



# 国际品牌深度合作，低端市场发力阻击

中信证券研究部

2018年9月20日

汪浩

电话: 010-60836732

邮件: wanghao7@citics.com

执业证书编号: S1010518080005

陈俊斌

电话: 010-60836703

邮件: chenjb@citics.com

执业证书编号: S1010512070001

## 投资评级

### 买入 (维持)

当前价: 16.68 元

目标价: 30.50 元

**事项:** 日前, 我们与公司管理层就公司经营情况进行了调研。具体内容和评论如下。

**评论:** 公司与国际领先品牌深度合作, 共享技术、制造、渠道优势。市场有担忧海外品牌尤其是日系领先品牌是否会加强中国市场业务, 导致竞争加剧。从实际情况来看, 日系在中国市场淡化趋势未变, 且日系已经认可公司, 双方在技术、制造、渠道等多方面加强合作。以松下为例: 1. 产品供应: 基于强大制造端能力以及供应链管理能力, 公司与松下共建精密流水线, 学习并使用松下的品质和流程管控, 有效降低生产成本; 2. 技术合作: 公司与三大日系品牌松下、富士和发美利均有深度技术合作, 如前期公告成立合资公司研发电机。目前, 公司高端技术国内领先, 部分技术与松下等日系品牌仍有 1 年左右差距, 但技术仍在持续提升。

**海外市场多点开花, 自主品牌+ODM 齐发力。**上半年, 公司海外自主品牌销售超过 7 亿元, 占海外整体 16 亿元的 45%。分区域来看, 奥佳华国际在东南亚市场已较成熟, 上半年同比约+24%, 净利率水平达到 9%, 逐步提升态势明显; 台湾市场启泰发展成熟稳健, 同比+20 至 30%, 净利率达到 12%-13%的成熟水平; 北美市场 Cozzia 重点攻克亚裔渠道, 同比约+35%。ODM 方面, 公司与韩国 BJSC 深度合作, 上半年新增业绩规模超过 1000 万美元, 同比+293%, 预计明年规模增量将超过 5000 万美元。

**全价格段布局, 中低端市场加强防守。**公司奥佳华品牌主打中高端市场, 线下主打 3-4 万元, 1-2 万元价格段布局较少。目前, 公司开始发力中低端 0.5-1 万价位段, 并实行品牌区隔管理, 使用怡禾康品牌主打国内中低端市场, 主要布局在三四线城市线下市场。怡禾康由公司老板孵化, 目前并未在上市公司体内, 但由公司负责实际运营, 其品牌定位与多数国产品牌重合, 预计能在中低端市场起到有效防御的作用。此外, 公司正在研发中端价格产品, 相同价格, 技术领先一代。

**原有三大渠道快速增长, 拓展 4s 店+家居新渠道。**直营+经销+电商三大传统渠道上半年国内总销售 2.8 亿元, 其中, 电商 6000+万 (+200%), 直营约 1.1 亿 (+70-80%), 经销 1.1 亿 (+50-60%)。具体来看, 直营店 104 家, 通过终端形象改变、产品定价等手段, 店效明显提高, 同比+60%; 经销渠道增长主要依靠新增门店, 上半年门店数量同比+50%, 已达到 450 家, 预计年末达到 500 家; 电商通过专门开发新产品, 并且由外包转为自有团队运作, 上半年增速大幅领先行业。除传统三大渠道外, 公司年内新发展 4s 店渠道和家居渠道, 其中, 4s 店渠道预计下半年开始运作, 目前行业规模 5 亿-6 亿; 家居渠道则与索菲亚等大品牌联合在全屋定制中提供新品。

**风险因素:** 汇率大幅波动, 原材料价格超预期上涨, 渗透率提高不及预期。

**盈利预测及估值:** 维持公司 2018/2019/2020 年 EPS 预测分别为 0.87/1.19/1.58 元 (2017 年 EPS 0.63 元), 对应 19/14/11 倍 PE。公司是自主品牌高端龙头, 国内、国外市场开始齐放量, 市占率同步提升, 持续看好后续新品、营销发力。维持“买入”评级, 测算后合理估值为 2018 年 35 倍 PE, 给予目标价 30.5 元。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,451.38	4,293.81	5,513.82	6,819.60	8,223.81
营业收入增长率 YoY	21.93%	24.41%	28.41%	23.68%	20.59%
净利润(百万元)	251.03	334.75	488.09	666.32	884.62
净利润增长率 YoY	39.03%	33.35%	45.81%	36.52%	32.76%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.46	0.63	0.87	1.19	1.58
毛利率	35.77%	37.00%	38.58%	39.03%	39.77%
每股净资产(元)	4.56	5.22	6.02	7.06	8.44
PE	36	26	19	14	11
PB	3.7	3.2	2.8	2.4	2.0

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 9 月 19 日收盘价

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。