

奥佳华 (002614)

公司研究/简评报告

收入稳定增长，按摩椅品类营收拉动力强

—2018 年半年报点评

简评报告/家电

2018 年 08 月 29 日

一、事件概述

公司于 8 月 28 日晚发布 2018 年半年报：报告期内公司实现营业收入 22.09 亿元，同比增长 31.61%；归母净利润 1.44 亿元，同比增长 56.08%；实现基本每股收益 0.26 元/股。预计 2018 年度 1-9 月归母净利润同比增长 40%-50%。

二、分析与判断

➤ 单季度营收与业绩同比较快增长

公司 2018Q2 单季度营收 11.75 亿元，同比+30.09%，增速较 Q1（同比+33.37%）有所放缓；2018Q2 归母净利润 1.16 亿元，同比+57.59%，增速较 Q1（同比+50.23%）提升。公司收入与业绩保持较快增长，符合我们之前的预期，业绩增速快于收入增速，我们认为主要与公司非经常性损益有关。

➤ 内销拉动力强，按摩椅跃升公司第一大产品品类

分区域来看，公司上半年内销收入 5.2 亿元，同比+126.75%，出口收入 16.31 亿，同比+15.23%。内销收入高速增长主要因为国内市场自主品牌家用按摩椅零售业务及 ODM 商用按摩椅销售业务快速增长，上半年国内按摩椅业务收入同比+181%。

分产品来看，公司按摩椅收入快速增长，跃升为公司第一大产品品类。公司上半年保健按摩业务营收 15.96 亿，同比+37.48%（其中，按摩椅收入 9.09 亿，同比+79.01%，收入占比达到 42.27%）；家用医疗 1.09 亿，同比-1.53%；健康环境 2.60 亿，同比-3.22%；其他业务 1.86 亿，同比+78.27%。

➤ 净利率水平同比提高，未来仍有望进一步提升

2018 上半年公司整体毛利率和净利率分别为 36.59%（同比-1.88pct）和 6.71%（同比+1.05pct）。公司毛利率同比下降主要受人民币汇率波动与原材料价格上涨所致，净利率仍有提升，主要系期间费用率下降所致。我们判断未来随着公司产品结构优化、成本管理效率与费用管控能力进一步提高，公司盈利水平仍有望进一步提升。

➤ 自主品牌稳定增长，国内市场渠道不断优化

报告期内，公司自主品牌收入同比提升 30%，其中，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中凭借其深厚的品牌积累、本土化营销推广和明星爆款产品打造，上半年销售额同比平均增长 27%，净利润比上年同期增长 101%。

国内渠道建设不断优化。公司线下“直营抓服务、提店效；经销做下沉、拓门店”、线上“打品牌、提份额”，截至报告期末，公司共拥有线下门店 554 家，其中直营门店 104 家（店效 21 万元/月，同比+66%），经销门店 450 家（门店数同比+50%）。公司不断优化的渠道体系为公司未来收入稳定快速增长提供支撑。

三、盈利预测与投资建议

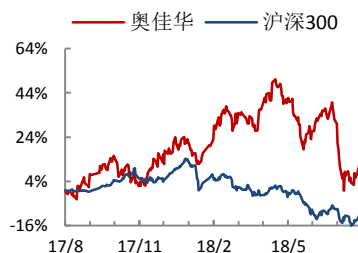
公司作为全球按摩器具 ODM 领先企业之一，不断加强自主品牌建设与运营，在海外市场不断拓展的同时，也开始深耕国内市场，未来有望受益于消费升级与人口红利，挖掘巨大按摩器具市场空间。预计公司 2018-2020 年能够实现基本每股收益 0.89、1.16、1.46 元/股，对应 2018-2020 年 PE 分别为 20、16、12 倍。维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

当前价格： 18.17 元
交易数据 2018-8-28

近 12 个月最高/最低	24.18/15.67
总股本（百万股）	561.60
流通股本（百万股）	288.76
流通股比例（%）	51%
总市值（亿元）	102.04
流通市值（亿元）	52.47

该股与沪深 300 走势比较


资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：马科

执业证号： S0100513070001

电话： 010-85127533

邮箱： make@mszq.com

分析师：陈梦

执业证号： S0100518070001

电话： 010-85127533

邮箱： chenmeng@mszq.com

相关研究

1. 奥佳华 (002614) 公司点评：业绩符合预期，净利率水平提升
2. 奥佳华 (002614) 公司点评：自主品牌业务快速增长，盈利能力提升
3. 奥佳华 (002614) 公司动态：自主品牌发展可期，股权激励彰显发展信心

四、风险提示：

海外业务整合不及预期，汇率波动风险，新产品拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,294	5,624	7,132	8,544
增长率（%）	24.4%	31.0%	26.8%	19.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	345	499	653	819
增长率（%）	37.5%	44.5%	31.0%	25.4%
每股收益（元）	0.63	0.89	1.16	1.46
PE（现价）	29	20	16	12
PB	3.5	3.0	2.5	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	4,294	5,624	7,132	8,544
营业成本	2,705	3,594	4,528	5,399
营业税金及附加	27	36	46	54
销售费用	813	973	1,234	1,461
管理费用	392	513	651	780
EBIT	356	507	673	851
财务费用	74	(9)	(33)	(58)
资产减值损失	(13)	24	27	34
投资收益	94	94	94	94
营业利润	399	587	774	969
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	403	595	781	976
所得税	48	78	98	125
净利润	355	517	683	851
归属于母公司净利润	345	499	653	819
EBITDA	452	579	746	923

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	760	1353	1984	2824
应收账款及票据	595	818	1062	1295
预付款项	78	92	121	142
存货	749	853	1086	1291
其他流动资产	1181	1181	1181	1181
流动资产合计	3525	4431	5587	6886
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	606	614	617	622
无形资产	309	314	306	304
非流动资产合计	1322	1253	1203	1143
资产合计	4848	5685	6790	8029
短期借款	361	361	361	361
应付账款及票据	912	1117	1407	1678
其他流动负债	20	20	20	20
流动负债合计	1693	2003	2426	2813
长期借款	189	189	189	189
其他长期负债	36	36	36	36
非流动负债合计	225	225	225	225
负债合计	1919	2228	2651	3038
股本	561	562	562	562
少数股东权益	36	55	84	116
股东权益合计	2929	3456	4139	4991
负债和股东权益合计	4848	5685	6790	8029

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	24.4%	31.0%	26.8%	19.8%
EBIT 增长率	55.0%	42.6%	32.7%	26.3%
净利润增长率	37.5%	44.5%	31.0%	25.4%
盈利能力				
毛利率	37.0%	36.1%	36.5%	36.8%
净利润率	8.0%	8.9%	9.2%	9.6%
总资产收益率 ROA	7.1%	8.8%	9.6%	10.2%
净资产收益率 ROE	11.9%	14.7%	16.1%	16.8%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.2	2.3	2.4
速动比率	1.6	1.8	1.9	2.0
现金比率	0.5	0.7	0.8	1.0
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	52.2	51.5	51.8	51.7
存货周转天数	89.5	86.5	87.5	87.2
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.9	1.2	1.5
每股净资产	5.2	6.1	7.2	8.7
每股经营现金流	0.5	0.9	1.0	1.4
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	28.8	20.5	15.6	12.5
PB	3.5	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	22.1	16.3	11.8	8.6
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	355	517	683	851
折旧和摊销	84	95	99	106
营运资金变动	(48)	(27)	(129)	(106)
经营活动现金流	303	504	573	771
资本开支	113	(5)	15	4
投资	148	0	0	0
投资活动现金流	(122)	100	79	90
股权募资	55	10	0	0
债务募资	(130)	0	0	0
筹资活动现金流	(141)	(11)	(21)	(21)
现金净流量	40	593	631	840

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016年入职民生证券，从事家电行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。