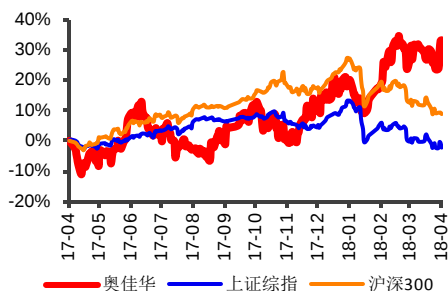


家电行业

报告原因：业绩点评

2018年4月26日

公司近一年市场表现



市场数据：2018年4月25日

收盘价(元)：	22.4
年内最高/最低(元)：	22.75/14.7
流通A股/总股本(百万)	304/561
流通A股市值(百万)：	68
总市值(百万)：	126

基础数据：2018年4月25日

每股净资产(元)：	5.21
每股公积金(元)：	2.11
每股未分配利润(元)：	2.1

分析师：石晋

执业证书编号：S0760514050003

Tel: 0351-8686645

地址：太原市府西街69号国贸中心A座

电话：0351-8686645

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

奥佳华(002614)

海外业务占主导，国内业务开始发力

维持增持

公司研究/事件点评

事件描述

公司业绩符合预期。2017年公司实现营业收入42.9亿元，同比增长24.4%；归属于母公司股东的净利润3.45亿元，同比增长37.5%；基本EPS同比增长33%。2018Q1公司实现收入10.3亿元，同比增长33.4%，归母净利0.28亿元，同比增长50%。

事件点评

强化“OGAWA”品牌，发力中国市场。1) 中国市场潜力大，随着消费升级的进一步加速，中国家用按摩椅市场已进入快速增长期，2017年天猫、京东线上销售平台按摩椅销售额比2016年增长超100%。报告期中国OGAWA收入与利润增长显著，收入增速56%，其中电商增速65%；利润增速299%，电商利润增速436%，其中按摩椅销售额增速达145%。2) 新品拓展方面，17年公司推出具有“4D温感按摩机芯”的御手温感大师椅及新一代沙发按摩椅-爱沙发在“OGAWA”线下门店推出，同期，针对线上消费者需求策划的唱享椅等新品在天猫、京东等电商平台上线。整体上来看，御手温感大师椅和爱沙发全球销量分别达到20,000台和30,000台。我们持续看好按摩市场发展潜力以及公司竞争能力，未来若公司实现百万台按摩椅基地建设有助公司快速拓展市场份额。

均价刺激主营毛利小幅提升，盈利质量优化1) 销售额方面，公司按摩椅收入12.9亿元，同比增长57.5%，按摩小电器收入18.6亿元，同比上涨9.8%。销售量方面按摩按摩椅销量23.84万台，同比增长57.88%，按摩小电器1754万套同比下降1.83%。从销售均价来看，按摩椅维持平稳，小电器虽然销量略有下降但均价出现上扬，呈现量跌价扬。2) 分地区看，海外毛利增长快于国内。报告期内国内销售7.3亿元，毛利率同比上涨0.18%，成本增长略低于收入增长；国外销售34.7亿元，毛利率同比增长1.2%。3) 经营现金流增长154%，显示公司应收款项收回及时，盈利质量较好。

盈利预测

我们预计公司2018/2019/2020年EPS分别为0.8/1.04/1.35。对应公司未来3年业绩PE估值为27.2/32.6/16.5，维持增持评级。

风险

汇率波动超预期；原材料价格上涨；市场需求不达预期。

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	534.0	760.2	1099.2	900.3	1170.3	营业收入合计	3451.4	4293.8	5496.1	6925.1	9002.6
应收账款	634.0	594.9	714.5	1385.0	1440.4	营业成本	2216.8	2705.3	3501.0	4390.5	5716.6
存货	576.9	749.4	875.3	1141.5	1372.0	税金及附加	23.4	27.4	38.5	48.5	65.7
预付	43.0	77.8	119.0	175.6	142.9	销售费用	600.1	813.4	1038.8	1288.1	1710.5
其它流动资产	1384.4	1343.0	1923.6	2146.8	3331.0	管理费用	381.5	391.9	527.6	664.8	864.2
流动资产合计	3172.3	3525.3	4731.6	5749.2	7456.6	财务费用	-48.8	74.1	-11.7	-14.0	-14.7
长期投资	24.9	30.7	30.7	30.7	30.7	资产减值损失	45.7	-12.8	11.0	13.9	14.8
固定资产 (净值)	610.6	605.6	549.1	461.9	493.3	公允价值变动净值	13.1	10.5	22.0	27.7	36.0
无形资产	317.6	309.0	313.6	311.9	344.3	投资净收益	48.0	94.3	109.9	103.9	180.1
其它非流动资产	272.6	376.9	164.7	103.2	-628.3	营业利润	293.7	399.3	522.9	664.9	861.4
资产总计	4398.0	4847.5	5789.7	6657.0	7696.7	营业外净收支	16.5	4.1	16.5	20.8	27.0
短期借款	572.7	360.7	613.5	635.0	657.2	利润总额	310.2	403.4	539.4	685.7	888.4
应付款项	768.5	911.8	1225.4	1448.9	1829.3	所得税	44.6	48.0	67.4	89.1	111.1
其他流动负债	424.7	421.0	595.2	746.4	971.8	净利润	265.6	355.4	472.0	596.6	777.4
流动负债合计	1765.9	1693.5	2434.1	2830.3	3458.4	少数股东损益	14.6	10.3	17.0	21.5	28.0
长期借款	26.1	188.8	-12.8	-20.3	-111.4	归母净利润	251.0	345.2	455.0	575.1	749.4
长期应付债券	15.9	0.0	3.7	6.9	6.0	现金流量表 (百万元)					
其它	32.8	36.3	36.3	36.3	36.3	净利润 (含少数股东)	265.61	355.44	471.9591	596.5552	777.3826
负债合计	1840.7	1918.6	2461.3	2853.1	3389.3	折旧	51.7	58	84.02402	100.9812	148.6325
少数股东权益	34.4	36.5	44.0	58.0	74.4	摊销	14	14	15.45	15.6775	15.59363
股本	554.4	560.7	588.7	647.6	647.6	财务费用	-48.77	74.12	-11.7474	-13.9728	-14.6836
资本公积	1111.4	1184.7	1184.7	1184.7	1184.7	投资净收益	-47.97	-94.28	-109.922	-103.876	-180.051
留存收益	857.1	1147.1	1511.1	1913.6	2400.7	营运资金变动	-324.07	12.96	-379.661	-841.801	-831.44
归属母公司股	2522.9	2892.5	3284.5	3745.9	4233.0	其它	208.66	-117.54	25.89649	476.4359	267.5659
权益合计	2557.3	2928.9	3328.4	3803.9	4307.4	经营活动现金流合计	119.16	302.7	96	230	183
负债和股东权益	4398.0	4847.5	5789.7	6657.0	7696.7	(固定资产构建)	-85.63	-53.01	-27.4804	-13.8501	-180.051
财务比率						(无形资产构建)	-62.98	-5.37	-20	-14	-48
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	非经常性损益	47.97	94.28	109.9215	103.8759	180.0515
营业收入	3451.38	4293.81	5496.08	6925.06	9002.57	非流动资产减少	56.58	-104.37	212.1987	61.48568	731.5393
归母净利润	251.04	345.15	454.97	575.08	749.40	其它	-92.37	-72.58	-76	102	102
每股收益 (EPS)	0.45	0.62	0.82	1.04	1.35	投资活动现金流合计	-136.43	-141.05	198.64	239.511	785.539
市盈率 (P/E)	49.37	35.91	27.24	21.55	16.54	(财务费用)	48.77	-74.12	11.74744	13.97276	14.68356
毛利率	0.36	0.37	0.36	0.37	0.37	短期借款增加	19.94	-212.07	252.8634	21.47367	22.22525
净利率	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	长期借款增加	-68.87	162.72	-201.614	-7.56427	-91.0432
(ROE)	0.10	0.12	0.14	0.16	0.18	(归母股东红利)	-37.59	-55.17	-90.9937	-172.524	-262.289
资产负债率	0.42	0.40	0.43	0.43	0.44	(归少数股东红利)	-1.88	-8.19	-9.477	-7.4738	-11.5931
流动比率	1.80	2.08	1.94	2.03	2.16	股本及资本公积增加	-2.88	73.25	0	0	0
速动比率	1.47	1.64	1.58	1.63	1.76	其它	-102.26	-100	-145	-201	-201
应收帐款周转率	5.98	5.62	6.56	5.24	4.90	筹资活动现金流合计	-144.77	-213.58	-182.47	-353.12	-529.02

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。