



Research and
Development Center

办公椅龙头内外并进，全球产能布局领先

—永艺股份(603600)公司首次覆盖报告

2023年07月16日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告

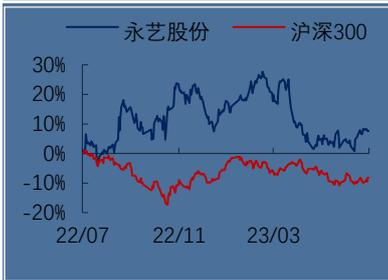
公司研究

公司首次覆盖报告

永艺股份 (603600)

 投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	9.64
52周内股价波动区间(元)	11.44-8.63
最近一月涨跌幅(%)	2.88
总股本(亿股)	3.33
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	32.09

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

办公椅龙头内外并进，全球产能布局领先

2023年07月16日

报告内容摘要：

- ◆专注“坐健康”，办公椅龙头国内外双循环并重，盈利逐步修复。**永艺股份专注健康坐具研发制造，与全球多家知名品牌展开长期ODM合作，并积极发展跨境电商业务；同时加快推进国内市场和自主品牌建设。22年公司外销、内销占比分别约80%、20%。22年及23Q1受海外需求放缓影响，营收同比有所下降，公司努力提升市场份额、对冲市场短期下行，营收增速好于品类出口总体水平。盈利方面，22年下半年以来随着主要原材料铁件、塑料件等价格回落，盈利能力逐步修复。23Q1综合毛利率22.45%，同比+5.8pct，实现归母净利润0.52亿元，同比增长9.5%，好于营收表现；展望23年下半年，在原材料压力减轻、美元升值、自主品牌营收增长、内部运营优化及营收边际改善多因素催化之下，我们预计公司盈利修复趋势有望延续。
- ◆全球化产能前瞻布局，深耕研发&大客户战略，出口竞争优势凸显。**我国为全球办公椅最大出口国，产品主要销往欧美国家。1) 市场规模：美国办公家具需求稳步增长，据Grand View research数据，2022年美国办公家具市场规模约149亿美元，预计到2030年美国办公家具市场规模将达222亿美元，2022-2030年行业CAGR达5.3%。2) 市场格局：据公司最新定增申报稿，2020年北美和欧洲前十大办公座椅企业市场份额分别高达77%、57%。从中国出口份额来看，我国办公椅制造已形成以安吉为中心的坐具产业集群，以永艺股份、恒林股份为代表的龙头公司出口份额在过去几年中持续提升，16-22年公司办公椅出口份额从约7%提升至约11.5%。公司方面，重研发重制造，出口基本业务稳步增长，17-22年外销营收CAGR达18%，多年深耕宜家、Staples、Office Depot、Nitori等零售大客户，持续推行KAM大客户价值营销体系。随着全球贸易环境的变化，公司自18年起前瞻性布局海外产能，率先形成中国+越南+罗马尼亚三大基地协同。当前优质海外产能已成稀缺资源且先发优势明显，近年随着越南基地订单及产能释放，公司在美国市场份额和大客户渗透率持续提升；罗马尼亚基地于23年上半年投产出货，有望为公司加快开拓欧洲及其他海外市场提供支撑。
- ◆国内自主品牌以电商为突破口，线下多渠道并进。**公司2017年起以电商为突破口发力内销自主品牌，若剔除按摩椅椅身收入，17-22年公司国内收入CAGR达20%。公司将国内市场开拓作为战略性任务：1) 聚焦自主品牌线上渠道建设，稳步提升天猫、京东等电商主渠道运营质量，并积极布局抖音、社群私域营销平台等新渠道。据久谦中台，23年1-5月电商全域（天猫+京东+抖音）排名前十品牌销售额市占率合计仅约38%，对比欧美国家50%以上的品牌集中度提升空间较大。2) 加快布局线下自主渠道，围绕全国大中型城市设立办事处，加强与区域经销商的沟通服务，经销商数量进一步增长，同时针对直营大客户打造灯塔标杆，有效提高B端项目获客能力，国内线下自主渠道业务快速增长。
- ◆盈利预测与投资评级：**公司作为办公椅出口龙头，从“外销ODM业务为主”逐步向“内外销并重、自主品牌和ODM模式并重”加快转型。外销基本业务依托海外稀缺产能布局优势，有望持续扩大出口份额，内销市场加快开拓值得期待。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.44亿元、3.93亿元、4.60亿元，分别同比增长2.6%、14.4%、16.8%，目前股价对应23年PE为9X，低于行业平均，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆风险因素：**原材料价格波动风险，国际贸易摩擦风险，人民币汇率波动

及出口退税率政策变动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,659	4,055	3,877	4,399	5,041
增长率 YoY %	35.7%	-13.0%	-4.4%	13.5%	14.6%
归属母公司净利润 (百万元)	181	335	344	393	460
增长率 YoY%	-22.0%	84.9%	2.6%	14.4%	16.8%
毛利率%	14.6%	19.3%	21.1%	21.5%	22.0%
净资产收益率 ROE%	12.5%	19.0%	15.3%	15.3%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	0.54	1.01	1.03	1.18	1.38
市盈率 P/E(倍)	17.70	9.57	9.33	8.16	6.98
市净率 P/B(倍)	2.22	1.82	1.43	1.25	1.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年07月14日收盘价

目录

一、办公椅出口龙头，深耕研发制造&大客户战略	5
1.1 公司简介：专注“坐健康”，国内外双循环并重	5
1.2 财务概况：营收受海外需求扰动暂时承压，盈利有望逐步改善	6
二、海外稀缺产能助力出口份额提升，国内自主品牌成长可期	8
2.1 国外：欧美办公椅需求稳增，产能全球布局比较优势凸显	8
2.2 国内：自主品牌以电商为突破口，线下多渠道并进	12
三、盈利预测与估值	13
3.1 盈利预测及假设	14
3.2 估值与投资评级	15
四、风险因素	15

表目录

表 1：公司出口三大市场及主要客户情况	11
表 2：公司收入预测简表	14
表 3：公司盈利预测简表	14
表 4：可比公司 23 年平均 PE 约 14X	15

图目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：2017-2022 年主要产品营收情况	6
图 3：2017-2022 年公司三大主要产品营收占比	6
图 4：2017-23Q1 营业收入与同比增速	6
图 5：2017-23Q1 归母净利润与同比增速	6
图 6：2017-23Q1 毛利率与净利率	7
图 7：2017-2022 年成本结构以材料成本为主	7
图 8：2017-2022 年分销售渠道/模式收入情况	7
图 9：线上毛利率高于 ODM 毛利率	7
图 10：2017-2022 年公司期间费用率	8
图 11：2017-2022 年公司现金流情况	8
图 12：中国为全球办公椅主要出口国	9
图 13：2016-2022 年中国办公椅出口金额与同比增速	9
图 14：2022 年中国办公椅主要出口公司市占率	9
图 15：2016-2022 年公司出口市占率持续提升	9
图 16：欧美为全球办公椅主要进口国	10
图 17：2022-2030E 美国办公家具市场规模 CAGR 预计约 5.3%	10
图 18：2017-2022 年公司国外和国内营收占比	10
图 19：2017-2022 年公司国外收入与同比增速	10
图 20：2017-2022 年公司前五大客户占比	11
图 21：2018-2025E 中国办公椅行业规模与增速预测	12
图 22：2017-2020 年公司国内（除按摩椅椅身）收入与同比增速	13
图 23：2017-2022 年线上渠道收入与同比增速	13
图 24：23 年 1-5 月电脑椅天猫、京东、抖音品牌竞争格局	13

一、办公椅出口龙头，深耕研发制造&大客户战略

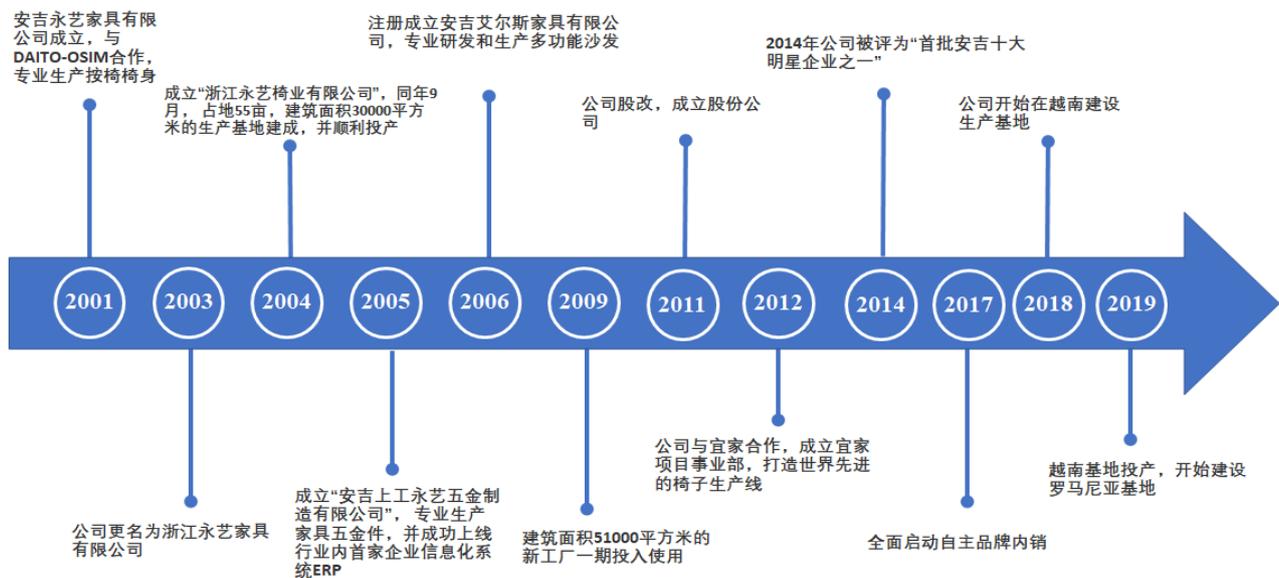
永艺股份专注健康坐具研发制造，与全球多家知名品牌长期开展 ODM 合作，并积极发展跨境电商业务；同时加快推进国内市场和自主品牌建设。22 年公司外销、内销占比分别约 80%、20%。22 年及 23Q1 受海外需求放缓影响，营收同比有所下降，公司努力提升市场份额、对冲市场短期下行，营收增速好于品类出口总体水平。盈利方面，22 年下半年以来随着主要原材料价格回落，盈利能力逐步修复。展望 23 年下半年，在原材料压力减轻、美元升值、自主品牌营收增长、内部运营优化及营收边际改善多因素催化之下，我们预计公司盈利修复趋势有望延续。

1.1 公司简介：专注“坐健康”，国内外双循环并重

公司专注于研发、生产和销售健康坐具，国内国外双循环并重。永艺股份自 2001 年成立，公司坚持不懈走高质量发展之路以“融合科技与艺术，让工作与生活更健康”为使命、以“成为全球领先的坐健康系统提供商”为愿景，国内外双循环并重。一方面，公司积极拥抱内循环，将国内市场开拓提升至战略级高度，围绕“坐健康”多品类布局，线上线下多渠道推进自主品牌。另一方面，公司充分把握全球市场贸易政策，深耕大客户，利用中国+越南+罗马尼亚三大基地、新产品等差异化优势继续扩大美国市场份额的基础上，加快拓展欧洲等市场，提高在全球主要市场占有率；同时，公司加快发展跨境电商，致力于实现区域市场、客户份额的“数一数二”。

当前，公司业务以为国际知名家具品牌提供 ODM 为主的产品解决方案为主，与全球多家知名采购商、零售商、品牌商建立了长期战略合作关系，包括全球著名品牌 HON（美国）、AIS（美国）、Global（加拿大）、Okamura（日本），世界五百强宜家家居、Staples、Office Depot，加拿大最大的采购商之一 Performance，日本最大的家居零售商 NITORI 等。经过多年发展，公司产品涵盖办公椅、沙发、按摩椅椅身、休闲椅、升降桌等健康家具，产品先后获得中国外观设计优秀奖、中国轻工业优秀设计金奖、德国红点奖和 iF 设计奖、美国尖峰设计奖、德国设计奖等众多奖项。

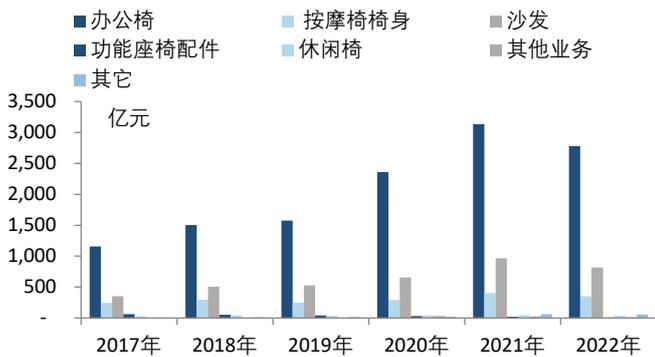
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

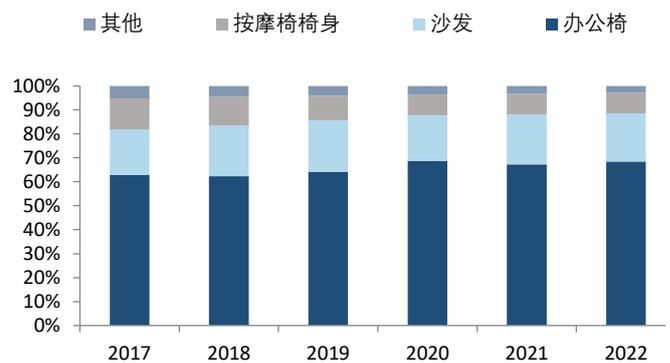
专注“坐健康”，办公椅、沙发、按摩椅为公司主要产品。经过多年发展，公司产品涵盖办公椅、沙发、按摩椅椅身、休闲椅、升降桌等健康家具，产品先后获得中国外观设计优秀奖、中国轻工业优秀设计金奖、德国红点奖和 iF 设计奖、美国尖峰设计奖、德国设计奖等众多奖项。当前公司第一大产品为办公椅，该产品营收占比自 2017 年至今始终高于 60%，2022 年公司办公椅产品的营收额达 27.76 亿元，占比 68.5%。沙发为公司第二大产品，2022 年营业收入达 8.18 亿元，营收占比为 20.2%，按摩椅椅身为第三大产品，2022 年营业收入为 3.5 亿元，营收占比为 8.6%。公司其他产品主要为升降桌、休闲椅、配件等产品。

图 2：2017-2022 年主要产品营收情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：2017-2022 年公司三大主要产品营收占比



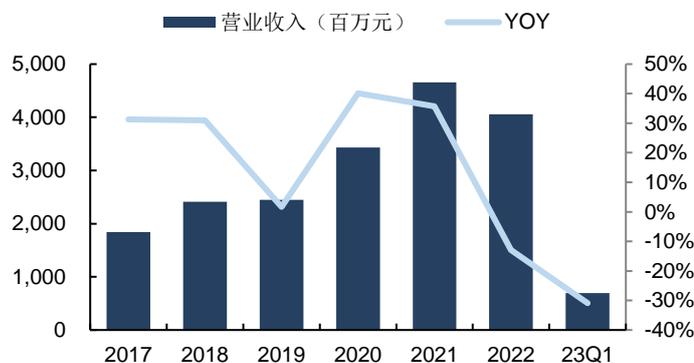
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务概况：营收受海外需求扰动暂时承压，盈利有望逐步改善

外销占比 80%，营收受海外需求扰动，多重压制因素改善净利润提升。收入方面，由于公司 22 年外销收入占比 80%，海外需求变化对收入影响较为显著。22 年以来，受主要国家通胀较高，叠加海运拥堵缓解后货物集中到港导致欧美进口商库存较高，市场需求有所收缩，2022 年公司实现营业收入 40.55 亿元，较上一年有所下降，公司努力提升市场份额、对冲市场短期下行；23 年 Q1 外销仍有承压，实现收入 6.97 亿元，同比下降 31%。

利润方面，得益于持续推进研发创新、供应链优化整合、降本增效等措施，同时 22 年以来人民币汇率有所贬值、大宗原材料价格有所下降以及确认部分征收补偿收益，公司盈利能力修复。2022 年公司实现归母净利润 3.35 亿元，同比增长 84.9%，23 年 Q1 实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 9.46%。

图 4：2017-23Q1 营业收入与同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2017-23Q1 归母净利润与同比增速

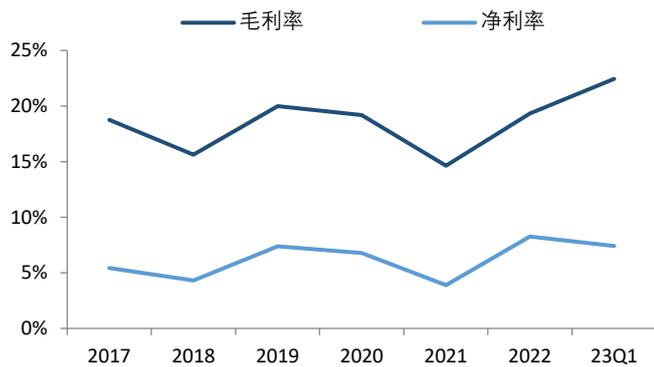


资料来源：Wind，信达证券研发中心

原材料价格回落+自主品牌营收增长优化毛利率水平，公司盈利修复趋势有望延续。公司2022年毛利率为19.3%，同比+4.70pct，23Q1毛利率为22.45%，同比+5.8pct，我们认为主要为原材料价格回落及人民币汇率贬值带来的正面影响。成本结构中，直接材料占比70%以上，原材料主要包括铁件、塑料、面料、木件、海绵、包装等，20Q3以来原材料价格多轮大幅上涨，公司生产成本大幅提高，21年毛利率降低至14.60%左右；22年以来部分原材料价格有所回落，公司毛利率逐季度改善。

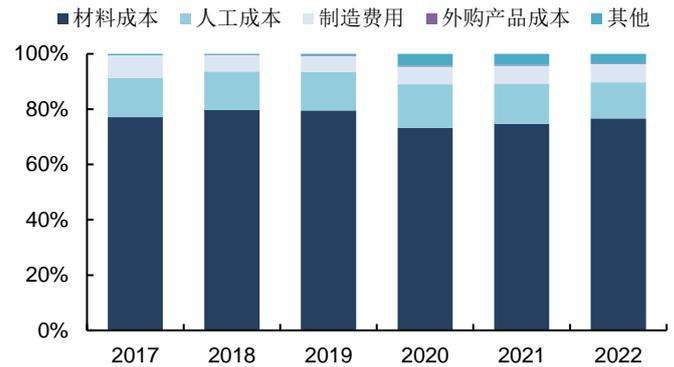
从业务结构看，公司以自主品牌为主的线上渠道收入占比自17年的1%提升至22年的7%，线上渠道毛利率约30%，高于ODM业务20%左右毛利率，亦对毛利率有正面贡献。

图 6：2017-23Q1 毛利率与净利率



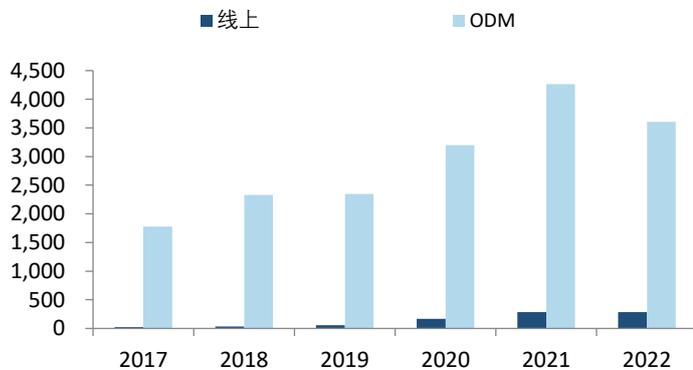
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2017-2022 年成本结构以材料成本为主



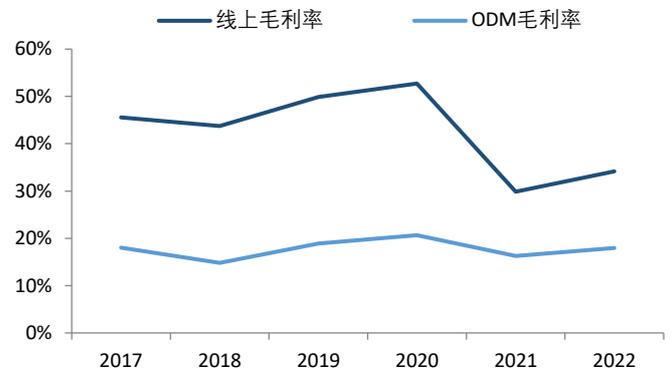
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：2017-2022 年分销售渠道/模式收入情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：线上毛利率高于 ODM 毛利率



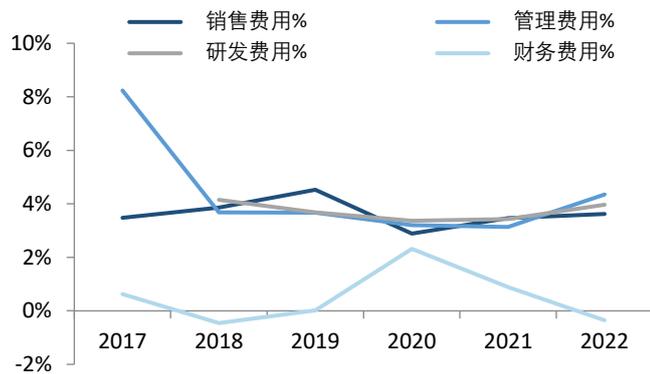
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

运营提效费用率管控良好，周转提速现金流改善。费用率方面，公司2022年管理、销售、研发、财务费用率分别为3.6%、4.3%、4.0%、-0.4%，分别同比变化+0.2pct、+1.2pct、+0.5pct、-1.2pct。2022年在营收承压的背景下，公司费用率管控相对良好，我们认为主要得益于持续优化内部运营管理，对采购、运营、生产等环节进行精益变革，陆续导入BLM战略管理体系、全面预算管理体系、SAP和PLM等信息化系统、ACE精益生产管理体系等，有效降低经营成本并提高运营效率。

根据公司年报，现金流方面，2022年公司经营现金流大幅改善，主要系经营效益提升、存货周转以及应收账款周转加快所致；投资现金净流出有所减少，主要为年内公司理财投资净额较上年减少、购建长期资产减少及收到拆迁补偿款确认；筹资现金净流出扩大，主要

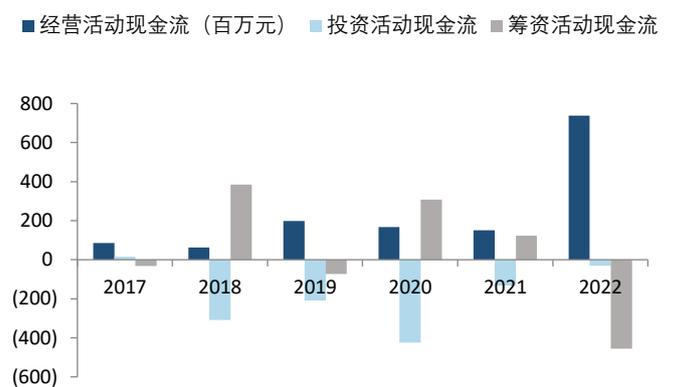
为偿还银行借款净额较上年大幅增加所致。

图 10: 2017-2022 年公司期间费用率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 2017-2022 年公司现金流情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、海外稀缺产能助力出口份额提升，国内自主品牌成长可期

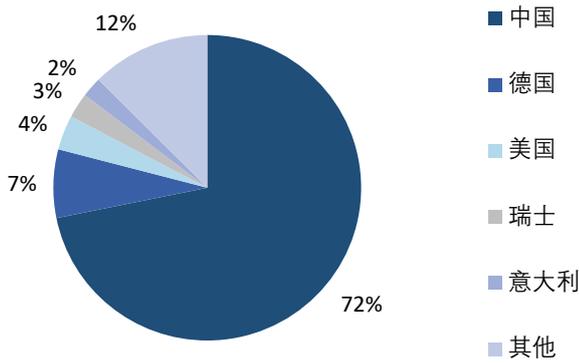
从中国出口份额来看，我国办公椅制造已形成以安吉为中心的坐具产业集群，以永艺股份、恒林股份为代表的龙头公司出口份额在过去几年中持续提升，16-22 年公司办公椅出口份额从约 7% 提升至约 11.5%。公司重研发重制造，出口基本业务稳步增长，17-22 年外销营收 CAGR 达 18%，多年深耕宜家、Staples、Office Depot、Nitori 等零售大客户，持续推行 KAM 大客户价值营销体系。随着全球贸易环境的变化，公司自 18 年起前瞻性布局海外产能，率先形成中国+越南+罗马尼亚三大基地协同。

2017 年起以电商为突破口发力内销自主品牌，若剔除按摩椅椅身收入，17-22 年公司国内收入 CAGR 达 20%。公司将国内市场开拓作为战略性任务，聚焦自主品牌线上渠道建设，同时加快布局线下自主渠道。

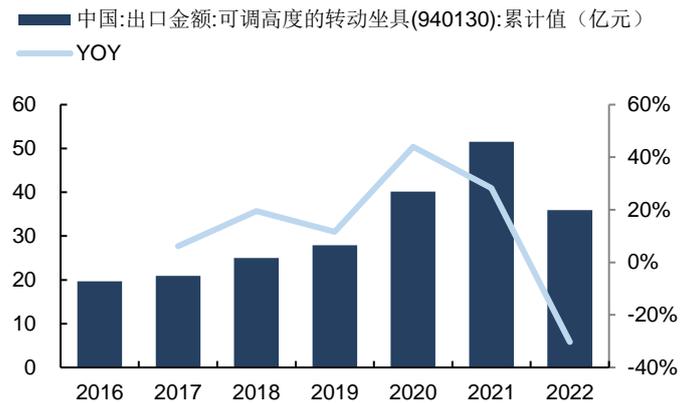
2.1 国外：欧美办公椅需求稳增，产能全球布局比较优势凸显

我国是全球办公椅主要出口国，2017-2022 年出口额 CAGR 达 11%。据联合国商品贸易统计数据库，2022 年非木制可调高度的转动坐具（海关编码：940139）各出口国中，中国出口金额占比达 72%，为全球最大的办公椅出口国，我国产业配套设施日益齐全，生产成本存在比较优势。

从出口金额看，我国办公椅（海关编码：940130，可调高度的转动坐具）出口额从 2016 年的 19.69 亿美元增长至 2021 年的 51.50 亿美元，2016-2019 年 CAGR 为 12.29%。据 2022 年 1 月生效的新版《商品名称及编码协调制度》，原海关编码 940130（可调高度的转动坐具）拆分为 940131（木制的可调高度的转动坐具）和 940139（非木制可调高度的转动坐具），2022 年合计出口金额为 35.89 亿元，同比下降 30%，据公司年报，主要为海外补贴刺激退坡后，短期市场需求收缩，以及高基数影响所致。

图 12: 中国为全球办公椅主要出口国


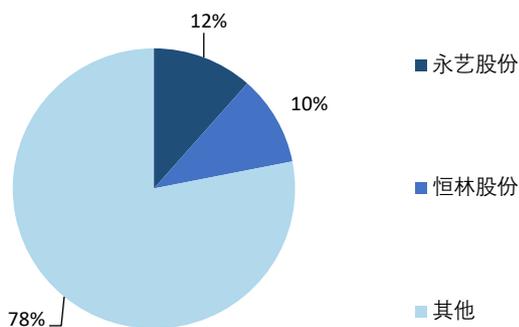
资料来源: UN Comtrade, 信达证券研发中心

图 13: 2016-2022 年中国办公椅出口金额与同比增速


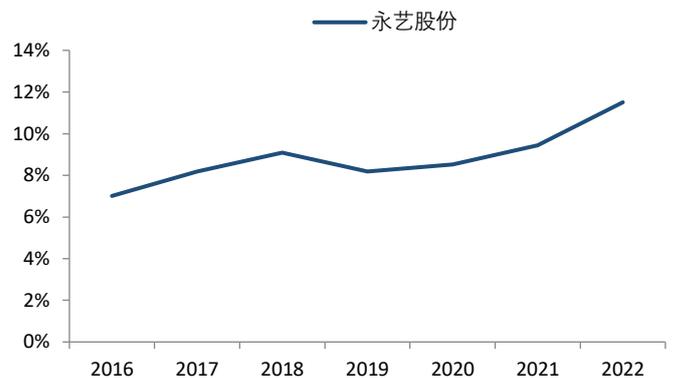
资料来源: Wind, UN Comtrade, 信达证券研发中心 (注: 2022 年出口金额为 940139 与 940131 合计金额)

国内办公椅具有产业集群规模生产优势，龙头出口份额持续提升。国内椅业已形成产业集群化特征，以浙江安吉地区为中心的坐具产业集群，产业配套体系完善，培育和聚集了行业众多优质企业，已经形成“中国椅业之乡”的区域品牌，全球市场份额逐步提高，显示出强劲的竞争力。

从中国办公椅出口公司市占率方面看，从财报披露口径出发，若不考虑办公椅内销，仅以办公椅产品营收估算，2022 年永艺股份、恒林股份办公椅产品营收分别为 27.76 亿元、25.07 亿元，以中国办公椅出口额 35.89 亿美元及当年平均汇率折算，永艺、恒林出口市占率分别约 12%、10%。从 2016-2022 年龙头出口市占率变化趋势看，永艺股份办公椅出口份额从 7% 提升至 12%，办公椅出口龙头市场份额持续提升。

图 14: 2022 年中国办公椅主要出口公司市占率


资料来源: UN Comtrade, Wind, 信达证券研发中心

图 15: 2016-2022 年公司出口市占率持续提升


资料来源: UN Comtrade, Wind, 信达证券研发中心

欧美为中国办公椅出口主要目的国，出口美国产品以零售为主。从中国办公椅出口目的国看，2022 年中国非木制可调高度的转动坐具（海关编码：940139）前五大进口国及地区分别为美国、欧洲、日本、菲律宾、澳大利亚，其中对欧美国家出口金额占比合计近 50%。目前中国出口的办公椅主要面向国外零售市场，且产品偏中低端，进入国外合约市场的企业较少。

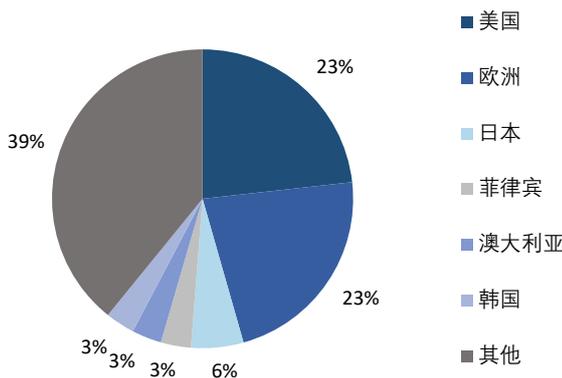
就美国市场而言，2022 年中国对美国办公椅出口额占比约 23%，据公司最新定增申报稿，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

美国的办公椅合约市场/零售市场规模占比约为 70%/30%，其中合约市场主要被美国本土制造商所占据、中国仅有少数龙头企业的产品能够进入该市场，零售市场（主要为家居卖场、百货商场等）主要依赖中国进口。

美国办公家具行业规模稳步增长，品牌集中度较高。行业规模方面，据 Grand View research 数据，2022 年美国办公家具市场规模约 149 亿美元，预计到 2030 年美国办公家具市场规模将达 222 亿美元，据 Grand View research 预测 2022-2030 年行业 CAGR 将达 5.3%。集中度方面，据公司最新定增申报稿，CSIL 研究报告的相关数据显示，2020 年北美和欧洲前十大办公座椅企业市场份额分别高达 77%和 57%，行业集中度较高。

图 16: 欧美为全球办公椅主要进口国



资料来源: UN Comtrade, 信达证券研发中心

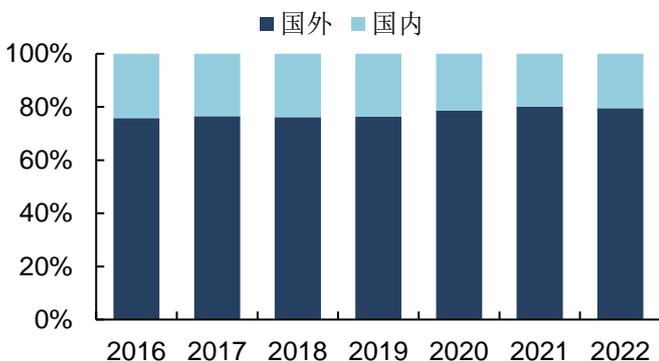
图 17: 2022-2030E 美国办公家具市场规模 CAGR 预计约 5.3%



资料来源: Grand view research, 信达证券研发中心

传统业务聚焦海外 ODM/OEM，2022 年收入增长受外需回落扰动。2017-2022 年公司海外市场营收占比均在 70%以上，2017-2022 年国外收入 CAGR 达 18.01%，多年来保持持续增长的趋势。2022 年公司海外市场实现营收 32.09 亿元，同比下降 13.5%，据公司年报，主要由于公司外销客户所在的主要国家通胀较高、前期刺激政策加快退出，叠加二季度海运拥堵缓解后货物集中到港导致欧美进口商库存较高，短期内市场需求有所收缩。

图 18: 2017-2022 年公司国外和国内营收占比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 2017-2022 年公司国外收入与同比增速

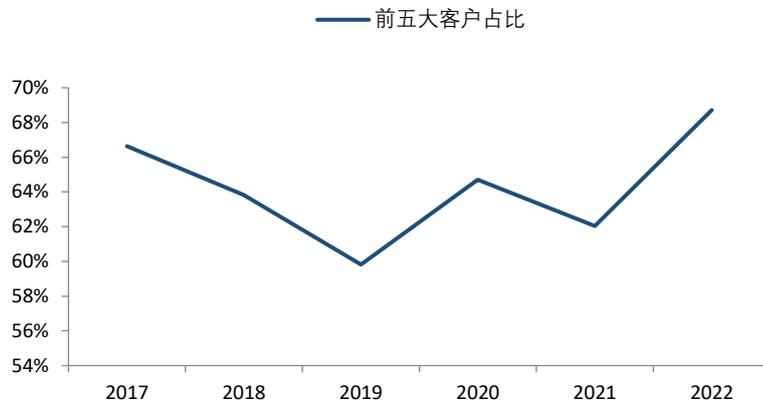


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

产品主要出口至欧美及日本等国，与主要大客户合作稳定。从公司前五大客户占比情况看，

2017-2022 年前五大客户占比基本维持在 60%以上。公司海外主要客户为境外大型办公家具零售商、进口商、制造商及系统集成商。同时，公司积极顺应贸易数字化发展趋势、积极发展跨境电商，不断拓宽海外市场销售渠道，打造第二增长曲线。

图 20: 2017-2022 年公司前五大客户占比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 1: 公司出口三大市场及主要客户情况

主要市场	产品区域特征	公司主要客户
北美市场	北美市场为全球第一大家具消费市场。市场较为成熟并且竞争充分，产品风格相对粗犷，强调舒适性和安全性；产品更新换代节奏快，价格跨度大，市场多元化。	Staples、Office Depot、Performance、HNI 等
欧洲市场	西欧国家是传统的制造业强国，高端产品市场门槛较高，对环保要求很高；西欧产品风格趋于简约的现代风格，多轻薄、强调金属质感。东欧新兴市场，市场化程度不高，我国企业进入相对容易；终端零售市场产品风格趋于北美，高端市场风格接近于西欧。	IKEA、XXXLutz、ACTONA、麦德龙等
亚洲市场	亚洲市场国家较多，市场较为分散，除日韩市场外，市场发育不成熟，产品标准偏低，产品需求多样化。	OKAMURA、NITORI、ITOKI、香港利丰集团等

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

有序推进全球产能布局，中国+越南+罗马尼亚三大生产基地联动助力欧美市场份额提升。

1) 越南: 公司为有效规避中美贸易战等国际贸易摩擦风险，在行业内率先“走出去”投资建设越南生产基地，公司于 2018 年 11 月在越南投资 950 万美元建设制造基地，2019 年 1 月顺利出货，在全球贸易摩擦风险扩大的背景下为公司稳定和扩大业务提供了战略支撑，助力公司有效提升美国市场份额。

2019 年，为进一步扩大产能、有效满足美国客户需求，公司投资 3500 万美元建设二期生产基地。当前优质海外产能已成稀缺资源，特别是越南出口美国较之中国出口美国具有零关税优势（中国出口美国面临 25%关税），近年来公司越南基地订单及产能快速增长，推动公司快速提升美国市场份额和美国大客户渗透率。

2) 罗马尼亚: 为进一步开拓欧洲及其他海外市场，公司于 2019 年 2 月决定在罗马尼亚投

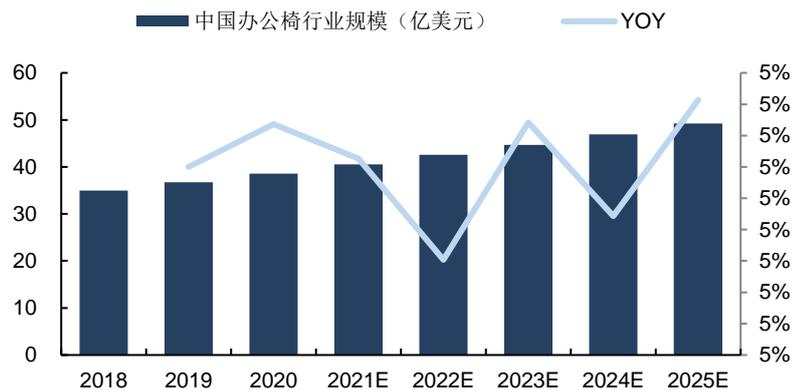
资 950 万美元建设生产基地；2023 年上半年实现投产出货，为公司加快开拓欧洲及其他海外市场提供了有力支撑。公司位于国内、越南和罗马尼亚的三大生产基地可以协同满足客户全球采购需求，进一步提高公司在服务海外大客户中的竞争优势。

2.2 国内：自主品牌以电商为突破口，线下多渠道并进

我国是全球最大的家具消费国，也是全球第二大办公家具消费国，据前瞻产业研究院，2020 年我国办公椅规模为 38.59 亿美元（约 266 亿元人民币），预计 2021-2025 年行业 CAGR 为 5%。然而，由于健康办公意识不强、购买力较弱等原因，国内办公椅市场总体上还处于以 OEM/ODM 模式为主的发展阶段，以技术含量较低、人体工学应用程度较低的中低端产品为主，品牌企业市场占有率不高，终端市场龙头竞争格局尚未形成。

从竞争格局看，我国办公椅行业高端部分以国外办公椅龙头企业为主，代表企业有 Steelcase、HNI、Herman Miller 等；其次是我国部分以外销为主的 OEM/ODM 企业，代表企业为上市公司永艺股份和恒林股份，国内线上渠道领先的代表企业为西昊、保友等；其余的绝大多数为中低端的区域型企业。

图 21：2018-2025E 中国办公椅行业规模与增速预测



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

国内自主品牌通过线上线下渠道加快发展。在拓展国际市场业务的基础上，公司亦通过自创的方式，加强自主品牌的开发和宣传力度。2017 年公司全面启动办公椅自主品牌的国内销售，以线上为突破口将内销定位企业发展战略方向。若剔除按摩椅收入，2017-2022 年公司国内收入 CAGR 达 20%。

渠道方面：1) **线上：**公司聚焦自主品牌线上渠道建设，在进一步提升天猫、京东等电商主渠道运营质量的同时，积极布局抖音、社群私域营销平台等新渠道，同时深度洞察用户需求，通过差异化产品开发、视觉优化和内容营销打造爆款产品，抢占 C 端消费者品牌心智。2017-2022 年公司线上渠道收入 CAGR 为 69%，2022 年公司线上渠道实现营收 2.85 亿元，同比持平，线上渠道收入包括国内电商及跨境电商营收。从 23 年 1-5 月电商全域（天猫+京东+抖音）销售额市占率情况看，当前我国办公椅品牌格局仍较为分散，电商排名前十品牌市占率合计仅约 38%，随着国内市场对人体工学、产品品质、技术要求、规范程度、品牌知名度等要求的不断提升，龙头企业优势逐渐显现，对比欧美国家 55% 以上的

品牌集中度，国内办公椅市场集中度提升空间较大。

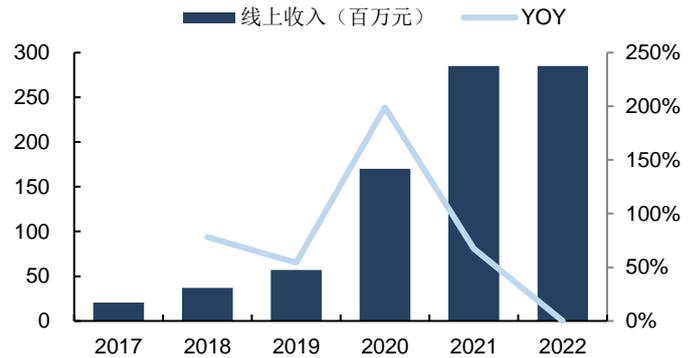
2) 线下：公司同步布局线下自主渠道，围绕全国大中型城市设立办事处，加强与区域经销商的沟通服务，经销商数量进一步增长。同时，公司针对直营大客户打造灯塔标杆，有效提高 B 端项目获客能力，已为杭州 G20 峰会、国家开发银行、交通银行、浦发银行、中国电信、保利集团、华为、格力、比亚迪、小米、百度、网易等大客户提供产品和服务。公司在外销 ODM/OEM 的基础上，全力打造自主产品系列，进一步巩固和提升公司的整体竞争力，有望打造公司第二成长曲线。

图 22: 2017-2020 年公司国内（除按摩椅椅身）收入与同比增速



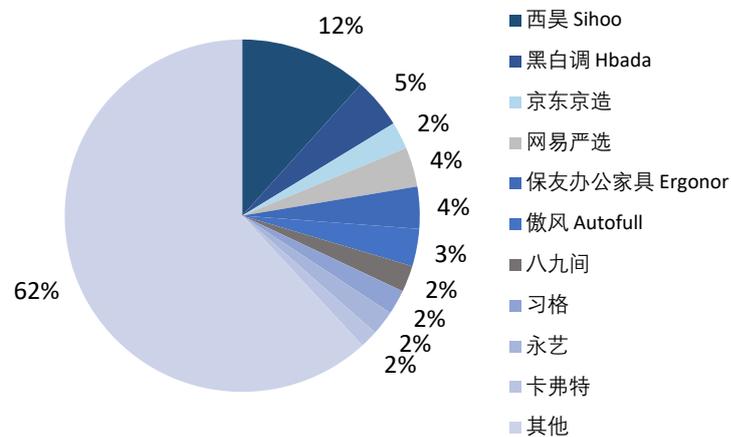
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23: 2017-2022 年线上渠道收入与同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 24: 23 年 1-5 月电脑椅天猫、京东、抖音品牌竞争格局



资料来源：久谦中台，信达证券研发中心

三、盈利预测与估值

公司作为办公椅出口龙头，从“外销 ODM 为主”逐步向“内外销并重、自主品牌和 ODM 模式并重”转型。外销基本业务依托海外稀缺产能布局优势，有望持续扩大出口份额，内销市场加快开拓值得期待。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.44 亿元、3.93 亿元、4.60 亿元，分别同比增长 2.6%、14.4%、16.8%

3.1 盈利预测及假设

收入预测核心假设：1) 国内：公司内销收入主要为线上自主品牌、线下渠道商、线下直营客户及 ODM/OEM。近年来公司将国内市场开拓作为战略性任务，以线上线下相结合的方式大力拓展国内市场，我们认为公司内销在多渠道布局之下，有望实现较高增长，我们预计 2023-2025 年公司内销收入增速分别为 27%、21%、21%。

2) 国外：公司外销收入主要为 ODM/OEM 及海外跨境电商。公司 ODM/OEM 业务主要面向欧美地区，与海外主要大客户合作稳定；跨境电商处于发展初期规模较低，增长动能相对充足。受 2022 年下半年起海外需求疲软及零售库存较高影响，我们预计 2023 年外销收入同比增速仍有承压，2024-2025 年外销收入恢复 11%左右增长。

综合以上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 38.77 亿元、43.99 亿元、50.41 亿元，分别同比-4.4%、+13.5%、+14.6%。

表 2: 公司收入预测简表

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国外	2,684	3,708	3,209	2812	3114	3484
YOY	44.1%	38.2%	-13.5%	-12.4%	10.7%	11.9%
占比	78.2%	79.6%	79.1%	72.5%	70.8%	69.1%
国内	727	917	826	1,045	1,266	1,537
YOY	26.7%	26.1%	-9.9%	26.5%	21.1%	21.4%
占比	21.2%	19.7%	20.4%	27.0%	28.8%	30.5%
营业收入	3,434	4,659	4,055	3,877	4,399	5,041
YOY	40.1%	35.7%	-13.0%	-4.4%	13.5%	14.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测核心假设：1) 毛利率：公司主要原材料价格自 22 年下半年起逐步回落，美元升值对毛利率亦有正面影响，公司毛利率逐季度改善；同时，我们预计随着毛利率较高的自主品牌营收增长，2023-2025 年公司毛利率分别为 21%、21.5%、22%。2) 期间费用率：我们预计随着公司海外基地逐步投产爬坡，公司管理费用率受此影响短期略有提升；我们预计，受公司自主品牌营销投入增长影响，公司销售费用率略有提升；2023 年初至今人民币持续贬值趋势，考虑到汇率波动影响，我们预计 2023 年财务费用率为-0.3%，2024-2025 年暂不考虑汇率对财务费用率造成较大影响。

综合以上，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.44 亿元、3.93 亿元、4.60 亿元，分别同比增长 2.6%、14.4%、16.8%。

表 3: 公司盈利预测简表

百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,434	4,659	4,055	3,877	4,399	5,041
%增长率	40.1%	35.7%	-13.0%	-4.4%	13.5%	14.6%
毛利	2,775	3,977	3,271	3,061	3,451	3,930
%销售收入	19.2%	14.6%	19.3%	21.1%	21.5%	22.0%
销售费用	99	161	147	143	165	192
%销售收入	2.9%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%
管理费用	110	146	176	186	180	207
%销售收入	3.2%	3.1%	4.3%	4.8%	4.1%	4.1%
研发费用	116	160	161	155	167	192
%销售收入	3.4%	3.4%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%
财务费用	80	42	-14	-11	7	20
%销售收入	2.3%	0.9%	-0.4%	-0.3%	0.2%	0.4%
所得税	20	8	52	52	59	69
所得税率	7.8%	4.4%	13.4%	13.0%	13.0%	13.0%
归属于母公司股东的净利润	232	181	335	344	393	460
净利率	6.8%	3.9%	8.3%	8.9%	8.9%	9.1%
%增长率	28.2%	-22.0%	84.9%	2.6%	14.4%	16.8%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2 估值与投资评级

公司作为办公椅行业龙头，从“外销 ODM 为主”逐步向“内外销并重、自主品牌和 ODM 模式并重”转型。外销基本业务依托海外稀缺产能布局优势，有望持续扩大出口份额，内销市场加快开拓值得期待。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.44 亿元、3.93 亿元、4.60 亿元，分别同比增长 2.6%、14.4%、16.8%，目前公司股价对应 23 年 PE 为 9X，低于行业平均，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：可比公司 23 年平均 PE 约 14X

公司	股价 2023/7/14	市值 (亿元)	-- 归母净利 (亿元) --		--- PE ---		PB (MRQ)
			2023E	2024E	2023E	2024E	
恒林股份	33.12	46.1	4.6	5.5	10.0	8.4	1.4
乐歌股份	16.28	50.7	2.7	3.4	19.0	15.1	1.8
匠心家居	37.35	47.8	3.6	4.4	13.3	10.9	1.7
麒盛科技	11.48	41.2	2.8	3.3	14.8	12.4	1.3
平均					14.3	11.7	1.6
永艺股份	9.64	32.1	3.4	3.9	9.3	8.2	1.8

资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：永艺股份为信达证券研发中心预测，其他为 Wind 一致预期）

四、风险因素

1、原材料价格波动风险：公司原材料主要有铁件、塑料、面料、木件、海绵、包装等，

在产品生产成本中占比较高，主要原材料大幅上涨或在短期内仍会对公司利润造成挤压，进而可能影响公司的经营业绩。

- 2、国际贸易摩擦风险：近年来，贸易保护主义有所抬头，经济全球化遭遇逆流，中美贸易摩擦等事件频发，未来国际贸易环境存在不断恶化的可能性，进而或对公司业务持续增长产生不利影响；同时，如果美国对越南的贸易政策发生变动，也或将对公司越南子公司业务发展造成一定影响。
- 3、人民币汇率波动及出口退税率政策变动风险：公司办公椅、沙发等产品以外销为主，且海外基地业务快速发展，尽管近年来公司积极推进人民币结算，但目前外币结算量仍然较大，人民币汇率波动对企业经营业绩或存在一定影响。此外，若未来出口退税政策发生变化，亦可能会对公司利润造成一定影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,960	1,648	2,025	2,431	2,922	
货币资金	404	688	888	1,203	1,531	
应收票据	6	2	5	6	7	
应收账款	588	406	485	550	630	
预付账款	29	20	24	28	31	
存货	714	407	500	517	590	
其他	219	124	122	127	132	
非流动资产	1,261	1,339	1,473	1,506	1,533	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	825	1,051	1,185	1,216	1,239	
无形资产	200	209	214	219	224	
其他	236	79	73	71	70	
资产总计	3,221	2,987	3,498	3,937	4,456	
流动负债	1,713	1,131	1,158	1,261	1,386	
短期借款	723	328	328	328	328	
应付票据	49	135	170	192	218	
应付账款	790	488	510	575	655	
其他	151	180	150	166	185	
非流动负债	50	83	82	82	82	
长期借款	20	50	50	50	50	
其他	30	33	32	32	32	
负债合计	1,763	1,213	1,240	1,343	1,468	
少数股东权益	11	14	16	18	21	
归属母公司股东权益	1,447	1,760	2,241	2,576	2,966	
负债和股东权益	3,221	2,987	3,498	3,937	4,456	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,659	4,055	3,877	4,399	5,041	
同比(%)	35.7%	-13.0%	-4.4%	13.5%	14.6%	
归属母公司净利润	181	335	344	393	460	
同比(%)	-22.0%	84.9%	2.6%	14.4%	16.8%	
毛利率(%)	14.6%	19.3%	21.1%	21.5%	22.0%	
ROE%	12.5%	19.0%	15.3%	15.3%	15.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.54	1.01	1.03	1.18	1.38	
P/E	17.70	9.57	9.33	8.16	6.98	
P/B	2.22	1.82	1.43	1.25	1.08	
EV/EBITDA	13.68	6.76	5.56	4.24	3.13	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,659	4,055	3,877	4,399	5,041	
营业成本	3,977	3,271	3,061	3,451	3,930	
营业税金及附加	26	18	17	19	22	
销售费用	161	147	143	165	192	
管理费用	146	176	186	180	207	
研发费用	160	161	155	167	192	
财务费用	42	-14	-11	7	20	
减值损失合计	-7	-14	-10	0	0	
投资净收益	20	-3	16	22	25	
其他	30	107	65	22	25	
营业利润	191	388	396	453	529	
营业外收支	0	2	2	2	2	
利润总额	191	390	398	455	531	
所得税	8	52	52	59	69	
净利润	182	337	346	396	462	
少数股东损益	1	2	2	2	3	
归属母公司净利润	181	335	344	393	460	
EBITDA	299	392	487	564	659	
EPS(当年)(元)	0.60	1.11	1.03	1.18	1.38	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	150	739	259	509	528	
净利润	182	337	346	396	462	
折旧摊销	91	106	100	102	108	
财务费用	44	-9	24	24	24	
投资损失	-20	3	-16	-22	-25	
营运资金变动	-151	370	-158	11	-38	
其它	5	-68	-38	-2	-2	
投资活动现金流	-132	-30	-170	-111	-108	
资本支出	-346	-64	-186	-133	-133	
长期投资	222	1	0	0	0	
其他	-8	33	16	22	25	
筹资活动现金流	122	-456	112	-83	-93	
吸收投资	1	0	196	0	0	
借款	1,366	1,010	0	0	0	
支付利息或股息	-103	-86	-75	-83	-93	
现金流净增加额	121	280	200	315	328	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	nietzenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。