

拥抱新技术周期，进军家庭智能健康市场

2025 年 07 月 05 日

核心观点

- 荣泰是按摩椅龙头：**公司亮点是家庭智能健康与理疗机器人开发先锋。未来中国人口老龄化，需要发展智能健康与理疗机器人满足银发经济需求，缓解未来抚养比过高的社会问题。当前部分老人退休待遇优渥，有较高购买力，供给革新将激发需求。公司整合 AI+具身智能技术，引入 AIGC 改造按摩椅，用具身智能技术开发理疗机器人；2025 年公司同傲意科技、智元新创达成战略合作，共同开发智能健康领域。此外，公司还进入智能驾舱的舒适系统市场。
- 按摩椅市场回顾：**1) 按摩椅还未能满足消费者所有期待。制约按摩椅渗透率提升因素包括按摩体验、产品占地面积大、价格、消费理念。2) 过去 10 年的按摩椅发展过程中，按摩椅按摩机芯经历了从 2D、3D、4D 的技术升级，产品升级带动过一段时间的消费升级；也经历过共享按摩椅商业模式大规模教育消费者的周期。疫情开始，2020-2021 年市场需求出现过阶段性爆发，且线上性价比产品占比快速提升。2022 年按摩椅市场开始下滑，作为价格偏高的可选品受购买力影响；此外，线上低价劣质按摩椅消费者体验差，导致消费口碑不佳。对应的，公司 2021 年营业收入 20 亿元，创下历史高峰。2024 年公司营业收入 16 亿元，主要是按摩椅，其中内销占 41%，海外占 59%。
- AI+具身智能技术渗透按摩椅，公司率先推出理疗机器人：**1) 智能语音控制是创新的重要方向，初期的体验类似过去的智能音箱，交互体验不足。2024 年 8 月，公司与上海交通大学就“共建智慧健康与人因设计 AI 大模型”；2025 年 3 月，公司携手上海交通大学与阿里云联合启动“DeepHealth”智慧健康 AI 大模型。搭载“DeepHealth”大模型的 RT8900AI（2025 款）按摩椅充分展示了产品卓越的智能交互能力。2) 2025 年公司推出第一代单机械手臂理疗机器人，未来将发展双机械手臂产品。产品的开发受益于 AI+具身智能技术快速发展以及开发成本大幅下降。该产品占地面积小，拟人手的按摩方式相比按摩椅可以适应更多的场景。我们预计，按摩椅和理疗机器人各具特色、互为补充，将共同推动家庭智能健康设备渗透率提升。
- 拥抱未来，加快探索智能健康领域：**1) 2024 年公司与佛吉亚合作开发智能驾舱舒适系统，汽车按摩椅机芯已经进入车型适配阶段，预计六月份完成车规生产线的验收认证。2) 2025 年 4 月，荣泰与神经科技领域创新先锋傲意科技共建“脑机交互联合实验室”，共同推进脑机融合技术和仿生机械手在智能健康领域的应用。未来按摩椅将集成机器人机械臂与灵巧手技术，突破传统按摩椅的限制，实现人体全身穴位的精准触达。3) 2025 年 5 月，荣泰与智元新创达成合作，合作聚焦人工智能与健康电器的深度融合，涵盖智能导购、康养陪护、按摩机器人等多个创新应用场景。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.0/2.4/2.9 亿元，2024-2027 CAGR 14.2%；EPS 分别为 1.12/1.33/1.61 元。当前可比公司 2025 年平均 PE 为 63 倍，公司股价对应 PE 为 24 倍，相对较低。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- 风险提示：**新业务拓展不及预期的风险；美国关税政策不确定性的风险；市场竞争的风险。

荣泰健康（股票代码：603579）

推荐 首次评级

分析师

何伟

☎：021-20257811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

赵良毕

✉：zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

刘立思

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

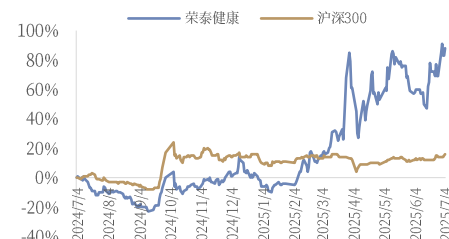
市场数据

2025 年 07 月 04 日

股票代码	603579
A 股收盘价(元)	27.67
上证指数	3,472.32
总股本(万股)	17,740
实际流通 A 股(万股)	17,740
流通 A 股市值(亿元)	49

相对沪深 300 表现图

2025 年 07 月 04 日



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

主要财务指标预测（收盘价为 2025.7.3）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,597	1,642	1,887	2,180
收入增长率（%）	-13.9%	2.9%	14.9%	15.5%
归母净利润（百万元）	192	198	236	286
利润增速（%）	-5.3%	3.1%	19.2%	21.2%
摊薄 EPS（元）	1.08	1.12	1.33	1.61
PE	24.93	24.19	20.29	16.73

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

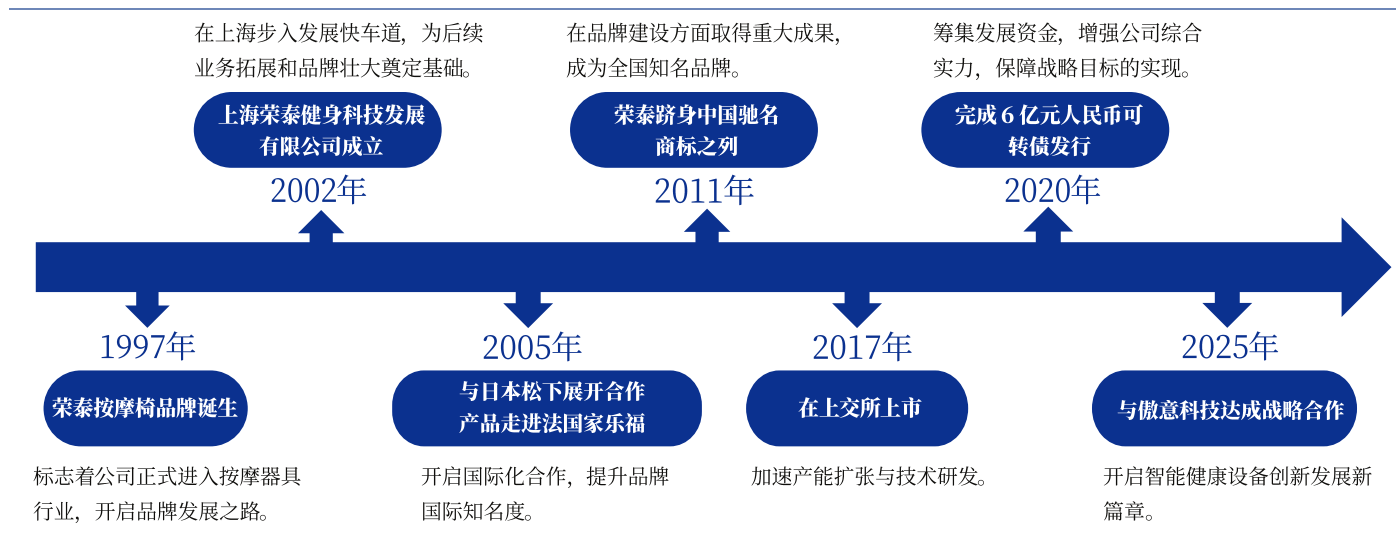
一、 荣泰健康：按摩椅龙头拥抱新技术周期	4
（一） 深耕按摩椅二十八载，积极探索第二成长曲线	4
（二） 当前按摩椅贡献主要收入	4
（三） 公司重视股东回报	7
二、 主业按摩椅，产品力行业领先	9
（一） 22 年以来按摩椅需求下滑，公司产品毛利率保持上升	9
（二） 中企龙头布局全球化供应链，竞争优势显著	10
（三） 国内按摩椅龙头对比	11
三、 探索智能健康与理疗机器人领域	14
（一） 银发经济催生智能健康市场需求	14
（二） AI+具身智能技术渗透，移动底盘+机械手臂是家庭服务类机器人方向	17
（三） 引入 AIGC 改造按摩椅，用具身智能技术开发理疗机器人	20
四、 进入智能驾舱的舒适系统供应链	24
（一） 新能源车渗透率快速提升中	24
（二） 增强美观和舒适性是新能源车的重要发展方向	24
五、 盈利预测及估值	27
（一） 盈利预测	27
（二） 杜邦分析	27
（三） 相对估值：股价合理区间在 35.68~37.91 元	28
（四） 绝对估值：股价合理区间在 34.87~38.04 元	29
六、 风险提示	30

一、荣泰健康：按摩椅龙头拥抱新技术周期

（一）深耕按摩椅二十八载，积极探索第二成长曲线

当前主业按摩椅：公司是国内按摩椅龙头企业，品牌创立于1997年，2017年公司于上交所上市。公司长期专注按摩椅、按摩器等健康产品的研发、生产与销售，以智能按摩技术为核心，覆盖家用、共享、专业康复等场景，已构建了覆盖中高端的“荣泰”以及中低端的“摩摩哒”品牌矩阵。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

家庭智能健康与理疗机器人开发先锋。随着中国人群老龄化，家庭智能健康领域继续开发更加智能化的产品。AI+具身智能技术的渗透开始明显影响市场产品开发。公司加快进入步伐，积极探索第二成长曲线。一方面，公司引入AIGC改造按摩椅，用具身智能技术开发理疗机器人，进入智能驾舱的舒适系统市场；另一方面，2025年公司同傲意科技、智元新创达成战略合作，共同开发智能健康领域。

（二）当前按摩椅贡献主要收入

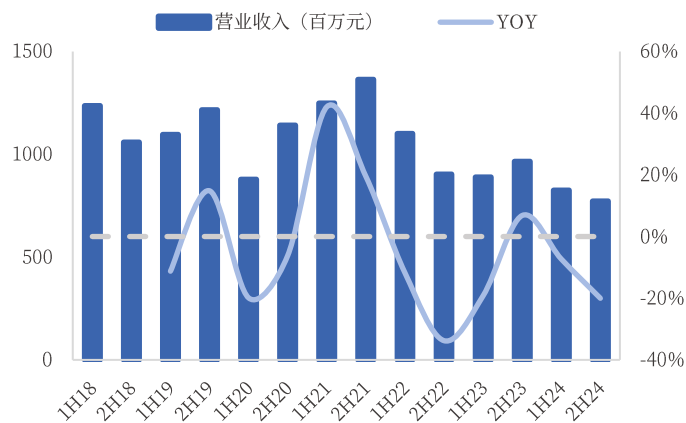
2024年公司实现营业收入15.97亿元，同比-13.9%；其中H1/H2分别实现营业收入8.25/7.72亿元，分别同比-7.3%/-20.0%。2025Q1公司实现营业收入3.95亿元，同比-1.4%。

图2：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司营业收入及同比增速（半年度）



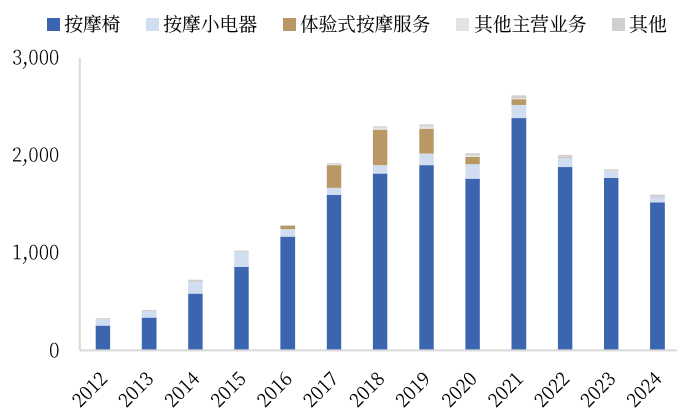
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分产品来看，按摩椅贡献主要收入，2022年以来市场下滑影响公司收入表现。2024年公司按摩椅产品实现收入15.18亿元，同比-14.1%，占公司总营收的95.1%，是公司第一大收入来源；按摩小电器实现收入0.51亿元，同比-28.6%；体验式按摩服务实现收入0.05亿元，同比+0.8%。

过去10年的按摩椅发展过程中，按摩椅按摩机芯经历了从2D、3D、4D的技术升级，产品升级带动过一段时间的消费升级；也经历过共享按摩椅商业模式大规模教育消费者的周期。疫情开始，2020-2021年市场需求出现过阶段性爆发，且线上性价比产品占比快速提升。对应的，公司2021年实现20亿元营业收入，创下历史高峰。

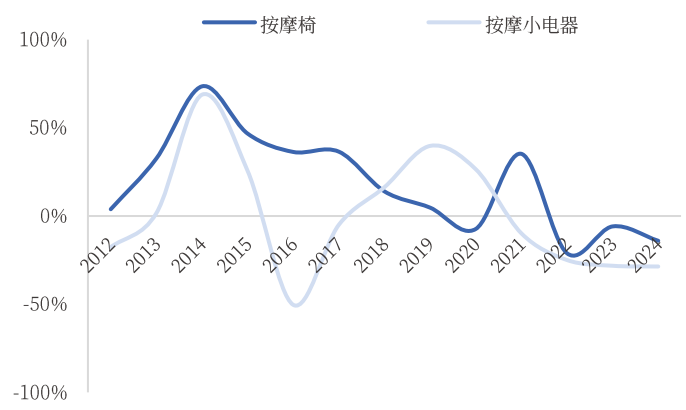
2022年按摩椅市场开始下滑，作为价格偏高的可选品受购买力影响；此外，线上低价劣质按摩椅消费者体验差，导致消费口碑不佳。对应的，公司2022-2024年营业收入呈现下滑态势。

图4：公司营业收入按产品拆分（百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司部分产品营业收入YOY



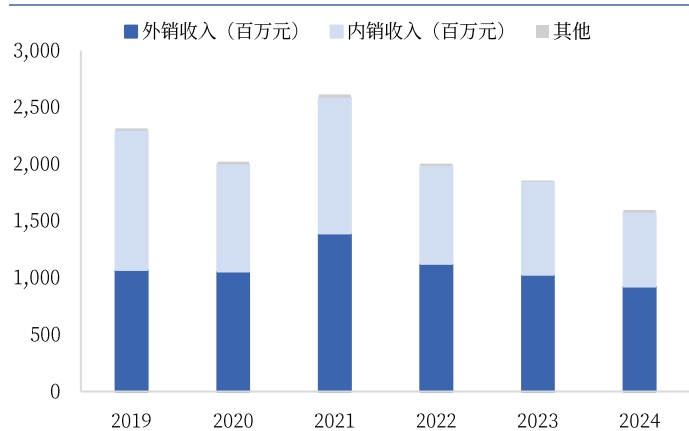
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分区域来看，公司业务模式在国内外各具特色，25Q1国内、韩国主力市场较好恢复。

1) 国内市场：公司以自有品牌经营为主，并为个别企业提供ODM代工，已构建起“荣泰”+“摩摩哒”的自有品牌矩阵，其中“荣泰”品牌专注中高端按摩椅，“摩摩哒”品牌则针对入门级中低端价位产品。渠道方面，公司打造立体营销渠道，在全国拥有近千家线下门店，线上在天猫、京东、苏宁易购、米家、抖音等主流电商平台均设有店铺。产品方面，国内市场公司以按摩椅销售为主，共享模式业务收入占比已很低。2024年公司国内实现收入6.52亿元，同比-20.2%，消费动

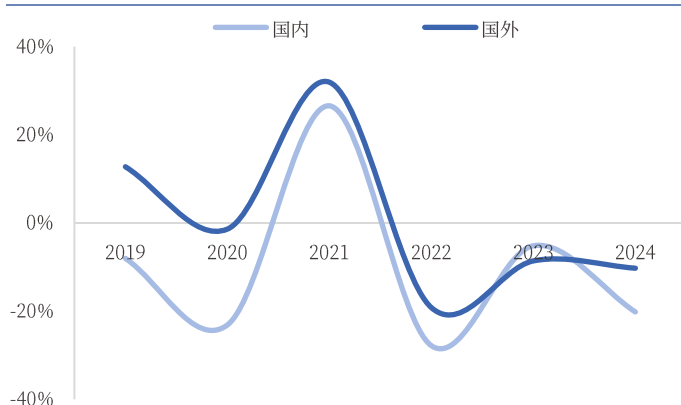
力仍显不足。从销售产品的结构看，国内销售台数下降不多，但收入下降较大，主要因低客价产品占比增加。2025Q1 公司国内市场收入同比增长 8% 左右，实现较好恢复。

图6：公司营业收入按区域拆分



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：公司国内外营业收入 YOY

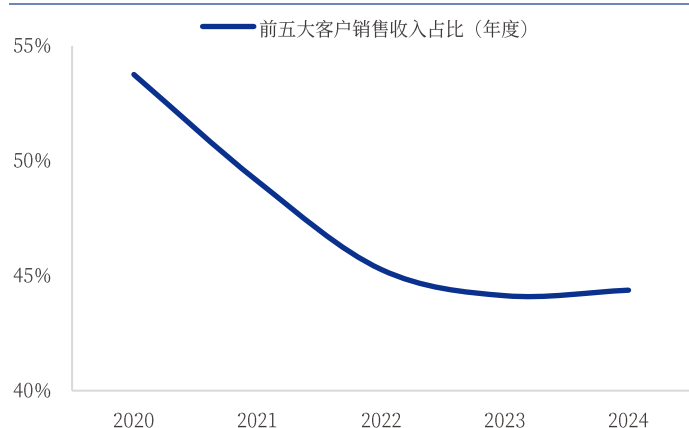


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2) 国外市场：公司主要采用 ODM 和 OEM 模式，利用自身在研发设计、生产管理和成本控制等方面的优势，与国外品牌商合作。同时通过亚马逊等电商平台销售自有品牌产品，提升海外市场份额。公司构建了韩日、北美、东南亚、欧洲四大海外区域中心，战略目标是努力实现韩国市场稳中有升、拓展和增加北美客户与渠道、开发东南亚和欧洲的潜力市场。2024 年公司国外实现收入 9.23 亿元，同比-10.3%，主要原因是全球市场需求不振，公司主要客户订单数量下降，各区域市场表现不一。具体来看，

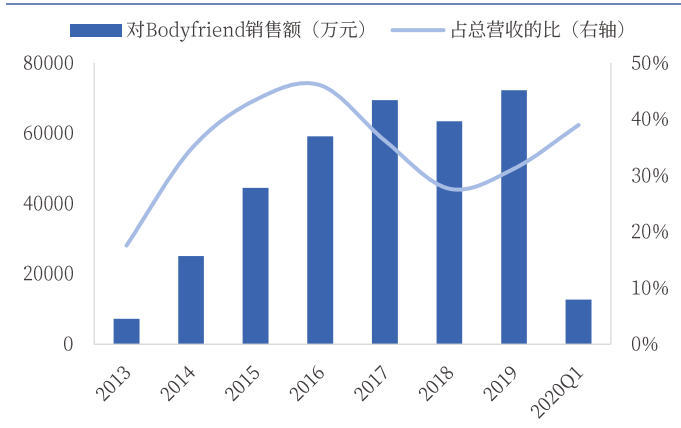
韩国市场：韩国是公司海外的主力市场，公司长期是韩国按摩椅龙头 Bodyfriend 最大的供应商。2024 年因新产品上市时间滞后等因素，韩国收入同比下降，为 4+亿元，占公司总收入的 28% 左右。2025Q1 韩国市场收入同比增长约 25%，预计全年有望实现双位数增长的反弹。

图8：公司前五大客户销售收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图9：公司对韩国 Bodyfriend 销售额及占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

美国市场：公司通过经销商销售自主品牌为主。2024 年美国市场收入占公司总收入的 15% 左右，客户有增有减，整体同比小幅下降。产品结构方面受消费降级趋势影响，高端产品线表现相对疲软。2025Q1 美国市场收入仍然呈现同比下滑，主要原因是 2024Q4 美国补库存导致年底有部分存货；客户判断关税影响较小且可能延迟至下半年实施；客户担心美国经济疲软对高端产品销售产

生不利影响等，使得订单出现延迟交付，影响了 2025Q1 美国区域的业绩。未来美国关税政策风险是公司经营短期面临的不确定性之一，公司供应链需要国际化布局。

东南亚市场：公司主要客户群体分布在越南、泰国、马来西亚等国家，拥有坚实的客户基础，公司以代工生产为主。得益于东南亚市场良好的按摩椅消费习惯，在按摩椅消费上表现较为活跃。2024 年公司东南亚市场业务表现总体平稳。未来受益于公司泰国工厂的投产（预计 2025 年年底投产），公司服务东南亚客户的能力将进一步增强，有利于深化公司在东南亚的布局。

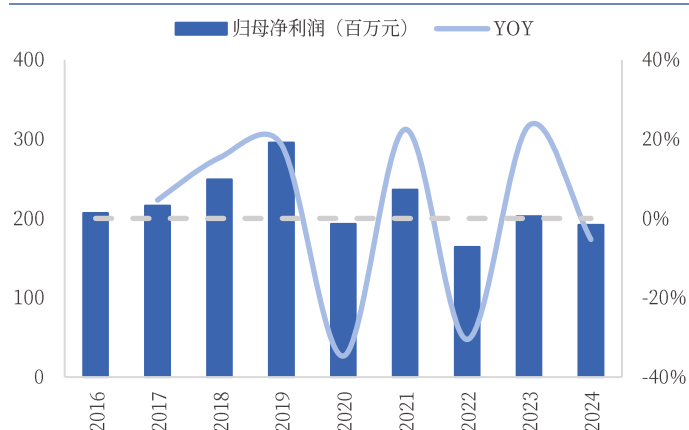
欧洲市场：2024 年公司欧洲市场稳中有增，俄罗斯市场增长放缓；亚马逊跨境电商业务 2024 年同比增长 60%，在欧洲逐步探索出一条品牌出海之路。

（三）公司重视股东回报

2024 年公司归母净利润 1.92 亿元，同比-5.3%，业绩小幅下滑，主要原因是市场需求疲软以及竞争加剧；其中 H1/H2 归母净利润分别为 1.11/0.81 亿元，同比+6.1%/-17.6%。

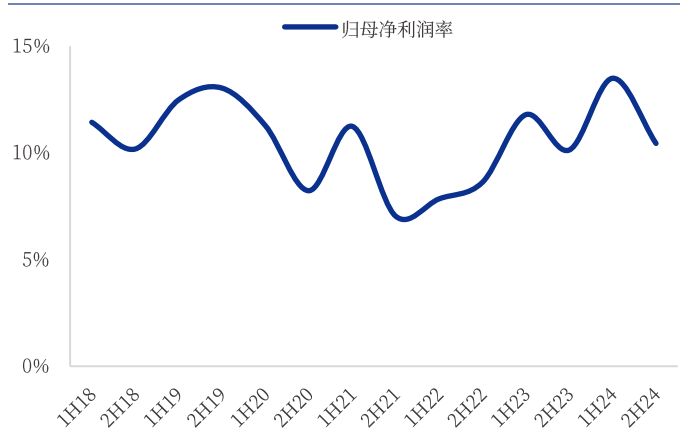
2024 年公司毛利率为 31.7%，同比+0.9pct，主要受益于外汇和降本增效。公司毛利率主要受产品结构、销售渠道、以及汇率的影响，在原材料价格稳定的情况下，波动较小。内销毛利率通常高于外销，电商零售渠道毛利率通常较高。

图10：公司归母净利润及同比增速



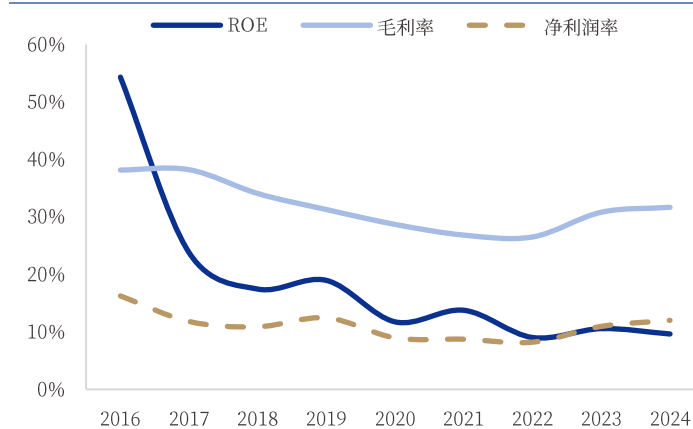
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：公司归母净利率（半年度）



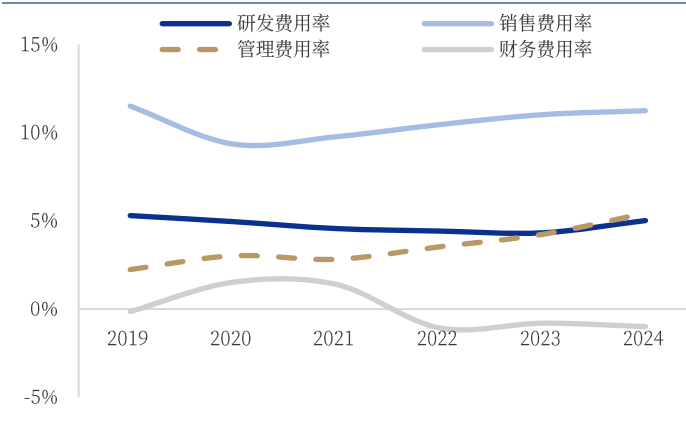
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：公司 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

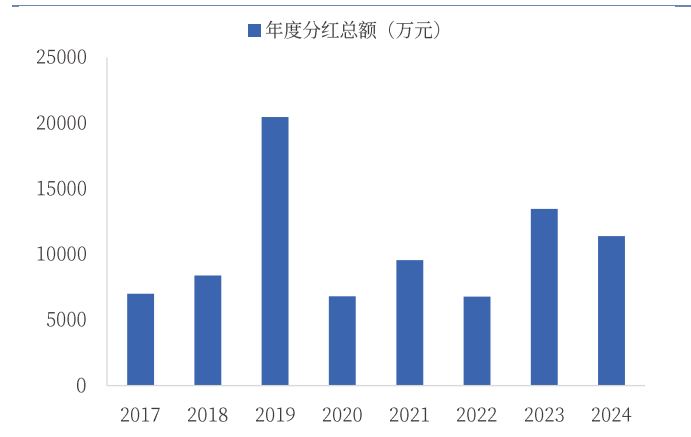
图13：公司研发费用、销售费用、管理费用、财务费用率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

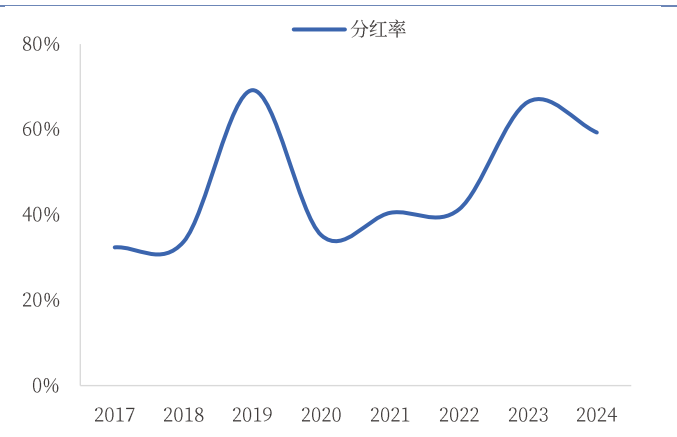
公司重视股东回报，增强投资者信心。2024 年，公司年度现金分红总额为 1.14 亿元，分红率达 59.3%。2025 年 4 月，公司发布 2025 年“提质增效重回报”行动方案公告，计划在满足相关条件的情况下，2025 年分红率不低于 50%。未来在经营状况没有严重恶化的情况下，公司将继续执行现有的分红政策。

图14：公司年度分红总额



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图15：公司分红率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

公司于 2020 年 10 月 30 日公开发行 600 万张可转债，每张面值 100 元，发行总额 6 亿元，期限 6 年；于 2020 年 11 月 20 日起在上海证券交易所挂牌交易，简称“荣泰转债”，债券代码“113606”，信用评级 AA-。此次发行的“荣泰转债”自 2021 年 5 月 6 日进入转股期，初始转股价格为 33.32 元/股。后因实施利润分配方案、注销部分回购股份等原因，公司多次调整转股价格，自 2025 年 6 月 12 日起，“荣泰转债”最新转股价格为 23.07 元/股。

截至 2025 年 6 月 30 日，累计有 52.4 万元“荣泰转债”转换为公司普通股，累计转股数量 20595 股，占转股前公司已发行股份总额的 0.0147%。若可转债剩余余额全部转股，对公司总股本的稀释比例约为 12.78%。

表1：“荣泰转债”基本资料

发行日期	2020 年 10 月 30 日	发行金额	6 亿元
到期日期	2026 年 10 月 30 日	转股起始日	2021 年 5 月 6 日
债券评级	AA-	回售起始日	2024 年 10 月 30 日
各期利息		0.5%；0.7%；1.0%；1.5%；2.5%；3.0%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、主业按摩椅，产品力行业领先

（一）22 年以来按摩椅需求下滑，公司产品毛利率保持上升

2024 年公司销售按摩椅 23 万台，同比-14.5%；实现收入 15.2 亿元，同比-14.1%；经计算每台销售均价约 6614 元，同比+0.5%。从产品结构来看，国内市场中端价格区间产品份额显著增加，高端产品市场份额有所收缩；国外市场产品低单价化趋势延续，超高端、高端型号占比逐年缩小。

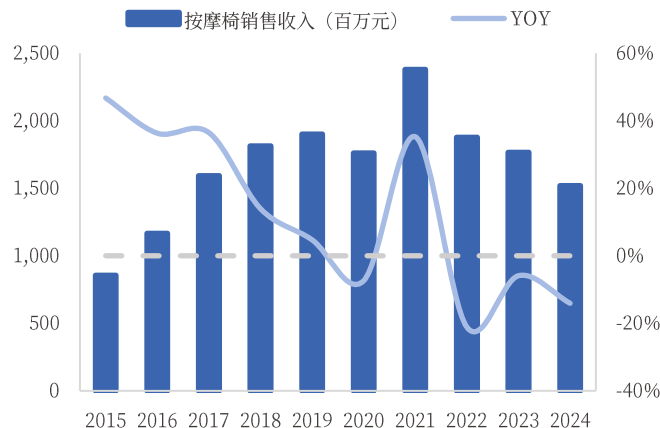
2024 年公司按摩椅产品毛利率为 32.1%，同比+0.94pct，自 2022 年以来保持上升趋势，主要受益于成本降低成本控制优化，包括生产运营效率提高、供应链管理优化、物流服务提升带来的成本摊薄。

图16：公司按摩椅产品销量及同比增速



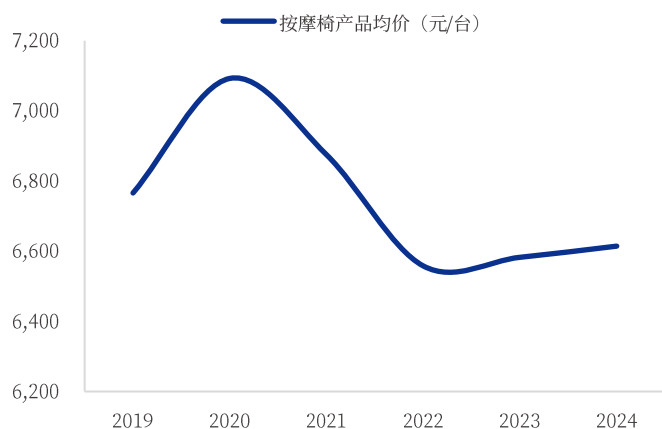
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图17：公司按摩椅产品收入及同比增速



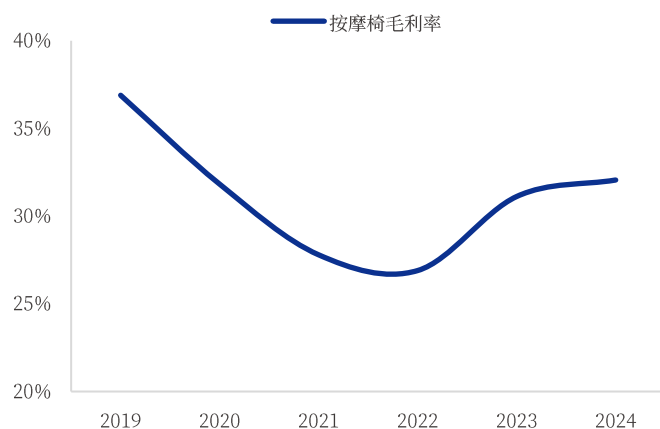
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图18：公司按摩椅产品均价



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图19：公司按摩椅产品毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

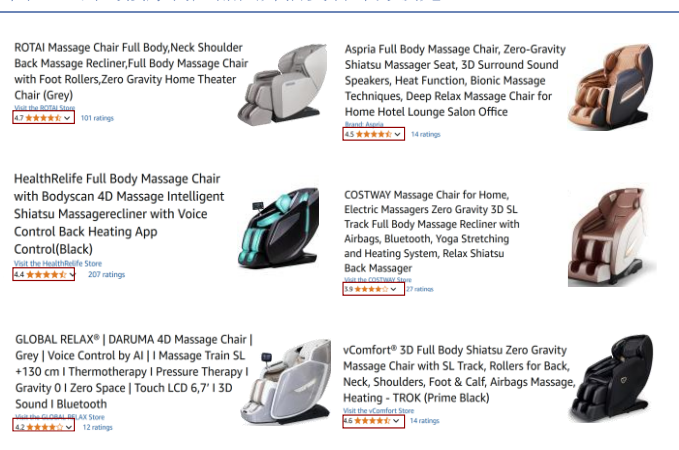
从消费者体验来看，消费者对荣泰按摩椅满意的点主要在于产品性能优越稳定、倾斜角度可调节、操作简单、对中老年人友好等；不满意的点主要在于按摩效果不及人工、占地面积大、局部位按摩不到等。目前公司在售按摩椅产品没有带灵巧手，未来通过与傲意科技的合作，在按摩椅上添加灵巧手或为产品升级方向之一，有利于增强产品在复杂环境下的适应性与操作性能，拓宽产品使用场景，并达到模拟人手的按摩效果，从而为消费者提供更优质的体验，解决当前产品部分痛点。

图20: 公司按摩椅产品国内消费者好评、差评关键词



资料来源：荣泰天猫官方旗舰店，中国银河证券研究院

图21: 公司按摩椅产品国外消费者评分领先



资料来源：Amazon，中国银河证券研究院

(二) 中企龙头布局全球化供应链，竞争优势显著

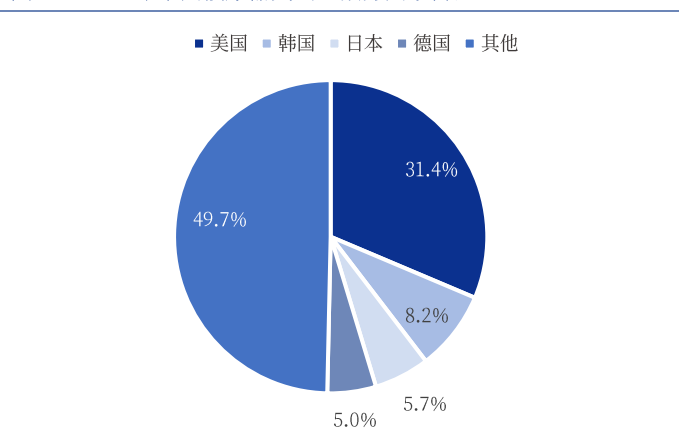
我国是全球按摩产品的主要生产基地，代工实力强劲，竞争优势突出。根据海关总署，2024年我国按摩器具（包括按摩床/椅、按摩器械、配件等）出口额达 47.2 亿美元，同比+4.4%，2016-2025年 CAGR 为 10.6%。从出口目的地来看，美国、韩国、日本是我国按摩器具出口前三大国家，2024年出口额占比分别为 31.4%、8.2%和 5.7%。

图22: 中国按摩器具出口额及同比增速



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图23: 2024 年中国按摩器具出口额分国家占比



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

韩国按摩椅龙头 Bodyfriend 长期是公司重要大客户。从我国按摩器具出口韩国的情况来看，出口量在近年有不同程度的增长，但出口均价呈现持续下跌，2024年我国对韩出口额 3.9 亿美元，同比基本持平。韩国本土按摩椅市场呈现持续扩容、市场集中度高的特点，同时消费者需求呈现出中低端化以及对智能化、功能多样化产品需求上升的趋势。

公司对美国出口占比不高，2024年占总收入的 15%左右，因此受关税政策影响相对较小。但世界政治与经济格局依旧动荡，未来美国关税政策的不确定性仍是公司经营短期风险之一。公司在海外设立生产基地，泰国工厂建设正按计划有序推进，预计 2025 年底投入使用。一方面，全球化供应

链的布局可以有效降低关税的潜在影响，避免与美国客户脱钩；另一方面，有利于增强公司供应链弹性，更好地服务东南亚本土市场，开拓新市场、新客户。

图24：中国按摩器具出口至韩国的出口额及同比增速



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图25：中国按摩器具出口至美国的出口额及同比增速



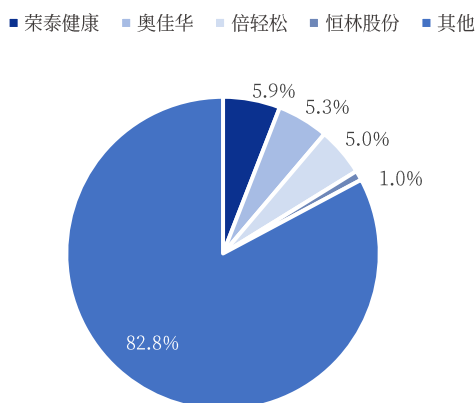
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

（三）国内按摩椅龙头对比

由于技术迭代和发展，奥佳华和荣泰健康逐渐产品力超过老牌 OSIM。当前在国内按摩椅市场上，奥佳华和荣泰健康、OSIM 是三大龙头。根据华经产业研究院，2022 年奥佳华、荣泰健康在我国按摩器（包括按摩椅和按摩小电器）市场上的市占率分别为 5.3% 和 5.9%，CR3 为 16.2%。奥佳华作为全球按摩椅出口龙头，多年在海外市占率居于首位，在高端按摩椅领域表现突出；荣泰健康连续多年蝉联各大电商平台销量冠军，产品远销多个国家和地区，其以高性价比、丰富按摩程序及精准适配人体工学的特点，深受消费者欢迎。

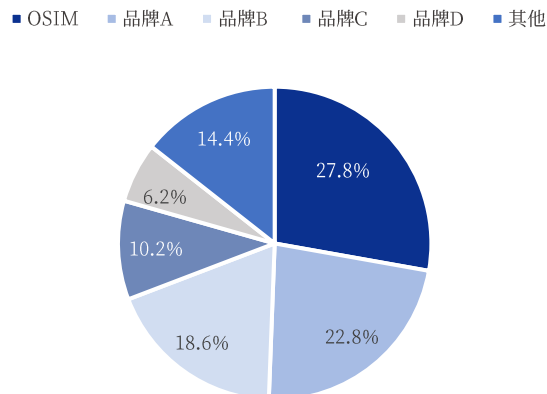
产品定位上，奥佳华主打高端智能按摩椅，产品覆盖高、中、低全价位段，兼顾全家健康需求；荣泰健康主品牌聚焦中高端市场，以专业中医按摩技术为核心，子品牌“摩摩哒”布局中低端市场（万元以下），主打年轻消费群体，目前规模较小。

图26：2022 年中国按摩器市场格局



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院（注：按摩器指按摩椅+按摩小电器）

图27：2021 年亚洲高端按摩椅市场格局

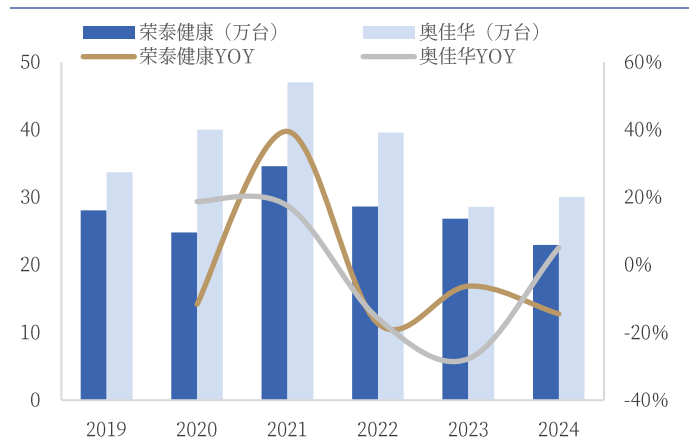


资料来源：V3 Group 招股书，灼识咨询，中国银河证券研究院（注：我们推测品牌 A-D 分别为奥佳华、荣泰、松下、Bodyfriend）

2024 年荣泰健康按摩椅产品实现收入 15.2 亿元，同比-14.1%，在营业总收入中占比 95.1%；销量为 23 万台，同比-14.5%；平均售价约 6614 元，同比+0.5%；毛利率为 32.1%，同比+1pct。

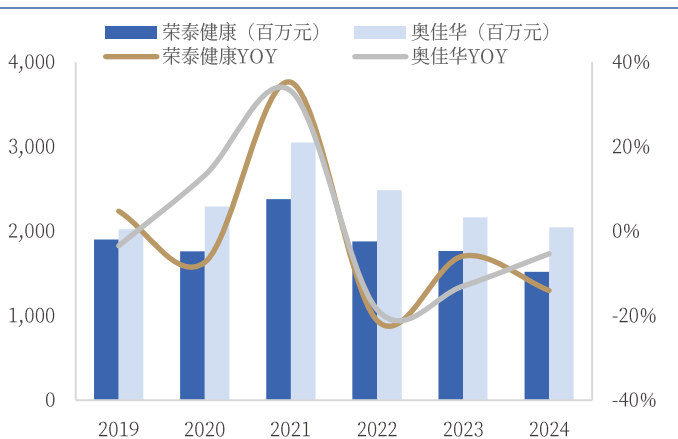
2024 年奥佳华按摩椅产品实现收入 20.5 亿元，同比-5.3%，在营业总收入中占比 42.3%；销量为 30 万台，同比+5.1%；平均售价约 6802 元，同比-10%；毛利率为 45.2%，同比-2.4pct。

图28：荣泰健康、奥佳华按摩椅产品销量及同比增速



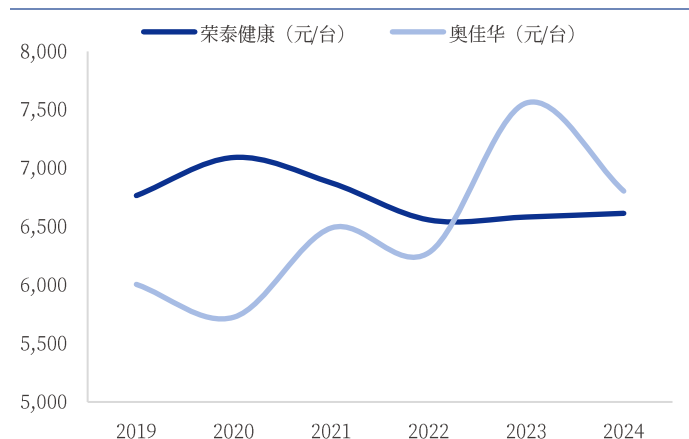
资料来源：荣泰健康、奥佳华公司公告，中国银河证券研究院

图29：荣泰健康、奥佳华按摩椅产品收入及同比增速



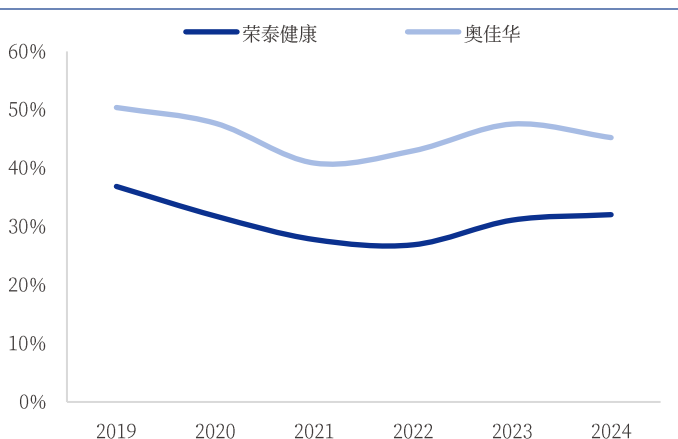
资料来源：荣泰健康、奥佳华公司公告，中国银河证券研究院

图30：荣泰健康、奥佳华按摩椅产品销售均价



资料来源：荣泰健康、奥佳华公司公告，中国银河证券研究院

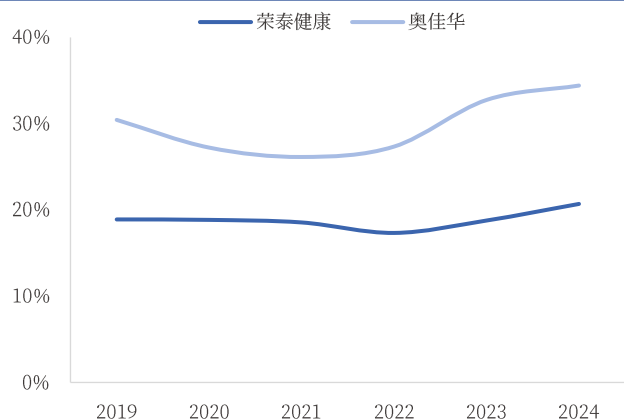
图31：荣泰健康、奥佳华按摩椅产品毛利率



资料来源：荣泰健康、奥佳华公司公告，中国银河证券研究院

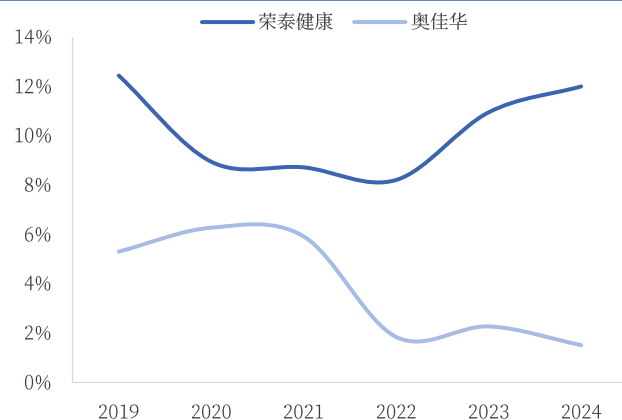
历年奥佳华按摩椅毛利率始终高于荣泰健康，原因或为两家产品定位上的不同，奥佳华主打中高端及高端市场，高端产品占比更高；而荣泰健康产品覆盖中低端到中高端，家庭实用型产品拉低整体毛利。但从净利率的角度来看，荣泰健康的销售净利率远高于奥佳华，原因是奥佳华的销售费用率和管理费用率更高，2024 年奥佳华销售费用率、管理费用率分别为 21.1%、8.2%，同期荣泰健康仅为 11.2%、5.4%。

图32：荣泰健康、奥佳华期间费用率



资料来源：荣泰健康、奥佳华公司公告，中国银河证券研究院

图33：荣泰健康、奥佳华销售净利率



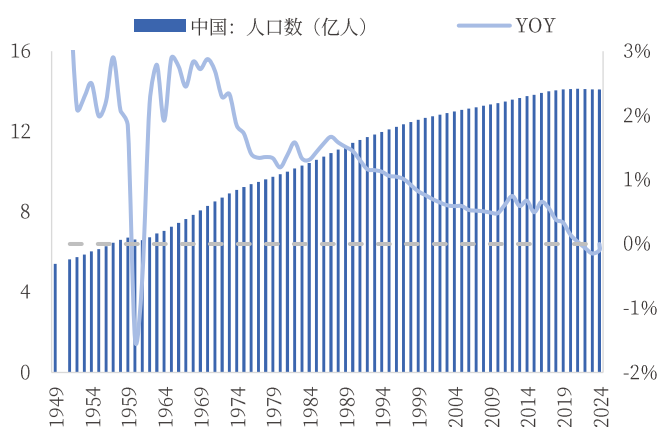
资料来源：荣泰健康、奥佳华公司公告，中国银河证券研究院

三、探索智能健康与理疗机器人领域

（一）银发经济催生智能健康市场需求

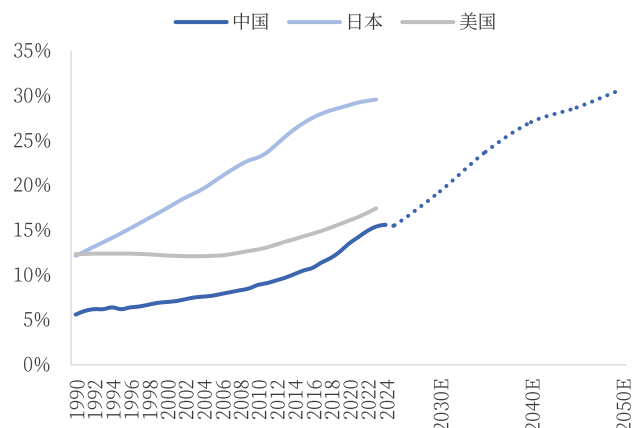
我国人口结构深度调整，老龄化进程显著加速。国家统计局数据显示，2024 年中国 65 岁及以上人口达 2.2 亿，占总人口的 15.6%。根据陈卫（2022）研究预测，至 2050 年中国 65 岁及以上人口占比或将达到 30%，与目前日本的老龄化程度相当。我国老年人口基数的持续扩大，促使养老服务及健康管理需求爆发式增长，为家庭智能健康产业提供广阔的市场空间。

图34：中国人口数及同比增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图35：中美日 65 岁及以上人口占比

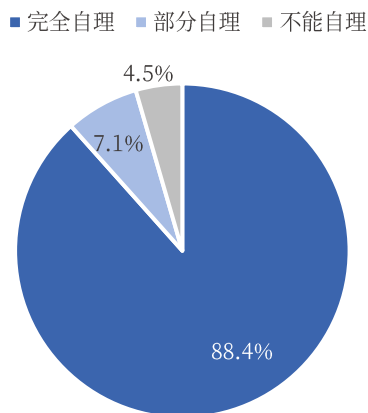


资料来源：国家统计局，世界银行，陈卫《中国人口负增长与老龄化趋势预测》，中国银河证券研究院

未来社会养老压力预计进一步加重，AI 与具身智能的发展为养老服务带来新契机。

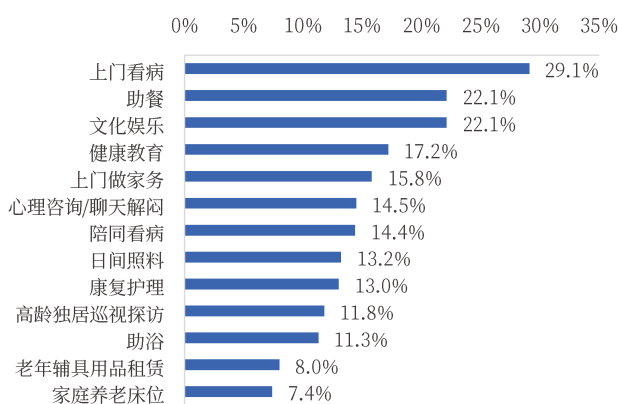
一方面，我国退休人员持续增加，我国基本养老保险的领取人数在 2024 年末已达 3.28 亿人，同比+4.2%，2012-2024 年 CAGR 为 4%；同时老年人对康养照看类的养老服务存在较强需求，2021 年我国有 11.6% 老年人不具备完全自理能力，但家人照护通常存在时间精力不足、照护专业能力不足等问题，而养老服务机构也存在床位紧张、护工储备不足等问题。

图36：2021 年我国有 11.6% 老年人不具备完全自理能力



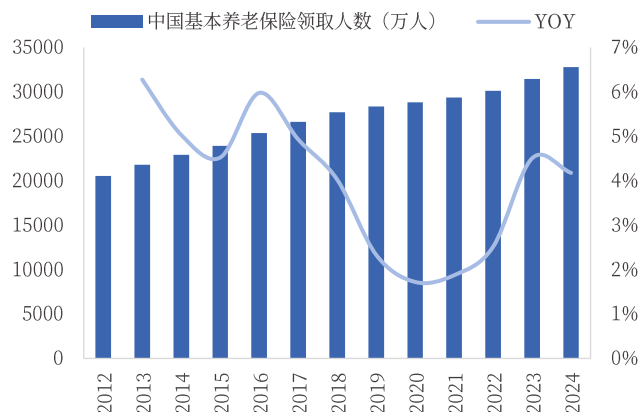
资料来源：民政部，中国银河证券研究院（注：老年人指 60 岁及以上人口）

图37：2021 年我国需要各类养老服务的老年人比例



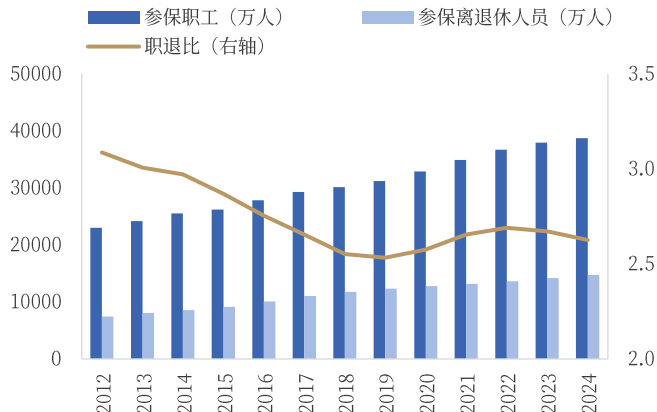
资料来源：民政部，中国银河证券研究院（注：老年人指 60 岁及以上人口）

图38：中国基本养老保险领取人数及同比增速



资料来源：人力资源和社会保障部，中国银河证券研究院（注：包含城镇职工基本养老保险+城乡居民基本养老保险，历年数据为当年年末数据）

图39：中国城镇职工基本养老保险职退比

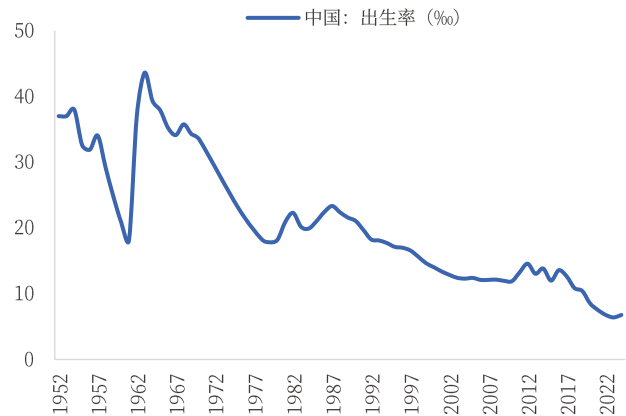


资料来源：人力资源和社会保障部，中国银河证券研究院（注：历年数据为当年年末数据）

另一方面，我国出生率呈现持续下行趋势，劳动人口的抚养负担加重。2023年我国65岁及以上老年人口抚养比为22.5%，根据陈卫（2022）研究预测，我国65岁及以上老年人口抚养比或将于2035年、2050年达到36.3%、53.5%（与目前日本老年人口抚养比水平相当）。

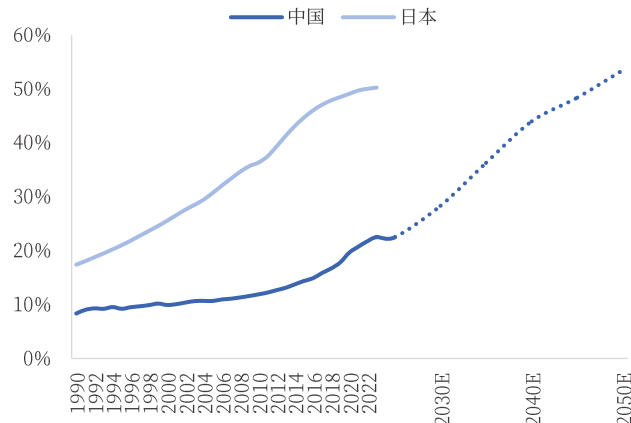
随着AI与具身智能技术的升级迭代，智能机器人或将成为养老服务的一个创新解决方案，有望在生活辅助类、健康监测类、康复理疗类、情感关爱类等多方面得到应用，满足老年群体的多元化需求。

图40：中国出生率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

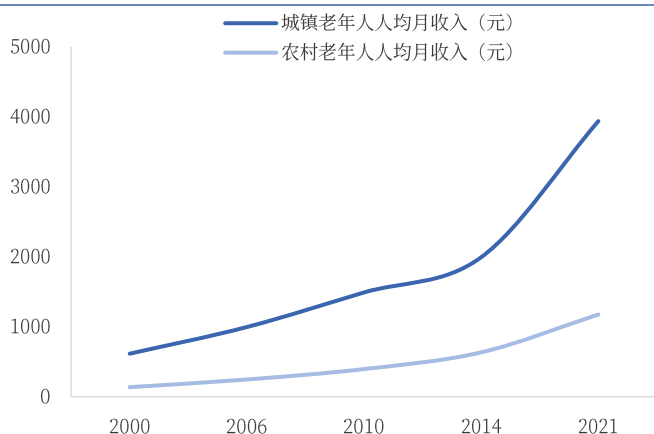
图41：中日65岁及以上老年人口抚养比



资料来源：国家统计局，世界银行，陈卫《中国人口负增长与老龄化趋势预测》，中国银河证券研究院（注：抚养比由“65岁及以上人口数/15-64岁劳动年龄人口数”计算得到）

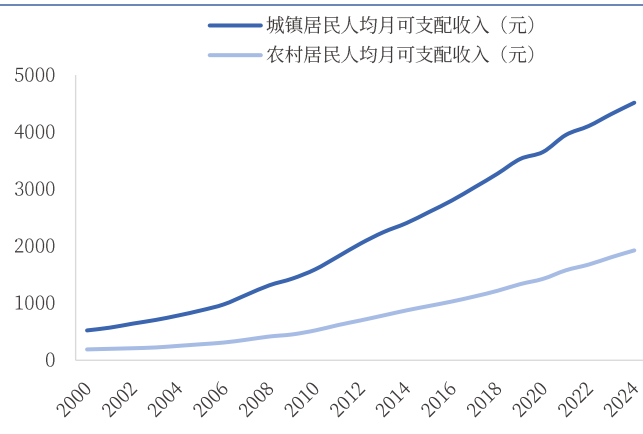
银发经济蓬勃发展，退休人员呈现出不逊于年轻人的消费力。我国退休人员保障体系不断完善，养老金待遇稳步提升，老年群体消费能力显著增强。我国从2005年开始对退休人员养老金每年持续上调，2025年养老金将迎来“21连涨”。根据民政部普查，我国老年人收入水平呈现持续上行趋势，2021年我国城镇、农村老年人人均月收入分别为3939元、1175元；而根据国家统计局，同期我国城镇、农村居民人均可支配收入分别为3951元、1577元，老年人与年轻人收入差距正在缩小。我们认为在老年群体消费力持续增强的背景下，当老年人基础生活需求被满足后，将更有意愿和能力投资于健康管理领域，成为家庭智能健康产品的核心消费驱动力。

图42：中国城乡老年人人均月收入



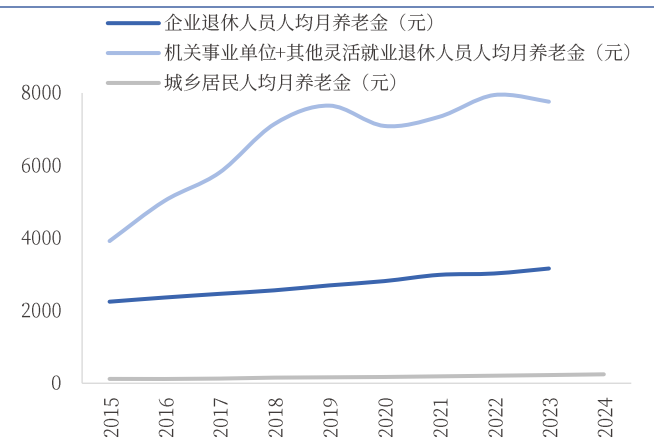
资料来源：民政部，中国银河证券研究院（注：老年人指 60 岁及以上人口）

图43：中国城乡居民人均月可支配收入



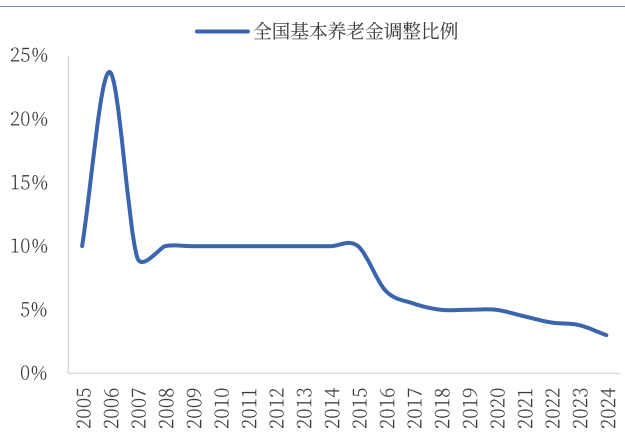
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院估算

图44：我国退休人员人均月养老金持续提升



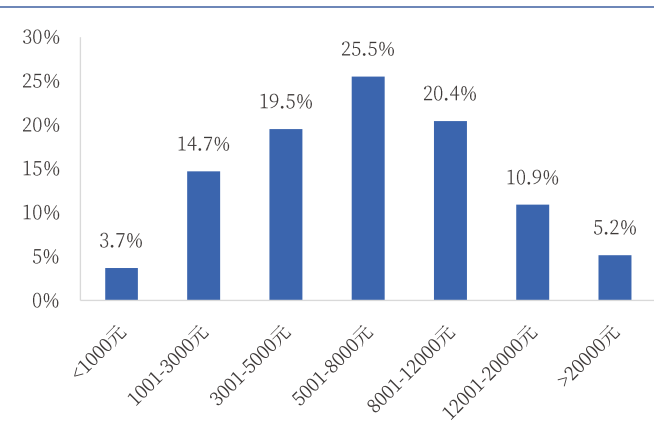
资料来源：人力资源和社会保障部，财政部，中国政府网，中国银河证券研究院估算（注：当年养老金领取人数用当年年末人数计算）

图45：我国从 2005 年开始对退休人员养老金每年持续上调



资料来源：人力资源和社会保障部，财政部，中国银河证券研究院

图46：中国银发经济消费者人均月可支配金额分布



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院（注：时间为 2024 年 6 月）

（二）AI+具身智能技术渗透，移动底盘+机械手臂是家庭服务类机器人方向

当前消费级机器人：自动化、数字化有余，AI+不足。随着具身智能的发展，部分家庭场景和社会服务场景开始使用一些简单的具身智能机器人来完成辅助性工作。然而，这些机器人往往缺乏机械手臂，限制了其应用场景的多样性。在已经成熟的工业应用场景中，机械手臂通常被固定用于自动化操作，而能够自由移动且具备有限具身智能的产品，大多缺乏机械臂。因此，在 AI 技术真正成熟之前，移动的机械手臂在复杂环境中的应用仍面临一定的风险。

在具身智能时代，我们对家务劳动的自动化解决方案有了更高的期待。以炒菜机器人为例，早期市场尝试推出单自由度的炒菜机器人，其解决方案类似于洗衣机，通过内置程序控制温度曲线和搅拌棒的转动。例如，九阳的炒菜机器人内置 108 道菜式，能够自动烹饪并控制搅拌棒翻炒。类似的产品还包括科沃斯和苏泊尔等品牌。高端产品则具备智能引导菜谱和称重投料等功能。这些设备在一定程度上实现了烹饪的高度自动化，但在炒前备菜和炒后清洁环节仍无法实现自动化，用户体验并不理想，导致消费者多以尝试为主。在二手交易平台闲鱼上，炒菜机的二手产品数量较多。

2015 年，英国创业公司 MoleyRobotics 开发了一款模拟人手臂的厨房机器人 Moley，该机器人使用 3D 捕捉技术，通过模仿厨师的动作进行学习。然而，由于具身智能技术的局限性，Moley 的成本偏高且效果一般，至今仍未实现商业化。MoleyRobotics 面临的两大难点分别是 AI 技术能力不足和高度仿生机械手臂带来的技术难度与成本提升。在此后的机械手臂家务劳动尝试中，其他方案普遍未采用仿生机械手臂。

图47：英国炒菜机器人 Moley



资料来源：新浪科技，中国银河证券研究院

移动底盘加机械手臂（未必需要仿生）是未来家庭服务机器人的技术路线之一。2021 年年初，三星在 CES 上展示了机器人保姆 BotHandy 的原型，该机器人通过摄像头和人工智能识别物体，能够满足取洗好的衣服、放洗碗机等家居需求。然而，家庭服务机器人要像家电一样普及仍需时间。以美的集团为例，其家庭服务机器人品牌 WISHUG 于 2022 年 6 月发布，被定位为家庭中控，核心功能包括 AI 管家、家庭助理、安全卫士和科技玩伴。但 WISHUG 目前不具备机械臂，应用场景还不够成熟。美的拥有领先的工业机械臂产业 KUKA，但创业公司 SkylineRobotics 将 KUKA 机械臂结合 AI，提供摩天大楼擦窗的机器人解决方案。

图48: 三星机器人保姆 BotHandy



资料来源: 梦泽科技网, 中国银河证券研究院

图49: 美的家庭服务机器人 WISHUG



资料来源: 美的官网, 中国银河证券研究院

消费者期望的厨房机器人应具备自动准备食材、学习菜谱、自动烹饪和自动清洁等功能。这有待于 AI 技术的进一步发展。在当前的具身智能技术水平下, 斯坦福大学团队开发的 MobileALOHA 是一个低成本、开源的双臂移动操作机器人系统, 旨在通过模仿学习和远程操作技术解决机器人在复杂任务中的应用问题。

图50: MobileALOHA 机器人



资料来源: 产品研究院网, 观察者网, 中国银河证券研究院

此外, 还有多个团队正在训练机器人学习家务劳动, 其背后的技术进步主要得益于 AI 技术的发展。例如, PhysicalIntelligence 团队正在训练机器人整理桌面、折叠衣物和清理桌子。

图51: PhysicalIntelligence 机器人



资料来源: PhysicalIntelligence 官网, 中国银河证券研究院

谷歌在 2023 年 3 月与研究团队合作开发了视觉语言模型 PaLM-E，并尝试将其应用于机器人控制。在厨房测试中，PaLM-E 控制下的机器人手臂能够完成打开抽屉、取出薯片并递给测试人员的指令。在测试过程中，机器人展现了较强的抗干扰能力，即使测试人员将薯片重新放回抽屉，机器人也能再次将其取出。实验表明，视觉语言模型应用于机器人控制后，在家庭使用场景中的体验大幅提升。

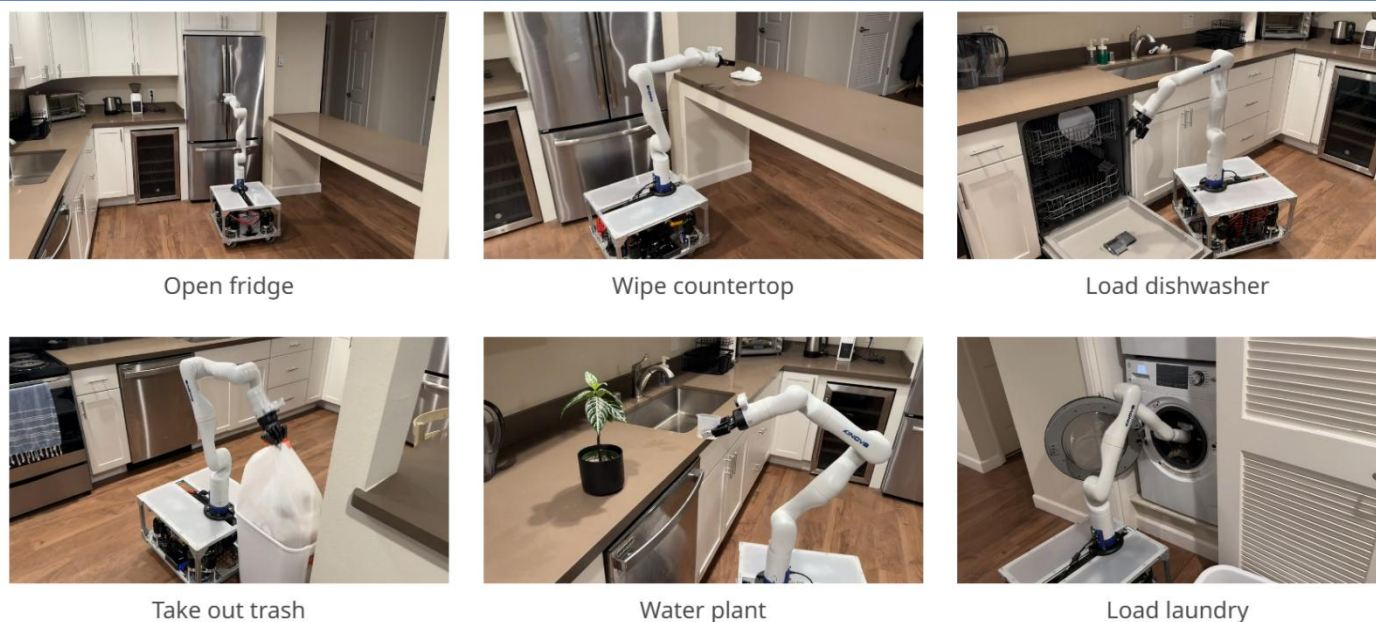
图52: PaLM-E 机器人



资料来源：谷歌，中国银河证券研究院

TidyBot++是一个用于机器人学习的开源移动机械手框架，支持任意的手臂硬件，可以在家庭中进行移动，通过数据模仿学习掌握家务劳动。

图53: TidyBot++机器人可以学习各种家务劳动



资料来源：tidybot，中国银河证券研究院

清洁类机器人是目前消费级机器人中较为成熟的品类，包括扫地机、割草机器人和泳池清洁机器人，其中割草机器人和泳池清洁机器人在欧美家庭中需求较高。扫地机作为最成熟的产品，近年来每年都在不断升级迭代，解决了全局规划、拖地、自清洁、越障等各类技术难点。

（三）引入 AIGC 改造按摩椅，用具身智能技术开发理疗机器人

公司持续通过投资并购、技术合作等方式，整合产业链优质资源，构建覆盖“核心部件-智能硬件-健康服务”的生态闭环，探索智能健康与理疗机器人领域。

1) 与傲意科技战略合作：2025 年 4 月 21 日，公司与傲意科技在上海举行战略合作签约仪式，宣布共建“脑机交互联合实验室”，推进脑机融合技术和仿生机械手在智能健康领域的应用。合作方傲意科技在神经信号传感器、神经信号的 AI 人工智能识别技术、人机神经接口技术等方面拥有深厚的技术积累，研发的仿生机械手技术处于国际领先地位，ROHand 灵巧手产品在医疗康复、工业自动化等领域均已应用。未来，荣泰按摩椅将集成机器人机械臂与灵巧手技术，突破传统按摩椅的限制，仿生机械手可自动切换中医推拿模式，实现人体全身穴位的精准触达，配合动态压力调节系统，使老年人享受零风险的深度理疗。此外，公司与傲意科技的合作首次将非侵入式脑机接口技术引入消费级健康产品，加速智能健康产品的创新突破。

2) 与智元新创战略合作：2025 年 5 月，公司与智元新创达成合作，聚焦人工智能与健康电器的深度融合，涵盖智能导购、康养陪护、按摩机器人等多个创新应用场景。

3) 入股恒驱电机：2025 年 6 月，公司投资 5000 万元入股恒驱电机，深化智能健康产业核心部件布局。合作方恒驱电机深耕无刷电机领域，产品广泛应用于汽车、机器人、低空无人机、医疗康复及智能家居领域，与公司高端按摩椅、车用按摩座椅，健康理疗机器人对驱动系统的严苛需求高度契合。未来公司有望借助恒驱电机的技术优势，升级智能按摩器具，提升降噪表现，优化机械手触控反馈；并有望共同开发适用于健康理疗的智能驱动模块，拓展健康机器人市场。

4) 联合推出“DeepHealth”智慧健康 AI 大模型：2025 年 3 月 1 日，公司携手上海交通大学与阿里云，发布“DeepHealth”智慧健康 AI 大模型，切入 AI 医疗赛道。该模型包含 3000 万级健康数据样本的知识库，可实现对用户体征数据、生活习惯的智能化解析。公司 2025 年 6 月推出的市场终端高端机型已全面应用该技术，并计划 2025H2 将此技术进一步扩展至海外出口型号。

图54：傲意科技 ROHand 灵巧手



资料来源：傲意科技官网，中国银河证券研究院

图55：恒驱电机典型应用



资料来源：荣泰健康公众号，中国银河证券研究院

目前公司已有两款重磅新品推出，按摩椅和理疗机器人各具特色、互为补充，将共同推动家庭智能健康设备渗透率提升。

1)按摩椅:2025年3月,公司推出搭载“DeepHealth”智慧健康 AI 大模型的旗舰产品 RT8900AI (2025 款)按摩椅。该产品整合了三大核心能力:(1)基于百万级中医推拿知识图谱的智能诊断系统,动态调整按摩方案与健康建议,成为用户的私人健康顾问;(2)支持 42 种方言识别的自然交互界面,精准识别并执行用户指令;(3)可自主学习用户偏好的自适应算法,使产品能不断自我优化,无论是用户意图预测、主动关怀,还是智能预检、云端维护,都为产品的持续升级与迭代预留了充足空间。

2)理疗机器人:2025年3月,公司推出第一代单机械手臂轻量化理疗机器人。该产品占地面积小,并通过多模态智能交互系统与微米级 AI 视觉力控技术,配合 9 轴高灵敏传感器,可实时捕捉用户 42 项生理指标,同步生成 3D 健康画像,可精准定位人体经络穴位,模拟专业按摩师手法,以适应更多的家庭场景。

图56: 公司发布 RT8900AI (2025 款)按摩机器人新品



资料来源:荣泰健康公众号,中国银河证券研究院

图57: 公司发布理疗机器人新品



资料来源:荣泰健康公众号,中国银河证券研究院

目前市面上理疗机器人包含按摩、艾灸、超声波、冲击波等多种细分功能品类,技术持续更新迭代中,并已呈现出智能化发展的趋势。根据高工机器人统计,遨博智能、越疆机器人、节卡机器人、法奥机器人、珞石机器人、睿尔曼智能、非夕科技、艾利特机器人等众多协作机器人厂商有开发理疗机器人产品,其中商业化起量较快的包括遨博智能(2024 年理疗机器人出货量约 1500 台)、法奥机器人(2024 年康养类机器人出货量约 1000 台)等;另外,昊志机电、柯力传感、宇立仪器等零部件企业也在加速布局医疗健康赛道。目前市面上已经推出的理疗机器人与荣泰健康的理疗机器人产品形式较为类似,通过六维力传感器满足机器人力控的需求,并结合 3D 视觉、AI 算法技术等实现人体穴位的精准识别。

图58：具身风暴 AI 理疗机器人



资料来源：具身风暴机器人公众号，中国银河证券研究院

图59：网易伏羲智能理疗机器人 R1



资料来源：网易伏羲官网，中国银河证券研究院

我国新型康复辅具市场有望快速增长，公司或充分受益政策支持。根据观研天下预测，至 2032 年我国新型康复辅具市场规模有望超 34 亿元，市场规模将扩大十倍。政策层面，近年国家和地方多次出台相关文件支持康复辅具产业发展。2025 年 5 月，上海市发展和改革委员会等多部门印发《上海市加快推进康复辅助器具产业发展三年行动方案（2025—2027 年）》，其中脑机接口、康复机器人、康复辅助器具成为重点方向。作为位于上海、并持续探索智能健康与理疗机器人领域的企业，荣泰健康有望充分受益于政策支持。

表2：近年国家和地方多次出台文件支持康复辅助器具产业发展

时间	事件	意义
2014.6	民政部发布《中国康复辅助器具目录》	我国首次发布国家层面的康复辅助器具目录，填补康复辅助器具业空白
2016.10	国务院印发《关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》	对我国康复辅助器具产业的发展作出全面部署
2021.3	十三届全国人大通过“十四五”规划和 2035 年远景目标规划纲要	指出要提高康复辅助器具适配率
2021.5	民政部、国家发改委印发《“十四五”民政事业发展规划》	首次设立“提高康复辅助器具助老助残能力”专节和“康复辅助器具产业发展工程”专栏
2021.7	国务院印发《“十四五”残疾人保障和发展规划》	强调要加快发展康复辅助器具服务，开展康复辅助器具产业国家综合创新试点
2021.12	国务院印发《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	提出要发展健康促进类康复辅助器具，发展嵌入式康复辅助器具销售和租赁网
2023.11	民政部组织修订《中国康复辅助器具目录（2023 年版）》	增加 551 个品名举例产品，极大地丰富了康复辅具的产品种类
2025.4	广东省残疾人联合会等 21 个单位联合印发《关于支持康复辅助器具产业高质量发展的若干措施》	提出要重点推进符合条件的康复辅助器具产品在残疾人康复机构、养老机构、医疗机构等应用场景的全覆盖，拓宽“康复辅助器具+”应用场景
2025.5	上海市发展和改革委员会等多部门印发《上海市加快推进康复辅助器具产业发展三年行动方案（2025—2027 年）》	提到“支持人工智能、智能传感、信息通信、脑机接口等技术在康复辅助器具领域集成应用研究”，是地方政府首次发布关于“康养辅具+脑机接口+机器人+人工智能”相关政策

资料来源：民政部，中国政府网，上海市人民政府，中国残疾人协会，观研天下，中国银河证券研究院

图60：上海发布“康养辅具+脑机接口+机器人+人工智能”支持政策

2025年5月20日

(此件主动公开)

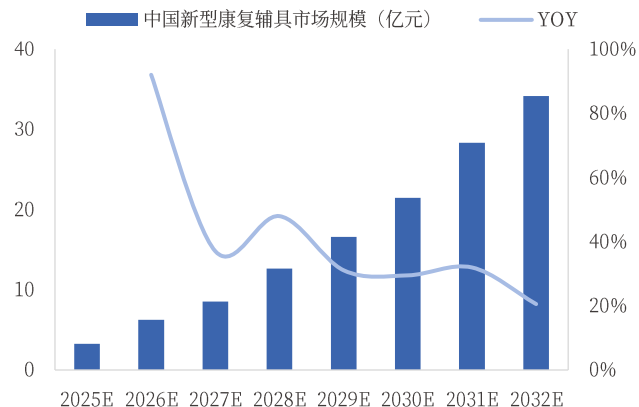
上海市加快推进康复辅助器具产业发展

三年行动方案（2025—2027年）

为贯彻落实《上海市人民政府关于加快本市康复辅助器具产业发展的实施意见》（沪府规〔2022〕10号）、《上海市推进养老科技创新发展行动方案（2024—2027年）》（沪府办发〔2024〕8号）、《上海市推动银发经济高质量发展若干政策措施》（沪府办发〔2024〕23号），更好满足我市老年人、残疾人、伤病人多层次、多样化的需求，加快推进我市康复辅助器具产业聚焦高端化、智能化、绿色化高质量发展，到2027年基本建成国内领先、国际一流的康复辅助器具产业创新发展高地和消费服务高地，现制定本行动方案，主要任务如下：

资料来源：上海市人民政府，中国银河证券研究院

图61：2025-2032 年中国新型康复辅具市场规模预测



资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

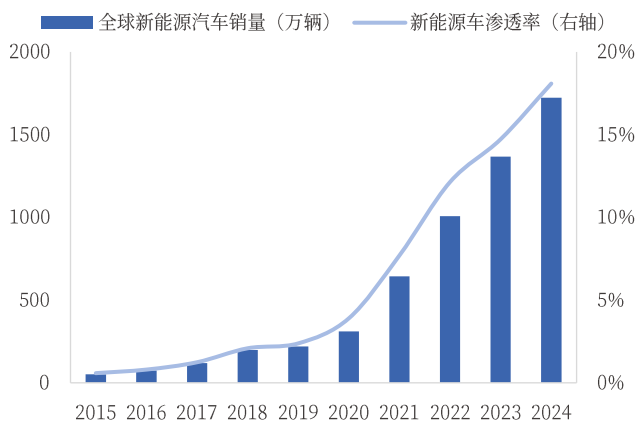
四、进入智能驾舱的舒适系统供应链

（一）新能源车渗透率快速提升中

新能源车渗透率正处于快速提升阶段。根据 CleanTechnica、国际汽车制造协会数据，2024 年全球新能源汽车销量达 1724 万辆，测算渗透率约为 18.1%，同比+3.4pct，处于快速提升通道中。我国乘用车市场新能源渗透率同样呈现加速提升趋势，根据中国汽车工业协会数据，2024 年我国新能源乘用车销量达 1228 万辆，在乘用车中的渗透率为 44.6%，同比+10pct；2025 年 1-5 月渗透率继续提升至 48.1%；预计 2025 年全年渗透率有望达 57.6%，其中国内渗透率有望超过 60%。

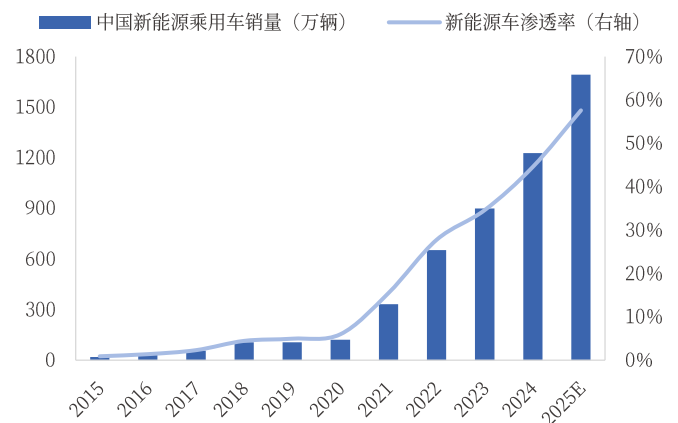
一方面，以旧换新政策补贴对新能源车高于燃油车，汽车下乡政策与购置税减免均只适用于新能源车，预计对新能源车销量形成更强支撑；另一方面，2024 年主营燃油车的合资/外资品牌渠道呈现大规模削减趋势。燃油车品牌在市场供给端的竞争力下滑趋势已不可逆，新能源产品的市场竞争力进一步提升。

图62：全球新能源车渗透率持续提升



资料来源：CleanTechnica，国际汽车制造协会，中国银河证券研究院

图63：预计 2025 年我国新能源车在乘用车中的渗透率同比+13pct



资料来源：中国汽车工业协会，中国银河证券研究院

（二）增强美观和舒适性是新能源车的重要发展方向

在国内新能源车竞争日益激烈的背景下，消费者的关注点不再仅满足于续航、电池安全性等技术参数，而开始关注车是否“好看”和“好用”，使得国内新能源汽车品牌开始集体“内卷”外部美观和内饰舒适性。

新能源车的外观设计已形成独特的审美语言。具体表现为（1）车身线条：流线型车身设计已经成为空气动力学与美学的融合，在降低风阻系数的同时，给人轻盈动态的视觉感受；（2）独特造型：例如特斯拉 Model X 使用鹰翼门设计等，提高产品辨识度；（3）车身色彩：目前市面上多数新能源车提供多种颜色选择，以满足消费者的个性化需求，例如小米 YU7 主推的“宝石绿”采用双层色漆工艺、增强光影流动效果；（4）车灯设计：新能源车的灯光设计已经成为品牌识别的关键要素，例如比亚迪的“龙抓痕”LED 灯组等。

提高内饰舒适性也是目前新能源汽车的重要发展方向之一。新能源汽车的内饰设计已经超越了传统的驾乘空间概念，逐渐演变为集舒适、娱乐、工作为一体的“第三生活空间”。车载冰箱、大尺寸娱乐屏幕、高级音响系统已经成为高端新能源汽车的标配。例如小米 YU7 创新的“天际屏”全

景显示系统非常引人注目，由 3 块 MiniLED 组成，形成 1.1m 超宽投影区域，取代了传统仪表盘，形成沉浸式驾驶界面，同时拥有多项趣味交互功能，提升便利性的同时也增强了娱乐性。

图64：小米 YU7 天际屏全景显示



资料来源：小米汽车官网，中国银河证券研究院

图65：小米 YU7 豪华音响系统



资料来源：小米汽车官网，中国银河证券研究院

按摩座椅是提升驾乘舒适性和体验感的关键。座椅安全技术、智能技术、新材料应用等领域不断创新，在未来座舱的布局设计、空间利用及提升消费者体验中发挥着重要作用。目前国内小米、比亚迪、理想等众多新能源车品牌纷纷推出标配或可选装按摩座椅的车型，功能通常覆盖 DIY 角度调节、多部位精准按摩、通风加热三个维度。而海外新能源汽车品牌，如特斯拉虽部分车型有座椅加热、通风功能，但尚未配置按摩功能。国内新能源汽车品牌集体“卷”内饰舒适性，反映出本土市场对出行体验感的重视度日益提升。未来座椅升级或成为汽车品牌差异化竞争与挖掘用户需求的新战场，并有望借助 AI 大模型和多维传感器进一步细化按摩点位，精准感知肌肉状态，实现个性化按摩等。

表3：按摩座椅已在众多新能源汽车品牌普及

品牌/型号	按摩座椅	按摩座椅功能	位置	价格
小米 YU7	零重力座椅	1 键躺倒+角度自定义，12-16 向电动调节（主驾 16 向，副驾 12 向） 10 点超大气袋按摩，6 种模式	主副驾可选装	9000/座 (限时免费)
比亚迪汉 LDM	按摩座椅	14 向座椅电动调节，电动腿托 - SPA 级 10 点式按摩 - 通风加热	主副驾标配	/
理想 MEGA	魔毯座椅	- 坐垫三档软硬可调，自动切换档位 - 十八点热石揉捏按摩 - 呼吸式座椅通风	主驾标配	/
理想 MEGA	准零重力皇后座	- 能加热电动一体式腿托，27.2°坐垫抬起，65°独立腿托，100°大仰角，12 向电动调节 - 十八点热石揉捏按摩 - 呼吸式座椅通风	副驾标配	/
ZEEKR009 光辉系列	超柔苯胺独立行政座椅	24 向座椅调节，12 区全躯支撑 20 个按摩点位 7 区石墨烯加热	后排两座标配	/

蔚来 ES7	按摩座椅	● 3 气袋腰部支撑 ● 加热、通风、按摩	主副驾标配	/
小鹏 P7+	全新云感舒适座椅	● 加热、通风、按摩	前后排标配	/
深蓝 L07	云感舒享双零重力座椅	● 12-16 向电动调节（主驾 16 向，副驾 12 向），120°悬浮躺平 ● 8 点分区手感按摩 ● 通风加热	主副驾标配	/
深蓝 S07	双零重力座椅	● 12-16 向电动调节（主驾 16 向，副驾 12 向），120°悬浮躺平，电动腿托 ● 8 点式按摩 ● 通风加热	主驾可选装	5999/座 (赠 12.3 英寸副驾智慧屏)

资料来源：各汽车品牌官网，中国银河证券研究院

公司积极开拓汽车按摩椅机芯业务，打造新增长极。2024 年公司专门投资成立全资子公司上海摩忻智能科技有限公司，重点开展汽车轻量化按摩机芯、汽车按摩椅、新能源汽车核心部件、智能家居设备等前沿领域的技术研发与智能制造，构建“人、车、椅”的生态互联体系，深化落实公司智能化转型战略布局、完善创新驱动发展体系。

2024 年公司与全球领先的零部件供应商佛吉亚达成战略合作，开发智能驾舱舒适系统。公司在汽车按摩椅方面已有多年的技术储备，目前经过近 3 年的研发，产品已基本成型。目前公司汽车按摩椅机芯已经进入车型适配阶段，预计 2025 年 6 月完成车规生产线的验收认证。业界首款 3D 真按摩机芯有望获得新的业务突破。

2025 年 4 月，荣泰摩忻与佛吉亚联合研发的 3D“禅境”座椅亮相上海车展，首次将专业按摩椅技术引入汽车座舱系统。目前产品已通过耐久、功能测试，并拥有全套整椅功能匹配解决方案，兼顾各项舒适功能需求，预计将于 2025 年年底 SOP 投放市场。产品的核心技术亮点在于：（1）独创的双球头连杆结构：在有限空间内复现真人按摩师“揉捏”、“敲击”、“抓握”等核心按摩技法，隐藏式按摩头在非工作状态下可完全收纳；（2）全机械结构座椅：按摩力度比气动按摩更强，运行噪声却能控制在 30dB 以内；（3）专利溃缩机构设计：通过严苛的汽车座椅安全标准，在极限工况下为乘员保驾护航。

图66：荣泰摩忻与佛吉亚联合研发的 3D“禅境”座椅



资料来源：荣泰健康公众号，中国银河证券研究院

图67：24 年 9 月荣泰摩忻携三款按摩椅亮相全球交通座椅峰会



资料来源：荣泰健康公众号，中国银河证券研究院

五、盈利预测及估值

（一）盈利预测

营业收入：我们预计 2025/2026/2027 年，公司国内收入分别同比+1%/+25%/+33%（预计理疗机器人、汽车按摩椅机芯业务 2026 年开始贡献增量），国外收入分别同比+4%/+8%/+1%。整体来看，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 16.4/18.9/21.8 亿元，分别同比+3%/+15%/+16%。

归母净利润：我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 2.0/2.4/2.9 亿元，分别同比+3%/+19%/+21%。

表4：公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,597	1,642	1,887	2,180
收入增长率（%）	-13.9%	2.9%	14.9%	15.5%
归母净利润（百万元）	192	198	236	286
利润增速（%）	-5.3%	3.1%	19.2%	21.2%
摊薄 EPS（元）	1.08	1.12	1.33	1.61
PE	24.93	24.19	20.29	16.73

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 7 月 3 日）

（二）杜邦分析

我们选取按摩器具行业 A 股上市公司奥佳华、德尔玛、倍轻松作为可比公司。荣泰健康 2024 年 ROE 为 9.6%，明显高于可比公司水平（同期奥佳华、德尔玛、倍轻松 ROE 分别为 1.4%、5.0%、2.6%）。拆分来看，公司归母净利率处于较高水平，主要源于较低的费用率；资产周转率偏低，2024 年为 0.4 次；权益系数相对偏高，2024 年为 1.8。

图68：2024 年可比公司杜邦分析

	ROE	=	归母净利率	×	资产周转率（次）	×	权益系数
荣泰健康	9.6%		12.0%		0.4		1.8
奥佳华	1.4%		1.5%		0.6		1.7
德尔玛	5.0%		4.0%		0.8		1.6
倍轻松	2.6%		0.9%		1.4		2.0
	毛利率		研发费用率		管理费用率		销售费用率
荣泰健康	31.7%		5.0%		5.4%		11.2%
奥佳华	36.0%		4.8%		8.2%		21.1%
德尔玛	30.6%		5.4%		4.4%		17.6%
倍轻松	60.6%		5.4%		5.9%		50.2%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

(三) 相对估值：股价合理区间在 35.68~37.91 元

考虑公司快速整合 AI+具身智能技术，加快探索智能健康领域，预计理疗机器人业务有望在 2026 年开始贡献增量，我们增加选取智能健康与理疗机器人行业 A 股上市公司麦迪科技、欧圣电气、新松机器人作为可比公司。

表5：可比公司业务对比

业务板块	公司名称	股票代码	相关业务方向	核心产品介绍
按摩器具	奥佳华	002614.SZ	保健按摩 (按摩椅、按摩小电器)	旗舰按摩椅 OG-9598 (AI 按摩机器人超感至臻版) 搭载行业首创的 5D 按摩机芯及公司最新的 AI 算法程序，凭借优异的产品力产品售价创行业新高，但仍受消费者喜欢；按摩小电器领域，品牌继续携手“LINEFRIENDS”、“唐妞驾到”等 IP 联名，推出了“牛角包”肩颈按摩仪、揉腹仪、DIY 泡泡沙发等年轻化时尚新品，产品体验广获消费者好评。
	德尔玛	301332.SZ	个护健康类产品	长柄臂式筋膜枪通过对筋膜枪形态结构的创新，拓宽使用场景，解决按摩部位局限的问题；三段式自动按摩盘技术开发项目模拟专业按摩师，实现推、揉捏、顶、按等多种手法按摩，深度刺激较低多个反射区和穴位，迅速松懈脚部酸痛。
	倍轻松	688793.SH	智能便携按摩器	公司持续发布涵盖头部、眼部、颈部、肩部、腰部、腿部、膝盖等部位按摩器十多款产品，包括 Scalp3S、See5KPro、Z6 古法肩背按摩器、N6mini、Back5Lite 等。
智能健康与理疗机器人	欧圣电气	301187.SZ	智能护理机器人	伊利诺二便智能护理机器人 ICARE-BOT 为失能人士提供全方位高品质的智能护理体验服务。帮助机构提升护理质量，提高工作效率，同时有效降低护理机构的运营成本。
	麦迪科技	603990.SH	医疗信息化	(1) DoCare 系列临床医疗管理信息系统应用软件，主要包括麻醉临床信息系统、重症监护（ICU）临床信息系统、院前急救信息系统、院内急诊信息系统、血液净化信息系统和临床路径信息系统等； (2) 临床信息化整体解决方案，主要包括 Dorico 数字化手术室整体解决方案和 Dorico 数字化急诊急救平台整体解决方案。
	新松机器人	300024.SZ	重症护理智能机器人系统	重症护理智能机器人系统重点解决重症患者俯仰侧翻身运动的力学建模及护士与机器人协作进行翻身的人机交互机制、拍背模式/拍背力等因素对排痰作用的影响规律等科学问题，突破护理床机构设计、患者位姿及身体部位识别、拍背力控制、患者生命体征信息及状态的遥感遥测、机器人系统的远隔操作等关键技术，研制适用于重症护理单元的智能护理机器人系统，实现患者状态遥感遥测、唤醒、翻身等体位变换、床位调节、拍背排痰以及防褥疮等功能，在医疗机构进行应用试验，并获得二类医疗器械产品注册证。

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

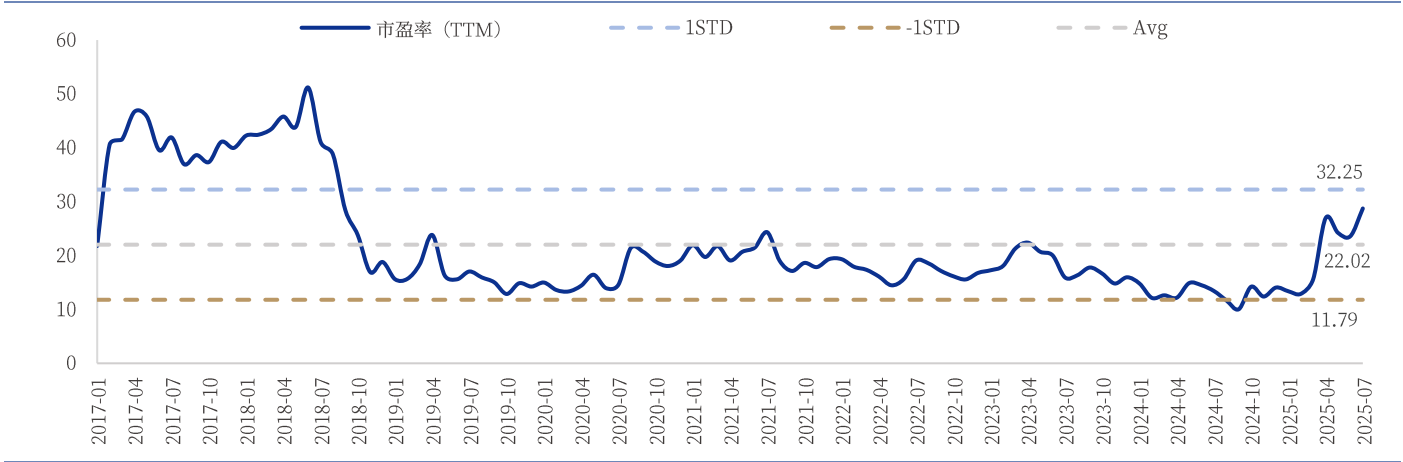
以 2025 年 7 月 3 日收盘价为基准，可比公司 2025/2026 年平均 PE 为 63/42 倍。我们预计公司 2025-2026 年归母净利润为 2.0/2.4 亿元；EPS 分别为 1.12/1.33 元；对应 2025/2026 年 PE 为 24/20 倍，明显低于可比公司水平，与公司估值相近的仅有欧圣电气。参照 A 股可比公司估值，以及公司历史 PE 估值区间，我们预计公司估值可恢复到 2025 年 32~34 倍 P/E，对应股价 35.68~37.91 元，对应市值区间为 63.30~67.26 亿元，涨幅空间约 32~41%，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表6：可比公司估值表

公司名称	代码	币种	收盘价 (元)	总市值(百 万元)	营业收入(百万元)		归母净利润(百万元)		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
奥佳华	002614.SZ	CNY	6.54	4,078	5,196	5,634	122	160	33.42	25.49
德尔玛	301332.SZ	CNY	10.83	4,999	3,859	4,158	166	186	30.17	26.83
倍轻松	688793.SH	CNY	32.95	2,832	1,197	1,333	46	66	61.89	43.07
算数平均值(按摩器具可比公司)									41.83	31.79
欧圣电气	301187.SZ	CNY	28.23	7,197	2,416	3,104	339	437	21.21	16.46
麦迪科技	603990.SH	CNY	16.09	4,928	368	435	79	107	62.39	46.20
新松机器人	300024.SZ	CNY	16.78	26,271	5,295	6,178	157	288	167.30	91.20
算数平均值(智能健康与养老机器人可比公司)									83.63	51.28
算数平均值(两类可比公司)									62.73	41.54
荣泰健康	603579.SH	CNY	26.97	4,784	1,642	1,887	198	236	24.19	20.29

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：收盘价为2025年7月3日，除荣泰健康外，其他上市公司盈利预测均为Wind一致预期）

图69：荣泰健康历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：截至2025年7月3日）

（四）绝对估值：股价合理区间在 34.87~38.04 元

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 7 月 3 日公司股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 9.93%、永续增长率（g）为 2%时，公司合理每股价值为 36.38 元，对应市值 64.53 亿元。

在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.3%、永续增长率（g）正负波动 0.1%的情况下，公司合理每股价值区间为 34.87~38.04 元，对应市值区间为 61.86~67.48 亿元，涨幅空间约 29~41%，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表7: FCFF 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.64%	取 2025 年 7 月 3 日 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	10.76%	参考沪深 300 历史平均收益水平
贝塔值(β)	1.12	取公司近 1 年期间原始 Beta（频率为周度），标的指数为沪深 300
WACC	9.93%	通过公式 $WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$ 计算得到
税率 T	15%	公司于 2024 年 12 月 26 日取得高新技术企业证书，有效期为三年，故按 15% 的税率计缴企业所得税
永续增长率 g	2%	假设公司永续增长率为 2%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表8: WACC 估值敏感性分析表 (元/股)

永 续 增 长 率	WACC							
	36.38	9.03%	9.33%	9.63%	9.93%	10.23%	10.53%	10.83%
	1.70%	39.94	38.40	36.98	35.67	34.45	33.32	32.26
	1.80%	40.25	38.68	37.24	35.90	34.66	33.51	32.43
	1.90%	40.57	38.97	37.50	36.13	34.87	33.70	32.61
	2.00%	40.90	39.27	37.76	36.38	35.09	33.90	32.79
	2.10%	41.24	39.57	38.04	36.62	35.32	34.11	32.98
	2.20%	41.59	39.88	38.32	36.88	35.55	34.31	33.17
	2.30%	41.95	40.21	38.61	37.14	35.78	34.53	33.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

- 1、**新业务拓展不及预期的风险：**公司积极拓展理疗机器人、汽车按摩椅机芯等新业务，打造第二增长曲线。若新产品市场需求不足、业务拓展不及预期，将对产品销售和公司收入盈利造成影响。
- 2、**美国关税政策不确定性的风险：**虽然公司业务中对美国出口占比不高，但世界政治与经济格局依旧动荡，未来美国关税政策的不确定性仍是公司经营短期风险之一。若美国关税政策出现变动，或将影响公司美国市场销售。
- 3、**市场竞争的风险：**随着行业参与者的增加，按摩器具市场的竞争程度逐渐加深。若行业竞争加剧，则产品存在降价风险，将对规模和盈利造成负面影响。

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司营业收入及同比增速	5
图 3: 公司营业收入及同比增速（半年度）	5
图 4: 公司营业收入按产品拆分（百万元）	5
图 5: 公司部分产品营业收入 YOY	5
图 6: 公司营业收入按区域拆分	6
图 7: 公司国内外营业收入 YOY	6
图 8: 公司前五大客户销售收入占比	6
图 9: 公司对韩国 Bodyfriend 销售额及占比	6
图 10: 公司归母净利润及同比增速.....	7
图 11: 公司归母净利率（半年度）	7
图 12: 公司 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率	7
图 13: 公司研发费用、销售费用、管理费用、财务费用率.....	7
图 14: 公司年度分红总额.....	8
图 15: 公司分红率	8
图 16: 公司按摩椅产品销量及同比增速	9
图 17: 公司按摩椅产品收入及同比增速	9
图 18: 公司按摩椅产品均价	9
图 19: 公司按摩椅产品毛利率.....	9
图 20: 公司按摩椅产品国内消费者好评、差评关键词.....	10
图 21: 公司按摩椅产品国外消费者评分领先	10
图 22: 中国按摩器具出口额及同比增速	10
图 23: 2024 年中国按摩器具出口额分国家占比.....	10
图 24: 中国按摩器具出口至韩国的出口额及同比增速.....	11
图 25: 中国按摩器具出口至美国的出口额及同比增速.....	11
图 26: 2022 年中国按摩器市场格局	11
图 27: 2021 年亚洲高端按摩椅市场格局	11
图 28: 荣泰健康、奥佳华按摩椅产品销量及同比增速.....	12
图 29: 荣泰健康、奥佳华按摩椅产品收入及同比增速.....	12
图 30: 荣泰健康、奥佳华按摩椅产品销售均价	12
图 31: 荣泰健康、奥佳华按摩椅产品毛利率	12
图 32: 荣泰健康、奥佳华期间费用率	13
图 33: 荣泰健康、奥佳华销售净利率	13

图 34: 中国人口数及同比增速.....	14
图 35: 中美日 65 岁及以上人口占比.....	14
图 36: 2021 年我国有 11.6%老年人不具备完全自理能力	14
图 37: 2021 年我国需要各类养老服务的老年人比例.....	14
图 38: 中国基本养老保险领取人数及同比增速	15
图 39: 中国城镇职工基本养老保险职退比	15
图 40: 中国出生率	15
图 41: 中日 65 岁及以上老年人口抚养比.....	15
图 42: 中国城乡老年人人均月收入.....	16
图 43: 中国城乡居民人均月可支配收入	16
图 44: 我国退休人员人均月养老金持续提升	16
图 45: 我国从 2005 年开始对退休人员养老金每年持续上调.....	16
图 46: 中国银发经济消费者人均月可支配金额分布	16
图 47: 英国炒菜机器人 Moley	17
图 48: 三星机器人保姆 BotHandy	18
图 49: 美的家庭服务机器人 WISHUG.....	18
图 50: MobileALOHA 机器人	18
图 51: PhysicalIntelligence 机器人	18
图 52: PaLM-E 机器人.....	19
图 53: TidyBot++机器人可以学习各种家务劳动	19
图 54: 傲意科技 ROHand 灵巧手.....	20
图 55: 恒驱电机典型应用	20
图 56: 公司发布 RT8900AI (2025 款) 按摩机器人新品.....	21
图 57: 公司发布理疗机器人新品.....	21
图 58: 具身风暴 AI 理疗机器人.....	22
图 59: 网易伏羲智能理疗机器人 R1	22
图 60: 上海发布“康养辅具+脑机接口+机器人+人工智能”支持政策	23
图 61: 2025-2032 年中国新型康复辅具市场规模预测	23
图 62: 全球新能源车渗透率持续提升	24
图 63: 预计 2025 年我国新能源车在乘用车中的渗透率同比+13pct.....	24
图 64: 小米 YU7 天际屏全景显示	25
图 65: 小米 YU7 豪华音响系统	25
图 66: 荣泰摩忻与佛吉亚联合研发的 3D “禅境” 座椅	26
图 67: 24 年 9 月荣泰摩忻携三款按摩椅亮相全球交通座椅峰会	26
图 68: 2024 年可比公司杜邦分析	27
图 69: 荣泰健康历史估值区间 (市盈率 TTM)	29

表 1: “荣泰转债” 基本资料 8

表 2: 近年国家和地方多次出台文件支持康复辅助器具产业发展 22

表 3: 按摩座椅已在众多新能源汽车品牌普及..... 25

表 4: 公司盈利预测主要指标 27

表 5: 可比公司业务对比..... 28

表 6: 可比公司估值表..... 29

表 7: FCFF 核心假设 30

表 8: WACC 估值敏感性分析表（元/股） 30

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,178	2,297	2,518	2,726
现金	499	683	841	972
应收账款	204	141	186	227
其它应收款	27	27	32	37
预付账款	7	9	9	10
存货	152	141	157	186
其他	1,289	1,296	1,292	1,294
非流动资产	1,564	1,425	1,423	1,455
长期投资	293	293	293	293
固定资产	522	579	601	608
无形资产	100	94	89	83
其他	650	460	441	471
资产总计	3,742	3,722	3,941	4,181
流动负债	985	881	980	1,075
短期借款	427	427	427	427
应付账款	426	329	411	482
其他	133	125	143	166
非流动负债	741	741	741	741
长期借款	0	0	0	0
其他	741	741	741	741
负债总计	1,726	1,622	1,722	1,816
少数股东权益	2	2	2	2
归属母公司股东权益	2,014	2,098	2,217	2,363
负债和股东权益	3,742	3,722	3,941	4,181

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	168	228	331	370
净利润	192	198	236	286
折旧摊销	60	68	77	86
财务费用	5	17	17	17
投资损失	-39	-27	-36	-43
营运资金变动	-65	-35	36	17
其他	14	7	0	7
投资活动现金流	-1,173	87	-39	-81
资本支出	-149	-57	-72	-86
长期投资	23	0	0	0
其他	-1,046	144	33	5
筹资活动现金流	121	-131	-134	-157
短期借款	297	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-177	-131	-134	-157
现金净增加额	-880	184	158	131

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,597	1,642	1,887	2,180
营业成本	1,091	1,083	1,234	1,408
税金及附加	14	14	16	18
销售费用	180	186	218	256
管理费用	87	85	102	122
研发费用	80	86	102	122
财务费用	-16	7	3	0
资产减值损失	-5	-1	-1	-1
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资收益及其他	60	43	55	67
营业利润	210	223	266	319
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	1	5	4	3
利润总额	210	219	262	316
所得税	18	21	26	30
净利润	192	198	236	286
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	192	198	236	286
EBITDA	254	294	343	402
EPS（元）	1.08	1.12	1.33	1.61

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-13.9%	2.9%	14.9%	15.5%
营业利润增长率	-10.8%	6.2%	19.0%	19.8%
归母净利润增长率	-5.3%	3.1%	19.2%	21.2%
毛利率	31.7%	34.1%	34.6%	35.4%
净利率	12.0%	12.1%	12.5%	13.1%
ROE	9.5%	9.4%	10.6%	12.1%
ROIC	5.7%	6.4%	7.3%	8.3%
资产负债率	46.1%	43.6%	43.7%	43.4%
净资产负债率	85.7%	77.3%	77.6%	76.8%
流动比率	2.21	2.61	2.57	2.54
速动比率	1.32	1.61	1.66	1.68
总资产周转率	0.45	0.44	0.49	0.54
应收账款周转率	8.95	9.53	11.54	10.56
应付账款周转率	2.67	2.87	3.33	3.15
每股收益	1.08	1.12	1.33	1.61
每股经营现金流	0.95	1.29	1.87	2.08
每股净资产	11.35	11.83	12.50	13.32
P/E	24.93	24.19	20.29	16.73
P/B	2.38	2.28	2.16	2.02
EV/EBITDA	21.06	17.60	14.64	12.17
PS	3.00	2.91	2.54	2.19

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 IICChina 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

赵良毕，通信&中小盘首席分析师。北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022 年加入中国银河证券，6 年证券从业经验。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电行业研究工作。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		