

按摩主业景气提升，多元布局全面开花

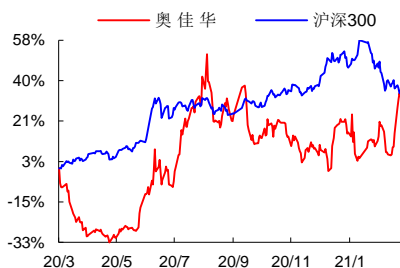
投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2020 年年报, 2020 年公司实现营收 70.5 亿元, 同比增长 33.6%; 归母净利润 4.5 亿元, 同比增长 55.9%; 扣非后归母净利润 4.1 亿元, 同比增长 40.1%。由于收到政府补助 2497 万元以及持有交易性金融资产等获得投资收益 8294 万元, 2020 年非经常性损益同比增加 4573 万元。单季度来看, Q4 公司实现营收 23 亿元, 同比增长 57%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 48.9%。公司计划向全体股东每 10 股派发现金股利 3 元, 分红率为 40.9%。
- 按摩主业快速发展。** 报告期内, 公司按摩业务实现营收 43.6 亿元, 同比增长 11.4%。其中按摩椅同比增长 13.2%, 按摩小电同比增长 9.4%。我们认为公司按摩业务实现了双位数的快速增长, 主要得益于公司全球化的品牌布局与本土化运营。国内方面, 公司通过“OGAWA 奥佳华”+“ihoco 轻松伴侣”的双品牌布局, 发力国内中高端和大众市场, 形成高中低价位全面覆盖的完整产品矩阵。自 Q2 起, 2020 年国内按摩椅业务增速均在 30% 以上, 其中 Q4 单季度营收同比增长 62.5%。海外方面, 公司利用“cozzia”、“fuji”以及“奥佳华”品牌分别布局北美、台湾以及新加坡等亚洲市场, 通过本地化运营, 公司持续开拓海外市场。
- 新风业务蓄势待发。** 受益于全球新冠疫情爆发, 公司依托于 medisana 品牌的销售渠道快速开拓海外家用医疗业务, 报告期内公司家用医疗业务实现营收 10.4 亿元, 同比增长 314.5%。新风业务方面, 受益于国际市场的拓展以及疫情的催化, 自 Q2 起连续三个季度实现超 100% 高速增长, 全年营收同比增长 93.8%。2020 年 12 月, 公司公告拟将新风业务分拆上市, 进一步完善激励机制, 强化新风业务战略地位。此外, 公司引入保碧基金作为战略投资人, 快速推进国内业务的发展, 进一步促进新风业务的快速发展。
- 盈利能力稳步提升。** 2020 年公司综合毛利率为 36%, 同比减少 1.2pp。其中按摩保健、健康环境与家用医疗业务毛利率同比变动 -3.7pp/1.2pp/15.3pp。费用率方面, 公司销售费用率和管理费用率分别为 15.8% 和 10.3%, 同比减少 4pp 和 1pp。除了会计准则变动影响外, 我们推测公司整体费用率下降得益于内部的降本控费运营提效, 以及海外代工业务占比提升。2020 年公司 odm 业务营收占比为 59%, 同比提升了 4pp。由于汇兑影响, 财务费用率为同比提升 3.5pp。综合来看, 公司净利率为 6.2%, 同比提升 0.7PP。
- 按摩市场潜力大, 智能化制造精益生产。** 相较于日韩 (20%、12%) 的家庭保有率, 目前我国按摩椅的家庭保有率仅为 1%。随着老龄化、亚健康年轻化等因素推动下, 我国按摩椅保有率有望快速提升。经过多年的制造积累与沉淀, 公司是目前全球最大的保健按摩器械专业生产基地, 按摩椅年产能 70 万台, 按摩小电器年产能合计超 1700 万台。随着公司集美工业 4.0 按摩椅产业园项目落成, 将逐步释放 50 万台按摩椅的年产能, 公司产能储备充足。在按摩椅行业快速扩张的过程中, 公司有望凭借充足的产能储备, “奥佳华+ihoco”的双品牌运营快速增长。2021 年 1-2 月, 国内按摩椅业务持续增长, 分别实现了 108.5% 和 283.7% 的增长。

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) | 6.19 |
| 流通 A 股(亿股) | 3.94 |
| 52 周内股价区间(元) | 8.46-18.84 |
| 总市值(亿元) | 107.77 |
| 总资产(亿元) | 90.13 |
| 每股净资产(元) | 7.18 |

相关研究

- 奥佳华 (002614): 双主业格局现雏形, 业绩持续高增长 (2021-01-12)
- 奥佳华 (002614): 分拆上市激发活力, 新风业务加速发展 (2020-12-24)
- 奥佳华 (002614): Q3 业绩超预期, 盈利能力提升 (2020-10-30)
- 奥佳华 (002614): 成长空间广阔, 多元业务协同发展 (2020-09-22)



- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.88、1.09、1.36 元，未来三年归母净利润将保持 23.2%的复合增长率。考虑公司品牌矩阵完善，产能储备充足。在按摩椅渗透率提升的背景下，公司加快下沉市场建设，按摩业务有望快速增长；随着公司与战投合作的深入，新风业务有望进一步发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动风险、按摩市场扩容不及预期、新风业务拓展不及预期风险。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入（百万元） | 7049.16 | 7929.85 | 9223.54 | 10486.66 |
| 增长率 | 33.60% | 12.49% | 16.31% | 13.69% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 450.49 | 543.80 | 674.49 | 841.28 |
| 增长率 | 55.89% | 20.71% | 24.03% | 24.73% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.73 | 0.88 | 1.09 | 1.36 |
| 净资产收益率 ROE | 9.06% | 10.18% | 11.43% | 12.74% |
| PE | 24 | 20 | 16 | 13 |
| PB | 2.37 | 2.19 | 1.97 | 1.74 |

数据来源：Wind, 西南证券

关键假设：

假设 1：国内目前按摩椅家庭保有率仅为 1%，相较于日韩市场保有率较低，假设国内按摩椅保有率稳步提升；

假设 2：随着国内按摩市场的发展，公司产能逐步释放，规模效应下盈利能力提升。预期公司按摩业务毛利率稳步提升，2021-2023 年公司按摩业务毛利率为 37.7%/38.4%/38.7%；

假设 3：随着公司与战投合作的深入，预期健康环境业务国内市场逐步打开，盈利能力稳中有升，2021-2023 年健康环境业务毛利率为 29%/30%/31%；

假设 4：假设公司的销售费用率及管理费用率保持相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-----|---------|--------|--------|---------|
| 按摩器具 | 收入 | 4360.18 | 4864.9 | 5351.4 | 5886.6 |
| | 增速 | 11.4% | 11.6% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 37.5% | 37.7% | 38.4% | 38.7% |
| 健康环境业务 | 收入 | 1092.5 | 1420.2 | 1846.3 | 2400.1 |
| | 增速 | 93.8% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| | 毛利率 | 28.9% | 29.0% | 30.0% | 31.0% |
| 家用医疗业务 | 收入 | 1039.3 | 1195.1 | 1434.2 | 1721.0 |
| | 增速 | 314.5% | 15.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 45.6% | 45.0% | 45.0% | 45.0% |
| 其他主营业务 | 收入 | 432.2 | 318.3 | 453.8 | 334.2 |
| | 增速 | 42.6% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 毛利率 | 18.3% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| 合计 | 收入 | 7049.2 | 7929.8 | 9223.5 | 10486.7 |
| | 增速 | 33.6% | 12.5% | 16.3% | 13.7% |
| | 毛利率 | 36.0% | 36.1% | 36.4% | 37.0% |

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 7049.16 | 7929.85 | 9223.54 | 10486.66 | 净利润 | 433.91 | 523.78 | 649.66 | 810.31 |
| 营业成本 | 4513.12 | 5068.80 | 5864.81 | 6607.82 | 折旧与摊销 | 186.90 | 120.70 | 120.70 | 120.70 |
| 营业税金及附加 | 33.94 | 40.42 | 46.36 | 52.59 | 财务费用 | 199.70 | 136.93 | 143.39 | 141.71 |
| 销售费用 | 1111.43 | 1268.78 | 1475.77 | 1677.87 | 资产减值损失 | -39.81 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 管理费用 | 459.39 | 792.98 | 922.35 | 1048.67 | 经营营运资本变动 | 514.78 | -422.81 | 12.07 | -81.53 |
| 财务费用 | 199.70 | 136.93 | 143.39 | 141.71 | 其他 | -580.87 | -30.71 | -50.35 | -43.38 |
| 资产减值损失 | -39.81 | 15.00 | 15.00 | 15.00 | 经营活动现金流净额 | 714.61 | 342.89 | 890.47 | 962.81 |
| 投资收益 | 50.31 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 资本支出 | -323.68 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 39.68 | 15.33 | 17.72 | 20.59 | 其他 | -1303.10 | 25.78 | 27.72 | 30.59 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1626.77 | 25.78 | 27.72 | 30.59 |
| 营业利润 | 520.87 | 632.28 | 783.58 | 973.60 | 短期借款 | -176.44 | -417.91 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -10.27 | -5.23 | -6.22 | -6.56 | 长期借款 | 196.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 510.60 | 627.05 | 777.36 | 967.03 | 股权融资 | 667.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 76.70 | 103.27 | 127.70 | 156.73 | 支付股利 | 0.00 | -90.10 | -108.76 | -134.90 |
| 净利润 | 433.91 | 523.78 | 649.66 | 810.31 | 其他 | 1013.26 | -216.83 | -143.39 | -141.71 |
| 少数股东损益 | -16.59 | -20.02 | -24.84 | -30.98 | 筹资活动现金流净额 | 1699.89 | -724.83 | -252.15 | -276.61 |
| 归属母公司股东净利润 | 450.49 | 543.80 | 674.49 | 841.28 | 现金流量净额 | 769.05 | -356.17 | 666.04 | 716.79 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 1533.12 | 1176.95 | 1843.00 | 2559.79 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1635.76 | 1950.79 | 2228.93 | 2546.24 | 销售收入增长率 | 33.60% | 12.49% | 16.31% | 13.69% |
| 存货 | 1266.46 | 1412.78 | 1643.77 | 1850.07 | 营业利润增长率 | 46.01% | 21.39% | 23.93% | 24.25% |
| 其他流动资产 | 2069.09 | 2079.71 | 2098.55 | 2116.95 | 净利润增长率 | 50.85% | 20.71% | 24.03% | 24.73% |
| 长期股权投资 | 45.87 | 45.87 | 45.87 | 45.87 | EBITDA 增长率 | 100.15% | -1.94% | 17.73% | 17.98% |
| 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 | 1484.94 | 1426.09 | 1367.25 | 1308.41 | 毛利率 | 35.98% | 36.08% | 36.41% | 36.99% |
| 无形资产和开发支出 | 737.25 | 683.76 | 630.27 | 576.79 | 三费率 | 25.12% | 27.73% | 27.55% | 27.35% |
| 其他非流动资产 | 240.75 | 232.38 | 224.00 | 215.63 | 净利率 | 6.16% | 6.61% | 7.04% | 7.73% |
| 资产总计 | 9013.24 | 9008.34 | 10081.66 | 11219.74 | ROE | 9.06% | 10.18% | 11.43% | 12.74% |
| 短期借款 | 417.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 4.81% | 5.81% | 6.44% | 7.22% |
| 应付和预收款项 | 2661.07 | 2870.79 | 3366.43 | 3794.78 | ROIC | 20.59% | 20.60% | 23.33% | 27.70% |
| 长期借款 | 212.62 | 212.62 | 212.62 | 212.62 | EBITDA/销售收入 | 12.87% | 11.22% | 11.36% | 11.79% |
| 其他负债 | 934.77 | 780.17 | 816.95 | 851.28 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 4226.37 | 3863.58 | 4396.00 | 4858.68 | 总资产周转率 | 0.93 | 0.88 | 0.97 | 0.98 |
| 股本 | 618.67 | 618.67 | 618.67 | 618.67 | 固定资产周转率 | 6.95 | 6.20 | 7.56 | 9.04 |
| 资本公积 | 1752.38 | 1752.38 | 1752.38 | 1752.38 | 应收账款周转率 | 6.30 | 5.82 | 5.97 | 5.88 |
| 留存收益 | 2193.17 | 2646.87 | 3212.61 | 3918.99 | 存货周转率 | 3.95 | 3.77 | 3.82 | 3.78 |
| 归属母公司股东权益 | 4539.99 | 4917.89 | 5483.62 | 6190.01 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 102.59% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 246.89 | 226.87 | 202.03 | 171.05 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 4786.88 | 5144.76 | 5685.66 | 6361.06 | 资产负债率 | 46.89% | 42.89% | 43.60% | 43.30% |
| 负债和股东权益合计 | 9013.24 | 9008.34 | 10081.66 | 11219.74 | 带息债务/总负债 | 26.73% | 18.43% | 16.20% | 14.65% |
| | | | | | 流动比率 | 1.88 | 2.13 | 2.15 | 2.21 |
| | | | | | 速动比率 | 1.51 | 1.68 | 1.70 | 1.76 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 16.57% | 16.12% | 16.03% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.73 | 0.88 | 1.09 | 1.36 |
| | | | | | 每股净资产 | 7.34 | 7.95 | 8.86 | 10.01 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.16 | 0.55 | 1.44 | 1.56 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.15 | 0.18 | 0.22 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| EBITDA | 907.47 | 889.90 | 1047.67 | 1236.01 | | | | | |
| PE | 23.92 | 19.82 | 15.98 | 12.81 | | | | | |
| PB | 2.37 | 2.19 | 1.97 | 1.74 | | | | | |
| PS | 1.53 | 1.36 | 1.17 | 1.03 | | | | | |
| EV/EBITDA | 9.10 | 9.20 | 7.18 | 5.51 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.84% | 1.01% | 1.25% | | | | | |

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 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 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 |
| | 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 |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@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 |