

# 奥佳华 (002614)

证券研究报告

2021年07月15日

## 自主品牌持续放量，盈利拐点来临

### 保健按摩业务维持较快增长，维持“买入”评级

公司发布 2021 年半年度业绩预告，21H1 实现归母净利 2.5-2.8 亿，同比增长 67.72%-87.85%，其中 Q2 业绩 1.44-1.74 亿元，符合我们预期。公司深耕大健康，聚焦按摩椅及新风行业，我们认为国内按摩椅市场渗透率有望加速提升，预计 21-23 年 EPS 1.03/1.43/1.79 元，维持“买入”评级。

### 国内市场拓展成效显著，自主品牌推动保健按摩业务快速增长

21H1 保健按摩业务实现营收预计超 25 亿元，yoy+50%；净利润约 1.63-1.82 亿元，增速超 200%，远高于公司整体增速，保健按摩板块贡献 65%的净利润。其中，自主品牌收入与净利润同比分别实现超 50%、300%的增长，中国自主品牌收入与净利润同比增速超 80%、250%，国内自主品牌连续 5 个季度实现高增。我们认为，去年以来国内按摩椅行业发展态势持续向好，公司国内双品牌战略成效显著，且净利润增速远高于收入增速，公司盈利能力逐步提升。

### 按摩器具产能扩张及市场下沉支撑未来业绩释放

2020 年底公司集美工业 4.0 按摩椅产业园项目投入运营，新增 25 万台按摩椅年产能，21 年产能逐步释放，为上半年业绩增长提供有力支撑。同时，对于主品牌 OGAWA，公司计划加快开拓下沉市场的经销商体系，子品牌“ihoco”主攻大众市场，侧重三四线下沉市场及机场高铁等交通枢纽专柜。到 2023 年，公司按摩椅产能预计达 95 万台，按摩小器具产能超 3000 万台，行业良好发展态势下公司扩产恰逢其时，叠加公司积极营销策略，我们认为公司业绩有望在未来 3 年持续释放。

### 新风业务放量元年，公司未来业绩可期

20 年保碧基金与公司达成战略合作，公司加紧布局地产 B 端业务落地，预计今年将带来业绩增量。《民用建筑工程室内环境污染控制标准》提高了精装房空气质量的验收标准，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，不断强化“环境工程”业务的战略地位。

**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。去年下半年以来公司盈利拐点开始显现，我们认为未来 3 年公司将保持高成长，预计 2021-2023 年净利润分别 6.5、9.0、11.3 亿，复合增速超过 30%，目前 2021-2023 年 PE 估值仅 20、14、12 倍，维持“买入”评级。**风险提示：**市场拓展不及预期、原材料成本大幅上升、业绩预告是初步测算结果具体财务数据以公司公告为准

| 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 | 8,987.51 | 10,253.27 | 11,781.25 |
| 增长率(%)      | (3.13)   | 33.60    | 27.50    | 14.08     | 14.90     |
| EBITDA(百万元) | 618.66   | 1,176.30 | 1,499.75 | 1,710.97  | 1,965.95  |
| 净利润(百万元)    | 288.98   | 450.49   | 650.07   | 902.73    | 1,126.45  |
| 增长率(%)      | (34.19)  | 55.89    | 44.30    | 38.87     | 24.78     |
| EPS(元/股)    | 0.46     | 0.71     | 1.03     | 1.43      | 1.79      |
| 市盈率(P/E)    | 45.08    | 28.92    | 20.04    | 14.43     | 11.57     |
| 市净率(P/B)    | 3.85     | 2.87     | 2.60     | 2.34      | 2.07      |
| 市销率(P/S)    | 2.47     | 1.85     | 1.45     | 1.27      | 1.11      |
| EV/EBITDA   | 8.05     | 5.07     | 13.35    | 8.51      | 7.04      |

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   | 20.66 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 630.59      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 447.98      |
| A 股总市值(百万元)   | 13,027.96   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,255.18    |
| 每股净资产(元)      | 7.33        |
| 资产负债率(%)      | 46.46       |
| 一年内最高/最低(元)   | 24.46/11.20 |

### 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

**王雯** 联系人  
wangwena@tfzq.com

**熊可为** 联系人  
xiongkewei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《奥佳华-公司深度研究:国产按摩椅崛起，高性价比产品引领新浪潮》 2021-06-28
- 《奥佳华-季报点评:双主业持续高增，看好新风业务放量》 2021-04-29
- 《奥佳华-年报点评报告:聚焦大健康，按摩椅健康环境双轮驱动，经营持续向好》 2021-04-01

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E            | 2023E            | 利润表(百万元)         | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E           | 2023E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 859.08          | 1,533.12        | 828.14          | 2,446.19         | 2,451.16         | 营业收入             | 5,276.27      | 7,049.16      | 8,987.51      | 10,253.27       | 11,781.25       |
| 应收票据及应收账款        | 936.90          | 1,299.60        | 1,539.49        | 1,258.29         | 1,956.42         | 营业成本             | 3,312.69      | 4,513.12      | 5,886.99      | 6,592.15        | 7,499.86        |
| 预付账款             | 315.36          | 117.65          | 473.16          | 265.80           | 505.18           | 营业税金及附加          | 27.65         | 33.94         | 43.27         | 48.19           | 55.37           |
| 存货               | 999.70          | 1,266.46        | 1,731.26        | 1,725.31         | 2,116.41         | 营业费用             | 1,040.78      | 1,111.43      | 1,420.03      | 1,599.51        | 1,826.09        |
| 其他               | 296.74          | 2,287.16        | 2,661.21        | 2,441.09         | 2,619.83         | 管理费用             | 371.99        | 459.39        | 539.25        | 594.69          | 659.75          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3,407.77</b> | <b>6,504.00</b> | <b>7,233.26</b> | <b>8,136.67</b>  | <b>9,649.00</b>  | 研发费用             | 226.87        | 268.79        | 341.53        | 379.37          | 435.91          |
| 长期股权投资           | 32.34           | 45.87           | 45.87           | 45.87            | 45.87            | 财务费用             | (33.34)       | 199.70        | (8.98)        | (25.38)         | (27.64)         |
| 固定资产             | 721.39          | 1,307.62        | 1,361.73        | 1,405.42         | 1,429.87         | 资产减值损失           | (24.84)       | (39.81)       | 0.00          | 0.00            | 0.00            |
| 在建工程             | 467.16          | 177.31          | 142.39          | 133.43           | 110.06           | 公允价值变动收益         | (19.01)       | 39.68         | 0.93          | (0.22)          | (0.24)          |
| 无形资产             | 582.25          | 563.00          | 534.68          | 506.36           | 478.04           | 投资净收益            | 1.56          | 50.31         | 10.00         | 10.00           | 10.00           |
| 其他               | 992.71          | 414.99          | 512.98          | 560.44           | 462.48           | 其他               | 15.19         | (108.26)      | 12.00         | 22.85           | 37.36           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,795.85</b> | <b>2,508.81</b> | <b>2,597.66</b> | <b>2,651.54</b>  | <b>2,526.32</b>  | <b>营业利润</b>      | <b>356.73</b> | <b>520.87</b> | <b>742.50</b> | <b>1,032.12</b> | <b>1,284.78</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>6,204.80</b> | <b>9,013.24</b> | <b>9,843.08</b> | <b>10,792.80</b> | <b>12,181.06</b> | 营业外收入            | 3.93          | 7.18          | 5.56          | 6.37            | 5.96            |
| 短期借款             | 594.35          | 417.91          | 517.91          | 617.91           | 717.91           | 营业外支出            | 5.05          | 17.45         | 11.25         | 14.35           | 12.80           |
| 应付票据及应付账款        | 1,685.87        | 2,370.60        | 2,681.83        | 3,314.35         | 3,352.14         | <b>利润总额</b>      | <b>355.61</b> | <b>510.60</b> | <b>736.80</b> | <b>1,024.14</b> | <b>1,277.94</b> |
| 其他               | 420.96          | 679.26          | 886.90          | 559.22           | 1,035.15         | 所得税              | 67.97         | 76.70         | 110.67        | 154.64          | 192.97          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,701.18</b> | <b>3,467.77</b> | <b>4,086.63</b> | <b>4,491.48</b>  | <b>5,105.20</b>  | <b>净利润</b>       | <b>287.64</b> | <b>433.91</b> | <b>626.13</b> | <b>869.49</b>   | <b>1,084.98</b> |
| 长期借款             | 16.56           | 212.62          | 322.62          | 272.62           | 292.62           | 少数股东损益           | (1.34)        | (16.59)       | (23.94)       | (33.24)         | (41.48)         |
| 应付债券             | 0.00            | 499.39          | 166.46          | 221.95           | 295.93           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>288.98</b> | <b>450.49</b> | <b>650.07</b> | <b>902.73</b>   | <b>1,126.45</b> |
| 其他               | 30.17           | 46.59           | 36.81           | 37.86            | 40.42            | 每股收益(元)          | 0.46          | 0.71          | 1.03          | 1.43            | 1.79            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>46.73</b>    | <b>758.60</b>   | <b>525.90</b>   | <b>532.43</b>    | <b>628.97</b>    |                  |               |               |               |                 |                 |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,747.91</b> | <b>4,226.37</b> | <b>4,612.53</b> | <b>5,023.90</b>  | <b>5,734.18</b>  | <b>主要财务比率</b>    | <b>2019</b>   | <b>2020</b>   | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>    | <b>2023E</b>    |
| 少数股东权益           | 69.98           | 246.89          | 224.15          | 191.47           | 150.91           | <b>成长能力</b>      |               |               |               |                 |                 |
| 股本               | 561.19          | 618.67          | 630.59          | 630.59           | 630.59           | 营业收入             | -3.13%        | 33.60%        | 27.50%        | 14.08%          | 14.90%          |
| 资本公积             | 1,142.84        | 1,752.38        | 1,732.38        | 1,732.38         | 1,732.38         | 营业利润             | -31.73%       | 46.01%        | 42.55%        | 39.01%          | 24.48%          |
| 留存收益             | 2,996.14        | 3,945.55        | 4,375.81        | 4,946.84         | 5,665.38         | 归属于母公司净利润        | -34.19%       | 55.89%        | 44.30%        | 38.87%          | 24.78%          |
| 其他               | (1,313.27)      | (1,776.61)      | (1,732.38)      | (1,732.38)       | (1,732.38)       | <b>获利能力</b>      |               |               |               |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>3,456.88</b> | <b>4,786.88</b> | <b>5,230.55</b> | <b>5,768.89</b>  | <b>6,446.88</b>  | 毛利率              | 37.22%        | 35.98%        | 34.50%        | 35.71%          | 36.34%          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6,204.80</b> | <b>9,013.24</b> | <b>9,843.08</b> | <b>10,792.80</b> | <b>12,181.06</b> | 净利率              | 5.48%         | 6.39%         | 7.23%         | 8.80%           | 9.56%           |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | ROE              | 8.53%         | 9.92%         | 12.98%        | 16.19%          | 17.89%          |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | ROIC             | 11.36%        | 25.18%        | 28.56%        | 27.20%          | 50.86%          |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |                 |                 |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 资产负债率            | 44.29%        | 46.89%        | 46.86%        | 46.55%          | 47.07%          |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 净负债率             | -7.10%        | -8.34%        | 4.33%         | -22.80%         | -17.39%         |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 流动比率             | 1.26          | 1.88          | 1.77          | 1.81            | 1.89            |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 速动比率             | 0.89          | 1.51          | 1.35          | 1.43            | 1.48            |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | <b>营运能力</b>      |               |               |               |                 |                 |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 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          | 6.00          | 5.93            | 6.13            |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 总资产周转率           | 0.87          | 0.93          | 0.95          | 0.99            | 1.03            |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |               |                 |                 |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 每股收益             | 0.46          | 0.71          | 1.03          | 1.43            | 1.79            |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 每股经营现金流          | 0.44          | 1.13          | -0.62         | 3.03            | 0.36            |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 每股净资产            | 5.37          | 7.20          | 7.94          | 8.84            | 9.98            |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | <b>估值比率</b>      |               |               |               |                 |                 |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 市盈率              | 45.08         | 28.92         | 20.04         | 14.43           | 11.57           |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | 市净率              | 3.85          | 2.87          | 2.60          | 2.34            | 2.07            |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | EV/EBITDA        | 8.05          | 5.07          | 13.35         | 8.51            | 7.04            |
|                  |                 |                 |                 |                  |                  | EV/EBIT          | 9.39          | 5.62          | 14.55         | 9.10            | 7.46            |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2019            | 2020              | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 287.64          | 433.91            | 650.07          | 902.73          | 1,126.45        |
| 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            | (1,068.08)      | 1,002.80        | (897.96)        |
| 其它             | (30.64)         | (764.48)          | (23.01)         | (33.46)         | (41.71)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>276.34</b>   | <b>714.61</b>     | <b>(390.87)</b> | <b>1,910.28</b> | <b>226.39</b>   |
| 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)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>33.54</b>    | <b>(1,626.77)</b> | <b>(61.28)</b>  | <b>(62.43)</b>  | <b>(41.21)</b>  |
| 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            | 25.18           | 25.42           | 27.68           |
| 其他             | (846.07)        | (47.69)           | (1,332.67)      | (1,385.86)      | (1,537.66)      |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(290.00)</b> | <b>1,699.89</b>   | <b>(252.83)</b> | <b>(229.81)</b> | <b>(180.21)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>19.88</b>    | <b>787.73</b>     | <b>(704.98)</b> | <b>1,618.04</b> | <b>4.97</b>     |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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<br>邮编：100031<br>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<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |