



2018 年 7 月 2 日

证券研究报告

公司研究

小家电/白色家电/家用电器

投资评级	买入
评级变动	上调
总股本	5.61 亿股
流通股本	3.03 亿股
ROE（摊薄）	11.93%
每股净资产	5.16 元
当前股价*	20.69 元

注：上述财务数据截止 2017 年年报
*6 月 29 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

胡晨曦

执业证书编号：

S0200116080033

huchenxi@gwgsc.com

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

奥佳华（002614）

——好风凭借力，全球按摩康复龙头企业迎来快速增长

主要观点：

◆全球按摩器具市场稳定发展，中国按摩器具出口总额稳步增长。近年来，全球按摩器市场一直保持 9.5%左右的稳定增长态势。灼识投资咨询预计，到 2021 年，全球按摩器市场将达到 170 亿美元，2016 至 2021 年的年复合增长率将达到 8.15%。中国按摩器具市场同样保持着稳定的发展态势，2017 年市场规模达到了 116 亿元人民币，同比增长 10.48%。若按照 10%的年增长率计算，预计到 2020 年，中国的按摩器具市场将达到 154 亿元人民币。

全球现已形成北美、欧洲、东亚和东南亚几个主要按摩器具消费区域。根据海关总署统计数据，2017 年，我国按摩器具的出口总额达到了 22.86 亿美元，同比增长 9.72%；按摩器具出口数量首次突破 2 亿台，达到了 2.28 亿台，同比增长 25%。美国、韩国和日本是我国按摩器具产品的前三大出口目的地，占总出口金额的比重分别为 25.24%、13.35%和 11.68%。

◆全球布局，“多品牌，国际化”。公司的主要产品为按摩康复（按摩椅、按摩小电器）产品，占到总营收的 70%以上。公司目前在亚洲、北美及欧洲三大核心按摩康复市场，拥有奥佳华“OGAWA”、“FUJI”、“FUJIMEDIC”、“COZZIA”和“MEDISANA”五大自主品牌，不同品牌对应不同的市场需求，同时采用不同的销售渠道。

◆精品战略，“OGAWA”占稳亚洲高端市场。2017 年，公司依托“4D 温感按摩机芯”技术平台开发的御手温感大师椅 OG7598C 及新一代沙发按摩椅-爱沙发陆续在奥佳华“OGAWA”线下门店推出，同期，针对线上消费者需求策划售价在 8,000-15,000 价位的唱享椅等三款新品在天猫、京东等电商平台上线。公司通过强化品牌营销、

推进全渠道运营、加大销售激励以全面提升终端销售力，全力促使奥佳华“OGAWA”品牌在中国市场放量。御手温感大师椅 OG7598C 及新一代沙发按摩椅-爱沙发 2017 年全球销量分别达 20,000 台、30,000 台。“OGAWA”占稳亚洲高端市场，2017 年，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%，其中电商增速 436%。

◆**最具研发能力强，技术水平国际领先。**公司自成立以来始终十分重视研发创新，持续多年保持对研发的大量投入。2014 年以来，研发费用一直保持在 1 亿元人民币以上，研发强度约 4%左右。截止 2017 年底，公司已获得专利授权 473 项，其中多项自主研发的核心技术已达到国际先进或国际领先水平。目前是国内唯一一家拥有按摩椅一代至六代技术的厂家，国内大多数厂家尚处三代或三代至四代过渡阶段。毛利率方面，2014 年以来，公司的综合毛利率水平一直维持在 30%以上，并呈现出逐年上升态势；单项产品方面，按摩椅更是达到 50%的毛利率水平。

◆**共享市场快速放量，百万台按摩椅产能提升保需求。**2017 年，中国按摩椅市场迎来了共享经济的新“风口”，据统计目前仅高频使用共享按摩椅的公共场所就有约 20 万家，2-3 年内可投放共享按摩椅数量超 300 万台，目前已投放约 40 万台，2018 年共享按摩椅的投放速度将进一步加快。

2017 年，公司凭借在按摩椅业界领先的技术和制造能力，联合包括云享云在内的多家有强劲共享按摩椅业务拓展实力的公司，针对不同场景开发产品与平台，共同开拓共享按摩椅市场。2018 年 3 月，公司与云享云签订了战略合作协议，未来两年，云享云将向公司采购共享按摩椅数量不少于 30 万台，其中 2018 年内采购数量不低于 18 万台。

◆**股权激励政策，彰显公司发展信心。**2017 年 6 月，公司推出第二期股权激励计划，包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分。业绩考核目标为：以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 20%；2018 年净利润增长率不低于 40%。

投资建议：

我们预计公司2018-2020年的净利润分别为4.98/6.62/8.95亿元，EPS分别为0.89/1.18/1.60元，对应P/E分别为23/18/13倍，考虑公司为全球按摩康复龙头企业，拥有国际化品牌及全球销售渠道，研发能力强劲且技术水平国际领先；同时，积极参与共享按摩椅市场，我们将公司评级由“中性”上调为“买入”。

风险提示：

市场竞争加剧，汇兑损失风险。

主要财务数据

关键指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4293.81	5634.78	6841.86	8353.87
增长率	24.41%	31.23%	21.42%	22.10%
归属母公司股东净利润（百万元）	345.04	497.73	661.61	895.09
增长率	37.45%	44.25%	32.93%	35.29%
基准股本（百万）	560.74	560.70	560.70	560.70
每股收益（元）	0.62	0.89	1.18	1.60
销售毛利率	37.00%	37.99%	38.99%	40.26%
净资产收益率	11.93%	15.04%	17.11%	19.39%

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

目 录

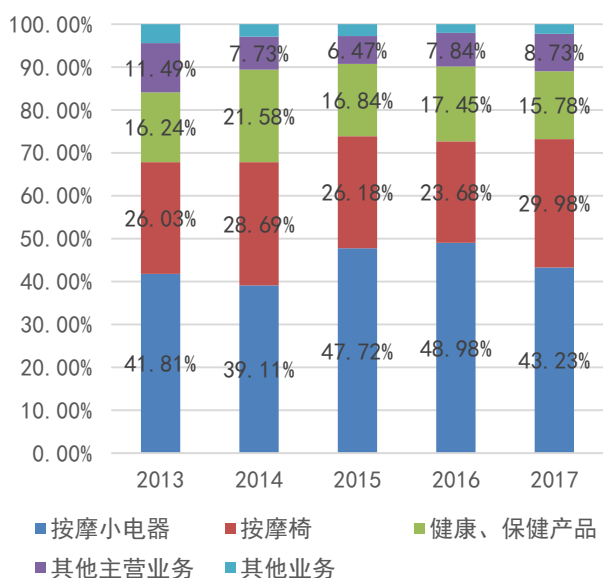
1 公司主营业务情况	5
1.1 公司主营业务情况	5
1.2 公司主要财务数据概览	6
2 全球按摩器具市场稳定发展，中国按摩器具出口总额稳步增长	7
2.1 全球按摩器具市场稳定发展	7
2.2 中国按摩器具出口总额稳步增长	9
3 全球按摩康复龙头企业，受益共享经济热潮	11
3.1 全球布局，“多品牌，国际化”	11
3.2 精品战略，“OGAWA”占稳亚洲高端市场	12
3.3 最具研发能力强，技术水平国际领先	16
3.4 共享市场快速放量，百万台按摩椅产能提升保需求	18
4 股权激励政策，彰显公司发展信心	19
5 盈利预测	21

1 公司主营业务情况

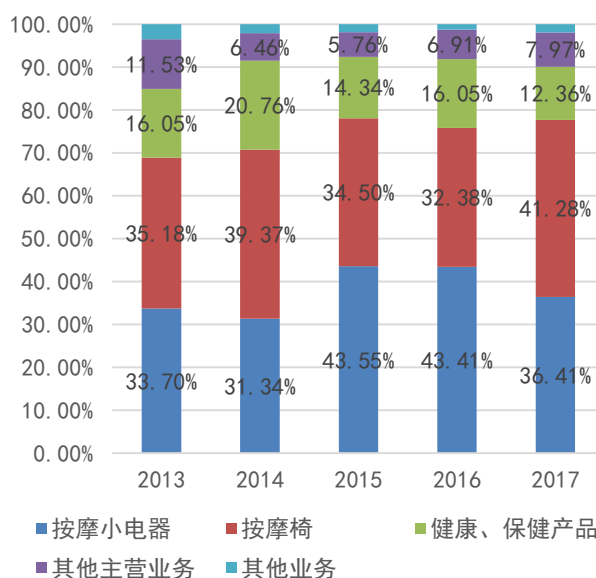
1.1 公司主营业务情况

公司是中国领先的集品牌、营销、研发、制造、服务为一体的国际化按摩康复产业集团，是国内按摩康复设备行业产业链最完整、技术研发实力最强并在全球具有影响力的龙头企业，主要经营包括按摩康复（按摩椅、按摩小电器）、健康环境（空气净化器、新风机）、家用医疗（血压计、血糖仪、血氧计）等系列产品。公司以“为客户提供智能健康产品+服务”为使命，从2011年开始了从“产品制造”向“产品+服务”模式的转型。通过“挖掘需求、服务客户、自主研发、精益制造及全球品牌行销”一体化价值链经营，持续为客户创造新的健康服务价值。

图表 1 公司 2013-2017 营业收入结构



图表 2 公司 2013-2017 毛利结构

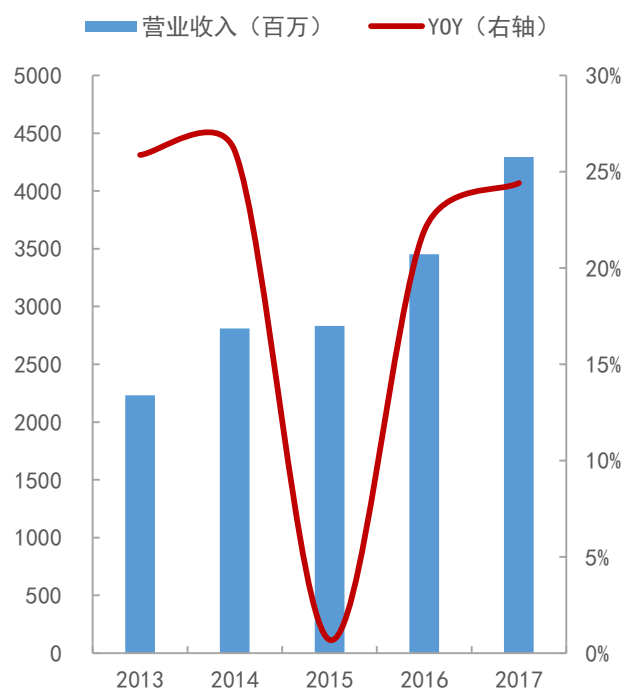


数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司从事的主要业务包括全球自主品牌经营和ODM出口经营。公司旗下五大自主品牌奥佳华“OGAWA”、“FUJI”、“FUJIMEDIC”、“COZZIA”、“MEDISANA”分布亚洲、北美及欧洲三大核心市场，多个品牌市场份额已跃居当地前三。ODM业务自2005年以来，连续十三年稳据龙头，产品遍及全球60多个国家和地区，与Homedics、Honeywell、日本松下等一系列国际领先健康品牌建立稳固合作关系。近年来，受中国共享经济、消费升级及健康需求因素趋动，公司在中国市场的按摩椅业务呈现快速发展势头。

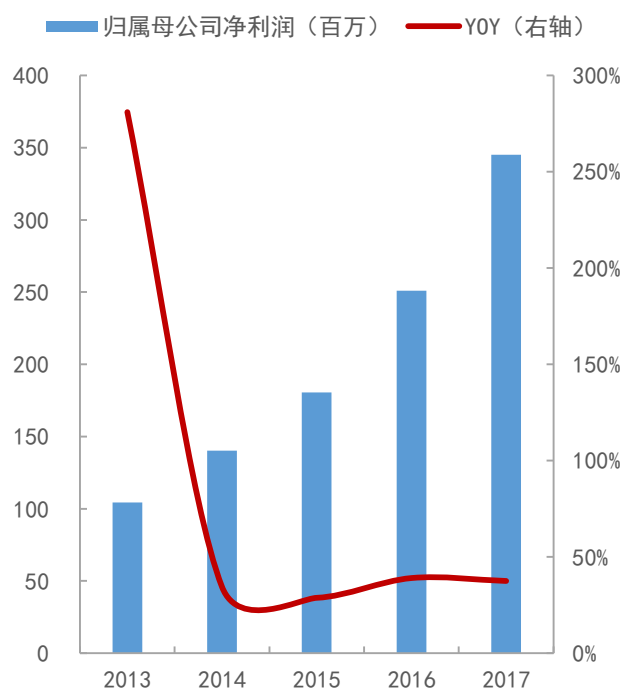
1.2 公司主要财务数据概览

图表 3 2013-2017 公司营业收入及增速



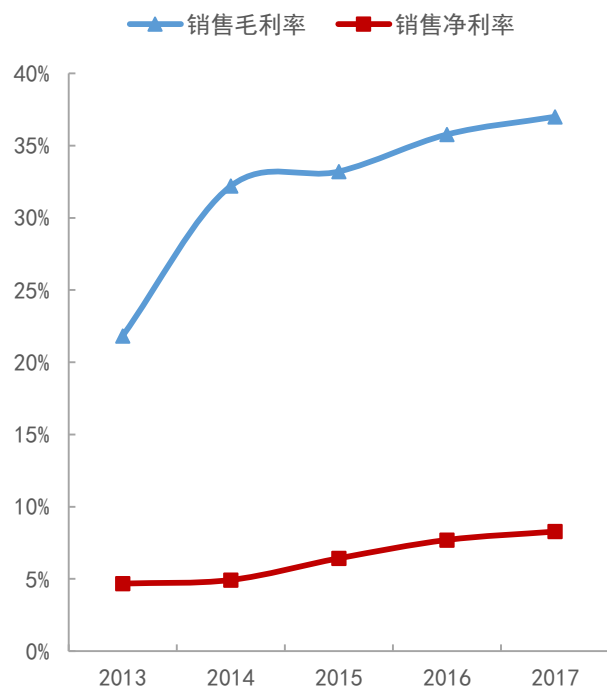
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 4 2013-2017 归属母公司净利润及增速



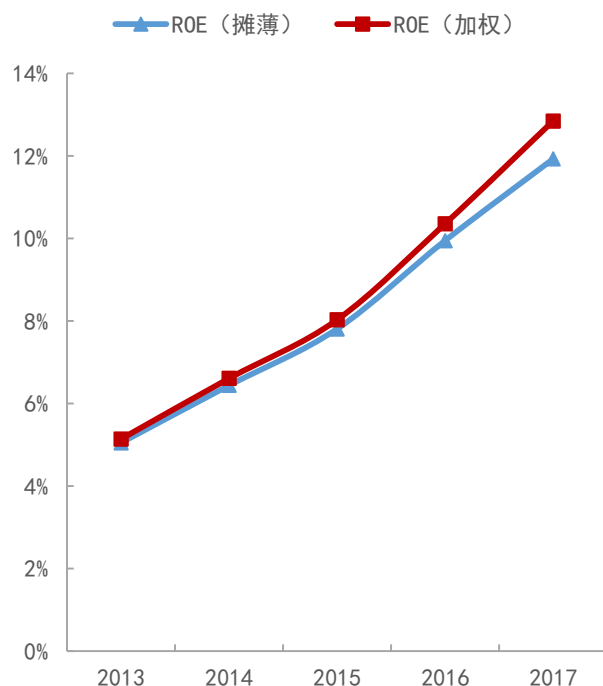
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5 2013-2017 公司销售毛利率与净利率



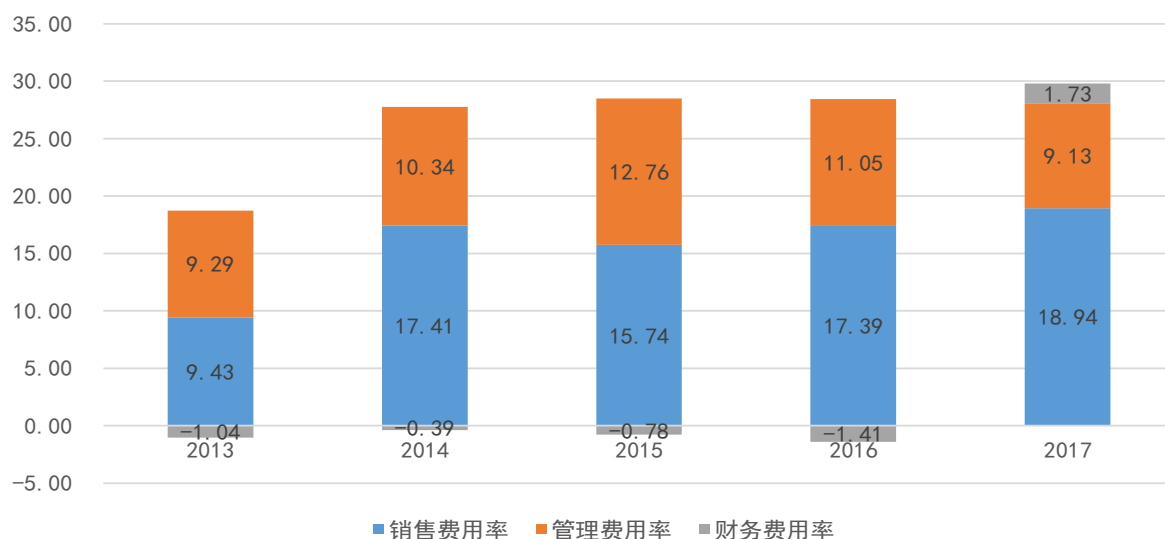
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 2013-2017 公司净资产收益率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 7 公司期间费用率 (%)



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司 2017 年度实现营业收入 42.94 亿元，同比增长 24.41%，保持良好的增长势头；实现归母净利润 3.45 亿元，同比增长 37.51%。2018 年一季度，公司实现营业收入 10.34 亿元，同比增长 33.37%，实现归母净利润 0.28 亿元，同比增长 50.23%。

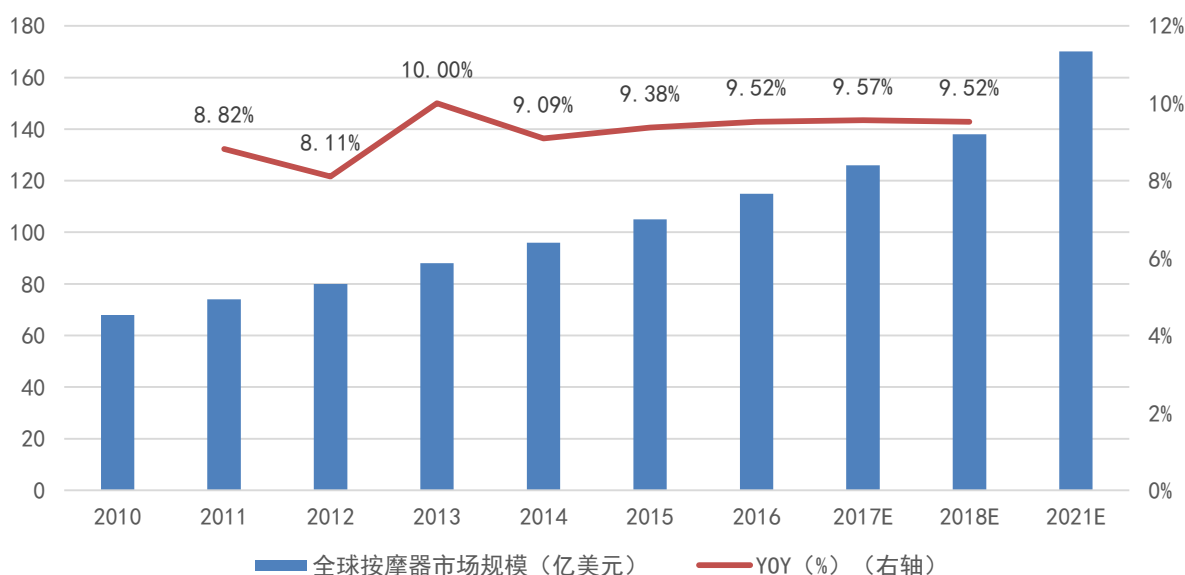
三项费用率方面，2017 年，管理费用率下降 1.92 个百分点，财务费用率和销售费用率增长明显，分别上涨 3.14、1.55 个百分点。

2 全球按摩器具市场稳定发展，中国按摩器具出口总额稳步增长

2.1 全球按摩器具市场稳定发展

近年来，全球按摩器市场一直保持 9.5%左右的稳定增长态势。2015 年，全球按摩器市场首次突破百亿美元大关，预计 2018 年将达到 138 亿美元，同比增长 9.52%。灼识投资咨询预计，到 2021 年，全球按摩器市场将达到 170 亿美元，2016 至 2021 年的年复合增长率将达到 8.15%。

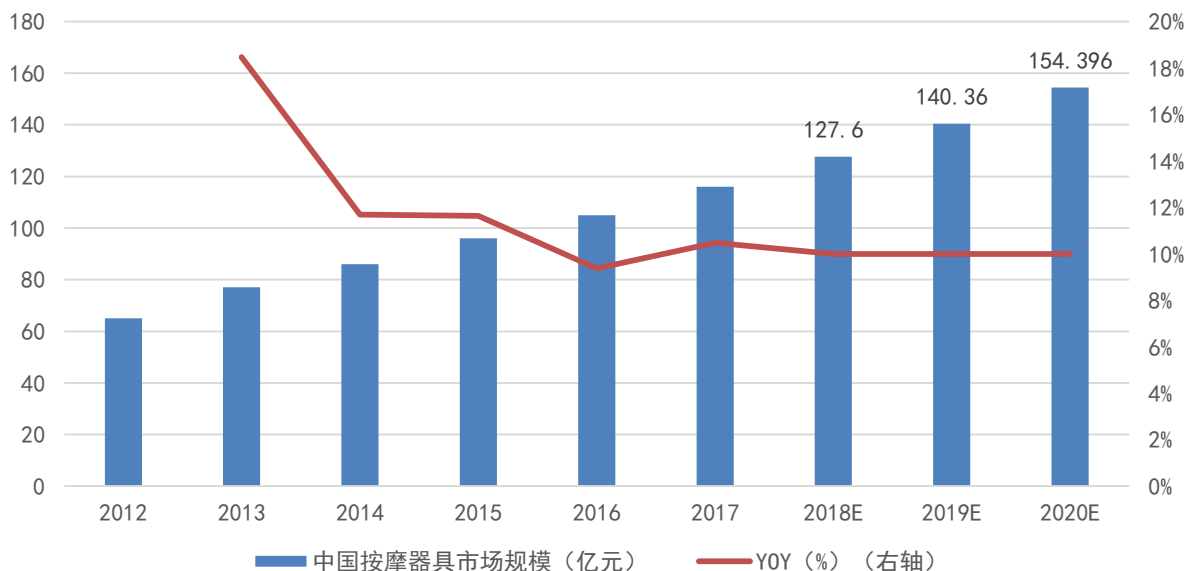
图表 8 全球按摩器市场规模



数据来源：中国产业信息、V3 Group 招股书，长城国瑞证券研究所

中国按摩器具市场同样保持着稳定的发展态势，2017 年市场规模达到了 116 亿元人民币，同比增长 10.48%。若按照 10% 的年增长率计算，预计到 2020 年，中国的按摩器具市场将达到 154 亿元人民币。

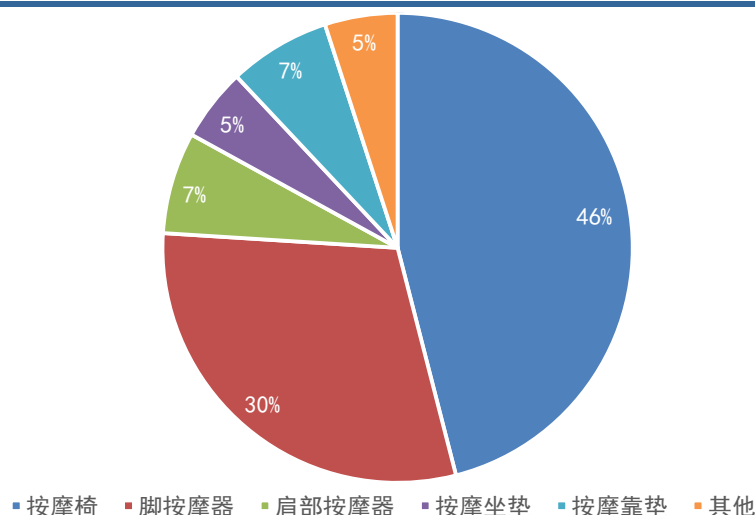
图表 9 中国按摩器具市场规模



数据来源：中国产业信息，长城国瑞证券研究所

在我国按摩器具产品市场中，由于按摩椅的价格相比于其他按摩器具产品较高，其占行业销售额的比重达到了 46%；小型按摩器产品中，脚部按摩器相关产品所占份额最大，约为 30%；其次为肩部按摩器和按摩靠垫等。

图表 10 中国按摩器具市场细分产品占比情况



数据来源：中国产业信息网，长城国瑞证券研究所

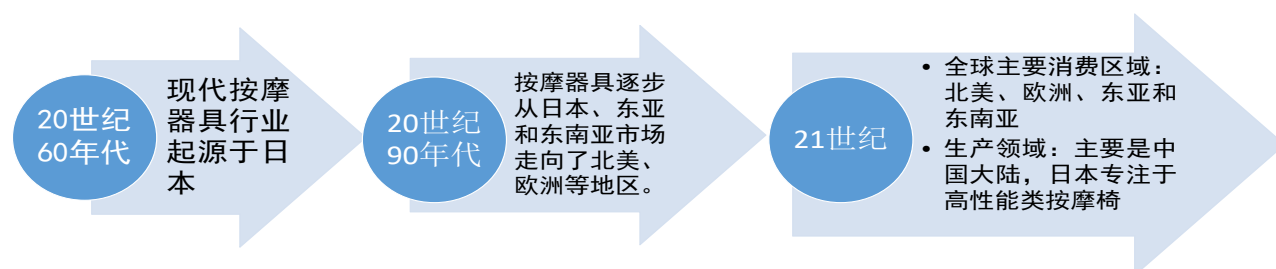
2.2 中国按摩器具出口总额稳步增长

按摩器具是基于中医理论，结合人体工程学原理，融合传统的医学按摩和中医针灸技术，采用现代电气、机械技术相结合的产品。按摩器具通过手工驱动、电动机驱动或电磁振动来达到按摩、揉捏、敲打等按摩动作，对身体器官、肌肉、穴位等部位产生按摩刺激反射作用，起到加强人体新陈代谢、消除疲劳、缓解肌肉酸痛等保健功效。按摩器具属于消费类电子产品，按照功能特性可分为按摩小电器、按摩居室电器两大类。

现代按摩器具行业起步于上世纪六十年代的日本，1962 年，发美利（FAMILY）创始人稻田二千武先生研制出第一台全自动按摩产品“Family chair”，以按摩椅为代表的按摩器具行业开始兴起。经过几十年的发展，上世纪九十年代，在全球一体化的背景下，全球按摩器具市场规模迅速发展，逐步从日本、东亚和东南亚市场走向了北美、欧洲等地区。

进入二十一世纪以来，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，而在生产领域，伴随着中国作为世界制造中心的崛起，全球按摩器具产业链开始向我国转移。目前，台湾地区的按摩器具生产已基本完成转移，日本厂商也逐步退出了按摩小电器、中低端按摩椅等单价较低产品的生产，专注于高性能全功能按摩椅等按摩产品的研发与生产。

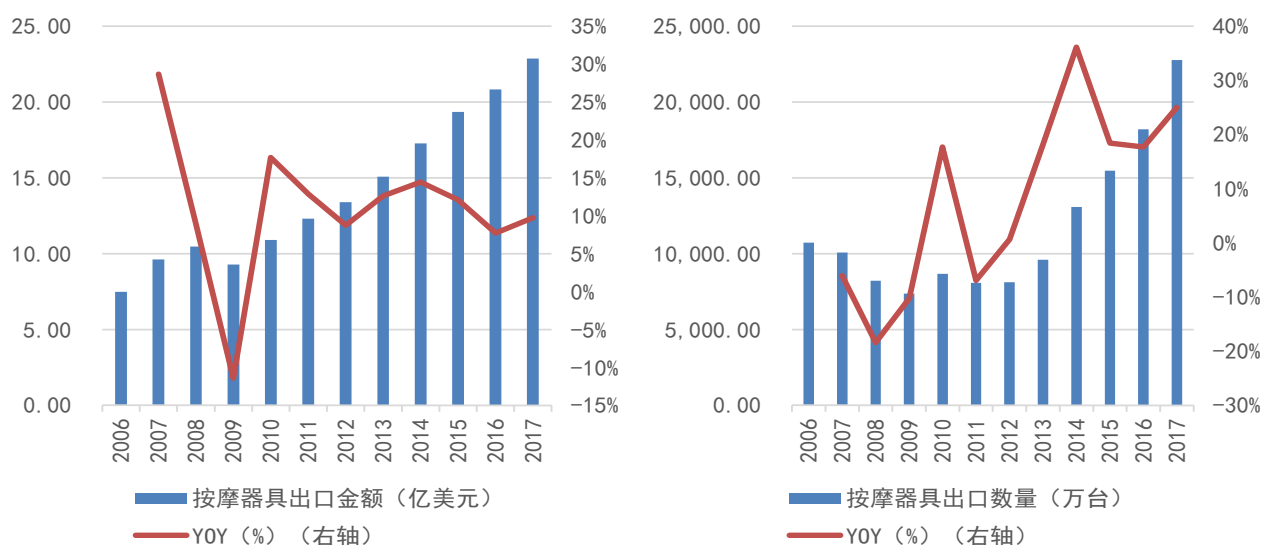
图表 11 现代按摩器具行业的发展



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

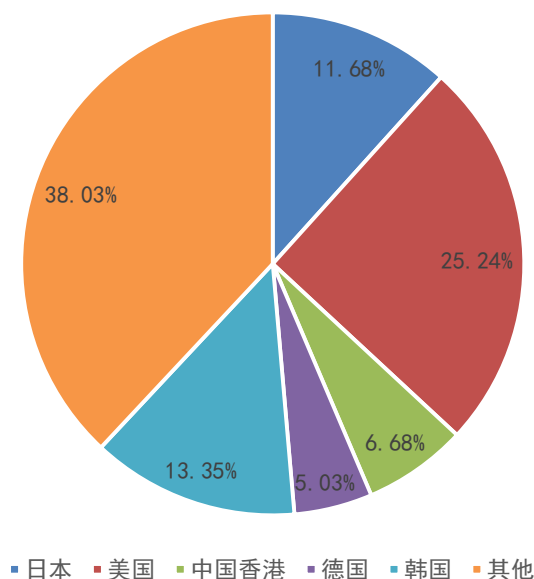
根据海关总署统计数据，2017年，我国按摩器具的出口总额达到了22.86亿美元，同比增长9.72%；按摩器具出口数量首次突破2亿台，达到了2.28亿台，同比增长25%。美国、韩国和日本是我国按摩器具产品的前三大出口目的地，占总出口金额的比重分别为25.24%、13.35%和11.68%。

图表 12 2006-2017 年我国按摩器具出口情况



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 13 2017 年我国按摩器具出口目的地占比情况



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

3 全球按摩康复龙头企业，受益共享经济热潮

3.1 全球布局，“多品牌，国际化”

公司的主要产品为按摩康复（按摩椅、按摩小电器）产品，占到总营收的 70%以上。公司目前在亚洲、北美及欧洲三大核心按摩康复市场，拥有奥佳华“OGAWA”、“FUJI”、“FUJIMEDIC”、“COZZIA”和“MEDISANA”五大自主品牌，不同品牌对应不同的市场需求，同时采用不同的销售渠道。

公司的主要产品为按摩康复（按摩椅、按摩小电器），占到总营收的 70%以上。公司的按摩器具产品主要分为两大类：按摩小家电和按摩椅。公司目前在亚洲、北美及欧洲三大核心按摩康复市场拥有奥佳华“OGAWA”、“FUJI”、“FUJIMEDIC”、“COZZIA”和“MEDISANA”五大自主品牌，不同品牌对应不同的市场需求，同时采用不同的销售渠道。奥佳华“OGAWA”布局于中国、马来西亚、新加坡、香港、菲律宾、越南、中东等亚洲市场，在亚洲具有很高的知名度，该品牌已有二十余年的积累与发展，主要聚焦于高端百货和 Shoppingmall 渠道，产品系列以公司自主研发的智能化按摩椅为核心，辅以从头到脚各部位专项适用的专业按摩小电器系列；“FUJI”布局于台湾市场，在台湾有二十余年沉淀与发展，主要聚焦于大卖场、百货公司渠道，产品系列以智能化按摩椅产品为核心，辅以健康运动产品；“FUJIMEDIC”布局于日本市场，主要聚焦于电视购物、线下量贩渠道，产品系列以按摩小电器产品为核心，辅以健康运动产品；“COZZIA”

布局于北美市场，主要聚焦于家居渠道，产品系列以智能化按摩椅为核心，辅以带简易按摩功能的休闲椅；“MEDISANA”布局于欧洲市场，主要聚集于 LIDL、麦德龙、Amazon 渠道，产品系列有按摩小电器、家用医疗（血压计、血糖仪、血氧计等）及移动健康产品。

图表 14 公司五大自主品牌概况



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

3.2 精品战略，“OGAWA”占稳亚洲高端市场

2017 年，公司依托“4D 温感按摩机芯”技术平台开发的御手温感大师椅 OG7598C 及新一代沙发按摩椅-爱沙发陆续在奥佳华“OGAWA”线下门店推出，同期，针对线上消费者需求策划售价在 8,000-15,000 价位的唱享椅等三款新品在天猫、京东等电商平台上线。配合线下线上系列精品推出，公司通过强化品牌营销、推进全渠道运营、加大销售激励以全面提升终端销售力，全力促使奥佳华“OGAWA”品牌在中国市场放量。

图表 15 御手温感大师椅



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

2017 年，公司在中国市场独家冠名浙江卫视《中国新歌声》衍生节目《真声音》，以“座享奥佳华畅听新歌声”为主题开展系列营销活动，配合全新形象代言人陈奕迅的传播效应，结合报刊杂志、社交网络及微信、微博等新媒体渠道建立与消费者之间直接的交流与互动，持续将奥佳华“OGAWA”品牌曝光在大众视野。

图表 16 奥佳华独家冠名《真声音》



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2017 年 9 月，奥佳华“OGAWA”御手温感大师椅入驻厦门金砖国家领导人第九次会晤现场，为国际政要、商界精英以及中外记者等上千余位嘉宾提供专业的按摩保健服务，有效地提升了奥

佳华“OGAWA”的国际知名度和美誉度。

图表 17 奥佳华按摩椅在金砖会场



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

2017 年 10 月，奥佳华第九次牵手亚洲级别最高、仅有的一站网球 ATP1000 赛事——2017 上海大师赛，再度成为赛事指定按摩椅赞助商。上海大师赛期间，奥佳华通过一系列盛大的品牌活动，再次打响品牌营销的号角。

图表 18 网球大师纳达尔签字留念



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

图表 19 奥佳华品牌展位



资料来源：，长城国瑞证券研究所

图表 20 上海大师赛现场图



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

2017 年 10 月 27 日起，奥佳华的品牌形象广告连续三周强势登陆全国各大主要机场，同时配合线上的重磅钜惠活动，双管齐下，奥佳华打造了一场别开生面的“双 11 狂欢节”。

图表 21 机场广告投放



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

借助爆款精品推出及品牌升级，公司大力推进直营、经销、电商及特渠开拓，并加大销售激励以全面提升终端销售力。奥佳华“OGAWA”线下主推新品御手温感大师椅 OG7598C 及新一代沙发按摩椅-爱沙发 2017 年全球销量分别达 20,000 台、30,000 台。“OGAWA”占稳亚洲高端市场，2017 年，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%，其中电商增速 436%。

3.3 最具研发能力强，技术水平国际领先

公司自成立以来始终十分重视研发创新，持续多年保持对研发的大量投入，2014 年以来，年技术研发投入超亿元，研发强度约 4%左右，研发创新能力逐年增强。公司拥有业内规模最大的技术研发团队，拥有近 800 名专业技术人才。公司以集团总部技术中心为核心，积极推进具备全球竞争力的研发体系建设并不断完善该体系，还在科技前沿阵地以色列、日本、深圳等地设立多个研发中心，开展本土化产品研发及先行技术研究。经过长期技术研发的积累与沉淀，截止 2017 年底，公司已获得专利授权 473 项，其中多项自主研发的核心技术已达到国际先进或国际领先水平。目前公司重点定位于中医理疗、按摩康复服务机器人方向的研究，持续强化自主创新能力建设，积极开展与外部科研机构、医学院校的产学研合作，重点布局智能健康管理、智能酸痛检测、智能人机交互、云服务、人工智能等关键技术上的研究和应用。

公司已研发出业内领先的“4D 温感按摩机芯”及智能酸痛检测技术。“4D 温感按摩机芯”的研发，使得公司在第五代按摩椅及控制技术上处于先发优势，标志着按摩椅技术进入精准按摩时代。而智能酸痛检测技术的研发，开创性地实现了按摩椅设备与用户体征的多维交互，有效地提升了公司在大健康领域的渗透力。这两项技术已分别应用于公司旗舰新品御手温感大师椅及健康管理椅上，使公司在第五代及第六代按摩椅布局上赢得先机。同时，公司还联合按摩椅业界鼻祖-日本发美利稻田和电动机业界全球市占率第一的日电产，积极探索传统中医理疗与前沿科技的结合，深入开展按摩康复服务机器人的研究。

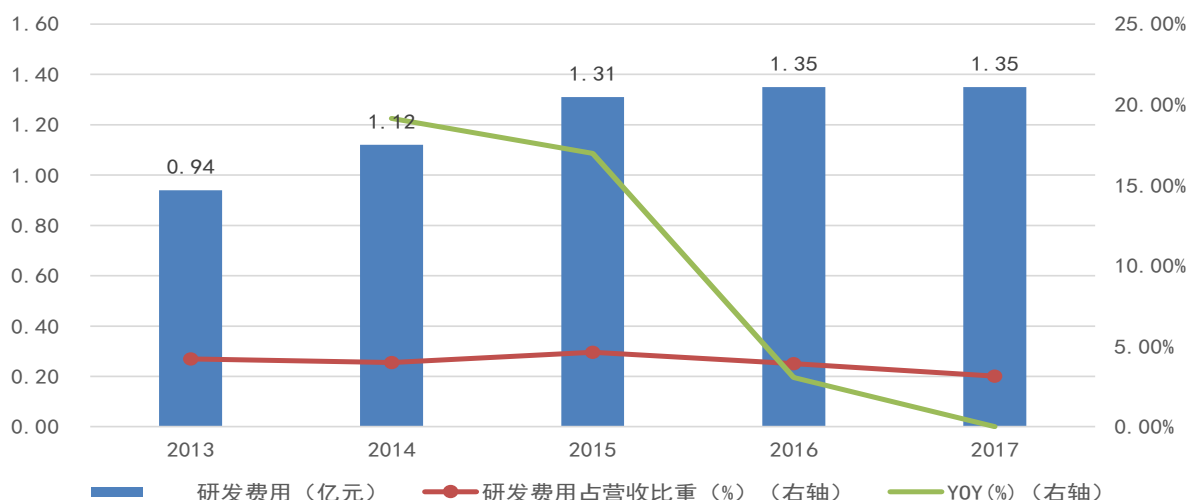
目前是国内唯一一家拥有按摩椅一代至六代技术的厂家，国内大多数厂家尚处三代或三代至四代过渡阶段。

图表 22 公司家用按摩椅产品



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

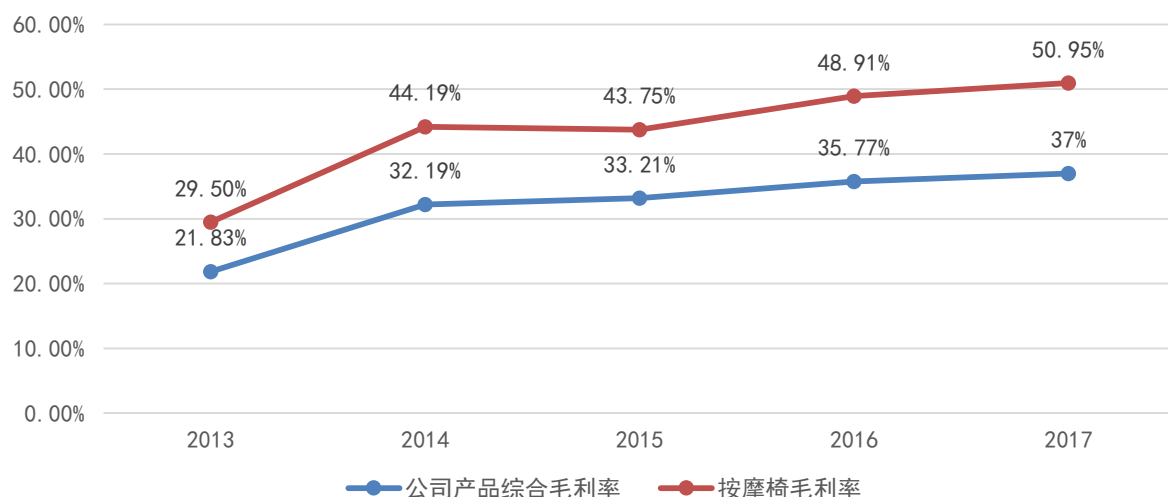
图表 23 公司 2013-2017 年研发费用情况



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

强大的研发实力和国际领先的技术水平，也为公司产品的高毛利率奠定了强劲的基础。2014年以来，公司的综合毛利率水平一直维持在 30%以上，并呈现出逐年上升态势；单项产品方面，按摩椅更是达到 50%的毛利率水平。

图表 24 公司产品毛利率情况



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

3.4 共享市场快速放量，百万台按摩椅产能提升保需求

2017 年，中国按摩椅市场迎来了共享经济的新“风口”，据统计目前仅高频使用共享按摩椅的公共场所就有约 20 万家，2-3 年内可投放共享按摩椅数量超 300 万台，目前已投放约 40 万台，2018 年共享按摩椅的投放速度将进一步加快。随着共享按摩椅在高铁、机场、影院、酒店、KTV 等公共场所快速的渗透与教育，中国按摩椅行业的培育期大幅缩短，按摩椅消费意识正快速提升。2017 年天猫、京东两大线上销售平台按摩椅销售额比 2016 年增长超 100%，品类负责人预测未来 3 年按摩椅在线上将继续维持年均 100%以上的增长，至 2020 年按摩椅线上销售额将超百亿。2017 年，公司凭借在按摩椅业界领先的技术和制造能力，联合包括云享云在内的多家有强劲共享按摩椅业务拓展实力的公司，针对不同场景开发产品与平台，共同开拓共享按摩椅市场。公司紧抓共享经济风口带来的按摩椅发展契机，通过共享按摩椅平台，结合移动支付、物联网技术、大数据分析等互联网先进技术，连接用户深挖用户需求，打造基于共享按摩椅的大数据中心，形成垂直领域的流量入口，为个性化产品定制和营销打下基础。同时结合线下按摩椅运营布局，加速建设线上健康商城平台，打造线下和线上闭环的按摩保健一体化新零售模式，带动公司商用按摩椅及家用按摩椅快速发展。

2018 年 3 月，公司与云享云签订了战略合作协议，未来两年，云享云将向公司采购共享按摩椅数量不少于 30 万台，其中 2018 年内采购数量不低于 18 万台。

公司拥有智能化按摩椅年生产能力 30 万台，从头到脚各部位专项适用的专业按摩小电器年生产能力合计超过 1700 万台，健康环境产品年生产能力近 400 万台，是目前全球最大的按摩康复设备专业生产基地。为快速提升按摩椅产能以满足市场的需求，公司已开始筹划年产 100 万台智能按摩椅生产基地的建设，进一步提升公司按摩椅产能。

公司自 1996 年创立以来一直专注于按摩椅行业，经过二十余年的深耕积累起了技术、产品、品牌、渠道等核心优势，是全球最大的按摩康复龙头企业。面对即将到来的中国按摩椅市场红利期，公司针对不同区域、层次和需求偏好的消费者，推出零售价位和颜值、功能侧重立体交叉的多个产品系列，并结合多种购买渠道深化场景运营和推广，全方位满足各年龄层消费者需求，在行业的快速增长中不断积累势能争取增量份额的同时，加大力度从竞争对手方抢占存量份额，加快行业的集中与整合。

4 股权激励政策，彰显公司发展信心

2017 年 6 月，公司推出第二期股权激励计划，包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分。股票期权激励计划向激励对象授予 750 万份股票期权，占公司股本总额 55431.60 万股的 1.35%。首次授予 660 万份股票期权，占公司股本总额的 1.19%；预留 90 万份股票期权，占该计划拟授出权益总数的 6.00%，占公司股本总额的 0.16%。激励对象总人数为 178 人，包括在公司任职的公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员。

图表 25 股票期权激励计划

行权安排	行权时间	行权比例	行权安排	业绩考核目标
第一个行权期	自首次授予登记完成之日 12 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%	第一次行权	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 20%；
第二个行权期	自首次授予登记完成之日 24 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%	第二次行权	以 2016 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 40%；

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

限制性股票激励计划向激励对象授予 750 万股公司限制性股票，占公司股本总额 55,431.60

万股的 1.35%。首次授予 660 万股，占公司股本总额的 1.19%；预留 90 万股，占该计划拟授出权益总数的 6.00%，占公司股本总额 55,431.60 万股的 0.16%。激励对象总人数为 178 人，包括在公司任职的公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员。

图表 26 限制性股票激励计划

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例	解除限售安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%	第一次行权	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 20%；
第二个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%	第二次行权	以 2016 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 40%；

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

5 盈利预测

图表 27 盈利预测

单位：百万元

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4293.81	5634.78	6841.86	8353.87	货币资金	760.24	826.41	1331.03	2095.49
减：营业成本	2705.27	3493.86	4174.40	4990.78	应收和预付款项	824.17	1162.84	1245.71	1688.80
营业税金及附加	27.40	35.95	43.66	53.30	存货	749.40	797.83	1050.76	1159.36
营业费用	813.40	1067.43	1296.10	1582.52	其他流动资产	1191.46	1191.46	1191.46	1191.46
管理费用	391.92	514.32	624.49	762.50	长期股权投资	30.73	30.73	30.73	30.73
财务费用	74.12	48.76	37.23	25.88	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-12.80	3.00	3.00	3.00	固定资产	609.10	511.83	414.55	317.28
投资收益	94.28	0.00	0.00	0.00	无形资产	501.37	464.40	427.44	390.48
公允价值变动	0.13	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	181.07	86.59	56.22	56.22
其他经营损益	10.25	10.25	10.25	10.25	资产总计	4847.53	5072.09	5747.91	6929.81
营业利润	399.15	481.71	673.24	946.12					
其他非经营损益	4.08	100.00	100.00	100.00	短期借款	360.67	40.88	0.00	0.00
利润总额	403.24	581.71	773.24	1046.12	应付和预收款项	999.30	1441.31	1582.82	1986.52
所得税	47.91	69.14	91.91	124.34	长期借款	188.83	188.83	188.83	188.83
净利润	355.33	512.56	681.33	921.78	其他负债	369.84	39.45	39.45	39.45
少数股东损益	10.29	14.84	19.72	26.68	负债合计	1918.63	1710.47	1811.10	2214.80
归母净利润	345.04	497.73	661.61	895.09	股本	560.70	560.70	560.70	560.70
					资本公积	1128.13	1128.13	1128.13	1128.13
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	1236.96	1621.49	2176.97	2928.47
经营活动现金流	302.73	507.70	566.86	828.88	归母股东权益	2892.45	3310.33	3865.80	4617.31
投资活动现金流	-121.94	47.66	52.87	52.87	少数股东权益	36.45	51.29	71.01	97.70
融资活动现金流	-141.05	-368.13	-138.40	-89.61	股东权益合计	2928.90	3361.62	3936.82	4715.00
现金流量净额	25.45	187.23	481.33	792.14	负债和股东权益	4847.53	5072.09	5747.91	6929.81

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

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。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。