

业绩符合预期，国内按摩椅市场快速放量

投资要点

- **业绩总结:** 2017 年实现营业收入 42.9 亿 (+24%)、归母净利润 3.5 亿 (+38%); 2018Q1 实现收入 10.3 亿 (+33%)、归母净利润 2845 万 (+50%)。
- **业绩符合预期，按摩椅是业绩增长主要动力。**从收入端来看，2017Q3 以来单季度收入增速提升，2018Q1 收入在高基数的基础上仍然同比增长 33% (由于 2016Q1 负增长，2017Q1 增速全年最高达到 41%)，国内自主品牌按摩椅放量的影响逐步显现。2018Q1 公司表现扣非后归母净利润为 316 万，同比下滑 72%，主要是因为汇兑损益属于经常性损益的财务费用，而对汇率波动开展的套期保值业务则体现在非经常性损益。如果套期保值收益冲回接近 1800 万，实际扣非后净利润超过 2000 万，同比增速接近 80%，仍然保持高速增长。我们认为公司业绩增长的主要动力来自按摩椅，尤其是自主品牌放量。2017 年按摩椅实现收入 12.9 亿 (+57%)，毛利率提升 2 个百分点至 51%，主要是因为自主按摩椅产品快速放量，自主品牌产品御手温感大师椅和爱沙发于 2017 上半年推出市场，全年销量分别达到 2 万台和 3 万台。中国市场进入了高速增长阶段，厦门蒙发利电子实现收入 7.8 亿 (+71%) 和净利润 8650 万 (+112%)、厦门蒙发利营销 (OGAWA 品牌中国销售公司) 实现收入 3.4 亿 (+56%) 和净利润 2329 万 (+299%)，都是因为中国市场的自主品牌按摩椅实现了快速放量。
- **中国按摩椅市场达到千亿级别，家用和共享按摩椅进入快速放量期。**中国家用按摩椅保有率不足 1%，远低于新兴韩国市场 12% 的保有率，中国家用按摩椅市场正处于起步阶段。韩国按摩椅市场于 2012 年人均可支配收入达到 7 万人民币，消费水平提升推动按摩椅市场快速增长，到 2017 年复合增速接近 70%。2016 年中国中等收入以上城镇居民 (约 4.8 亿人口) 的人均可支配收入接近 5 万元，拥有按摩椅消费能力。依中等收入以上城镇家庭户数约 1.6 亿户 (每户平均 3 人) 基数，如其中 10% 家庭购买均价 6000 元按摩椅，中国家用按摩椅市场将达到千亿级别。共享按摩椅也迎来快速放量，估计国内投放总量约 40 万台，但全国可实现按摩椅高频使用的场景如机场、高铁站、电影院等公共场所超过 20 万家，共享按摩椅投放量未来 3 年有望达到 300 万台。家用和共享按摩椅正迎来快速放量期。
- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.86 元、1.26 元、1.75 元，对应 PE 分别为 26 倍、18 倍、13 倍，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	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4293.81	5398.62	6792.06	8727.25
增长率	24.41%	25.73%	25.81%	28.49%
归属母公司净利润 (百万元)	345.18	480.19	708.97	979.76
增长率	37.51%	39.11%	47.64%	38.19%
每股收益 EPS (元)	0.62	0.86	1.26	1.75
净资产收益率 ROE	12.14%	14.60%	18.15%	20.64%
PE	36	26	18	13
PB	4.28	3.70	3.12	2.57

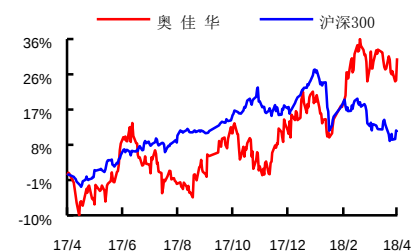
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
 执业证号: S1250517080004
 电话: 023-67791327
 邮箱: zp@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)	3.05
52 周内股价区间(元)	15.05-22.64
总市值(亿元)	125.44
总资产(亿元)	48.10
每股净资产(元)	4.80

相关研究

1. 奥佳华 (002614): Q1 业绩预告高增长，共享按摩椅签订大订单 (2018-03-27)
2. 奥佳华 (002614): 业绩符合预期，按摩椅快速放量 (2018-02-28)
3. 奥佳华 (002614): 技术领先+营销推广推动业绩高增长 (2017-10-27)
4. 奥佳华 (002614): 按摩椅快速放量，业绩超预期 (2017-09-27)
5. 奥佳华 (002614): 增持看好公司发展前景，按摩椅快速放量 (2017-09-12)
6. 奥佳华 (002614): 业绩持续高增长，新产品快速放量 (2017-08-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4293.81	5398.62	6792.06	8727.25	净利润	355.47	494.50	730.10	1008.96
营业成本	2705.27	3334.50	4092.64	5122.73	折旧与摊销	96.65	62.68	62.68	62.68
营业税金及附加	27.40	34.63	43.90	56.14	财务费用	74.12	79.79	25.87	25.02
销售费用	813.40	1052.73	1358.41	1789.09	资产减值损失	-12.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	391.92	404.90	509.40	654.54	经营营运资本变动	175.13	-392.21	-489.11	-644.17
财务费用	74.12	79.79	25.87	25.02	其他	-385.83	-46.34	-61.66	-53.11
资产减值损失	-12.80	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	302.73	198.43	267.88	399.38
投资收益	94.28	55.00	55.00	55.00	资本支出	-91.94	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.13	0.00	0.00	0.00	其他	-30.00	109.00	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	-121.94	109.00	55.00	55.00
营业利润	399.33	547.07	816.83	1134.73	短期借款	-212.07	39.33	0.00	0.00
其他非经营损益	4.08	20.00	20.00	20.00	长期借款	162.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	403.42	567.07	836.83	1154.73	股权融资	79.54	0.00	0.00	0.00
所得税	47.95	72.57	106.73	145.77	支付股利	0.00	-69.04	-96.04	-141.79
净利润	355.47	494.50	730.10	1008.96	其他	-171.24	-67.18	-25.87	-25.02
少数股东损益	10.29	14.31	21.13	29.20	筹资活动现金流净额	-141.05	-96.88	-121.91	-166.81
归属母公司股东净利润	345.18	480.19	708.97	979.76	现金流量净额	25.45	210.54	200.97	287.56
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	760.24	970.78	1171.75	1459.32	成长能力				
应收和预付款项	824.11	1051.50	1348.93	1704.73	销售收入增长率	24.41%	25.73%	25.81%	28.49%
存货	749.40	915.04	1131.71	1415.18	营业利润增长率	35.96%	37.00%	49.31%	38.92%
其他流动资产	1191.52	1427.49	1793.22	2301.14	净利润增长率	33.84%	39.11%	47.64%	38.19%
长期股权投资	30.73	30.73	30.73	30.73	EBITDA 增长率	74.64%	20.95%	31.30%	35.02%
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	609.10	581.85	554.60	527.34	毛利率	37.00%	38.23%	39.74%	41.30%
无形资产和开发支出	501.37	472.01	442.66	413.30	三费率	29.80%	28.48%	27.88%	28.29%
其他非流动资产	181.07	174.99	168.92	162.85	净利率	8.28%	9.16%	10.75%	11.56%
资产总计	4847.53	5624.40	6642.52	8014.59	ROE	12.14%	14.60%	18.15%	20.64%
短期借款	360.67	400.00	400.00	400.00	ROA	7.33%	8.79%	10.99%	12.59%
应付和预收款项	1156.79	1420.12	1760.66	2206.42	ROIC	14.04%	17.24%	19.98%	23.25%
长期借款	188.83	188.83	188.83	188.83	EBITDA/销售收入	13.28%	12.77%	13.33%	14.01%
其他负债	212.35	227.74	271.26	330.40	营运能力				
负债合计	1918.63	2236.69	2620.75	3125.65	总资产周转率	0.93	1.03	1.11	1.19
股本	560.70	560.74	560.74	560.74	固定资产周转率	7.06	9.12	12.03	16.24
资本公积	1184.66	1184.62	1184.62	1184.62	应收账款周转率	6.99	7.72	7.42	7.52
留存收益	1236.96	1648.12	2261.05	3099.02	存货周转率	4.02	3.99	3.98	4.01
归属母公司股东权益	2892.45	3336.95	3949.88	4787.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.92%	—	—	—
少数股东权益	36.45	50.76	71.89	101.09	资本结构				
股东权益合计	2928.90	3387.71	4021.77	4888.94	资产负债率	39.58%	39.77%	39.45%	39.00%
负债和股东权益合计	4847.53	5624.40	6642.52	8014.59	带息债务/总负债	28.64%	26.33%	22.47%	18.84%
					流动比率	2.08	2.17	2.27	2.37
					速动比率	1.64	1.71	1.80	1.88
					股利支付率	0.00%	14.38%	13.55%	14.47%
					每股指标				
					每股收益	0.62	0.86	1.26	1.75
					每股净资产	5.22	6.04	7.17	8.72
					每股经营现金	0.54	0.35	0.48	0.71
					每股股利	0.00	0.12	0.17	0.25
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	570.10	689.54	905.39	1222.43					
PE	36.34	26.12	17.69	12.80					
PB	4.28	3.70	3.12	2.57					
PS	2.92	2.32	1.85	1.44					
EV/EBITDA	21.44	17.45	13.07	9.44					
股息率	0.00%	0.55%	0.77%	1.13%					

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。

《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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn