

按摩主业快速发展，盈利能力增强

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2021 年半年报, 2021 年 H1 公司实现营收 39.4 亿元, 同比增长 41.3%; 实现归母净利润 2.7 亿元, 同比增长 78.7%。实现扣非后归母净利润 2 亿元, 同比增长 37%。非经常性损益主要是公司持有交易性金融资产等产生的投资收益 7705 万元。单季度来看, Q2 公司实现营收 18.7 亿元, 同比增长 5.9%; 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比下降 10.9%, 实现扣非后归母净利润 1.2 亿元, 同比下降 35%。整体来看, 公司营收业绩均相较于 2019 年同期均实现增长。
- **聚焦自主品牌, 按摩主业快速发展。**分业务来看, 报告期内, 公司保健按摩、健康环境分别实现营收 25 亿元/6.4 亿元, 同比增长 53.6%/54.2%。保健按摩占主营业务收入 67.9%, 比上年同期提升了 5.7%。其中, 公司全球保健按摩自主品牌实现收入 13.5 亿元, 同比增长 54.2%, 高于公司整体收入增速。究其原因, 我们认为一方面公司聚焦于自主品牌战略, 另一方面公司持续推进按摩椅主业发展。上半年国内“OGAWA 奥佳华”+“ihoco 轻松伴侣”自主品牌收入合计实现 80.3%。“6.18”活动期间, 公司按摩椅全网销售行业第一, 同比增长近 100%, “OGAWA 奥佳华”品牌蝉联京东健康电器榜单第一名。海外市场方面, 公司自主品牌收入实现 43.1% 的增长。
- **自主品牌占比提升+控费得当, 盈利能力增强。**报告期内, 公司综合毛利率为 33.1%, 同比下降 4.2pp, 我们推测主要是受到原材料及海运成本上涨等因素影响。费用率方面, 公司销售费用率为 15.6%, 同比下降 3.3pp; 管理费用率为 9%, 同比下降 3pp; 财务费用率为 1.7%, 同比增加 1.8pp, 主要系人民币对美元汇率升值影响所致。综合来看, 尽管综合毛利率有所下降, 但是费用率管控得当以及自主品牌盈利能力增强, 提高了公司整体盈利能力; 报告期内公司净利率为 7.4%, 同比增加 2.5pp。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为按摩行业龙头企业, 自主品牌业务快速增长, 预期公司盈利能力持续改善。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1、1.29、1.56 元, 未来三年归母净利润将保持 29.8% 的复合增长率, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、按摩市场扩容不及预期。

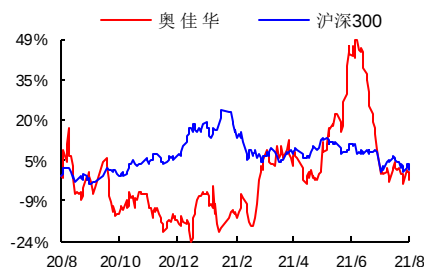
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7049.16	8861.84	10501.16	11986.57
增长率	33.60%	25.71%	18.50%	14.15%
归属母公司净利润 (百万元)	450.49	627.57	811.33	984.89
增长率	55.89%	39.31%	29.28%	21.39%
每股收益 EPS (元)	0.71	1.00	1.29	1.56
净资产收益率 ROE	9.06%	11.57%	13.29%	14.23%
PE	22	16	12	10
PB	2.17	1.97	1.73	1.51

数据来源: Wind, 西南证券

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)	6.31
流通 A 股(亿股)	4.48
52 周内股价区间(元)	12.28-23.68
总市值(亿元)	98.31
总资产(亿元)	93.67
每股净资产(元)	7.38

相关研究

1. 奥佳华 (002614): 双主业驱动, Q1 业绩持续高增 (2021-04-28)
2. 奥佳华 (002614): 按摩主业景气提升, 多元布局全面开花 (2021-03-31)
3. 奥佳华 (002614): 双主业格局现雏形, 业绩持续高增长 (2021-01-12)
4. 奥佳华 (002614): 分拆上市激发活力, 新风业务加速发展 (2020-12-24)
5. 奥佳华 (002614): Q3 业绩超预期, 盈利能力提升 (2020-10-30)
6. 奥佳华 (002614): 成长空间广阔, 多元业务协同发展 (2020-09-22)

关键假设：

假设 1：预期公司的盈利能力维持相对的稳定，预计按摩业务/健康环境业务 2021-2023 年的毛利率分别为 35.1%/36.1%/37%，20%/21%/22%；

假设 2：公司强化费用率管控，预期 2021-2023 年公司销售费用率为 15%/14.5%/14.5%，管理费用率为 8.5%/8.5%/8.5%。

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
按摩器具业务	收入	4360.18	5793.9	6952.6	7918.5
	增速	11.4%	32.9%	20.0%	13.9%
	毛利率	37.5%	35.1%	36.1%	37.0%
健康环境业务	收入	1092.5	1551.3	2016.7	2520.9
	增速	93.8%	42.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	28.9%	20.0%	21.0%	22.0%
其他业务	收入	1596.5	1516.7	1531.9	1547.2
	增速	100.2%	-5.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	36.6%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	7049.2	8861.8	10501.2	11986.6
	增速	33.6%	25.7%	18.5%	14.1%
	毛利率	36.0%	32.4%	33.0%	33.6%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7049.16	8861.84	10501.16	11986.57	净利润	433.91	604.46	781.45	948.62
营业成本	4513.12	5988.77	7033.63	7961.86	折旧与摊销	186.90	152.82	152.82	152.82
营业税金及附加	33.94	45.17	52.79	60.11	财务费用	199.70	110.53	135.32	144.29
销售费用	1111.43	1329.28	1522.67	1738.05	资产减值损失	-39.81	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	459.39	726.67	892.60	1018.86	经营营运资本变动	477.66	-394.38	11.15	-88.91
财务费用	199.70	110.53	135.32	144.29	其他	-543.75	-34.05	-57.82	-14.88
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	424.39	1007.92	1126.95
投资收益	50.31	20.00	20.00	20.00	资本支出	-323.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	39.68	20.11	26.64	24.46	其他	-1303.10	40.56	46.64	44.46
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	40.56	46.64	44.46
营业利润	520.87	716.53	925.80	1122.86	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	711.31	919.58	1116.30	股权融资	667.01	0.00	0.00	0.00
所得税	76.70	106.84	138.13	167.67	支付股利	-110.62	-90.10	-125.51	-162.27
净利润	433.91	604.46	781.45	948.62	其他	1123.89	-190.43	-135.32	-144.29
少数股东损益	-16.59	-23.11	-29.87	-36.26	筹资活动现金流净额	1699.89	-698.44	-260.83	-306.55
归属母公司股东净利润	450.49	627.57	811.33	984.89	现金流量净额	769.05	-233.50	793.72	864.86
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1533.12	1299.63	2093.35	2958.21	成长能力				
应收和预付款项	1635.76	2195.99	2552.45	2928.42	销售收入增长率	33.60%	25.71%	18.50%	14.15%
存货	1266.46	1701.64	2029.62	2283.15	营业利润增长率	46.01%	37.57%	29.21%	21.29%
其他流动资产	2069.09	2093.29	2117.16	2138.80	净利润增长率	50.85%	39.31%	29.28%	21.39%
长期股权投资	45.87	45.87	45.87	45.87	EBITDA 增长率	100.15%	7.98%	23.89%	16.97%
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	1404.28	1323.62	1242.96	毛利率	35.98%	32.42%	33.02%	33.58%
无形资产和开发支出	737.25	673.46	609.67	545.88	三费率	25.12%	24.45%	24.29%	24.20%
其他非流动资产	240.75	232.38	224.00	215.63	净利率	6.16%	6.82%	7.44%	7.91%
资产总计	9013.24	9646.52	10995.74	12358.91	ROE	9.06%	11.57%	13.29%	14.23%
短期借款	417.91	0.00	0.00	0.00	ROA	4.81%	6.27%	7.11%	7.68%
应付和预收款项	2661.07	3385.78	4030.78	4564.71	ROIC	20.59%	22.35%	26.66%	31.31%
长期借款	212.62	212.62	212.62	212.62	EBITDA/销售收入	12.87%	11.06%	11.56%	11.85%
其他负债	934.77	822.68	870.95	913.84	营运能力				
负债合计	4226.37	4421.08	5114.36	5691.17	总资产周转率	0.93	0.95	1.02	1.03
股本	618.67	630.59	630.59	630.59	固定资产周转率	6.95	6.99	8.85	10.84
资本公积	1752.38	1740.46	1740.46	1740.46	应收账款周转率	6.30	6.13	6.02	5.89
留存收益	2193.17	2730.64	3416.46	4239.08	存货周转率	3.89	3.95	3.74	3.68
归属母公司股东权益	4539.99	5001.66	5687.47	6510.10	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	223.78	193.91	157.64	资本结构				
股东权益合计	4786.88	5225.44	5881.38	6667.74	资产负债率	46.89%	45.83%	46.51%	46.05%
负债和股东权益合计	9013.24	9646.52	10995.74	12358.91	带息债务/总负债	26.73%	16.10%	13.92%	12.51%
					流动比率	1.88	1.99	2.02	2.09
					速动比率	1.51	1.53	1.55	1.63
					股利支付率	24.56%	14.36%	15.47%	16.48%
					每股指标				
					每股收益	0.71	1.00	1.29	1.56
					每股净资产	7.20	7.93	9.02	10.32
					每股经营现金	1.13	0.67	1.60	1.79
					每股股利	0.18	0.14	0.20	0.26
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	907.47	979.89	1213.94	1419.97					
PE	21.82	15.66	12.12	9.98					
PB	2.17	1.97	1.73	1.51					
PS	1.39	1.11	0.94	0.82					
EV/EBITDA	7.85	7.27	5.21	3.85					
股息率	1.13%	0.92%	1.28%	1.65%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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	zfy@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	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn