

技术领先+营销推广推动业绩高增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年三季报, 实现收入 28.9 亿 (+22%)、归母净利润 2.1 亿 (+42%)、扣非后归母净利润 1.6 亿 (+56%); 2017Q3 单季度实现收入 12.1 亿 (+11%)、归母净利润 1.2 亿 (+21%)、扣非后归母净利润 8647 万 (+13%); 预告 2017 年归母净利润为 3.3-3.5 亿, 同比增长 31-40%。
- **业绩持续稳定增长, 新产品放量推动自主品牌高增长。** 总体来看, 公司三季报和全年业绩预告符合预期。近年来公司从 ODM 代工逐步向自主品牌转型, 目前自主品牌收入占比已经超过 40%而且仍在持续提升。2017 年新推出两款新品凭借先进技术和更高舒适度得到消费者高度认可, 成为爆款产品: 1) 御手温感大师椅于 3 月在香港推出, 7 月进入中国大陆, 目前累计销量已超过 9000 台; 2) 爱沙发于 4 月在台湾推出, 6 月进入香港和东南亚, 7 月进入中国大陆, 目前累计销量已超过 10000 台。这两款新品正在欧美市场推出, 未来 3 年内有望保持高速放量, 推动自主品牌业务的收入和毛利快速增长。从盈利能力来看, 毛利率基本持平, 期间费率提升 1.21pp 至 31.03%, 销售费率由于自主品牌宣传推广力度加大提升 1.42pp 至 19.18%, 管理费率下降 2.02pp 至 10.04%, 财务费率由于人民币升值产生汇兑损失而提升 1.81pp 至 1.81%。
- **技术引领同行, 多渠道推广爆款产品。** 中国家庭的按摩椅渗透率仅 1%左右, 随着居民收入增加消费意识改变、舒适度提升和认知度提升, 按摩椅市场将迎来快速增长, 未来有望达到日韩 10%以上的渗透率。公司坚持技术创新路线, 研发费率维持在 4%左右, 专利数量和质量大幅度领先竞争对手。2017 年新推出的御手温感大师椅采用独特的 4D 机芯和力反馈控制技术, 舒适度大幅度提升, 而且还拥有第六代按摩椅技术储备, 在技术上引领国内同行发展。在创新技术的支持下, 公司全方位出击大力推广自主产品: 在家用按摩椅市场, 公司新推出的御手温感大师椅和爱沙发技术领先, 邀请明星代言+线上线下大规模宣传, 迅速成为包括产品。在专用按摩椅市场, 公司布局“产品+服务”模式, 在按摩椅基础上引入健康管理技术, 提供健康管理解决方案, 已与康美和片仔癀等知名企业达成合作协议。在商用按摩椅市场, 公司携手爽客、民本等平台在机场、高铁等地大规模投放, 通过共享按摩椅模式实现快速铺货和提高产品知名度。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.60 元、0.85 元、1.19 元, 对应 PE 分别为 31 倍、22 倍、16 倍。给予公司 2017 年 35 倍 PE, 对应股价为 21 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 按摩器销量或低于预期的风险; 汇兑损益风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3451.38	4379.82	5452.67	6586.64
增长率	21.93%	26.90%	24.50%	20.80%
归属母公司净利润 (百万元)	251.03	337.15	476.77	668.76
增长率	39.03%	34.31%	41.41%	40.27%
每股收益 EPS (元)	0.45	0.60	0.85	1.19
净资产收益率 ROE	10.39%	12.25%	15.06%	17.86%
PE	42	31	22	16
PB	4.13	3.63	3.16	2.67

数据来源: Wind, 西南证券

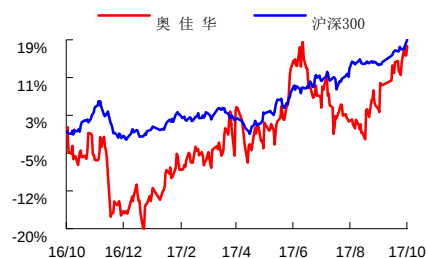
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhuguo@swsc.com.cn

分析师: 周平
 执业证号: S1250517080004
 电话: 023-67791327
 邮箱: zp@swsc.com.cn

联系人: 龚梦泓
 电话: 023-63786049
 邮箱: gmh@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)	5.61
流通 A 股(亿股)	2.89
52 周内股价区间(元)	12.84-18.98
总市值(亿元)	105.70
总资产(亿元)	48.10
每股净资产(元)	4.80

相关研究

1. 奥佳华 (002614): 按摩椅快速放量, 业绩超预期 (2017-09-27)
2. 奥佳华 (002614): 增持看好公司发展前景, 按摩椅快速放量 (2017-09-12)
3. 奥佳华 (002614): 业绩持续高增长, 新产品快速放量 (2017-08-28)
4. 奥佳华 (002614): 技术领先+自主品牌崛起, 塑造全球按摩保健龙头 (2017-07-03)

目 录

1 中国按摩椅渗透率低，正处于高速发展阶段	1
1.1 中国按摩器具市场增速远超全球平均增速	1
1.2 多因素推动中国按摩椅市场快速增长	2
2 技术领先同行，引领行业技术发展.....	4
3 按摩椅快速放量推动业绩高增长	6
3.1 按摩椅市场空间大，奥佳华三大按摩椅业务齐发展.....	6
3.2 打造爆款精品，家用按摩椅业务迅速放量	6
3.3 布局产品+服务模式，推动专用按摩椅业务发展.....	8
3.4 乘共享经济之风，大力发展商用按摩椅业务	9
4 盈利预测与估值	9
5 风险提示	11

图 目 录

图 1：全球按摩器具市场规模	1
图 2：各国按摩器具的家庭渗透率	1
图 3：按摩器具国内市场规模及增长趋势	2
图 4：我国高端按摩椅销售数据增长趋势	2
图 5：1978-2015 中国人均 GDP 增长趋势	2
图 6：1978-2016 城乡居民消费水平增长趋势	2
图 7：中国人均医疗保健支出及占消费支出的比例（元）	3
图 8：中国老龄化发展趋势	3
图 9：按摩椅宣传渠道	4
图 10：公司历年研发费用投入	5
图 11：公司累计授权专利数（件）	5
图 12：奥佳华按摩椅和按摩小电器近 4 年营收及增速	6
图 13：奥佳华按摩椅和按摩小电器近 4 年毛利率	6
图 14：奥佳华御手温感大师椅	7
图 15：4D 温感机芯模拟大师手法	7
图 16：奥佳华爱沙发产品外观	7
图 17：奥佳华爱沙发产品卖点	7
图 18：第六代按摩椅宣传资料	8
图 19：康美健康云 APP 界面展示	8
图 20：共享按摩椅应用场景	9

表 目 录

表 1：按摩椅技术升级路线	3
表 2：进口和国产按摩椅价格比较（元）	4
表 3：奥佳华不同按摩椅性能比较	5
表 4：御手温感大师功能详解	5
表 5：公司主营业务收入分拆与预测	10
表 6：可比公司估值情况	11
附表：财务预测与估值	12

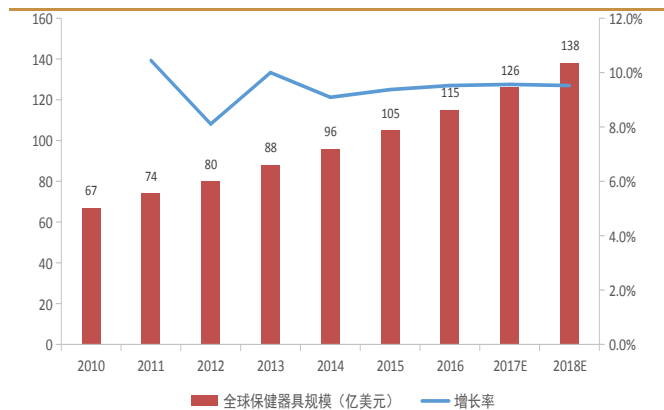
1 中国按摩椅渗透率低，正处于高速发展阶段

1.1 中国按摩器具市场增速远超全球平均增速

按摩器具行业经过几十年的市场培育，全球已形成北美、欧洲、东亚和东南亚几个主要消费区域。全球按摩椅市场稳步增长，根据中国医药保健品进出口商会按摩器具分会的数据，2008 年全球按摩椅销量约为 80 万台，2015 年全球按摩器具产品的销售额将达到 100 亿美元，2016 年的市场规模约为 115 亿美元，从 2008-2016 来看按摩器具的 CAGR 为 10% 左右，预计未来全球市场将保持 8.3% 的复合增速。

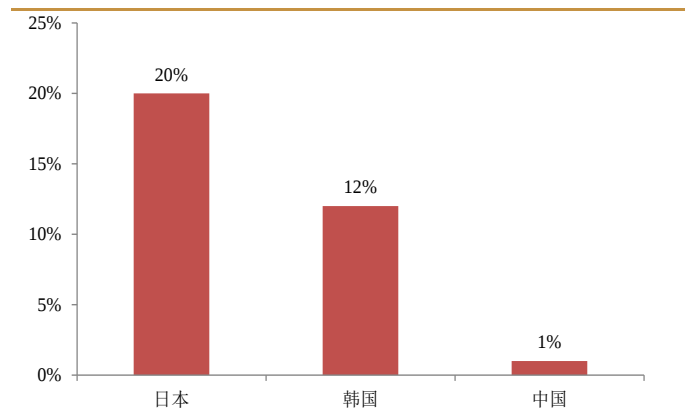
从全球渗透率来看，日本作为按摩椅的发源地渗透率最高超过 20%，韩国在 12% 左右，欧美国家由于消费习惯的差异渗透率在 5% 左右，中国市场仍处于市场培育期，渗透率仅 1% 左右，还有巨大的发展潜力。

图 1：全球按摩器具市场规模



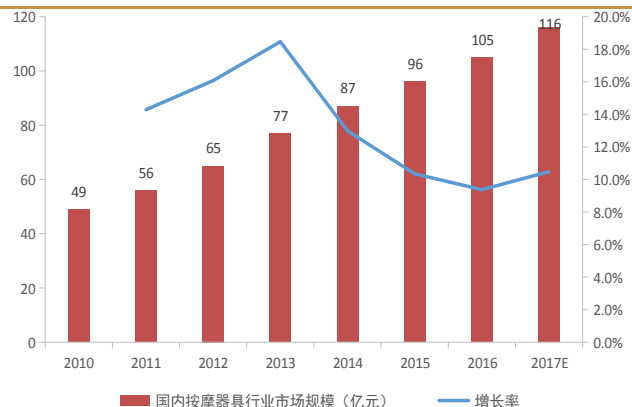
数据来源：中国医保商会按摩保健器具分会，西南证券整理

图 2：各国按摩器具的家庭渗透率

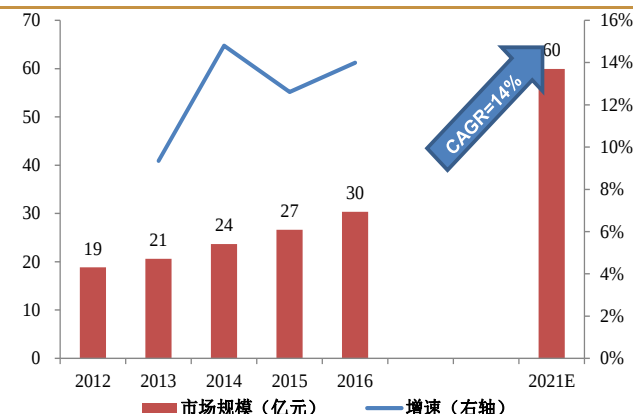


数据来源：公司公告，西南证券整理

中国是全球按摩器消费增长最快的国家，2016 年市场规模达到 105 亿，预计 2017 年将达到 116 亿。我国按摩器具市场保持 16% 的复合增速，远高于全球同期 10% 的复合增速。但从渗透率来看，我国按摩器具市场远低于日本、欧美发达国家，还有巨大的增长空间。尤其是随着收入和消费水平提高、健康意识提升，高端按摩椅的需求快速增长 2016 年高端按摩椅市场规模已达 30 亿元，未来有望保持 14% 的复合增速，2021 年市场规模有望达到 60 亿。

图 3：按摩器具国内市场规模及增长趋势


数据来源：中国医药保健品进出口商会，西南证券整理

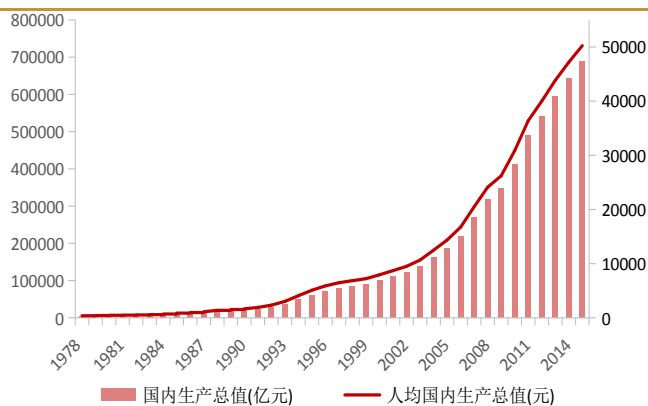
图 4：我国高端按摩椅销售数据增长趋势


数据来源：V3 GROUP 招股书，西南证券整理

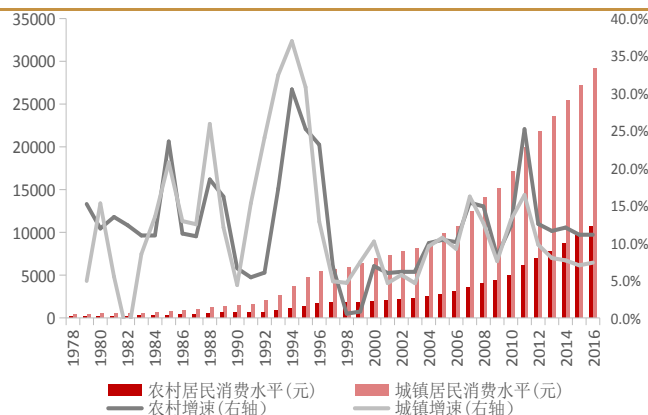
1.2 多因素推动中国按摩椅市场快速增长

参照发达国家的按摩椅市场发展规律，我们认为收入水平、消费意识、价格、舒适度、认知度是决定按摩椅渗透率的主要原因。中国的按摩椅市场正面临着良好的发展环境，处在高速增长阶段。

随着中国经济的持续增长，人均 GDP 从 1992 年到不到 2334 元增长到 2015 年的 50251 元，城镇的居民消费也从 1992 年的 2009 元增长到 2015 年的 27210 元，农村则从 1992 年的 701 元增长到 9679 元。GDP 的增长带来消费水平的增长，最近 5 年城镇消费水平以每年 7% 的速度增加，农村消费水平以每年 10% 的速度增加。

图 5：1978-2015 中国人均 GDP 增长趋势


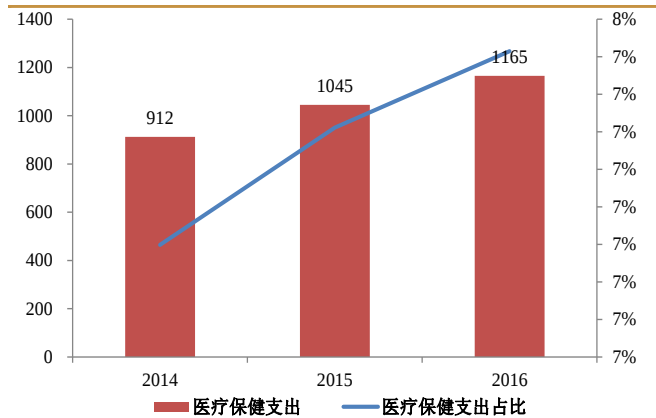
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 6：1978-2016 城乡居民消费水平增长趋势


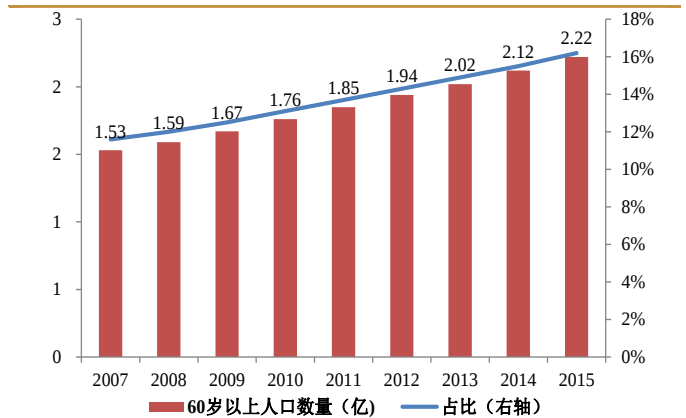
数据来源：国家统计局，西南证券整理

随着经济水平提高，居民消费结构也在发生变化。满足基本生活的生活必需品的比例在不断减少，而提高居民的生活质量的产品比例在不断增加，如家用电器、按摩器具和医疗保健器具等。从医疗保健支出占比来看，医疗保健支出消费性支出中的占比持续提升，从 2014 年的 6.9% 提升至 2015 年的 7.2% 和 2016 年的 7.4%。

老龄化进程加快也推动按摩器具的消费增加。中国已进入老龄社会初期，60 岁以上老年人的绝对数量和占总人口的比例都在持续增加。预计 2020 年老年人比例将达到 2.48 亿，占比 17.17%。

图 7：中国人均医疗保健支出及占消费支出的比例（元）


数据来源：中国统计年鉴 2016，西南证券整理

图 8：中国老龄化发展趋势


数据来源：产业信息网，西南证券整理

按摩椅源自日本，过去由松下、稻田、富士等全球知名品牌商占领市场。后来随着国内按摩椅生产企业兴起，经过多年研发，国内企业的技术逐渐成熟且成本更低，按摩椅生产从日本等发达国家向国内转移。国内按摩椅技术逐步追赶全球领先水平，按摩椅带来的舒适度更高。尤其是奥佳华开发的 4D 机芯达到国际先进水平，按摩效果已经能够拟合人手按摩的 80% 以上，能够带来更舒适的按摩享受。

表 1：按摩椅技术升级路线

按摩椅	按摩机芯	生产厂商	实现功能
第一代	-	淘汰	固定震动按摩
第二代	-	淘汰	除第一代以外，新增固定位置揉捏按摩
第三代	2D	市场上大部分厂商	可实现揉捏、敲击、行走 3 个基本手法和一些简单组合，并能在平面上上下移动，精准度差
第四代	3D	仅奥佳华等国际高端品牌	在第三代基础上加入手指压和刮痧。按摩手能够实现前后伸缩，实现 X、Y、Z 三轴的 3D 立体按摩，精准度也比上一代提升
第五代	4D	仅奥佳华等国际高端品牌	在 4D 机芯的基础上，引入了“力反馈控制”技术，使之在 3D 按摩的同时，根据各部位肌肉紧张程度，自动反馈出所需的按摩力道，给予仿真人手般轻重缓急的按摩手法。同时还能够检测识别出人的物理参数，包括个人对按摩的喜好程度、耐受程度，根据人的耐受度自动在力度上调节，实现精准、到位的按摩、脊椎保健功能。
第六代	健康管理	仅奥佳华	在第五代的基础上，全面引入健康管理技术，并进一步提升人体按摩面积。远程执行大师按摩指令，对人类按摩理疗技术的仿真，仿真实现率可达 80% 以上。通过设备与消费者连接在一起，提供持续的健康服务，增强用户黏性。

数据来源：公司官网，西南证券整理

随着国内技术进步和规模扩大也迫使进口按摩椅降价，国内按摩椅凭借高技术低价格的优势获得消费者青睐，推动按摩椅市场需求快速释放。

表 2：进口和国产按摩椅价格比较（元）

企业	最低价	最高价
富士（进口）	25800	45800
稻田（进口）	18800	49800
傲胜（进口）	10799	48800
松下（进口）	8699	51800
奥佳华（国产）	8800	54800
荣泰（国产）	4999	39800

数据来源：京东，西南证券整理

近年来国内各大按摩椅生产商通过广告、体验店、电商等渠道大力推广按摩椅，消费者对按摩椅的认知度持续提升。

图 9：按摩椅宣传渠道



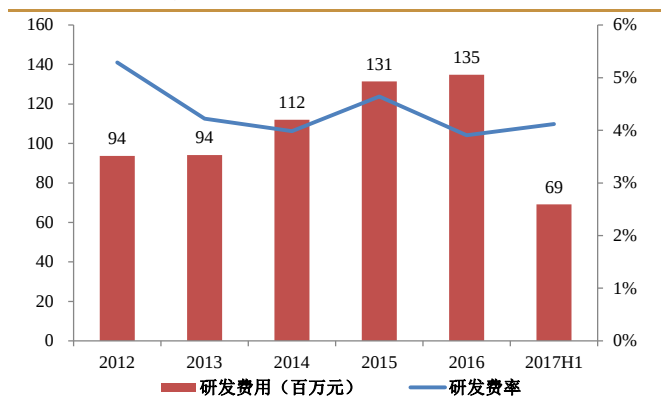
数据来源：公司官网，西南证券整理

总体来看，中国按摩椅渗透率低仅 1% 左右，随着居民消费水平提升、认知度提高、按摩椅舒适度提升和价格合理，短期渗透率有望提升至 5% 左右，长期看参照日韩有望达到 10% 以上，保持快速增长势头。

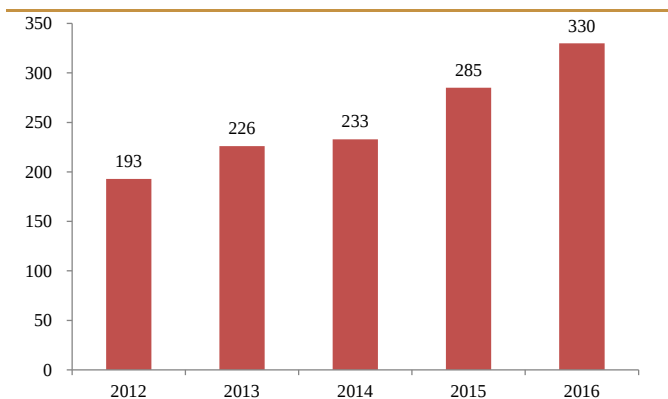
2 技术领先同行，引领行业技术发展

在按摩保健行业里，研发、创新能力一直是企业的核心竞争力，能否在技术水平上保持领先优势，对企业在行业里的竞争有着至关重要的作用。奥佳华自创立以来就十分重视在研发上的投入，寻求技术上的突破，树立行业的技术标杆。

奥佳华每年的研发费用投入占营业收入的近 4%，拥有专业的研发技术人员 800 多名，还在日本、以色列、深圳等科技创新前沿地建立研发中心，在欧美日、东南亚和大陆都有自主品牌运营店，能够及时提供客户需求和反馈，从而迅速响应市场，技术持续提升。公司获得授权的专利无论是在数量还是质量上都大幅领先在国内行业竞争对手，位居行业第一。

图 10：公司历年研发费用投入


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司累计授权专利数（件）


数据来源：公司公告，西南证券整理

大规模研发投入带来的是技术突飞猛进，公司按摩椅技术已经进入行业前列，是行业内唯一拥有全部六代技术的公司，技术达到全球先进水平，而同期市场上大多数企业的产品依然处于第三代（2D 机芯）或第三代向第四代（3D 机芯）过渡的阶段。另外奥佳华的技术还得到了全球知名按摩椅生产商松下的认可，双方合作共同开发按摩椅。

表 3：奥佳华不同按摩椅性能比较

产品	OG-7508	OG-7505	OG-7538	御手温感大师椅
京东售价	8900 元	9990	15200	36800
气囊数量	14 个	30 个	48 个	38
机芯	仿 3D 机芯	3D 机芯	3D 机芯	4D 机芯
导轨行程	85cm	120cm	77cm	135cm
按摩手法	6	6	9	>10
导轨类型	S 型	SL 型	L 型	L 型
增量功能		背部热敷、3D 环绕音响	零重力姿势、智能检测	一键操控、3D 包覆式按摩、专属程序、健康养护

数据来源：京东奥佳华旗舰店，西南证券整理

目前公司主推产品御手温感大师椅采用了第五代按摩机芯技术-4D 按摩机芯，其在 3D 机芯的基础上，引入了“力反馈控制”技术，使之在 3D 按摩的同时，可根据各部位肌肉紧张程度，自动反馈出所需的按摩力道，给予仿真人手般轻重缓急的按摩手法，是目前市面上唯一能够达到模拟仿真真人手法的按摩椅。新产品还能够检测识别出人的物理参数，包括个人对按摩的喜好程度、耐受程度，根据人的耐受度自动在力度上调节，实现精准、到位的按摩、脊椎保健功能。

表 4：御手温感大师功能详解

产品卖点	实现功能
按摩指压	激活人体微调脊柱间距
4D 按摩（创新卖点）	在 3D 按摩基础上实现轻重缓急
2 轮恒温热疗	提升循环、松软肌群
1.35 米加长导轨	贴合人体曲线，大面积覆盖，按摩到每一刻脊柱
监测传感器	强弱传感器、宽度传感器、上下位置传感器、温度传感器
足底 3 智能滚轮	足底智能排列、高低起伏

数据来源：京东奥佳华旗舰店，西南证券整理

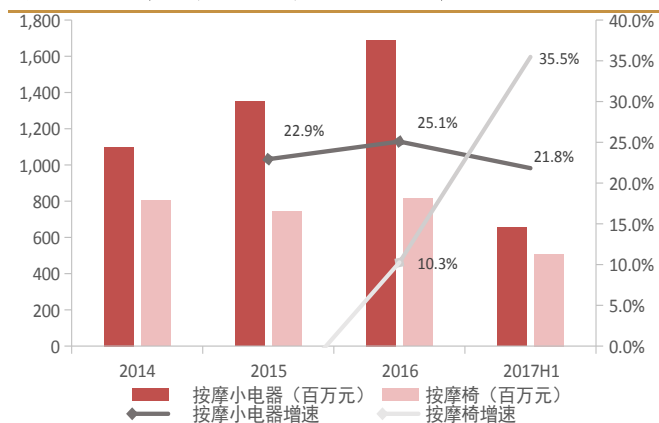
在第五代按摩椅技术的基础上，公司还进一步实现了技术的突破，开发出第六代按摩椅产品，即健康管理椅。相比第五代产品，该产品全面引入健康管理技术，并进一步提升人体按摩面积，可以远程执行大师按摩指令，做到对人类按摩理疗技术的仿真，仿真实现率可以达到 80%。先进的技术储备能够保证公司在按摩椅市场上的持续影响力。

3 按摩椅快速放量推动业绩高速增长

3.1 按摩椅市场空间大，奥佳华三大按摩椅业务齐发展

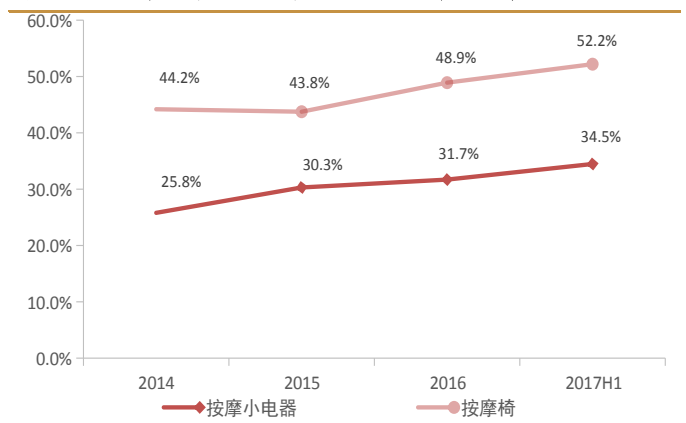
近年来，公司的按摩椅收入呈现加速增长的趋势，从 2015 年的负增长到 2016 年的 10% 左右的增长，2017H1 增长速度达到 36%，由于新产品在上半年刚推出市场，预计下半年增速有望进一步提升。2014-2017H1 按摩小电器和按摩椅的毛利率均处于提升状态，其中按摩椅的毛利率从 2014 年的 44% 增长到 2017H1 的 52%。按摩椅的收入高增长和毛利率持续提升也表明了国内市场正处于高速放量阶段且竞争格局良好。

图 12：奥佳华按摩椅和按摩小电器近 4 年营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：奥佳华按摩椅和按摩小电器近 4 年毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

借着全国按摩椅市场快速发展的势头，奥佳华凭借技术、品牌、渠道优势，全力推动按摩椅业务的发展，三大按摩椅业务，即家用按摩椅、专用按摩椅和商用按摩椅均步入快速上升通道。

3.2 打造爆款精品，家用按摩椅业务迅速放量

2017 年奥佳华推出的新产品御手温感大师椅和爱沙发椅均得到了市场追捧，产品一经推出即引起了巨大的市场反响，迎来了巨大的市场销量。

2017 年初，自主品牌 OGAWA 推出重磅产品——御手温感大师椅。大师椅运用了领先业内的第五代按摩机芯技术-4D 温感机芯，同时邀请陈奕迅作为产品代言人，产品定位高端。历经两年研发出御手温感大师椅，以其首创的御手温感 4D 机芯、1.35 米超长 L 型导轨、足膝全方位按摩，以及独到的脊椎和全身多个穴位精准按摩产品特点，树立了业内按摩椅新的标杆，领先于竞争对手一代。御手温感大师椅于 2017 年 3 月率先在香港试销，上市第 2 个月，销量就已突破 500 台/月。随后逐步在东南亚各国家上市，同样取得可喜的成绩。

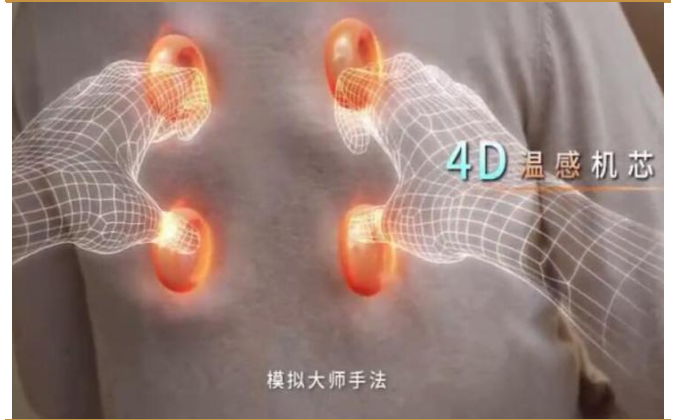
2017 年 5 月，该产品正式推向中国大陆市场，配合著名歌手陈奕迅的代言及 7 月份《中国好声音》栏目的播出，销量节节攀升。截止目前，亚洲区域的奥佳华门店累计销售量已突破 9,000 台。公司还将其引入韩国、欧洲、北美等海外市场，凭借先进技术和良好性能有望在全球打造成爆款产品。

图 14：奥佳华御手温感大师椅



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：4D 温感机芯模拟大师手法



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司另外一款爆款精品-爱沙发于 2017 年 5 月在中国台湾上市，配合人气偶像林依晨的形象代言及“公主抱·爱沙发”的 TVC 主题宣传，一经推出广受台湾各年龄层用户的追捧。根据台湾市场统计，在同类型产品中，该款产品市场占有率超过 60%。近期已引入中国、东南亚及全球其他市场销售。截止目前，该沙发按摩椅在亚洲市场的销售量已突破 11,000 台，是继御手温感大师椅之后又一款全球性爆款精品。

图 16：奥佳华爱沙发产品外观



数据来源：奥佳华天猫旗舰店，西南证券整理

图 17：奥佳华爱沙发产品卖点



数据来源：奥佳华天猫旗舰店，西南证券整理

这两个爆款产品是公司多年来在技术、渠道、宣传等多方面的积累，有望在全球各大市场快速放量。考虑到御手温感大师椅和爱沙发都在 2017 上半年引入市场，有望在 2017-2019 年维持高增长态势，推动按摩椅板块的收入和毛利持续高速增长。

3.3 布局产品+服务模式，推动专用按摩椅业务发展

公司除了在家用按摩椅业务取得优异的成绩外，还积极开拓专业按摩椅业务，布局“产品+服务”模式，在市场中赢得先机。经过两年多时间、数千万研发费用的投入，奥佳华集团与日本松下共同开发的标杆性智能按摩椅于 2015 年度正式落地。该智能按摩椅属于公司的第六代产品，也是公司在专用按摩椅业务的拓展，其在第五代技术的基础上，全面引入健康管理技术以及智能酸痛检测技术，开创性地实现了按摩椅设备与用户体征的多维交互。通过对用户的身体健康状况进行持续监控，结合云端医学大数据分析数据库，科学分析用户健康状况，应用“4D 温感按摩机芯”技术、无刷马达技术及百位大师推拿手法模拟，进而为用户提供更加精准、智能化、个性化的健康管理解决方案，有效提升了公司在大健康领域的渗透力。

图 18：第六代按摩椅宣传资料



数据来源：公司官网，西南证券整理

2017 年初，奥佳华集团与康美健康云达成战略合作协议，由公司向康美健康云供应第六代按摩椅即健康管理椅及配套服务，并且在此平台上双方在“互联网+中医药、中医理疗按摩、家庭健康、养老”的全程服务中展开深度合作。目前该智能按摩椅已交付并上市，使公司在专用按摩椅业务上赢得先机。

图 19：康美健康云 APP 界面展示



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.4 乘共享经济之风，大力发展商用按摩椅业务

虽然近年来国内按摩椅市场取得了不错的增长，但是目前中国大部份人还没有接触过按摩椅，对按摩椅的认知还比较低。随着移动支付与物联网技术的发展与新消费习惯养成，共享按摩椅的消费模式将会爆发式增长。共享按摩椅目前在高铁火车站、机场、影院、酒店、KTV、健身等场所大量出现，随着体验、认知的增加，产品的消费需求随着消费门槛的降低会随时被引爆。按摩椅制造公司有望通过商用按摩椅带来的消费认知提升、客户群体的扩大。

图 20：共享按摩椅应用场景



数据来源：奥客共享按摩椅官网，西南证券整理

共享按摩椅的本质还是分时租赁，之前投币模式的早有公司运营，近 2 年的物联网和移动支付引爆了需求。和共享单车相比，共享按摩椅的消费频率较低，平均 1 台机器 1 天 5-10 单，每单价格平均 10 元，1 台机器的月营收平均值在 1200 块左右。不同位置的按摩椅收入也不一样，据奥客介绍，在高铁站的按摩椅 1 天营收能在 100 元以上，深圳高铁站能到 300 元每天，但是在酒店的一个月的收入只有 100 元。目前我国大约有 8000 左右的影院、6000 左右火车站、200 多个机场等交通枢纽，以及汽车 4S 店、商场、酒店、健身房等渠道需求。根据这些主要的渠道场景测算，目前共享按摩椅服务市场有近百亿以上的规模。

而在商用按摩椅的铺设模式上，各大厂商主要以自有品牌自行铺设和与其他共享按摩椅运营商合作两种模式，奥佳华集团选择直接将按摩椅出售给共享按摩椅运营商，以合作方品牌作为推广，转移运营风险，节省前期的投入费用，同时利用合作商务的渠道优势，能够以更快的速度铺设到各个场景，迅速提升市场占有率。

4 盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为在全球按摩器市场持续增长的背景下，公司业务将获得超越行业平均增速，主要是因为 1) 自主品牌整合完成后快速放量；2) 中国市场进入高速增长阶段。综合考虑对 2017-2019 年主营业务的增长情况判断如下：

假设一：按摩居室电器（按摩椅）接近 50% 为自主品牌，公司大力推广按摩器自主品牌，新推出的御手温感大师椅在东南亚市场快速放量，国内正处于高速增长阶段，且第六代健康管理椅也已完成研发，产品储备齐全。预计按摩椅将迎来快速放量，2017-2019 年销量增速分别为 50%、40%、30%；

假设二:按摩小器具市场保持稳定增长,预计 2017-2019 年销量增速分别为 20%、18%、15%;

假设三:随着公司加大产品推广力度,预计销售费率有所提升,2017-2019 年销售费率分别为 18.0%、18.0%、17.5%;管理费有所下降,2017-2019 年管理费率分别为 11.0%、10.5%、10.0%。

表 5: 公司主营业务收入分拆与预测

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
营业收入	2830.7	3451.4	4379.8	5452.7	6586.6
Yoy	0.7%	21.9%	26.9%	24.5%	20.8%
毛利率	33.2%	35.8%	37.3%	37.9%	38.3%
按摩器具					
收入	2092.02	2507.8	3254.6	4110.2	4984.2
Yoy	9.8%	19.9%	29.8%	26.3%	21.3%
毛利率	35.1%	37.3%	38.8%	39.5%	40.1%
按摩小器具					
收入	1350.85	1690.4	2028.5	2393.6	2752.7
Yoy	22.9%	25.1%	20.0%	18.0%	15.0%
毛利率	30.3%	31.7%	32.0%	32.0%	32.0%
按摩居室电器 (按摩椅)					
收入	741.17	817.4	1226.1	1716.5	2231.5
Yoy	-8.1%	10.3%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率	43.8%	48.9%	50.0%	50.0%	50.0%
健康保健产品					
收入	476.8	602.4	722.8	867.4	1040.9
Yoy	-21.4%	26.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	28.3%	32.9%	34.0%	34.0%	34.0%
其他主营业务					
收入	183.3	270.6	324.7	389.7	467.6
Yoy	-15.6%	47.7%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	29.6%	31.5%	33.0%	33.0%	33.0%
其他业务					
收入	78.6	70.6	77.6	85.4	93.9
Yoy	-3.5%	-10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	22.1%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%

数据来源: wind、西南证券

综合分析,我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.4 亿、4.8 亿、6.7 亿,增速分别为 34%、41%、40%,对应 PE 分别为 31 倍、22 倍、16 倍。

随着公司自主品牌快速放量带来的收入增长和毛利率提升,预计公司 2017-2019 年净利润复合增速将达到 39%。随着盈利能力更强的自主品牌占比将会逐步提升,公司净利润增速有望提升,结合公司 2017 年 34% 的归母净利润增速以及可比公司 2017 年 38 倍的平均估值,我们保守给予公司 2017 年 35 倍 PE, 对应股价为 21 元, 维持“买入”评级。

表 6: 可比公司估值情况

代码	证券简称	最新收盘价	总市值 (亿元)	市盈率 PE		
				TTM	17E	18E
002614.SZ	奥佳华	16.88	106	36	31	22
300247.SZ	乐金健康	6.77	54	58	43	36
603579.SH	荣泰健康	129.13	91	44	33	25

数据来源: wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) 按摩椅销量或低于预期的风险;
- 2) 汇兑损益风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3451.38	4379.82	5452.67	6586.64	净利润	265.60	356.72	504.44	707.58
营业成本	2216.75	2747.64	3339.84	3944.36	折旧与摊销	81.50	78.75	79.35	80.11
营业税金及附加	23.40	27.30	34.57	42.01	财务费用	-48.77	-12.37	-21.10	-31.78
销售费用	600.13	810.27	1036.01	1251.46	资产减值损失	45.68	5.00	5.00	5.00
管理费用	381.52	459.88	545.27	625.73	经营营运资本变动	-1534.18	-370.97	-488.69	-541.33
财务费用	-48.77	-12.37	-21.10	-31.78	其他	1309.32	-64.69	-73.44	-52.50
资产减值损失	45.68	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	119.16	-7.56	5.57	167.08
投资收益	47.97	55.00	55.00	55.00	资本支出	-198.77	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	13.07	0.00	0.00	0.00	其他	62.34	56.30	55.00	55.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-136.43	36.30	35.00	35.00
营业利润	293.71	397.10	568.09	804.86	短期借款	19.94	27.26	73.99	-25.10
其他非经营损益	16.45	17.00	17.00	17.00	长期借款	-68.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	310.15	414.10	585.09	821.86	股权融资	-3.09	0.00	0.00	0.00
所得税	44.55	57.39	80.64	114.28	支付股利	-55.39	-50.21	-67.43	-95.35
净利润	265.60	356.72	504.44	707.58	其他	-37.35	-62.79	21.10	31.78
少数股东损益	14.57	19.57	27.67	38.81	筹资活动现金流净额	-144.77	-85.74	27.66	-88.68
归属母公司股东净利润	251.03	337.15	476.77	668.76	现金流量净额	-122.19	-57.00	68.23	113.40
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	534.04	477.04	545.27	658.66	成长能力				
应收和预付款项	770.24	847.77	1067.54	1316.06	销售收入增长率	21.93%	26.90%	24.50%	20.80%
存货	576.91	724.59	897.52	1052.84	营业利润增长率	49.55%	35.20%	43.06%	41.68%
其他流动资产	1291.13	1635.44	2034.81	2456.92	净利润增长率	45.90%	34.31%	41.41%	40.27%
长期股权投资	24.89	24.89	24.89	24.89	EBITDA 增长率	29.40%	41.98%	35.14%	36.22%
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	613.04	592.30	570.95	548.85	毛利率	35.77%	37.27%	38.75%	40.12%
无形资产和开发支出	478.27	444.42	410.57	376.73	三费率	27.03%	28.72%	28.61%	28.02%
其他非流动资产	109.47	105.31	101.15	96.99	净利率	7.70%	8.14%	9.25%	10.74%
资产总计	4398.00	4851.77	5652.71	6531.95	ROE	10.39%	12.25%	15.06%	17.86%
短期借款	572.74	600.00	673.99	648.89	ROA	6.04%	7.35%	8.92%	10.83%
应付和预收款项	947.34	1113.27	1370.61	1629.45	ROIC	9.82%	10.36%	12.81%	15.64%
长期借款	26.11	26.11	26.11	26.11	EBITDA/销售收入	9.46%	10.58%	11.49%	12.95%
其他负债	294.52	200.01	232.61	265.89	营运能力				
负债合计	1840.71	1939.40	2303.32	2570.34	总资产周转率	0.83	0.95	1.04	1.08
股本	554.41	560.74	560.74	560.74	固定资产周转率	5.81	7.35	9.60	12.13
资本公积	1111.41	1111.50	1111.50	1111.50	应收账款周转率	7.29	6.84	7.35	7.05
留存收益	947.13	1234.07	1643.42	2216.83	存货周转率	4.38	4.11	4.07	4.02
归属母公司股东权益	2522.93	2858.45	3267.80	3841.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.14%	—	—	—
少数股东权益	34.35	53.92	81.59	120.40	资本结构				
股东权益合计	2557.29	2912.37	3349.38	3961.61	资产负债率	41.85%	39.97%	40.75%	39.35%
负债和股东权益合计	4398.00	4851.77	5652.71	6531.95	带息债务/总负债	32.53%	32.28%	30.40%	26.26%
					流动比率	1.80	1.98	2.04	2.20
					速动比率	1.47	1.59	1.64	1.78
					股利支付率	22.07%	14.89%	14.14%	14.26%
					每股指标				
					每股收益	0.45	0.60	0.85	1.19
					每股净资产	4.56	5.19	5.97	7.06
					每股经营现金	0.21	-0.01	0.01	0.30
					每股股利	0.10	0.09	0.12	0.17
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	326.44	463.48	626.34	853.19					
PE	42.11	31.35	22.17	15.81					
PB	4.13	3.63	3.16	2.67					
PS	3.06	2.41	1.94	1.60					
EV/EBITDA	32.37	23.23	17.20	12.46					
股息率	0.52%	0.47%	0.64%	0.90%					

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
增持：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 指数涨幅在-10%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。

本报告仅供本公司客户使用，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 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn