

# 奥佳华 (002614)

证券研究报告

2019年05月12日

## 中美贸易战加剧，公司美国市场业绩并无影响

### 公司产品并未纳入征税清单，全球供应商龙头地位为公司带来议价权

近日中美贸易战再次升温，2019年5月10日，美国对2000亿美元中国输美商品加征的关税正式从10%上调至25%，同时中国商务部回应称，中方对此深表遗憾，将不得不采取必要反制措施。目前奥佳华输美产品并未纳入美国两轮征税清单中，因此不受此次贸易战加税影响。

奥佳华产品出口到海外多个国家及地区，美国市场一直是公司重视的市场。2018年公司国外收入为40.1亿元，占总收入的73.6%，出口美国金额为11.8亿元，占整体销售额的比例为21.6%，由于按摩器的主要供应地为中国大陆，存在一定的不可替代性，即使加收关税也将由美国客户承担。对于公司而言，美国市场收入占比不高，假设美国终端销售量受到一定影响，公司也能从其他地区市场弥补，公司作为全球主要按摩椅供应商，为公司带来一定的议价权，整体而言中美贸易战对于公司业绩影响很小。

### 按摩椅品牌成为公司新支柱产业，线上线下协同发展占领市场

按摩椅品类2018年实现销售额20.96亿元，同比增长62.86%，已经跃升为第一大品类，占收入的比例约为40%。2018年公司在产品端继续打磨升级，推出新品御手温感大师椅AI版，此外在营销端持续投入，保持品牌壁垒提升，推动按摩椅业务三大自主品牌（OGAWA、FUJI、COZZIA）的销售额同比增长34.15%。核心产品御手温感大师椅2018年全球销售37000台，增长超过80%。

公司积极布局线上渠道，与线下门店行程全方位销售网络。2018年奥佳华品牌国内线下渠道销售额同比增长45.60%，线上渠道同比增速达到了154.65%，带动整个国内市场销售增长69.91%，国内庞大的健康管理需求还远未被满足，国内市场仍是公司主要的掘金地。

### 维持“买入”评级

2019年公司在高端市场保持旗舰产品迭代，维持核心竞争力，此外有望多维度打造中低端产品，适应不同人群需求，策划推出第二品牌，占位中国的中低端市场。同时积极推进两个4.0工业产业园的建设，缓解产能压力，保障市场需求。

我们预计19-21年公司净利润为5.98/8.09/10.9亿元，对应EPS为1.07/1.44/1.94元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**汇率波动风险、海外市场销售波动风险、终端推广不达预期、产能不足风险等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,293.81	5,447.03	6,814.24	8,606.38	10,835.43
增长率(%)	24.41	26.86	25.10	26.30	25.90
EBITDA(百万元)	669.72	641.08	777.24	1,022.95	1,362.83
净利润(百万元)	345.18	439.12	597.99	808.71	1,088.36
增长率(%)	37.51	27.22	36.18	35.24	34.58
EPS(元/股)	0.61	0.78	1.07	1.44	1.94
市盈率(P/E)	28.95	22.76	16.71	12.36	9.18
市净率(P/B)	3.46	3.08	2.56	2.16	1.77
市销率(P/S)	2.33	1.83	1.47	1.16	0.92
EV/EBITDA	15.60	12.50	11.80	7.66	5.55

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.8元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	561.49
流通A股股本(百万股)	333.24
A股总市值(百万元)	9,994.47
流通A股市值(百万元)	5,931.67
每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	41.13
一年内最高/最低(元)	25.25/12.93

### 作者

郑薇	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《奥佳华-年报点评报告:业绩稳健发展，第一大品类按摩椅助力前行》 2019-04-26
- 《奥佳华-公司点评:业绩保持稳健增长，国内市场需求旺盛》 2019-02-27
- 《奥佳华-季报点评:前三季度业绩符合预期，工业实力凸显推动公司发展》 2018-10-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	760.24	1,341.04	787.27	2,880.93	3,629.51	营业收入	4,293.81	5,447.03	6,814.24	8,606.38	10,835.43
应收票据及应收账款	595.04	920.88	985.03	958.80	1,488.48	营业成本	2,705.27	3,472.21	4,313.41	5,430.63	6,501.26
预付账款	77.81	148.38	107.19	198.82	192.86	营业税金及附加	27.40	30.81	40.89	50.78	63.41
存货	749.40	861.04	1,146.22	1,423.24	1,612.26	营业费用	813.40	996.38	1,144.79	1,428.66	1,842.02
其他	1,288.79	931.32	1,219.62	1,312.58	1,225.71	管理费用	257.36	367.93	340.71	430.32	650.13
<b>流动资产合计</b>	<b>3,471.27</b>	<b>4,202.66</b>	<b>4,245.32</b>	<b>6,774.36</b>	<b>8,148.82</b>	研发费用	134.56	183.43	211.24	279.71	446.42
长期股权投资	30.73	29.09	29.09	29.09	29.09	财务费用	74.12	(15.57)	(6.31)	(13.40)	(12.56)
固定资产	605.60	627.39	659.55	693.86	716.44	资产减值损失	(12.80)	16.67	16.67	6.84	13.39
在建工程	3.50	104.34	98.60	107.16	94.30	公允价值变动收益	0.13	10.99	(6.38)	2.84	0.23
无形资产	317.06	534.72	513.38	492.04	470.69	投资净收益	94.28	(17.83)	(17.83)	(17.83)	(17.83)
其他	365.37	428.34	346.07	320.61	324.99	其他	(199.25)	(120.52)	48.40	29.96	35.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,322.26</b>	<b>1,723.88</b>	<b>1,646.70</b>	<b>1,642.75</b>	<b>1,635.50</b>	<b>营业利润</b>	<b>399.33</b>	<b>522.52</b>	<b>728.64</b>	<b>977.86</b>	<b>1,313.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,847.53</b>	<b>5,961.41</b>	<b>5,922.08</b>	<b>8,456.75</b>	<b>9,819.18</b>	营业外收入	9.90	4.13	4.13	4.13	4.13
短期借款	360.67	448.38	0.00	730.81	1,164.49	营业外支出	5.82	2.45	2.45	2.45	2.45
应付票据及应付账款	911.82	1,533.18	1,250.23	2,316.90	2,030.93	<b>利润总额</b>	<b>403.42</b>	<b>524.19</b>	<b>730.32</b>	<b>979.54</b>	<b>1,315.44</b>
其他	421.00	590.14	652.61	643.94	829.32	所得税	47.95	81.39	113.39	152.09	204.24
<b>流动负债合计</b>	<b>1,693.48</b>	<b>2,571.70</b>	<b>1,902.84</b>	<b>3,691.65</b>	<b>4,024.75</b>	<b>净利润</b>	<b>355.47</b>	<b>442.81</b>	<b>616.93</b>	<b>827.46</b>	<b>1,111.20</b>
长期借款	188.83	53.45	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	10.29	3.69	18.94	18.75	22.85
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>345.18</b>	<b>439.12</b>	<b>597.99</b>	<b>808.71</b>	<b>1,088.36</b>
其他	36.32	33.68	39.58	36.53	36.60	每股收益(元)	0.61	0.78	1.07	1.44	1.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>225.15</b>	<b>87.13</b>	<b>39.58</b>	<b>36.53</b>	<b>36.60</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,918.63</b>	<b>2,658.83</b>	<b>1,942.42</b>	<b>3,728.18</b>	<b>4,061.35</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	36.45	57.74	75.73	94.16	116.50	<b>成长能力</b>					
股本	560.70	561.49	561.49	561.49	561.49	营业收入	24.41%	26.86%	25.10%	26.30%	25.90%
资本公积	1,184.66	1,200.50	1,200.50	1,200.50	1,200.50	营业利润	35.96%	30.85%	39.45%	34.20%	34.35%
留存收益	2,421.61	2,820.85	3,342.44	4,072.92	5,079.84	归属于母公司净利润	37.51%	27.22%	36.18%	35.24%	34.58%
其他	(1,274.53)	(1,337.98)	(1,200.50)	(1,200.50)	(1,200.50)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,928.90</b>	<b>3,302.58</b>	<b>3,979.66</b>	<b>4,728.58</b>	<b>5,757.83</b>	毛利率	37.00%	36.25%	36.70%	36.90%	40.00%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,847.53</b>	<b>5,961.41</b>	<b>5,922.08</b>	<b>8,456.75</b>	<b>9,819.18</b>	净利率	8.04%	8.06%	8.78%	9.40%	10.04%
						ROE	11.93%	13.53%	15.32%	17.45%	19.29%
						ROIC	15.86%	17.18%	26.50%	26.42%	44.44%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	39.58%	44.60%	32.80%	44.09%	41.36%
						净负债率	-6.49%	-21.29%	-17.43%	-43.70%	-41.00%
						流动比率	2.08	1.65	2.25	1.85	2.03
						速动比率	1.64	1.31	1.64	1.46	1.63
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	6.99	7.19	7.15	8.86	8.86
						存货周转率	6.47	6.76	6.79	6.70	7.14
						总资产周转率	0.93	1.01	1.15	1.20	1.19
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.61	0.78	1.07	1.44	1.94
						每股经营现金流	0.54	0.85	-0.03	2.76	0.76
						每股净资产	5.15	5.78	6.95	8.25	10.05
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	28.95	22.76	16.71	12.36	9.18
						市净率	3.46	3.08	2.56	2.16	1.77
						EV/EBITDA	15.60	12.50	11.80	7.66	5.55
						EV/EBIT	17.49	14.41	12.70	8.12	5.81

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com