



东兴证券
DONGXING SECURITIES

行业进入快速成长期，龙头全渠道发力

——奥佳华（002614.SZ）2018 半年报点评

2018 年 08 月 29 日

推荐/首次

奥佳华

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
闵繁皓	研究助理	执业证书编号：S1480117090003	
	minfh@dxzq.net.cn	010-66554036	

事件：

公司发布 2018 年上半年度业绩报告。公司 2018 年 1-6 月实现营业收入 22.10 亿元，同比增长 31.71%；实现营业利润 1.17 亿元，同比增长 21.67%；实现归母净利润 1.44 亿元，同比增长 56.11%。其中 Q2 营收 11.74 亿，同比增长 30.09%，营业利润 0.85 亿，同比增长 19.42%。

表 1: 财务指标预测

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1091.2	775.28	902.96	1210.44	1405.13	1033.97	1174.71
增长率（%）	51.92%	40.98%	25.99%	10.69%	28.77%	33.37%	30.09%
毛利率（%）	33.58%	36.14%	40.47%	34.66%	37.24%	36.39%	36.76%
期间费用率（%）	20.99%	33.30%	34.24%	27.19%	27.26%	36.23%	26.44%
营业利润率（%）	9.14%	3.22%	7.87%	10.58%	12.47%	3.10%	7.22%
净利润（百万元）	110.69	19.42	75.58	119.52	140.95	30.62	117.53
增长率（%）	76.69%	539.78%	47.49%	18.77%	27.33%	57.68%	55.52%
每股盈利（季度，元）	0.18	0.03	0.13	0.21	0.24	0.05	0.21
资产负债率（%）	41.85%	39.14%	38.72%	43.43%	39.58%	40.84%	42.88%
净资产收益率（%）	4.33%	0.75%	2.86%	4.39%	4.81%	1.03%	3.91%
总资产收益率（%）	2.52%	0.46%	1.75%	2.48%	2.91%	0.61%	2.23%

公司重大财务指标变动分析

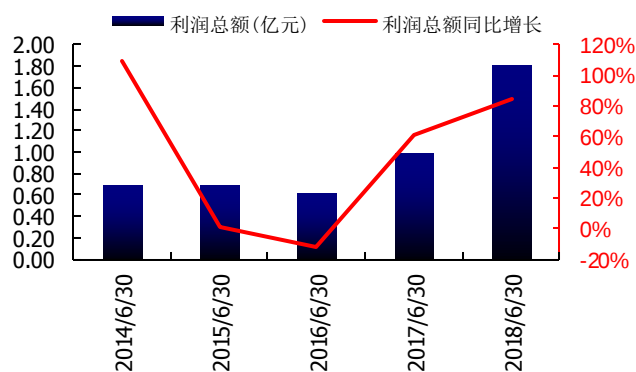
项目	本报告期	上年同期	同比	重大变化说明	(百万)
营业收入	2208.67	1678.24	32%	公司按摩椅业务快速增长所致;	
营业成本	1400.62	1032.61	36%	公司销售收入增长及原材料上涨所致;	
销售费用	436.96	339.95	29%	公司研发费用投入增加所致;	
管理费用	252.05	193.34	30%	人民币汇率先升值(毛利率下降)至6月又大幅贬值(财务费用下降)所致;	
财务费用	-3.79	34.09	-111%	上年同期公司股权激励解禁可抵扣费用增加, 本期无此事项;	
所得税费用	32.16	2.50	1186%	上年同期公司股权激励解禁可抵扣费用增加, 本期无此事项;	
研发投入	97.74	69.12	41%	公司加大新品模具及人工等费用投入所致;	
经营活动产生的现金流量净额	115.25	88.06	31%	销售商品提供劳务收到的现金增加所致;	
投资活动产生的现金流量净额	-207.47	-46.23	-349%	公司结构性存款投资增加以及支付前埔土地出让金所致;	
筹资活动产生的现金流量净额	178.22	-88.45	301%	公司增加信用借款所致;	
现金及现金等价物净增加额	81.29	-53.30	253%	理财产品到期转回及信用借款增加所致。	
主要资产	比年初增长	重大变化说明			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	38.11%	公司套期保值业务受汇率波动影响所致;			
应收票据	100.00%	年初应收票据已收回所致;			
应收利息	1554.73%	结构性存款增加, 计提利息相应增加所致;			
可供出售金融资产	158.31%	公司投资云享云5%的股权所致;			
长期股权投资	32.19%	对外投资公司增加所致;			
在建工程	3253.18%	子公司为满足按摩椅产能需求, 新建厂房所致;			
无形资产	46.14%	公司新购土地所致;			
其他非流动资产	120.16%	预付新办公楼装修款所致;			
短期借款	60.09%	公司增加信用借款所致;			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	546.22%	公司套期保值业务受汇率波动影响所致;			
应付票据	44.38%	公司采购量加大, 应付承兑汇票增加所致;			
应交税费	42.42%	应交增值税减少所致;			
应付利息	79.04%	公司短期借款增加所致;			
一年内到期的非流动负债	708.14%	国际 OGAWA、香港蒙发利一年内到期的银行借款增加所致;			
长期借款	69.90%	国际 OGAWA、香港蒙发利一年内到期的银行借款重分类所致;			
其他综合收益	40.54%	受汇率变动所致;			

资料来源: 公司公告、东兴证券

观点:

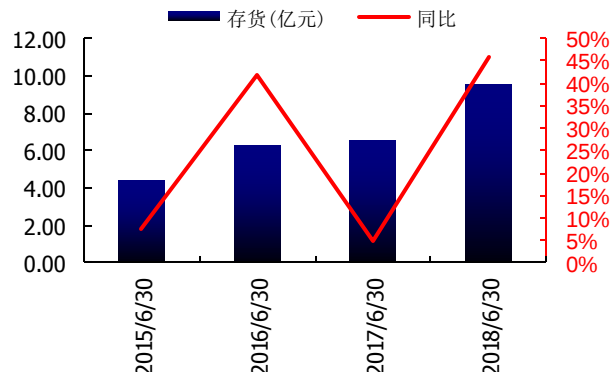
- **行业高速增长, 龙头享受红利。**中国家用按摩椅市场已进入快速增长期, 2018年天猫、京东上半年线上按摩椅销售额同比继续保持100%以上增速。目前, 中国家用按摩椅保有率仍不足1%, 对标近几年新兴韩国市场12%的保有率, 中国家用按摩椅市场正处于起步阶段。未来中国按摩椅市场十倍以上提升空间。公司作为行业龙头, 深度布局国内外市场, 2018上半年实现全渠道销售额同比125%, 净利润同比增长268%; 其中线上销售额同比增长200%, 净利润同比增长327%。公司业绩近年将保持较高增长。
- **全渠道高增长发力, 国际影响力持续提高。**渠道拓展方面: 奥佳华品牌双线作战、全渠道发力, 截至报告期末, 奥佳华中国拥有554家线下门店, 其中直营门店104家, 单店店效21万元/月, 店效比上年同期增长66%; 经销门店450家, 门店数比上年同期增长50%; 线上以自主运营团队为核心, 持续放大奥佳华国际品牌影响力, 不断推出高性价比线上专供新品, 销售增长显著。国际奥佳华拥有265家线下门店, 直营门店单店店效30万元/月, 店效比上年同期增长25%; 销售额比上年同期增长23%。未来渠道拓展会为业绩增长提供有力支撑。
- **自主品牌与 ODM 双轮驱动, 国际市场份额快速提升。**公司主营按摩椅业务的国际品牌奥佳华“OGAWA”、台湾“FUJI”和美国“COZZIA”三大品牌在各个国际市场经营业绩稳步提升, 三大国际品牌上半年销售额同比平均增长 27%, 净利润比上年同期增长 101%。国际奥佳华拥有 265 家线下门店, 直营门店单店店效 30 万元/月, 店效比上年同期增长 25%; 销售额比上年同期增长 23%。在台湾市场, “FUJI”稳稳占 60%以上的份额销售额同比增长 24%; 在美国市场, “COZZIA”在传统家居渠道及新开拓的亚裔渠道形成热销, 上半年销售额同比增长了 44%。凭借国际市场自主品牌的稳健增长及韩国等市场 ODM 业务的突破, 报告期内, 公司在国际市场按摩椅业务实现收入 5.88 亿元, 比上年同期增长 49%。公司全球营收规模提升可期。

图 1: 利润总额情况



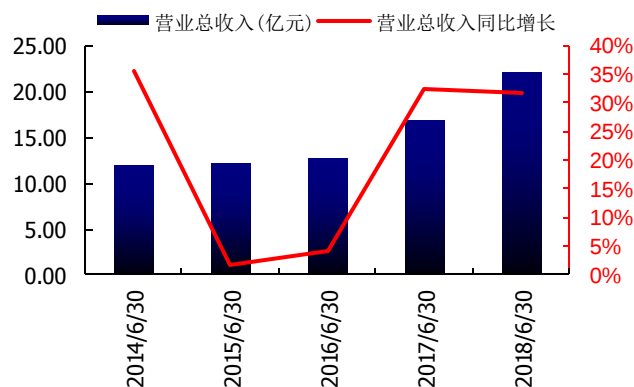
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 2: 存货情况



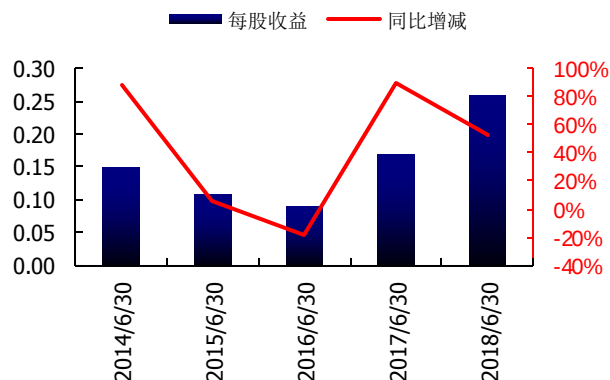
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 3: 营业收入情况



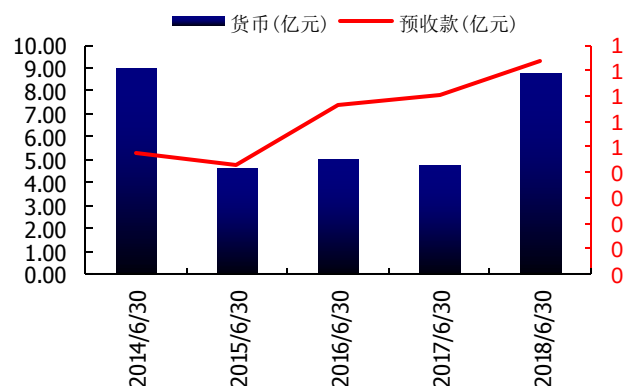
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 4: 每股收益情况



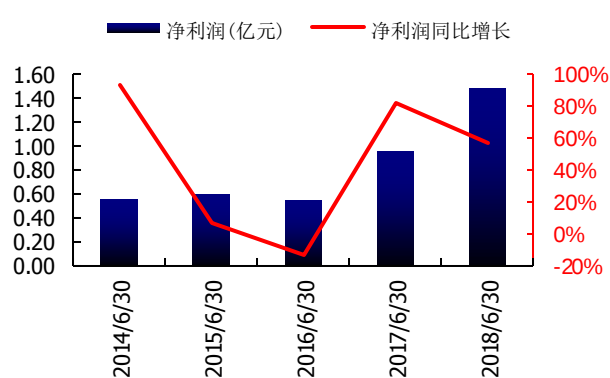
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



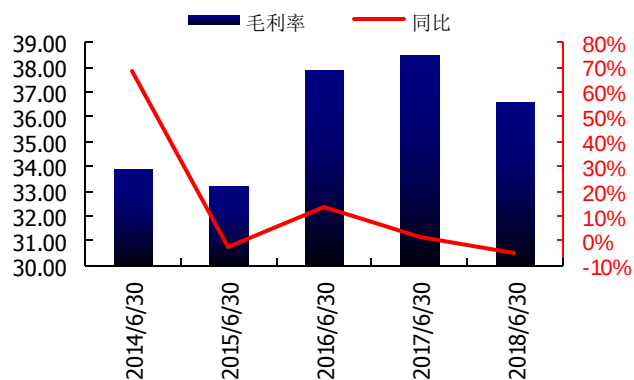
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况



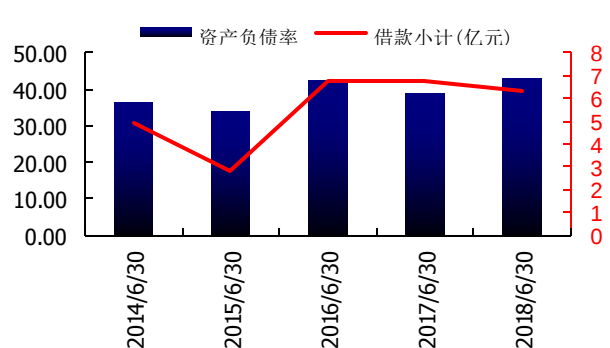
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况

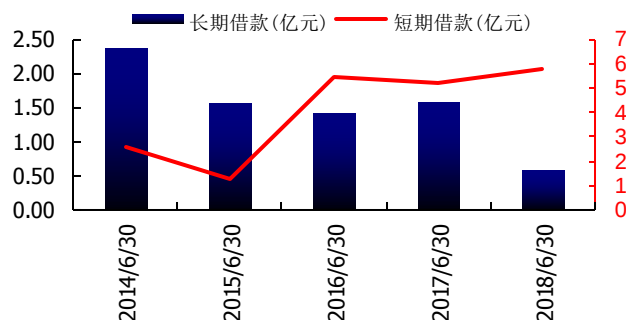


资料来源: 公司公告、东兴证券

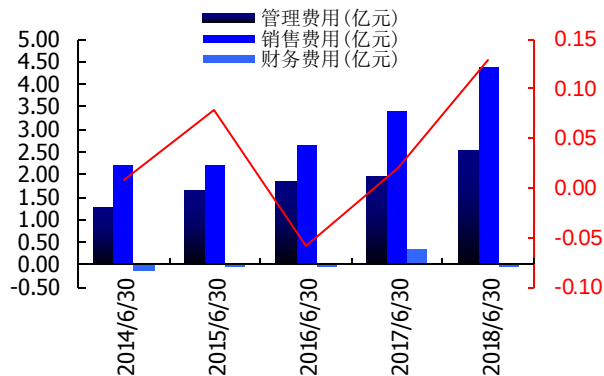
图 8: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告、东兴证券

图 9: 贷款情况


资料来源: 公司公告、东兴证券整理

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源: 公司公告、东兴证券

结论:

公司是按摩椅行业的龙头, 随着行业进入高速成长期, 公司不断完善渠道建设, 以自主品牌与 ODM 双轮驱动, 国内外市场份额快速提升, 外来营收有望保持较高增速。

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 54.04 亿元、67.71 亿元和 84.08 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 4.79 亿元、6.67 亿元和 8.66 亿元; 每股收益分别为 0.85 元 1.19 元和 1.54 元, 对应 PE 分别为 21X、15X 和 12X; 首次给予公司“推荐”评级。

风险提示: 市场销售不及预期、新市场拓展存在不确定性、国际汇率波动等。

表 2：公司盈利预测表

资产负债表						利润表						单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3172	3525	4143	4932	6088	营业收入	3451	4294	5404	6771	8408						
货币资金	534	760	957	1267	1853	营业成本	2217	2705	3366	4135	5082						
应收账款	634	595	740	890	1060	营业税金及附加	23	27	54	68	84						
其他应收款	93	151	190	239	296	营业费用	600	813	1027	1287	1598						
预付款项	43	78	121	174	240	管理费用	382	392	493	618	767						
存货	577	749	932	1144	1406	财务费用	-49	74	7	-6	-18						
其他流动资产	1285	1127	1138	1152	1168	资产减值损失	45.68	-12.80	0.00	0.00	0.00						
非流动资产合计	1226	1322	1176	1089	1005	公允价值变动收益	13.07	0.13	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	25	31	1	1	1	投资净收益	47.97	94.28	95.00	95.00	95.00						
固定资产	610.59	605.60	551.10	496.59	442.09	营业利润	294	399	551	764	990						
无形资产	318	309	278	250	225	营业外收入	22.55	9.90	10.00	10.00	10.00						
其他非流动资产	2	5	5	5	5	营业外支出	6.10	5.82	6.00	6.00	6.00						
资产总计	4398	4848	5319	6020	7094	利润总额	310	403	555	768	994						
流动负债合计	1766	1693	1722	1891	2275	所得税	45	48	66	91	118						
短期借款	573	361	143	0	0	净利润	266	355	489	677	876						
应付账款	592	733	895	1099	1351	少数股东损益	15	10	10	10	10						
预收款项	52	87	133	190	260	归属母公司净利润	251	345	479	667	866						
一年内到期的非流动负债	124	21	20	20	20	EBITDA	614	841	644	841	1051						
非流动负债合计	75	225	225	225	225	BPS（元）	0.46	0.63	0.85	1.19	1.54						
长期借款	26	189	189	189	189	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0												
负债合计	1841	1919	1947	2115	2500		成长能力										
少数股东权益	34	36	46	56	66	营业收入增长	21.93%	24.41%	25.86%	25.30%	24.17%						
实收资本（或股本）	554	561	562	562	562	营业利润增长	49.55%	35.96%	38.05%	38.66%	29.48%						
资本公积	1111	1185	1185	1185	1185	归属于母公司净利润增长	39.03%	37.51%	38.85%	39.18%	29.76%						
未分配利润	890	1149	1405	1761	2224	获利能力											
归属母公司股东权益合计	2523	2892	3359	3882	4561	毛利率(%)	35.77%	37.00%	37.71%	38.93%	39.55%						
负债和所有者权益	4398	4848	5319	6020	7094	净利率(%)	7.70%	8.28%	9.05%	10.00%	10.41%						
现金流量表				单位: 百万元		总资产净利润（%）	5.71%	7.12%	9.01%	11.08%	12.20%						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	9.95%	11.93%	14.27%	17.18%	18.98%						
经营活动现金流	119	303	319	498	661	偿债能力											
净利润	266	355	489	677	876	资产负债率(%)	42%	40%	37%	35%	35%						
折旧摊销	369.36	367.22	0.00	54.50	54.50	流动比率	1.80	2.08	2.41	2.61	2.68						
财务费用	-49	74	7	-6	-18	速动比率	1.47	1.64	1.87	2.00	2.06						
应收账款减少	0	0	-145	-150	-169	营运能力											
预收账款增加	0	0	45	57	71	总资产周转率	0.83	0.93	1.06	1.19	1.28						
投资活动现金流	-136	-122	150	94	94	应收账款周转率	7	7	8	8	9						
公允价值变动收益	13	0	0	0	0	应付账款周转率	6.76	6.48	6.64	6.79	6.86						
长期股权投资减少	-27	-84	48	0	0	每股指标（元）											
投资收益	48	94	95	95	95	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.63	0.85	1.19	1.54						
筹资活动现金流	-145	-141	-272	-282	-169	每股净现金流(最新摊薄)	-0.29	0.07	0.35	0.55	1.04						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.16	5.98	6.91	8.12						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	6	1	0	0	P/E	39.50	28.84	21.29	15.30	11.79						
资本公积增加	-3	73	0	0	0	P/B	3.99	3.52	3.04	2.63	2.24						
现金净增加额	-162	40	197	310	586	EV/EBITDA	16.71	11.89	14.90	10.88	8.14						

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

闵繁皓

金融硕士研究生，2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。