

## 聚焦主营业务，静待经营改善

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报, 2021 年公司实现营收 79.3 亿元, 同比增长 12.3%; 实现归母净利润 4.6 亿元, 同比增长 4.3%; 实现扣非后归母净利润 1.4 亿元, 同比减少 65.7%。非经常性损益主要是公司处置菲律宾子公司以及远期合约套保等取得投资收益 3.2 亿元。Q4 单季公司实现营收 21.1 亿元, 同比减少 8.9%; 实现归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 31.1%。2022Q1 公司实现营收 15.8 亿元, 同比减少 23.5%; 实现归母净利润 0.3 亿元, 同比减少 73.5%。此外, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元, 合计分红金额为 1.9 亿元, 分红率为 40.8%。
- 聚焦保健按摩核心主业, 自主品牌稳健增长。** 分业务来看, 公司全面聚焦保健按摩主业, 全球保健按摩业务实现 55.0 亿元, 同比增长 23.8%。公司集中优势资源, 大力推动保健按摩自主品牌发展, 2021 年全年实现收入 28.0 亿元(占保健按摩整体收入 50.9%), 同比增长 33.1%, 其中全球按摩椅自主品牌实现收入 21.5 亿元(占按摩椅整体收入 70.6%), 同比增长 30.8%; 按摩小电自主品牌业务实现收入 6.5 亿元, 同比增长 41.3%。健康环境业务在高基数的背景下, 营收增速有所下滑, 全年实现收入 10.2 亿元, 同比减少 6.2%。此外, 主动调整非核心业务, 逐渐减少防疫物资等一次性业务, 2021 年其他业务较上年同比下降 15.1%。
- 强化品牌全球化布局, 海内外市场齐发力。** 公司利用前期积累的国内、国际两个市场和资源, 积极推进自主品牌业务的发展。保健按摩板块方面, (1) 在中国市场, 自主品牌“OGAWA 奥佳华”继续保持领先优势, 经营效率显著提升, 收入和利润分别实现 47.2%、252.2% 的大幅增长; (2) 国际“OGAWA 奥佳华”布局于东南亚市场, 全年收入和利润分别增长 11.6%、56.1%; (3) “FUJI”主攻中国台湾市场, 全年实现收入增长的同时, 净利率同比提升了 0.4%, 实现了 11.8% 的净利率; (4) “cozzia”布局于北美市场, 线上自营网站销售首破 500 万美元, 收入和利润双双实现较大增长; (5) “medisana”布局于欧洲市场, 是欧洲领先的家庭健康品牌, 在欧洲的市占率位列前三。此外, 健康环境板块方面, 公司于 2013 年携手钟南山创立了“BRI 呼博士”品牌, 产品涵盖新风系统、空气净化器等健康环境产品。公司品牌布局完善, 未来随着公司自主品牌进一步发力, 预期公司经营将稳步向好。
- 盈利表现承压。** 受到原材料大幅上涨、人民币兑美元汇率波动、海运费上涨等因素的影响, 公司毛利率有所下滑。2021 年公司综合毛利率为 29.9%, 同比减少 6.1pp。费用率方面, 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 14.8%/9.5%/1.8%, 同比变动 +0.7pp/-0.8pp/-1pp。全年来看, 公司净利率为 6.2%, 同比减少 0.4pp。
- 短期经营压力仍存。** 营收方面, 受国内疫情反复影响, 按摩器具国内需求减弱, 外销在高基数的背景下增速放缓, Q1 公司营收下滑。在原材料价格、汇率等持续波动的背景下, 公司盈利表现依旧承压。2022Q1 公司毛利率、净利率分别为 28.8% 和 1.5%, 同比减少 5.5pp 和 4.3pp。
- 盈利预测与投资建议。** 公司作为国内按摩器具龙头公司, 品牌矩阵丰富, 随着国内外需求恢复, 原材料价格以及汇率等逐步趋稳, 预期公司经营将逐步向好。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.78 元、0.91 元、1.06 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动、人民币汇率大幅波动风险, 终端销售不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7926.72	8467.60	9483.68	10769.17
增长率	12.45%	6.82%	12.00%	13.55%
归属母公司净利润(百万元)	458.36	493.49	573.37	667.68
增长率	-0.19%	7.67%	16.19%	16.45%
每股收益 EPS(元)	0.73	0.78	0.91	1.06
净资产收益率 ROE	9.23%	9.27%	9.89%	10.51%
PE	11	11	9	8
PB	1.08	1.01	0.92	0.84

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)	8.03-23.68
总市值(亿元)	52.28
总资产(亿元)	91.57
每股净资产(元)	7.35

### 相关研究

1. 奥佳华(002614): 经营短期受限, 盈利水平波动 (2021-10-27)
2. 奥佳华(002614): 按摩主业快速发展, 盈利能力增强 (2021-08-27)

### 关键假设：

假设 1：在高基数的背景下，预期按摩器具代工业务增速放缓，假设 2022-2024 年按摩椅代工业务增速分别为 1%/8%/8%，按摩小电代工业务增速分别为 3%/8%/10%；随着国内需求的恢复叠加公司营销见效，预期公司按摩椅、按摩小电自主品牌增速保持在 10% 以上。

假设 2：公司通过推新卖贵等方式平滑原材料价格上涨压力，并且随着自主品牌运营效率提升，预期公司自主品牌盈利能力稳步提升，假设 2022-2024 年按摩椅自主品牌的毛利率分别为 49.6%/50%/50.5%，按摩小电自主品牌毛利率分别为 30%/30.5%/31%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
按摩器具	收入	3050.8	3275.1	3774.0	4411.4
	增速	33.2%	7.4%	15.2%	16.9%
	毛利率	40.9%	41.4%	42.6%	43.6%
健康环境	收入	1024.5	1055.2	1108.0	1163.3
	增速	-6.2%	3.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	16.6%	16.6%	17.0%	17.0%
其他业务	收入	1405.1	1475.4	1549.1	1626.6
	增速	-12.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	7926.7	8467.6	9483.7	10769.2
	增速	12.4%	6.8%	12.0%	13.6%
	毛利率	29.9%	30.1%	31.0%	31.8%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7926.72	8467.60	9483.68	10769.17	净利润	469.83	505.85	587.72	684.39
营业成本	5559.47	5917.52	6542.48	7341.60	折旧与摊销	196.61	156.47	156.47	156.47
营业税金及附加	32.74	38.47	42.21	47.69	财务费用	145.72	123.51	135.40	143.91
销售费用	1171.84	1227.80	1422.55	1669.22	资产减值损失	-83.51	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	754.60	762.08	853.53	969.23	经营营运资本变动	-475.19	189.84	-124.75	-120.61
财务费用	145.72	123.51	135.40	143.91	其他	-270.98	-117.57	-147.56	-129.44
资产减值损失	-83.51	-30.00	-30.00	-30.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-17.52</b>	<b>828.09</b>	<b>577.28</b>	<b>704.72</b>
投资收益	317.74	120.00	120.00	120.00	资本支出	-1635.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	45.07	43.27	43.87	43.67	其他	1671.95	163.27	163.87	163.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>36.59</b>	<b>163.27</b>	<b>163.87</b>	<b>163.67</b>
<b>营业利润</b>	<b>534.51</b>	<b>591.48</b>	<b>681.37</b>	<b>791.19</b>	短期借款	-66.99	-350.92	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.91	-7.06	-7.54	-7.28	长期借款	-161.96	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>527.60</b>	<b>584.42</b>	<b>673.82</b>	<b>783.92</b>	股权融资	112.59	0.00	0.00	0.00
所得税	57.77	78.57	86.10	99.52	支付股利	-184.31	-91.67	-98.70	-114.67
净利润	469.83	505.85	587.72	684.39	其他	-37.18	-473.54	-135.40	-143.91
少数股东损益	11.48	12.36	14.36	16.72	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-337.86</b>	<b>-916.13</b>	<b>-234.10</b>	<b>-258.58</b>
归属母公司股东净利润	458.36	493.49	573.37	667.68	<b>现金流量净额</b>	<b>-326.98</b>	<b>75.23</b>	<b>507.04</b>	<b>609.81</b>
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1180.25	1255.47	1762.52	2372.33	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1576.39	1673.05	1875.41	2129.06	销售收入增长率	12.45%	6.82%	12.00%	13.55%
存货	1642.58	1732.67	1931.02	2162.89	营业利润增长率	1.31%	10.66%	15.20%	16.12%
其他流动资产	1959.90	1973.10	1998.09	2029.71	净利润增长率	6.14%	7.67%	16.19%	16.45%
长期股权投资	71.00	71.00	71.00	71.00	EBITDA 增长率	-4.09%	-0.61%	11.68%	12.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1638.92	1553.79	1468.66	1383.53	毛利率	29.86%	30.12%	31.01%	31.83%
无形资产和开发支出	694.95	630.92	566.89	502.86	三费率	26.14%	24.96%	25.43%	25.84%
其他非流动资产	500.97	493.66	486.36	479.05	净利率	5.93%	5.97%	6.20%	6.36%
<b>资产总计</b>	<b>9264.97</b>	<b>9383.67</b>	<b>10159.95</b>	<b>11130.44</b>	ROE	9.23%	9.27%	9.89%	10.51%
短期借款	350.92	0.00	0.00	0.00	ROA	5.07%	5.39%	5.78%	6.15%
应付和预收款项	2489.02	3011.99	3268.52	3630.01	ROIC	24.28%	18.21%	21.63%	24.10%
长期借款	50.66	50.66	50.66	50.66	EBITDA/销售收入	11.06%	10.29%	10.26%	10.14%
其他负债	1284.42	865.71	896.43	935.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4175.02</b>	<b>3928.36</b>	<b>4215.61</b>	<b>4616.38</b>	总资产周转率	0.87	0.91	0.97	1.01
股本	630.69	630.70	630.70	630.70	固定资产周转率	11.92	6.58	7.89	9.64
资本公积	1831.41	1831.41	1831.41	1831.41	应收账款周转率	6.39	6.51	6.43	6.53
留存收益	2417.89	2819.71	3294.38	3847.38	存货周转率	3.78	3.49	3.55	3.58
归属母公司股东权益	4828.76	5181.78	5656.45	6209.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.77%	—	—	—
少数股东权益	261.18	273.54	287.89	304.61	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5089.95</b>	<b>5455.32</b>	<b>5944.34</b>	<b>6514.06</b>	资产负债率	45.06%	41.86%	41.49%	41.48%
负债和股东权益合计	9264.97	9383.67	10159.95	11130.44	带息债务/总负债	19.38%	11.66%	10.87%	9.93%
					流动比率	1.79	2.01	2.11	2.18
					速动比率	1.33	1.48	1.57	1.64
					股利支付率	40.21%	18.58%	17.21%	17.17%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.73	0.78	0.91	1.06
					每股净资产	7.66	8.22	8.97	9.85
					每股经营现金	-0.03	1.31	0.92	1.12
					每股股利	0.29	0.15	0.16	0.18
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	876.83	871.45	973.24	1091.56					
PE	11.41	10.59	9.12	7.83					
PB	1.08	1.01	0.92	0.84					
PS	0.66	0.62	0.55	0.49					
EV/EBITDA	3.38	2.57	1.78	1.03					
股息率	3.53%	1.75%	1.89%	2.19%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn