

户外休闲家具行业的领头人

——浙江永强（002489）深度报告

2016年07月11日

强烈推荐/首次

浙江永强 深度报告

报告摘要:

户外休闲家具行业的龙头企业。公司的主要产品是户外休闲家具、遮阳伞和帐篷三类产品，占营业收入的比例约为 93%，产品主要销往北美、欧洲等发达国家地区。2015 年公司营业收入增速为 7.3%，盈利能力比较稳定，毛利率维持在 22%~23%。公司的经营活动具有比较明显的季节性特征，3 月~9 月是销售旺季，9 月~次年 5 月是生产旺季，11 月~次年 5 月是出货旺季。

人民币贬值环境下公司将直接受益。公司业务以境外销售为主，产品自签订订单至收汇的周期一般为 6~9 个月，美元兑人民币汇率的变化对公司收入的影响较大。汇率波动对公司业绩的影响主要在两个环节，其一是自签订境外销售订单至确认收入期间，人民币贬值将增加公司收入；其二是销售收入形成应收账款至收汇期间，人民币贬值将减少公司的汇兑损失。

切入机票旅游服务，打造“家具+旅游”双主业。公司收购北京联拓天际，持有其 60% 股权。北京联拓主要从事旅游相关业务，为旅游产业中的各环节的企业提供旅游资源产品的分销以及金融结算服务，主要通过旗下 51book 平台实现，包括机票分销平台、旅游分销平台和航司假期代运营平台。51book 专注于机票、旅游分销服务近 10 年，业务涵盖散客机票和提供分销服务解决方案，通过收取交易佣金以及提供服务解决方案的形式获得收入，目前已经与国航、东航、山航建立长期战略合作关系。

公司盈利预测及投资评级。公司是户外休闲家具行业的龙头企业，通过外延收购的形式布局机票旅游服务行业，形成“家具+旅游”双主业格局。我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 38.1 亿元、40.8 亿元和 43.7 亿元；EPS 分别为 0.25 元、0.3 元和 0.33 元，对应 PE 分别为 32x、27x 和 24x；给予公司 6 个月目标价 10 元/股，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,299.74	3,540.61	3,809.20	4,077.80	4,373.61
增长率(%)	9.18%	7.30%	7.59%	7.05%	7.25%
净利润(百万元)	322.62	501.32	543.47	644.32	707.37
增长率(%)	23.20%	55.39%	8.41%	18.56%	9.78%
净资产收益率(%)	9.83%	15.90%	15.61%	17.23%	17.59%
每股收益(元)	0.67	0.24	0.25	0.30	0.33
PE	11.79	32.92	31.63	26.68	24.30
PB	1.15	5.28	4.94	4.60	4.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

孙金琦

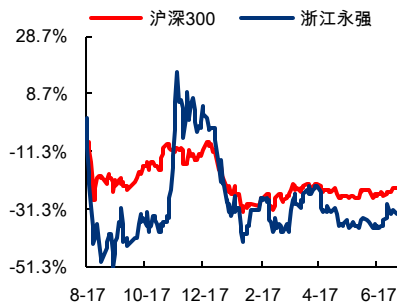
010-66554026

sun_jq@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	5.45-14.39
总市值(亿元)	169.71
流通市值(亿元)	145.71
总股本/流通 A 股(万股)	217574/186812
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	9.78

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 户外休闲家具行业的龙头企业	4
1.1 户外休闲家具业务稳定增长	4
1.2 公司经营活动季节性明显	5
1.3 销售渠道以境外为主	6
1.4 逐步拓展国内市场	8
1.5 公司业绩受益于汇率贬值	9
2. 切入机票旅游服务行业，打造“家具+旅游”双主业	10
2.1 优秀的旅游解决方案提供商	10
2.2 国内领先的机票旅游服务分销商	13
3. 盈利预测及估值	16
4. 风险提示	17

表格目录

表 1: 公司产品系列	4
表 2: 51book 产品解决方案介绍	11
表 3: 51book 与携程分销联盟比较分析	15
表 4: 浙江永强收入测算（单位：亿元）	16
表 5: 家具行业可比公司 PE	16
表 6: 公司盈利预测表	18

插图目录

图 1: 公司营业收入及其增速	5
图 2: 公司业务结构	5
图 3: 公司销售毛利率及净利率	5
图 4: 公司净利润及其增速	5
图 5: 公司签订订单、生产发货主要时间段	6
图 6: 公司营业收入呈现季节性特征	6
图 7: 公司营业收入（按地域划分）	6
图 8: 家具出口金额及其增速（亿美元）	7
图 9: 欧洲家具进口金额及其增速（百万美元）	7
图 10: 美国家具进口金额及其增速（百万美元）	7
图 11: Home Depot 营业收入及其增速	8
图 12: Carrefour 营业收入及其增速	8
图 13: 全国旅游人数（亿人次）	8
图 14: MWH（曼好家）官方旗舰店	9

图 15:汇率变化对公司的影响.....	9
图 16:2008~2015 在线旅游市场规模.....	10
图 17:2008~2015 中国旅游人数.....	10
图 18:51book 产品体系及解决方案.....	11
图 19:51book 机票分销平台业务流程.....	12
图 20:51book 旅游分销平台业务模式.....	13
图 21:机票旅游服务盈利模式.....	13
图 22:携程网盈利模式.....	14
图 23:携程分销联盟盈利模式.....	15

1. 户外休闲家具行业的龙头企业

公司的主要产品是户外休闲家具、遮阳伞和帐篷三大类产品，主要使用场景是家庭庭院和露台、户外休闲场所如餐馆、海滩、公园等，产品主要销往美国、德国等发达国家和地区。公司积极拓展新业务领域，目前已持有北京联拓 60% 股权打造“家居+旅游”双主业，北京联拓主营业务主要是机票分销以及旅游分销。

1.1 户外休闲家具业务稳定增长

公司的主要产品可分为三大系列，分别是户外休闲家具系列，包括秋千类产品以及桌椅类产品；遮阳伞系列，包括普通遮阳伞类以及吊伞类产品；帐篷系列，包括帐篷类产品、暖房类产品以及车库类产品。

表 1：公司产品系列

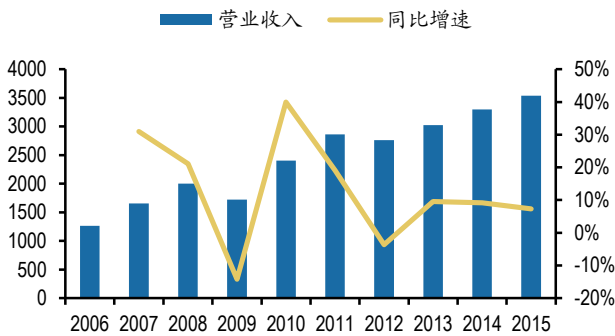
产品系列	产品种类	图片
户外休闲家具系列	秋千类产品	
	桌类产品	
	椅类产品	
遮阳伞系列	普通遮阳伞类	
	吊伞类	
帐篷系列	帐篷类产品	
	暖房类产品	
	车库类产品	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

休闲家具用品作为公司的主营业务长期以来增长稳定，2006 年~2015 年公司营业收入年复合增长率为 12%。2014 年~2015 年营业收入的增速分别为 9.18% 和 7.3%。其中，2014 年公司户外休闲家具及用品收入占营业收入的比例为 95.9%，2015 年由

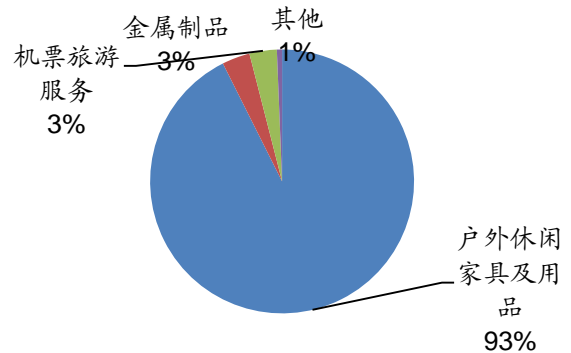
于公司拓展机票、旅游业务，户外休闲家具及用品收入的占比略有下降，所占比例为 92.6%。

图 1:公司营业收入及其增速



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

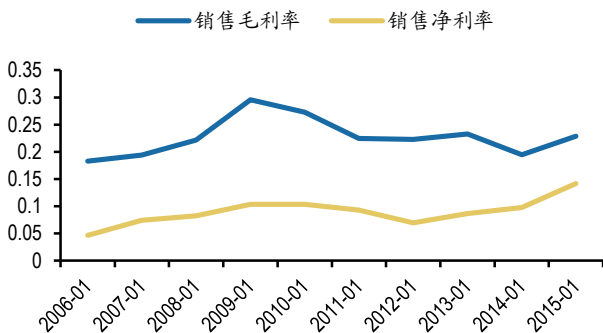
图 2:公司业务结构



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

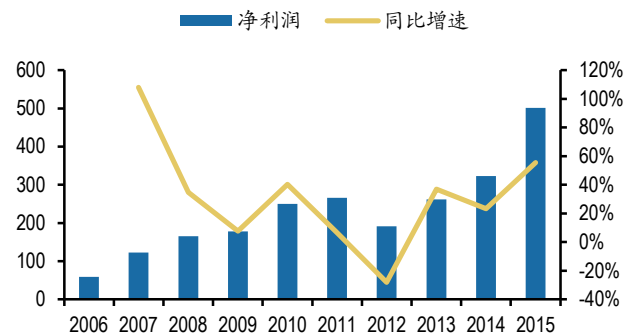
公司盈利能力稳定，其销售毛利率一般是 22%~23%，净利率平均来看是 10%左右，2015 年公司的毛利率和净利率分别是 22.87%和 14.16%，分别同比增加 3.41 个百分点和 4.38 个百分点。净利润方面，2012 年公司净利润较去年同期下滑 28%，增速触底，2013 年~2015 年净利润增速分别为 37%、23%和 55%。我们认为公司 2015 年净利润增速达到 55%主要源于公司的投资收益大幅增长，2015 年公司户外休闲家具及用品收入同比增长 3.6%，投资收益增加 1.73 亿元，同比增长 48.5%。

图 3:公司销售毛利率及净利率



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 4:公司净利润及其增速

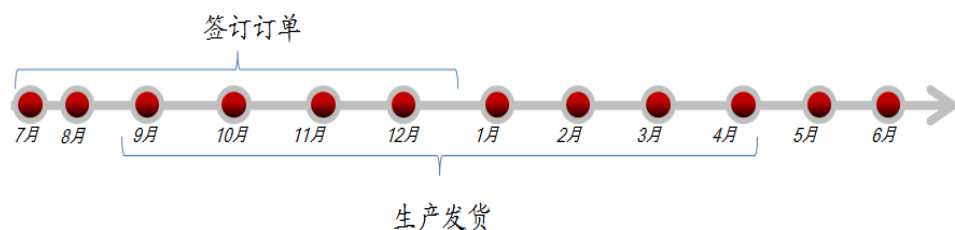


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1.2 公司经营活动季节性明显

公司的经营活动具有较为明显的季节性特征，由于公司的主要产品是户外休闲家具及用品，其消费期相对集中在夏季，销售旺季是每年的 3 月至 9 月，生产旺季一般集中在当年 9 月至次年 5 月，出货旺季则一般是当年的 11 月至次年的 5 月份，境外销售回款期一般需要 1~3 个月。

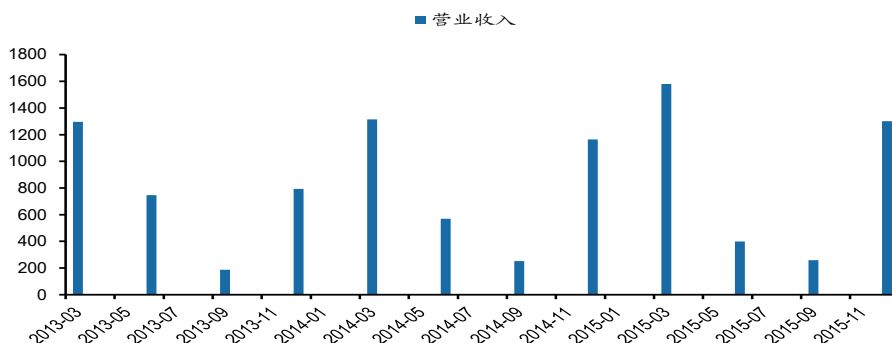
图 5:公司签订订单、生产发货主要时间段



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

受此影响，公司的经营业绩、财务指标存在较为明显的季节性波动。通常一季度和四季度的收入几乎就代表了公司全年的收入。2015 年公司一季度与四季度收入之和占公司全年收入的比例为 81%。

图 6:公司营业收入呈现季节性特征

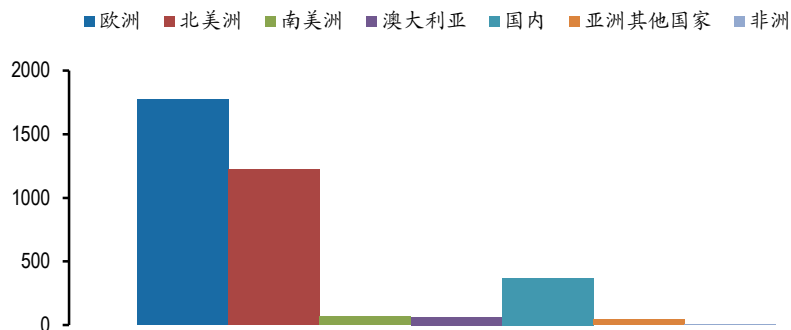


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 销售渠道以境外为主

公司的销售区域遍布欧洲、北美洲、南美洲、澳大利亚、国内、亚洲其他国家以及非洲，其中欧洲和北美洲是公司的主要销售区域，二者 2015 年销售收入之和为 29.9 亿元，占公司总营业收入的 84.6%。

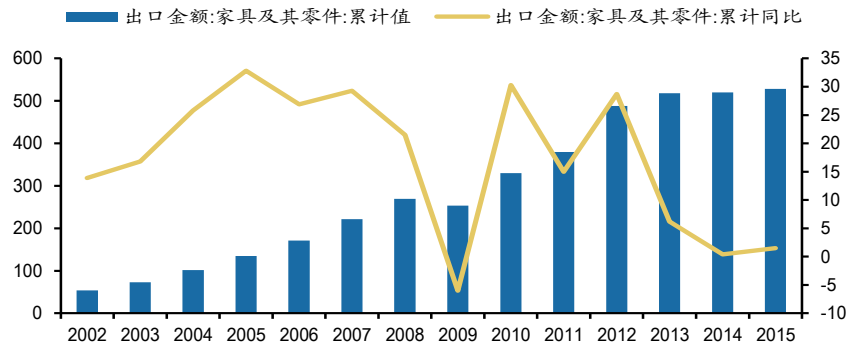
图 7:公司营业收入（按地域划分）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

家具出口金额增速触底回升。2013 年我国家具出口金额的增速开始下滑，从 2012 年的 28.7% 下降到 6.2%，环比减少了 22.5 个百分点，2014 年家具出口的增速到达相对低点，当年仅为 0.4%。在此之后，随着美国、欧洲经济的缓慢复苏，我国家具出口市场也开始逐渐好转，2015 年家具出口金额增速为 1.5%，环比上升了 1.1 个百分点。我们认为从近期美国公布的经济数据来看，美国经济已经进入复苏轨道，随着国际经济环境的逐步好转，我国家具出口环境也将逐步改善。

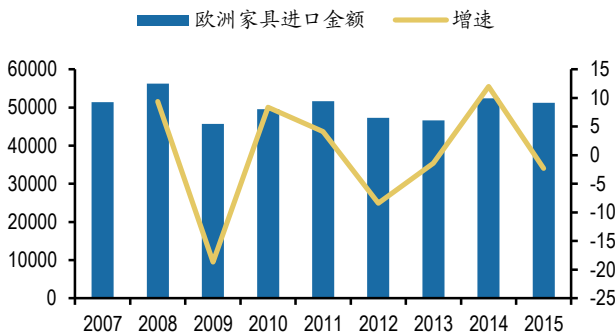
图 8:家具出口金额及其增速（亿美元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

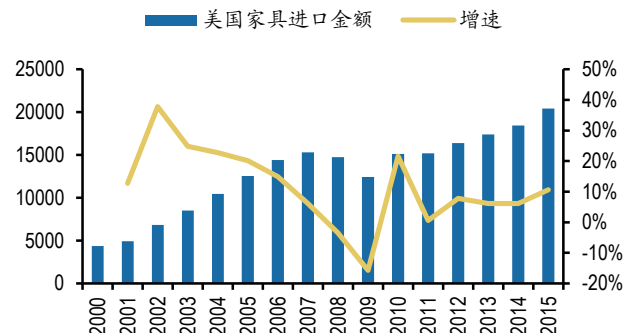
欧洲家具进口仍现波动，美国家具进口开始增长。2015 年欧盟 27 国共进口家具等产品 512 亿美元，较 2014 年减少了 2.3%，增速同比下降 14.3 个百分点、2015 年美国进口家具产品 204 亿美元，较 2014 年增加 10.6%，增速同比增加 4.5 个百分点，并且从 2011 年开始，美国的家具进口额已经展现出持续增长的趋势。

图 9:欧洲家具进口金额及其增速（百万美元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10:美国家具进口金额及其增速（百万美元）



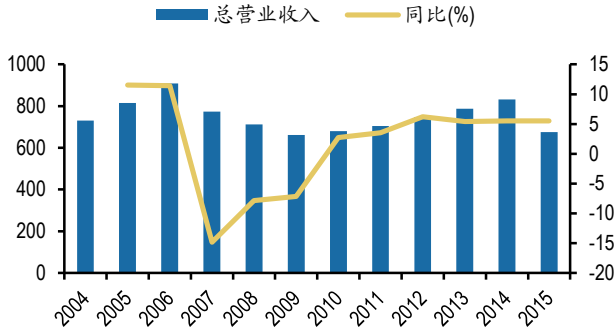
资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司的国外市场主要是通过户外休闲家具销售商的合作，公司无论是在产品质量，还是交货保障、产品设计能力等方面均得到了客户的认可，在 ODM 市场拥有良好的口碑。目前公司的产品主要通过麦德龙（Metro）、欧尚（Auchan）、家得宝（Home Depot）、家乐福（Carrefour）、百安居（B&O）、欧倍德（OBI）等大型超市及品牌连锁店销售。

受益于美国经济的缓慢复苏，家得宝与家乐福的销售额也保持小幅增长的趋势。2015 年家得宝营业收入为 675 亿美元，同比增长 5.51%；家乐福营业收入为 788.6 亿美

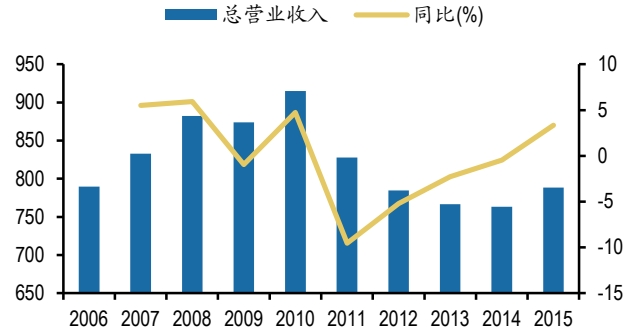
元，同比增长 3.3%。我们认为，随着公司下游客户销售额的增长，客户对于公司产品的需求会进一步扩大。

图 11:Home Depot 营业收入及其增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12:Carrefour 营业收入及其增速



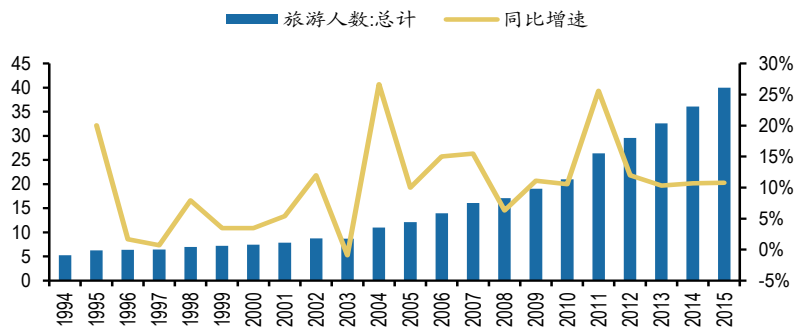
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.4 逐步拓展国内市场

由于境外市场的需求量较大，公司已经在境外建立了稳定的销售渠道，因此境外市场依然是公司未来的发展重点。对于国内市场，公司处于开拓市场的初期。2015 年公司国内市场业务收入占公司总收入的比例为 10.4%。在满足出口供应的同时，浙江永强开始为拓展国内市场做准备。由于公司的产品主要是遮阳伞等户外家具，适用场景则集中在户外旅游地点，如海边沙滩以及配套的室外餐厅，或独栋别墅自带的庭院。我们认为，目前国内的居住环境以楼房公寓为主，公司产品的需求主要来自于旅游、餐饮服务行业以及家庭阳台、露台等场景。

近年来我国出游率不断提高，2014 年全国出游率达到 269.8%，随之而来的是旅游人次的不断创新高，2015 年我国旅游人次达到 40 亿人次，同比增长 10.8%，旅游人数增长率目前稳定在 10%左右。

图 13:全国旅游人数（亿人次）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

旅游人数的不断增加带动了对旅游硬件的需求，我国旅游景区数量 2014 年达到 7359 家，较 2013 年增加了 755 家，同比增长 11.4%。我们认为随着旅游景区数量的不断增加，对公司产品的需求也将不断扩大。

目前公司在国内的业务渠道主要是线上的销售以及线下的自营店两类。线上销售目前公司已经在天猫、京东开设了官方旗舰店，而且公司使用自有资金不超过 5000 万元和齐家网共同出资设立合资公司齐家永强，浙江永强控股 70%，主要负责户外休闲家具及相关用品在国内市场线上线下的推广与普及。我们认为齐家网是国内优秀的装修、建材、家具电商平台，通过与齐家网的合作，公司可以使用齐家网的资源以及行业经验，引导用户从线上到线下门店进行体验和消费，完成 O2O 布局。

图 14: MWH（曼好家）官方旗舰店



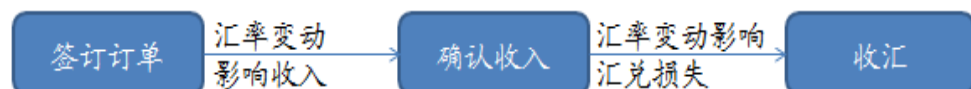
资料来源：Wind，东兴证券研究所

另外 2015 年 8 月公司计划出资不超过 1 亿元投资设立子公司，并与北京万象新天网络科技有限公司开展业务合作，万象新天为标的子公司提供技术支持、客户流量支持以及市场推广支持等，目的是利用公司在休闲家具方面的制造优势以及在全球的营销渠道优势，打造以移动端为主的家居垂直电商平台。未来公司将以移动 APP 为业务核心，配合微信公众号以及微店等模式，完成对全球优质家居资源的整合，提供产品解决方案，为用户提供可持续的优质品质家居体验。

1.5 公司业绩受益于汇率贬值

公司业务以境外销售为主，主要以美元结算，产品自签订订单至收汇的周期较长，集中在 6~9 个月的时间，因此美元兑人民币汇率的变化对公司的业务收入影响较大，人民币升值将导致营业收入、净利润的减少，相应的人民币贬值将导致营业收入、净利润的增加。汇率波动对公司业绩的影响主要体现在两个环节，其一是自签订境外销售订单至确认收入期间，公司因人民币贬值而增加收入；其二是自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币贬值而减少汇兑损失。

图 15: 汇率变化对公司的影响



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

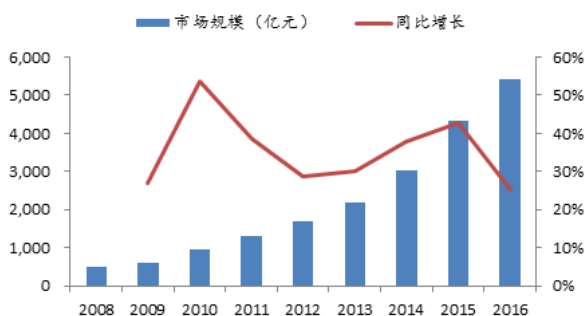
2015 年公司营业收入为 34 亿元，其中 90%来自于出口收入，约为 5 亿美元，以此为测算基础，按 2016 年 6 月 30 日人民币兑美元在岸汇率 6.6433 计算，人民币若贬值 1%至 6.7097，公司收入将增加 3322 万元；人民币若贬值 2.5%至 6.8094，公司收入将增加 8304 万元；人民币若贬值 5%至 6.9755，公司收入将增加 1.66 亿元。

2. 切入机票旅游服务行业，打造“家具+旅游”双主业

2015 年 8 月，浙江永强为积极拓展业务新领域，打造“家居+旅游”双主业，利用超募资金 4.38 亿元收购并增资北京联拓天际，现持有该公司 60%的股权，标的公司承诺 2015 年~2018 年累计实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于 1.2 亿元，且净利润和交易流水实现逐年增长。联拓天际从事的业务领域主要是旅游行业，为旅游产业链中的各个环节的企业提供旅游资源产品的分销及金融结算服务，其主营业务主要通过旗下 51book 平台实现，包括 51book 机票分销平台、51book 旅游分销平台以及 51book 航司假期代运营平台。

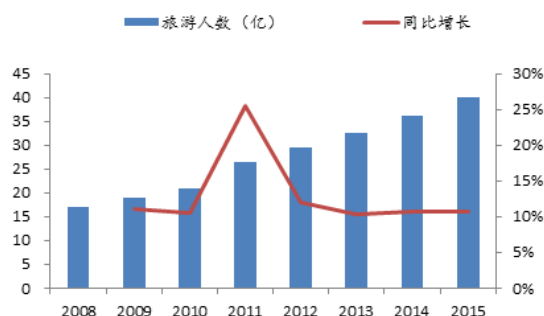
根据易观智库、百度旅游、百度大数据联合发布的《2015 中国自由行市场研究报告》显示，截至 2015 年，中国在线旅游交易市场规模已达 4237.2 亿元，互联网渗透率突破 10%。同时，80 后和 90 后成为在线旅游市场的主力军，占总用户数近 70%，其中 90 后消费能力超过 80 后，成为最愿意为自由行消费买单的年龄群组。自 2008 年至 2015 年，旅行人数逐年大幅递增，2015 年已超过 40 亿人次，比 2014 年递增 10.77%。

图 16:2008~2015 在线旅游市场规模



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 17:2008~2015 中国旅游人数



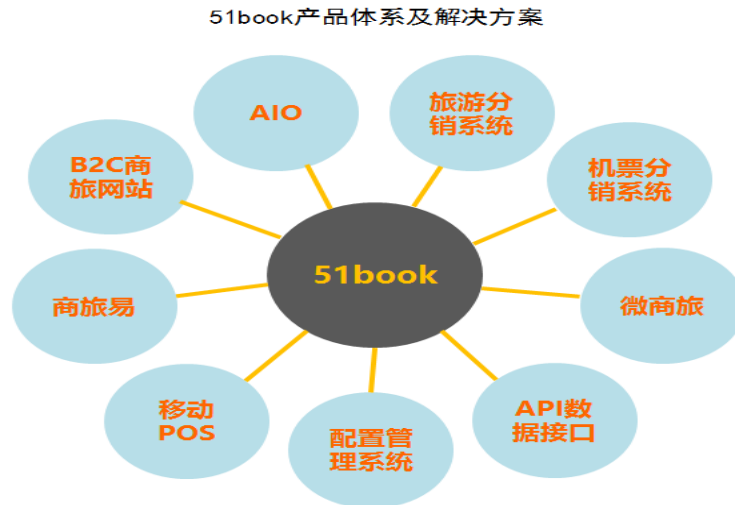
资料来源：国家旅游局，东兴证券研究所

我们认为随着人均可支配收入的增加，旅游人数仍将大幅上升，市场发展前景看好，未来几年旅游业仍会保持较快增幅。随着互联网技术不断提升，中国网民规模不断扩大，旅游业与互联网交叉融合程度逐步加深，旅游在线服务、网络营销、网上预订、网上支付等旅游业务日益普及，在线旅游市场日渐成熟并具备强劲的发展潜力。

2.1 优秀的旅游解决方案提供商

51Book 旅游分销平台 (www.51Book.com) 创立于 2007 年，是国内率先由机票 B2B

升级为旅游 B2B 的平台，业务涵盖散客机票、团队机位、地接产品、旅游线路、保险等旅游资源。除了提供针对散客的机票产品，51book 还为从事旅游行业的公司，如旅行社，提供产品服务解决方案，包括 AIO 航旅一体化管理系统、旅游分销系统、机票分销系统、企业差旅管理系统以及移动 POS 等。

图 18:51book 产品体系及解决方案


资料来源：东兴证券研究所

表 2：51book 产品解决方案介绍

解决方案	功能
AIO 航旅一体化管理系统	集机票分销系统、酒店分销系统、保险分销系统、账单管理系统、配置管理系统、配送管理系统、商旅网站、火车票 ERP 系统的综合解决方案
旅游分销系统	机位、酒店实现智能管理，快速组合任意旅游产品，自建独立品牌
机票分销系统	订单管理、出票管理、客户管理、资金管理、产品管理、客户收益管理、形成管理等
微商旅	与微信公众平台对接，实现旅游产品从包装、推广、承担到 O2O 营销的一体化管理
B2C 商旅网站	为传统航旅企业拓展线上旅游市场
商旅易	为航旅企业提供一体化 TMC 解决方案
配置管理系统	为机票代理人量身定制航空资源管理系统
API 数据接口	提供机票基础数据查询、普通运价查询、NFD 特价查询和火车票查询等接口
移动 POS	方便 51book 客户线下收单及资金快速到账

资料来源：东兴证券研究所

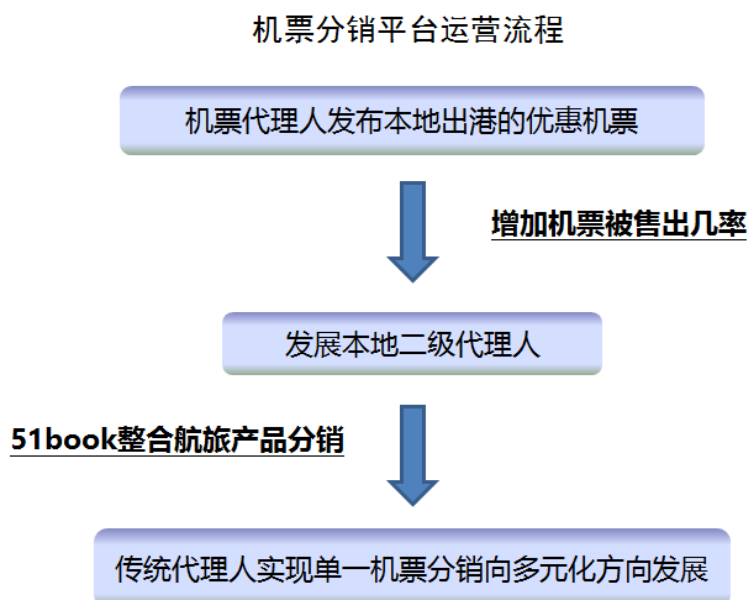
机票分销平台

51book 机票分销平台是国内最大的旅游供应链分发平台，提供在线互联网机票交易服务。2016 年 4 月，公司控股子公司北京联拓为完善机票代理上下游产业链，以 2,000

万元对价收购中航易购 90%股。中航易购主要业务是机票比价、出票和订单管理，通过底层接口方式，实时整合业内多家大型净价平台、大型民航代理、航空公司旗舰店等采购渠道的机票产品，一站式完成多采购渠道的下单、支付、出票、退票等全业务操作流程。收购中航易购将提升 51book 的机票分销平台的交易额，利用比价大数据降低营销成本和提高供应链管理效率。

51book 机票分销平台业务模式是由各地机票代理人把本地出港的优惠政策及特价机票放到平台上，成为全国代理人的资源共享平台，代理人将得到异地优势资源，并且可以在平台上发展二级代理人，增加机票销售的概率，同时 51book 也会整合更多航旅产品放入平台分销，帮助传统的机票代理人实现从单一机票分销到销售对象多元化的发展。

图 19:51book 机票分销平台业务流程

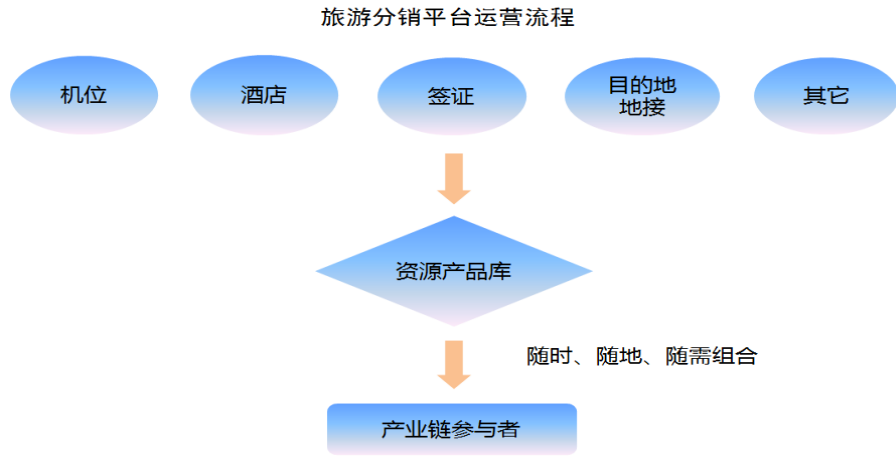


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

旅游分销平台

公司顺应“自由行”时代趋势，将旅游产业链中上游的机位、酒店、签证、目的地地接等资源整合形成产品库，可以随时、随地、随需任意组合，为产业链参与者提供资源共享。目前公司已在北京、合肥建立旅游客户运营服务体系，在天津、石家庄、陕西、山西、安徽、苏州等地区开展旅游业务。

图 20:51book 旅游分销平台业务模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

航司假期代运营平台

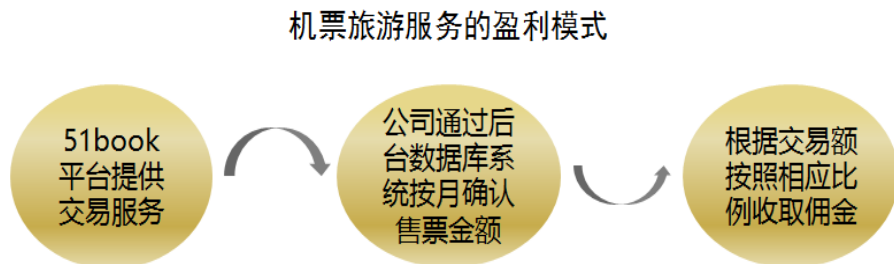
2016 年，51Book 推出“机+X”创新业务平台“金旅通”，为平台上下游商户提供支付、清算工具，利用采购商的预存和供应链结算账期形成的沉淀资金展开供应链金融及其他资金增值服务，给合作伙伴提供钱包服务、电商工具，并提供提高企业生产力、降低人工成本、实现旅游业转型升级的途径。

51Book 是国内首家与航空公司合作探讨“机+X”创新业务的平台，先后与国航、东航、山航等航空公司建立长期战略合作，共同打造出国航团购网、山航假期和东航经昆飞等假期平台。平台以机票大交通资源为优势，依靠供应链资源、产品分销创新、专业营销等特色，已拥有行业客户超 20 万家，年交易额近 250 亿元，是国内率先由机票 B2B 升级为旅游 B2B 的平台。

2.2 国内领先的机票旅游服务分销商

公司机票旅游服务收入主要为平台流量服务收入。公司提供 B2B 平台交易服务，按交易额的一定比例收取佣金。公司通过后台数据库系统按月确认售票金额和佣金金额。

图 21:机票旅游服务盈利模式

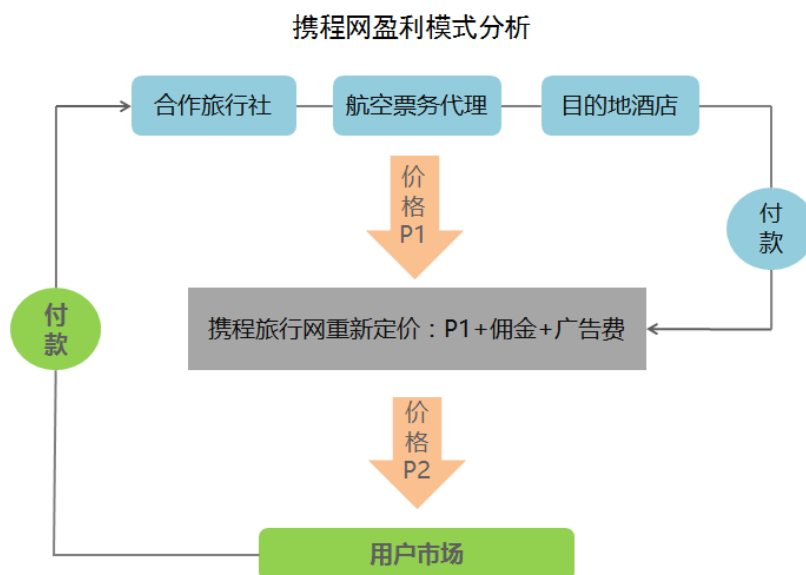


资料来源：东兴证券研究所

旅游分销服务的市场不乏竞争者，我们选择携程作为比较标的。携程旅行网的盈利模

式主要由网站、上游旅游企业（目的地酒店、航空票务代理商、合作旅行社）和会员市场构成。首先，供应商向携程输出产品，包括酒店客房、机票和旅行度假项目等，附有出厂价格 $P1$ ，携程加入佣金和广告费之后重新定价 $P2$ 销售给客户。如果市场处于激烈竞争阶段，公司会在重新定价中采取降价措施，用自己的现金回补给供应商来吸引和留住老客户。用户在携程网购买产品后，供应商将按照一定比例支付给携程网佣金。供应商支付的佣金和广告费构成了携程收入的全部来源。

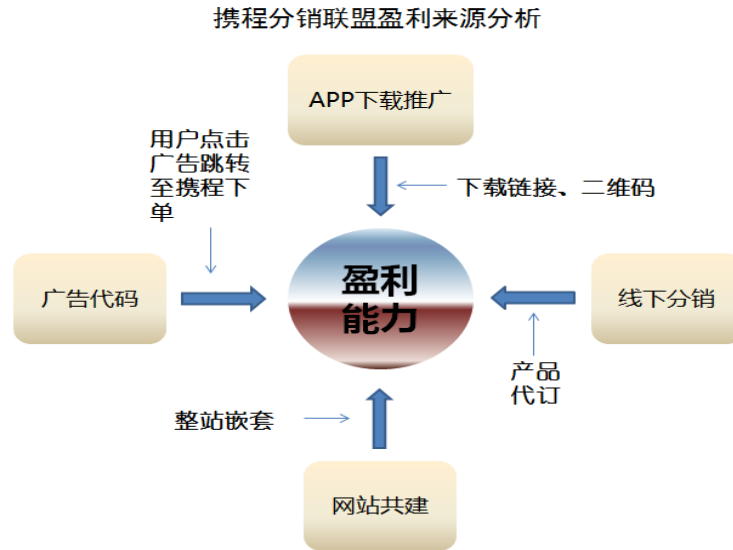
图 22:携程网盈利模式



资料来源：东兴证券研究所

携程分销联盟于 2011 年 9 月上线，是基于携程旅行网自主推出的分销站点，联盟内的所有资源均来自于携程旅行网，并拥有携程旅行网的所有服务资源、客户资源、宣传资源。分销联盟旨在发动起所有的个人及企业通过 APP 下载推广、广告代码、微店、网站共建、产品代订等方式参与其营销活动，促成交易后从携程获取相应比例的佣金。分销联盟是携程用来扩大自己酒店数据在互联网上覆盖，最大程度挤压竞争对手生存空间，拖延竞争对手赶超的拖延战略。

图 23:携程分销联盟盈利模式



资料来源：东兴证券研究所

表 3：51book 与携程分销联盟比较分析

	51book	携程分销联盟
成立时间	2007 年	2011 年
电子商务模式	旅游采购批发	基于携程旅行网的分销站点
目标用户	旅行社、航空公司、机票代理人、散客	商旅用户、观光度假游客
产品与服务	机票分销、旅游分销、B2C 商旅网站，航空资源管理系统，API 数据接口，移动 POS	来自于携程网的酒店预订、酒店、机票、度假、酒店团购、携程游票（礼品卡）
盈利模式	交易佣金+航旅软件费用	交易佣金
核心能力	为上下游商户提供支付结算工具，开展供应链金融及其他资金增值服务	成单率高、产品多、分销方式多、流程简单
客户价值	拥有行业客户超 20 万家，年交易额近 250 亿元，是国内率先由机票 B2B 升级为旅游 B2B 的平台	80 多万条评价信息数据库，200 人“酒店私访团”为其撰写酒店评论。在 17 个城市设立分公司，会员超过 9000 万人。
优势	成立时间早，产品丰富	拥有携程旅行网的强大资源支持，参与人员众多
劣势	后备资源支持薄弱	产品局限于旅游服务，服务模式单一化和同质化程度高

资料来源：东兴证券研究所

综上所述，51book 专注于机票、旅游分销服务近 10 年，业务涵盖散客机票及提供分销服务解决方案，目标客户集中于旅行社和散客，通过收取交易佣金以及提供服务解决方案的形式获得收入，目前已经于国航、东航、山航建立长期战略合作，未来公司

将逐步形成“家具+旅游”的业务格局。

3. 盈利预测及估值

公司未来收入主要来源于 3 个部分，分别是户外休闲家具及用品、金属制品以及机票旅游服务。我们预计公司 2016~2018 年的收入分别为 38.1 亿元、40.8 亿元和 43.7 亿元，对应的增速分别为 7.6%、7.1%和 7.3%，其中户外休闲家具及用品的收入分别为 34.9 亿元、36.8 亿元和 38.8 亿元，机票旅游服务的收入分别为 1.5 亿元、2 亿元和 2.6 亿元。

表 4：浙江永强收入测算（单位：亿元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
户外休闲家具及用品	32.8	34.9	36.8	38.8
机票旅游服务	1.2	1.5	2.0	2.6
主营业务收入	35.4	38.1	40.8	43.7

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

相对估值：公司是户外休闲家具行业的龙头企业，产品以出口为主，主要销往北美以及欧洲，目前公司有拓展国内市场的想法。同时公司通过外延的方式切入与传统主营业务相关性较高的机票旅游服务行业，形成“家具+旅游”的业务格局。目前机票旅游服务的收入规模较小，因此我们选取主业为家具制造的公司作为可比公司。2016 年行业平均 PE 预计为 40x 左右，我们预计公司 2016 年 EPS 可以达到 0.25 元，给予公司 40x 的行业平均估值，对应的股价为 10 元/股。

表 5：家具行业可比公司 PE

股票代码	股票名称	2015A	2016E	2017E	2018E
000910.SZ	大亚科技	25.3	21.5	17.3	13.7
603818.SH	曲美家居	69.8	55.6	42.9	29.1
002572.SZ	索菲亚	54.1	39.7	29.8	22.7
603898.SH	好莱客	56.6	43.2	31.8	23.4
	平均值	51.5	40	30.5	22.2

资料来源：Wind，东兴证券研究所

综上所述，公司是户外休闲家具行业的龙头企业，目前通过外延收购的形式布局了机票旅游服务行业，形成“家具+旅游”的业务格局。公司产品主要销往国外，以欧洲和北美为主，人民币贬值会增加公司的结算收入以及减少汇兑损失，在人民币贬值环境下公司的盈利将会有所提高。我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 38.1 亿元、40.8 亿元和 43.7 亿元，EPS 分别为 0.25、0.3 和 0.33 元，对应的 PE 分别为 32x、27x 和 24x，给予公司 6 个月目标价 10 元/股，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

4. 风险提示

1. 汇率风险；
2. 原材料价格波动风险。

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3601	3719	3561	4017	4531	营业收入	3300	3541	3809	4078	4374
货币资金	652	640	720	1077	1460	营业成本	2658	2731	2889	2994	3169
应收账款	786	845	909	973	1044	营业税金及附加	33	37	39	42	45
其他应收款	5	32	35	37	40	营业费用	267	321	327	360	380
预付款项	128	124	124	125	123	管理费用	224	290	285	320	335
存货	835	873	916	949	1007	财务费用	-50	-31	22	-8	-13
其他流动资产	1038	856	856	856	856	资产减值损失	52.66	30.90	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2037	2092	1644	1470	1295	公允价值变动收益	6.97	-54.16	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	22	22	22	22	22	投资净收益	356.30	529.11	490.00	500.00	495.00
固定资产	1018.09	1050.57	1061.21	917.99	774.77	营业利润	478	637	736	871	952
无形资产	291	313	282	250	219	营业外收入	10.83	5.90	8.36	8.36	7.54
其他非流动资产	0	5	0	0	0	营业外支出	31.64	8.20	19.92	19.92	16.01
资产总计	5638	5811	5205	5487	5826	利润总额	457	634	725	859	943
流动负债合计	2322	2421	1605	1629	1685	所得税	135	133	181	215	236
短期借款	831	950	23	0	0	净利润	323	501	543	644	707
应付账款	421	413	442	458	481	少数股东损益	0	-16	0	0	0
预收款项	4	4	4	4	5	归属母公司净利润	323	517	543	644	707
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	798	1006	933	1037	1113
非流动负债合计	31	7	0	0	0	EPS (元)	0.67	0.24	0.25	0.30	0.33
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2353	2428	1605	1629	1685	成长能力					
少数股东权益	1	130	130	130	130	营业收入增长	9.18%	7.30%	7.59%	7.05%	7.25%
实收资本 (或股	478	2176	2176	2176	2176	营业利润增长	43.40%	33.13%	15.64%	18.27%	9.30%
资本公积	1947	249	249	249	249	归属于母公司净利	5.07%	18.56%	5.07%	18.56%	9.78%
未分配利润	642	669	751	848	954	获利能力					
归属母公司股东	3283	3253	3482	3739	4022	毛利率 (%)	19.46%	22.87%	24.14%	26.58%	27.55%
负债和所有者权	5638	5811	5205	5487	5826	净利率 (%)	9.78%	14.16%	14.27%	15.80%	16.17%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	5.72%	8.90%	10.44%	11.74%	12.14%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	9.83%	15.90%	15.61%	17.23%	17.59%
经营活动现金流	-208	-43	247	258	301	偿债能力					
净利润	323	501	543	644	707	资产负债率 (%)	42%	42%	31%	30%	
折旧摊销	369.77	400.41	0.00	174.52	174.52	流动比率	1.55	1.54	2.22	2.47	2.69
财务费用	-50	-31	22	-8	-13	速动比率	1.19	1.18	1.65	1.88	2.09
应收账款减少	0	0	-63	-64	-71	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.63	0.62	0.69	0.76	0.77
投资活动现金流	304	321	1111	500	495	应收账款周转率	5	4	4	4	4
公允价值变动收	7	-54	0	0	0	应付账款周转率	8.11	8.48	8.91	9.07	9.32
长期股权投资减	0	0	268	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	356	529	490	500	495	每股收益 (最新摊	0.67	0.24	0.25	0.30	0.33
筹资活动现金流	84	-397	-1278	-401	-412	每股净现金流 (最新	0.38	-0.05	0.04	0.16	0.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.87	1.50	1.60	1.72	1.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	1698	0	0	0	P/E	11.79	32.92	31.63	26.68	24.30
资本公积增加	-34	-1698	0	0	0	P/B	1.15	5.28	4.94	4.60	4.27
现金净增加额	180	-119	80	356	384	EV/EBITDA	4.96	17.39	17.67	15.54	14.13

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

孙金琦

轻工造纸行业研究员，硕士研究生，2015年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。