

管理提升艰难时期超预期过渡，聚焦主业、 释放红利，户外家居龙头迈入新成长期 买入(首次)

2020年01月09日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4386.1	4965.4	5929.4	6957.4
同比(%)	-3.3%	13.2%	19.4%	17.3%
归母净利润(百万元)	(107.8)	424.9	630.6	755.1
同比(%)	-237.7%	494.3%	48.4%	19.7%
每股收益(元/股)	(0.05)	0.20	0.29	0.35
P/E(倍)	(90.0)	22.8	15.4	12.9

投资要点

- 公司是国内最大的户外休闲家具及用品ODM制造商。**公司产品主要包括户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等，产品主要销往美国、德国等发达国家和地区，与劳氏、家得宝、家乐福等国际大型商超和户外休闲产品专卖店建立了长期的合作关系。产品以休闲家具为主，销售区域以欧洲及北美为主。按产品分类，2019H1 休闲家具、遮阳制品收入分别为 19.72 亿元/6.97 亿元，占总营收比重分别为 71%/25%；按地区分类，2019H1 北美洲、欧洲收入占比分别为 53%/41%。
- 收入端表现稳健，贸易摩擦环境下订单出现向龙头集聚的现象，主业利润有望迎来修复。**公司历年收入整体上较为稳健，19 年边际改善显著。2006-2017 年期间公司营收 CAGR11 为 12%，基本反映出公司具备稳健的研发、生产及销售能力。剔除非经常性项目损益对公司净利润造成的影响后，公司主业利润表现较稳健。贸易摩擦环境下，订单出现了向龙头集中的现象，公司自身在渠道与生产管理上过去两年亦有突破性的能力提升，2020 生产年度，贸易摩擦对公司的负面影响已出尽，预计未来公司盈利水平有望步入稳健回升轨道。
- 生产及销售存在淡旺季，营销布局提升、客户关系稳定、生产端扩产计划支撑业绩持续增长。**由于公司主要客户分布在欧美地区，消费者消费旺季为每年的 3 月至 9 月，而公司生产旺季集中于 9 月至次年 4 月，因此公司现金流及收入呈现季节性波动。从销售端来看，公司具备全球化营销体系，客户集中度较稳定，近年来欧洲提升较快；从生产端来看，公司计划投入 5 亿元在河南建设户外休闲用品生产线项目，对公司原有产能形成有力补充。这些将支撑公司作为行业龙头长期稳健发展。
- 分红规划及激励方案彰显管理层信心：**为充分调动核心管理层和员工的积极性，实现公司、股东和员工利益的一致性，公司从 2019 年 9 月份起计划滚动开展员工持股计划；此外，在内部管理提升叠加外部环境改善，促使业绩走出低谷、稳步向上的趋势下，叠加公司账上可变金融资产较多，公司于 2019 年 12 月公布了 2019-2021 三年股东回报计划，承诺现金分红比例不低于 60%。这两方面举措充分彰显了公司管理层对公司未来前景的信心。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司 2019-2021 业绩预期为 4.2 亿/6.3 亿/7.6 亿元，增速分别达到 494%/48%/20%，对应市盈率为 23/15/13X。考虑到公司属于典型低估值且具备成长性、同时还有高分红属性的标的，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**国际贸易环境发生较大变动，河南扩产进度不及预期，汇率波动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.55
一年最低/最高价	2.55/4.62
市净率(倍)	2.96
流通 A 股市值(百万元)	8548.02

基础数据

每股净资产(元)	1.54
资产负债率(%)	39.93
总股本(百万股)	2175.74
流通 A 股(百万股)	1878.69

相关研究

内容目录

1. 浙江永强：国内户外休闲家具龙头企业	3
1.1. 公司简介：国内户外休闲家具龙头企业	3
1.2. 股权集中，实际控制人为谢氏父子四人	3
2. 户外休闲家具行业：以海外销售为主，市场较稳定	4
3. 公司主业：户外休闲家具业务再起航	5
3.1. 业务情况：产品以休闲家具为主，销售区域以北美及欧洲为主	5
3.2. 业绩复盘：收入端表现稳健，主业利润有望迎来修复	6
3.3. 生产及销售存在淡旺季，财务指标呈现季度变动	10
3.4. 销售端：全球化销售系统，主要客户关系稳定	10
3.5. 生产端：产能扩张为主业复苏保驾护航	11
3.6. 公司未来经营战略：打开市场、拓展品类、加强管理	12
4. 分红规划及员工激励方案彰显管理层信心	13
5. 盈利预测及投资建议	14
5.1. 核心假设	14
5.2. 盈利预测	15
5.3. 投资建议	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1：浙江永强股东结构（截至 2019/11/25）	4
图 2：公司历年营收表现较稳健	7
图 3：净利润呈现较大的波动	7
图 4：2014 年起投资收益占营业利润比重加大	7
图 5：公司主业利润较净利润而言表现更为稳健（百万元）	9
图 6：Q3、Q4 为公司生产旺季，Q1、Q2 为销售旺季	10
图 7：Q1、Q4 为公司收入确认高峰季节	10
图 8：公司具有国际全球化销售系统	11
图 9：公司客户集中度较高	11
图 10：公司员工主要由生产人员构成（2018 年报）	12

表 1：公司主营产品类型	3
表 2：公司收入按产品及按地区拆分（百万元）	5
表 3：公司主业利润还原过程（百万元）	8
表 4：公司净资产收益率杜邦分析	9
表 5：主营业务产销状况良好	11
表 6：首期员工持股计划参加对象持有份额计划	13
表 7：公司收入预测拆分（百万元）	14
表 8：公司盈利预测框架（百万元）	15

1. 浙江永强：国内户外休闲家具龙头企业

1.1. 公司简介：国内户外休闲家具龙头企业

公司是国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商，主要从事户外休闲家具的设计研发、生产和销售。公司产品主要包括户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等，用于家庭庭院和露台、户外休闲场所（餐馆、酒吧、海滩、公园）及酒店等场所，公司拥有自营进出口权，产品主要销往美国、德国、澳大利亚、香港等发达国家和地区，与劳氏、家得宝、家乐福、沃尔玛、欧尚等国际大型商超和户外休闲产品专卖店建立了长期的合作关系。2018 年公司收入 43.86 亿元/-3.31%，归母净利润-1.08 亿元/-237.74%；2019 年前三季度营收 30.37 亿元/+15.55%；归母净利润 3.57 亿元/+418.23%。

表 1：公司主营产品类型

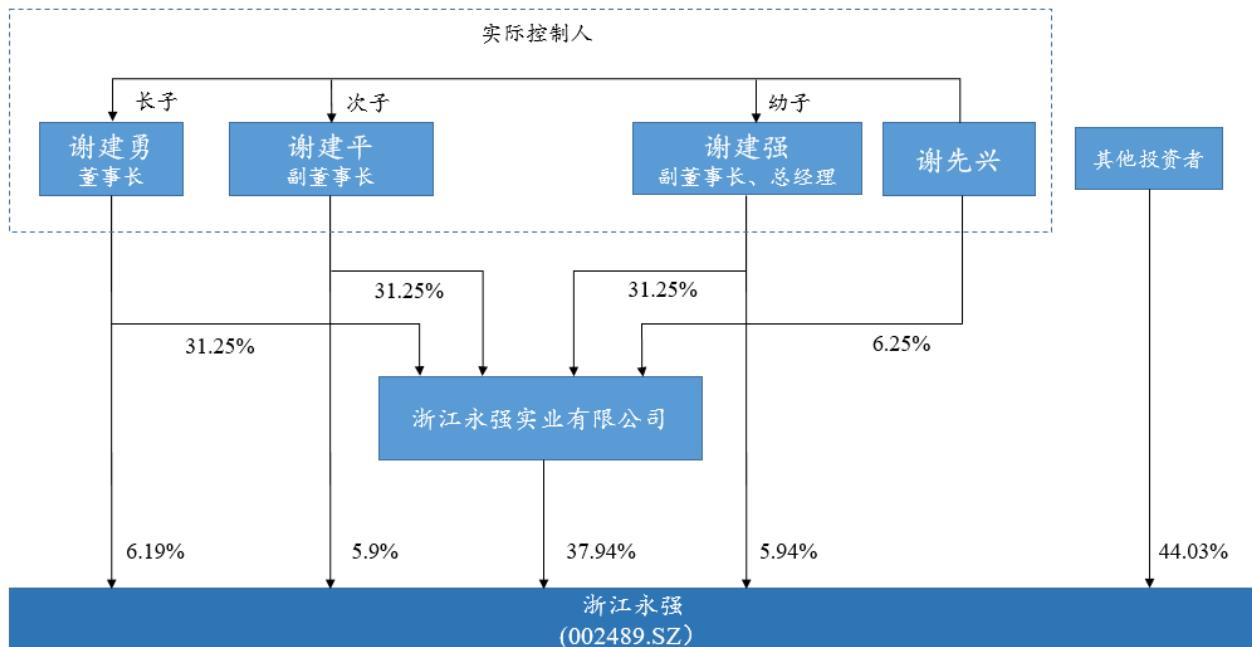
产品分类	产品种类	产品图片
户外休闲家具系列	桌类产品	
	椅类产品	
	秋千类产品	
遮阳伞系列	普通遮阳伞类	
	吊伞类	
帐篷系列	帐篷类	
	暖房类	
	车库类	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权集中，实际控制人为谢氏父子四人

公司的共同控制人为谢先兴、谢建勇、谢建平、谢建强父子四人，谢先兴通过持有控股股东浙江永强实业有限公司 6.25% 股权间接持有公司 2.37% 股份，谢建勇、谢建平、谢建强分别直接和间接（通过持有公司控股股东浙江永强实业有限公司）持有公司 18.05%、17.76%、17.80% 股份。谢先兴之长子谢建勇担任公司董事长，次子谢建平为公司副董事长，幼子谢建强为公司的副董事长、总经理，公司股权较为集中，与管理者经营权具有高度一致性，股权激励较充分。

图 1：浙江永强股东结构（截至 2019/11/25）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 户外休闲家具行业：以海外销售为主，市场较稳定

据《中国户外休闲家具及用品行业投资方向研究报告（2017 版）》，2016 年全球户外休闲家具及用品的市场需求总量约为 339.95 亿美元。由于该行业发展与人们的生活习惯关系密切，欧美人常住带庭院的独栋房子，偏好户外休闲活动，故目前全球以欧美发达国家市场需求占主要部分，已形成较为稳定的市场规模、产业成熟度较高，市场规模约占全球的 60%。一般户外休闲家具用品的更换周期在 1-3 年，属于更新频率较高的消费品。该报告预计自 2017 年起五年内全球户外家具及用品的市场需求将保持 3%-4% 的增长率，2019 年将达到 379 亿美元的市场规模。

国内户外休闲家具及用品市场还处于发展阶段，市场上主要有以下三类企业：

①大部分国内企业研发设计能力薄弱，主要开展 OEM 业务，在户外休闲家具及用品行业的产业链上处于利润较低的生产制造端，依靠价格优势，议价能力较弱，客户忠诚度较低。

②部分公司在生产制造过程中承担部分设计业务，拥有自主研发设计的产品，在国际贸易中采取 ODM 业务模式，在市场中具有一定的议价能力，利润相对较高，具有较强的竞争优势。

③部分公司利用多年在海外市场的销售经验，结合市场需求，对客户的具体需求和偏好做了研究和分析，在欧美等地设立子公司或者分公司，由当地设计师和熟悉当地销售市场的人员组建了经营团队，增强产品的设计能力，提高了在 ODM 市场的竞争力，同时逐渐向 OBM 市场渗透。

浙江永强拥有较为领先的自主研发能力及强势的海外销售渠道资源，属于前述第三类企业。以 2019 年全球 379 亿美元市场预期、浙江永强 2019 年 50 亿元收入目标对应的市场零售额 100 亿元计算（根据浙江永强公开资料，公司产品加价倍率约为 2X），浙江永强 2019 年在全球的市场份额约为 3.8%。

从行业发展的趋势而言，我们认为公司作为户外休闲家居的绝对龙头制造商，与其他的制造龙头面临着同样的机遇与挑战。制造业龙头的通用命题在于：1、如何优化客户结构；2、通过全球化生产布局以及垂直一体化供应链组织为客户提供一站式服务以提高客户黏性、保障订单稳定性；3、通过良好的客户结构与优质订单，反向优化生产管理与供应链组织效率，实现正向循环。

供应链组织方面，公司利用在渠道端的影响力，正在实践与其他品类的户外家居用品合作为下游客户提供一体化的全品类采购方案。**生产管理方面**，通过激励机制的改革，公司的人效实现了大幅提升，这一趋势在公司持续强化对核心经营管理层的激励背景下也将延续（公司将滚动以员工持股的方式开展激励，员工持股的资金来源主要是员工的超额业绩奖金）。

3. 公司主业：户外休闲家具业务再起航

3.1. 业务情况：产品以休闲家具为主，销售区域以北美及欧洲为主

按产品业务分类，休闲家具是公司最主要的经营产品，**2019H1 休闲家具收入占比 71%，同增 15%**。2019H1 休闲家具、遮阳制品、金属制品收入分别为 19.72 亿元/6.97 亿元/7498 万元，占总营收比重分别为 71%/25%/3%。其中，在公司加大设备改造及研发投入作用下，2019H1 高端帐篷及伞业务取得了较快速增长，遮阳制品收入同比增长 52.66%。

按地区分类，公司最大出口地区为北美洲及欧洲地区，2019H1 北美洲、欧洲及国内收入占比分别为 53%/41%/5%。其中，由于公司面对中美贸易摩擦积极开拓欧洲市场，欧洲地区收入增速达 42.85%，为 19H1 增速最快地区。

表 2：公司收入按产品及按地区拆分（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入	3,022.36	3,299.74	3,540.61	3,792.34	4,536.32	4,386.10	2,769.05
^{oyy}	9.54%	9.18%	7.30%	7.11%	19.62%	-3.31%	19.55%
毛利率	23.25%	19.46%	22.87%	28.79%	25.45%	20.26%	28.42%

按产品分类							
休闲家具	2,355.02	2,427.52	2,466.57	2,670.78	3,177.57	3,033.19	1,972.48
yoy	8.33%	3.08%	1.61%	8.28%	18.98%	-4.54%	15.14%
/收入	77.92%	73.57%	69.67%	70.43%	70.05%	69.15%	71.23%
毛利率	22.83%	18.91%	22.52%	28.97%	28.06%	20.76%	28.70%
遮阳制品	639.23	736.51	811.88	864.47	923.04	1,025.82	697.35
yoy	12.21%	15.22%	10.23%	6.48%	6.78%	11.13%	52.66%
/收入	21.15%	22.32%	22.93%	22.80%	20.35%	23.39%	25.18%
毛利率	25.54%	23.74%	29.34%	31.59%	25.85%	23.10%	30.74%
金属制品		100.97	120.99	135.75	221.08	258.74	74.98
yoy			19.83%	12.20%	62.86%	17.03%	-31.54%
/收入		3.06%	3.42%	3.58%	4.87%	5.90%	2.71%
毛利率		2.00%	3.15%	9.83%	3.62%	2.84%	-
其他业务	28.11	34.74	141.17	121.35	214.64	68.36	24.24
yoy	80.54%	23.59%	306.36%	-14.04%	76.88%	-68.15%	-64.54%
/收入	0.93%	1.05%	3.99%	3.20%	4.73%	1.56%	0.88%
毛利率	6.60%	17.84%	8.68%	26.16%	7.88%	21.12%	-
按地区分类							
欧洲	1,596.96	1,639.18	1,774.24	1,493.86	1,653.34	1,566.48	1,145.20
yoy	0.87%	2.64%	8.24%	-15.80%	10.68%	-5.25%	42.85%
/收入	52.84%	49.68%	50.11%	39.39%	36.45%	35.71%	41.36%
北美洲	1,199.04	1,246.15	1,219.93	1,725.50	2,114.80	2,220.48	1,454.48
yoy	22.32%	3.93%	-2.10%	41.44%	22.56%	5.00%	15.18%
/收入	39.67%	37.76%	34.46%	45.50%	46.62%	50.63%	52.53%
国内	30.87	210.11	369.81	406.32	590.72	450.18	148.73
yoy	219.14%	580.71%	76.01%	9.87%	45.38%	-23.79%	-24.76%
/收入	1.02%	6.37%	10.44%	10.71%	13.02%	10.26%	5.37%
其他地区	167.38	204.31	176.63	166.66	177.46	148.96	20.64
yoy	-1.83%	22.06%	-13.54%	-5.65%	6.49%	-16.06%	-61.67%
/收入	5.54%	6.19%	4.99%	4.39%	3.91%	3.40%	0.75%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

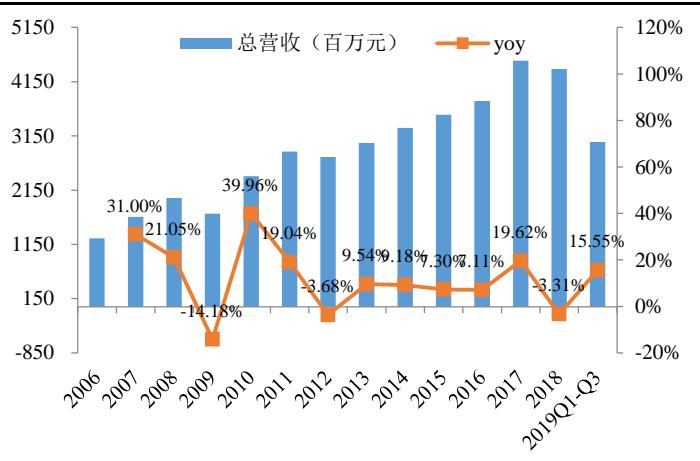
3.2. 业绩复盘：收入端表现稳健，主业利润有望迎来修复

公司历年收入整体上较为稳健，19 年明显边际改善。2006-2017 年期间，除 2009 受金融危机滞后影响、2012 年受欧债危机及欧洲天气恶劣影响导致客户订单确认及出货时间推迟、收入出现下跌外，公司整体营收维持较稳定增长，CAGR11 为 12%，基本反映出公司具备稳健的研发、生产及销售能力。2018 年由于贸易战、汇率波动及剥离机票

业务影响，公司总收入同降 3.31% 至 43.86 亿元，2019H1 公司及时调整营销策略、积极开拓欧洲市场、开发新客户、完善供应链体系，收入恢复增长，同比增长 19.55% 至 27.69 亿元。

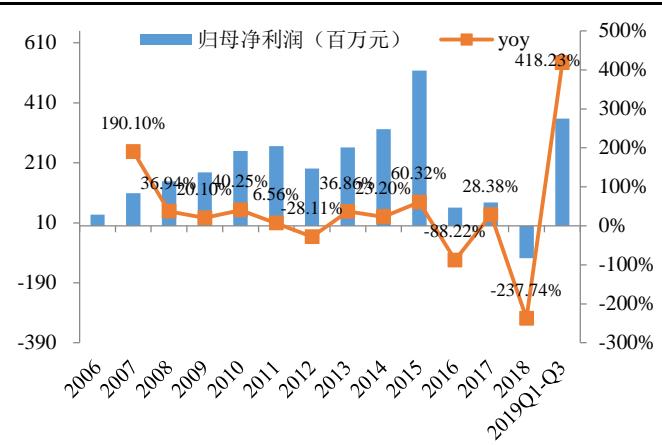
净利润端过去在非经常性项目影响下呈现较大的波动。2006-2015 年净利润整体呈现上扬趋势，与收入走势较为吻合，9 年复合增速 34%。而 **2016 年至今利润出现较大幅波动：**2016 年净利润同比减少 88%、2018 年出现上市后首次亏损，净亏损 1.08 亿元。初步从公司投资收益及营业利润两个项目来看，**公司 2014 年后投资收益占营业利润比重大幅增加：**2014 年公司投资收益 3.56 亿，占营业利润比重 74.47%，2015 年投资收益 5.29 亿元，占比进一步增至 83%。**投资收益以股票、基金投资盈亏为主，并非公司经常性经营项目，故公司账面净利润端的波动不能真实反映出公司主营业务盈利情况。**

图 2：公司历年营收表现较稳健



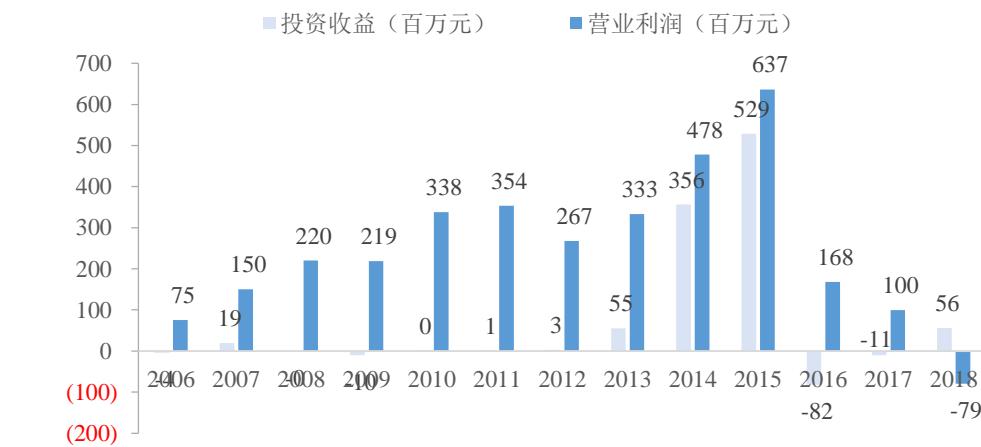
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：净利润呈现较大的波动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2014 年起投资收益占营业利润比重加大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

为了剔除非经常性项目损益对公司净利润造成的影响、更清楚观察公司主营业务盈利能力，我们对主业利润进行了如下还原：定义主业利润=毛利-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用+财务费用中汇兑损益-资产减值损失+资产减值损失中商誉减值损失（剔除汇兑损益与商誉减值的影响）。

还原后的主业利润较净利润而言表现更为稳健，其波动主要来自原材料价格及汇率变动对毛利率造成的影响。2006-2017年主业利润在7900万-3.5亿区间内正常波动，主业本身没有亏损情形。2018年主业亏损218万元，比2017年同降101%，原因主要在于：1) 2018年人民币汇率变动导致收入、成本两端挤压，毛利缩水2.7亿；2) 计提了坏账损失及存货跌价损失共1.04亿元，相较2017年增加了5917万元。

公司未来计划在对外贸易业务上对汇率进行严格的锁汇管理。具体而言，外贸制造业的通用做法为：1) 在上游原材料采购环节通过与供应商协商长期价格来锁定成本，2) 以成本加成法向下游客户报价，通过衍生品工具将订单价格锁定，从而将毛利率控制在较稳定的区间内。公司未来计划对80%以上订单采取锁汇管理，因此未来毛利率水平稳定性将大幅增加。

与此同时，我们预计公司坏账及存货计提管理也将逐步修复至正常水平。在此背景下，我们认为公司未来主业利润的可预测性将大大增强，盈利水平有望步入稳健回升轨道。

表3：公司主业利润还原过程（百万元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
收入①	1263.45	1655.06	2003.47	1719.33	2406.41	2864.67	2759.11	3022.36	3299.74	3540.61	3792.34	4536.32	4386.10	
yyo		31.00%	21.05%	-14.2%	39.96%	19.04%	-3.68%	9.54%	9.18%	7.30%	7.11%	19.62%	-3.31%	
毛利②	231.24	320.98	443.79	508.73	656.71	643.65	614.34	702.78	642.00	809.85	1091.91	1154.65	888.49	
yyo		38.81%	38.26%	14.63%	29.09%	-1.99%	-4.55%	14.40%	-8.65%	26.15%	34.83%	5.75%	-23.05%	
毛利率	18.30%	19.39%	22.15%	29.59%	27.29%	22.47%	22.27%	23.25%	19.46%	22.87%	28.79%	25.45%	20.26%	
税金及附加③	1.75	2.68	10.94	14.62	14.80	15.45	18.75	20.04	33.33	36.83	33.55	40.52	37.08	
/收入	0.14%	0.16%	0.55%	0.85%	0.62%	0.54%	0.68%	0.66%	1.01%	1.04%	0.88%	0.89%	0.85%	
销售费用④	76.70	115.57	141.66	127.03	167.91	195.35	220.43	262.05	266.73	321.07	372.80	447.57	394.36	
/收入		6.98%	7.07%	7.39%	6.98%	6.82%	7.99%	8.67%	8.08%	9.07%	9.83%	9.87%	8.99%	
管理费用⑤	59.34	59.20	108.24	106.68	122.85	151.82	178.51	196.60	223.91	290.31	320.30	321.45	348.17	
/收入		3.58%	5.40%	6.20%	5.11%	5.30%	6.47%	6.50%	6.79%	8.20%	8.45%	7.09%	7.94%	
财务费用⑥	7.92	9.52	(66.63)	41.96	(4.72)	(93.68)	(80.89)	(61.37)	(49.56)	(30.91)	(58.64)	250.99	49.34	
/收入		0.58%	-3.33%	2.44%	-0.20%	-3.27%	-2.93%	-2.03%	-1.50%	-0.87%	-1.55%	5.53%	1.12%	
其中：汇兑损益⑦						5.95	(24.49)	(29.94)	(21.06)	(35.54)	(22.14)	(67.30)	192.56	42.49
资产减值损失⑧	6.50	2.76	29.89	(10.51)	18.19	21.74	12.65	2.69	52.66	30.90	187.26	45.23	119.27	

其中：商誉减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	97.32	0.00	15.06
⑨													
主业利润(②-③-④-⑤-⑥+⑦-⑧+⑨)	79.03	131.25	219.69	228.95	343.63	328.48	234.95	261.71	79.38	139.51	266.67	241.45	(2.18)
yoY													
	66.1%	67.4%	4.2%	50.1%	-4.4%	-28.5%	11.4%	-71.9%	75.8%	91.1%	-9.5%	-100.9%	

备注：管理费用包含研发费用；数字加括号及标红表示为负数

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司主业利润较净利润而言表现更为稳健（百万元）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

除 2016-2018 年受非主业盈亏影响净利率大幅下降外，公司历年 ROE 在 6%-16% 区间。2019 年前三季度随着公司对汇率加强管理、有效控制非经常性投资项目规模、大力发展战略主业，ROE 已修复至 11.06%，我们认为未来 ROE 有望继续修复至中双位数水平。

表 4：公司净资产收益率杜邦分析

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
归母净利率	10.38%	9.29%	6.93%	8.66%	9.78%	14.61%	1.61%	1.72%	-2.46%	11.76%
总资产周转率	0.84	0.71	0.67	0.66	0.63	0.62	0.61	0.61	0.58	0.48
权益乘数	1.55	1.32	1.35	1.49	1.64	1.75	1.89	2.31	2.40	1.95

ROE	13.47%	8.66%	6.24%	8.45%	10.03%	15.83%	1.87%	2.41%	-3.40%	11.06%
-----	--------	-------	-------	-------	--------	--------	-------	-------	--------	--------

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 生产及销售存在淡旺季，财务指标呈现季度变动

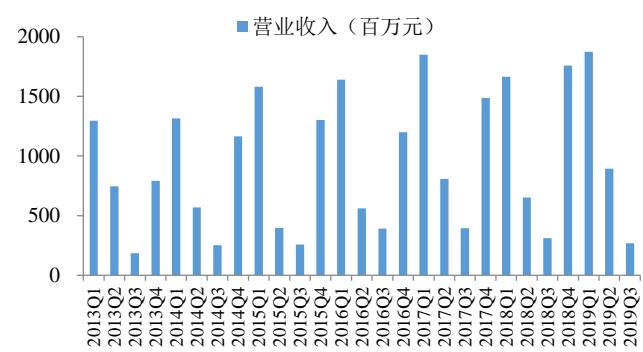
由于产品消费存在淡旺季，公司收入及现金流呈现季节变动。由于公司主要客户分布在欧美地区，消费者消费旺季为每年的3月至9月，而公司生产旺季集中于9月至次年4月（表现为公司Q3-Q4经营活动现金流出），销售出货旺季集中在11月至次年5月，因此公司主营业务收入确认呈现季节性波动（收入确认主要在Q4-次年Q1），Q1-Q2产品销售款项流回（表现为经营活动现金流入），同时导致公司的业务年度与财务年度不相一致，财务年度为每年1月1日-12月31日，而业务年度为每年7月1日-次年6月30日。

图6：Q3、Q4为公司生产旺季，Q1、Q2为销售旺季



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：Q1、Q4为公司收入确认高峰季节



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 销售端：全球化销售系统，主要客户关系稳定

销售方面，公司具有国际全球化销售系统。销售总部位于临海市，在上海、香港、法国巴黎、德国科隆、美国洛杉矶、英国诺丁汉、加拿大多伦多、西班牙巴塞罗那等全球重点城市均设有销售办事处，销售网络发达。

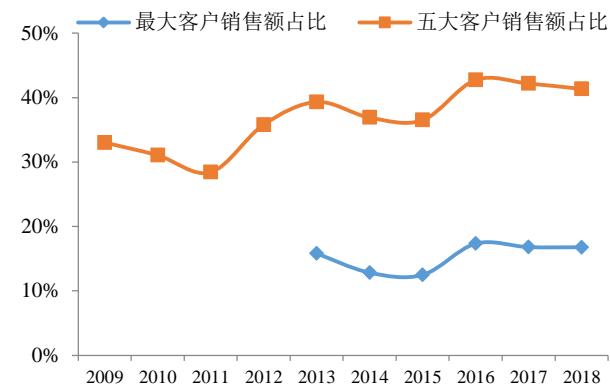
公司客户大多为国际大型家具零售商，集中度高、粘性强。2018年公司最大客户销售额占比16.77%，前五大客户销售额占比41.34%，客户集中度高，反映出公司与大客户之间良好的合作关系，客户粘性较强。2017-2018客户集中度有所下降，我们认为主要原因在于公司积极拓展欧洲市场，新客户数量有增加。公司的客户也多为劳氏、家得宝、家乐福、沃尔玛、欧尚等国际大型家具零售商。

图 8：公司具有国际全球化销售系统



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：公司客户集中度较高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.5. 生产端：产能扩张为主业复苏保驾护航

生产方面，公司生产厂房面积 90 万平方米，共有 12 个生产部，分别分布在浙江临海、宁波、山东济宁市等地，2011 年至今公司产销量在波动中略有小幅上行。2018 年公司生产人员共 9532 人，占整体员工数量的 85%。

公司户外休闲家具用品产销率 140% 以上，销售量中 30%-50% 由外部采购进行支撑；金属制品产销率 96%-102%，基本实现完全自产自销。

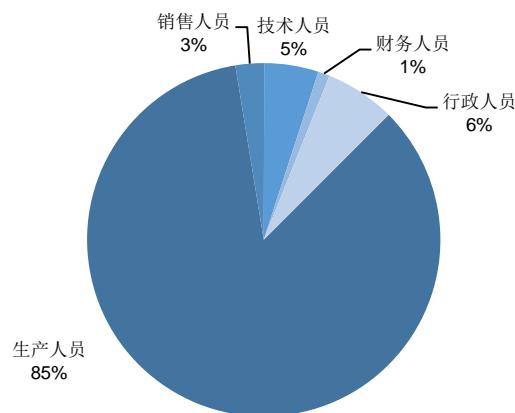
表 5：主营业务产销状况良好

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
户外休闲家具及用品（百万件）								
销售量	19.78	18.99	20.96	21.97	22.22	20.74	22.19	21.94
yoy		-4.00%	10.34%	4.85%	1.14%	-6.68%	7.00%	-1.12%
生产量	12.04	9.90	12.14	13.50	14.89	13.76	15.62	14.74
yoy		-17.85%	22.68%	11.24%	10.26%	-7.60%	13.57%	-5.68%
库存量	2.13	2.28	2.36	2.02	2.15	2.17	2.76	2.49
yoy		6.92%	3.63%	-14.53%	6.33%	1.30%	27.19%	-10.00%
外部采购量	8.56	9.24	8.90	8.13	未披露	未披露	未披露	未披露
yoy		8.01%	-3.74%	-8.69%				
产销率	164.2%	191.9%	172.6%	162.7%	149.3%	150.8%	142.0%	148.9%
金属制品（万吨）								
销售量				2.93	4.56	5.05	5.48	6.05
yoy					55.46%	10.91%	8.40%	10.49%
生产量				3.04	4.56	4.97	5.54	6.11

库存量 yoY	0.35	50.33%	8.81%	11.61%	10.29%
产销率 yoY	96.5%	2.11%	-24.52%	23.86%	17.95%
	99.8%	101.8%	98.8%	99.0%	

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：公司员工主要由生产人员构成（截至 2018 年报）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

扩大产能，支撑市场规模有序扩张。根据公司公告的投资者交流记录，为实现五年内 10 亿美元的销售目标，公司除了提高现有生产基地的产能与利用效率以及保持适当比例的外协供应商外，还计划进一步增加自主生产能力保障。2019 年 11 月起，公司计划投入 5 亿元在河南建设户外休闲用品生产线项目，总租赁厂房为 80 万平方米，在全部厂房到位的第二年，项目产值将达到 20 亿元的生产规模。项目完全建成投产后预计可实现新增营业收入 20 亿元，预计新增净利润 1.5 亿元右。

3.6. 公司未来经营战略：打开市场、拓展品类、加强管理

根据 2018 年年报的经营规划，2019 年公司营收目标 50 亿元，对应 19 年增速 14%；净利润目标扭亏为盈至 4 亿元。

户外休闲家具业务方面，公司计划采用国内市场与国外市场、自主品牌与 ODM 业务并重的两条腿走路战略。

1) 打开销售推广思路：公司计划在稳固现有 ODM 业务基础上，着力提升自主品牌产品推广，加深渠道粘性，致力为渠道提供户外休闲家居一站式垂直一体化服务。

2) 扩展产品品类：通过自我研发设计、投资合作或外延式并购等模式，进一步探索并逐步扩展休闲家居用品品类，利用客户资源与营销网络优势，打造大休闲、大家居产业布局。

3) 提高管理效率：完善和打造事业平台，鼓励员工发展与公司产业链相关的业务，同时丰富员工薪资结构，建立适合公司的自上而下的激励考核机制，充分发挥管理层与员工的主动性、积极性。

4. 分红规划及员工激励方案彰显管理层信心

为充分调动管理者和员工的积极性，实现公司、股东和员工利益的一致性，公司从2019年9月份起计划开展员工持股计划。员工持股计划分为六期，对应业务年度为2019-2024年，其资金来源于薪酬激励奖金净额(代扣代缴员工个税后的薪酬激励奖金)。

“年度激励奖金”的分配按照由董事会薪酬与考核委员会及相关职能部门根据各计划参与人的工作职责履行情况进行考核后分配，参与人持有的份额以缴入员工持股计划的税后“年度激励奖金”金额为基础，每1.00元计为1份持股计划份额。首期员工持股计划参加对象包括常务副总经理施服斌(预计份额占比6.31%)、副总经理周虎华(预计份额占比6.31%)、副总经理蔡飞飞(预计份额占比4.66%)、副总经理兼董秘王洪阳(预计份额占比2.41%)等。截至2019年11月，员工持股计划第一期认缴份额451.3165万份，实际缴纳451.3165万元。

表6：首期员工持股计划参加对象持有份额计划

持有人	职务	预计份额(份)	预计占总额的比例
施服斌	董事、常务副总经理、财务负责人	315580	6.31%
蔡飞飞	董事、副总经理	233205	4.66%
王洪阳	副总经理、董事会秘书	120705	2.41%
周虎华	副总经理	315580	6.31%
陈杨思嘉	监事会主席	20355	0.41%
洪麟芝	监事	120705	2.41%
朱炜	监事	16975	0.34%
小计(8人)		1143105	22.86%
其他人员		3856895	77.14%
合计		5000000	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外，公司于2019年12月公布了2019-2021三年股东回报计划，承诺公司在无重大投资计划或重大资金支出等事项发生的情况下采取现金方式分配股利，且每年分配的现金股利占归属母公司所有者的净利润的比例不低于60%。此次分红规划一方面充分彰显了公司管理层对公司未来经营的信心，另一方面也将进一步激励管理层进行更有效的

经营决策。分红的条件包括：**1)** 公司当年盈利，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；**2)** 公司净利润在弥补亏损和提取法定公积金后尚有剩余；**3)** 保证公司日常经营及下一会计年度投资计划的现金需求。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 核心假设

公司近年来励精图治，在渠道开拓、生产管理、品类布局上的新思路均取得了切实成效，这才使得公司在 2018 年生产年度至今，面临极为不利的外部环境，销售端依然实现了稳健增长。2019 财年（2020 生产年度），公司通过近几年对新市场（尤其是欧洲）的努力开拓，同时凭借着国内不利环境下订单向龙头企业集中的趋势，有效对冲了美国区域收入的下降。

因此在盈利预测的收入端，我们首先预期欧洲业务在低基数情况下仍将保持较快增长；其次，在剔除汇率因素情况下北美订单在 2019 年并没有如期大幅下降，因此在贸易环境边际改善的态势中，可以期待公司深耕渠道的战略会让公司的北美业务保持稳健增长。

公司的收入增长来源可总结为：1) 新区域、新客户的逐步放量，2) 产能的相应扩张，3) 优势品类的突破（例如遮阳制品），这些增长点再匹配上员工激励，我们预计：产品方面，2019-2021 年休闲家具收入增速维持 15% 平稳增长，遮阳制品增速分别达 40%/30%/22%；销售市场方面，预计 19-21 年欧洲市场增速分别为 35%/28%/25%，北美市场增速分别为 -5%/12%/10%。整体而言，预计公司 2019-2021 年收入分别同增 13%/19%/17% 至 49.7 亿/59.3 亿/69.6 亿元。

表 7：公司收入预测拆分（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,386.10	4,965.35	5,929.42	6,957.44
按产品	4,386.10	4,965.35	5,929.42	6,957.44
yyo	-3.31%	13.21%	19.42%	17.34%
毛利率	20.26%	28.39%	28.43%	28.43%
休闲家具	3,033.19	3,488.17	4,011.39	4,613.10
yyo	-4.54%	15.00%	15.00%	15.00%
/收入	69.15%	70.25%	67.65%	66.30%
毛利率	20.76%	28.00%	28.00%	28.00%
遮阳制品	1,025.82	1,436.15	1,866.99	2,277.73
yyo	11.13%	40.00%	30.00%	22.00%

	/收入	23.39%	28.92%	31.49%	32.74%
	毛利率	23.10%	30.00%	30.00%	30.00%
金属制品		258.74	41.04	51.04	66.61
	yoy	17.03%	-84.14%	24.36%	30.52%
	/收入	5.90%	0.83%	0.86%	0.96%
	毛利率	2.84%	5.00%	5.00%	5.00%
按地区		4,386.10	4,965.35	5,929.42	6,957.44
	yoy	-3.31%	13.21%	19.42%	17.34%
欧洲		1,566.48	2,114.75	2,706.88	3,383.60
	yoy	-5.25%	35.00%	28.00%	25.00%
	/收入	35.71%	42.59%	45.65%	48.63%
北美洲		2,220.48	2,109.46	2,362.59	2,598.85
	yoy	5.00%	-5.00%	12.00%	10.00%
	/收入	50.63%	42.48%	39.85%	37.35%
国内		450.18	517.71	569.48	626.43
	yoy	-23.79%	15.00%	10.00%	10.00%
	/收入	10.26%	10.43%	9.60%	9.00%
其他市场		148.96	223.44	290.47	348.56
	yoy	-16.06%	50.00%	30.00%	20.00%
	/收入	3.40%	4.50%	4.90%	5.01%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 盈利预测

在聚焦主业的策略下，我们预期公司未来将对订单进行严格锁汇，同时收缩非主业投资规模，外汇波动对毛利率及汇兑损益的影响将得到有效控制，金融资产投资也将逐步变现，主业利润将成为净利润的主要贡献项目。预计公司 2019-2021 业绩预期为 4.2 亿/6.3 亿/7.6 亿元，增速分别达到 494%/48%/20%，其中税后主业利润为 3.8 亿/5.1 亿/6.4 亿元，增速分别为扭亏/35%/25%。

表 8：公司盈利预测框架（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
收入①	4386.10	4965.35	5929.42	6957.44
yoy	-3.31%	13.21%	19.42%	17.34%
营业成本	3497.61	3,555.77	4,243.58	4,979.12
yoy	3.43%	1.66%	19.34%	17.33%

毛利②	888.49	1409.58	1685.84	1978.32
yoym	-23.05%	58.65%	19.60%	17.35%
毛利率	20.26%	28.39%	28.43%	28.43%
营业税金及附加③	37.08	42.21	48.62	54.27
/收入	0.85%	0.85%	0.82%	0.78%
销售费用④	394.36	437.59	516.62	599.24
/收入	8.99%	8.81%	8.71%	8.61%
管理费用⑤	348.17	371.80	429.76	494.53
/收入	7.94%	7.49%	7.25%	7.11%
财务费用⑥	49.34	-22.77	-34.59	-61.40
/收入	1.12%	-0.46%	-0.58%	-0.88%
其中：汇兑损益⑦	42.49	-20.00	0.00	0.00
资产减值损失⑧	119.27	173.50	39.63	35.56
其中：商誉减值损失⑨	15.06	120.00	0.00	0.00
主业利润(税前, ②-③-④- ⑤-⑥+⑦-⑧+⑨)	-2.18	507.26	685.80	856.12
yoym	-100.9%	扭亏	35.2%	24.8%
主业利润率	-0.05%	10.22%	11.57%	12.31%
投资收益	56.02	150.00	150.00	150.00
利润总额	-82.79	564.30	845.65	1,016.95
税率	-5%	25%	25%	25%
所得税费用	4.14	141.07	211.41	254.24
归母净利润	-107.78	424.93	630.64	755.13
yoym	-237.74%	494.27%	48.41%	19.74%

备注：管理费用中包含研发费用

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.3. 投资建议

公司持续聚焦主业带来的基本面改善预计将驱动公司主业现金流持续向好，在这样的基础上，叠加公司账上的金融类资产较多（包括部分二级市场投资、以及一些长期股权投资，如直接及间接（通过持有其母公司股权）持股上市公司三六零），公司在对相关资产进行变现后，账上资金将非常充沛，因此公司进一步加强了对于股东的回报力度。按照我们测算的2020财年的6亿+业绩预期与60%以上的分红比例，公司的股息率将达到4%（19年股息率按现价也达到2.85%）。

综上，我们预计公司2019-2021业绩预期为4.2亿/6.3亿/7.6亿元，增速分别达到

494%/48%/20%，对应市盈率为 23/15/13X；税后主业利润为 3.8 亿/5.1 亿/6.4 亿元，增速分别为扭亏/35%/25%，对应市盈率为 26/19/15X。考虑到公司属于典型低估值且具备成长性、同时还有高分红属性的标的，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 国际贸易环境发生较大变动：公司收入中近 90% 来自于海外市场，对北美、欧洲市场的依赖度较高，若国际贸易环境突发恶化、海外市场景气度大幅受挫，可能对公司的业务订单量造成影响。
- 2) 河南扩产进度不及预期：公司在河南投入的户外休闲用品生产线项目建成后项目产值将达到 20 亿元的生产规模，若因客观因素导致项目建设进度减缓，将影响公司增收预期。
- 3) 汇率波动风险：尽管公司未来计划对大部分订单进行锁汇管理，但仍存在小幅汇率风险敞口，若汇率剧烈波动，公司利润仍将受到一定影响。

浙江永强三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4139.9	4032.7	4718.8	5493.8	营业收入	4386.1	4965.4	5929.4	6957.4
现金	1305.8	993.3	1554.7	2027.9	营业成本	3497.6	3555.8	4243.6	4979.1
应收款项	1218.4	1147.2	1275.0	1455.4	销售费用	394.4	437.6	516.6	599.2
存货	1186.2	1184.3	1275.8	1490.4	管理费用	244.6	268.5	312.3	356.7
其他	429.5	708.0	613.4	520.0	研发费用	103.6	103.3	117.5	137.8
非流动资产	2638.9	2398.7	2277.7	2150.1	财务费用	49.3	(22.8)	(34.6)	(61.4)
长期股权投资	160.0	22.0	22.0	22.0	投资净收益	56.0	150.0	150.0	150.0
固定资产	951.3	1000.6	1059.5	1118.3	其他	120.0	(94.3)	(221.8)	(220.2)
无形资产	272.8	274.2	274.2	274.2	营业利润	(79.4)	567.3	845.8	1016.1
其他	1254.7	1101.8	922.0	735.5	营业外净收支	(3.4)	(3.0)	(0.2)	0.8
资产总计	6778.7	6431.4	6996.5	7643.8	利润总额	(82.8)	564.3	845.6	1016.9
流动负债	3529.0	2728.3	3030.2	3485.8	所得税费用	4.1	141.1	211.4	254.2
短期借款	1510.8	1000.0	1000.0	1000.0	少数股东损益	20.8	(1.7)	3.6	7.6
应付款项	1497.7	1543.7	1842.7	2297.4	归属母公司净利润	(107.8)	424.9	630.6	755.1
其他	520.6	184.6	187.5	188.4	EBIT	249.5	703.5	856.9	1022.4
非流动负债	7.7	7.6	7.6	7.6	EBITDA	384.8	738.5	898.1	1063.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	7.7	7.6	7.6	7.6					
负债总计	3536.7	2735.9	3037.8	3493.4	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	132.4	118.7	120.3	123.8	每股收益(元)	(0.05)	0.20	0.29	0.35
归属母公司股东权益	3109.6	3576.7	3838.4	4026.7	每股净资产(元)	1.43	1.64	1.76	1.85
负债和股东权益总计	6778.7	6431.4	6996.5	7643.8	发行在外股份(百万股)	2175.7	2175.7	2175.7	2175.7
					ROIC(%)	5.5%	11.2%	13.0%	14.9%
					ROE(%)	-2.6%	12.2%	16.6%	18.8%
					毛利率(%)	20.3%	28.4%	28.4%	28.4%
					EBIT Margin(%)	5.7%	14.2%	14.5%	14.7%
					销售净利率(%)	-2.0%	8.5%	10.7%	11.0%
					资产负债率(%)	52.2%	42.5%	43.4%	45.7%
					收入增长率(%)	-3.3%	13.2%	19.4%	17.3%
					净利润增长率(%)	-237.7%	494.3%	48.4%	19.7%
					P/E	(90.0)	22.8	15.4	12.9
					P/B	3.0	2.6	2.5	2.3
					EV/EBITDA	29.1	14.5	11.9	10.1

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>