

按摩椅内外销齐发力，增速迅猛

——2018 年年报及 2019 年一季报点评

报告要点：

● 2018 年年报及 2019 年一季报基本符合预期

公司今日发布 2018 年年报与 2019 年一季报，报告显示，公司 2018 年与 2019 年一季度分别实现营业收入 54.47 亿元、12.43 亿元，分别同比增长 26.86%、20.18%，实现归母净利润 4.39 亿元、0.37 亿元，分别同比增长 27.22%、30.07%，分别实现基本每股收益 0.79、0.07 元。2018 年利润分配方案为每 10 股派现 1 元。2018 年及 2019Q1 业绩基本符合预期。

● 按摩椅内外销齐发力，第一次成为第一大主营业务

2018 年，公司按摩椅收入占主营业务收入比重达 39.69%，跃升为公司第一大品类。按摩椅收入实现 20.96 亿元，比上年同期增长 62.86%，自主品牌与 ODM 全球按摩椅业务均快速增长，公司国内销售比上年同期增长 75.33%，我们在此前的行业报告中就预测过，国内按摩椅的需求的快速崛起是消费升级后时代的趋势，迭代技术升级的产品升级将进一步激发国内按摩椅需求的提升。公司已从按摩器具行业龙头成长为按摩椅行业龙头，我们维持前期对全球以及国内按摩椅行业需求增长的研判，认为公司将在行业需求提升、产品迭代、新产能到位等因素的共振下，迈进百亿收入的目标

● 盈利能力稳步提升

公司未来第一大主营业务将由按摩小电成为按摩椅，按摩椅内外销增长迅猛。因此，我们预计，公司未来几年毛利率将处于主营业务结构调整带来的上升通道；随着收入规模的进一步提高，公司进行国内品牌建设的费用率也会有小幅下滑，盈利能力将稳步提升，公司毛利率与净利率自 2012 年一直处于稳步提升的趋势，未来随着结构调整与规模优势盈利能力仍处于稳步上升的通道。

● 投资建议与盈利预测

我们维持对公司此前的营收以及盈利能力的预判，根据我们的假设，我们预计，公司 2019/2020/2021 年将实现基本每股收益 1.01/1.34/1.73 元，对应 2019/2020/2021 年动态 PE 分别为 18/14/11 倍，我们看好按摩椅行业未来几年的成长性，我们认为公司的 PEG 偏低，维持此前“买入”投资评级。

● 风险提示

贸易战持续，国外市场开拓不利；按摩椅内销不及预期；新产品推出进度放缓；

买入|维持

当前价/目标价：18.48 元/25 元

目标期限：12 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：24.62 / 13.21

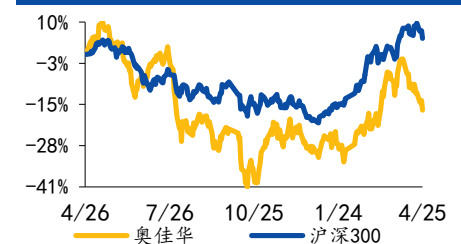
A 股流通股（百万股）：333.24

A 股总股本（百万股）：561.49

流通市值（百万元）：6158.27

总市值（百万元）：10376.28

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 邹翠利

执业证书编号 S0020511030012

电话 021-51097188-1922

邮箱 zoucuili@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5447	6768	8601	10916
收入同比 (%)	27%	24%	27%	27%
归母净利润(百万元)	439	567	754	974
归母净利润同比 (%)	27%	29%	33%	29%
ROE (%)	13.5%	14.6%	16.3%	17.5%
每股收益 (元)	0.78	1.01	1.34	1.73
市盈率(P/E)	23.66	18.33	13.78	10.66

表 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4238	4930	6146	7638	营业收入	5447	6768	8601	10916
现金	1341	1445	1987	2589	营业成本	3472	4298	5447	6878
应收账款	920	1074	1394	1757	营业税金及附加	31	47	56	73
其他应收款	208	252	323	409	营业费用	996	1286	1614	2057
预付账款	148	164	216	269	管理费用	368	467	589	750
存货	861	1108	1387	1758	财务费用	-16	5	-4	2
其他流动资产	759	887	839	855	资产减值损失	17	7	10	9
非流动资产	1724	1698	1744	1791	公允价值变动收益	11	7	9	8
长期投资	29	30	29	30	投资净收益	-18	3	-4	-2
固定资产	627	619	581	527	营业利润	523	669	893	1154
无形资产	535	637	754	882	营业外收入	4	6	5	6
其他非流动资产	533	412	380	352	营业外支出	2	4	3	3
资产总计	5961	6628	7890	9428	利润总额	524	672	895	1156
流动负债	2572	2630	3181	3797	所得税	81	96	132	169
短期借款	448	440	430	436	净利润	443	576	764	988
应付账款	1533	1748	2279	2851	少数股东损益	4	9	10	14
其他流动负债	590	442	473	511	归属母公司净利润	439	567	754	974
非流动负债	87	29	-2	-48	EBITDA	628	779	1000	1269
长期借款	53	29	-2	-48	EPS (元)	0.78	1.01	1.34	1.73
其他非流动负债	34	-0	-0	-0	主要财务比率				
负债合计	2659	2659	3179	3749	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	58	67	77	90	成长能力				
股本	561	561	561	561	营业收入	26.9%	24.3%	27.1%	26.9%
资本公积	1200	1200	1200	1200	营业利润	30.8%	28.1%	33.5%	29.2%
留存收益	1620	2133	2856	3803	归属于母公司净利润	27.2%	29.1%	33.0%	29.2%
归属母公司股东权益	3245	3895	4625	5581	获利能力				
负债和股东权益	5961	6620	7881	9420	毛利率(%)	36.3%	36.5%	36.7%	37.0%
现金流量表					净利率(%)	8.1%	8.4%	8.8%	8.9%
单位:百万元					ROE(%)	13.5%	14.6%	16.3%	17.5%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC(%)	17.3%	20.0%	25.0%	29.5%
经营活动现金流	476	290	776	848	偿债能力				
净利润	443	576	764	988	资产负债率(%)	44.6%	40.2%	40.3%	39.8%
折旧摊销	121	105	111	113	净负债比率(%)	24.00%	17.62%	13.45%	10.35%
财务费用	-16	5	-4	2	流动比率	1.65	1.87	1.93	2.01
投资损失	18	-3	4	2	速动比率	1.31	1.45	1.49	1.55
营运资金变动	-64	-403	-98	-275	营运能力				
其他经营现金流	-27	11	-0	18	总资产周转率	1.01	1.08	1.18	1.26
投资活动现金流	-267	-96	-165	-177	应收账款周转率	7	7	7	7
资本支出	431	0	0	0	应付账款周转率	2.84	2.62	2.71	2.68
长期投资	494	-35	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	658	-131	-165	-177	每股收益(最新摊薄)	0.78	1.01	1.34	1.73
筹资活动现金流	-58	-90	-68	-69	每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.52	1.38	1.51
短期借款	88	-9	-10	7	每股净资产(最新摊薄)	5.78	6.94	8.24	9.94
长期借款	-135	-25	-30	-46	估值比率				
普通股增加	1	0	0	0	P/E	23.66	18.33	13.78	10.66
资本公积增加	16	0	0	0	P/B	3.20	2.67	2.25	1.86
其他筹资现金流	-27	-56	-27	-29	EV/EBITDA	15	12	10	8
现金净增加额	146	104	542	602					

资料来源：国元证券研究中心

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188