

奥佳华 (002614)

公司研究/简评报告

自主品牌业务快增长，盈利能力提升

—2017 年半年报点评

简评报告/家电

2017 年 08 月 29 日

一、事件概述

公司于 8 月 28 日晚发布 2017 年半年报：报告期内公司实现营业收入 16.78 亿元，同比增长 33%；归母净利润 0.92 亿元，同比增长 82%；扣非后归母净利润 0.76 亿，同比增长 177%；基本每股收益 0.17 元。预计 2017 年 1-9 月归母净利润同比增长 10-35%。

二、分析与判断

➤ 内销出口两旺，单季度收入与业绩快增长

公司营收结构中以出口为主，上半年出口收入 14.15 亿元，同比+33.95%，占总营收比重 84.33%；内销收入 2.3 亿元，同比+23.98%，占总营收比重 13.68%。

单季度来看，公司 2017Q2 营收 9.03 亿元，同比+25.99%，归母净利润 0.73 亿元，同比+50.61%。我们认为收入与归母净利润快增长的原因一方面在于公司前期产品、渠道、品牌及宣传等方面的持续投入开始显成效，品牌力提升；另一方面国内按摩椅产品的用户教育深化刺激需求，公司内销收入快速增长。

➤ 产品、品牌、渠道多方面发展向好，盈利能力提升

报告期内，公司毛利率同比增加 0.59pct 至 38.47%，我们判断一方面由于公司毛利率较高的按摩椅新品以及自主品牌产品收入快速增加，拉升整体毛利率；另一方面公司渠道管理不断优化，其中电商渠道业绩同比增长 128.78%。

期间费用率同比下降 1.25pct 至 33.81%，其中，由于规模增加导致销售费用率同比下降 0.58pct 至 20.26%，由于管理费用会计科目调整带来管理费用率同比下降 2.91pct 至 11.52%；由于汇率波动造成财务费用率同比增加 2.25pct 至 2.03%。综合引起公司净利率同比增加 1.37pct 至 5.66%。我们判断未来随着公司产品结构优化、成本管理效率与费用管控能力进一步提高，公司盈利水平有望进一步提升。

➤ 自主品牌与 ODM 结构持续优化

公司 ODM 出口业务连续 12 年位居国内行业出口第一，出口龙头地位稳固。通过近十几年海外布局深化，公司目前已在亚洲、北美、欧洲三大保健按摩核心市场中完成自主品牌与渠道建设，五大自主品牌“OGAWA”、“FUJIMEDIC”、“FUJI”、“COZZIA”和“MEDISANA”分别布局中国与东南亚等国、日本、中国台湾、北美、欧洲市场，并进行针对性产品设计与渠道营销。2017 年上半年公司自主品牌营收比重达到 45.77%，同比提高 3.72pct。我们判断，未来随着公司品牌力持续提升，自主品牌占比有望进一步提高，拉升公司盈利水平。

➤ 各品类齐发力，新品畅销增收

公司 2017 年上半年各品类产品均有较快增长：其中按摩小器具营收 6.53 亿元，同比+21.69%，占总营收比重 39.69%；按摩椅营收 5.08 亿，同比+35.44%，占总营收比重 30.89%；健康环境类产品营收 2.69 亿，同比+60.77%，占总营收比重 16.34%；家用医疗类产品营收 1.11 亿元，同比+163.20%，占总营收比重 6.73%。

爆款新品获热销：公司今年主打产品“御手温感大师椅”2017 年 3 月香港上市，4 月亚洲正式上市后获热销，截至目前累计销量达到 5500 台；今年 5 月在台湾首发的“爱沙发”按摩椅仅在台湾市场销量突破 5000 台。我们判断未来公司高端产品销售量快速增长有望带来公司营收与业绩的快提升。

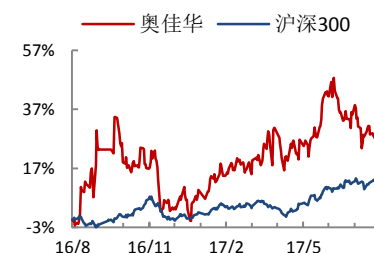
强烈推荐 维持评级

合理估值： 20—26 元

交易数据 2017-8-28

收盘价(元)	16.34
近 12 个月最高/最低	18.15/12.78
总股本(百万股)	554.32
流通股本(百万股)	288.76
流通股比例(%)	52%
总市值(亿元)	90.58
流通市值(亿元)	47.18

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：马科

执业证号：S0100513070001

电话：010-85127533

邮箱：make@mszq.com

研究助理：陈梦

执业证号：S0100116080018

电话：010-85127533

邮箱：chenmeng@mszq.com

相关研究

1. 奥佳华 (002614) 公司动态：自主品牌发展可期，股权激励彰显发展信心
2. 蒙发利 (002614) 点评报告：全年利润过亿 成长属性确立
3. 蒙发利 (002614) 点评报告：收购动力和能力已体现 看好成长逻辑

三、盈利预测与投资建议

公司作为全球按摩器具 ODM 龙头, 不断加强自主品牌建设与运营, 在海外市场不断拓展的同时, 也开始深耕国内市场, 未来有望受益于消费升级与人口红利, 挖掘巨大按摩器具市场空间。同时, 公司在今年 6 月公布第二期股权激励方案, 拟分别授予股票期权和限制性股票各 750 万股, 股权激励方案考核目标为 2017/18 年净利润比 2016 年分别增长 20%/40%, 这将公司发展同管理层及员工利益深度绑定, 利好公司中短期发展。预计公司 2017-2019 年能够实现基本每股收益 0.61、0.81、1.03 元/股, 对应 2017-2019 年 PE 分别为 26.7、20.1、15.9 倍。给予“**强烈推荐**”评级。

四、风险提示:

海外业务整合不及预期, 汇率波动风险, 新产品拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,451	4,743	6,016	7,205
增长率 (%)	21.9%	37.4%	26.8%	19.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	251	339	451	571
增长率 (%)	39.0%	34.9%	33.2%	26.5%
每股收益 (元)	0.46	0.61	0.81	1.03
PE (现价)	35.5	26.7	20.1	15.9
PB	3.6	3.2	2.7	2.3

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,451	4,743	6,016	7,205
营业成本	2,217	3,003	3,782	4,508
营业税金及附加	23	30	38	45
销售费用	600	821	1,041	1,232
管理费用	382	531	674	800
EBIT	230	359	481	620
财务费用	(49)	2	(19)	(34)
资产减值损失	46	18	21	26
投资收益	48	48	48	48
营业利润	294	387	526	675
营业外收支	16	0	0	0
利润总额	310	402	541	690
所得税	45	56	76	97
净利润	266	346	466	593
归属于母公司净利润	251	339	451	571
EBITDA	311	431	559	702

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	534	1039	1416	1961
应收账款及票据	634	630	832	1008
预付款项	43	96	105	131
存货	577	646	821	975
其他流动资产	1286	1286	1286	1286
流动资产合计	3172	3794	4562	5466
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	611	643	676	708
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1226	1231	1269	1283
资产合计	4398	5024	5831	6749
短期借款	573	573	573	573
应付账款及票据	768	933	1174	1400
其他流动负债	15	15	15	15
流动负债合计	1766	2047	2388	2712
长期借款	26	26	26	26
其他长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	75	75	75	75
负债合计	1841	2122	2462	2787
股本	554	554	554	554
少数股东权益	34	41	56	79
股东权益合计	2557	2903	3368	3962
负债和股东权益合计	4398	5024	5831	6749

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	21.9%	37.4%	26.8%	19.8%
EBIT 增长率	96.4%	56.4%	33.9%	28.8%
净利润增长率	39.0%	34.9%	33.2%	26.5%
盈利能力				
毛利率	35.8%	36.7%	37.1%	37.4%
净利润率	7.3%	7.1%	7.5%	7.9%
总资产收益率 ROA	5.7%	6.7%	7.7%	8.5%
净资产收益率 ROE	9.9%	11.8%	13.6%	14.7%
偿债能力				
流动比率	1.8	1.9	1.9	2.0
速动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
现金比率	0.3	0.5	0.6	0.7
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	50.1	47.0	48.1	47.7
存货周转天数	80.7	78.4	79.1	78.9
总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.6	0.8	1.0
每股净资产	4.6	5.2	6.0	7.0
每股经营现金流	0.2	1.0	0.8	1.1
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	35.5	26.7	20.1	15.9
PB	3.6	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	29.7	20.3	15.0	11.1
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	266	346	466	593
折旧和摊销	127	90	99	109
营运资金变动	(212)	147	(72)	(60)
经营活动现金流	119	544	452	601
资本开支	78	62	100	81
投资	(178)	0	0	0
投资活动现金流	(136)	(14)	(52)	(33)
股权募资	3	0	0	0
债务募资	(39)	0	0	0
筹资活动现金流	(145)	(24)	(23)	(23)
现金净流量	(162)	505	377	545

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016年入职民生证券，从事家电行业研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。