

按摩椅跃升首要品类，自主品牌、ODM 齐头并进

事件

2019 年 4 月 25 日晚间，奥佳华公布 2018 年年度报告。

公司 2018 年度实现营业收入 54.47 亿元，同比增长 26.86%，实现归属于上市公司股东的净利润为 4.39 亿元，同比增长 27.22%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.42 亿元，同比增长 30.91%。

分季来看，公司 2018Q1/Q2/Q3/Q4 单季度营收分别为 10.34/11.75/15.70/16.69 亿元，同比分别增长 33.37%/30.09%/29.67%/18.76%；2018Q1/Q2/Q3/Q4 单季度归母净利润分别为 0.28/1.16/1.65/1.30 亿元，同比分别增长 50.23%/57.59%/39.97%/-3.66%。：每 10 股派发现金红利 1.00 元(含税)，分红率 23.2%。

同时公告 2019 年一季报，19Q1 公司实现营业收入 12.43 亿元，同比增长 20.2%；归属于上市公司股东的净利润 0.37 亿元，同比增长 30.1%，扣非后归属于上市公司股东的净利润 0.086 亿元，同比增长 172.2%。

我们的分析和判断

按摩椅业务高速增长，自主品牌、ODM 齐头并进

2018 年，按摩椅业务实现收入 20.96 亿元，同比增长 62.9%，总收入占比提升至 39.7%，跃升为公司第一大品类。

其中自主品牌奥佳华“OGAWA”、台湾“FUJI”和美国“COZZIA”合计收入同比增长 34.2%。主力自主品牌奥佳华线上线下载发力。**线下：**持续在国际市场、国内一线城市核心商圈经营直营门店，并授权优质经销商加快渠道下沉；**线上：**加强主流电商平台的自主化精细化运营，通过与平台的战略联合增强品牌认知。2018 年，奥佳华品牌国内外共实现销售收入 11 亿元，同比增长 38.6%，其中国内增长 69.9%（线下增长 45.6%，线上增长 154.7%）拥有全球门店 846 家，其中国内门店 573 家。主推的旗舰产品“御手温感大师椅”全球销量超 37000 台。

公司全球 ODM 业务销售同比增长 33.78%，重点开拓的韩国和美国 ODM 按摩椅业务取得可喜成绩，韩国市场 ODM 按摩椅业务销售额近 3000 万美元，同比增长 162%，美国 ODM 按摩椅业务销售同比增长 54%。2018 年韩国已成为中国前三大按摩椅出口国（超 30 万台），未来将是公司发力开拓的国际最大增量市场。

奥佳华 (002614)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2019 年 05 月 06 日

当前股价：19.37 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.83/-6.65	23.38/5.8	-17.35/-16.94
12 月最高/最低价 (元)		25.25/12.93
总股本 (万股)		56,148.7
流通 A 股 (万股)		33,323.97
总市值 (亿元)		108.76
流通市值 (亿元)		64.55
近 3 月日均成交量 (万)		497.04
主要股东		
邹剑寒		27.73%

股价表现



相关研究报告

19.03.03	奥佳华(002614):18 年外销稳，内销靚，按摩椅高增，19Q1 仍稳增长
18.10.30	奥佳华(002614):内销延续快增，外销依然稳健
18.08.30	奥佳华 (002614):按摩椅业务快速放量，按摩行业成长逻辑持续验证

期间费用控制良好，18Q4 利润短期波动

2018 年，公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比 -0.65pct/+0.76pct/-2.01pct/+0.23pct 至 18.3%/6.8%/-0.3%/3.4%。管理费用率增长主因公司加大人才引进及实施第二期股权激励所致；研发费用率增长主因公司引进人才、加大核心技术及新品研发投入；财务费用率下降主因人民币汇率贬值。整体期间费用 28.1%，同比减少 1.7pct。

18Q4 归母净利润同比下滑 3.7%，主因套期保值业务受汇率波动影响，投资收益亏损 0.4 亿元。此外，研发投入加大，研发费用率增长至 4.6%。

投资建议：

我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 66.47 亿元和 80.42 亿元，同比增长分别为 22.03%和 20.98%；归母净利润分别为 5.59 亿元和 6.98 亿元，同比增长分别为 27.20%和 25.05%；PE 为 19.47x 和 15.57x，维持“买入”评级。

风险因素：

中美贸易摩擦加剧，行业竞争加剧。

图表 1：奥佳华主要财务指标

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
营业收入（亿元）	28.11	28.31	34.51	42.94	54.47	12.43
同比（%）	26.07	0.69	21.93	24.41	26.86	20.18
归母净利润（亿元）	1.40	1.81	2.51	3.45	4.39	0.37
同比（%）	34.38	28.77	39.03	37.51	27.22	30.07
综合毛利率（%）	32.20	33.21	35.77	37.00	36.26	36.72
销售费用率（%）	17.41	15.74	17.39	18.94	18.29	20.82
管理费用率（%）	10.34	12.76	11.05	5.99	6.75	7.59
财务费用率（%）	-0.39	-0.78	-1.41	1.73	-0.29	2.94
研发费用率（%）	0.00	0.00	0.00	3.13	3.37	4.60
期间费用率（%）	27.37	27.72	27.03	29.80	28.13	35.95

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：奥佳华分季度财务情况

单季	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
营业总收入（亿元）	7.75	9.03	12.10	14.05	10.34	11.75	15.70	16.69	12.43
同比（%）	40.98	25.99	10.69	28.77	33.37	30.09	29.67	18.76	20.18
归母净利润（亿元）	0.19	0.73	1.18	1.35	0.28	1.16	1.65	1.30	0.37
同比（%）	783.71	50.61	20.88	31.51	50.23	57.59	39.97	-3.66	30.07
扣非归母净利润（亿元）	0.11	0.65	0.86	0.99	0.03	0.95	1.23	1.21	0.09
同比（%）	-	-	14.88	-4.46	6.42	61.45	21.99	-8.11	-26.25

累计	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1
营业总收入（亿元）	7.75	16.78	28.89	42.94	10.34	22.09	37.78	54.47	12.43
同比 (%)	40.98	32.50	22.39	24.41	33.37	31.61	30.80	26.86	20.18
归母净利润（亿元）	0.19	0.92	2.10	3.45	0.28	1.44	3.09	4.39	0.37
同比 (%)	783.71	81.51	41.65	37.51	50.23	56.08	47.04	27.22	30.07
扣非归母净利润（亿元）	0.11	0.76	1.62	2.61	0.03	0.98	2.21	3.42	0.09
同比 (%)	226.02	176.81	56.02	36.52	-72.18	29.82	36.21	30.91	172.21

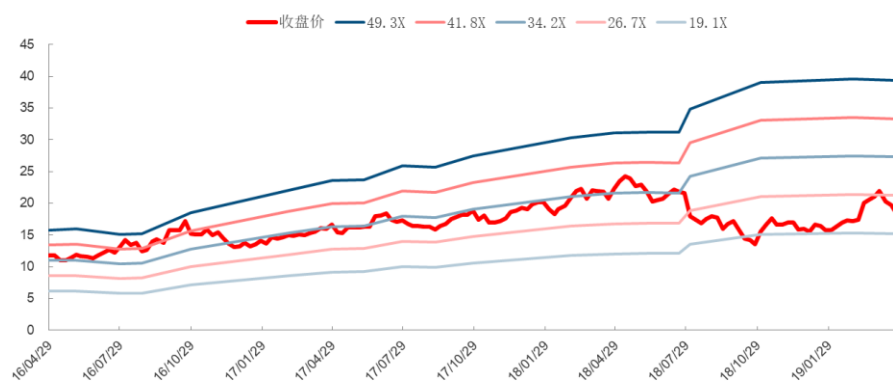
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3：奥佳华分产品营业收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018
按摩椅（亿元）	8.06	7.41	8.17	12.87	20.96
同比 (%)	38.93	-8.09	10.28	57.46	62.86
占比 (%)	28.69	26.18	23.68	29.98	38.48
毛利率 (%)	44.19	43.75	48.91	50.95	49.14
按摩小电器（亿元）	10.99	13.51	16.90	18.56	20.66
同比 (%)	17.93	22.87	25.14	9.82	11.26
占比 (%)	39.11	47.72	48.98	43.23	37.92
毛利率 (%)	25.80	30.30	31.70	31.16	28.28
健康环境（亿元）	6.07	4.77	6.02	4.07	5.84
同比 (%)	67.52	-21.41	26.33	-6.63	43.60
占比 (%)	21.58	16.84	17.45	9.47	10.73
毛利率 (%)	30.96	28.28	32.89	28.59	27.71
家用医疗（亿元）	-	-	1.67	2.71	2.32
同比 (%)	-	-	-	62.59	-14.27
占比 (%)	-	-	4.83	6.31	4.26
毛利率 (%)	-	-	-	29.54	31.42

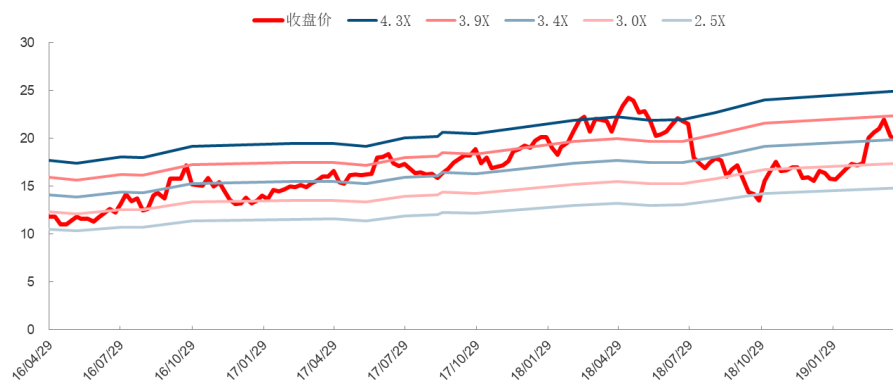
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 4：奥佳华历史 PE band



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 5：奥佳华历史 PB band



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

报告贡献人

罗乾生：中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投。2018《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛蛟 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859