

2020年09月21日

证券研究报告·公司研究报告

奥佳华(002614) 家用电器

持有 (首次)

当前价: 15.36 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

成长空间广阔，多元业务协同发展

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司以 ODM 代工业务起家，逐步发展自主品牌。公司主营业务为按摩器具，通过收购进入了健康环境和家用医疗领域。长期来看按摩行业具备广阔成长空间。短期看疫情将催生健康环境类产品需求。公司凭借其技术和规模优势，将从行业成长中获益。
- **按摩行业前景广阔，新政助推健康环境业务。** 随着按摩椅产业链逐步迁移到国内，外销市场呈现快速发展态势。近年来我国按摩器具出口额增速维持 10% 左右。国内市场来看，行业受到消费升级、健康意识提升和共享经济风口等因素共同驱动。参考海外国家 10% 的渗透率，国内市场渗透率不足 1%，成长潜力较大。环境健康产业政策推动下，公司健康环境业务有望迎来快速发展。疫情常态化下，公司家用医疗业务有望持续受益。
- **按摩椅技术领先，多元价格获取市场份额。** 从研发费用率来看，近三年来奥佳华研发费用明显高于竞争对手并维持增长态势。2019 年公司研发费用 2.27 亿元，同比增长 23.7%。截至 2020 上半年末，公司累计获得专利 884 项。公司是唯一一家掌握从第一代至第六代产品技术的企业，第五、第六代技术成功实现商业化运用。从京东官网价格看，奥佳华按摩椅价格带为 0.2-8 万元。公司一方面通过旗舰新品突破价格上限，另一方面通过中低端产品占据下沉市场。奥佳华按摩椅既能满足中高端消费者升级需求，又能做到价格下沉，可覆盖广泛的消费群体。
- **携手保利地产，加速健康环境业务发展。** 2020 年 8 月，公司控股股东李五令通过协议转让方式以 4.08 亿元转让 5.01% 的股份给珠海崇澜。珠海崇澜是保利控股和保利物业的关联方，保利控股和保利物业对公司健康环境业务的系列产品的前装具有采购需求，对产品的后装市场有较强的导流能力。公司借助珠海崇澜及其关联方，涉足 B 端工程渠道业务，加速新风业务发展。
- **盈利预测。** 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.65 元、0.74 元、0.84 元，未来三年归母净利润将保持 20.3% 的复合增长率，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、海外疫情风险、行业发展不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5276.27	6036.96	7106.81	7957.11
增长率	-3.13%	14.42%	17.72%	11.96%
归属母公司净利润(百万元)	288.98	389.14	440.69	502.63
增长率	-34.19%	34.66%	13.25%	14.06%
每股收益 EPS(元)	0.48	0.65	0.74	0.84
净资产收益率 ROE	8.32%	10.06%	10.41%	10.82%
PE	32	24	21	18
PB	2.71	2.43	2.21	2.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

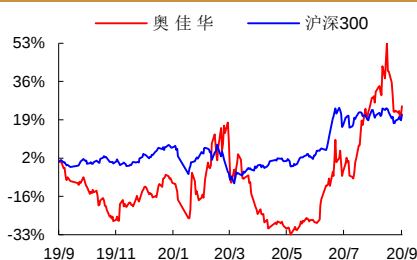
邮箱: gmh@swsc.com.cn

联系人: 夏勤

电话: 023-63786049

邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.98
流通 A 股(亿股)	3.73
52 周内股价区间(元)	8.46-18.84
总市值(亿元)	91.84
总资产(亿元)	81.18
每股净资产(元)	6.10

相关研究

目 录

1 公司概况：全球布局，ODM+自主品牌双轮驱动	1
1.1 从 ODM 到自主品牌，股权结构稳定	1
1.2 业务多元化，自主品牌提高盈利能力	2
2 行业分析：按摩器具市场广阔，政策助推健康业务	5
2.1 国内外市场广阔，头部企业受益于集中度提升	5
2.2 政策助益健康环境业务，疫情加速培育家用医疗	7
3 全球高端按摩椅龙头，研发实力领先	8
3.1 研发领先，引领行业技术发展	8
3.2 产品价格带宽，自主品牌贡献高毛利	9
3.3 提前突破产能瓶颈，静待业绩爆发	11
3.4 携手保利地产，加速新风业务发展	11
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 奥佳华三大业务板块及主要产品	1
图 2: 通过收购进行全球化布局	1
图 3: 公司股权结构 (截至 2019 年 12 月底)	2
图 4: 公司 2011 年以来营业收入 (亿元) 及增速	2
图 5: 公司 2011 年以来净利润 (亿元) 及增速	2
图 6: 公司 2019 年主营业务结构情况	3
图 7: 公司 2019 年主营业务毛利情况	3
图 8: 2017-2019 奥佳华、荣泰健康营收对比 (亿元)	3
图 9: 2019 年奥佳华、荣泰健康主营业务营收对比 (亿元)	3
图 10: 2019 荣泰健康主营业务结构	3
图 11: 2019 奥佳华主营业务结构	3
图 12: 奥佳华和荣泰毛利率对比	4
图 13: 奥佳华与荣泰健康销售费用率对比	4
图 14: 奥佳华与荣泰健康净利率对比	4
图 15: 我国按摩器具进出口金额及贸易顺差情况 (亿美元)	5
图 16: 各国按摩椅渗透率	5
图 17: 2012-2017 年中国按摩器具出口额	5
图 18: 2018 年我国按摩器具出口市场分布	5
图 19: 近十年我国 65 岁及以上人口数量及占比	6
图 20: 按摩椅行业品牌集中度横向对比	7
图 21: 2019 年中国精装修市场重点部品配套规模及配置率	7
图 22: 奥佳华与荣泰健康研发人员 (人) 及其增速	8
图 23: 奥佳华与荣泰健康研发人员占比	8
图 24: 奥佳华与荣泰健康研发费用及其增速	8
图 25: 奥佳华与荣泰健康研发费用率	8
图 26: 按摩椅代际发展	9
图 27: 按摩椅产品价格区间	10
图 28: 各品牌市售前五产品均价	10
图 29: 协议转让前股权结构	11
图 30: 协议转让后股权结构	11

表 目 录

表 1: 七大自主品牌	10
表 2: 扩产前奥佳华主要产品的产能情况	11
表 3: 分业务收入及毛利率	12
表 4: 可比公司估值	13
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：全球布局，ODM+自主品牌双轮驱动

1.1 从 ODM 到自主品牌，股权结构稳定

以按摩器具起家，通过收购进入健康环境和家用医疗领域。公司前身厦门蒙发利垫制品公司成立于 1996 年，创立之初主要从事塑胶器械等按摩小电器的生产和销售，2002 年业务拓展至按摩居室电器领域，实现了按摩器具产品类型的全覆盖。通过收购 Honeywell 和 MEDISANA，公司进入健康环境领域和家用医疗领域。目前公司业务分为保健按摩（按摩椅、按摩小电器）、健康环境（空气净化器、新风系统等）、家用医疗（额温枪、血压计等）三大板块。

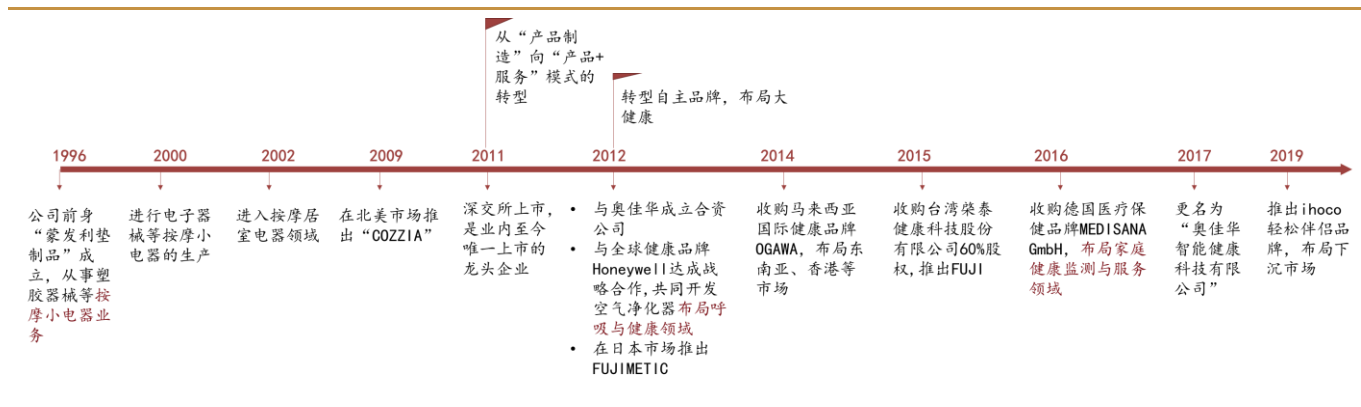
图 1：奥佳华三大业务板块及主要产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

ODM 和自主品牌双轮驱动。成立初期公司以外销为主，以 ODM 方式进行生产，与 HOMEDICS、ATEX、HELEN OF TROY 等多个国际品牌建立了长期合作关系。自 2005 年以来，公司出口份额和工业产值连续十五年保持国内行业第一。由于外销型企业较为依赖国际宏观环境，在 2011 年国际市场疲软、企业营收下滑的背景下，公司于 2012 年开始实施**自主品牌战略转型**，通过自建和收购进行全球化布局，目前公司旗下有 OGAWA、FUJI、FUJIMEDIC、COZZIA、MEDISANA、ihoco、呼博士 BRI 等七大自主品牌，分布于亚洲、北美及欧洲三大核心市场。

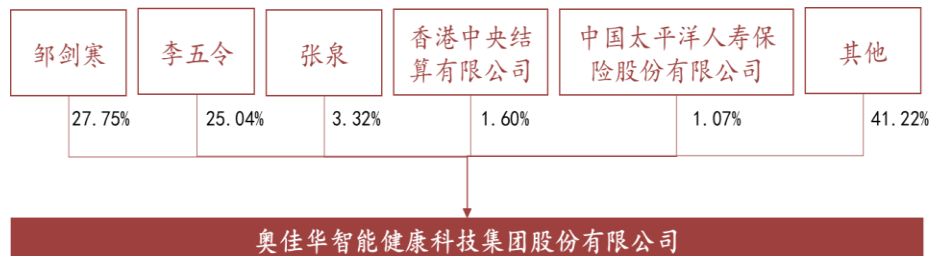
图 2：通过收购进行全球化布局



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

股权结构稳定。公司实际控制人为邹剑寒和李五令，两人在 2010 年签署一致行动协议，合计持有公司 52.79% 的股权，处于绝对控股地位。两者均为公司创始人，自公司成立至今一直掌握公司的控股权，股权结构稳定。

图 3：公司股权结构（截至 2019 年 12 月底）



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业务多元化，自主品牌提高盈利能力

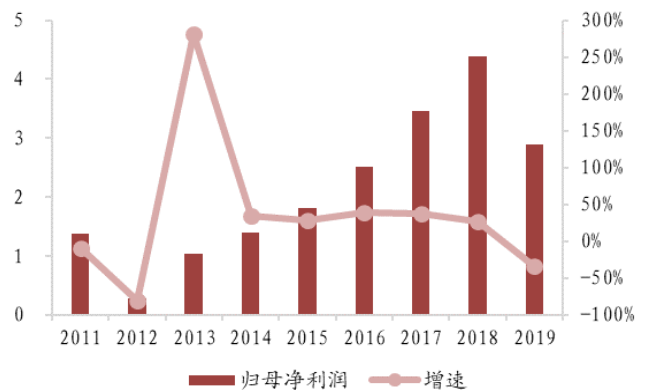
公司业绩状况：公司主营的按摩器具为非必需消费品，且海外出口业务占比较高，业绩与国内外宏观经济环境息息相关，具备较强的周期性。2012 年受欧债危机、劳动力成本和汇率上涨因素的影响，营收同比下滑 6.1%，2015 年受行情影响营收同比基本持平，2019 年全球经济增长放缓影响，营收同比下滑 3.1%。

图 4：公司 2011 年以来营业收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

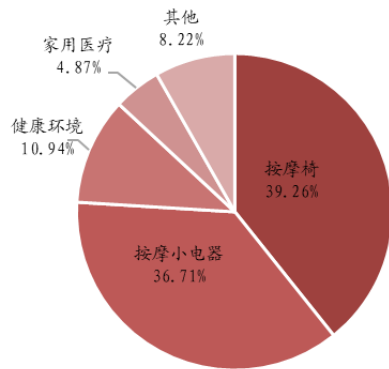
图 5：公司 2011 年以来净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

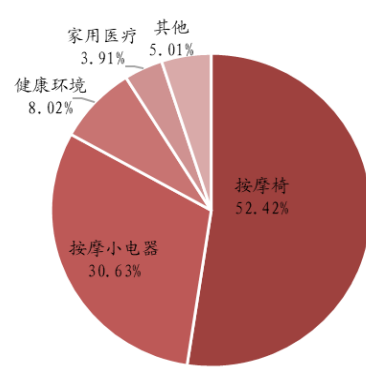
公司主营业务结构。公司收入主要来自保健按摩，2019 年保健按摩业务占比 76%，其中按摩椅占比 39.3%，按摩小电器占比 36.7%。公司以按摩小电器起家，但 2018 年以来按摩椅反超按摩小电器成为公司最主要的营收来源。保健按摩贡献 83.1% 毛利，其中按摩椅占比 52.4%，按摩小电器占比 30.4%。保健按摩业务平均毛利率为 41.3%，高于其他业务，导致其毛利贡献大于营收贡献。

图 6：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

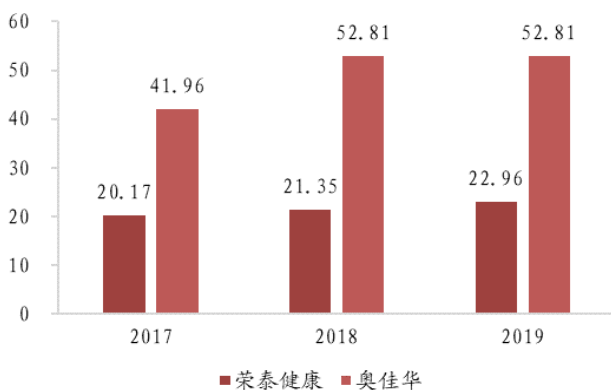
图 7：公司 2019 年主营业务毛利情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

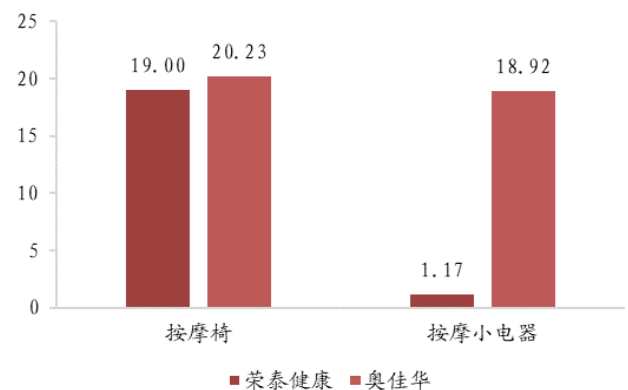
多业务协同降低单一业务风险。2017 年至 2019 年奥佳华和荣泰健康的按摩椅营收均在 20 亿左右，规模相当。相较于荣泰健康，奥佳华业务结构多元，按摩小电器和按摩椅是公司的两大营收来源。2017-2019 年按摩小电器营收占比分别为 43.2%/37.9%/35.9%，按摩椅营收占比分别为 30%/38.5%/38.4%。奥佳华的多元化业务给公司贡献了新的增长点，拥有较强的抗风险能力。

图 8：2017-2019 奥佳华、荣泰健康营收对比（亿元）



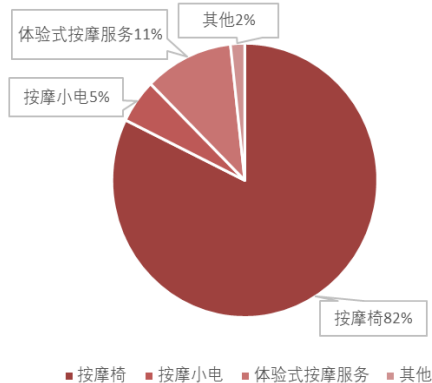
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 9：2019 年奥佳华、荣泰健康主营业务营收对比（亿元）



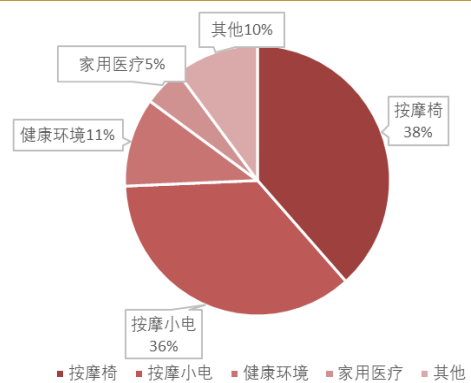
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 10：2019 荣泰健康主营业务结构



数据来源：公司年报，西南证券整理

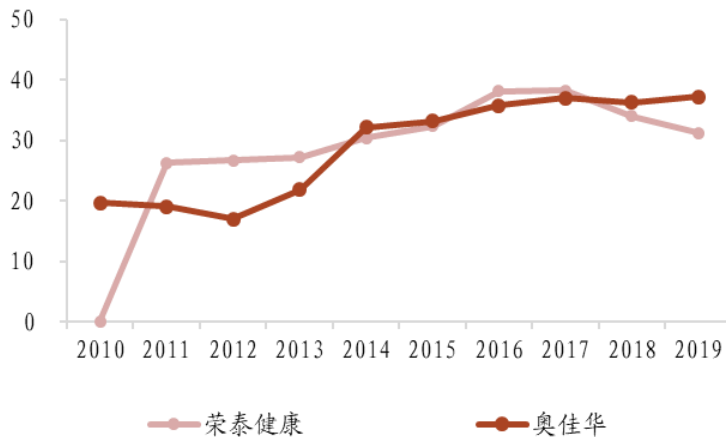
图 11：2019 奥佳华主营业务结构



数据来源：公司年报，西南证券整理

多品牌运营，毛利、费用率更高。自转型自主品牌发展以来，公司的毛利率呈现上升趋势，并且高于可比公司荣泰健康。我们推测原因主要是：1) 公司 ODM 规模更大，具备一定的规模效应，单位成本更低有助于打开盈利空间；2) 公司自主品牌较多，盈利能力较强。

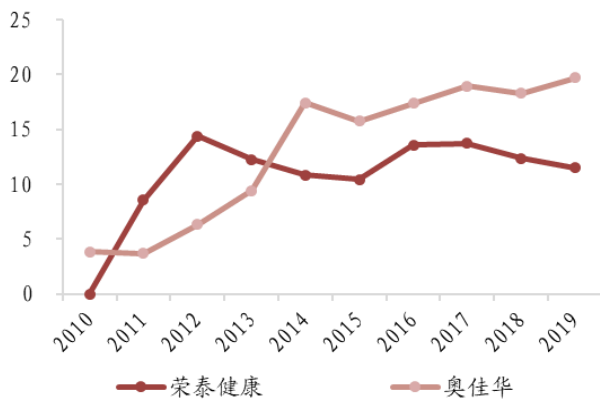
图 12：奥佳华和荣泰毛利率对比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

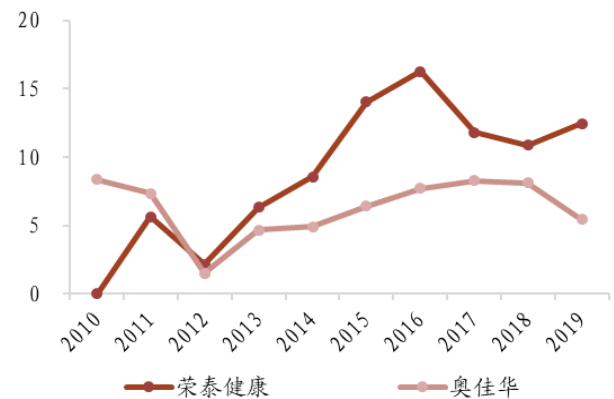
费用率方面，公司的销售费用率远远高于可比公司荣泰健康。我们推测原因是，多个自主品牌运营需要投入大量的人力物力财力，公司的费用投放高于荣泰。由此导致公司的净利率低于可比公司荣泰健康。

图 13：奥佳华与荣泰健康销售费用率对比



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 14：奥佳华与荣泰健康净利率对比



数据来源：公司年报，西南证券整理

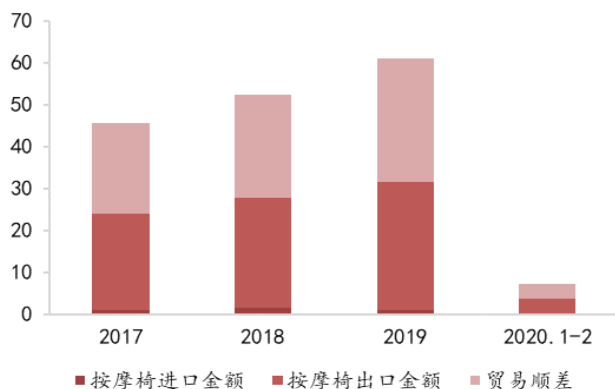
2 行业分析：按摩器具市场广阔，政策助推健康业务

2.1 国内外市场广阔，头部企业受益于集中度提升

产业链转移，外销出口市场广阔

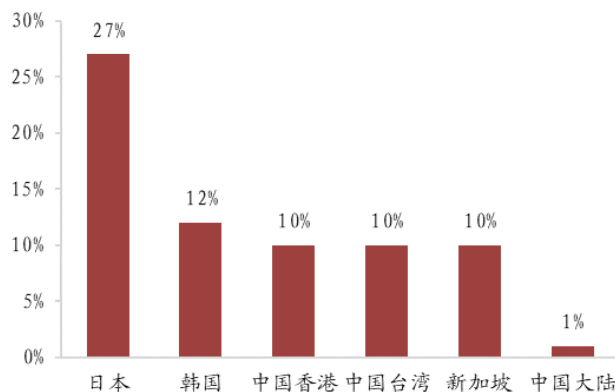
按摩器具行业起源于日本，产业链逐渐向中国转移。按摩器具行业起源于 20 世纪 60 年代的日本，80-90 年代开始海外扩张，首先进入与日本文化相似的东亚和东南亚市场，随后进入欧美地区。21 世纪按摩器具产能向中国转移，得益于人口红利带来的成本优势，我国迅速成为全球按摩器具研发与制造中心。据海关总署数据显示，2017-2019 年国产按摩椅出口金额从 22.85 亿美元上升至 30.47 亿美元，贸易顺差从 21.74 美元上升到 29.45 亿美元。分区域来看，按摩器具主要销往美国/韩国/日本，2019 年占比分别达 27%/14%/10%。目前，我国国内按摩器具行业尚处于起步阶段，渗透率约 1%。

图 15：我国按摩器具进出口金额及贸易顺差情况（亿美元）



数据来源：海关总署，西南证券整理

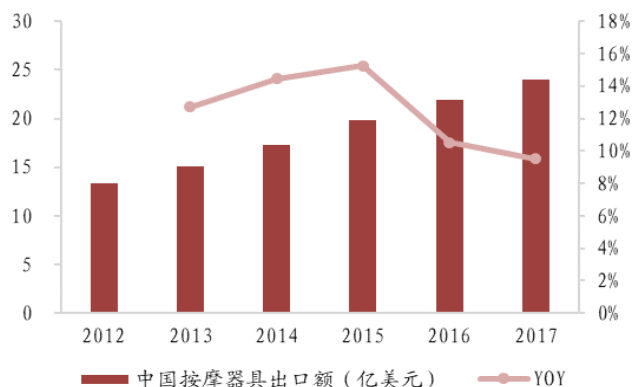
图 16：各国按摩椅渗透率



数据来源：公司年报，西南证券整理

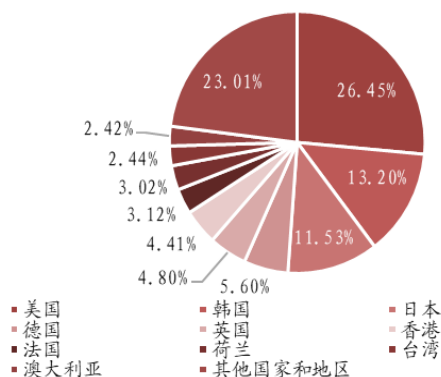
中国作为全球按摩器具产品的研发与制造中心将受益于出口需求增长。按摩器具是我国目前医疗器械及设备行业出口金额最大的细分产品，主要市场为美国、韩国、日本等地。据中国海关统计，2018 年中国保健按摩器械出口金额达 26.12 亿美元，同比增速提升至 14.29%。

图 17：2012-2017 年中国按摩器具出口额



数据来源：海关总署，西南证券整理

图 18：2018 年我国按摩器具出口市场分布



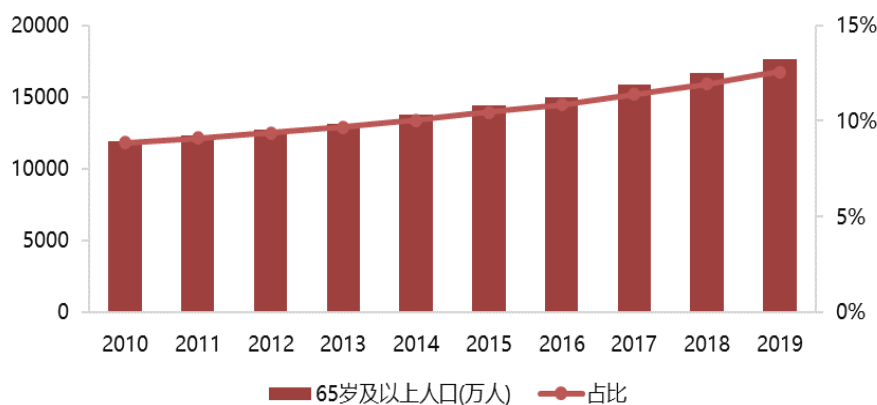
数据来源：Wind，西南证券整理

消费升级+健康产品需求提升+共享经济培育，提振按摩业务内需

消费升级，发展型和享受型消费驱动按摩器具产品需求。目前国内按摩椅行业尚处于起步阶段，2018 年国内按摩器具行业市场规模为 116 亿元，渗透率不足 1%，而处于成长期的欧美国家渗透率达 10%。随着居民购买力的提升，居民消费偏好将从生存型消费向发展型和享受型消费过度，按摩器具行业将逐步扩容。据统计年鉴数据显示，2017 年中国中等收入以上城镇居民（约 4.88 亿人口）人均可支配收入超 5 万元，基本拥有按摩椅消费能力，依中国中等收入以上城镇家庭户数约 1.61 亿户（每户按 3.03 人次算）基数测算，如其中 10% 家庭购买均价 6000 元按摩椅，未来中国市场也将实现千亿规模，行业具备十倍成长空间。

老龄化和亚健康群体扩大，健康意识提升催生保健型健康产品需求。近十年来我国老龄人口呈上升趋势，老龄化问题日益严重。2019 年我国 65 岁及以上人口达到 1.76 亿人，占总人口的比例为 12.6%。随着生活节奏加快和社会压力增加，亚健康群体日渐庞大。据 2016 年世界卫生组织报告，全球亚健康人数超过 60 亿，占全球总人口的 85%。中国亚健康人数约 9.5 亿，占国内总人口数的 70%。人口老龄化和亚健康群体的增加都会提升居民的健康保健意识，大健康产业具备较高的成长空间，其中的按摩器具行业将明显收益于潜在消费群体的增加。

图 19：近十年我国 65 岁及以上人口数量及占比



数据来源：统计局，西南证券整理

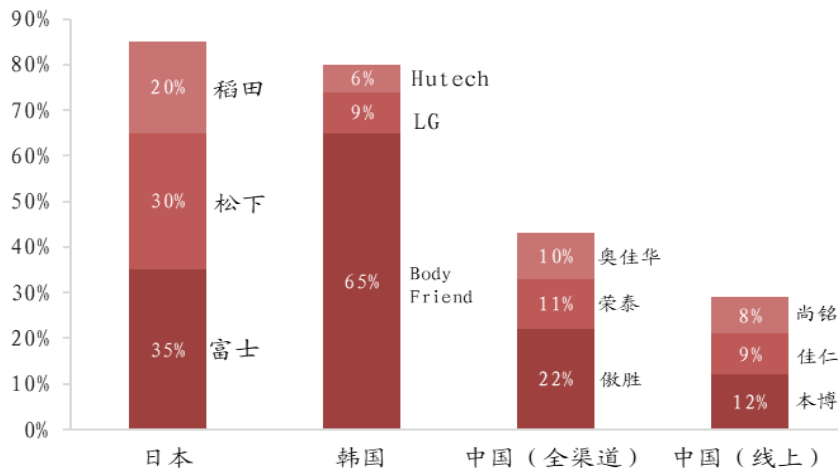
共享按摩椅乘共享经济东风进入大众视野，培育消费者按摩椅认知。根据国家信息中心发布的报告显示，2017 年我国共享经济市场交易额约 49205 亿元，同比增长 47.2%。随着共享概念的火爆，共享按摩椅开始密集进入电影院、火车站、购物中心、机场、酒店等场景，行业迎来井喷式发展。业内企业荣泰创建了摩摩哒智能共享按摩平台，17 年累计铺设 5.26 万台按摩椅。此外市场上纷纷推出了乐摩吧、爽客、云享云等共享品牌。共享按摩椅通过广泛的铺设迅速进入大众视野，培育了消费者对于按摩椅的认识，起到了培育市场的作用。

市场格局分散，头部企业将受益于集中度提升

对标海外发展成熟国家，行业集中度低。我国按摩椅线上线下全渠道市占率前三的品牌为傲胜、荣泰和奥佳华，市占率分别为 22%、11%、10%，CR3 合计占比 44%。对标行业已发展成熟的日本，CR3 合计占比达 85%。此外，根据中国医保按摩保健器具商会数据，2017 年我国按摩器具出口企业数量超过 5000 家，CR100 出口额占比为 69.3%，尚未形成

有绝对垄断优势的大企业。随着行业发展成熟，集中度有望提升，奥佳华、荣泰健康等头部企业将获益。

图 20：按摩椅行业品牌集中度横向对比

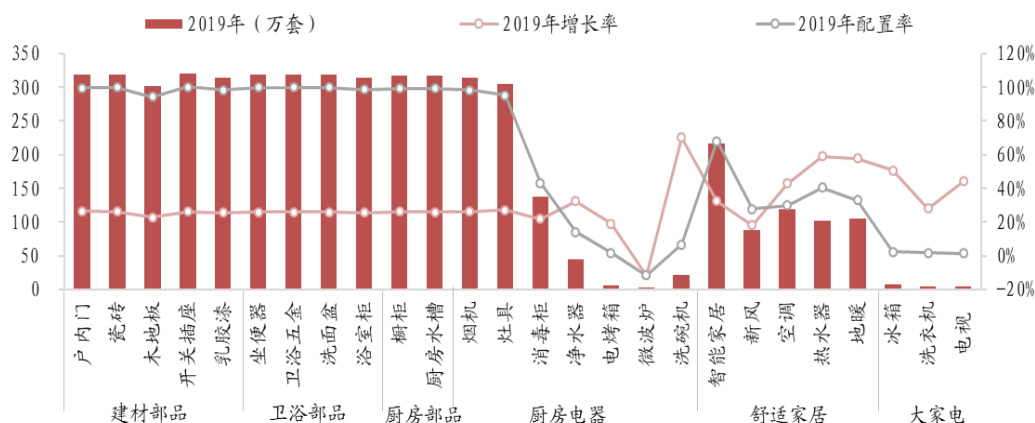


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

2.2 政策助益健康环境业务，疫情加速培育家用医疗

精装修推动新风配套率提升，增强新风系统前置化销售。在政策和地产商的推动下，精装修房渗透率不断提升。自 2014 年起龙头房企积极将新风系统与住宅建筑进行配套以来，新风系统配套率逐步提升。奥维云网数据显示，2019 年精装修商品住宅新风配套规模达 88.4 万套，同比增长 18%。

图 21：2019 年中国精装修市场重点部品配套规模及配置率



数据来源：奥维云网，西南证券整理

环境健康产业政策促进新风和空气净化器业务。2020 年 8 月 1 日，国家正式实施《民用建筑工程室内环境污染控制标准》，要求建筑装饰装修工程在设计中、二次装饰装修的改造中，或者在一些室内空气质量要求严格的学校、幼儿园建筑中，设计、配置和安装新风系统。在政策推动下，公司健康环境业务有望迎来快速发展。

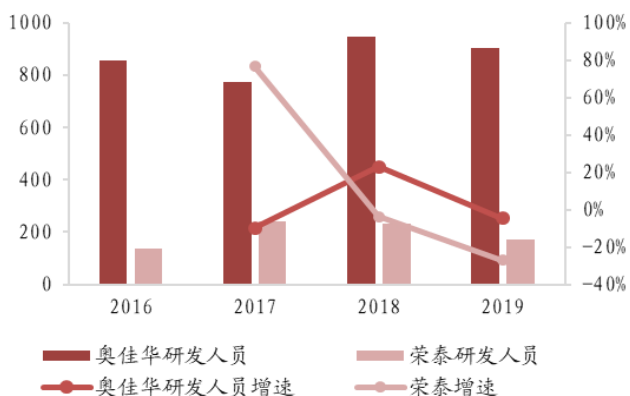
家用医疗业务受益于防疫需求提升。2016 年公司并购德国企业 MEDISANAGmbH 后进入家用医疗领域。本次疫情爆发后，公司依托 medisana 品牌和销售渠道，向海外国家和地区出口额温枪、KN95 口罩、紫外线消毒包等多款防疫产品。2020 年上半年，家用医疗业务实现营收 5.11 亿元，同比增长 258.79%。根据医学专家预测疫情将长期存在，因此我们认为防控需求将持续驱动家用医疗业务的增长。

3 全球高端按摩椅龙头，研发实力领先

3.1 研发领先，引领行业技术发展

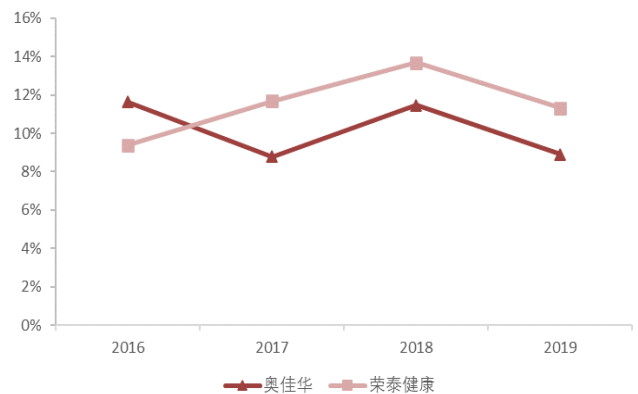
研发持续加码，技术优势领先。从研发费用率来看，近三年来奥佳华研发费用明显高于竞争对手并维持增长态势。2019 年公司研发费用 2.27 亿元，同比增长 23.7%。从研发人员数量和增速来看，奥佳华研发人员数量持续领先。2019 年公司研发人员 903 人，研发人员占比达到了 8.9%。高研发投入奠定了其技术优势，截至 2020 上半年末，公司累计获得专利 884 项。

图 22：奥佳华与荣泰健康研发人员（人）及其增速



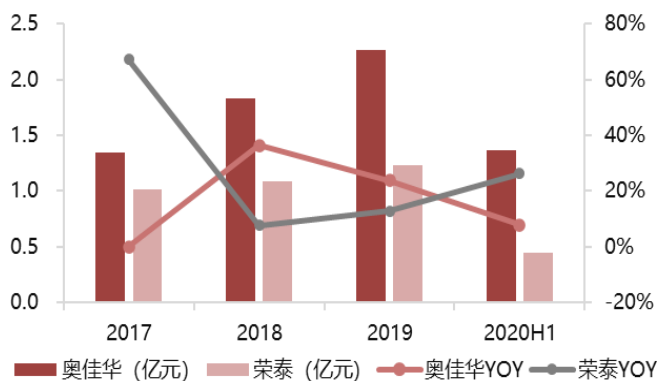
数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：奥佳华与荣泰健康研发人员占比



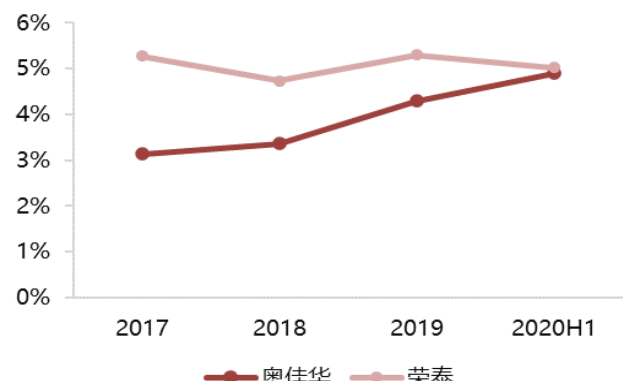
数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：奥佳华与荣泰健康研发费用及其增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：奥佳华与荣泰健康研发费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

掌握目前所有代际的按摩椅技术。目前按摩椅技术已发展至第六代，国内市场上大多数按摩椅品牌采用的是第三代 2D 机芯技术，只能实现平面按摩，少数品牌采用第四代 3D 机芯技术，可以实现 3D 立体按摩。奥佳华是国内唯一一家掌握从第一代至第六代产品技术的企业，并且已将第五代和第六代技术分别应用于公司旗舰产品御手温感大师椅及健康管理椅上。2018 年公司产品升级，新推出旗舰新品御手温感大师椅 AI 版，首次将第六代智能酸痛检测技术应用于家用按摩产品上，该产品还搭载了进一步升级的 4D 无刷马达按摩机芯，并结合全新疲劳检测系统、个人健康云平台及 AI 智能按摩算法等新技术，2018 年全球销量超 3.7 万台。目前公司已研发出第六代 5D 智能无刷按摩机芯，在智能化、交互能力、拟人手立体按摩等方面表现出众。

图 26：按摩椅代际发展

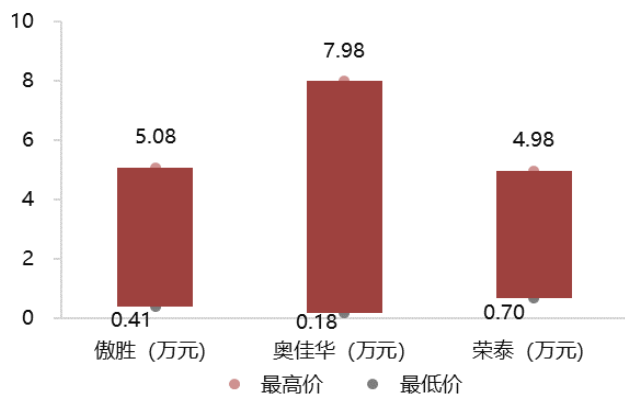
	第一代 固定式振动按摩	第二代 固定式振动按摩椅	第三代 2D机芯	第四代 3D机芯	第五代 4D机芯	第六代 健康管理
按摩范围	固定在腰背臀部	只能顶点按摩固定位置，不能上下一定	2D平面按摩	实现前后伸缩，实现X、Y、Z三轴的3D立体按摩	在第四代基础上，进一步扩大按摩面积	进一步提升人体按摩面积
按摩手法	震动式按摩，手法单一	简单揉捏按摩，手法单一	实现揉捏、敲击、行走3个基本手法和一些组合	在第三代的基础上增加手指刮痧	在第四代基础上增加实施压力检测，引入力反馈控制技术，根据人的肌肉紧张程度和耐受程度调节力度，手法有轻重缓急的变化	实现仿真人手的按摩手法
控制技术	纯马达驱动	单电机驱动	双机电控制，控制水平有所提升，但精准度差	三机电控制，具有独立的3D控制马达额电路，精准度提升	在第四代产品基础上，增加力反馈系统	在第五代产品基础上，应用酸痛检测技术，无刷马达技术
代表品牌	已淘汰	已淘汰	市面上绝大多数按摩椅产品	仅奥佳华，OSIM等少数品牌采用	目前仅奥佳华和日本松下采用	目前仅奥佳华采用

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 产品价格带宽，自主品牌贡献高毛利

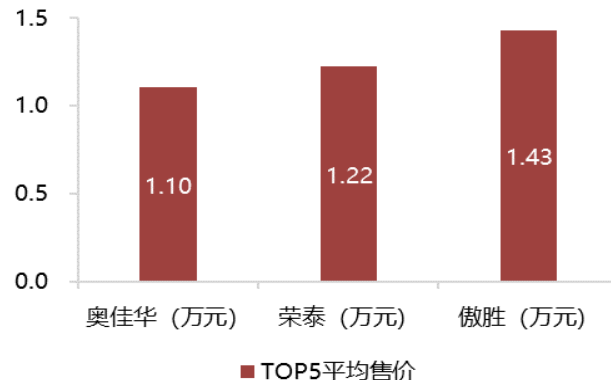
产品价格带宽，更广泛的覆盖客群。傲胜、奥佳华、荣泰是目前市场上市占率前三的按摩椅品牌。傲胜属于知名度和市场份额双高的第一梯队，奥佳华和荣泰位列第二梯队。从京东官网价格看，奥佳华价格带最宽。奥佳华一方面通过旗舰新品突破价格上限，另一方面通过中低端产品占据下沉市场。奥佳华按摩椅既能满足中高端消费者升级需求，又能做到价格下沉，可覆盖广阔的消费群体。

图 27: 按摩椅产品价格区间



数据来源: 京东, 西南证券整理

图 28: 各品牌市售前五产品均价



数据来源: 京东, 西南证券整理

多元自主品牌运营。公司于 2012 年开始转型自主品牌，由于按摩器具市场分散，公司主要通过收购当地现有成熟品牌进入不同区域市场，六年间自主品牌收入复合增长率超 60%，截至 2018 年自主品牌占比达 40%以上。目前公司旗下“奥佳华”、“呼博士”、“FUJI”、“cozzia”、“medisana”等七大自主品牌分别分布于亚洲、北美及欧洲三大核心市场，多个品牌市场份额已跃居当地前三。

表 1: 七大自主品牌

自主品牌	成立时间	布局	产品	备注
奥佳华 OGAWA	2013	中国、马来西亚、新加坡、中国香港、菲律宾、越南、中东等亚洲市场	以自主研发的智能化按摩椅为核心, 辅以从头到脚各部位专项适用的专业按摩小电器系列	收购
呼博士 BRI	2013	中国	空气净化器、新风净化机、高效过滤净化口罩及 KN95 口罩、紫外线消毒包等健康环境与个护系列产品	携手钟南山院士领导的广州呼吸疾病研究所创立的自主品牌
FUJI	2013	中国台湾	列以智能化按摩椅为核心, 辅以健康运动产品	与富士康医疗合资成立
FUJIMEDIC	2012	日本	按摩小器具	通过收购 60%股权成立
COZZIA	2011	北美	以智能化按摩椅为核心, 辅以带简易按摩功能的休闲椅	自建, 北美市场以消费按摩小电器为主, 以全功能按摩椅进入北美市场形成了差异化竞争
MEDISANA	2016	欧洲	产品系列涵盖额温枪、雾化器、电子血压计、血氧仪、KN95 口罩、紫外线消毒盒等健康检测和个护产品。	收购, 品牌于 1982 年成立, 欧洲市场份额排名前三
ihoco 轻松伴侣	2019	中国	按摩椅、按摩器、小家电	第二自主品牌, 侧重下沉市场, 重视产品性价比

数据来源: 公司官网, 年报, 西南证券整理

3.3 提前突破产能瓶颈，静待业绩爆发

发行可转债突破产能限制。截至 2018 年末，公司拥有智能化按摩椅年产 30 万台、按摩小电器年产 1700 万台和健康环境产品年产 400 万台的生产能力，是全球最大的保健按摩器械专业生产基地，平均产能利用率超 100%，存在产能不足的问题，生产压力较大。2020 年 2 月，公司发行 12 亿可转债用于扩充产能，资金投向为厦门奥佳华智能健康设备工业 4.0 项目和漳州奥佳华智能健康产业园区，两个项目将分别新增年产 50 万台智能按摩椅的生产能力和年产 1560 万台按摩小电器的生产能力，预计 2021 年开始投产。项目完成后，奥佳华按摩椅年产能将增至 80 万台，按摩小电器年产能将增至 3260 万台。

表 2：扩产前奥佳华主要产品的产能情况

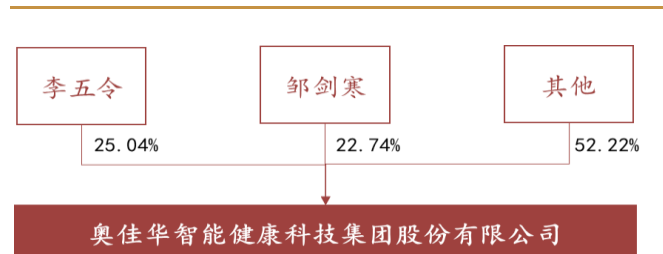
产品类别	产能 (万台)	产量 (万台)	产能利用率 (%)
按摩椅	30.00	35.33	117.76
按摩小电器	1700.00	1680.64	98.86
健康环境产品	400.00	576.82	144.20

数据来源：可转债募集说明书，西南证券整理

3.4 携手保利地产，加速新风业务发展

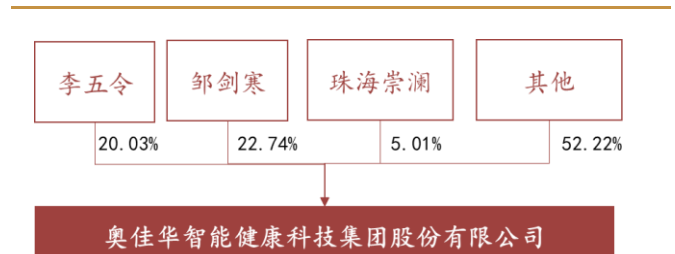
2020 年 8 月，公司控股股东李五令通过协议转让方式以 4.08 亿元转让 5.01% 的股份给珠海崇澜。珠海崇澜是保利控股和保利物业的关联方，保利控股和保利物业对公司健康环境业务的系列产品的前装具有采购需求，对产品的后装市场有较强的导流能力。公司借助珠海崇澜及其关联方，可以发展 B 端工程渠道业务，加速新风业务发展。

图 29：协议转让前股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：协议转让后股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：预期公司的盈利能力维持相对的稳定，预计按摩业务/健康环境业务/家用医疗业务 2020-2022 年的毛利率分别为 41.2%/41.4%/41.3%，30%/30%/30%，34%/32%/32%；

假设 2：公司多品牌运作，加强自主品牌运营和研发投入，费用率维持相对稳定，预期 2020-2022 年公司销售费用率为 18.8%/18.5%/18.5%，管理费用率为 10%/10%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
按摩器具业务	收入	3915.4	4050.5	4434.9	4767.2
	增速	-5.9%	3.4%	9.5%	7.5%
	毛利率	41.3%	41.2%	41.4%	41.3%
健康环境业务	收入	563.6	958.1	1245.6	1619.2
	增速	-3.5%	70.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	27.7%	30.0%	30.0%	30.0%
家用医疗业务	收入	250.7	626.8	846.1	1142.3
	增速	7.9%	150.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	30.4%	34.0%	32.0%	32.0%
其他主营业务	收入	423.8	272.8	445.0	286.4
	增速	39.8%	-10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	5276.3	6037.0	7106.8	7957.1
	增速	-3.1%	14.4%	17.7%	12.0%
	毛利率	37.2%	37.2%	36.4%	36.5%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取行业可比公司进行估值分析，目前按摩椅上市公司仅有奥佳华和荣泰健康两家；考虑到奥佳华是代工厂起家，逐步转到自主品牌销售，目前仍存在较大比例的外销业务，这与家电行业中的科沃斯和新宝股份类似，因此我们也将科沃斯和新宝股份纳入参考。

2019 年行业平均 PE 为 18 倍，2020 年行业平均 PE 为 26 倍。公司作为按摩椅龙头企业，行业地位稳固。长期来看按摩行业具备广阔成长空间，短期看疫情将催生健康环境类产品需求。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.65 元、0.74 元、0.84 元，未来三年归母净利润将保持 20.3%的复合增长率，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603579	荣泰健康	35.88	2.11	1.98	2.43	2.84	14.73	19.02	15.52	13.28
002705	新宝股份	39.63	0.86	1.22	1.50	1.80	19.23	33.68	27.27	22.72
603355	莱克电气	32.10	1.25	1.34	1.51	1.68	18.9	26.01	13.09	20.68
平均值							17.62	26.24	18.63	18.89

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- 原材料价格或大幅波动；
- 海外疫情风险；
- 行业发展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5276.27	6036.96	7106.81	7957.11	净利润	287.64	387.33	438.65	500.30
营业成本	3312.69	3794.11	4517.41	5056.17	折旧与摊销	129.99	125.61	125.61	125.61
营业税金及附加	27.65	33.62	38.90	43.50	财务费用	-33.34	-9.61	-22.63	-34.79
销售费用	1040.78	1134.95	1314.76	1472.07	资产减值损失	-24.84	10.00	10.00	10.00
管理费用	371.99	603.70	710.68	795.71	经营营运资本变动	395.57	-122.33	-83.99	-63.70
财务费用	-33.34	-9.61	-22.63	-34.79	其他	-478.69	-5.68	-19.01	7.27
资产减值损失	-24.84	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	276.34	385.32	448.63	544.69
投资收益	1.56	0.00	0.00	0.00	资本支出	-723.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-19.01	-5.82	-7.41	-8.81	其他	757.45	-4.65	-7.41	-8.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	33.54	-4.65	-7.41	-8.81
营业利润	356.73	464.38	530.27	605.64	短期借款	145.97	-594.35	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.12	0.68	0.25	0.16	长期借款	-36.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	355.61	465.06	530.51	605.81	股权融资	-57.95	0.00	0.00	0.00
所得税	67.97	77.73	91.86	105.50	支付股利	-56.03	-57.80	-77.83	-88.14
净利润	287.64	387.33	438.65	500.30	其他	-285.10	72.23	22.63	34.79
少数股东损益	-1.34	-1.80	-2.04	-2.33	筹资活动现金流净额	-290.00	-579.91	-55.20	-53.35
归属母公司股东净利润	288.98	389.14	440.69	502.63	现金流量净额	19.22	-199.24	386.02	482.53
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	859.08	659.84	1045.85	1528.38	成长能力				
应收和预付款项	1461.99	1542.13	1871.50	2085.21	销售收入增长率	-3.13%	14.42%	17.72%	11.96%
存货	999.70	1149.38	1388.43	1545.79	营业利润增长率	-31.73%	30.18%	14.19%	14.21%
其他流动资产	88.18	95.94	112.62	125.89	净利润增长率	-35.04%	34.66%	13.25%	14.06%
长期股权投资	32.34	32.34	32.34	32.34	EBITDA 增长率	-27.81%	28.01%	9.11%	9.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1188.55	1135.93	1083.30	1030.68	毛利率	37.22%	37.15%	36.44%	36.46%
无形资产和开发支出	798.16	734.84	671.53	608.22	三费率	26.14%	28.64%	28.18%	28.06%
其他非流动资产	776.81	767.13	757.46	747.79	净利率	5.45%	6.42%	6.17%	6.29%
资产总计	6204.80	6117.52	6963.04	7704.31	ROE	8.32%	10.06%	10.41%	10.82%
短期借款	594.35	0.00	0.00	0.00	ROA	4.64%	6.33%	6.30%	6.49%
应付和预收款项	1961.07	2055.20	2508.65	2814.48	ROIC	8.83%	12.36%	13.31%	14.68%
长期借款	16.56	16.56	16.56	16.56	EBITDA/销售收入	8.59%	9.61%	8.91%	8.75%
其他负债	175.93	194.05	225.29	248.56	营运能力				
负债合计	2747.91	2265.81	2750.51	3079.61	总资产周转率	0.87	0.98	1.09	1.09
股本	561.19	597.93	597.93	597.93	固定资产周转率	7.82	8.69	11.06	13.49
资本公积	1142.84	1106.11	1106.11	1106.11	应收账款周转率	5.68	6.19	6.36	6.16
留存收益	1853.30	2184.64	2547.50	2962.00	存货周转率	3.49	3.47	3.53	3.43
归属母公司股东权益	3386.90	3783.53	4146.39	4560.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.50%	—	—	—
少数股东权益	69.98	68.18	66.14	63.82	资本结构				
股东权益合计	3456.88	3851.71	4212.53	4624.70	资产负债率	44.29%	37.04%	39.50%	39.97%
负债和股东权益合计	6204.80	6117.52	6963.04	7704.31	带息债务/总负债	22.23%	0.73%	0.60%	0.54%
					流动比率	1.26	1.55	1.63	1.74
					速动比率	0.89	1.04	1.12	1.23
					股利支付率	19.39%	14.85%	17.66%	17.54%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.65	0.74	0.84
					每股净资产	5.66	6.33	6.93	7.63
					每股经营现金	0.46	0.64	0.75	0.91
					每股股利	0.09	0.10	0.13	0.15
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	453.39	580.38	633.25	696.46					
PE	31.78	23.60	20.84	18.27					
PB	2.71	2.43	2.21	2.01					
PS	1.74	1.52	1.29	1.15					
EV/EBITDA	16.97	13.54	11.80	10.04					
股息率	0.61%	0.63%	0.85%	0.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn