

## 国内市场快速增长，全年业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司 2018 年营业收入、扣非净利润分别约为 54.5 亿元、3.4 亿元，同比增速分别约为 26.9%、30.9%；2018Q4 营业收入、扣非净利润分别约为 16.7 亿元、1.2 亿元，同比增速分别约为 18.8%、22.2%；2019Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 12.4 亿元、860 万元，同比增速分别约为 20.2%、172%。
- **国内市场快速增长，全年业绩符合预期。** 公司 2018 年营业收入约为 54.5 亿元，同比增长约 26.9%。其中按摩椅收入约为 21 亿元，同比增长约 63%，预计 2019 年按摩椅业务将继续高增长；按摩小电器收入约为 20.7 亿元，同比增长约 11.3%。分区域来看，2018 年国内销售约为 12.7 亿元，同比增长约 75%，增速超预期。与公司推出领先新产品，“御手温感大师椅 OG7598C” 2018 年全球销量超 3.7 万台，同时对线上线下持续推广有关；期间内国外市场约为 40 亿元，同比增长约 15.5%，在韩国、美国市场的按摩椅 ODM 业务则发展快速，其中韩国市场销售额同比增长约 160%。公司 2018 年扣非净利润约为 3.4 亿元，同比增长约 31%，高于收入增速约 4 个百分点，具体分析如下：1) 公司毛利率约为 36.3%，同比下降约 0.7 个百分点，受人力成本上升影响，公司细分领域毛利率均出现小幅下滑，整体控制较好；2) 期间费用率约为 28.1%，同比下降约 1.7 个百分点；其中管理研发费用合计约为 5.5 亿元，同比增长约 40%，与公司加大人才引进及实施第二期股权激励有关；受汇率波动影响汇兑损益大幅减少，财务费用同比下降约 0.9 亿元。单季度来看，2018Q4 营业收入、扣非净利润分别约为 16.7 亿元、1.2 亿元，同比增速分别约为 18.8%、22.2%；2019Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 12.4 亿元、860 万元，同比增速分别约为 20.2%、172%。收入端仍维持稳定增长，Q1 利润规模较小与公司经营策略有关。其他指标如全年经营性现金流净额约为 4.5 亿元，同比增长约 57%，2019Q1 现金流为负主要是预付款项增加，预计 Q2 将有所改善。
- **按摩椅市场为千亿级别，公司加快产品和渠道布局。** 国内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，我们认为国内家用按摩椅市场正处于起步阶段。2017 年中国中等收入以上城镇居民（约 4.9 亿人口）人均可支配收入已超 5 万元，基本拥有按摩椅消费能力，依中国中等收入以上城镇家庭户数约 1.6 亿户（每户按 3 人次算）基数测算，如其中 10% 家庭购买均价 6000 元按摩椅，未来中国市场也将实现千亿市场空间。**加快新产品开发迭代开发。** 继“4D 温感按摩机芯”技术平台开发的第五代旗舰产品御手温感大师椅后，2018 年 10 月推出基于第五代 4D 无刷马达按摩机芯和第六代智能酸痛检测技术，结合全新疲劳检测系统、个人健康云平台及 AI 智能按摩算法等新技术开发的 AI 御手温感大师椅正式推出，实现技术与产品力再度实现跨越式的提升。**线上和线下全渠道发力。** 2018 年公司收入线下增长 45.6%，线上增长 155%。线下将持续在核心商圈经营品牌直营门店，加快销售渠道下沉，目前全球布局门店 846 家，国内门店 573 家；在线上继续加强主流电商平台合作。
- **盈利预测与评级。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.02 元、1.33 元、1.74 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销量或低于预期的风险；汇兑损益风险。

| 指标/年度          | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E    |
|----------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 5447.03 | 6888.63 | 8713.05 | 10992.44 |
| 增长率            | 26.86%  | 26.47%  | 26.48%  | 26.16%   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 439.12  | 572.70  | 748.26  | 976.09   |
| 增长率            | 27.22%  | 30.42%  | 30.65%  | 30.45%   |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.78    | 1.02    | 1.33    | 1.74     |
| 净资产收益率 ROE     | 13.41%  | 15.01%  | 16.82%  | 18.50%   |
| PE             | 24      | 18      | 14      | 11       |
| PB             | 3.14    | 2.70    | 2.31    | 1.95     |

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: 021-58351962  
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
 执业证号: S1250516100001  
 电话: 023-67909731  
 邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 何治力  
 执业证号: S1250515090002  
 电话: 023-67898264  
 邮箱: hzl@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)   | 3.33        |
| 52 周内股价区间(元) | 13.21-24.62 |
| 总市值(亿元)      | 103.88      |
| 总资产(亿元)      | 57.41       |
| 每股净资产(元)     | 5.83        |

### 相关研究

1. 奥佳华 (002614): 业绩持续高增长，自主品牌高速放量 (2018-10-30)
2. 奥佳华 (002614): 携手韩国按摩椅巨头，有望增厚公司业绩 (2018-09-13)
3. 奥佳华 (002614): 聚焦按摩椅市场，国内外高速放量 (2018-08-29)

## 相关假设

- 预计 2019-2021 年按摩小家电销量增速分别约为 10%左右；
- 预计 2019-2021 年按摩椅销量增速分别约为 60%、35%、35%；
- 预计 2019-2021 年销售费用约为 19%左右，管理费用约为 8%左右。

表 1：公司业务分拆表

| 百万元          | 2015A   | 2016A  | 2017A  | 2018A   | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
|--------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| <b>合计</b>    |         |        |        |         |        |        |         |
| 营业收入         | 2830.7  | 3451.4 | 4293.8 | 5447.0  | 6888.6 | 8713.1 | 10992.4 |
| yoy          | 21.9%   | 24.4%  | 24.4%  | 26.9%   | 26.5%  | 26.5%  | 26.2%   |
| 毛利率          | 33.2%   | 35.8%  | 37.0%  | 50.3%   | 37.6%  | 38.2%  | 38.7%   |
| 营业成本         | 1890.7  | 2216.8 | 2705.3 | 2705.3  | 4296.0 | 5385.4 | 6742.3  |
| <b>按摩小电器</b> |         |        |        |         |        |        |         |
| 收入           | 1350.85 | 1690.4 | 1856.4 | 2065.52 | 2272.1 | 2499.3 | 2749.2  |
| yoy          | 22.9%   | 0.0%   | 9.8%   | 11.3%   | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%   |
| 毛利率          | 30.3%   | 31.7%  | 31.2%  | 28.3%   | 27.0%  | 26.0%  | 25.0%   |
| 成本           | 941.49  | 1154.5 | 1278   | 1481.39 | 1658.6 | 1849.5 | 2061.9  |
| <b>按摩椅</b>   |         |        |        |         |        |        |         |
| 收入           | 741.17  | 817.4  | 1287.1 | 2096.21 | 3144.3 | 4559.3 | 6383.0  |
| yoy          | -8.1%   | 0.0%   | 57.5%  | 62.9%   | 50.0%  | 45.0%  | 40.0%   |
| 毛利率          | 43.8%   | 48.9%  | 51.0%  | 49.1%   | 50.0%  | 49.0%  | 48.0%   |
| 成本           | 416.89  | 417.6  | 631.3  | 1066.15 | 1572.2 | 2325.2 | 3319.1  |
| <b>健康环境</b>  |         |        |        |         |        |        |         |
| 收入           |         |        | 406.8  | 584.2   | 701.0  | 806.2  | 927.1   |
| yoy          |         |        | -6.6%  | 43.6%   | 20.0%  | 15.0%  | 15.0%   |
| 毛利率          |         |        | 28.6%  | 27.7%   | 28.0%  | 27.0%  | 27.0%   |
| 成本           |         |        | 290.5  | 422.32  | 504.7  | 588.5  | 676.8   |
| <b>家用医疗</b>  |         |        |        |         |        |        |         |
| 收入           |         |        | 270.9  | 232.28  | 255.5  | 281.1  | 309.2   |
| yoy          |         |        | 62.6%  | -14.3%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%   |
| 毛利率          |         |        | 29.5%  | 31.4%   | 32.0%  | 30.0%  | 30.0%   |
| 成本           |         |        | 190.9  | 159.31  | 173.7  | 196.7  | 216.4   |

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          | 现金流量表 (百万元)       | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 5447.03        | 6888.63        | 8713.05        | 10992.44       | 净利润               | 442.81         | 577.51         | 754.54         | 984.28         |
| 营业成本          | 3472.21        | 4296.03        | 5385.40        | 6742.25        | 折旧与摊销             | 121.12         | 87.10          | 87.10          | 87.10          |
| 营业税金及附加       | 30.81          | 41.92          | 52.21          | 65.59          | 财务费用              | -15.57         | 93.29          | 22.49          | 20.83          |
| 销售费用          | 996.38         | 1274.40        | 1742.61        | 2308.41        | 资产减值损失            | 16.67          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 367.93         | 585.53         | 705.76         | 780.46         | 经营营运资本变动          | 527.01         | -374.31        | -298.12        | -397.37        |
| 财务费用          | -15.57         | 93.29          | 22.49          | 20.83          | 其他                | -616.39        | -46.66         | -61.34         | -53.22         |
| 资产减值损失        | 16.67          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>475.65</b>  | <b>336.94</b>  | <b>504.68</b>  | <b>641.63</b>  |
| 投资收益          | -17.83         | 55.00          | 55.00          | 55.00          | 资本支出              | -120.28        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 10.99          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -147.05        | 89.87          | 55.00          | 55.00          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-267.32</b> | <b>89.87</b>   | <b>55.00</b>   | <b>55.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>522.52</b>  | <b>652.46</b>  | <b>859.59</b>  | <b>1129.89</b> | 短期借款              | 87.72          | -48.38         | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 1.68           | 20.00          | 20.00          | 20.00          | 长期借款              | -135.38        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>524.19</b>  | <b>672.46</b>  | <b>879.59</b>  | <b>1149.89</b> | 股权融资              | 16.62          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 81.39          | 94.95          | 125.04         | 165.61         | 支付股利              | 0.00           | -87.82         | -114.54        | -149.65        |
| 净利润           | 442.81         | 577.51         | 754.54         | 984.28         | 其他                | -26.78         | -175.41        | -22.49         | -20.83         |
| 少数股东损益        | 3.69           | 4.81           | 6.28           | 8.19           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-57.82</b>  | <b>-311.62</b> | <b>-137.03</b> | <b>-170.49</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 439.12         | 572.70         | 748.26         | 976.09         | <b>现金流量净额</b>     | <b>146.22</b>  | <b>115.19</b>  | <b>422.65</b>  | <b>526.14</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          | 财务分析指标            | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
| 货币资金          | 1341.04        | 1456.23        | 1878.88        | 2405.02        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1276.84        | 1518.74        | 1924.78        | 2443.61        | 销售收入增长率           | 26.86%         | 26.47%         | 26.48%         | 26.16%         |
| 存货            | 861.04         | 1056.99        | 1333.47        | 1668.16        | 营业利润增长率           | 30.85%         | 24.87%         | 31.75%         | 31.45%         |
| 其他流动资产        | 758.61         | 910.47         | 1146.80        | 1442.06        | 净利润增长率            | 24.57%         | 30.42%         | 30.65%         | 30.45%         |
| 长期股权投资        | 29.09          | 29.09          | 29.09          | 29.09          | EBITDA 增长率        | 10.17%         | 32.60%         | 16.37%         | 27.72%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 731.72         | 703.49         | 675.26         | 647.03         | 毛利率               | 36.25%         | 37.64%         | 38.19%         | 38.66%         |
| 无形资产和开发支出     | 719.47         | 668.67         | 617.87         | 567.07         | 三费率               | 24.76%         | 28.35%         | 28.36%         | 28.29%         |
| 其他非流动资产       | 243.60         | 235.52         | 227.45         | 219.38         | 净利率               | 8.13%          | 8.38%          | 8.66%          | 8.95%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>5961.41</b> | <b>6579.20</b> | <b>7833.60</b> | <b>9421.42</b> | ROE               | 13.41%         | 15.01%         | 16.82%         | 18.50%         |
| 短期借款          | 448.38         | 400.00         | 400.00         | 400.00         | ROA               | 7.43%          | 8.78%          | 9.63%          | 10.45%         |
| 应付和预收款项       | 1814.03        | 2031.59        | 2591.69        | 3277.26        | ROIC              | 14.64%         | 20.56%         | 21.41%         | 24.56%         |
| 长期借款          | 53.45          | 53.45          | 53.45          | 53.45          | EBITDA/销售收入       | 11.53%         | 12.09%         | 11.12%         | 11.26%         |
| 其他负债          | 342.96         | 247.78         | 302.07         | 369.69         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2658.83</b> | <b>2732.82</b> | <b>3347.21</b> | <b>4100.40</b> | 总资产周转率            | 1.01           | 1.10           | 1.21           | 1.27           |
| 股本            | 561.49         | 561.53         | 561.53         | 561.53         | 固定资产周转率           | 8.84           | 11.23          | 14.89          | 19.74          |
| 资本公积          | 1200.50        | 1200.46        | 1200.46        | 1200.46        | 应收账款周转率           | 7.19           | 6.79           | 6.96           | 6.93           |
| 留存收益          | 1620.35        | 2105.23        | 2738.95        | 3565.39        | 存货周转率             | 4.27           | 4.46           | 4.49           | 4.48           |
| 归属母公司股东权益     | 3244.84        | 3783.84        | 4417.57        | 5244.00        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.79%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 57.74          | 62.54          | 68.82          | 77.01          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3302.58</b> | <b>3846.39</b> | <b>4486.39</b> | <b>5321.02</b> | 资产负债率             | 44.60%         | 41.54%         | 42.73%         | 43.52%         |
| 负债和股东权益合计     | 5961.41        | 6579.20        | 7833.60        | 9421.42        | 带息债务/总负债          | 18.87%         | 16.59%         | 13.55%         | 11.06%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.65           | 1.87           | 1.93           | 1.98           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.31           | 1.47           | 1.52           | 1.57           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 15.34%         | 15.31%         | 15.33%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.78           | 1.02           | 1.33           | 1.74           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 5.88           | 6.85           | 7.99           | 9.48           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.85           | 0.60           | 0.90           | 1.14           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.00           | 0.16           | 0.20           | 0.27           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 628.07         | 832.85         | 969.18         | 1237.82        |                   |                |                |                |                |
| PE            | 23.63          | 18.12          | 13.87          | 10.63          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.14           | 2.70           | 2.31           | 1.95           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 1.90           | 1.51           | 1.19           | 0.94           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 15.11          | 11.04          | 9.05           | 6.66           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.00%          | 0.85%          | 1.10%          | 1.44%          |                   |                |                |                |                |

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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    | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 王慧芳    | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn       |
|    | 涂诗佳    | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn       |
|    | 杨博睿    | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn       |
|    | 丁可莎    | 销售经理    | 021-68416017  | 13122661803 | dks@swsc.com.cn       |
| 北京 | 张岚     | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn  |
|    | 路剑     | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn    |
|    | 刘致莹    | 销售经理    | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰    | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 余燕伶    | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn       |
|    | 花洁     | 销售经理    | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn      |
|    | 孙瑶瑶    | 销售经理    | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn  |