价位段布局。回顾近年 BF 新品历程，2020 年公司推出首款医疗级按摩椅 Phantom 满足全年龄段家庭医疗按摩需求，2022H1 上市小腿分离形态的 Phantom Rovo，2023M6 迭代出可测量身体健康状况的按摩椅“达芬奇”，2023M9 推出高性价比 Falcon 补齐中低端市场，2023M12 再推出高端款 Quantum 在小腿分离的基础上进行智能化升级。此外，2024M2 公司推出集按摩椅和按摩床于一体的新概念按摩椅床 Eden，可在床和椅子形态之间切换，不断丰富产品矩阵。我们认为，以小腿分离等新形态按摩椅的上市路径为例，BF 新品迭代路径前置于荣泰。通过跟踪 BF 高端新品趋势，或可窥见荣泰自主品牌新品升级迭代方向。

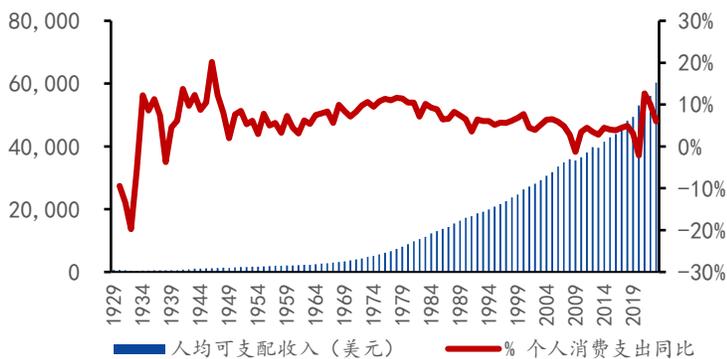
图表29: Bodyfriend 新品持续迭代

| | 2021 | 2022 | | 2023 | | 2024 |
|-----------|---|---|--|---|---|---|
| 名称 | Phantom Medical Care | Phantom Rovo | LEONARDO DV | FALCON | Quantum | Eden |
| 价格 (\$、₩) | \$ 11,000、 ₩ 5,000,000 | \$ 12,000、 ₩ 5,600,000 | \$ 13,000、 ₩ 6,200,000 | \$ 9,500、 ₩ 2,900,000 | ₩ 8,300,000 | ₩ 5,200,000 |
| 图片 |  |  |  |  |  |  |
| 智能检测 | XD PEMF 模块是 XD 模块和 PEMF (脉冲电磁场) 模块的组合, 可测量用户身体数据 | 身体识别时长约 15 秒 | 生物电阻抗分析 (BIA) | / | 自动体型识别、用户账号配置按摩模式 | 可创建用户账户记录按摩数据 |
| 按摩程序 | 失重 | XD PRO 模块, 以1.25毫米的增量精确控制按摩球的运动 | XD Pro: 手部穴位按摩, 60个自动程序, 3档零重力模式 | 0至5按摩强度级别和0至3可调节按摩球间距 | XD Pro 按摩模块 | XD Pro 按摩模块 |
| 加热 | 背部和下背部 | 背部、小腿和脚底 | LED 辐照器加热 | 三级加热功能 | LED 辐照器 | 背部、小腿 |
| 音乐 | 蓝牙音乐 | 蓝牙音乐 | 蓝牙音乐 | / | Bang & Olufsen 音响系统 | H-AI 立体音响 |
| 气囊 | / | 87 | / | 36 | / | 52 |
| 显示 | / | / | 8.7 英寸全触控 LCD 显示屏 | / | 10英寸全高清触摸屏 | / |
| 安全 | / | 15 个传感器、低温烧伤保护、遥控锁定和断电保护按钮 | 安全运动探测器 | 腿部和背部区域利用 14 个安全传感器 | 15个安全传感器 | 17个安全传感器 |
| 其他 | 可调节脚长、失重、节省空间 | 左腿和右腿按摩装置彼此分开操作, 允许运动和伸展 | / | 8 种新的 Rovo 模式 | 天然皮革内里、小腿分离技术、可无线充电、无线更新 | 无线更新 |

资料来源: BF 官网, 太平洋证券整理 (注: 仅列示部分代表性产品)

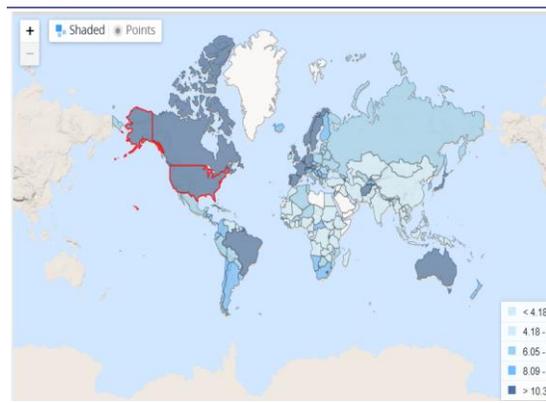
美国居民消费能力较强+重视医疗养老支出，按摩椅需求空间广阔。1) 消费能力：据 iFind 数据，2023 年美国人均可支配收入达到 60314 美元 (+7.6%)。据中国领事馆数据，美国富裕群体收入占全社会总收入比例有所上升，收入前五分之一/最高 5% 群组家庭收入占比由于 1970 年的 43.3/16.6% 上升至 2020 年的 52.2/23.0%。人均可支配收入与高收入结构占比日益提升，使具备“享受性消费”属性的中高端按摩椅具备需求基础。2) 医疗养老支出：据 HealthcareDIVE 预测，2017 年到 2026 年间，美国的医疗卫生支出将平均每年增加 5.5%。2020 年美国医疗卫生支出占国民生产总值比重超 10.31%，国民医疗保健需求较大。据 mordorintelligence 测算，2024 年美国养老市场规模预计为 998.2 亿美元，到 2029 年或将达到 1312 亿美元(2024-2029 年 CAGR 5.62%)，具备保健养老功能的按摩椅契合社会消费需求。

图表31：2023 年美国人均可支配收入 60314 美元 (+7.6%)，高于同年 GDP 增幅



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表32：2020 年美国医疗卫生支出/GDP > 10.31%



资料来源：worldbank，太平洋证券整理

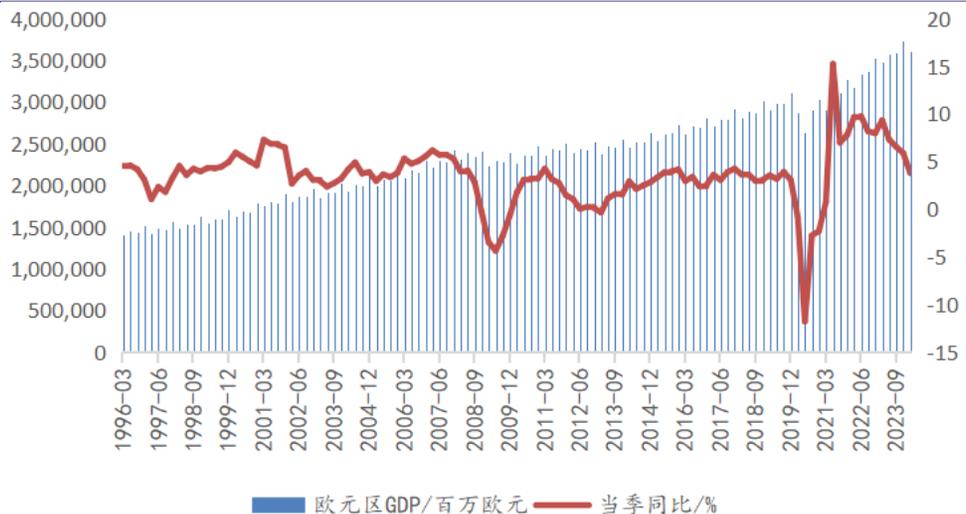
深化与现有四个主要客户合作，积极培育大客户提升整体盈利能力。1) 从收入端看，疫情过后美国区域收入恢复较快增长，2023 年美国区域在外销收入中占比约 25-26%，2024Q1 在各区域中表现优秀。2) 从利润端看，美国客户定位中高端市场，叠加与公司合作规模较小，公司在美国市场议价能力强于体量更大的韩国市场，因而该区域整体利润率水平较高。我们认为，公司未来或将加大对美国市场的投入，积极培育类似韩国 BF 的可深度合作大客户，在提升整体盈利水平的同时降低对韩国市场单一大客户的依赖风险。

➤ 欧洲区域

核心结论：挖掘空间广阔的高潜力市场，积极获取新客户，或成自主品牌出海突破口。

欧元区经济修复叠加老龄化加剧，对按摩椅消费需求有望提高。1) 宏观经济因素：2020Q2 受新冠疫情冲击，欧元区 GDP 当季同比-11.78%，2021Q2 实现反弹（同比+15.25%），后持续恢复，2024Q1 欧元区 GDP 较上年同期+3.79%，整体消费需求有望回暖。2) 人口老龄化及健康投入：2021 年欧盟 65 岁及以上老年人口占比达 21%，与 2001 年相比+5pct。欧洲地区经济发达的国家健康水平更高，或与其医疗保健投入相关，2018 年欧盟医疗保健支出占国内生产总值的比重平均已达到 9.9%，德国/法国/瑞典分别为 11.5/11.3%/10.9%。我们认为，由于欧洲按摩椅渗透率不高，消费回暖叠加老龄化进程加速，按摩椅消费需求或具备提升空间。

图表33：2021 年起欧元区经济修复，2024Q1 GDP 同比 3.79%



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

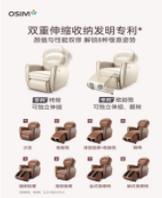
俄罗斯市场表现优秀，积极拓展欧洲区域新客户获得增量。公司在上市前产品已远销欧盟，与当地重要品牌经营商客户建立了稳定的合作关系。2019-2021 年三年来公司在欧洲、俄罗斯的业务持续增长，2022 年初受俄乌战争影响整体出现下滑，但高端按摩椅表现出较强韧性，2023 年欧洲整体销售表现稳定，俄罗斯市场增幅显著。我们认为，欧洲市场较分散，整体开发难度大，但潜力较强，公司拟在欧洲国家建设仓储基地，或将助力市场拓展，成为自主品牌出海突破点。

➤ 东南亚区域

核心结论：调整战略方向，从重点布局越南到东南亚市场全发力。

东南亚竞争对手较为强势，但区域市场具备按摩文化基础。东南亚市场具备较为发达的按摩文化，按摩椅认可程度较高，市场现存两大按摩椅知名品牌商奥佳华和傲胜。“OGAWA 奥佳华”主要布局于东南亚市场，在当地拥有完整的自主渠道和良好的仓储物流服务体系。“OSIM 傲胜”是V3集团下的亚洲高端按摩椅品牌，亦在东南亚具有良好口碑，至2022H1在线上线下均构建了较强的销售网络，有454家门店横跨亚太、中东、欧洲及北美洲22个市场超过90个城市，并在60个电商平台销售产品。

图表34：奥佳华、傲胜主要按摩椅产品

| OSIM 按摩椅 | | | |
|----------|---|---|---|
| 品牌 | OSIM8变小天后 | OSIM 大天王 | OSIM 减压养生椅 |
| 价格 | ¥9,599 | ¥9,999 | ¥32,300 |
| 图片 |  |  |  |
| 控制/监测 | 手机APP | 智能身形检测 | 生物传感器、AI人工智能技术、APP监控 |
| 音乐 | 有 | / | 立体环绕音响 |
| 按摩球 | 360°综合按摩球、V手科技 | 双向360°按摩球、V手科技 | 360°万向滚轮、V手Plus按摩 |
| 其他 | 6套按摩程序 | 造型多变、特设腰部自动程序、8个按摩程序 | 分指手臂Ottoman翻转变式按摩足凳 |
| OSIM 按摩椅 | | OGAWA | |
| 品牌 | OSIM uDream | Master Drive Plus 2.0 | MySofa Luxe |
| 价格 | ¥42,300 | PHP349,300 (¥/peso ≈1/6) | PHP104,300 |
| 图片 |  |  |  |
| 控制/监测 | AI压力检测、手机APP追踪 | / | / |
| 音乐 | 3D剧院式 | 有 | 蓝牙 |
| 按摩球 | 8套精选程序、5套手动程序 | / | / |
| 其他 | 五感管理 | 每个组件都针对性能进行了优化，从头到脚（包括膝盖）精确定位穴位 | 零壁技术（6cm最小间隙） |

资料来源：V3 Group 招股说明书，奥佳华菲律宾官网，太平洋证券整理

公司战略重新调整，东南亚市场全发力，泰国建厂有望进一步打开海外发展空间。公司在东南亚市场营收规模尚小，2023年根据市场情况调整战略方向，从重点发力越南到东南亚市场全面布局。2023年与泰国素万那普亚洲工业园区签订了合作备忘录，泰国建厂计划有序推进。我们认为，公司拆分独立外贸区域精细化运营+东南亚人口红利和成本优势+规避潜在国际贸易不确定性关税风险，东南亚地区三管齐下或将有效提升区域竞争力，拓展自主品牌海外发展空间。

(二)内销:线上线下全渠道布局，双品牌差异化驱动成长

a) 渠道：积极布局抖音等新兴渠道，线下渠道形式持续优化

线上：挖掘抖音等新兴渠道发展机遇，获取高增并有望持续提升品牌声量。公司国内线上运营以直营为主，已几乎实现传统电商与新兴电商平台的全面布局，大促节点取得较好的销售表现。公司设置线上店铺并积极运用直播、短视频等新兴营销方式拉近与消费者的距离，精细化运营不断培育私域流量并提高交易转化率。2023年天猫/京东/抖音/其他渠道分别占比约40%/25%/30%/5%，其中抖音渠道增幅较大。我们认为，抖音平台费用率相较于传统电商更高，目前公司或更受益于渠道带来的品牌知名度提升，由于平台消费群体较大，成长空间广阔，未来有望持续贡献增量。

图表35：积极布局新渠道，抖音2022、2023年销额同比增长靓丽

| | 天猫 | 京东 | 抖音 | 爆款 | 其他 |
|----------|------|------|-------------------------|------------|---------------------------------|
| 2023年双十一 | 业内第一 | 业内第一 | 业内第一（同比+125%） | A52/A52PRO | / |
| 2023年618 | 业内第一 | 业内第一 | 5000+价格带销量/额第一（同比+350%） | A52/A60 | 头部达人互动 品牌曝光量1.5亿+，品牌互动量300万+ |
| 2022年双十一 | 破亿 | / | 销额同比+206% | A52 | 按摩椅业内全网销额第一 |
| 2021年双十一 | / | / | / | / | 按摩椅业内全网成交额第一，破2.25亿；全网品牌曝光11.2亿 |

资料来源：荣泰健康微信公众号，太平洋证券整理

图表36：大促节点线上销售取得较好成绩



资料来源：荣泰健康微信公众号，太平洋证券整理

线下：经销商模式实现低费用高净利，临街专卖店尝试有所成效，中高端主品牌形象持续巩固。1) 经营模式：2020年起公司线下门店大部分转为经销模式，以迅速打开市场。我们判断，对比奥佳华以直营为主，经销商模式费用率或更低，净利率或更高，盈利端更具优势。2) 临街店铺尝试：2022年起公司开始尝试临街店铺模式，其租金成本、店铺面积、引流效果、转化率或更优于商场，2023年临街店铺数量已达70+。3) 覆盖范围：公司不断加大在终端渠道拓展、新品上市推广、店面形象升级等方面的投入，推动专卖店零售转型，结合线下打卡、线上种草引流等方式增加门店曝光度和吸引客流量，通过线下树立中高端品牌形象，截至2023年在全国拥有1000+销售网点。

图表37：荣泰线下门店年轻化升级



资料来源：荣泰健康微信公众号，太平洋证券整理

b) 品牌：双品牌差异化布局，精准满足不同消费需求

核心结论：公司旗下“荣泰”主品牌定位中高端，“摩摩哒”强调年轻化及性价比，双品牌差异化经营，实现全价位段市场覆盖。

➤ 荣泰

研发实力强大，引领行业发展。荣泰品牌较早孵化，引领国内按摩椅行业技术发展。1) 研发投入方面，公司 2020-2023 研发费用率分别为 4.96%/4.56%/4.42%/4.32%，整体高于奥佳华的 3.81%/3.65%/4.09%/4.34%。2) 专利方面，2022 年公司完成了“扶手打开”和“分离小腿”两项新技术的项目开发，为产品矩阵拓宽带来了新的支持。2023 年共完成 15 项研发项目，新增发明专利/实用新型专利/外观设计专利/软件著作权 15/67/11/11 项。

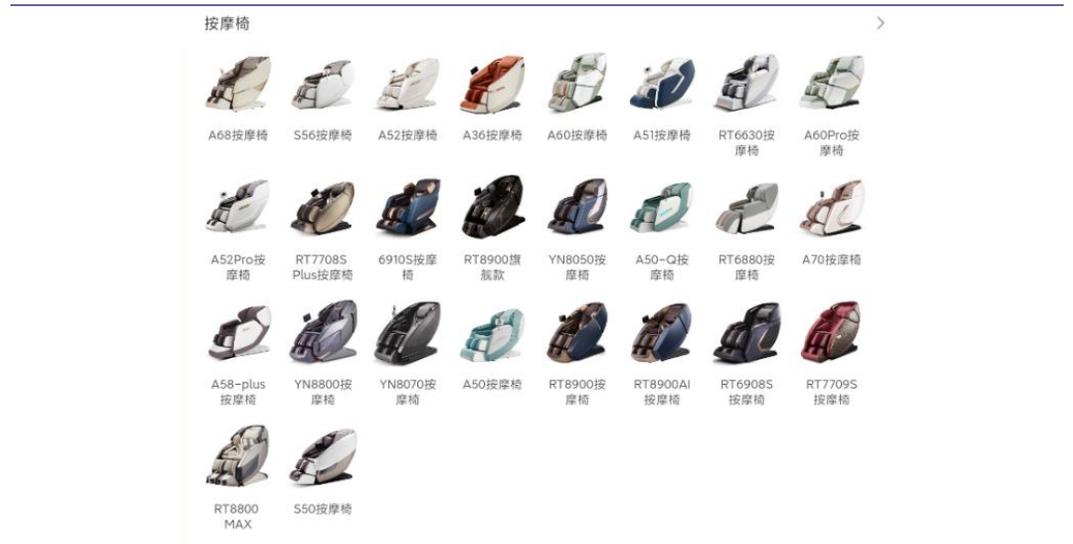
产品矩阵不断丰富，产品形态持续领先。公司按摩椅产品导轨经历了从无导轨到直导轨，再到 L 型、SL 型导轨，最后升级到柔性导轨，机芯从 2D 机芯、3D 机芯、3D 筋膜机芯到双机芯、三轴联动 3D 筋膜机芯，升级至 4D 机芯 III 代，产品形态进化持续领先行业。荣泰主品牌按摩椅以中高端定位为主，近期推出 S80、8800MAX 等具备多按摩模式、智能化监测及控制、外观形态创新的按摩椅，巩固中高端品牌形象。2023 年，为应对市场需求疲软、竞争激烈，行业价格持续下探等外部因素，公司利用知名度更高的主品牌补齐中低端价位段产品。此外，公司拥有多样化按摩小件产品，产品矩阵持续丰富。

图表38：荣泰按摩小件多样化

| 品牌 | 荣泰K28 | 奥佳华OG2618 | 荣泰C30 | OG2206 | 荣泰H42 | 荣泰G10 |
|------|---------------|--------------|--------|---------|--------|---------|
| 价格 | 279 | 399 | 357 | 399 | 1299 | 251 |
| 图片 | | | | | | |
| 按摩模式 | 3种模式/6种手法 | 2种模式 | 6种模式 | / | 4种功能模式 | 3档 |
| 定时 | 智能定时 | 智能定时 | 定时 | 定时 | / | / |
| 其他 | 枕套可拆洗 | 双动力按摩头/两名 | 联名 | 联名 | 蓝牙音乐 | 无刷电机/便携 |
| 按摩头 | 3D环绕式/12颗揉珠触点 | 3D环绕式/双动力按摩头 | 3D | / | 气囊调节 | 1+3 |
| 电池 | 2000mAh | 2600mAh | 2500MA | 2600MAh | / | / |
| 降噪 | 降噪 | 降噪 | / | 降噪 | / | 45分贝 |
| 加热 | 无 | 两档 | 有 | 温感按摩头 | 冷/热 | / |

资料来源：天猫，太平洋证券整理

图表39：荣泰按摩椅产品矩阵丰富



资料来源：天猫，太平洋证券整理

图表40：荣泰产品力领先

| 价位段 | 低端 | | 中端 | | 高端 | |
|--------|---|---|---|--|---|---|
| 品牌 | 荣泰S50 | 奥佳华M60 | 荣泰S80 | 奥佳华7598plus | 荣泰 8800MAX | 奥佳华AI 2.0 |
| 价格 | 4999 | 4999 | 39800 | 36800 | 49800 | 56800 |
| 图片 |  |  |  |  |  |  |
| 机芯 | 泰舒颈机芯(3D) | 3D机芯 | 4D机芯III代(缩量120) | 4D御手温感机芯 | 毫米级4D筋膜机芯, 搭配腰臀转 | 4D无刷变频温感机芯 |
| 按摩程序 | 16 | 12种 | 4+N模式 | 可按摩穴位 | 12种程序+6种手 | 自定义 |
| 加热 | 有(小腿、腰) | 有(腰) | 腰部、足底 | 按摩头 | / | 3段式石墨烯加热 |
| 身份识别方式 | / | / | 指纹 | / | / | AI人脸识别 |
| 曲臂材料 | / | / | 二代玻纤曲臂, 按摩精度高, 承重285kg | / | 二代玻纤曲臂, 按摩精度高, 承 | / |
| 导轨 | 直导轨 | 134cm 五段式(SL) | 143.1cm | 139cm | SL型导轨 | 139cm 五段式 |
| 疲劳追踪 | / | / | 智能追踪 | 磁极侦测系统 | / | 生物反应传感器、脉搏血氧传感器 |
| 健康数据管理 | / | / | AIOT平台管理 | 系统管理 | / | 全周期管理 |
| 智能防夹 | / | / | 多部位设置感应系统 | 儿童锁、感应器 | 4个部位设置感应系统 | 儿童锁、感应器 |
| 其他 | 蓝牙语音; 大屏控制面板 | / | 将按摩手法与香氛、灯光、音乐、引导词、热敷等结合。数字香薰技术, 1000+香味数据库, 支持4款气味, 根据程序变化 | USB充电、小奥时光APP无线控制、AI语音 | 肩/背/腰/手/臀/腿/足全覆盖; 泰式拉伸、瑜伽按摩; ROVO双腿独立运动技术, 业内首款 | 24颗传感器、四核处理; 场景式多轮语音交互; 支持华为鸿蒙系统互联 |
| 尺寸 | 直立: 151*74*104cm 躺倒: 169*74*90cm | 直立: 145.5*75.0*116.5cm 躺倒: 176.2*75.0*95.2cm | 直立尺寸: 168*44.5*119cm 躺倒尺寸: 186.0*77.5*105.0cm | 全收起: 154*81*122cm 展开: 202*81*119cm | 全收起: 172.5*86.0*125.0cm 躺倒尺寸: 200.0*86.0*92.5cm | 全收起: 154*81*122cm 展开: 202*81*119cm |

资料来源：京东，天猫，太平洋证券整理（注：仅列举部分产品）

明星代言提高品牌知名度，IP注入打造产品年轻化形象。随着新消费群体成为主力，公司积极推进品牌年轻化建设，2021年5月官宣张小斐为品牌大使，同年10月官宣王一博为全球荣泰按摩椅全球代言人，依靠高知名度、高商业价值的艺人提升品牌力，将流量转化为购买力。2019年公司获得迪士尼、漫威等IP授权，后陆续推出联名产品“守护者”按摩椅、“雷神之锤”筋膜枪等，深受年轻人喜爱。

图表41：明星代言提高知名度



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表42：IP注入打造产品年轻化形象



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

➤ 摩摩哒 (momoda)

共享模式起家，逐渐转向强调年轻化和性价比。摩摩哒早期是以共享模式孵化出的品牌，线下布局具备一定品牌基础，后定位于入门级高性价比时尚按摩椅，现以家用业务为主。在渠道与营销方面，摩摩哒主要以线上渠道为主，通过社交媒体、网红直播等方式，与年轻消费者进行互动。2023年，由于线上竞争加剧，公司对摩摩哒品牌进行了内部组织结构调整，突破纯电商运营模式，开设线下专卖店，目前已陆续覆盖无锡、哈尔滨、连云港等城市。

图表43：摩摩哒在哈尔滨开设线下专卖店



资料来源：车友福利汇微信公众号，太平洋证券整理

图表44：摩摩哒产品矩阵丰富



资料来源：天猫，太平洋证券整理

四、盈利预测

(一) 关键假设

- 1) **外销**：短期考虑海运紧张等外部环境因素，欧美受影响更大。长期考虑战略规划，韩国大客户深度绑定，欧洲等处于行业发展早期的区域加速布局，预计规模增速快于内销，占比有望稳中有升。
 - A) **韩国**：积极巩固与 BF 合作，规模体量持续上升；但考虑到其他区域快速增长，未来占外销业务比例或将略有下降。
 - B) **美国**：2024 年或因海运紧张等影响而增速较缓；推进与现有四个客户合作，积极培育出类似韩国 BF 的大客户，伴随规模扩大及增速提升，未来占外销业务比例有望持续提升。
 - C) **其他（欧洲及东南亚）**：短期受海运等因素影响而增速承压，长期受益于管理运营团队拆分，精细化布局细分市场，或提高市场开拓效率，占比有望扩大。
- 2) **内销**：短期需求较弱，伴随国内市场需求恢复、消费者教育普及，规模有望持续提升。但考虑到需求恢复需要一定时间，叠加市场竞争加剧，增速或弱于外销区域。

图表45：荣泰健康分区域收入预测表

| 分区域 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| 外销 | | | | |
| 收入 (百万元) | 1028.15 | 1090.85 | 1294.33 | 1462.27 |
| 占比 (/总收入) | 55.42% | 56.62% | 57.42% | 57.92% |
| YOY | -8.59% | 6.10% | 18.65% | 12.98% |
| 韩国 | | | | |
| 收入 (百万元) | 555.20 | 585.74 | 675.58 | 748.61 |
| 占比 (/外销) | 54.00% | 53.70% | 52.20% | 51.20% |
| YOY | -15.88% | 5.50% | 15.34% | 10.81% |
| 美国 | | | | |
| 收入 (百万元) | 267.32 | 285.80 | 344.29 | 396.27 |
| 占比 (/外销) | 26.00% | 26.20% | 26.60% | 27.10% |
| YOY | | 6.91% | 20.46% | 15.10% |
| 其他 (欧洲/东南亚等) | | | | |
| 收入 (百万元) | 205.63 | 219.31 | 274.46 | 317.38 |
| 占比 (/外销) | 20.00% | 20.10% | 21.20% | 21.70% |
| YOY | | 6.65% | 25.14% | 15.64% |
| 内销 | | | | |
| 收入 (百万元) | 817.01 | 821.38 | 947.57 | 1049.02 |
| 占比 (/外销) | 44.04% | 42.64% | 42.04% | 41.55% |
| YOY | -5.16% | 0.53% | 15.36% | 10.71% |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 (百万元) | 9.87 | 14.22 | 12.04 | 13.13 |
| 占比 (/总收入) | -46.88% | 44.12% | -15.31% | 9.04% |
| 合计 | | | | |
| 收入 (百万元) | 1855.03 | 1926.45 | 2253.94 | 2524.42 |
| YOY | -7.47% | 3.85% | 17.00% | 12.00% |

资料来源：太平洋证券整理（注：2023年外销中的韩国/美国/其他区域占比均为估计值）

（二）盈利预测与估值

估值方面，我们选择与公司同属按摩器具行业的奥佳华、倍轻松作为可比公司。相较于可比公司，荣泰健康估值处于较低水平，仍具备较为广阔的成长空间。我们预计，2024-2026年公司归母净利润分别为2.25/2.75/3.25亿元，对应EPS分别为1.26/1.53/1.81元，当前股价对应PE分别为11.11/9.11/7.70倍。维持“买入”评级。

图表46：可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 | 归母净利润增速 (%) | | | | PE (倍) | | | | EPS | | | |
|-----------|------|-------|-------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 002614.SZ | 奥佳华 | 5.40 | 1.16 | 58.51 | 25.18 | 30.67 | 45.31 | 20.58 | 16.44 | 12.58 | 0.17 | 0.26 | 0.33 | 0.43 |
| 688793.SH | 倍轻松 | 32.70 | 58.97 | 283.65 | 33.21 | 32.85 | -56.86 | 30.09 | 22.59 | 17.00 | -0.59 | 1.09 | 1.45 | 1.92 |
| | | | 平均 | | | | -5.77 | 25.34 | 19.52 | 14.79 | | | | |
| 603579.SH | 荣泰健康 | 13.95 | 23.43 | 11.07 | 21.96 | 18.31 | 13.79 | 11.11 | 9.11 | 7.70 | 1.51 | 1.26 | 1.53 | 1.81 |

资料来源：Wind，太平洋证券整理（注：截至2024年7月16日，奥佳华、倍轻松预测数据采用wind一致预期）

五、 风险提示

1) **原材料价格波动**: 公司按摩椅及按摩小件产品使用的原材料包括电器类部件、电子类部件、缝制类部件、塑料类部件和五金类部件等，成本结构中原材料超过 80%，若原材料价格大规模上涨，公司整体盈利水平或承压。

2) **大客户较为集中**: 韩国大客户 BODYFRIEND 对公司收入业绩贡献较大，若大客户未来销售增长不能持续、成长性不能维持或与公司的合作发生不利变化，公司经营水平及业务结构或面临变化。

3) **汇率波动**: 公司海外业务占比较高，业务以美元结算为主，人民币兑美元汇率上行将影响人民币口径下公司收入的确认。

4) **行业竞争加剧**: 高端按摩椅市场已进入品牌竞争阶段，品牌力已成为影响消费选择的重要因素，定位于中低端市场的产品由于其技术门槛、制造成本均相对较低，行业竞争者众多。伴随行业参与者增加，行业竞争趋于激烈，公司产品定价及盈利能力或受行业整体价格端影响。

| 资产负债表 (百万) | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 1,330 | 1,384 | 1,271 | 1,289 | 1,354 |
| 应收和预付款项 | 109 | 163 | 169 | 197 | 221 |
| 存货 | 205 | 145 | 152 | 176 | 196 |
| 其他流动资产 | 626 | 536 | 482 | 487 | 492 |
| 流动资产合计 | 2,271 | 2,228 | 2,073 | 2,150 | 2,263 |
| 长期股权投资 | 59 | 60 | 62 | 64 | 66 |
| 投资性房地产 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 521 | 506 | 529 | 526 | 519 |
| 在建工程 | 34 | 60 | 36 | 40 | 42 |
| 无形资产开发支出 | 97 | 106 | 119 | 127 | 137 |
| 长期待摊费用 | 9 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 2,703 | 2,650 | 2,570 | 2,646 | 2,759 |
| 资产总计 | 3,424 | 3,385 | 3,320 | 3,405 | 3,525 |
| 短期借款 | 409 | 129 | -150 | -430 | -709 |
| 应付和预收款项 | 321 | 392 | 410 | 476 | 531 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 824 | 891 | 880 | 903 | 921 |
| 负债合计 | 1,554 | 1,412 | 1,140 | 949 | 743 |
| 股本 | 140 | 139 | 179 | 179 | 179 |
| 资本公积 | 701 | 685 | 627 | 627 | 627 |
| 留存收益 | 1,104 | 1,241 | 1,467 | 1,741 | 2,066 |
| 归母公司股东权益 | 1,866 | 1,969 | 2,175 | 2,450 | 2,775 |
| 少数股东权益 | 4 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 股东权益合计 | 1,870 | 1,973 | 2,180 | 2,456 | 2,782 |
| 负债和股东权益 | 3,424 | 3,385 | 3,320 | 3,405 | 3,525 |

| 现金流量表 (百万) | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营性现金流 | 237 | 344 | 292 | 349 | 382 |
| 投资性现金流 | -225 | 121 | -74 | -46 | -45 |
| 融资性现金流 | 188 | -426 | -332 | -284 | -272 |
| 现金增加额 | 221 | 49 | -113 | 18 | 65 |

| 利润表 (百万) | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 2,005 | 1,855 | 1,926 | 2,254 | 2,524 |
| 营业成本 | 1,473 | 1,283 | 1,343 | 1,560 | 1,739 |
| 营业税金及附加 | 8 | 10 | 9 | 11 | 12 |
| 销售费用 | 210 | 204 | 202 | 241 | 268 |
| 管理费用 | 71 | 79 | 71 | 83 | 92 |
| 财务费用 | -21 | -15 | 5 | -2 | -9 |
| 资产减值损失 | -3 | -7 | 2 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 20 | 29 | 25 | 32 | 34 |
| 公允价值变动 | 10 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 187 | 236 | 256 | 315 | 369 |
| 其他非经营损益 | -7 | -6 | -6 | -6 | -6 |
| 利润总额 | 179 | 230 | 251 | 309 | 364 |
| 所得税 | 15 | 27 | 25 | 33 | 38 |
| 净利润 | 165 | 203 | 226 | 275 | 326 |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 归母股东净利润 | 164 | 203 | 225 | 275 | 325 |

| 预测指标 | | | | | |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 毛利率 | 26.52% | 30.82% | 30.30% | 30.80% | 31.10% |
| 销售净利率 | 8.19% | 10.93% | 11.69% | 12.18% | 12.87% |
| 销售收入增长率 | -23.26% | -7.47% | 3.85% | 17.00% | 12.00% |
| EBIT 增长率 | -32.81% | 55.77% | 21.64% | 20.06% | 15.38% |
| 净利润增长率 | -30.51% | 23.43% | 11.07% | 21.96% | 18.31% |
| ROE | 8.80% | 10.30% | 10.35% | 11.21% | 11.71% |
| ROA | 4.80% | 5.99% | 6.78% | 8.06% | 9.22% |
| ROIC | 4.30% | 6.81% | 8.67% | 10.33% | 11.77% |
| EPS (X) | 1.23 | 1.51 | 1.26 | 1.53 | 1.81 |
| PE (X) | 16.25 | 13.79 | 11.11 | 9.11 | 7.70 |
| PB (X) | 1.50 | 1.47 | 1.15 | 1.02 | 0.90 |
| PS (X) | 1.40 | 1.56 | 1.30 | 1.11 | 0.99 |
| EV/EBITDA (X) | 11.89 | 8.09 | 5.46 | 3.80 | 2.54 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。