

信义山证汇通天下

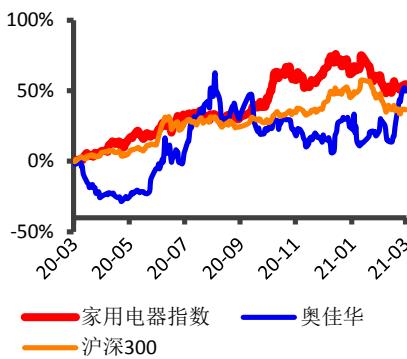
证券研究报告

家电

报告原因：业绩点评

2021年3月31日

公司近一年市场表现



市场数据：2021年3月30日

收盘价(元):	17.42
年内最高/最低(元):	19.29/8.24
流通A股/总股本(亿):	3.76/3.94
流通A股市值(亿):	69
总市值(亿):	108

基础数据：2020年12月31日

每股净资产(元):	7.18
每股公积金(元):	2.83
每股未分配利润(元):	3.34

分析师：石晋 CFA

执业登记编码：S0760514050003

邮箱：shijin@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

奥佳华 (002614.SZ)

公司业务多点开花继续推动公司业绩快速增长

维持

增持

公司研究/点评报告

事件描述

➤ 2020年，公司实现收入704,915.84万元，较上年同期增长33.60%，归母净利润45,049.30万元，同比增长55.89%，经营成效显著。基本每股收益0.79元。Q4实现营业收入23亿元，同比增长57%；当期归母净利润1.2亿元，同比增长48.9%。

事件点评

➤ **按摩椅业务先抑后扬，公司线上销售增速高于行业平均** 公司通过OGAWA与ihoco双品牌布局，构建了完整的产品矩阵，实现对高中低端市场全面覆盖。公司国内的按摩椅业务自2020年Q2起连续三个季度实现超30%的快速增长。其中线上销售额增速64.91%，远超行业线上销售增速的40%。2021年1-2月公司国内按摩椅业务继续保持高增长态势，同比分别实现108.48%、283.68%的增长。Q3及Q4按摩椅内销一直保持40%以上增长，伴随着新基地自动化程度提高和规模效应释放，2021年公司按摩椅内销目标在40%以上。国际市场，韩国、台湾地区等疫情控制较为良好的地区增长较快；北美等疫情控制较弱的地区则从Q3开始增长。

➤ **线下完善渠道布局 线上完成深度合作** 公司自主品牌建设坚持全球化布局和本地化运营，积极发挥产业链的核心优势，根据品牌在当地的定位制定销售策略和布局渠道。公司采取线下渠道（高端百货、Shoppingmall、家居等）、线上渠道（京东、天猫、Amazon、小米有品等）及新零售实现渠道联动。随着家电行业线上渠道份额的不断提升，公司加大线上市场的支持力度，提供更多资源导入，与淘宝、京东、快手、抖音等平台达成深度合作，邀请知名主播直播带货，加大品牌和核心单品曝光，以精准引流提高销售转化率。公司积极推动线上线下融合，打通线上引流、线下体验的全链路营销闭环，提升线下实体店店效和人效，推动线上渠道快速放量。

➤ **健康环境与家用医疗业务逐步迈入正轨** 1) 健康环境业务自20Q2连续三个季度高速增长，2020年全年实现收入10.9亿元，同比增长93.84%，占公司收入15.8%。公司通过自主品牌“BRI呼博士”旗下的新风系统、空气净化器等健康环境产品提高在呼吸与环境健康领域的核心竞争力。空净产品主要出口欧美、日本等发达国家，海外业务增长趋势明显，同时公司引入战略投资人，快速推进国内业务的发展。2)



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



公司 16 年并购全球知名德国企业 MEDISANA GmbH，正式涉足家用医疗领域。“medisana”在欧洲的市场份额排名前三。2020 年家用医疗业务收入 10.4 亿元，同比增长 314.5%，占公司收入 15%。产品涵盖电子血压计、血氧仪等家用医疗产品。2020 年公司继续将产业链从品牌向生产端延伸，同时推进 medisana 全球销售渠道的建设，特别是加快在亚洲、中国市场的渠道拓展。

投资建议

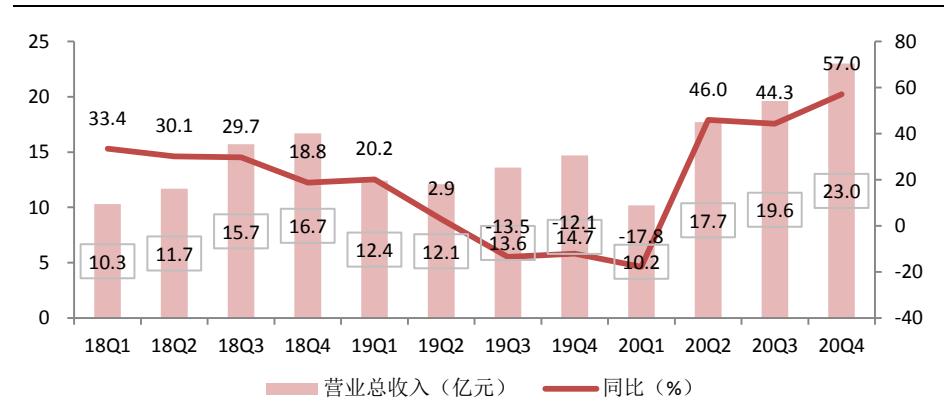
➤ 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.88\1.2\1.45，PE 分别为 19.7/14.5/12，维持“增持”评级。

存在风险

➤ 产品竞争激烈，消费需求疲弱，新业务拓展不达预期，原材料价格波动大。

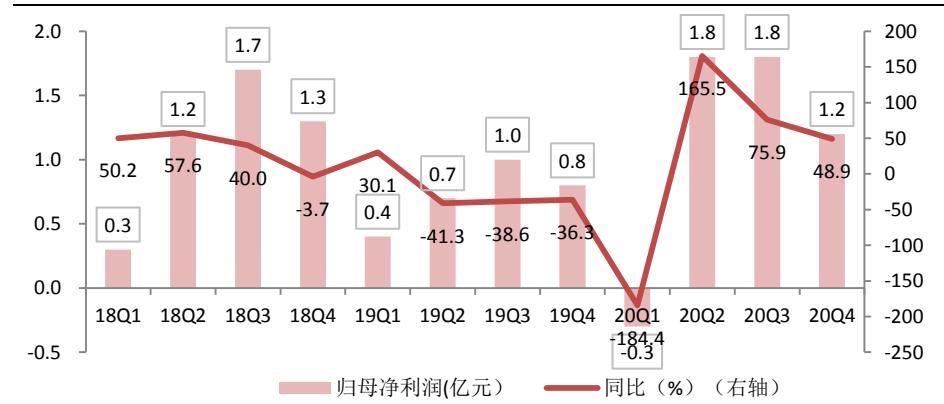
业绩持续高增长

图 1：公司营业收入及同比增长（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

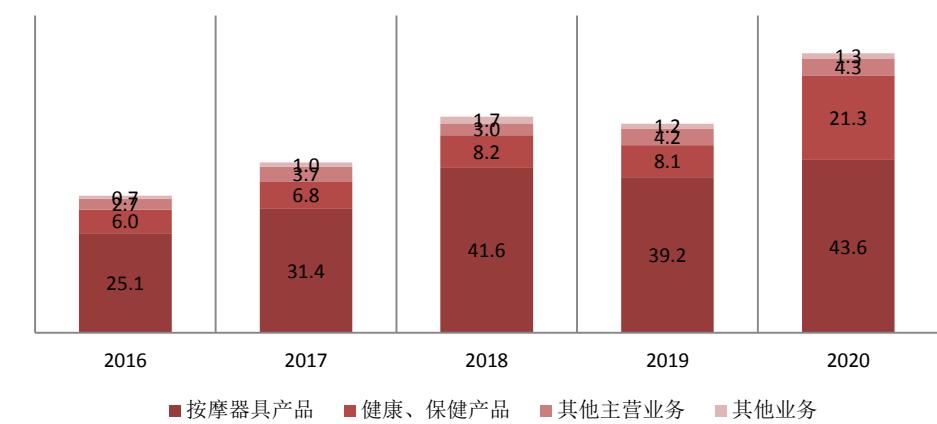
图 2：公司归母净利润及同比增长（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

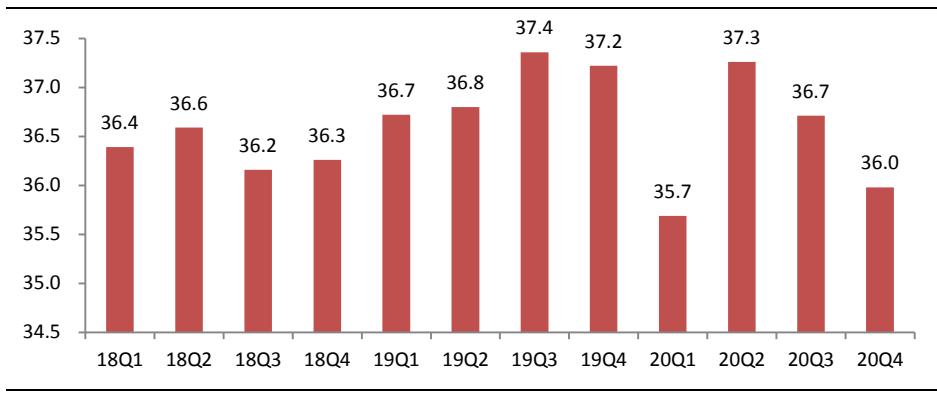


图 3：公司主营收入构成（亿元）



数据来源：wind, 山西证券研究所

图 4：公司产品销售毛利率（%）



数据来源：wind, 山西证券研究所

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1533.1	1497.3	1447.3	1744.5	营业收入合计	7049.2	8318.1	9648.9	10903.3
应收账款	1299.6	1372.5	1640.3	1853.6	营业成本	4513.1	5365.1	6271.8	7010.8
存货	1266.5	1341.3	1379.8	1822.8	税金及附加	33.9	58.2	57.9	56.7
预付	117.6	241.4	313.6	224.3	销售费用	1111.4	1580.4	1833.3	2071.6
其它流动资产	2287.6	582.3	675.4	763.2	管理费用	459.4	607.2	675.4	763.2
流动资产合计	6504.4	5034.7	5456.5	6408.5	研发费用	268.8	349.4	405.3	457.9
长期投资	45.9	45.9	45.9	45.9	财务费用	199.7	-5.7	6.0	18.0
固定资产（净值）	1307.6	1699.4	2152.9	2666.9	资产减值损失	-39.8	17.0	21.5	26.7
在建工程	177.3	354.9	425.3	509.0	公允价值变动净值	39.7	15.0	19.3	32.7
无形资产	563.0	587.6	619.0	656.6	投资净收益	21.5	-66.5	57.9	54.5
其它非流动资产	415.0	887.2	1275.8	1018.1	营业利润	520.9	644.2	860.2	1043.5
资产总计	9013.2	8872.1	10631.9	12726.0	营业外净收支	-10.2	-14.1	9.6	5.5
短期借款	417.9	343.0	270.7	183.4	利润总额	510.7	630.0	869.8	1049.0



应付款项	2370. 6	2146. 1	2508. 7	3154. 9	所得税	76. 7	104. 0	139. 2	167. 8
其他流动负债	679. 3	858. 4	1003. 5	1121. 7	净利润	434. 0	526. 1	730. 7	881. 1
流动负债合计	3467. 8	3347. 5	3782. 9	4460. 0	少数股东损益	-16. 6	-21. 0	-14. 6	-17. 6
长期借款	212. 6	421. 8	693. 7	1038. 2	归母净利润	450. 6	547. 1	745. 3	898. 7
长期应付债券	0. 0	0. 0	0. 0	0. 0	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
其它	546. 0	546. 0	546. 0	546. 0	净利润 (含少数股东)	434. 00	526. 08	730. 66	881. 12
负债合计	4226. 4	4315. 3	5022. 6	6044. 2	折旧	86. 40	107. 30	125. 44	140. 22
少数股东权益	246. 9	262. 9	287. 7	313. 2	摊销	28. 80	25. 34	26. 44	27. 86
股本	618. 7	618. 7	618. 7	618. 7	财务费用	199. 70	-5. 71	5. 99	17. 98
资本公积	1752. 4	1052. 2	1461. 3	1762. 2	投资净收益	-21. 50	66. 54	-57. 89	-54. 52
留存收益	2168. 9	2623. 0	3241. 6	3987. 5	营运资金变动	-1478. 37	1388. 42	36. 06	109. 57
归属母公司股	4540. 0	4293. 9	5321. 6	6368. 5	其它	1465. 57	-1736. 98	-461. 69	-730. 23
权益合计	4786. 9	4556. 8	5609. 3	6681. 7	经营活动现金流合计	714. 60	371. 00	405. 00	392. 00
负债和股东权益	9013. 3	8872. 1	10631. 9	12726. 0	(固定资产构建)	-672. 6	-499. 1	-578. 9	-654. 2
					(无形资产构建)	-9. 6	-49. 9	-57. 9	-65. 4
财务比率					非经常性损益	21. 5	-66. 5	57. 9	54. 5
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	非流动资产减少	577. 7	-472. 2	-388. 6	257. 8
营业收入	7049. 20	8318. 06	9648. 94	10903. 31	其它	-1543. 9	-289. 0	59. 0	135. 0
归母净利润	450. 60	547. 12	745. 27	898. 75	投资活动现金流合计	-1626. 8	-1376. 7	-908. 6	-272. 3
每股收益 (EPS)	0. 73	0. 88	1. 20	1. 45	(财务费用)	-199. 70	5. 71	-5. 99	-17. 98
市盈率 (P/E)	23. 93	19. 71	14. 47	12. 00	短期借款增加	-176. 45	-74. 86	-72. 37	-87. 23
毛利率	0. 36	0. 36	0. 35	0. 36	长期借款增加	196. 04	209. 22	271. 90	344. 46
净利率	0. 06	0. 06	0. 08	0. 08	(归母股东红利)	35. 43	-93. 01	-126. 70	-152. 79
净资产收益率	0. 09	0. 12	0. 13	0. 13	(归少数股东红利)	193. 52	37. 04	39. 43	43. 16
资产负债率	0. 47	0. 49	0. 47	0. 47	股本及资本公积增加	609. 56	-700. 24	409. 16	300. 93
流动比率	1. 88	1. 50	1. 44	1. 44	其它	-127. 00	-146. 00	-94. 00	-194. 00
速动比率	1. 51	1. 10	1. 08	1. 03	筹资活动现金流合计	1700. 00	-762. 16	421. 44	236. 56
应收帐款周转率	4. 72	5. 28	5. 52	5. 52					

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

