

强烈推荐-A (首次)

永艺股份 603600.SH

目标估值: NA
 当前股价: 16.01 元
 2017年06月19日

十年磨砺, 方可“椅”靠

基础数据

上证综指	3123
总股本(万股)	25000
已上市流通股(万股)	10469
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	18.0
资产负债率	30.3%
主要股东	永艺控股有限公司
主要股东持股比例	31.13%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

濮冬燕

021-68407301
 pudy@cmschina.com.cn
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
 S1090515090001

郑恺

021-68407559
 zhengkai1@cmschina.com.cn
 S1090514040003

公司凭借研发设计和产品性能与品质, 致力于大客户开发, 挖掘高价值的中高端座椅市场, 有望进入加速增长期! 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.63、0.82、1.09 元, 首次给予“强烈推荐-A”评级。

- **全球座椅行业平稳增长, 中国出口仍有很大空间。**2011 年至 2015 年全球办公椅市场复合年均增速为 5.8%, 较为平稳。2015 年全球的市场规模为 193.1 亿美元, 其中中国市场占比约为 18%, 同时我国出口金额仅为 22.34 亿美元, 仍有很大空间。
- **研发&精益生产能力: 公司收入增长源动力。**公司拥有强大的研发团队, 且长期与美国、德国、日本、韩国等发达国家的顶级专家和设计团队紧密合作, 研究人机工程学, 研发健康坐具的关键技术, 目前公司共申请专利 475 项, 取得发明专利 24 项、实用新型专利 115 项、外观设计专利 100 项, 并取得了 8 套开发设计软件的著作权; 同时公司为进一步提升生产运营水平, 启动了为期两年的“ACE 精益制造项目”, 梳理各事业中心工作流程, 精简冗余流程, 从宏观层面整合资源提升公司整体竞争力。
- **深耕大客户助力公司快速增长。**近年来公司凭借研发设计和产品性能与品质, 与多家客户建立了长期战略合作关系, 市场遍及 60 多个国家和地区, 并与全球多家专业知名采购商、零售商、品牌商建立长期战略合作关系, 包括俄罗斯 Bureaucrat、美国 officestar、Klaussner、HON、Staples、Office Depot Max, 加拿大 Performance, 香港利丰集团, 日本 NITORI、ITOKI 等。这些丰富的客户资源为公司的持续发展奠定了重要基础。
- **首次给予“强烈推荐-A”评级。**公司凭借研发设计和产品性能与品质, 致力于大客户开发, 挖掘高价值的中高端座椅市场, 有望进入加速增长期! 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.63、0.82、1.09 元, 首次给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 新客户开拓进展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1136	1402	1859	2481	3352
同比增长	18%	23%	33%	33%	35%
营业利润(百万元)	106	125	175	232	313
同比增长	70%	19%	40%	32%	35%
净利润(百万元)	91	120	156	205	274
同比增长	68%	32%	30%	31%	34%
每股收益(元)	0.36	0.48	0.63	0.82	1.09
PE	43.9	33.3	25.6	19.5	14.6
PB	7.2	6.4	5.3	4.4	3.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一 全球座椅行业平稳增长，中国出口仍有很大的空间	4
1.1 全球椅业规模平稳增长，市场空间广阔	4
1.2 产业集群效应明显，行业市场集中度低	6
二 品质提升打开国际中高端座椅市场	9
2.1 研发&精益生产能力：公司收入增长源动力	11
2.2 深耕大客户助力公司快速增长	14
2.3 开拓内销：电商&渠道双轮驱动	16
2.4 拥抱智能时代：研发智能硬件，布局新市场	17
三 盈利预测与公司估值	19
四 风险提示	20

图表目录

表 1：2015 年我国办公椅主要出口目的地	6
表 2：除公司外国内外主要的椅业企业	7
表 3：除公司外国内外主要的沙发生产企业	8
表 4：2014-2016 年可比上市公司研发费用占营业总收入的比例	13
表 5：2014-2016 年可比上市公司净资产收益率	14
表 6：募投项目主要是产能和渠道扩张等	19
表 7：公司未来三年盈利简表	19
表 8：行业可比公司平均估值在 2017 年 31X	20
附：财务预测表	21

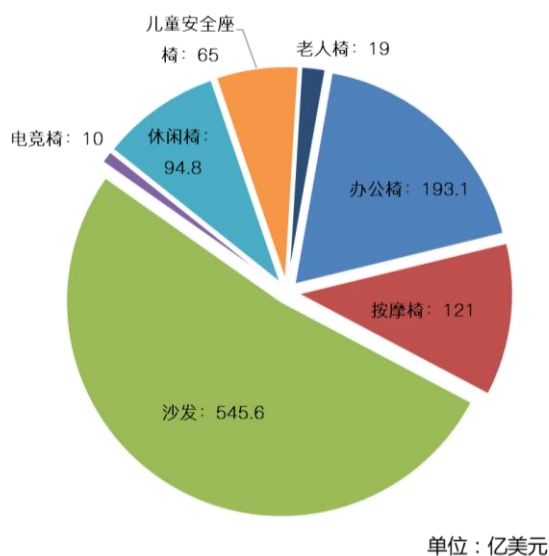
图 1: 沙发和按摩椅是全球坐具的主要产品	4
图 2: 2011-2015 年中国与全球办公椅市场规模	4
图 3: 2011-2015 年中国与全球沙发市场规模	4
图 4: 2007-2016 年我国办公楼新开工面积与竣工面积	5
图 5: 2007-2016 年我国住宅新开工面积与竣工面积	5
图 6: 旧房整体翻新与局部装修需求占家装市场总需求 44%	5
图 7: 中国办公椅、沙发的出口仍有很大的空间	6
图 8: 2011-2017 年中国软体沙发出口额稳中有升	6
图 9: 公司发展历程	9
图 10: 公司为 G20 杭州峰会金砖国家领导人非正式会晤设计的座椅	9
图 11: 张加勇、尚巍巍夫妇是公司实际控制人	10
图 12: 2012-2016 年收入及其增速	10
图 13: 2012-2016 年净利润及其增速	10
图 14: 2016 年公司收入构成	11
图 15: 2016 年毛利构成	11
图 16: 公司取得了较多高含金量的证书	11
图 17: 永艺联合知名大学致力于办公椅、按摩椅椅身、功能座椅配件及沙发的研发	12
图 18: 美国合作开发伙伴, SP 公司植根于北美市场, 强调产品的舒适性。	12
图 19: 2012-2016 年公司研发费用及占比	13
图 20: 公司启动了为期两年的“ACE 精益制造项目”提升公司竞争力	14
图 21: 与公司建立战略合作关系的主要企业	15
图 22: 2012-2016 年公司外销收入快速增长	15
图 23: 公司办公椅收入及其增速	16
图 24: 公司办公椅销量及价格	16
图 25: 公司毛利率稳步提升	16
图 26: 公司在天猫开设旗舰店	17
图 27: 公司在京东商城设立自营专区	17
图 28: 2012-2016 年收入及其增速	17
图 29: 2012-2016 年净利润及其增速	17
图 30: 永艺智能办公椅工作原理示意图	18
图 31: 永艺股份历史 PE Band	20
图 32: 永艺股份历史 PB Band	20

一全球座椅行业平稳增长，中国出口仍有很大的空间

1.1 全球椅业规模平稳增长，市场空间广阔

人们的工作学习及休闲娱乐活动大部分处于坐姿状态，坐具的使用频率极高。其产品类型丰富，适用环境多样，主要产品包括沙发、办公椅、休闲椅、按摩椅等。近年来在“消费升级”的市场环境下，坐具行业的市场需求出现了进一步的细分，电竞椅、儿童安全座椅和老年椅等供特定人群使用的细分产品也逐渐开始受到越来越多的关注。

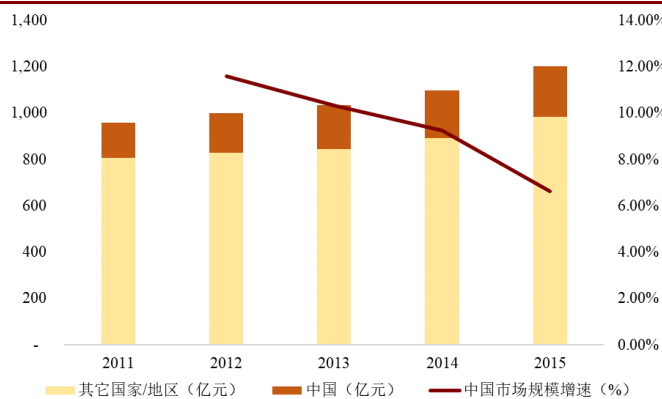
图 1：沙发和按摩椅是全球坐具的主要产品



资料来源：宇博智业，招商证券

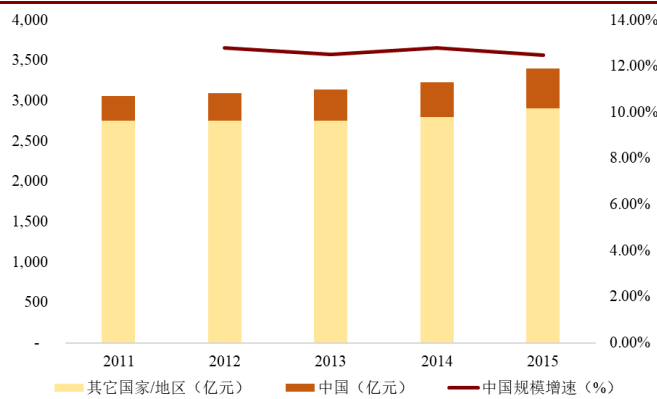
2011 年以来，中国与全球的办公椅、沙发市场规模平稳增长，中国市场更是全球办公椅和沙发市场规模增长的引擎。2011 年至 2015 年，中国沙发和办公椅市场规模复合年均增速分别为 12.6%和 9.4%，远超全球平均 2.6%和 5.8%的增速。2015 年，全球沙发和办公椅的市场规模分别达到 545.6 亿美元和 193.1 亿美元，其中，中国市场占比分别为 14%和 18%。

图 2：2011-2015 年中国与全球办公椅市场规模



资料来源：宇博智业，招商证券

图 3：2011-2015 年中国与全球沙发市场规模

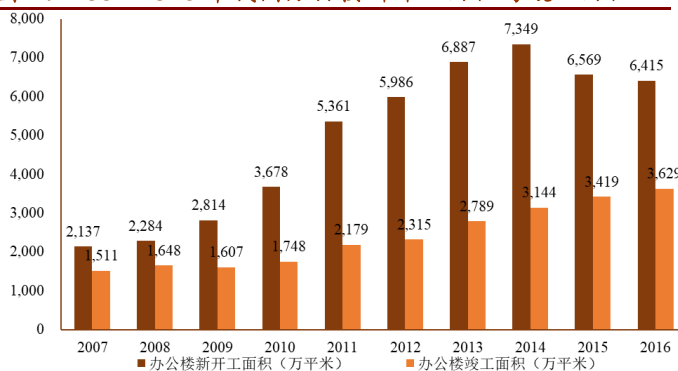


资料来源：宇博智业，招商证券

国内办公楼和住宅的装修需求是中国坐具市场规模扩大的重要推动力量。办公椅的需求主要来源于政府部门和企事业单位等。2016年，我国办公楼新开工面积为6,415万平方米，竣工面积为3,629万平方米，我国经济的稳健增长、新型城镇化进程的推进、特色小镇的建设将推动办公用房装修需求的增长。同时，办公椅的使用频率高，企业有定期维护和更换的需求，这也刺激以办公椅为代表的办公家具的销售。

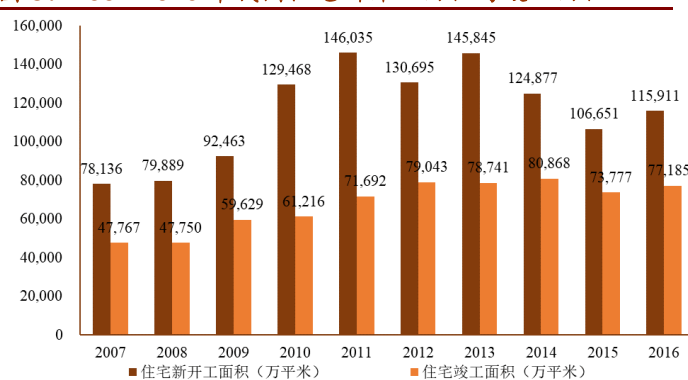
沙发、休闲椅、按摩椅等需求主要来源于家庭住宅的新装修和二次装修。2016年我国新建住宅面积达到11.59亿平方米，竣工面积为7.72亿平方米。大规模的新建住宅带来密集的添置家具需求，拉动了家用坐具市场的发展。存量住宅的更新是家用坐具市场的一支新兴力量。一般而言，家具的更新周期大约为8至10年。随着我国经济社会的发展和人民收入的提升，消费者对家具的美观性、功能性、环保性等的要求与10年前相比已产生了较大的变化。在消费升级的大环境下，家装翻新和更新的需求不容小觑。二手房翻新需求则为家用坐具的行业发展注入了新的活力。

图 4：2007-2016 年我国办公楼新开工面积与竣工面积



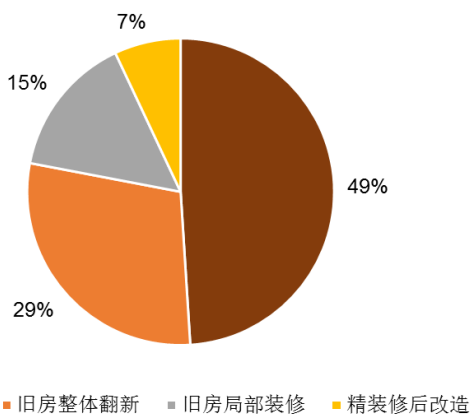
资料来源：WIND，招商证券

图 5：2007-2016 年我国住宅新开工面积与竣工面积



资料来源：WIND，招商证券

图 6：旧房整体翻新与局部装修需求占家装市场总需求 44%

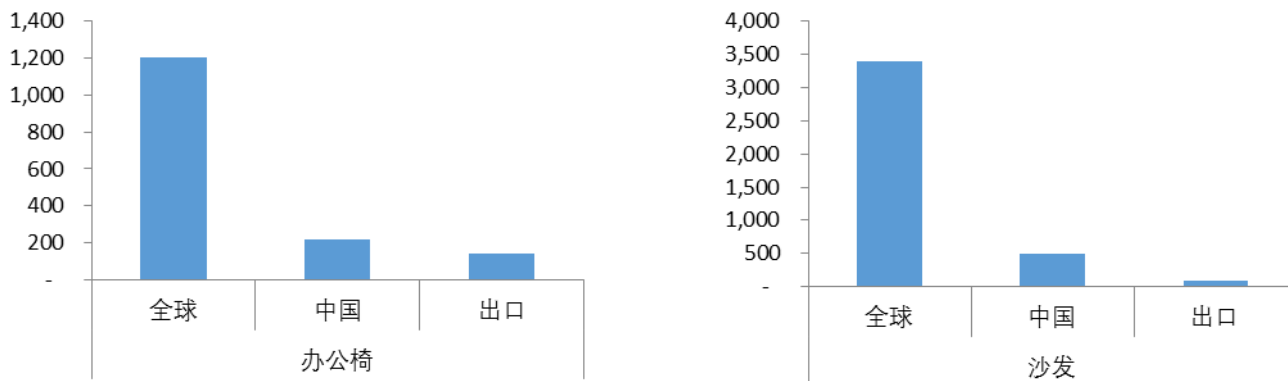


资料来源：招商证券

中国是全球家具的主要生产国，也是家具的出口大国，出口需求是我国家具厂商产能的重要出口。欧美主要国家相继从经济危机中复苏，以印度为代表的新兴经济体快速发展，积极促进了全球家具市场的发展。办公椅在我国海关登记出口产品项目主要是可调高度的转动坐具，2015年我国出口金额达到22.34亿美元，美国、德国、英国、日本和澳大利亚是我国办公椅的主要出口目的地。我国软体沙发的出口额也稳中有升，2015年

我国软体沙发为 97.95 亿元，相比 2011 年增幅为 18.69%，其中美国是中国软体沙发的主要出口目的地。

图 7：中国办公椅、沙发的出口仍有很大的空间



资料来源：WIND，招商证券

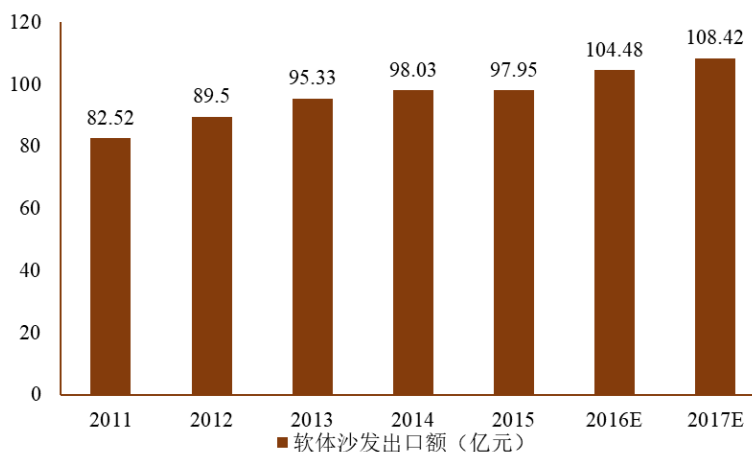
资料来源：WIND，招商证券

表 1：2015 年我国办公椅主要出口目的地

国家/地区	出口金额（百万美元）	出口金额占比（%）
美国	637.59	28.54%
德国	123.80	5.54%
英国	109.85	4.92%
日本	84.95	3.80%
澳大利亚	73.88	3.31%
前 5 名合计	1030.07	46.11%

资料来源：海关信息网

图 8：2011-2017 年中国软体沙发出口额稳中有升



资料来源：中商情报网，招商证券

1.2 产业集群效应明显，行业市场集中度低

我国的椅业有明显的产业集群效应，浙江省安吉县是闻名中外的“中国椅业之乡”，是全国最大的办公椅生产基地。安吉椅业起步于 20 世纪 80 年代初，经过数十年的发展，

安吉无论从椅业生产规模、市场占有率还是品牌影响力，在全省、全国乃至全球，都具有领先地位。

但是，由于办公椅的行业门槛较低，缺乏明确的准入限制，因此从事办公椅生产的企业数量较多，单个企业的市场占有率不高，行业市场集中度偏低。尽管如此，该行业中仍然涌现出一批具有一定生产规模和影响力的生产企业，如恒林椅业、南亚家具等。以 TopStar 和 True Seating 为代表的国际企业则参与中高端产品的市场竞争。

表 2: 除公司外国内外主要的椅业企业

公司名称	公司简介及主营产品
浙江恒林椅业股份有限公司	位于浙江省安吉县，是一家专业从事各类办公椅、休闲椅、酒吧椅、沙发等坐具生产、销售的出口型企业
南亚家具纺织（嘉善）有限公司	坐落于浙江嘉善经济开发区，是一家专业生产办公椅和沙发面料的生产厂家，产品主要出口欧美市场
中山市保友办公家具有限公司	坐落于广东省中山市，是一家专业从事办公网椅的研发、生产和销售的企业
国靖家具（集团）有限公司	创办于台北，1995 年开始在广州设厂，主要产品包括工作和居家等相关的座椅、沙发等
HON	HNI 集团是世界上第二大且利润最高的办公室家具生产商。目前 HNI 集团已发展成一家在纽约证交所上市的提供家庭、办公环境相关家具和解决方案的集团公司。公司的知名品牌包括 HON, Allsteel, Gunluck 和 Paoli, 这些品牌在各自的市场上都占据着领先地位。
Global	1960s 成立的一家北美老牌合约市场家具公司，为办公环境，医疗机构，教育机构，政府提供全面的一站式解决方案。营销网络遍布北美，在加拿大，美国，英国均有分公司和工厂。
NITORI	NITORI 集团是由以家居/家具零售为主的 NITORI 控股公司，公司总部及总公司分别设在东京。
Office Depot	OD 是一家全球性的办公用品与服务供应商，在北美地区开设近 1200 多家零售店，并在世界其他国家和地区拥有 350 多家零售店；同时，Office Depot 是世界最大的电子商务企业之一，网上年销售额达 47 亿美元，全球排名第三。
STAPLES	美国史泰博公司是全球最大的办公用品零售和分销商之一，创建于 1986 年，目前，史泰博在全球拥有 2,100 余家办公用品超市和仓储分销中心，全球员工总数 79,000 名，业务涉及 22 个国家和地区。
TopStar	总部位于德国，拥有全球自动化程度较高的办公椅制造工厂，产品主要销往欧洲地区
True Seating	总部位于美国，是一家全球领先的家用座椅、办公椅、休闲椅设计和生产制造商，产品主要销往欧美地区

资料来源：公司公告，招商证券

总体规模较大，市场集中度较低也是我国沙发行业当前的竞争格局。伴随着我国经济十几年来的高速发展，我国家具行业已经形成了一定的产业格局，具有了较大的规模，但

单个企业的规模普遍偏小，使得整个家具行业的市场集中度处于较低水平。

表 3：除公司外国内外主要的沙发生产企业

公司名称	公司简介及主营产品
顾家家居股份有限公司	位于杭州，从事客厅及卧室家具产品的研究、开发、生产与销售，主要提供客厅及卧室家居产品。
敏华控股有限公司	总部位于香港，主营沙发、床垫、板式家具、海绵、家具配件等产品的研发、制造、销售和服务。
深圳市左右家私有限公司	创办于深圳，主营布艺沙发和真皮沙发，也从事软床、客厅和餐厅家具的研发、生产和销售。
La-Z-Boy 乐至宝	美国功能沙发品牌 LAZBOY 始创于 1927 年，是功能沙发的开创者。

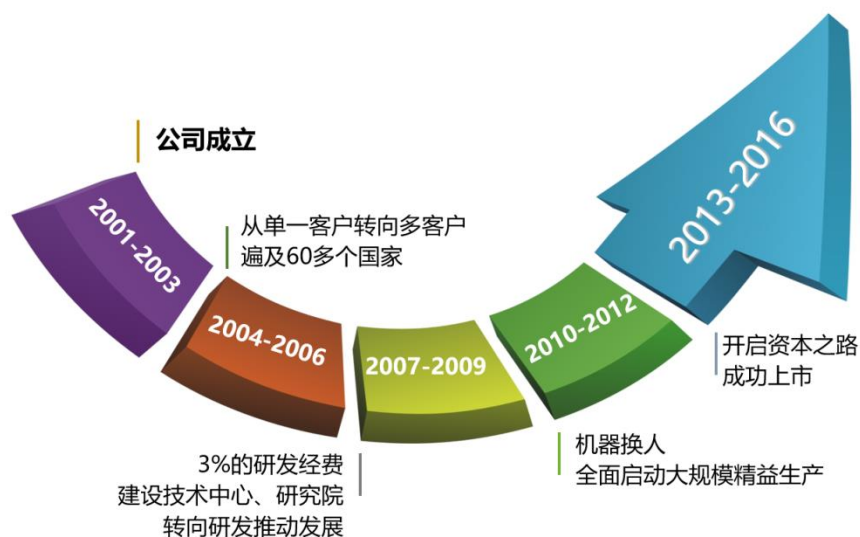
资料来源：公司公告，招商证券

无论是办公家具还是家用家具，小作坊式家庭工厂难以满足变化中的市场需求，市场份额有望向大企业进一步集中。但是小作坊式的家庭工厂生产的家具同质化现象较为严重，且主要面向的是低端市场。随着消费者对品牌和质量要求的不断提升，大型机械化、自动化生产的家具工厂能够更好地控制产品质量，发挥规模经济效应。因此市场份额有望向大企业进一步集中。

二 品质提升打开国际中高端座椅市场

公司成立于 2001 年，坐落于“中国椅业之乡”、全国最大的办公椅产业集群所在地浙江省安吉县。公司成立以来，主要从事办公椅和按摩椅椅身的研发、设计、生产和销售，并经营部分功能座椅配件及沙发业务。公司自成立以来历经四次转型升级，产品深受世界各地消费者的青睐，市场遍及 60 多个国家和地区，并与全球多家专业知名采购商、零售商和品牌商建立长期战略合作关系。公司以研发推动发展，建设了技术中心、研究院等，并积极推动“机器换人”，全面启动大规模精益生产，获得国家高新技术企业认定。2016 年二十国集团杭州峰会召开期间，公司为参与金砖国家领导人非正式会晤的国家领导人们专门设计、生产了会议座椅，体现了中国制造的高标准和高质量。

图 9：公司发展历程



资料来源：公司资料，招商证券

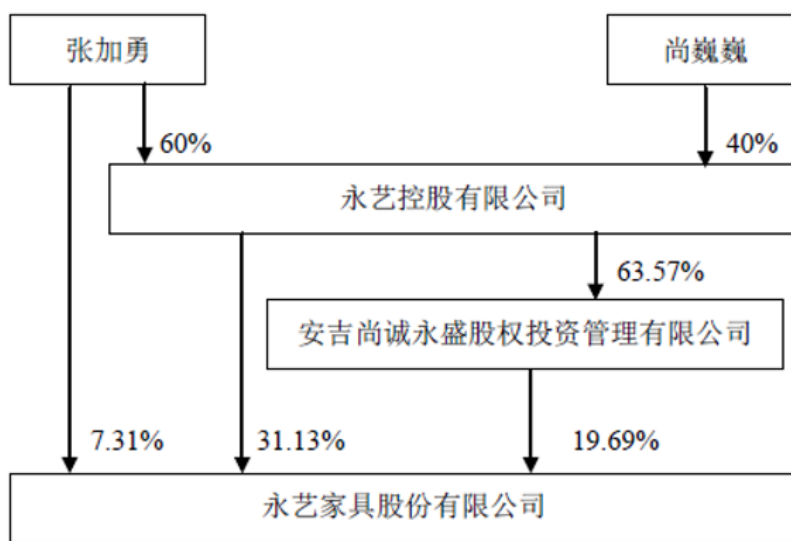
图 10：公司为 G20 杭州峰会金砖国家领导人非正式会晤设计的座椅



资料来源：公司官网，招商证券

自公司的前身安吉永艺家具有限公司设立以来，公司历经多次股权转让和增资。2011年8月，浙江永艺家具有限公司整体变更设立股份有限公司，并于2015年1月在上海证券交易所首次公开发行2,500万股公司股票。公司控股股东为永艺控股有限公司，所持公司股份占公司总股本的31.13%。张加勇、尚巍巍夫妇是公司的实际控制人，张加勇直接持有公司7.31%的股权，并持有公司控股股东永艺控股60%的股权；尚巍巍持有公司控股股东永艺控股40%的股权。

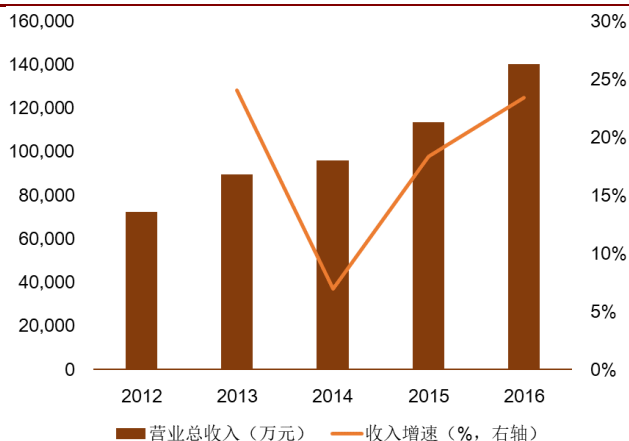
图 11：张加勇、尚巍巍夫妇是公司实际控制人



资料来源：公司公告，招商证券

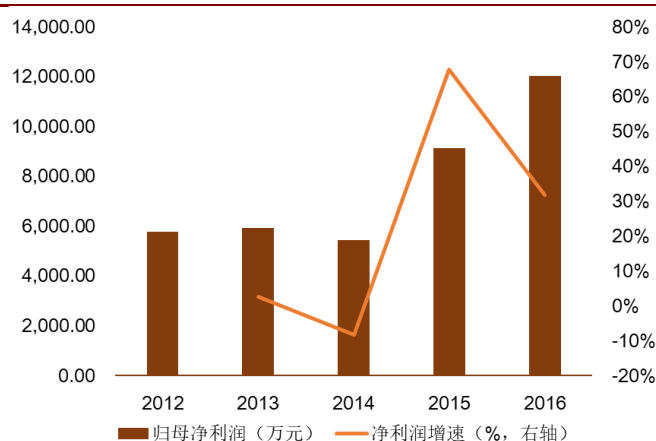
公司以“提升消费者的健康生活”为使命，在“永而致新，艺臻完美”的经营理念的引导下，不断巩固和提高企业的行业领先地位，在业内树立起“品牌永艺”的卓越形象。近年来，公司营业收入、净利润实现了平稳较快的增长。2016年公司营业总收入达14.02亿元，净利润达1.20亿元。公司深耕于椅业，主营业务集中，办公椅、按摩椅椅身、沙发和功能座椅配件是公司的主要产品，对公司收入和毛利润的贡献度分别高达99.43%和99.40%。

图 12：2012-2016 年收入及其增速



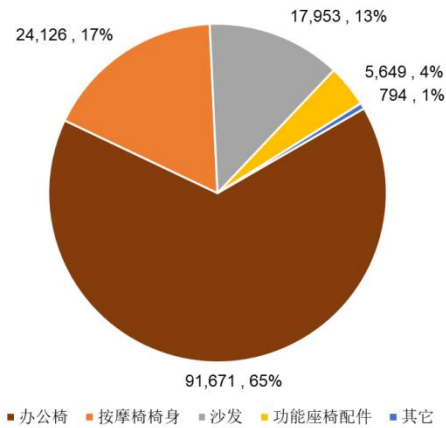
资料来源：WIND，招商证券

图 13：2012-2016 年净利润及其增速



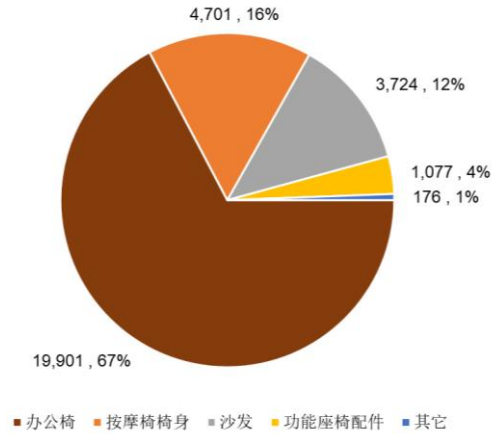
资料来源：WIND，招商证券

图 14：2016 年公司收入构成



资料来源：WIND，招商证券

图 15：2016 年毛利构成



资料来源：WIND，招商证券

2.1 研发&精益生产能力：公司收入增长源动力

坐具是否舒适、时尚、耐用与产品是否能够打开销路有着较强的关联性。在 ODM 模式的行业竞争中，新产品开发能力将带来更多的客户订单。公司现有研发人员 195 名，其中 5 人拥有正高级职称，13 人拥有副高级职称，60 人拥有中级职称，设立了省级“永艺健康坐具研究院”。依托研究院和院士工作站、博士后工作站，公司成功研制了专供 G20 峰会的座椅等新产品，带来较好的市场反响。

此外，公司先后与浙江大学、湖南大学等高等院校合作成立创新中心，并长期与美国、德国、日本、韩国等发达国家的顶级专家和设计团队紧密合作，研究人机工程学，研发健康坐具的关键技术，不断将健康科技融入坐椅行业。截至 2017 年一季度末，公司共申请专利 475 项，取得发明专利 24 项、实用新型专利 115 项、外观设计专利 100 项，并取得了 8 套开发设计软件的著作权。公司专利申请数量和发明专利取得数量均为行业第一，进一步确立了公司的市场地位。

图 16：公司取得了较多高含金量的证书





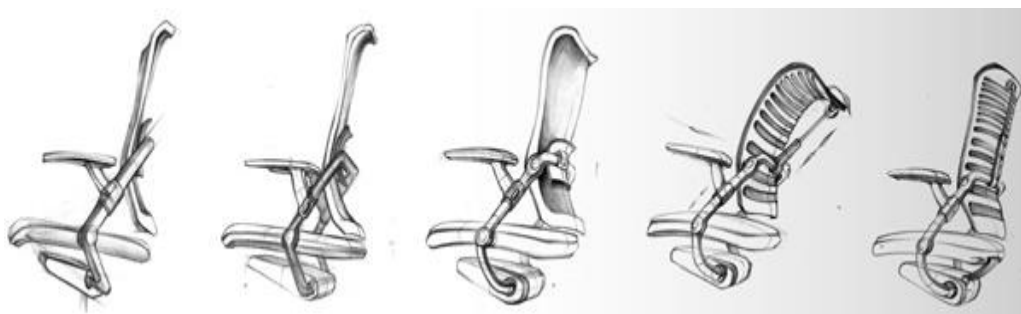
资料来源：公司公告，招商证券

图 17：永艺联合知名大学致力于办公椅、按摩椅椅身、功能座椅配件及沙发的研发



资料来源：公司资料，招商证券

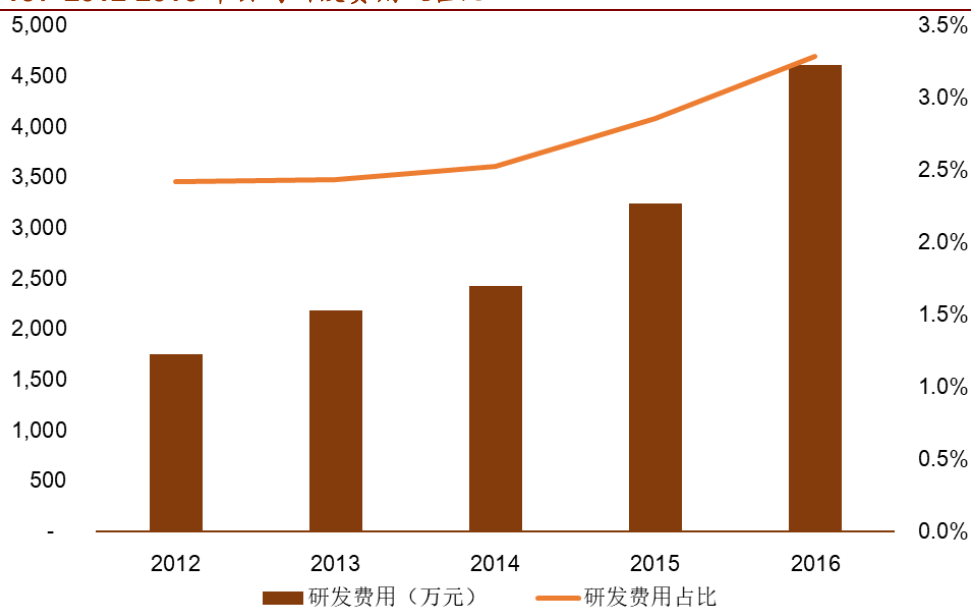
图 18：美国合作开发伙伴，SP 公司植根于北美市场，强调产品的舒适性。



资料来源：公司资料，招商证券

作为深耕于座椅生产的企业，公司研发费用和研发费用占销售收入的比例逐年增加，2014、2015、2016 年研发费用分别为 2,431 万元、3,246 万元和 4,615 万元，占营业总收入的比例分别达到 2.5%、2.9%和 3.3%，在行业内研发收入处于较高水平，维持和提高了公司的研发能力。

图 19: 2012-2016 年公司研发费用及占比



资料来源：公司资料，招商证券

表 4: 2014-2016 年可比上市公司研发费用占营业总收入的比例

	2014 年	2015 年	2016 年
永艺股份	2.5%	2.9%	3.3%
曲美家居	-	0.4%	2.5%
美克家居	1.6%	2.6%	2.5%
宜华生活	2.8%	3.0%	2.5%
索菲亚	2.7%	1.3%	2.0%

资料来源：WIND，招商证券

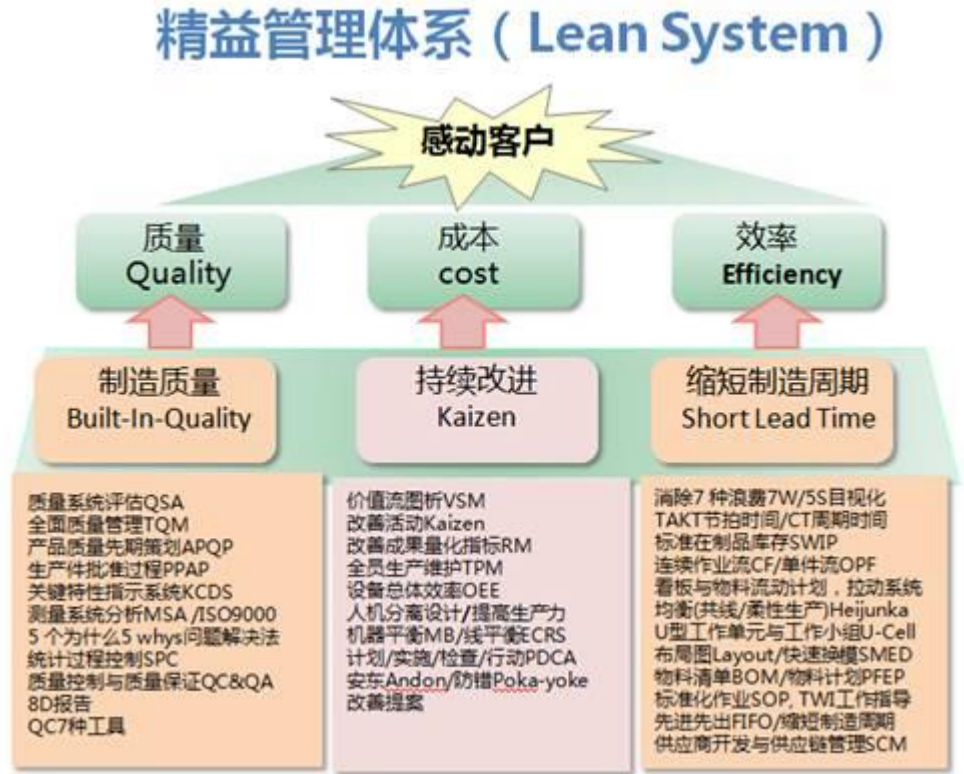
公司始终坚持产品品质是企业发展的基石，公司产品执行美国 ANSI/BIFMA5.1、欧洲 EN1335、EN12520、EN1728、EN1022 检测标准，符合 QB/T 2280-2007 国家办公椅行业标准，并通过 BV、TUV、SGS、UL 等第三方全球权威机构的标准测试，同时获得美国 GREENGUARD 绿色产品认证。公司拥有目前坐具行业规模最大、检测设备最齐全的企业检测中心，并获得国家 CNAS 认证的检测和校准实验室认可，同时是国际权威测试机构德国莱茵 TUV 集团制造商现场测试实验室。从原材料、半成品到成品，严格把控各个环节的质量，有效做到预防在先。

公司的“精益生产能力”是收入增长的另一源动力。公司通过精益生产管理优化生产流程，在各个运营环节全面建立了精益生产理念和制度，生产系统能够快速响应客户需求的变化。公司引进了行业内领先的先进制造系统，包括全自动后上料电子开料锯、PGM CAD 裁床、机器人全自动抛光机等，实现了短生产周期、高生产效率、低成本和高周

转率，进而增强了公司的盈利能力。

同时为进一步提升公司生产运营水平，公司启动了为期两年的“ACE 精益制造项目”，将精益制造持续深化、细化。梳理各事业中心工作流程，输出工作重点，精简冗余流程，完善新产品导入流程，将各生产模块关键流程关联，从宏观层面整合资源。拓展信息化管理系统，实现档案管理信息系统化、行政人力资源信息系统化。

图 20：公司启动了为期两年的“ACE 精益制造项目”提升公司竞争力



资料来源：公司资料，招商证券

表 5：2014-2016 年可比上市公司净资产收益率

	2014 年	2015 年	2016 年
永艺股份	22.5%	18.3%	20.6%
曲美家居	17.0%	11.7%	14.2%
美克家居	8.4%	10.2%	10.6%
宜华生活	8.9%	9.3%	9.9%
索菲亚	18.2%	21.9%	22.6%
平均	15.0%	14.3%	15.6%

资料来源：WIND，招商证券

2.2 深耕大客户助力公司快速增长

近年来，公司凭借研发设计和产品性能与品质，致力于大客户开发，与多家客户建立了长期战略合作关系，市场遍及 60 多个国家和地区，并与全球多家专业知名采购商、零售商、品牌商建立长期战略合作关系，包括：俄罗斯最大的采购商之一 Bureaucrat，

美国最大的采购商之一 officestar、Klaussner，加拿大最大的采购商之一 Performance，全球规模最大的出口商之一香港利丰集团，日本最大的家居零售商 NITORI，世界五百强 Staples（史泰博）、Office Depot Max，以及全球著名品牌 HON（美国）、ITOKI（日本）等。这些丰富的客户资源为公司的持续发展奠定了重要基础，是公司核心竞争力的重要组成部分。

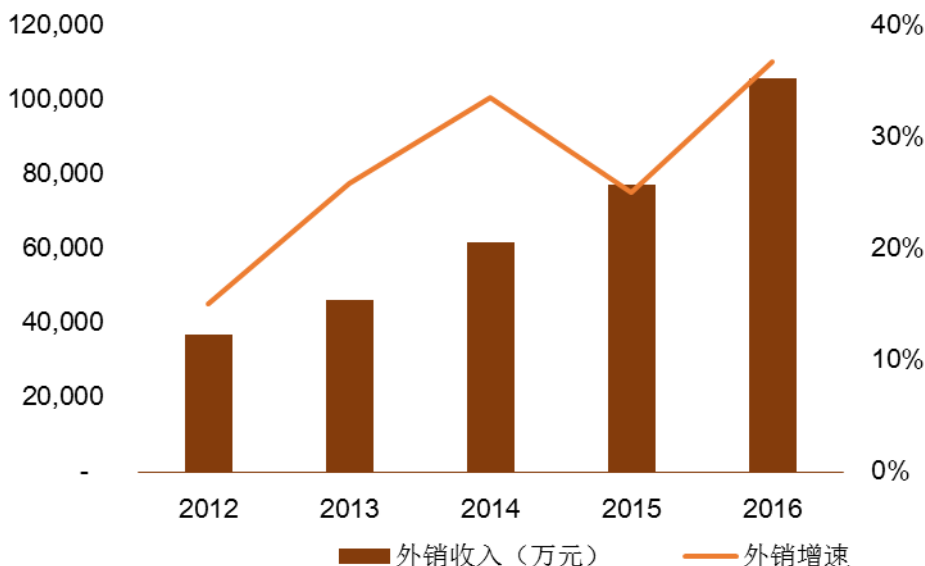
图 21：与公司建立战略合作关系的主要企业



资料来源：公司公告，招商证券

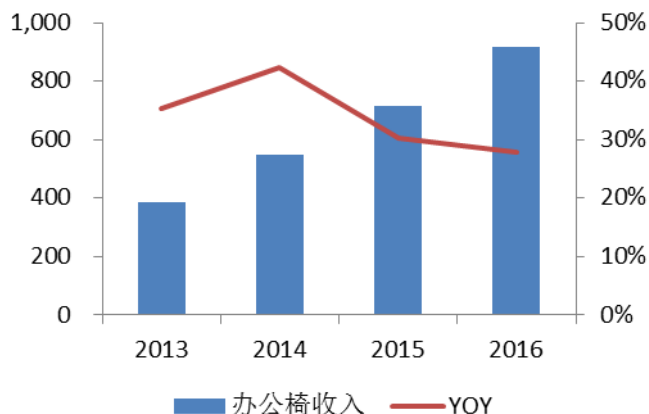
外销是公司收入的主要来源。2014、2015、2016 年公司外销收入分别为 6.19 亿元、7.74 亿元和 10.59 亿元，增长分别为 34%、25%和 37%。

图 22：2012-2016 年公司外销收入快速增长



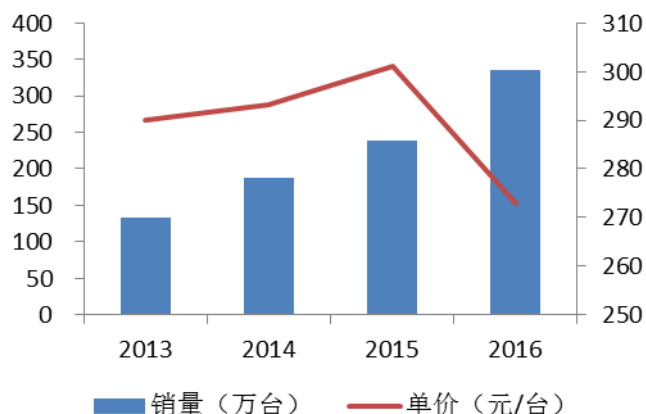
资料来源：WIND，招商证券

图 23：公司办公椅收入及其增速



资料来源：公司公告，招商证券

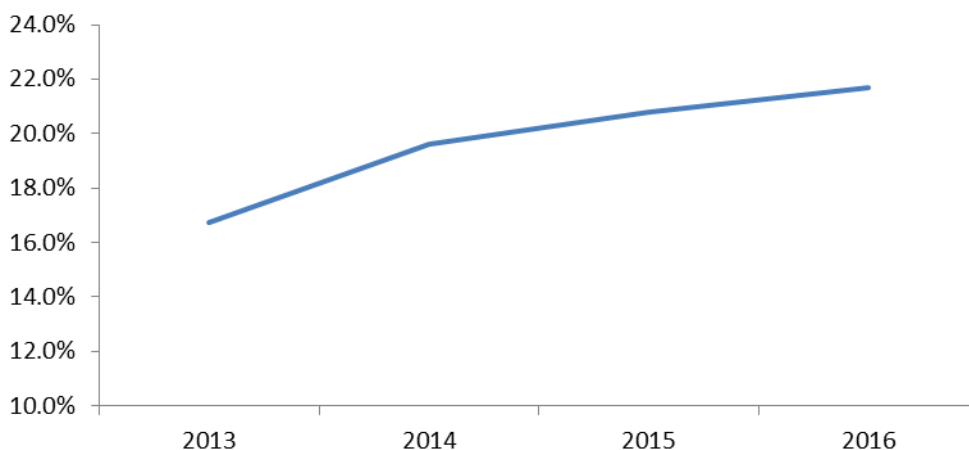
图 24：公司办公椅销量及价格



资料来源：公司公告，招商证券

这些全球知名的采购商、零售商、品牌商一般对供应商的品质要求比较高，通常要经过很长时间的考察期，然后小批量供货，但成为合格供应商以后，给的订单量也会比较大，同时这些客户的产品中高端比例较高，有利于公司提高单价及盈利能力。

图 25：公司毛利率稳步提升



资料来源：公司公告，招商证券

2.3 开拓内销：电商&渠道双轮驱动

近年来，国内市场的办公椅需求均呈现了快速增长的趋势，国内外的生产企业均十分重视中国市场的开拓。受益于我国城镇化的不断推进，经济结构调整的逐步深入，居民消费水平逐渐升级，未来国内的办公椅市场和沙发市场将孕育更大的市场潜力。但是中国市场对风格、功能、价位、质量等需求与国际市场存在较大差异。在竞争格局上，国内市场尚处于发展初期阶段，销售渠道较为分散，也没有形成能够覆盖偶的大型销售商。公司以电商和线下渠道双轮驱动，开拓国内办公椅市场。

公司在天猫商城开设旗舰店，在京东商城设立自营专区，在淘宝、亚马逊等主要电商平台上也均有布局。考虑到办公家具销售的特点，公司也与专业家具分销网站安吉购等合作拓展业务。

图 26：公司在天猫开设旗舰店



资料来源：WIND，招商证券

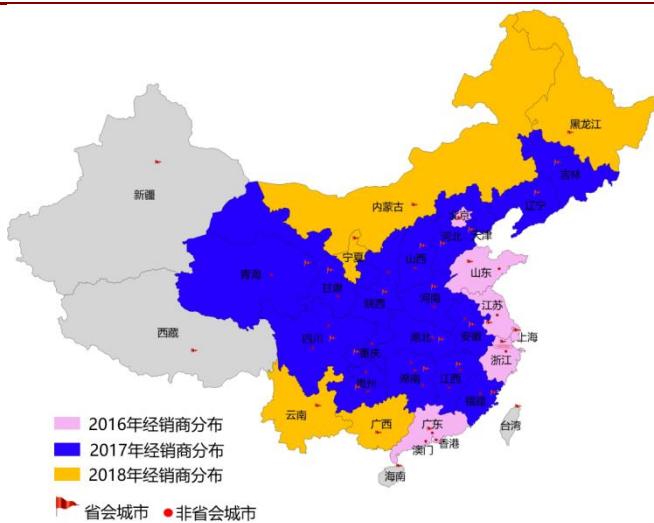
图 27：公司在京东商城设立自营专区



资料来源：WIND，招商证券

公司还计划完善线下销售渠道开拓内销市场，主要包括三种策略。其一，公司计划建立“立足一线、影响二线、覆盖三四线”的经销商渠道网络。其二，国内办公家具系统集成商美时、震旦、海太、新冠美等有着较好的市场基础，公司规划与一些系统集成商大客户进行合作，开拓大宗市场。其三，公司将进一步服务和开拓直营客户。

图 28：2012-2016 年收入及其增速



资料来源：WIND，招商证券

图 29：2012-2016 年净利润及其增速

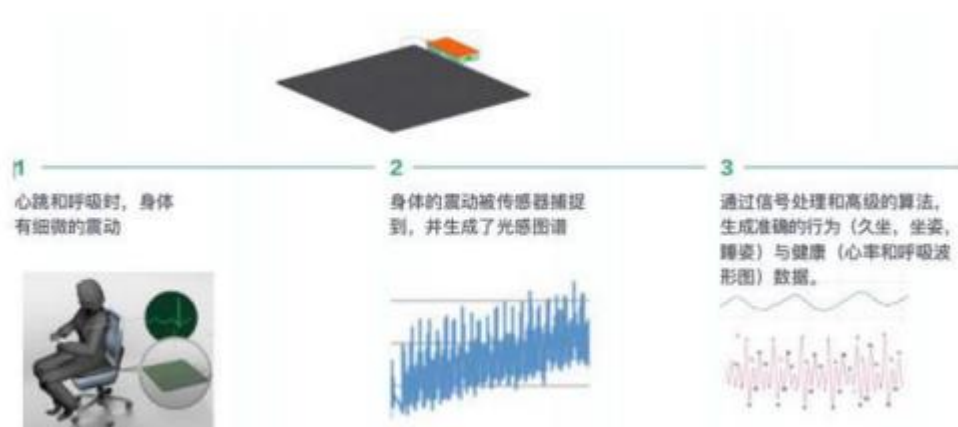


资料来源：WIND，招商证券

2.4 拥抱智能时代：研发智能硬件，布局新市场

近几年，随着人工智能、互联网技术的发展，其快速渗透到各行各业，智能硬件和智能家居已经成为了行业的风口。公司积极拥抱智能硬件和智能家居潮流，研制智能办公椅和智能沙发。2016 年中国（广州）国际家具博览会办公家具展上，公司推出了一款智能办公椅，采用智能传感技术对坐姿、坐时、心率、呼吸和精神心理压力等用户使用行为和生命体征进行实时监测和友好告知，实现了以用户中心的高精度用户健康管理，收获了较好的社会反响。公司于 2017 年起启动沙发智能化的研发，融入保健和健康管理功能，并与家庭装修融合，有望获得市场的认同。

图 30：永艺智能办公椅工作原理示意图



资料来源：公开资料，招商证券

随着电子竞技的流行和虚拟现实、增强现实技术的发展，公司积极拓展和服务新的细分市场。公司也与高等院校合作，进行 AR、VR 专用座椅的研发，公司布局智能硬件和新市场将丰富公司的产品条线，提高公司坐具产品的多样化程度，扩大产品的市场覆盖面，进而正向促进公司盈利能力的增长。

三 盈利预测与公司估值

近年大客户快速需求影响增长较快，产能将出现瓶颈，公司拟非公开发行股票募集资金总额不超过 60,000 万元，投入“年产 200 万套人机工程健康办公椅生产线项目”和“年产 40 万套人机工程休闲沙发生产线项目”，达产后，公司生产能力将明显扩大、产能将显著释放，产能瓶颈有望得到突破。公司将进一步提升制造能力、巩固竞争优势、提升利润空间、增强盈利能力。公司募投项目“信息化平台建设项目”和“营销及产品阐释中心建设项目”则有助于推动公司管理和销售模式升级，促进公司生产业务的发展，提升公司的品牌形象和认可度，进而进一步扩大公司销售规模。

表 6：募投项目主要是产能和渠道扩张等

项目	总投资（万元）	募投资金投资（万元）
年产 200 万套人机工程健康办公椅生产线项目	29,964.15	27,000.00
年产 40 万套人机工程休闲沙发生产线项目	27,409.73	23,000.00
信息化平台建设项目	6,245.18	5,000.00
营销及产品展示中心建设项目	5,945.96	5,000.00
合计	69,565.02	60,000.00

资料来源：公司公告，招商证券

表 7：公司未来三年盈利简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1136	1402	1859	2481	3352
营业成本	906	1106	1462	1949	2631
营业税金及附加	5	13	17	23	31
营业费用	44	47	62	83	112
管理费用	91	115	152	203	275
财务费用	(15)	(15)	(14)	(14)	(14)
资产减值损失	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	6	0	0	0	0
投资收益	0	(7)	0	0	0
营业利润	106	125	175	232	313
营业外收入	6	18	10	10	10
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	110	143	184	241	322
所得税	18	23	28	36	49
净利润	91	120	156	205	274
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	91	120	156	205	274
EPS（元）	0.36	0.48	0.63	0.82	1.09

资料来源：招商证券

公司凭借研发设计和产品性能与品质，致力于大客户开发，挖掘高价值的中高端座椅市场，有望进入加速增长期！预计 17-19 年 EPS 分别为 0.63、0.82、1.09 元元，首次给予“强烈推荐-A”评级。

表 8: 行业可比公司平均估值在 2017 年 31X

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	2017/06/10	15	16	17E	15	16	17E	(MRQ)	(TTM)
索菲亚	40.37	1.04	1.48	1.06	38.82	27.28	38.08	8.02	17.36%
大亚圣象	23.44	0.60	1.02	1.22	39.07	22.98	19.21	4.05	18.76%
好莱客	34.25	0.58	0.86	1.14	59.05	39.83	30.04	9.28	22.22%
德尔未来	13.17	0.21	0.29	0.39	62.71	45.41	33.77	7.24	13.04%
宜华生活	10.10	0.42	0.48	0.74	24.05	21.04	13.65	2.23	9.76%
曲美家居	16.03	0.26	0.38	0.53	61.65	42.18	30.25	5.74	13.80%
欧派家居	117.09	1.31	2.54	3.03	89.38	46.10	38.64	8.06	19.49%
尚品宅配	131.60	1.72	3.15	3.19	76.51	41.78	41.20	7.68	12.44%
平均	48.26	0.77	1.28	1.41	56.41	35.82	30.60	6.54	15.86%

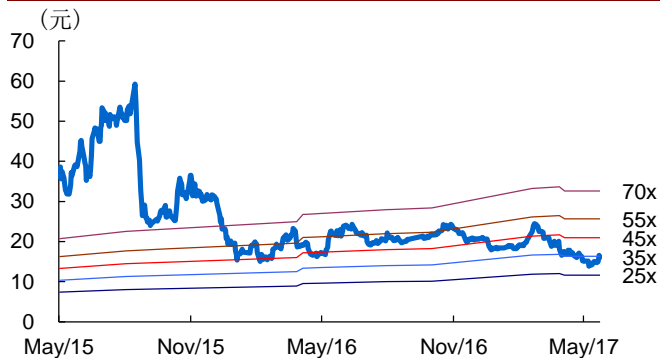
资料来源: WIND, 招商证券

四 风险提示

公司生产的原材料主要有钢铁件、塑料、面料和海绵等,在产品生产成本中占较大比例。如果原材料价格出现大幅波动,公司生产成本将提高。

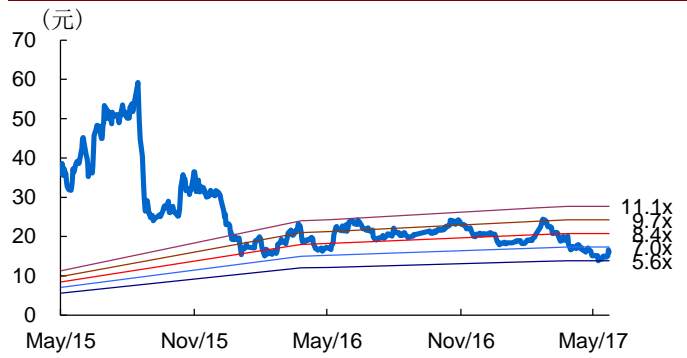
公司的客户集中度较高。近年来,公司向前十大客户销售总额占当期营业收入的比例均在 80%以上,其中又以大东傲胜和宜家家居为公司的主要下游客户。如果公司与主要大客户的合作出现波折,将对公司产品销售和生产经营产生不利的影响。

图 31: 永艺股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 32: 永艺股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	552	587	830	1082	1434
现金	143	117	208	252	314
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	6	8	10	14
应收款项	131	188	250	333	450
其它应收款	8	3	4	6	8
存货	104	134	177	235	318
其他	162	138	184	245	331
非流动资产	247	354	374	393	410
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	182	264	297	323	346
无形资产	13	53	48	43	39
其他	52	36	29	28	26
资产总计	800	940	1204	1475	1845
流动负债	246	311	443	556	714
短期借款	0	0	50	50	50
应付账款	188	245	323	431	582
预收账款	10	12	15	20	27
其他	48	55	55	55	55
长期负债	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	1	1	1	1
负债合计	247	312	444	557	715
股本	100	100	250	250	250
资本公积金	203	203	53	53	53
留存收益	250	320	451	609	821
少数股东权益	0	6	6	6	6
归属于母公司所有者权益	552	623	754	912	1124
负债及权益合计	800	940	1204	1475	1845

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	113	100	101	127	159
净利润	91	120	156	205	274
折旧摊销	17	22	29	31	32
财务费用	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)
投资收益	(0)	7	0	0	0
营运资金变动	12	(28)	(70)	(95)	(133)
其它	7	(7)	0	0	0
投资活动现金流	(204)	(84)	(50)	(50)	(50)
资本支出	(47)	(122)	(50)	(50)	(50)
其他投资	(157)	38	0	0	0
筹资活动现金流	156	(45)	39	(33)	(47)
借款变动	(45)	(10)	50	0	0
普通股增加	25	0	150	0	0
资本公积增加	199	0	(150)	0	0
股利分配	(38)	(50)	(25)	(47)	(61)
其他	15	15	14	14	14
现金净增加额	65	(29)	91	44	62

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1136	1402	1859	2481	3352
营业成本	906	1106	1462	1949	2631
营业税金及附加	5	13	17	23	31
营业费用	44	47	62	83	112
管理费用	91	115	152	203	275
财务费用	(15)	(15)	(14)	(14)	(14)
资产减值损失	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	6	0	0	0	0
投资收益	0	(7)	0	0	0
营业利润	106	125	175	232	313
营业外收入	6	18	10	10	10
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	110	143	184	241	322
所得税	18	23	28	36	49
净利润	91	120	156	205	274
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	91	120	156	205	274
EPS (元)	0.36	0.48	0.63	0.82	1.09

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	18%	23%	33%	33%	35%
营业利润	70%	19%	40%	32%	35%
净利润	68%	32%	30%	31%	34%
获利能力					
毛利率	20.2%	21.1%	21.3%	21.4%	21.5%
净利率	8.0%	8.6%	8.4%	8.3%	8.2%
ROE	16.5%	19.3%	20.7%	22.5%	24.3%
ROIC	13.7%	14.9%	16.9%	19.2%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	30.9%	33.2%	36.9%	37.8%	38.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	4.2%	3.4%	2.7%
流动比率	2.2	1.9	1.9	1.9	2.0
速动比率	1.8	1.5	1.5	1.5	1.6
营运能力					
资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8
存货周转率	8.8	9.3	9.4	9.5	9.5
应收帐款周转率	9.9	8.8	8.5	8.5	8.6
应付帐款周转率	5.4	5.1	5.2	5.2	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.48	0.63	0.82	1.09
每股经营现金	1.13	1.00	0.41	0.51	0.63
每股净资产	2.21	2.49	3.02	3.65	4.50
每股股利	0.50	0.25	0.19	0.25	0.33
估值比率					
PE	43.9	33.3	25.6	19.5	14.6
PB	7.2	6.4	5.3	4.4	3.6
EV/EBITDA	47.0	38.7	26.2	20.0	15.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。