

家用电器

2017年07月17日

奥佳华 (002614)

—— 中报业绩大超预期，摩椅发力高速成长的龙头公司

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

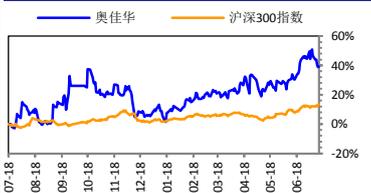
市场数据: 2017年07月14日

收盘价(元)	17.49
一年内最高/最低(元)	19.12/11.94
市净率	3.8
息率(分红/股价)	0.57
流通A股市值(百万元)	5051
上证指数/深证成指	3222.42 / 10427.79

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年03月31日

每股净资产(元)	4.59
资产负债率%	39.14
总股本/流通A股(百万)	554/289
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:

相关研究

《晨会推荐版 170714》 2017/07/14

《国内按摩椅进入蓬勃发展期，关注自主品牌——按摩椅行业投资策略及公司比较 (PPT)》 2017/07/11

证券分析师

 杜舟 A0230514080008
 duzhou@swsresearch.com

研究支持

 孙辰阳 A0230115080002
 suncy@swsresearch.com

联系人

 熊超逸
 (8621)23297818x转
 xiongcy@swsresearch.com

投资要点:

- **中报业绩大超预期，公司高成长显著。**公司于一季报中对 2017 年半年度经营业绩的预计为：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 47.52% ~ 77.03%。公司于 2017 年 7 月 14 日发布业绩修正预告，大超预期：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 77.03%~86.86%，变动区间：7,500.00~9,000.00 万元。公司中报超预期的主要原因为：公司自主品牌业务收入增速加快，毛利率提升显著；公司 ODM 业务中按摩椅、健康环境（空气净化器等等）业绩快速增长。
- **按摩健康进万家，蓬勃发展正当时，龙头受益。**(1)全球按摩健康器具市场保持迅速稳健增长，近年来收入符合增长率保持 10%左右，2016 年市场规模约 115 亿美元。(2)国内按摩器保健市场刚刚步入蓬勃发展的黄金时期：正所谓按摩健康进万家，随着人民健康保健意识的提升、大健康大保健消费升级、产品的升级与创新突破、按摩保健消费者教育及市场推广的强势铺开、以及共享经济模式的推广，中国国内的按摩保健器具市场正迎来历史性的蓬勃发展启动期，奥佳华作为国内龙头正引领也分享着整个市场的迅猛发展。
- **摩椅发力高成长，打造亚洲第一品牌。**我们认为，公司未来发展的爆发动力来源于：(1)按摩椅爆发，预计未来三年收入增长保持 50%以上，同时带动按摩小器具增长(20%-30%)。公司一直致力于产品研发与技术创新，研发投入收入占比达 4%，六代技术迅速迭代，现市场上绝大多数采用三代 2D 机芯技术，而奥佳华已发展为五代、六代技术；其中五代产品御手温感大师椅 OG-7598C(陈奕迅代言)，已在香港及东南亚市场成为旗舰爆款机型，伴随未来将在“中国好声音”节目的亮相推广，将进一步在大陆市场放量。(2)公司于 2017 年 5 月正式由“蒙发利”更名为“奥佳华”，彰显了公司以奥佳华为核心，打造亚洲第一品牌的战略。公司的品牌战略、营销体系不断优化，助力公司产品销售成长。(3)公司由起家时以 ODM 为主，逐渐向有核心竞争力毛利率高的自主品牌转型，2016 年自主品牌收入占比已达 40%，未来将进一步提升。(4)借力共享经济：公司与奕客深度战略合作，导流客户大力推广，在酒店、高铁、电影院等地点投放，让更多人享受无处不在的舒适；并通过大众品牌加大中低端市场的覆盖。
- **按摩健康进万家、摩椅发力高成长、龙头当属奥佳华，维持买入评级。**按摩健康器具行业正迎来历史性的爆发启动期，奥佳华作为龙头，正引领也分享着这个行业的迅猛成长与发展。我们预计 2017-2019 年公司收入增速分别为 32%、31%、30%；维持 2017-2019 预测 EPS0.61 元、0.81 元、1.08 元，增长 35%、33%、33%，对应估值 29 倍、22 倍、16 倍，维持买入评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,451	775	4,541	5,943	7,735
同比增长率(%)	21.93	40.98	31.57	30.87	30.15
净利润(百万元)	251	19	339	450	597
同比增长率(%)	39.04	784.58	35.04	32.74	32.67
每股收益(元/股)	0.45	0.03	0.61	0.81	1.08
毛利率(%)	35.8	36.1	36.6	37.3	37.9
ROE(%)	9.9	0.7	11.9	13.8	15.6
市盈率	39		29	22	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,831	3,451	4,541	5,943	7,735
1.按摩器具产品	1,906	2,092	2,508	3,353	4,424
2.健康保健产品	607	477	602	793	1,058
营业总成本	2,695	3,219	4,183	5,443	7,048
营业成本	1,891	2,217	2,881	3,727	4,802
1.按摩器具产品	1,266	1,358	1,572	2,071	2,695
2.健康保健产品	419	342	404	532	710
营业税金及附加	16	23	31	40	52
销售费用	445	600	817	1,067	1,389
管理费用	361	382	504	660	859
财务费用	(22)	(49)	(49)	(51)	(54)
资产减值损失	3	46	0	0	0
公允价值变动损益	(1)	13	0	0	0
投资收益	61	48	48	48	48
营业利润	196	294	406	547	735
营业外收支	11	16	16	16	16
利润总额	208	310	423	564	752
所得税	26	45	64	88	120
净利润	182	266	359	476	632
少数股东损益	1	15	20	26	35
归属于母公司所有者的净利润	181	251	339	450	597

资料来源:wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	182	266	359	476	632
加: 折旧摊销减值	81	127	69	78	87
财务费用	(1)	11	(49)	(51)	(54)
非经营损失	(70)	(74)	(48)	(48)	(48)
营运资本变动	(71)	(224)	(95)	(124)	(159)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	142	119	235	332	457
资本开支	198	78	90	90	90
其它投资现金流	(320)	(123)	48	48	48
投资活动现金流	(222)	(136)	(42)	(42)	(42)
吸收投资	72	3	0	0	0
负债净变化	327	(39)	(127)	6	6
支付股利、利息	47	75	(24)	(17)	(9)
其它融资现金流	(2)	(34)	0	0	0
融资活动现金流	350	(145)	(103)	23	16
净现金流	294	(122)	90	313	431

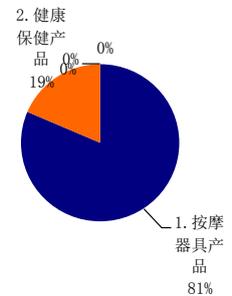
资料来源:wind, 申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率	33%	36%	37%	37%
销售费用率	17%	18%	18%	18%
管理费用率	11%	11%	11%	11%
财务费用	(49)	(49)	(51)	(54)
有效税率	17%	17%	17%	17%

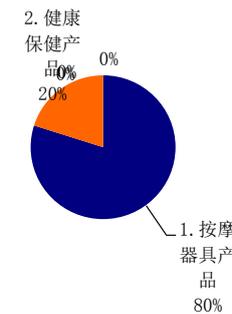
收入结构

2015年收入结构

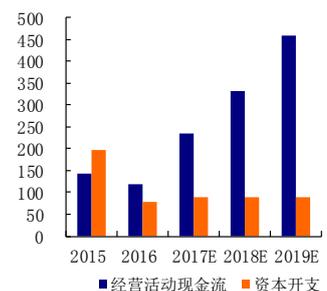


成本结构

2015年成本结构



资本开支与经营活动现金流

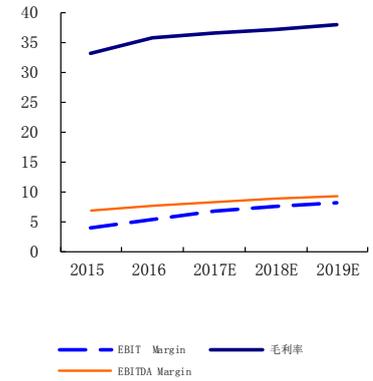


合并资产负债表

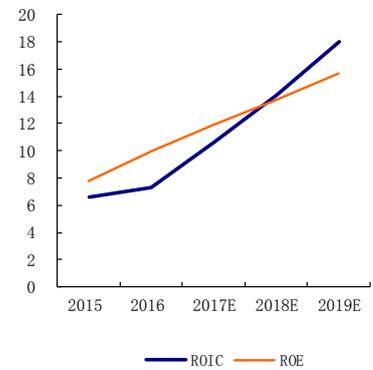
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,749	3,172	3,641	4,440	5,489
现金及等价物	729	539	629	942	1,373
应收款项	478	770	970	1,228	1,557
存货净额	403	577	756	984	1,273
其他流动资产	1,140	1,286	1,286	1,286	1,286
长期投资	25	48	48	48	48
固定资产	601	613	634	646	649
无形资产及其他资产	549	565	565	565	565
资产总计	3,925	4,398	4,888	5,698	6,751
流动负债	1,452	1,766	1,926	2,288	2,747
短期借款	593	696	573	573	573
应付款项	716	949	1,232	1,594	2,054
其它流动负债	7	14	14	14	14
非流动负债	138	75	71	77	84
负债合计	1,590	1,841	1,997	2,365	2,831
股本	555	554	554	554	554
资本公积	1,043	1,070	1,070	1,070	1,070
盈余公积	50	57	67	80	97
未分配利润	702	890	1,195	1,598	2,133
少数股东权益	22	34	54	80	115
股东权益	2,334	2,557	2,903	3,345	3,932
负债和股东权益合计	3,925	4,398	4,900	5,710	6,763

资料来源:wind, 申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

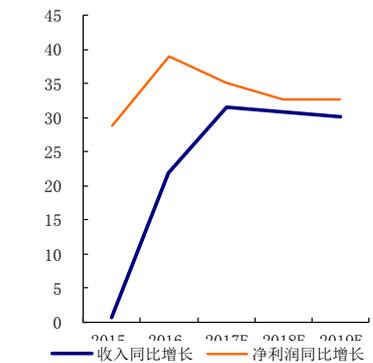


重要财务指标

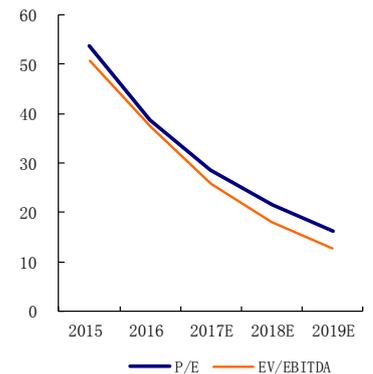
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.45	0.61	0.81	1.08
每股经营现金流	0.26	0.21	0.42	0.60	0.82
每股红利	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08
每股净资产	4.17	4.55	5.14	5.89	6.89
关键运营指标(%)					
ROIC	6.6	7.3	10.6	14.1	18.0
ROE	7.8	9.9	11.9	13.8	15.6
毛利率	33.2	35.8	36.6	37.3	37.9
EBITDA Margin	6.8	7.7	8.3	8.9	9.3
EBIT Margin	4.0	5.3	6.8	7.6	8.2
收入同比增长	0.7	21.9	31.6	30.9	30.2
净利润同比增长	28.8	39.0	35.1	32.7	32.7
资产负债率	40.5	41.9	40.9	41.5	41.9
净资产周转率	1.22	1.37	1.59	1.82	2.03
总资产周转率	0.72	0.78	0.93	1.04	1.15
有效税率	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0
股息率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.5
估值指标(倍)					
P/E	53.7	38.6	28.6	21.5	16.2
P/B	4.2	3.8	3.4	3.0	2.5
EV/Sale	3.4	2.9	2.1	1.6	1.2
EV/EBITDA	50.7	37.4	25.7	17.9	12.6

资料来源:wind, 申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 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 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、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邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。