

奥佳华 (002614)

证券研究报告

2021年04月01日

聚焦大健康，按摩椅健康环境双轮驱动，经营持续向好

按摩椅、健康环境业绩双增，维持“买入”评级

公司发布 2020 年年报，20FY 实现营收 70.49 亿元，yoy+33.6%，归母净利润 4.5 亿元，yoy+55.89%。其中，保健按摩业务增速转正，yoy+11.36%，健康环境业务业绩高增，yoy+93.84%，疫情驱动下家用医疗业务 yoy+314.50%。公司深耕大健康，聚焦按摩椅及新风行业，我们认为经营拐点已显，预计 21-23 年 EPS 1.06/1.48/1.97 元，维持“买入”评级。

按摩椅：双品牌战略迎业绩拐点

公司按摩椅业务 Q1 受到疫情冲击，Q2 业绩开始恢复，Q3 实现强劲反弹，yoy +45%，我们测算 Q4 营收同比增长超 30%。分地区看，公司借鉴中国台湾地区 FUJI 团队的成功案例，去年开始在东南亚等市场进行调整，东南亚市场经营效果明显好转。产能方面，20 年公司按摩椅产能实现了 30 万台到 70 万台的大幅提升，产能掣肘问题改善，后续集美 50 万台产能逐步释放，有望进一步厚增业绩。

国内线上销售情况来看，20 年同比增长 65%（中国线上销售 40%）。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，同比增长一倍以上。公司通过价格分层覆盖更广的消费群体，通过新的销售模式（知名主播直播带货）实现快速放量。

此外，公司过去几年处于按摩椅品牌投入期，利润没有完全释放，随着按摩椅业务发展，已培育成熟品牌的销售费用逐步与收入匹配，公司中低端募投项目陆续投产后，按摩椅净利率有望逐年提高。

健康环境：空净海外维持高增速，国内新风明年迎来突破

健康环境业务表现抢眼，全年 10.92 亿，yoy + 93.84%。收入高增一方面受国外疫情影响，一方面受益于海外市场如欧洲、日本等市场拓展。

我们认为新风行业在精装修配置率上仍有较大的提升空间，目前北京市、江苏省、河北省出台新风相关政策，要求每套住宅应设置有组织的新风系统或新风装置，行业放量可期。此外，公司拟将环境健康业务分拆上市，进一步完善激励机制，强化“环境工程”战略地位。

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，在新风配置率不断提升的背景下，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。我们上调 2021-2023 年公司归母净利润至 6.55/9.23/12.22 亿元（前值 6.5/8.8 亿元），对应 PE 16/11/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新风拓展不及预期、原材料成本大幅上升、宏观经济不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,276.27	7,049.16	8,941.11	11,082.30	13,873.88
增长率(%)	(3.13)	33.60	26.84	23.95	25.19
EBITDA(百万元)	618.66	1,176.30	1,492.01	1,849.31	2,315.15
净利润(百万元)	288.98	450.49	655.06	923.04	1,222.44
增长率(%)	(34.19)	55.89	45.41	40.91	32.44
EPS(元/股)	0.46	0.72	1.05	1.48	1.97
市盈率(P/E)	36.47	23.40	16.09	11.42	8.62
市净率(P/B)	3.11	2.32	2.07	1.80	1.52
市销率(P/S)	2.00	1.50	1.18	0.95	0.76
EV/EBITDA	8.05	5.07	11.87	6.64	4.91

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	16.95 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	621.83
流通 A 股股本(百万股)	439.22
A 股总市值(百万元)	10,540.10
流通 A 股市值(百万元)	7,444.81
每股净资产(元)	7.18
资产负债率(%)	46.89
一年内最高/最低(元)	19.29/8.43

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

股价走势



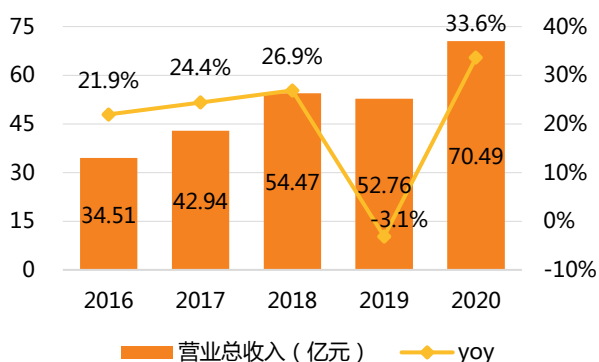
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《奥佳华-公司点评:业绩超预期，含金量高，双轮驱动验证高增长》2021-01-12
- 《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

公司经营数据及可比公司估值表

图 1：公司历年营收及同比增速



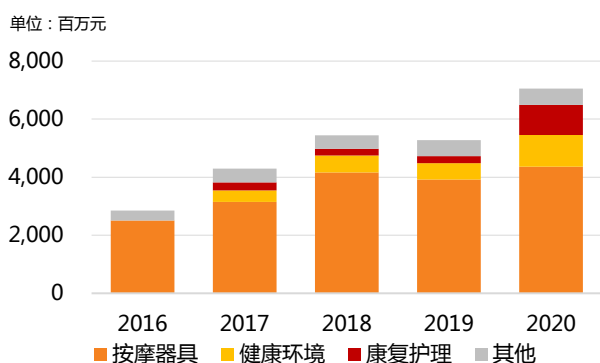
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



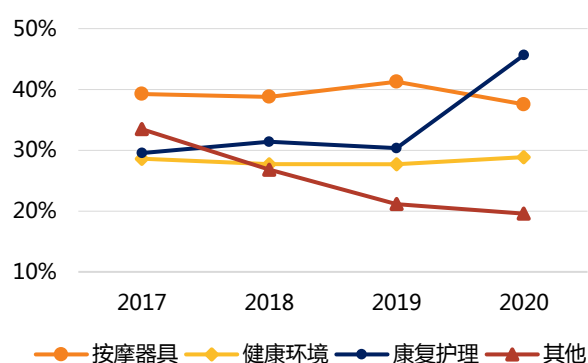
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司分业务收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
603579.SH	荣泰健康	44.30	31.64	0.89	1.19	1.57	17.00	13.88	12.10
603355.SH	莱客电器	139.08	33.85	0.30	0.39	0.48	25.32	21.94	20.30
	平均						21.16	17.91	16.20
002614.SZ	奥佳华	104.86	16.95	0.72	1.05	1.48	23.40	16.09	11.42

资料来源：wind，天风证券研究所预测，截至4月1日收盘

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	859.08	1,533.12	946.65	2,634.99	2,988.58
应收票据及应收账款	936.90	1,299.60	1,524.83	1,499.16	2,286.56
预付账款	315.36	117.65	478.62	333.08	588.49
存货	999.70	1,266.46	1,758.96	2,037.87	2,554.26
其他	296.74	2,287.16	2,658.02	2,502.00	2,697.85
流动资产合计	3,407.77	6,504.00	7,367.08	9,007.10	11,115.75
长期股权投资	32.34	45.87	45.87	45.87	45.87
固定资产	721.39	1,307.62	1,361.73	1,405.42	1,429.87
在建工程	467.16	177.31	142.39	133.43	110.06
无形资产	582.25	563.00	534.68	506.36	478.04
其他	992.71	414.99	512.98	560.44	462.48
非流动资产合计	2,795.85	2,508.81	2,597.66	2,651.54	2,526.32
资产总计	6,204.80	9,013.24	9,976.90	11,663.23	13,647.80
短期借款	594.35	417.91	517.91	617.91	717.91
应付票据及应付账款	1,685.87	2,370.60	2,728.51	3,857.91	4,110.75
其他	420.96	679.26	889.64	620.75	1,122.05
流动负债合计	2,701.18	3,467.77	4,136.06	5,096.57	5,950.71
长期借款	16.56	212.62	322.62	272.62	292.62
应付债券	0.00	499.39	166.46	221.95	295.93
其他	30.17	46.59	36.81	37.86	40.42
非流动负债合计	46.73	758.60	525.90	532.43	628.97
负债合计	2,747.91	4,226.37	4,661.96	5,629.00	6,579.68
少数股东权益	69.98	246.89	223.98	190.56	146.55
股本	561.19	618.67	621.83	621.83	621.83
资本公积	1,142.84	1,752.38	1,732.38	1,732.38	1,732.38
留存收益	2,996.14	3,945.55	4,469.13	5,221.84	6,299.74
其他	(1,313.27)	(1,776.61)	(1,732.38)	(1,732.38)	(1,732.38)
股东权益合计	3,456.88	4,786.88	5,314.94	6,034.23	7,068.12
负债和股东权益总计	6,204.80	9,013.24	9,976.90	11,663.23	13,647.80

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	287.64	433.91	655.06	923.04	1,222.44
折旧摊销	129.99	186.90	69.14	73.58	77.25
财务费用	22.71	62.98	(8.98)	(25.38)	(27.64)
投资损失	(1.56)	(50.31)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(131.80)	845.62	(1,033.97)	892.16	(905.25)
其它	(30.64)	(764.48)	(23.19)	(34.21)	(45.25)
经营活动现金流	276.34	714.61	(351.95)	1,819.20	311.56
资本支出	630.37	347.83	69.78	78.95	47.44
长期投资	3.25	13.53	0.00	0.00	0.00
其他	(600.08)	(1,988.13)	(131.06)	(141.38)	(88.65)
投资活动现金流	33.54	(1,626.77)	(61.28)	(62.43)	(41.21)
债权融资	613.58	1,134.02	1,054.66	1,130.63	1,329.77
股权融资	(57.51)	613.56	16.43	25.42	27.68
其他	(846.07)	(47.69)	(1,244.34)	(1,224.47)	(1,274.21)
筹资活动现金流	(290.00)	1,699.89	(173.25)	(68.42)	83.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	19.88	787.73	(586.48)	1,688.35	353.59

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,276.27	7,049.16	8,941.11	11,082.30	13,873.88
营业成本	3,312.69	4,513.12	5,941.39	7,241.06	8,964.81
营业税金及附加	27.65	33.94	43.05	52.09	65.21
营业费用	1,040.78	1,111.43	1,430.58	1,773.17	2,219.82
管理费用	371.99	459.39	536.47	642.77	804.69
研发费用	226.87	268.79	348.70	421.13	527.21
财务费用	(33.34)	199.70	(8.98)	(25.38)	(27.64)
资产减值损失	(24.84)	(39.81)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(19.01)	39.68	0.93	(0.22)	(0.24)
投资净收益	1.56	50.31	10.00	10.00	10.00
其他	15.19	(108.26)	(109.17)	(92.43)	(98.51)
营业利润	356.73	520.87	748.15	1,060.12	1,408.54
营业外收入	3.93	7.18	5.56	6.37	5.96
营业外支出	5.05	17.45	11.25	14.35	12.80
利润总额	355.61	510.60	742.46	1,052.14	1,401.70
所得税	67.97	76.70	111.52	163.08	224.27
净利润	287.64	433.91	630.94	889.06	1,177.43
少数股东损益	(1.34)	(16.59)	(24.12)	(33.99)	(45.01)
归属于母公司净利润	288.98	450.49	655.06	923.04	1,222.44
每股收益(元)	0.46	0.72	1.05	1.48	1.97

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-3.13%	33.60%	26.84%	23.95%	25.19%
营业利润	-31.73%	46.01%	43.64%	41.70%	32.87%
归属于母公司净利润	-34.19%	55.89%	45.41%	40.91%	32.44%
获利能力					
毛利率	37.22%	35.98%	33.55%	34.66%	35.38%
净利率	5.48%	6.39%	7.33%	8.33%	8.81%
ROE	8.53%	9.92%	12.87%	15.80%	17.66%
ROIC	11.36%	25.18%	28.78%	28.13%	53.33%
偿债能力					
资产负债率	44.29%	46.89%	46.73%	48.26%	48.21%
净负债率	-7.10%	-8.34%	2.03%	-24.93%	-23.47%
流动比率	1.26	1.88	1.78	1.77	1.87
速动比率	0.89	1.51	1.36	1.37	1.44
营运能力					
应收账款周转率	5.68	6.30	6.33	7.33	7.33
存货周转率	5.67	6.22	5.91	5.84	6.04
总资产周转率	0.87	0.93	0.94	1.02	1.10
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.72	1.05	1.48	1.97
每股经营现金流	0.44	1.15	-0.57	2.93	0.50
每股净资产	5.45	7.30	8.19	9.40	11.13
估值比率					
市盈率	36.47	23.40	16.09	11.42	8.62
市净率	3.11	2.32	2.07	1.80	1.52
EV/EBITDA	8.05	5.07	11.87	6.64	4.91
EV/EBIT	9.39	5.62	13.13	7.14	5.20

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