

永艺股份 (603600.SH)

技术优势成就办公椅外销龙头，加强布局国内市场再创佳绩

● 办公椅外销龙头，技术优势打造公司发展源动力

永艺股份的主营产品包括办公椅、按摩椅椅身、沙发和功能座椅配件。专利技术在职办公椅主流市场有较强的门槛效应。公司是业内首批国家高新技术企业之一，更是高新技术企业和办公椅产品国家行业标准的起草单位之一，长期与美国、德国、意大利、日本、韩国等发达国家的顶级专家和设计团队紧密合作研发人机工程健康办公椅的关键技术，不断将健康科技融入座椅行业。公司还先后与浙江大学、湖南大学等高等院校合作成立创新中心，是“浙江大学研究生专业学位教育实践基地”。截至2017年2月末拥有发明专利22项，实用新型专利116项，外观设计106项，座椅开发设计软件著作权8项。公司在研发领域的投入和技术专利方面的优势是业绩成长的重要驱动力，使公司更好地受益于消费需求变化带来的机会。

● 按摩椅身业务充当业绩压舱石，沙发业务踏上发展快车道

永艺股份为知名按摩椅制造商大东傲胜供应按摩椅椅身，双方合作关系稳定。公司在生产和销售两端加紧布局沙发业务，定增募资投向沙发产能扩充项目，并对办公椅客户加强沙发业务的拓展。

● 线上线下发力内销，铸造自有办公椅品牌

国内座椅市场潜力巨大，公司以电商为起点布局内销渠道，加强自有品牌培育，渠道、品牌齐发力，内销业务成长性强。

● 盈利预测与投资建议

公司研发设计和生产制造能力突出，产能扩充和行业资源整合有望进一步强化公司制造、品牌、渠道优势。预计公司2017-19年净利润分别为1.55/2.05/2.75亿元，按6月28日收盘价计算对应27/20/15倍PE，上调至“买入”评级。

● 风险提示

境外市场贸易政策变化；内销市场拓展前景具有不确定性。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,135.75	1,401.92	1,802.05	2,436.58	3,337.43
增长率(%)	18.33%	23.44%	28.54%	35.21%	36.97%
EBITDA(百万元)	106.26	142.81	197.76	270.78	357.18
净利润(百万元)	91.20	120.22	155.08	205.34	275.30
增长率(%)	67.81%	31.83%	29.00%	32.41%	34.07%
EPS(元/股)	0.912	1.202	0.620	0.821	1.101
市盈率(P/E)	82.84	43.37	26.52	20.03	14.94
市净率(P/B)	13.68	8.37	5.29	4.18	3.27
EV/EBITDA	69.75	35.69	19.72	13.85	9.81

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

16.45元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-06-29

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	250/105
流通A股市值(百万元)	4,020
每股净资产(元)	6.23
资产负债率(%)	33.15
一年内最高/最低(元)	61.88/13.87

相对市场表现



分析师：赵中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

永艺股份(603600.SH)：海 2016-07-19

外办公椅龙头布局内销，以健

康融入生活

联系人：任尚伟 020-87574791

rensw@gf.com.cn

目录索引

一、本文逻辑与投资要点	4
(一) 办公椅外销龙头，技术优势打造公司发展源动力	4
(二) 按摩椅身业务充当业绩压舱石，沙发业务踏上发展快车道	4
(三) 线上线下发力内销，铸造自有办公椅品牌	4
(四) 盈利预测与投资建议	4
二、办公椅外销龙头，技术优势打造公司发展源动力	6
(一) 办公椅主打外销，大客户战略拉动业绩增长	6
(二) 境外市场空间广阔，产能转移趋势利好国内龙头企业	11
(三) 研发投入锻造竞争优势，专利技术进步驱动企业发展	14
三、按摩椅身业务充当业绩压舱石，沙发业务踏上发展快车道	18
(一) 依托大东傲胜，按摩椅椅身业务稳定发展	18
(二) 沙发业务加速扩张，新品类拓展进行时	20
四、线上线下发力内销，铸造自有座椅品牌	22
(一) 国内座椅市场潜力巨大，亟待深挖	22
(二) 加码电商布局，谋划线下分销渠道	24
(三) 以 OBM 为方向，打造自有座椅品牌	26
五、盈利预测与投资建议	27
六、风险提示	27

图表索引

图 1: 办公椅贡献主要营收	7
图 2: 外销收入占比持续提升	7
图 3: 公司毛利率低于同行业公司	8
图 4: 公司销售费用率显著低于可比公司	8
图 5: 美国 TOP100 家具连锁零售商市场份额逐步提升	9
图 6: 营业收入稳定增长	10
图 7: 办公椅业务快速扩张	10
图 8: 宜家家居营收增长情况良好	11
图 9: 宜家家居采购地区分布 (2015 年报)	11
图 13: 中国办公椅出口情况	13
图 13: 人民币贬值利好公司出口	14
图 14: 永艺股份历年研发投入占营收比	15
图 15: 永艺股份历年研发投入及增速	15
图 16: 永艺股份专利总量变化	15
图 17: 永艺股份近年各类型专利数量变化	15
图 18: 公司新开发产品情况	16
图 19: 公司与大东傲胜的合作模式	18
图 20: 大东傲胜在按摩器具出口市场占据重要份额	19
图 21: 中国软体沙发出口情况	20
图 22: 中国沙发出口份额在全球遥遥领先	20
图 23: 美国是中国沙发制造企业最具活力的出口市场	21
图 24: 我国城镇居民人均收入持续提升	22
图 25: 我国办公楼市场持续繁荣	23
图 26: 我国星级酒店客房数维持高位 (单位: 万间/套)	23
图 27: 我国城镇化率持续提升	24
图 28: 公司电商业务开展情况	25
表 1: 公司主要产品情况	6
表 2: 公司办公椅业务主要客户	8
表 3: 宜家家居办公椅销售放量是公司 2012-2013 年收入增量的主要来源 (单位: 亿元)	10
表 4: 全球经济增长率预测	11
表 5: 美国办公椅市场规模和进口规模测算	12
表 6: 公司在出口市场中的市场份额测算 (单位: 亿元)	13
表 7: 永艺股份核心技术构成	16
表 8: 办公椅产能扩建项目情况 (单位: 万套)	17

一、本文逻辑与投资要点

（一）办公椅外销龙头，技术优势打造公司发展源动力

永艺股份的主营产品包括办公椅、按摩椅椅身、沙发和功能座椅配件。专利技术**在办公椅主流市场有较强的门槛效应**。公司是业内首批国家高新技术企业之一，更是高新技术企业和办公椅产品国家行业标准的起草单位之一，长期与美国、德国、意大利、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，研发人机工程健康办公椅的关键技术，不断将健康科技融入座椅行业。公司还先后与浙江大学、湖南大学等高等院校合作成立创新中心，是“浙江大学研究生专业学位教育实践基地”。截至2017年2月末，公司拥有发明专利22项，实用新型专利116项，外观设计106项，座椅开发设计软件著作权8项。**公司在研发领域的投入和技术专利方面的优势是业绩成长的重要驱动力，使公司更好地受益于消费需求变化带来的机会。**公司市场定位中高端，专注服务大客户，与全球多家知名办公家具零售商、渠道商、制造商、系统集成商建立长期战略合作关系，借助这些客户品牌和国际化销售渠道实现外销业务的扩张。伴随全球经济复苏，办公椅刚性需求逐渐释放，境外市场空间巨大；国际座椅产能转移至中国，主要消费市场对中国办公椅形成进口依赖，国内座椅制造行业整合加速资源向龙头企业集中，行业供需两端均现利好。公司借助资本市场强化研发设计和生产能力，兼具由采购端议价能力和规模效应形成的成本优势，将成为全球办公椅需求增长获益者。

（二）按摩椅身业务充当业绩压舱石，沙发业务踏上发展快车道

公司依托知名按摩椅制造商大东傲胜获得了良好的发展，专业为其供应按摩椅椅身，双方的业务相互依赖程度高，合作关系稳定。在两大业务之外，公司其他业务加速发展。2015年开始重点发展沙发业务，2016年取得收入翻番的亮眼成绩。全球沙发市场对中国的进口需求稳步增长，功能沙发市场渗透率逐步提升，为公司沙发业务提供广阔的发展空间。公司把握市场机遇，在生产和销售两端加紧布局，定增募资投向沙发产能扩充项目，并对办公椅客户加强沙发业务的拓展。沙发业务之外，公司积极拓展毛利率较高的新产品品类，对不同客户群体需求的深入挖掘，与公司原有产品形成互补。

（三）线上线下发力内销，铸造自有办公椅品牌

国内座椅市场潜力巨大，企事业、政府、商务酒店和居民家庭几大需求群体推动国内办公椅市场规模增长；住房市场繁荣和人口老龄化催生我国沙发市场的增量需求。为分享国内座椅市场发展红利，公司以电商为起点，通过开展客户直销，谋划建立“立足一线、影响二线、辐射三四线”的经销商渠道网络和战略合作系统集成商，布局内销渠道，同时加强自有品牌培育。渠道、品牌齐发力，内销业务成长性强。

（四）盈利预测与投资建议

公司研发设计和生产制造能力突出、客户质优，在ODM的出口模式中竞争优势明显。作为A股唯一的座椅制造企业，具有先发优势，利用资本平台进行产能扩充和行业资源整合将进一步强化公司制造、品牌、渠道优势，为业绩成长奠定基础。预

计公司2017-19年净利润分别为1.55/2.05/2.75亿元，按6月28日收盘价计算对应27/20/15倍PE，上调至“买入”评级。

(五) 风险提示

境外市场贸易政策变化；内销市场拓展前景具有不确定性。

二、办公椅外销龙头，技术优势打造公司发展源动力

永艺股份的主营产品包括办公椅、按摩椅椅身、沙发和功能座椅配件。专利技术办公椅主流市场有较强的门槛效应。公司在研发领域的投入和技术专利方面的优势是业绩成长的重要驱动力，使公司更好地受益于消费需求变化带来的机会。公司外销业务以ODM和OEM模式为主，凭借出色的费用管控保持不俗的盈利能力。公司市场定位中高端，专注服务大客户，与全球多家知名办公家具零售商、渠道商、制造商、系统集成商建立长期战略合作关系，借助这些客户品牌和国际化销售渠道实现外销业务的扩张。伴随全球经济复苏，办公椅刚性需求逐渐释放，境外市场空间巨大；国际座椅产能转移至中国，主要消费市场对中国办公椅形成进口依赖，国内座椅制造行业整合加速资源向龙头企业集中，行业供需两端均现利好。公司借助资本市场强化研发设计和生产能力，兼具由采购端议价能力和规模效应形成的成本优势，将成为全球办公椅需求增长获益者。

（一）办公椅主打外销，大客户战略拉动业绩增长

永艺股份主要从事健康座椅的研发、生产和销售，主营产品包括办公椅、按摩椅椅身、沙发和功能座椅配件，同时经营部分培训椅、休闲椅和儿童椅。其中，办公椅、沙发和功能座椅配件主要外销，内销产品主要为按摩椅椅身。办公椅已形成“CalifornianSunshine”、“Picasso”、“Wiki”、“Ticen”、“Matisse”和“Miro”等多系列产品，按摩椅椅身形成UE11M、UE11L、UE11D和UE13多个系列产品，沙发主要为功能沙发和商务沙发，功能座椅配件主要为功能沙发机构件和底座。

表1：公司主要产品情况

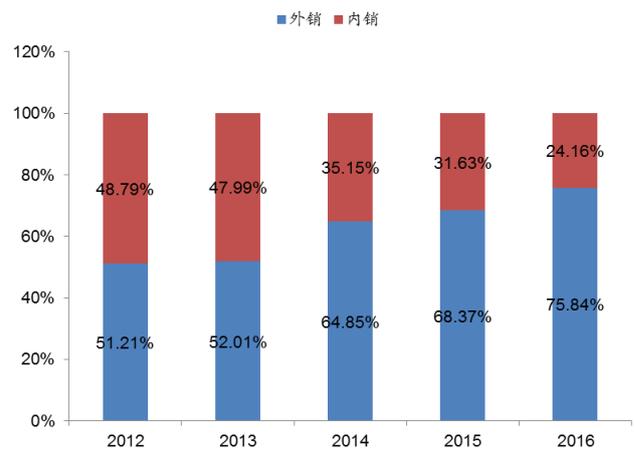
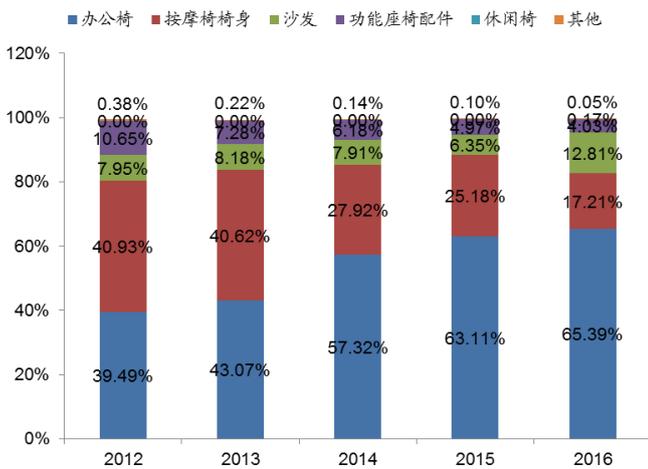
品类	代表产品	
办公椅		
按摩椅椅身		
沙发		
功能座椅配件		

资料来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

办公椅业务是外销营收增长的主要驱动力。各主营产品中，办公椅对公司营业收入和利润的贡献比重最大，2013年收入占比首次超过按摩椅椅身，之后持续上升，2016年达到65.39%。按摩椅椅身在公司业务中的比重逐年下滑，收入占比从2011年的40.93%下降至2016年的17.21%。2015年沙发业务开始成为公司的重点业务，2016年增长提速，收入占比首次突破10%达到12.81%。办公椅业务的快速发展带动了外销整体营收的持续增长，2012年超过内销收入，之后营收占比呈上升趋势，由51.21%提高至2016年的75.84%。

图1：办公椅贡献主要营收

图2：外销收入占比持续提升



资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司外销模式以贴牌生产为主。公司办公椅以自营出口为主，以专业展会为主要营销平台，主要采取ODM兼有部分OEM的方式向北美、欧洲和亚洲等市场销售，主要客户为境外大型办公家具零售商、渠道商、制造商及系统集成商。在ODM模式下，公司提供自主设计的样品或按照国外客户订货意向进行设计由其选择并批量生产，是公司对大部分客户的主要销售模式；在OEM模式下，公司直接按照国外客户的来样试制样品并批量生产，公司与宜家家居的合作即采用这种模式。

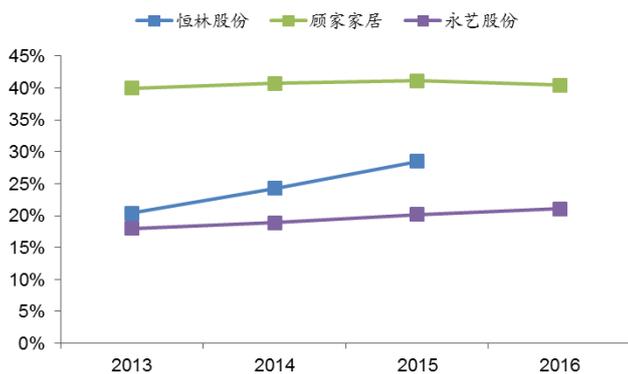
ODM和OEM模式利润空间有限，规模效应促进毛利率稳步提升。公司近三年的毛利率为18.89%，20.21%和21.1%，虽然低于家具行业其他上市公司，但保持稳健上升的趋势。OEM和ODM模式的出口商在产品销售时不冠以自有品牌，缺少品牌溢价；且由于公司下游以大客户为主，大客户掌控渠道，采购规模大，议价能力较强，造成业务利润空间有限。随着公司办公椅业务规模快速扩张，规模效应带来的单位成本节省和单位运营成本的下降使得毛利率呈现稳步提升之势。

公司在A股中缺乏合适的对标企业，我们选取A股沙发龙头企业顾家家居进行近似比较。此外我们选择非上市公司恒林股份（数据来自招股说明书申报稿）作为可比公司。恒林股份主营产品包括办公椅、沙发和按摩椅，与公司产品存在一定可比性，且主要业务均为ODM和OEM外销。比较结果显示，采用OEM和ODM模式的两家公司毛利率较为相近，公司毛利率低于恒林股份，原因主要是公司对宜家家居的销售收入占比高于恒林股份，而对宜家家居的销售采用OEM模式，相较于ODM模式，

毛利率更低，2013年由于对宜家办公椅供应的放量导致了当年毛利率由2012年的19.77%下滑为17.97%。

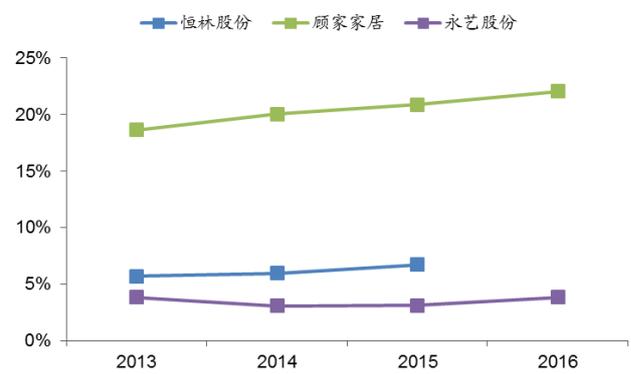
出色的费用控制能力让公司在有限的毛利空间下保持较强的盈利能力。虽然公司毛利率较低，但费用率也较低，原因主要是产品无需通过自身品牌向终端客户实现零售，节省了市场推广费用；此外，公司与宜家的合作中采用FCA（货交承运人）交货方式，减少了运费支出。公司销售费用率维持在4%以下，与经营模式相近的恒林股份相比，处于较低的水平，公司自身出色的费用管控能力在毛利率较低的情况下保证了公司的利润空间。

图3：公司毛利率低于同行业公司



资料来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图4：公司销售费用率显著低于可比公司



资料来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

公司专注服务大客户，客户集中度高。公司市场定位中高端，与全球众多办公家具零售商、渠道商、制造商、系统集成商建立了稳定的合作关系。2016年公司对前五大客户销售收入占比达到71.52%，公司主要客户对公司业绩影响较大。公司的客户集中度较高与家具销售渠道的集中化有关。公司的主要市场是北美、欧洲和日韩，这些市场座椅产品渠道建设已经成熟，品牌商、零售商、进口商、系统集成商掌握了主要的产品销售渠道，销售体系高度集中和规模化，以美国连锁零售商市场为例，美国TOP100家具连锁零售商的市场份额近几年不断提升，2014年达到79%。我国座椅企业进入这些市场，通常须获得这些国际大客户的认可，销售渠道的集中化导致了公司集中为少数几家客户供应办公椅。

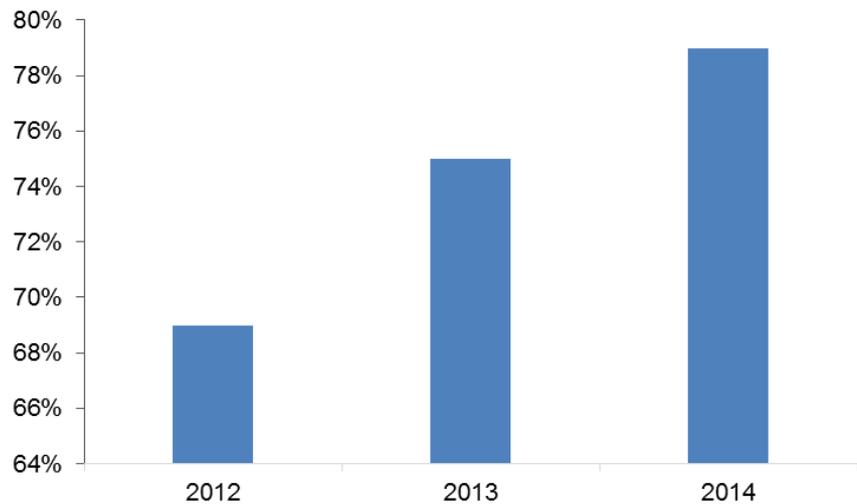
表2：公司办公椅业务主要客户

客户名称	基本情况和主营业务	主要终端市场
宜家家居	全球家具领导品牌，著名家具和家居用品零售商，公司采用全球化的采购和销售模式	北美、欧洲、亚太地区
Buro	俄罗斯大型办公用品批发商、零售商和制造商，主要从事办公家具、办公用品的生产、销售和贸易	俄罗斯
史泰博	全球最大的办公用品零售和分销商之一，世界五百强企业，总部位于美国	北美、欧洲、亚洲
欧迪办公	世界大型办公用品销售商，总部位于美国，市场涵盖北美、欧洲和亚洲地区等市场。	北美、欧洲、亚洲

OSP	美国大型办公家具进口商和批发商,主要产品包括办公椅、商务沙发等办公家具,市场涵盖美国、加拿大等地	美洲
Performance	北美办公家具进口商和批发商,主要产品包括办公椅及商务沙发,市场涵盖加拿大、美国、南美等地	美洲
NITORI	日本大型家居连锁超市,主要从事各类家居用品零售业务,也包括办公椅等办公家具零售;在日本具有较强的品牌影响力;产品包括各类家居用品、办公家具等	日本
伊藤喜	日本办公家具品牌,历史悠久,设计理念先进,其产品设计和品质在行业处于领先水平	日本
汉森家具	韩国大型家居家具类著名品牌,其品质和声望在韩国市场具有较大影响力	韩国
HNI	北美著名办公椅品牌商、制造商,提供家庭、办公环境相关家具和解决方案	北美

资料来源:招股说明书、广发证券发展研究中心

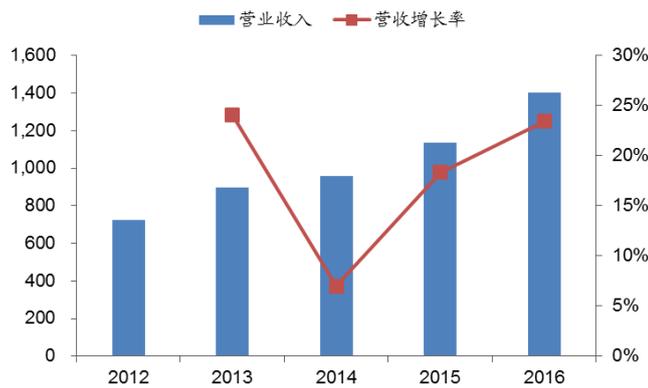
图5: 美国TOP100家具连锁零售商市场份额逐步提升



资料来源: Furniture Today、广发证券发展研究中心

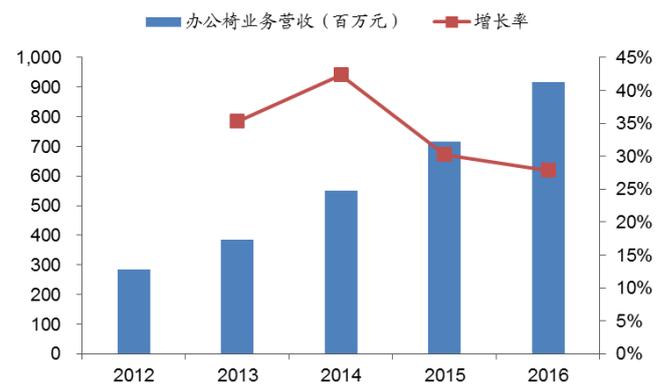
存量客户需求放量和新客户开发推动公司办公椅业务收入迅速增长。公司与全球多家专业知名采购商、零售商、品牌商建立长期战略合作关系,公司借助这些客户品牌和渠道优势实现对60多个国家和地区市场的覆盖,推动办公椅销量的提升;同时,凭借产品优势持续开发新客户,近年来公司成功开发韩国Hanssem、Staples、麦德龙、宜家家居及北美HNI。对宜家家居的成功开发推动了公司办公椅业务规模的迅速扩张,进而实现营收的快速增长。公司2012年下半年开始对宜家大批量供应办公椅,2013年迅速放量成为公司办公椅业务第一大客户,贡献绝大部分业务增量。

图6: 营业收入稳定增长



资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

图7: 办公椅业务快速扩张



资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

表3: 宜家家居办公椅销售放量是公司2012-2013年收入增量的主要来源(单位: 亿元)

项目	2012年	2013年
向宜家家居销售收入	0.35	1.69
办公椅销售总收入	2.86	3.86
营业收入	7.23	8.97
占办公椅销售收入比重	12.34%	43.79%
占总营业收入的比重	4.87%	18.86%
占营收增量的比重	85.38%	77.01%

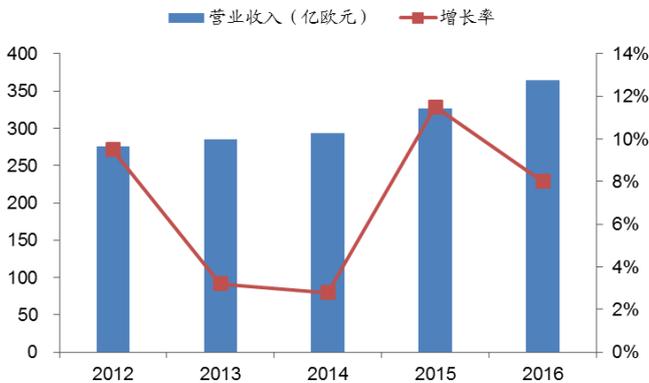
资料来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司对主要客户业务具有较强的可持续性。公司主要客户采购规模大，通常实行较为严格的供应商认证，认证程序周期较长，一旦确认供应商后不会轻易变更。整个认证过程经历4个步骤：（1）通过参加国际家具展或者其他方式对潜在供应商进行外围考察；（2）考察完成后对潜在供应商的研发设计、生产运营、品质管理、工厂管理、环境保护等方面进行严格审核；（3）审核通过后进行产品开发评审、检测和确认；（4）以订单方式形成交易。对客户来说，更换供应商需要付出不小的转换成本，包括对潜在供应商进行认证的时间成本、与新供应商的业务磨合产生的成本，所以大型客户倾向于与供应商建立稳定的合作关系，公司与主要客户签署的销售框架协议中均作出长期合作的约定：协议到期后除非合同一方以书面形式表示不再续约，否则合同有效期自动续展。作为制造企业，公司具备较强的研发设计、制造能力和成本控制能力，生产和产品端的优势获得终端市场和主要客户的认可，这方面我们将在后文展开。

公司重点客户增长性良好，办公椅业务有望受益。我们前面提到宜家家居目前是公司办公椅业务最大的客户，且公司对宜家的销售规模遥遥领先于其他客户，宜家家居自身的业务状况对公司业绩具有重要影响。宜家家居自身业务持续增长，2016财年营业收入为364亿欧元，同比增长8%，2012-2016年CAGR达到7.16%。宜家家居采用“全球采购、全球销售”的业务模式，向供应商采购的产品批量很大。在采购额的地区分布上，宜家在中国的采购占比最大，2015年报显示宜家在约有25%的采购

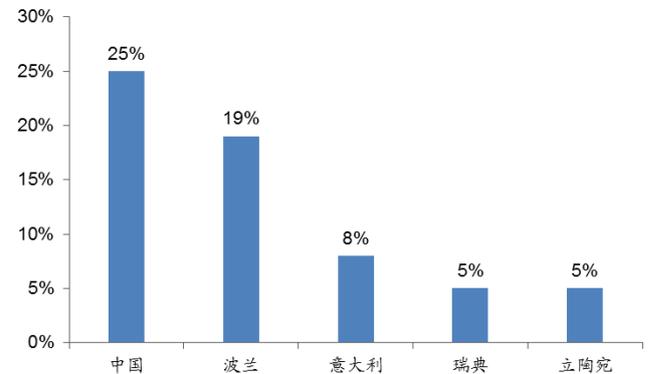
在中国完成。公司在宜家的供应商评价中表现优良，有望从宜家的业务发展中及其中在中国采购业务中获益。

图8：宜家家居营收增长情况良好



资料来源：IKEA年报、广发证券发展研究中心

图9：宜家家居采购地区分布（2015年报）



资料来源：IKEA年报、广发证券发展研究中心

（二）境外市场空间广阔，产能转移趋势利好国内龙头企业

公司主营业务为座椅制造，办公椅在公司业务中所占份额在60%以上，对公司发展起着举足轻重的作用，且由于座椅行业各细分行业的情况具有相似性，对办公椅行业的分析一定程度上可以帮助我们了解整个座椅行业，因此我们以办公椅行业作为对象，从需求侧和生产侧两个角度展开分析。

办公椅作为办公家具的主要组成部分，是人们工作、生活的重要消费品，具有刚性需求。办公椅需求与经济发展水平相关度高，全球经济正处于危机后的复苏区间，IMF对2017和2018年的全球经济增长率的预期为3.5%和3.6%，高于2016年的3.1%，在经济形势向好的背景下，全球办公椅需求有望保持稳健增长。公司非公开发行股票预案数据显示，2015年全球办公椅市场规模约为193.1亿美元，增长率约8%，预计2020年全球办公椅市场规模将达到268亿美元。

表4：全球经济增长率预测

国家	2016	2017E	2018E
全球	3.1%	3.5%	3.6%
美国	1.6%	2.3%	2.5%
德国	1.8%	1.6%	1.5%
法国	1.2%	1.4%	1.6%
英国	1.8%	2.0%	1.5%
日本	1.0%	1.2%	0.6%

资料来源：IMF、广发证券发展研究中心

办公椅市场的区域分布方面，欧美和日本等发达国家已形成较大的市场规模，是办公椅主要消费区域，市场容量较大且相对稳定。欧美市场外，巴西、印度和等新兴市场经济发展速度较快，市场潜力较大。

北美市场是全球最大的办公椅消费区域，其中美国是世界上最大的办公椅进口

国和消费国。美国消费者对办公椅的品质功能高度重视，随着经济的逐步复苏，办公椅消费市场容量稳步上升。根据美国办公家具制造协会(BIFMA)数据，2010-2015年美国办公家具消费额逐年回升，CAGR达到5.59%；同期办公坐具的市场份额保持在28%以上，以BIFMA办公坐具的口径测算，2015年美国办公椅的市场规模为36.68亿美元，CAGR为3.35%，以BIFMA对2016年办公家具消费额的估计数据134亿美元和28%的办公坐具的市场份额为测算基础，2017年办公椅市场规模将达到40亿美元。与此同时，美国办公家具市场对进口的依赖增大，进口额逐年增加，由2010年的2153亿美元提升至2015年的3387亿美元，CAGR为9.48%，进口占比由21.8%提升至26.13%。鉴于美国家具制造业的发展相对滞后，美国办公家具的进口占比维持在26%以上是可以置信的，假设美国办公椅的进口比例与办公家具保持一致，可以测算出2017年美国办公椅的进口规模将达到10亿美元，市场空间较大。

表5：美国办公椅市场规模和进口规模测算

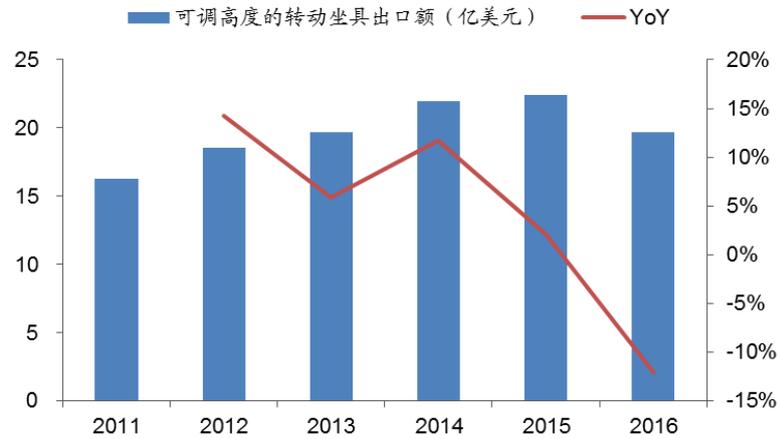
年份	办公家具消费额①(亿美元)	办公坐具的市场份额②	办公家具进口比例③	美国办公椅市场规模(亿美元) ④=①*②	美国办公椅进口规模(亿美元) ⑤=④*③
2015	130	28.30%	26.13%	37	9.6
2016(估)	134	28.00%	26.00%	38	9.8
2017E	144	28.00%	26.00%	40	10.5

资料来源：BIFMA、广发证券发展研究中心

欧洲、日本也是全球办公椅的主要消费市场，进口依赖较大。德国、英国、法国等欧洲国家，受益于较高的经济发展水平，较强的消费能力，其办公椅市场潜力巨大；日本工薪阶层人数众多，企业管理方式造成劳动者工作压力普遍较大，对舒适的办公椅有着较强的需求。尽管近年来经济较为低迷，但欧洲、日本整体的经济规模及办公家具的刚需特性仍支撑着办公椅相对稳定的消费需求。德国、日本等国办公椅制造业发达，但整体制造规模没有优势，对进口需求较大。

我国椅企在国际市场上竞争力强劲，高端产能转移为龙头企业带来新机遇。由于欧美发达国家的人力成本较高，欧美企业逐渐退出产品生产加工环节，只保留部分高端制造，主要从事利润率高的研发设计及流通环节，中国凭借劳动力成本、基础设施、行业配套等优势，承接了欧美企业转移的中低端产品产能。尽管近年来由于中国的成本优势有所削弱，部分低端产能转移至东南亚国家，但东南亚国家受限于劳动力素质低、基础设施落后和能源供应不稳定等问题，预计中短期内中国仍将维持座椅生产的领先地位，我国的办公椅企业仍然大有可为。经过与海外办公家具品牌的长期合作，行业内部分领先企业已经具备了生产中高端产品的能力，这些企业在生产成本、生产规模等方面优势明显，将促使欧美企业将附加值较高的产品逐步向我国转移，业内龙头有望开启新一轮的成长。

图10: 中国办公椅出口情况



资料来源: 海关信息网、广发证券发展研究中心

座椅产业高度分散，龙头企业受益行业集中度提升。座椅行业属于劳动密集型行业，进入门槛较低，国内从事座椅生产的企业非常多，仅公司所处的安吉地区就有700家左右的座椅企业，行业中低端产品市场同质化竞争激烈，企业利润率水平普遍不高。在劳动力成本不断上升的背景下，低端产品的小型生产企业缺乏成本转嫁能力，利润空间受严重挤压，经营将难以为继，逐渐退出市场。随着收入增长和消费水平的提高，突出人机工程设计要求的健康坐具产品受到力推，行业技术门槛逐渐提高。产品研发创新能力弱的企业由于无法生产出市场所需要的产品，其市场份额将被蚕食，市场资源逐步向龙头企业集中。

在高度分散的座椅行业中，公司在出口市场的份额颇具优势。安吉地区是我国重要的椅业集聚地，目前其座椅产量在占国内市场三分之一，出口量占全国近二分之一，在市场中具有代表性。我们根据公司年报中提供的数据进行测算，公司在安吉地区自营出口市场占有率2014年-2016年分别达到5.45%，6.62%和8.15%。公司年报数据显示安吉椅业的出口量在全国同类产品中的比重达到45%左右，据此可以估算出公司在全国座椅出口市场的比重，具体为2.45%，2.98%和3.67%，在竞争激烈的座椅市场中，这个比例还是非常可观的。在全球办公椅市场容量稳步上涨的态势下，作为行业龙头，公司有望借助资本市场平台整合行业资源，进一步巩固出口市场的优势。

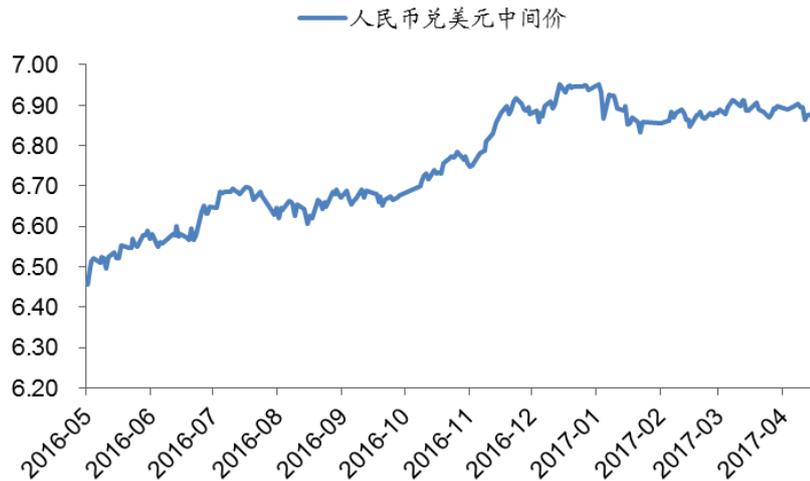
表6: 公司在出口市场中的市场份额测算 (单位: 亿元)

项目	2014	2015	2016
安吉椅业自营出口额	114	117	130
公司出口额	6.19	7.74	10.59
在安吉自营出口市场的比率	5.45%	6.62%	8.15%
在全国出口市场的市占率	2.45%	2.98%	3.67%
出口额折算汇率	6.1428	6.2284	6.6423

资料来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

美元走强、人民币贬值利好公司出口业务。美国经济趋好、特朗普财政刺激和扩大基建的政策预期与美元加息预期，多重因素支持美元走强，美元走强增大人民币贬值压力。公司外销业务主要以美元结算，受汇率波动影响较大，人民币贬值将从以下两方面利好公司业绩：1、人民币贬值时，以美元定价的外销产品价格下降，市场竞争力提高；2、人民币贬值时，美元应收账款会产生汇兑收益，提高公司的利润水平。

图11: 人民币贬值利好公司出口



资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

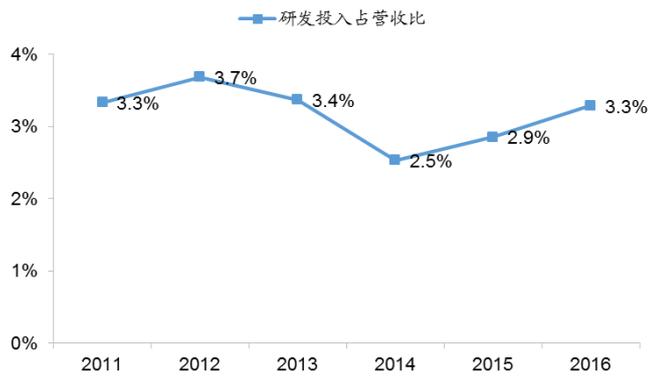
(三) 研发投入锻造竞争优势，专利技术进步驱动企业发展

专利技术在办公椅主流市场有较强的门槛效应。公司在研发领域的投入和技术专利方面的优势是业绩成长的重要驱动力，使公司更好地受益于消费需求变化带来的机会。

ODM模式竞争力的决定变量为研发设计、生产能力和品牌优势。公司经营模式以ODM为主，在ODM模式中家具生产企业居于产业链的前端位置，主要参与产品研发设计和生产制造环节，产品开发和生产能力是下游客户对供应商主要考核指标，强大的研发生产能力成为ODM模式企业的核心竞争优势所在。此外，座椅产业呈现明显的聚集化趋势，“安吉椅业”的区域品牌将成为公司参与国际竞争的品牌背书。

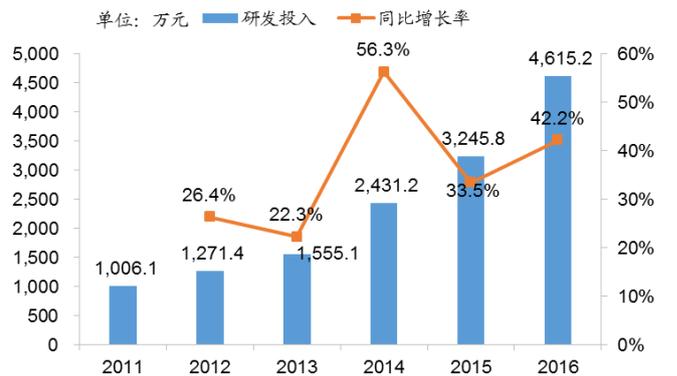
公司拥有领先市场的研发体系和丰富的专利技术储备，新产品订单转化效果显著。公司是业内首批国家高新技术企业之一，更是高新技术企业和办公椅产品国家行业标准的起草单位之一，研发涉及坐具原理、结构设计、产品造型、新材料应用等方面的内容，形成了一批具有自主知识产权的技术和产品，公司自主研发、开发的功能办公椅及网椅等主导产品处于国内领先地位。公司设立的“永艺健康坐具研究院”是首家省级健康坐具研究院，长期与美国、德国、意大利、日本、韩国等发达国家的顶级专家和设计团队紧密合作。公司近几年的研发投入持续增长，2016年研发投入的营收占比为3.3%。IPO募投资金2800万投向“研发检测中心项目”，进行支撑技术、新材料、新工艺和新产品的研究开发。

图12: 永艺股份历年研发投入占营收比



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

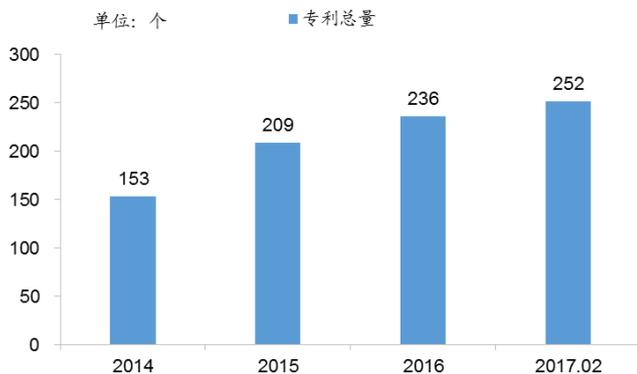
图13: 永艺股份历年研发投入及增速



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

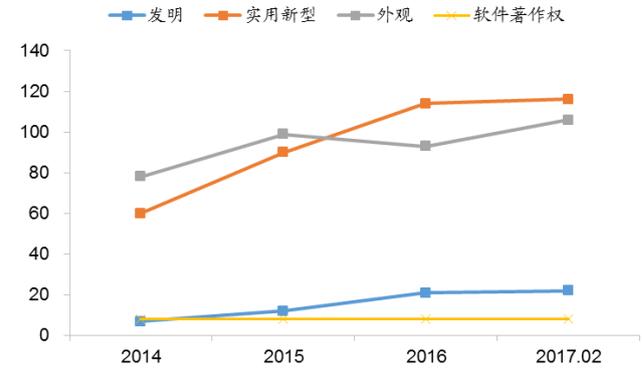
经过持续的技术投入, 公司拥有的专利数量不断增长, 截至2017年2月末, 公司拥有发明专利22项, 实用新型专利116项, 外观设计106项, 公司拥有座椅开发设计软件著作权8项。公司长期的研发投入收效颇丰, 近几年持续开发出满足市场需求新产品, 这些新产品在公司参加的国内外家具展或客户到厂选样中, 获得了客户较好的评价, 从而形成了较多的销售订单, 推动销售规模的扩大。

图14: 永艺股份专利总量变化



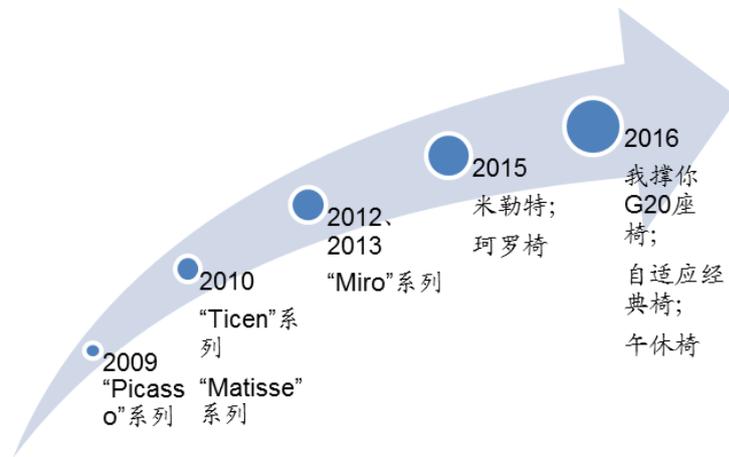
资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图15: 永艺股份近年各类型专利数量变化



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图16: 公司新开发产品情况



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

核心技术使公司更好地受益于消费需求变化带来的机会。经济和技术的快速发展使我国人民的生活水平及消费观念发生了转变, 消费需求也随之产生了变化, 相适应的, 座椅的发展呈现高端化的发展趋势: (1) 智能化、自动归位、手机控制、自动调整等功能逐渐被开发出来; (2) 人体工程学要求提升, 能发挥最大人体自由度、最大程度预防职业病的符合人体工程学的功能办公椅将成为消费主流; (3) 多功能化, 自带按摩功能的办公椅、自动调节的午休办公椅等产品被开发出来。产品高端化对企业技术水平、管理水平提出更高要求, 永艺公司持续的研发投入使其形成了丰富的技术专利储备, 具有多样的工艺技术与不同类型的座椅设计软件, 可以充分地满足公司开发新产品的需要。因此公司可以更好地适应行业发展的潮流, 迎合消费者的需求, 从而增大市场份额, 巩固并提升市场地位。

表7: 永艺股份核心技术构成

核心技术类型	技术名称	应用成果
工艺技术	新型表面处理工艺技术	应用于产品设计
	新型免损伤工艺技术	实用新型专利
	新型三维立体技术	成功开发 PICASSO 系列产品
	人体工程学高度可调节技术	实用新型专利
座椅设计软件工具	新型可拆分结构设计软件	软件著作权
	人体工程学软体结构设计软件	软件著作权
	新型聚丙烯带软垫结构设计软件	软件著作权
	无钉免松动滑肤结构设计软件	软件著作权
	多面料搭配 CAD 设计软件	软件著作权
	高强度棘轮免拆装结构设计软件	软件著作权
	新型尼龙夹纤结构件设计与分析 CAD 软件	应用于产品开发
	网面承重结构替代传统结构设计 CAD 软件	应用于产品开发
	环境匹配与色彩筛选三维设计软件	应用于产品开发
智能排料 CAD 软件优化	应用于产品开发	

资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司生产能力突出，借助资本市场平台，核心产能扩张值得期待。公司实施精益制造，并采用“机器换人”手段，自动化水平和生产效率提升明显，其中办公椅生产线被世界五百强客户定为行业标杆生产线。作为国内座椅制造行业唯一的A股标的，公司充分利用资本市场平台，扩大核心产品产能强化生产制造能力。由于需求市场增长强劲，近几年公司办公椅的产销率保持在95%以上，产能利用率极高。为缓解产能紧张局面，公司通过2015年IPO和2016年定增募投资金投向扩产项目，规划的产能增量分别110万套和200万套。定增项目正处于证监会反馈阶段，若能获批将进一步增强公司的生产能力，与此同时，此次募投项目的产能涉及人机工程领域、为中高端产能，产品附加值较高，有助于提升公司的盈利能力。

表8：办公椅产能扩建项目情况（单位：万套）

项目名称	资金来源	新增产能	备注
年产110万套办公椅生产线技术改造项目	IPO	110	2016年7月已达产
年产200万套人机工程健康办公椅生产线项目	非公开发行	200	A类椅（网椅）50万套、B类椅（皮椅）50万套、C类椅（皮椅）100万套，合计200万套

资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司产品上游原材料供应充足，较强的议价能力和规模效应造就出色的成本控制力。公司目前的成本结构中，材料成本占据最大份额，维持在80%以上，原材料成本对公司的盈利能力影响较大，经测算，2014-2016年期间，材料成本上涨1%带来毛利率降幅高于0.6个百分点。公司产品原材料分为通用材料和非标零部件，通用材料包括面料、海绵、钢材、牛皮等，非标零部件包括坐板、背板、扶手、五星脚、木架等。公司对通用材料以一般方式进行外购，定价以市场价格为基础，通过询价方式确定采购价格；对非标零部件则进行定制化采购，采购价格通过成本加成法确定，考虑供应商成本税费与合理利润的因素，通过询价和谈判的方式确定采购价格。公司所在地安吉是国内座椅产业集聚地之一，产业配套齐全，原材料供应商及零配件委托加工商众多，可选范围广，公司在采购中议价能力较强。与此同时，公司较大的业务体量带动生产规模的扩大，降低原材料采购成本、单位生产制造成本。总体来说，原材料成本对公司利润水平影响显著，但公司较为强势议价地位和规模效应使其能够更好地控制成本端，减小原材料成本上涨对业绩的压力。

除了公司自身在生产端累积的优势外，“安吉椅业”形成了公司的品牌背书。在出口市场中，单个企业的由于市场份额有限，且加上以贴牌生产为主，品牌知名度较低。公司所在地安吉是我国著名的座椅产业集聚地，有着“中国椅业之乡”美誉，随着区域内产业上下游配套产业的逐步完善，生产效率和协同效率的不断提高，区域优势进一步增强，在全球椅业制造领域形成了较高的知名度。“安吉椅业”区域品牌作为公司在全球出口市场的名片，对客户的开拓促进作用显著。

三、按摩椅身业务充当业绩压舱石，沙发业务踏上发展快车道

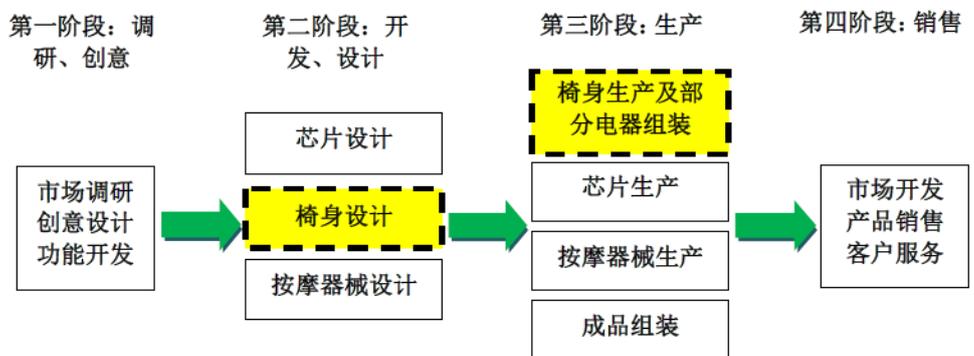
公司依托知名按摩椅制造商大东傲胜，专业为其供应按摩椅椅身，双方的业务相互依赖程度高，合作关系稳定。大东傲胜主要终端市场需求平稳，自身行业地位高，市场份额大，公司按摩椅椅身业务发展趋于平稳。

在两大业务之外，公司其他业务加速发展。2015年开始重点发展沙发业务，2016年取得收入翻番的亮眼成绩。全球沙发市场对中国的进口需求稳步增长，功能沙发市场渗透率逐步提升，为公司沙发业务提供广阔的发展空间。公司把握市场机遇，在生产和销售两端加紧布局，定增募资投向沙发产能扩充项目，与此同时对办公椅客户加强沙发业务的拓展。沙发业务之外，公司积极拓展毛利率较高的新产品品类，对不同客户群体需求的深入挖掘，与公司原有产品形成互补。

（一）依托大东傲胜，按摩椅椅身业务稳定发展

依托大东傲胜，专业供应按摩椅椅身。公司的按摩椅椅身绝大部分销售给大东傲胜，按摩椅椅身是按摩椅的重要组成部分，但不冠以公司商标。按摩椅椅身销售给大东傲胜后，大东傲胜再将椅身和按摩器械、芯片进行组装，完成后向傲胜集团等下游客户销售。在这种合作模式中，公司与大东傲胜形成专业分工，大东傲胜专注于按摩椅的市场调研、创意设计、功能开发、成品组装、市场开发、产品销售和客户服务，而公司则从事按摩椅椅身的研发设计和生产制造。

图17：公司与大东傲胜的合作模式



资料来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

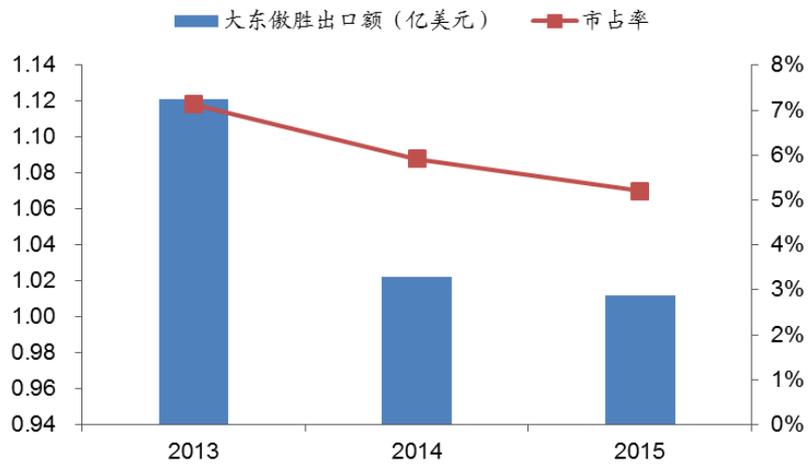
公司按摩椅椅身业务与按摩椅行业发展状况密切相关，因此我们首先对按摩椅行业进行分析。

按摩椅市场需求较为稳定，日本为主要消费市场。按摩椅市场主要集中在东亚地区，日本是全球最成熟的按摩椅消费市场，因其国民对按摩理论接受程度较高且消费能力较强，按摩椅逐渐成为一种日常家居用品，根据日本矢野经济研究所调查估计，日本家庭的按摩椅保有量超过500万台，家庭保有率超过了20%。日本的按摩椅市场需求主要来自以下两方面：（1）日本工薪阶层在工作之余使用按摩椅进行放

松的需求；（2）人口老龄化程度加深，根据日本人口普查数据，2015年，日本65岁及以上人口达到3346万人，占总人口比重攀升至26.34%，随着老年人口增多，患有腰椎、颈椎等慢性病的中老年人群对按摩椅产生大量需求。随着老龄化加剧，预计日本市场仍将维持每年600亿日元左右的需求。

大东傲胜行业地位高，市场份额大，公司按摩椅椅身销售空间充裕。大东傲胜是行业领先的按摩椅成品制造商，由日本大东电机和新加坡傲胜国际合资设立，大东电机、傲胜国际均为知名的按摩器具运营商，大东电机占日本按摩椅市场份额在20%左右，傲胜国际主要品牌“OSIM”在亚洲市场具有很高的市场知名度。大东傲胜的按摩器具产品中主要为按摩椅，终端市场主要为东南亚和日本。根据中国医药保健品进出口商会按摩器具分会的数据，2015年大东傲胜“按摩器具”出口额为1.01亿美元，占全国同类产品出口总额的5.20%。大东傲胜领先的市场地位、优质的客户、具有市场影响力的产品，保障了公司按摩椅椅身业务的持续良性发展。

图18: 大东傲胜在按摩器具出口市场占据重要份额



资料来源：中国医药保健品进出口商会按摩器具分会、广发证券发展研究中心

公司与大东傲胜形成共生的业务模式，合作关系稳固。公司自2001年即开始与大东傲胜开展合作，形成了稳固的长期合作关系。根据招股书披露，2011至2014年间，公司向大东傲胜销售的按摩椅椅身金额占公司该项业务的比例在90%以上，是其最大的战略供应商；而对于大东傲胜来说，其与公司的业务占其按摩椅椅身总采购金额的90%左右，双方的业务依赖性极高，更换合作伙伴对双方业务的冲击较大，因此，我们认为公司与大东傲胜的业务持续性较好。实际操作中，公司与大东傲胜也将这种长期合作落实到合约上，2011年5月，双方签订为期3年的合作框架协议，协议做出期满时自动展期的安排，2014年双方续签了协议。

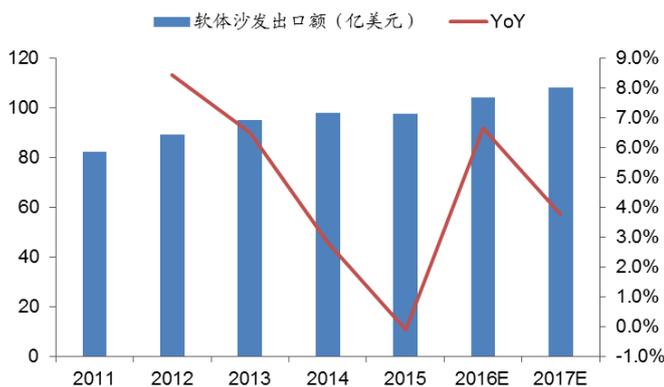
公司按摩椅椅身业务发展趋于平稳，对公司业绩起稳定器作用。与大东傲胜的合作是公司早期业绩成长的重要驱动力，2013年之前营收占比维持在40%以上，是公司的主要收入来源。近三年由于“天王椅”系列按摩椅进入销售平稳期，以及日元贬值和日本消费税改革，导致日本市场的需求下降，客户对公司按摩椅椅身的采购量有所波动，尽管销售收入较2013年的峰值有所下滑，但每年仍为公司贡献2.4亿以上的营收。鉴于公司与大东傲胜合作的稳定性、按摩椅可观的市场空间和大东傲胜较大市场份额，我们认为，按摩椅椅身业务仍将起到业绩稳定器的作用。

(二) 沙发业务加速扩张，新品类拓展进行时

公司沙发业务发展开始提速。2015年，公司开始将沙发业务作为重点业务进行发展，2016年取得了极为亮眼的销售数据，营收由2015年的7210万大幅增长至1.79亿，增长率高达149%。

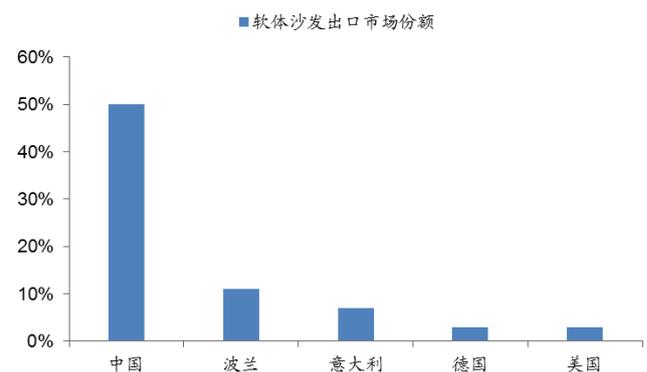
全球沙发市场稳定增长，中国成为最大出口国。沙发消费与经济发展水平、住房状况、消费能力及消费观念等因素密切相关。近年来，欧美等发达国家的老旧房屋的翻新、发展中国家城市化带来的新房装修是全球沙发市场增长的两大驱动力。公司非公开发行股票预案数据显示，2015年全球沙发市场规模达到545.6亿美元，增长率约为3.5%。沙发是软体家具重要组成部分，沙发市场情况可以通过软体家具的市场反映出来。根据CSIL的数据，全球软体家具消费量由2006年的476亿美元增长至2015年的626亿美元，年均复合增长率达2.78%。我们在前文指出，中国凭借劳动力成本、基础设施、行业配套等优势，承接了欧美座椅企业转移的产能，其中就包括部分沙发产能，随着沙发产能的转移，中国在全球沙发出口市场中的作用越来越重要，目前是世界最大的软体沙发出口国，根据联合国贸发会议的数据，2015年中国占全球软体沙发出口的份额约为50%，2011至2015年间，中国软体沙发出口额由82.5亿美元增至97.9亿美元，CAGR为4.4%。

图19: 中国软体沙发出口情况



资料来源: 欧睿咨询、中商情报网、广发证券发展研究中心

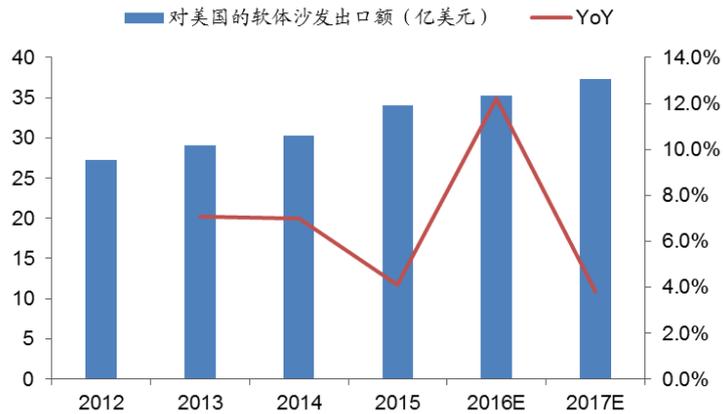
图20: 中国沙发出口份额在全球遥遥领先



资料来源: 联合国贸发会议数据库、广发证券发展研究中心

美国是中国最大的沙发贸易伙伴，是最具活力的出口市场。美国庞大的经济体量和较高的消费水平催生出百亿美元沙发市场，与其他坐具行业相似，美国沙发在沙发消费上对进口依赖较大，已成为中国最大的沙发出口市场。美国经济和房地产市场的持续复苏将促进沙发的需求，美元走强将促进美国沙发的进口，由于美国从中国的沙发进口占同类产品进口额约60%，美国沙发进口需求的增长将为中国沙发出口企业带来更多的业务机会。公司的出口市场主要集中于北美地区，较大可能从中获益。

图21: 美国是中国沙发制造企业最具活力的出口市场



资料来源: 中商情报网、广发证券发展研究中心

功能沙发逐渐为市场接受，市场前景向好。功能沙发诞生于美国，区别于传统沙发，功能沙发能够进行任意高度或角度的调节，部分还兼具加热、按摩等功能，舒适度较高。美国是全球功能沙发的最大消费国，目前美国功能沙发市场已逐渐成熟，形成La-Z-Boy、Lane、Ashley等功能沙发品牌，市场渗透率在40%以上。受美国功能沙发兴起影响，欧洲、日本等市场也逐渐接受功能沙发，并成为功能沙发重要的消费市场，一直保持较平稳的发展态势。公司的沙发产品主要是休闲多功能沙发，在功能沙发的发展热潮下，有望迎来沙发业务的增长。

公司把握市场机会，重点发展沙发业务。在全球沙发市场尤其是功能沙发发展态势良好的背景下，公司加快沙发业务的发展步伐，在生产和销售两方面都加紧布局。生产端，通过定增发行募集资金投向“年产40万套人机工程休闲沙发生产线项目”，以此扩充沙发产能以满足市场需求。需求端通过办公椅业务的合作客户发展沙发业务的销售渠道。这种业务发展方式将极大节省公司的客户搜寻成本，基于与客户的合作经验，借助客户的国际化渠道和品牌优势，实现沙发业务规模的迅速扩张。

公司产品品类逐渐丰富，客户群体进一步拓展。公司主要产品为办公椅、按摩椅椅身、沙发和功能座椅配件，在这些产品的基础上，公司逐步推出休闲椅、培训椅、儿童椅和电竞椅等新产品品类，产品品类进一步丰富，有助于公司对不同客户群体需求的深入挖掘，与公司原有产品形成互补。相较于原有产品，部分新产品具有更大的利润空间，休闲椅2016年的毛利率达到31.41%，远高于公司其他主营产品毛利率，公司现有办公椅和沙发客户资源将为这些新品类产品发展提供便利，新产品销量若能进一步增长，对公司毛利率的提升将有所贡献。

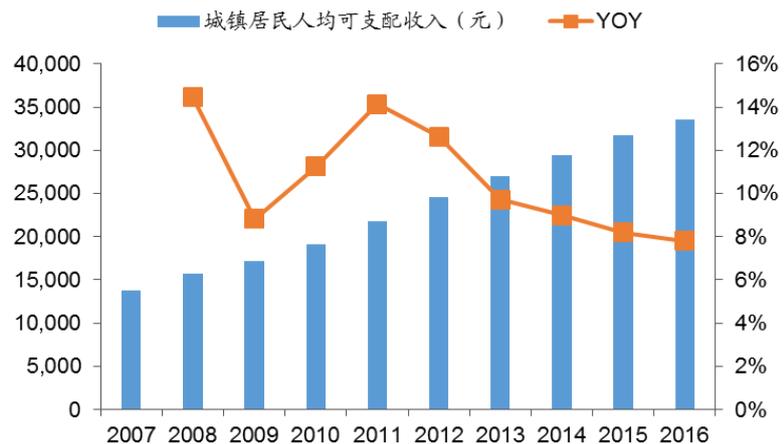
四、线上线下发力内销，铸造自有座椅品牌

国内座椅市场潜力巨大，企事业、政府、商务酒店和居民家庭几大需求群体推动国内办公椅市场规模增长；住房市场繁荣和人口老龄化催生我国沙发市场的增量需求。为分享国内座椅市场发展红利，公司以电商为起点，通过开展客户直销，谋划建立“立足一线、影响二线、辐射三四线”的经销商渠道网络和战略合作系统集成商，布局内销渠道，同时加强自有品牌培育，渠道、品牌齐发力，内销业务成长性强。

（一）国内座椅市场潜力巨大，亟待深挖

伴随收入增加和消费水平升级，国内的办公椅和沙发需求逐渐释放。我国经济的快速发展，居民收入持续增加，2011年-2016年城镇居民人均可支配收入由2.18万元提升至3.36万元，CAGR为9.04%，高于同期GDP增长率。随着居民收入提高，消费能力不断增强，居民对坐具的消费水平也在提升，办公椅和沙发的潜在需求逐渐得到释放。根据公司非公开发行股票预案中的数据，2015年我国办公椅市场规模约219亿元，增长率约9.43%；沙发市场规模约为488.1亿元，增长率约为12.65%。

图22：我国城镇居民人均收入持续提升



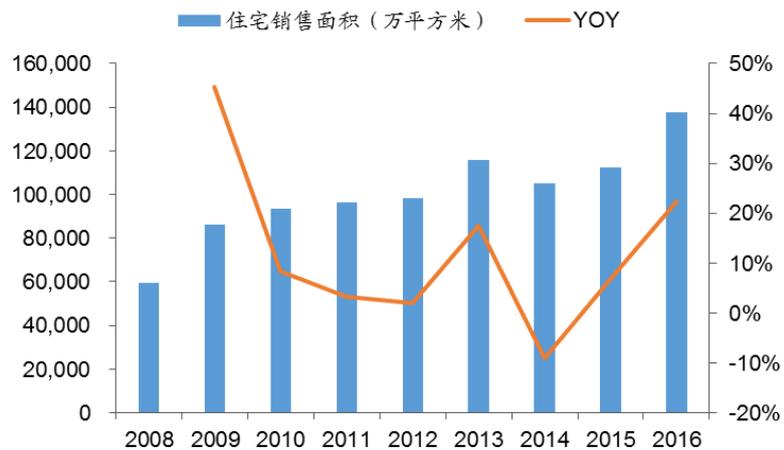
资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

由于办公椅与沙发在国内市场的需求驱动力存在一定程度的差异，因此我们分别就办公椅和沙发市场进行分析。

在国内市场中，办公椅主要有三大应用场景：办公室、商务酒店和家用，消费群主要包括企事业单位、政府机关和居民家庭用户等，现阶段以企事业单位和政府机关为主。我国办公椅的需求动力主要来自办公楼、政府采购和酒店和家庭。

办公楼市场的发展——在商事制度改革和“双创”风潮下，企业户数增长旺盛，2016年全年新登记企业552.8万户，平均每天新登记企业达1.51万户。企业户数增长带动办公楼的发展，办公楼销售面积维持增长趋势，2016年销售面积达到3826万平方米，同比增速31.38%。新的办公场所需要大量的办公家具供应，办公椅的需求将大量增加。

图23: 我国办公楼市场持续繁荣

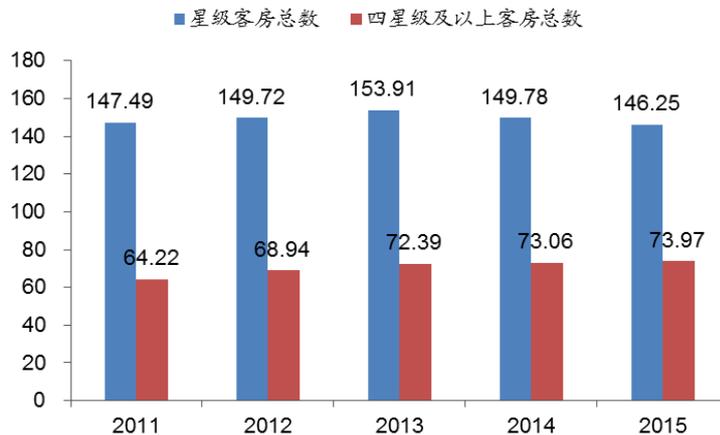


资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

政府采购——办公家具是政府采购活动中最常见的货物类产品之一，2016年全国政府采购总规模为48.66亿元，在办公家具市场中，办公椅的比重约为10%，以此为基础可以简单测算出办公椅的采购规模为4.87亿元左右。

酒店需求——随着网络娱乐、远程办公的日渐普及，在客房中配备办公椅成为一种趋势。根据全国星级饭店统计公报，2015年全国星级饭店客房数量为146.25万间，近几年稳定在140万水平，四星级及以上酒店客房数保持增长态势。随着我国商务型酒店档次的提升，将为办公椅市场带来可观的规模增量。

图24: 我国星级酒店客房数维持高位 (单位: 万间/套)



资料来源: 全国星级饭店统计公报、广发证券发展研究中心

家用需求——随着我国经济的持续增长，中产阶级逐渐壮大。BCG将中产阶级家庭定义为年收入在7.5万-12万元的家庭，并预计2020年我国的中产阶级家庭数量将达到9500万。中产阶级收入稳定，具备较强的消费能力和良好的教育背景，相当一部分会在住房中单独设置书房，书房的变革将催生百亿级的办公椅市场规模。

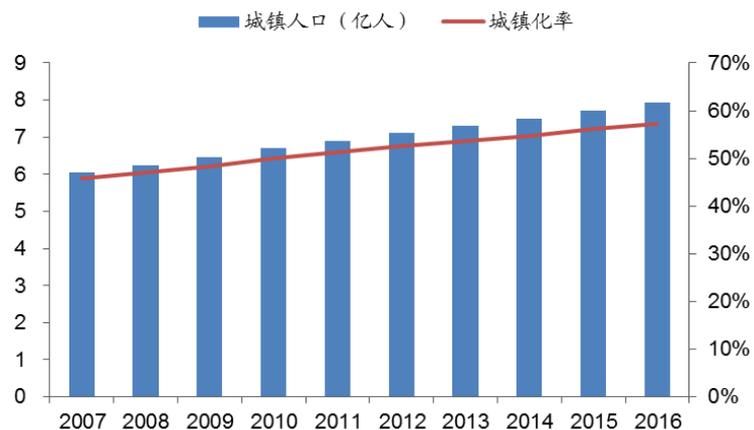
随着我国办公楼市场的快速发展、企事业单位和政府机关办公条件的不断改善、商务型酒店数量的持续增加、书房变革带来的民用需求释放，国内办公椅市场规模

将保持快速增长。

沙发市场发展的驱动力主要来自城镇化推动的新房装修以及人口老龄化带来的功能沙发需求增量。

我国城镇化进程持续推进，城镇化率由1978年的17.92%增加到了2016年的57.35%，城镇人口从4.6亿人增加到7.93亿人。2014年3月，国务院公布的《国家新型城镇化规划》提出2020年要实现常住人口城镇化率达到60%左右，城镇化率会进一步提升。城镇化推动大量农村人口迁往城镇，带来大量新增城镇居民住房需求。基于我国居民的搬迁装修习惯，大部分消费者会在迁入新居装修时更换新家具，对于沙发等客厅家具的更换比例更高，这将显著增加沙发的市场需求，城镇化将为国内沙发行业带来巨大的发展空间。

图25：我国城镇化率持续提升



资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

人口老龄化利好功能沙发市场。2016年我国65岁及以上人口占总人口比率达到10.8%，老龄化程度进一步加深。功能沙发中的单座老人椅能够实现自动伸展、扶助升高、站立等功能，帮助老人完成站立或坐躺过程，减少了长者的起居不便，市场针对性强，未来规模巨大的老年人口将刺激功能沙发的需求。

受益于住房市场繁荣和人口老龄化，我国沙发市场增长迅速，其中功能沙发的发展尤为瞩目。根据欧睿国际发布的《美国及中国功能躺椅沙发市场》调研报告，2010年至2015年，国内功能沙发零售额和零售量年均增长率分别达到20.0%和18.5%，2015年功能沙发零售额达到48.2亿元，零售量达到52.2万件。与此同时，功能沙发的市场渗透率逐渐提升，2010年至2015年由6.8%提升为10.6%，而美国功能沙发市场占比维持在40%左右，考虑到城镇化率和老龄化率未来将进一步上升，以及居民消费能力的进一步的提升，我国的功能沙发市场空间广阔。

（二）加码电商布局，谋划线下分销渠道

国内的座椅市场潜力巨大，而在销售渠道方面，国内市场与外销市场差异明显。区别于国外成熟市场集中化、规模化的销售网络，国内市场销售渠道较为分散，尚未出现能够覆盖全国的大型销售商。基于国内座椅行业的特点，公司在国内市场采用有别于外销市场的市场策略，其对国内市场的经营思路为：电商+经销网络+大客

户直销进行渠道布局，与此同时，与国内系统集成商合作进军高端市场。

公司以电商为起点，转战国内消费市场。随着国内座椅市场需求逐步释放，越来越多的座椅出口企业将目光投回国内。作为业内龙头之一，公司2015年成立国内市场部，并在京东商城设立了“永艺家具官方旗舰店”作为内销平台，以电商为起点，加速布局办公椅和沙发国内销售。2016年，公司增设了永艺天猫旗舰店、永艺淘宝企业店和京东永艺自营店。

图26: 公司电商业务开展情况



资料来源: 永艺家具官方旗舰店、广发证券发展研究中心

公司通过与天猫、京东第三方网络销售平台合作，实现对终端消费者的销售。在这种模式下，公司向电商平台运营商支付相应费用，自行承担经营风险。电商模式优势在于：（1）直面终端客户，获得向消费者直接展示产品的机会；（2）减少中间环节，降低销售成本，让利空间更大，更具价格优势；（3）突破时间和空间的限制，交易更加便捷，提高了销售效率。

由于线上缺少用户体验，O2O将是未来趋势。尽管电商在价格和效率方面优势明显，但缺少用户体验。相较于其他商品，座椅与人体直接接触，消费者购买座椅时更加注重消费体验，单纯的线上电商无法提供体验机会，需要线下实体店予以支持，线上导流线下实现O2O销售将是座椅行业的发展方向。

直接对接大客户，开展客户直销。公司将产品直接销售至大型企业等终端客户，大客户直销是办公家具生产企业普遍采用的营销模式。该销售方式的最大优点是（1）公司可以更加有效地控制销售渠道，准确地执行和及时调整公司的营销策略；（2）扩大自有品牌的知名度，提高产品利润；（3）直接接触客户，了解客户需求，获得市场的第一手资料。直销的缺点是销售费用较高，需要雇佣大量的销售服务人员。

公司以子公司为经营主体，规划建立多层次的经销商网络。公司2016年成立了控股子公司永艺科技，未来将由永艺科技全面负责永艺国内市场的经营。公司正谋划建立“立足一线、影响二线、辐射三四线”的经销商渠道网络。在经销模式中，公司授权经销商拥有特定区域内的销售其产品的权利，由公司向其供货，并允许其使用公司自有的品牌或经销商统一的商标、品牌等。经销模式有利于发挥经销商的积极性，利用经销商的销售渠道扩大市场份额；缺点是较直销方式的产品利润低、渠道掌控难度大，经销商往往同时代理多种品牌产品，不利于提高自有品牌的知名度。

公司加强与系统集成商战略合作，服务高端市场。公司在国内市场定位中高端客户，以国外市场的经验来看，高端客户主要通过国外的品牌系统集成商进行采购。公司参照国外市场经验、在全面梳理国内系统集成商大客户的基础上选择战略合作伙伴，定向推出供其独家销售的特色产品，合作模式的优势在于采购规模较大、客户粘性高。

公司多渠道拓展内销市场已初见成效，2016年发展了成都市明珠家居股份有限公司等线下客户，线下销售收入同比增长117.48%；电商业务经营情况良好，实现线上销售收入同比增长282.93%。随着公司内销渠道布局的全面铺开，内销业务预期将保持较高的成长性。

（三）以 OBM 为方向，打造自有座椅品牌

公司目前的经营方式以ODM和OEM为主，未来将逐步延伸至OBM模式。在OBM模式下，公司自主设计产品，自主制造产品并以自主品牌实现销售。

品牌因素影响消费决策，有助于提升业务规模和盈利能力。办公椅和沙发是耐用消费品，单位价值相对较高，在消费者购买决策中，品牌是重要的考量因素。随着居民收入的增加和消费品位的提升，消费者在关注价格、质量等指标外，越来越注重品牌的知名度、美誉度，品牌在消费决策中逐渐占据重要权重。对座椅厂商来说，拥有高知名度的自有品牌将显著提升业务销量，减少对渠道商的品牌依赖，拥有更大的议价能力；与此同时，消费者往往愿意为品牌知名度较高的产品付出支付更多，为座椅企业带来品牌溢价。

在OBM的发展目标下，公司致力于培育自有品牌。品牌塑造是一个长期的过程，需要持续的品牌内涵和品牌形象输出。公司产品定位中高端市场，一直致力于品牌建设。公司通过电商平台以自有品牌销售，在国内市场逐渐建立起品牌知名度。此外，公司定增募投建设营销与产品展示中心，在未来将作为品牌形象塑造和推广管理的平台，通过展示公司全系列产品，为客户提供最佳的视觉及触觉体验，实现对公司品牌形象及文化内涵的传播输出。公司持续的品牌培育将为国内市场的销售积累人气，配合销售渠道的建设，国内市场发展前景良好。

五、盈利预测与投资建议

公司主要收入来源于办公椅、按摩椅椅身、沙发三项业务，在2016年年报中占公司收入的比例分别65%、17%和13%。办公椅业务收入近年来年均增速在30%以上，预计未来三年维持30-35%的增速；按摩椅椅身业务收入2016年有所下滑，预计未来三年保持现有水平；沙发收入2016年同比增长149%，预计未来三年增速水平在50-100%区间。综合来看，预计公司未来三年收入复合增速在30-35%区间。同时，公司技术优势明显、业界知名度高，规模效应带来了良好的成本端控制能力，盈利能力和利润率有望保持平稳，预计未来三年净利润复合增速在30%以上。

公司研发设计和生产制造能力突出、客户质优，在ODM的出口模式中竞争优势明显。作为A股唯一的座椅制造企业，具有先发优势，利用资本平台进行产能扩充和行业资源整合将进一步强化公司制造、品牌、渠道优势，为业绩成长奠定基础。预计公司2017-19年净利润分别为1.55/2.05/2.75亿元，按6月28日收盘价计算对应27/20/15倍PE，上调至“买入”评级。

六、风险提示

- 1.境外市场贸易政策变化;
- 2.内销市场拓展前景具有不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	552	587	744	1034	1485
货币资金	143	117	214	362	609
应收及预付	149	211	252	340	466
存货	104	134	154	208	285
其他流动资产	157	125	125	125	125
非流动资产	247	354	398	439	443
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	182	264	295	307	287
在建工程	23	5	5	5	5
无形资产	17	64	78	107	131
其他长期资产	26	21	21	21	21
资产总计	800	940	1143	1473	1928
流动负债	246	311	358	483	663
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	246	311	358	483	663
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	247	312	359	484	664
股本	100	100	250	250	250
资本公积	203	203	53	53	53
留存收益	250	320	475	680	955
归属母公司股东权	552	623	778	983	1258
少数股东权益	0	6	6	6	6
负债和股东权益	800	940	1143	1473	1928

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	113	100	157	210	275
净利润	91	120	155	205	275
折旧摊销	17	22	24	30	32
营运资金变动	19	-38	-13	-26	-37
其它	-15	-4	-9	1	5
投资活动现金流	-204	-84	-61	-62	-27
资本支出	-47	-120	-61	-62	-27
投资变动	-157	37	0	0	0
其他	0	-1	0	0	0
筹资活动现金流	166	-41	0	0	0
银行借款	0	30	0	0	0
债券融资	-45	-30	0	0	0
股权融资	236	6	0	0	0
其他	-24	-47	0	0	0
现金净增加额	75	-25	96	148	248
期初现金余额	68	143	117	214	362
期末现金余额	142	118	214	362	609

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	18.3	23.4	28.5	35.2	37.0
营业利润增长	70.2	18.6	40.9	33.5	35.3
归属母公司净利润增长	67.8	31.8	29.0	32.4	34.1
获利能力(%)					
毛利率	20.2	21.1	21.9	22.2	22.0
净利率	8.0	8.6	8.6	8.4	8.2
ROE	16.5	19.3	19.9	20.9	21.9
ROIC	18.6	20.6	26.4	33.2	42.8
偿债能力					
资产负债率(%)	30.9	33.2	31.4	32.9	34.4
净负债比率	-0.3	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
流动比率	2.24	1.89	2.08	2.14	2.24
速动比率	1.80	1.41	1.60	1.66	1.76
营运能力					
总资产周转率	1.75	1.61	1.73	1.86	1.96
应收账款周转率	9.94	8.21	8.21	8.21	8.21
存货周转率	8.80	9.13	9.13	9.13	9.13
每股指标(元)					
每股收益	0.91	1.20	0.62	0.82	1.10
每股经营现金流	1.13	1.00	0.63	0.84	1.10
每股净资产	5.52	6.23	3.11	3.93	5.03
估值比率					
P/E	82.8	43.4	26.5	20.0	14.9
P/B	13.7	8.4	5.3	4.2	3.3
EV/EBITDA	69.8	35.7	19.7	13.9	9.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1136	1402	1802	2437	3337
营业成本	906	1106	1407	1896	2602
营业税金及附加	5	13	14	18	25
销售费用	44	47	60	82	112
管理费用	91	115	148	200	273
财务费用	-15	-15	-2	-4	-7
资产减值损失	4	4	0	9	13
公允价值变动收益	6	0	0	0	0
投资净收益	0	-7	0	0	0
营业利润	106	125	177	236	319
营业外收入	6	18	9	10	10
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	110	143	185	244	328
所得税	18	23	30	39	53
净利润	91	120	155	205	275
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	91	120	155	205	275
EBITDA	106	143	198	271	357
EPS(元)	0.91	1.20	0.62	0.82	1.10

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 汪 达： 研究助理，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。