

公司研究

家用电器/白色家电/小家电

奥佳华 (002614)

主要数据(截至 09 月 02 日收盘):

当前股价	11.82 元
投资评级	【增持】
评级变动	【下调】
总股本	5.61 亿股
流通股本	3.33 亿股

——业绩低于预期，长期成长潜力犹存

事件:

公司发布 2019 年半年报，2019 年上半年，公司实现营业总收入 24.52 亿元，同比增长 11.01%；归母净利润为 1.05 亿元，同比下降 27.17%。

事件点评:

◆业绩低于预期，未来增长看零售市场。1) 2019 上半年，公司实现营业总收入 24.52 亿元，同比增长 11.01%，较上年同期下降 20.60Pct；归母净利润为 1.05 亿元，同比下降 27.17%，业绩低于预期。公司收入增速放缓一是因 ODM 业务受中美贸易战影响，美国客户去年同期部分订单提前交付，今年谨慎下单；二是因今年上半年公司中国市场共享按摩椅业务大幅放缓。大型共享按摩椅品牌乐摩吧和爽客基本覆盖主要目标城市，其中乐摩吧已覆盖 30 多个省直辖市、450 多个城市，15000 多个网点，共铺设了超过 11 万台各类型共享按摩设备（数据来源：乐摩吧官网，数据截至 2019 年 5 月 28 日）；爽客已覆盖超过 2000 个市县城市，铺设 120000 台智能设备，共近 12000 家线下场所（数据来源：爽客官网）。我们认为共享按摩椅市场短期已趋于饱和，未来 1-2 年对公司业务增量贡献有限，公司未来增长将主要看传统零售市场的销售。公司归母净利润同比下降，主要系去年同期土地处置收益 5,861.94 万元而本期无此事项，剔除去年同期土地处置收益的影响，公司归母净利润实现正增长。2) 分产品来看，按摩椅销售收入 10.39 亿元，同比增长 14.32%；按摩小电器销售收入 7.63 亿元，同比增长 11.15%；家用医疗产品销售收入 1.42 亿元，同比增长 30.60%，家用医疗产品收入快速增长因公司东南亚市场的拓展；健康环境产品销售收入 2.32 亿元，同比下降 10.88%，因受到中美贸易战影响。

◆推进全球化自主品牌与 ODM，中国市场推出第二品牌轻松伴侣“ihoco”，公司长期成长潜力犹存。报告期内，在国内外经济波动环境下，公司持续推进全球自主品牌及 ODM 业务。2019 年上半年，公司自主品牌业务增长 15.42%，其中中国奥佳华“OGAWA”、美国“COZZIA”和台湾“FUJI”自有品牌分别实现 22%、19%及 14%的增长。ODM 业务虽整体受到中美贸易战和中国市场共享按摩椅大

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

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

联系电话: 0592-5169085

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

相关报告:

公司研究: 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_ 2018. 7. 2

幅放缓的影响,但在韩国、日本及德国市场的开拓取得了比较好的成绩,分别取得了 29%、30%及 51%的良好增长态势。报告期内,公司加快了中国市场高端品牌奥佳华“OGAWA”渠道融合、线上线下协同共进的新零售布局调整,同时,正式推出了定位于中国大众消费市场的第二品牌轻松伴侣“ihoco”,与定位高端的奥佳华“OGAWA”品牌形成互补,完善公司在中国市场消费分级大趋势下的品牌布局。基于公司自主品牌的现在增速及 ODM 业务在韩国、日本及德国等海外市场快速增长势头,我们认为公司虽短期业绩承压,长期成长潜力犹存。

◆成功开发智能健康机器人打破产品边界,向多个市场推出热销产品。1) 报告期内,公司第五代 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、AI 智能按摩算法及个人健康云平台等新技术开发的 AI 御手温感大师椅推向市场测试的同时,公司同以色列合作的智能健康机器人 OGAWA ROBO 也开发成功,通过基于 AI、IoT、健康检测等技术的协同,OGAWA ROBO 同奥佳华 AI 御手温感大师椅打通了固有的产品边界,大大提高了 AI 御手温感大师椅与消费者、家庭的粘性和使用价值。2) 针对不同国家的消费者需求,公司向各个市场推出了系列热销产品。日本市场,开发出新一代无刷马达 3D 按摩椅并销往日本,开创了中国按摩椅大批量销往日本的先河;韩国市场,基于“4D 温感按摩机芯”平台开发的御手温感大师椅,因其精准穴位定位、仿真人手般的按摩手法,持续热销;台湾市场,瞄准当地需求而针对性开发的独特肩颈工型按摩、瑜伽舒展拉筋的摩术椅,满足了台湾消费者对高性价比专业按摩椅的需求;中国市场,搭载全新升级 3D 机芯系统实现更加细腻按摩手法的智摩大师椅,在延续奥佳华大师椅经典外观质感的同时加入更加年轻时尚的设计,以更加亲民的价格极大满足了年轻精英人群需求。

投资建议:

根据中美贸易战和共享按摩椅业务大幅放缓的影响,我们更新了盈利预测,预计公司 2019-2020 年的净利润分别为 4.91/5.42/5.74 亿元, EPS 分别为 0.87/0.97/1.02 元,对应 P/E 分别为 13.5/12.2/11.6 倍。考虑公司整体增速放缓,核心业务自主品牌仍增长 15.42%,长期成长潜力犹存,同时,公司股价近期大幅调整后,当前估值较低,综合评估后,我们将公司评级由“买入”下调为“增持”。

风险提示:

市场竞争加剧,需求放缓,汇兑损失风险。



主要财务数据及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5447.03	6060.81	6764.90	7306.87
增长率(%)	26.86%	11.27%	11.62%	8.01%
归母净利润（百万元）	439.12	491.19	541.93	574.10
增长率(%)	27.22%	11.86%	10.33%	5.94%
EPS（元）	0.78	0.87	0.97	1.02
毛利率	36.25%	36.29%	36.21%	36.00%
净资产收益率（摊薄）	13.53%	13.37%	13.07%	12.35%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



表：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5447.03	6060.81	6764.90	7306.87	货币资金	1341.04	1306.16	1925.17	2238.57
减：营业成本	3472.21	3861.13	4315.48	4676.39	应收和预付款项	1277.72	1060.70	1548.77	1270.74
营业税金及附加	30.81	34.29	38.27	41.34	存货	861.04	929.78	1071.77	1097.17
营业费用	996.38	1108.65	1237.44	1336.58	其他流动资产	757.73	757.73	757.73	757.73
管理费用	367.93	409.39	456.95	493.56	长期股权投资	29.09	31.09	33.09	35.09
研发费用	183.48	204.16	227.87	246.13	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-15.57	-24.55	-39.43	-53.84	固定资产和在建工程	731.72	600.27	468.81	337.35
资产减值损失	16.67	20.00	20.00	20.00	无形资产和开发支出	534.72	659.72	599.97	540.22
投资收益	-17.83	2.00	2.00	2.00	其他非流动资产	428.34	136.54	96.18	96.18
公允价值变动	10.99	0.00	0.00	0.00	资产总计	5961.41	5481.98	6501.49	6373.05
其他经营损益	134.23	134.23	134.23	134.23					
营业利润	706.00	788.14	872.42	929.08					
其他非经营损益	1.68	2.00	2.00	2.00	短期借款	448.38	340.43	0.00	0.00
利润总额	707.68	790.14	874.42	931.08	应付和预收款项	1613.93	1188.06	2070.30	1435.81
所得税	81.39	90.67	100.07	106.04	长期借款	53.45	53.45	53.45	53.45
净利润	626.29	699.47	774.35	825.05	其他负债	543.06	164.48	164.48	164.48
少数股东损益	3.69	4.12	4.55	4.82	负债合计	2658.83	1746.42	2288.23	1653.74
归母净利润	439.12	491.19	541.93	574.10	股本	561.49	561.49	561.49	561.49
					资本公积	1117.13	1117.13	1117.13	1117.13
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	1620.35	1995.08	2468.24	2969.47
经营活动现金流	475.65	296.33	1007.09	350.73	归母股东权益	3244.84	3673.70	4146.85	4648.09
投资活动现金流	-267.32	1.69	1.69	1.69	少数股东权益	57.74	61.86	66.41	71.22
融资活动现金流	-57.82	-165.74	-389.78	-39.02	股东权益合计	3302.58	3735.56	4213.26	4719.31
现金流量净额	146.22	132.28	619.00	313.40	负债和股东权益	5961.41	5481.98	6501.49	6373.05

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。