

奥佳华 (002614)

业绩超预期，含金量高，双轮驱动验证高增长

事件：

公司公布 2020 年业绩预告，2020 年归母净利润区间 4.45-4.55 亿，同比增长 54%-57%，其中 Q4 业绩 1.18-1.28 亿，同比增 42%-54.5%，继续保持高速增长。

点评：

1.Q4 业绩继续维持历史峰值水平，全年业绩超预期

我们预计全年实际经营性利润约 6 亿元，表现优于表观净利润：

1) 2020 年下半年新风子公司呼博仕完成了高管持股，产生一次性激励费用约 4000 万元，Q4 实际净利润应 1.58-1.68 亿，接近与 Q3 的 1.78 亿，连续 2 个季度业绩处于历史峰值，我们认为随着下半年口罩价格回归理性，防疫物资业绩贡献已明显下降，公司 Q3、Q4 业绩含金量高，且具备持续性；

2) 2020 年下半年人民币快速升值，预计全年产生汇兑损失 13662 万元，去年同期受益 1120 万元，预计 2021 年随着套保增加汇兑对业绩拖累会显著下降。

2.双主业共振向上，公司进入高速成长期，预计未来复合增速有望达 30%

1) 2020 年保健按摩业务经营逐季向上，我们预计 Q4 同比增长超 40%（按摩椅超 70%），全年同比增幅预计超两位数，表现显著好于同行。凭借出众的品牌力，公司的价格下沉策略获得成功，内销呈现高速增长，预计 2021 年有望延续，且随着募投项目投产规模效应和费用率拐点将持续体现，利润率有望回升；

2) 2020 年健康环境业务预计实现翻番增长，充分验证行业高景气，目前海外在手订单充足，有望继续保持高增长，同时引入保利碧桂园战投后亦有望加速在国内精装房放量，新风千亿市场，空间广阔。

投资建议：公司不仅是全球化自主品牌+ODM 双轮驱动的按摩器械行业龙头，也是国内新风行业的主要参与者。我们认为，在政策推动和房企精装修率不断提升的背景下，公司确立健康环境为第二主业，引入知名房企作为战投，依托在技术研发方面的优势未来有望在工程市场实现快速发展。受益于公司多项业务积极改善，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润至 4.5、6.5、8.8 亿元，同比增长 56.7%/43.5%/35.7%，对应 1 月 12 日 PE 分别为 19/13/9.6 倍，显著低于同类公司，维持“买入”评级。

风险提示：疫情恶化，地产及宏观经济下行超预期，新风合作进度不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,447.03	5,276.27	6,383.01	9,016.58	11,165.48
增长率(%)	26.86	(3.13)	20.98	41.26	23.83
EBITDA(百万元)	641.08	618.66	748.43	1,057.23	1,309.20
净利润(百万元)	439.12	288.98	452.79	649.82	881.47
增长率(%)	27.22	(34.19)	56.69	43.51	35.65
EPS(元/股)	0.71	0.47	0.73	1.05	1.42
市盈率(P/E)	19.26	29.27	18.68	13.02	9.59
市净率(P/B)	2.61	2.50	2.14	1.91	1.67
市销率(P/S)	1.55	1.60	1.32	0.94	0.76
EV/EBITDA	12.50	8.05	12.16	8.69	5.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.43 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	618.68
流通 A 股股本(百万股)	393.91
A 股总市值(百万元)	7,690.14
流通 A 股市值(百万元)	4,896.25
每股净资产(元)	6.85
资产负债率(%)	46.92
一年内最高/最低(元)	19.29/8.43

作者

李华丰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060001
lihuafeng@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《奥佳华-公司点评:第二主业拟分拆上市，彰显未来发展信心》2020-12-23
- 《奥佳华-公司点评:Q3 业绩超预期，多项业务全面向上，业绩有望维持高增长》2020-10-09
- 《奥佳华-公司点评:保碧基金增资蒙发利健康子公司，新风业务迅速切入 B 端市场》2020-09-25

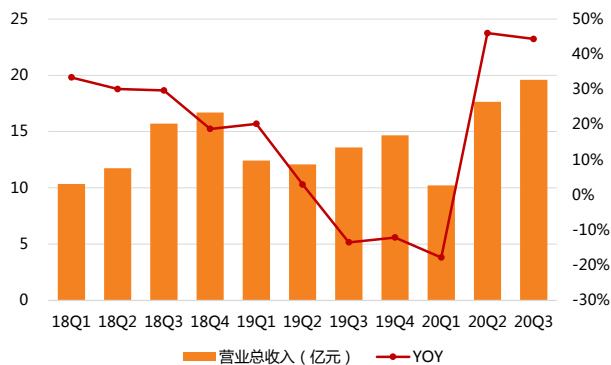
1. Q4 业绩继续维持历史峰值水平，全年业绩超预期

公司发布业绩预告，2020 年公司归母净利润区间 4.45-4.55 亿，同比增 54%-57%，其中 Q4 业绩 1.18-1.28 亿，同比增 42%-54.5%，继续保持高速增长。我们预计全年实际经营性利润约 6 亿元，表现优于表观净利润：

1) 2020 年下半年新凤子公司呼博仕完成了高管持股，产生一次性激励费用约 4000 万元，Q4 实际净利润应 1.58-1.68 亿，接近与 Q3 的 1.78 亿，连续 2 个季度业绩处于历史峰值，我们认为随着下半年口罩价格回归理性，防疫物资业绩贡献已明显下降，公司 Q3、Q4 业绩含金量高，且具备持续性；

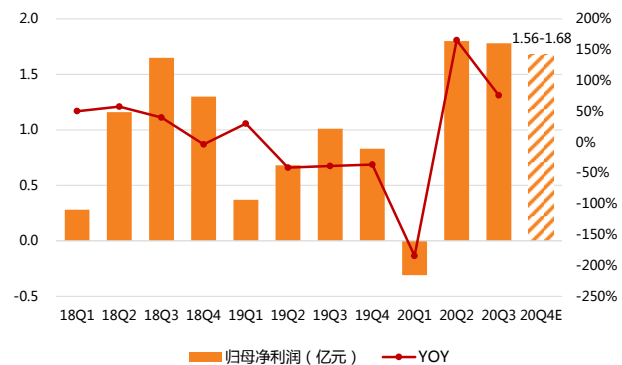
2) 2020 年下半年人民币快速升值，全年产生汇兑损失 13662 万元，去年同期受益 1120 万元。

图 1：2018-2020 年公司营收及增速（分季度）



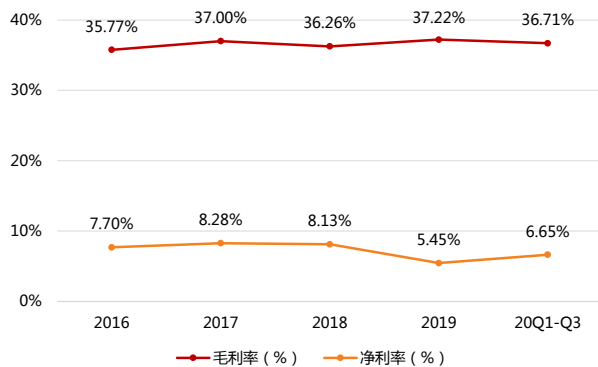
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2018-2020 年公司归母净利润及增速（分季度）



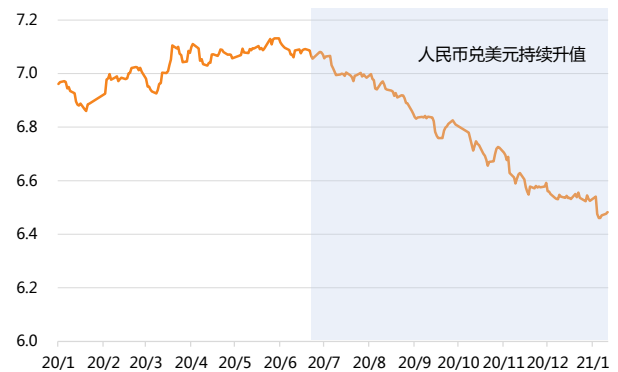
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2016-2020Q1-3 公司毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：人民币兑美元持续升值



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 双主业共振向上，公司进入高速成长期，预计未来复合增速有望达 30%

1) 2020 年保健按摩业务经营逐季向上，Q1 受到疫情冲击，Q2 业绩开始恢复，Q3 实现强劲反弹，同比增长 45%，我们预计 Q4 同比增长超 40%（按摩椅超 70%），全年同比增幅预计超两位数，表现显著好于同行。

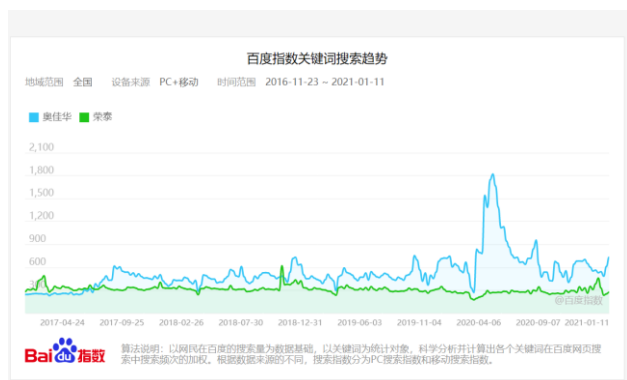
分地区看，公司借鉴台湾市场 FUJI 团队的成功案例，去年开始在东南亚等市场进行相应调整，今年 Q3 东南亚市场经营效果明显好转，日韩地区均在良好恢复，欧美等地销售由线

下逐步转为线上。国内线上销售情况来看，双十一期间，公司借助“奥佳华+ihoco”双品牌战略，销售额超 2.1 亿元，同比去年增长一倍以上。

凭借出众的品牌力，公司的价格下沉策略获得成功，内销呈现高速增长，预计 2021 年有望延续，且随着募投项目投产规模效应和费用率拐点将持续体现，利润率有望回升；

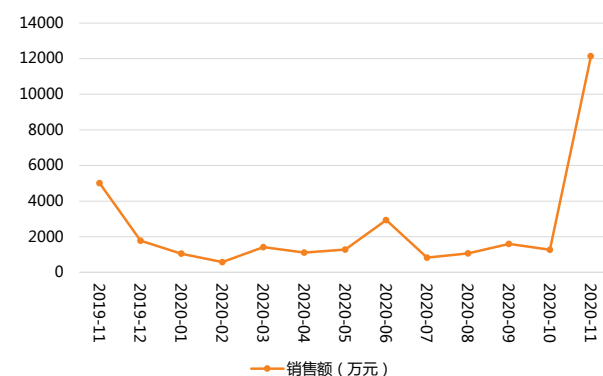
2) 2020 年健康环境业务预计实现翻番增长，充分验证行业高景气，目前海外在手订单充足，有望继续保持高增长，同时引入保利碧桂园战投后亦有望加速在国内精装房放量，新风千亿市场，空间广阔。

图 5：奥佳华关注度与荣泰拉开差距



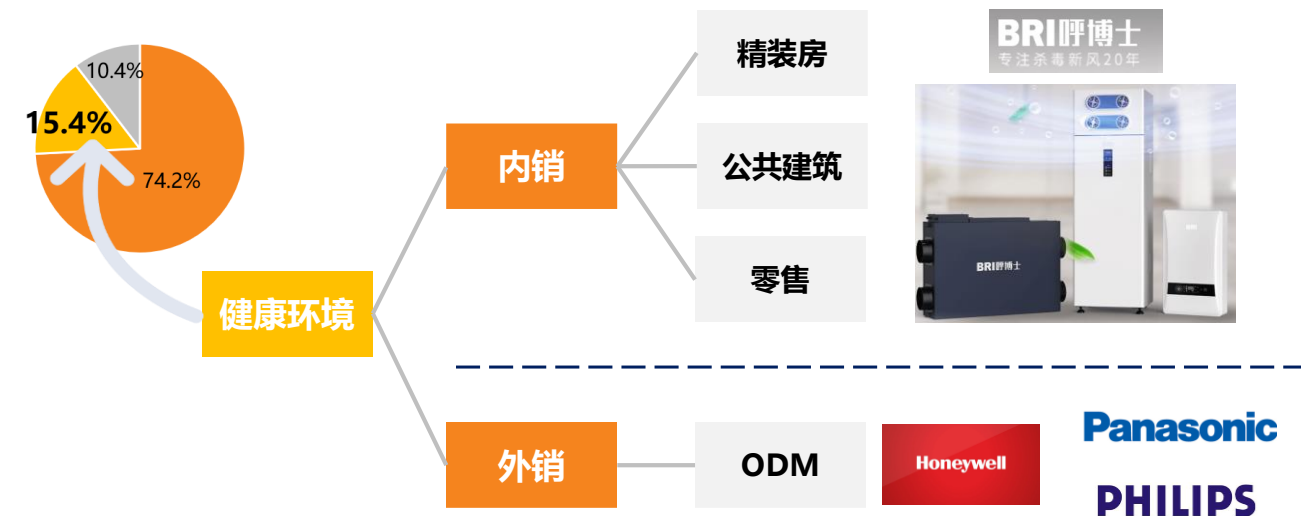
资料来源：百度指数，天风证券研究所

图 6：2020 年奥佳华品牌线上销售情况（仅为天猫平台）



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

图 7：公司健康环境业务构成



资料来源：wind，公司官网，天风证券研究所整理

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,341.04	859.08	1,519.16	2,341.40	2,908.82
应收票据及应收账款	920.88	936.90	1,013.43	1,298.69	1,564.47
预付账款	148.38	315.36	15.70	532.15	215.46
存货	861.04	999.70	1,009.31	1,898.66	1,656.50
其他	931.32	296.74	859.18	895.43	791.54
流动资产合计	4,202.66	3,407.77	4,416.77	6,966.32	7,136.78
长期股权投资	29.09	32.34	32.34	32.34	32.34
固定资产	627.39	721.39	890.34	999.02	1,058.54
在建工程	104.34	467.16	316.29	237.78	172.67
无形资产	534.72	582.25	559.60	536.95	514.30
其他	428.34	992.71	565.23	589.88	664.89
非流动资产合计	1,723.88	2,795.85	2,363.80	2,395.97	2,442.73
资产总计	5,961.41	6,204.80	6,810.59	9,384.31	9,597.25
短期借款	448.38	594.35	694.35	794.35	894.35
应付票据及应付账款	1,533.18	1,685.87	1,358.58	3,279.61	2,692.39
其他	590.14	420.96	583.67	699.64	753.26
流动负债合计	2,571.70	2,701.18	2,636.60	4,773.60	4,340.00
长期借款	53.45	16.56	126.56	76.56	96.56
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.68	30.17	33.39	32.41	31.99
非流动负债合计	87.13	46.73	159.95	108.97	128.55
负债合计	2,658.83	2,747.91	2,796.55	4,882.57	4,468.55
少数股东权益	57.74	69.98	68.00	65.06	61.09
股本	561.49	561.19	618.68	618.68	618.68
资本公积	1,200.50	1,142.84	1,122.84	1,122.84	1,122.84
留存收益	2,820.85	2,996.14	3,327.36	3,818.00	4,448.93
其他	(1,337.98)	(1,313.27)	(1,122.84)	(1,122.84)	(1,122.84)
股东权益合计	3,302.58	3,456.88	4,014.04	4,501.74	5,128.70
负债和股东权益总计	5,961.41	6,204.80	6,810.59	9,384.31	9,597.25

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	442.81	287.64	452.79	649.82	881.47
折旧摊销	121.12	129.99	64.56	72.49	78.24
财务费用	25.43	22.71	(8.98)	(25.38)	(27.64)
投资损失	17.83	(1.56)	(6.33)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	365.97	(131.80)	(136.36)	274.00	(187.51)
其它	(497.51)	(30.64)	(2.60)	(3.77)	(3.37)
经营活动现金流	475.65	276.34	363.07	964.16	738.20
资本支出	426.60	630.37	56.78	80.98	50.42
长期投资	(1.64)	3.25	0.00	0.00	0.00
其他	(692.29)	(600.08)	(135.75)	(149.98)	(94.32)
投资活动现金流	(267.32)	33.54	(78.97)	(69.01)	(43.90)
债权融资	638.08	613.58	874.13	934.95	1,030.89
股权融资	(14.04)	(56.16)	218.29	26.77	29.03
其他	(681.85)	(847.42)	(716.44)	(1,034.64)	(1,186.79)
筹资活动现金流	(57.82)	(290.00)	375.99	(72.92)	(126.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	150.51	19.88	660.08	822.24	567.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,447.03	5,276.27	6,383.01	9,016.58	11,165.48
营业成本	3,472.21	3,312.69	3,976.20	5,699.05	7,022.43
营业税金及附加	30.81	27.65	28.70	40.54	52.48
营业费用	996.38	1,040.78	1,120.10	1,577.90	1,898.13
管理费用	367.93	371.99	438.51	613.13	759.25
研发费用	183.43	226.87	276.84	387.71	457.78
财务费用	(15.57)	(33.34)	(8.98)	(25.38)	(27.64)
资产减值损失	16.67	(24.84)	(3.87)	0.00	0.00
公允价值变动收益	10.99	(19.01)	(0.52)	(0.77)	0.69
投资净收益	(17.83)	1.56	6.33	3.00	3.00
其他	(120.52)	15.19	(56.85)	(81.40)	(89.55)
营业利润	522.52	356.73	606.56	802.81	1,088.90
营业外收入	4.13	3.93	5.35	4.64	5.00
营业外支出	2.45	5.05	10.90	7.98	9.44
利润总额	524.19	355.61	601.01	799.48	1,084.46
所得税	81.39	67.97	114.88	152.82	207.29
净利润	442.81	287.64	450.70	646.82	877.41
少数股东损益	3.69	(1.34)	(2.09)	(2.99)	(4.06)
归属于母公司净利润	439.12	288.98	452.79	649.82	881.47
每股收益（元）	0.71	0.47	0.73	1.05	1.42

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.86%	-3.13%	20.98%	41.26%	23.83%
营业利润	30.85%	-31.73%	70.03%	32.36%	35.64%
归属于母公司净利润	27.22%	-34.19%	56.69%	43.51%	35.65%
获利能力					
毛利率	36.25%	37.22%	37.71%	36.79%	37.11%
净利率	8.06%	5.48%	7.09%	7.21%	7.89%
ROE	13.53%	8.53%	11.47%	14.65%	17.39%
ROIC	17.18%	11.36%	18.42%	21.04%	31.81%
偿债能力					
资产负债率	44.60%	44.29%	41.06%	52.03%	46.56%
净负债率	-21.29%	-7.10%	-16.07%	-31.24%	-36.62%
流动比率	1.65	1.26	1.69	1.46	1.65
速动比率	1.31	0.89	1.30	1.07	1.27
营运能力					
应收账款周转率	7.19	5.68	6.55	7.80	7.80
存货周转率	6.76	5.67	6.35	6.20	6.28
总资产周转率	1.01	0.87	0.98	1.11	1.18
每股指标（元）					
每股收益	0.71	0.47	0.73	1.05	1.42
每股经营现金流	0.77	0.45	0.59	1.56	1.19
每股净资产	5.24	5.47	6.38	7.17	8.19
估值比率					
市盈率	19.26	29.27	18.68	13.02	9.59
市净率	2.61	2.50	2.14	1.91	1.67
EV/EBITDA	12.50	8.05	12.16	8.69	5.84
EV/EBIT	14.41	9.39	13.58	9.59	6.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com