

越南基地再布局，国际化推进，办公椅龙头发展可期

事件

1 月 11 日，公司发布关于投资建设第二期越南生产基地的进展公告，公司全资孙公司越南永协、越南永辉、越南永丰分别与越南 DSVK 工业股份公司（标的公司）现股东签订《股份转让协议》，以合计约 1506.50 万美元的对价收购 DSVK 工业股份公司 100% 股份。本次收购的目的是为了取得标的公司名下位于越南平阳省总面积为 12.36 万平方米的土地的使用权，用于建设第二期越南生产基地。

我们的分析和判断

获得越南 12.36 万平米土地使用权，布局越南生产基地二期

公司拟作价 1506.50 万美元收购越南公司，以获得其位于越南平阳省土龙木市福新坊神浪 3 工业区总面积为 12.36 万平方米的土地的使用权，用于建设第二期越南生产基地。此次收购是公司有效规避国际贸易摩擦风险，确保主业持续快速发展，进一步落实国家“一带一路”倡议、优化公司国际化产能布局的重要举措，由于公司现有越南生产基地产能已无法有效满足客户需求，公司此举将进一步布局海外产能，提高公司核心竞争力和风险抵御能力，长远来看有利于公司继续提升市场占有率。

多品类座椅共同发力，外销为主，业绩表现良好

永艺股份是从事健康座椅研发、生产和销售的国家高新技术企业，公司主要产品包括办公椅、培训椅、按摩椅椅身、休闲椅、儿童椅、沙发及功能座椅配件等。2019 年前三季度，公司营业收入为 17.72 亿元，同比增长 4.45%，归母净利润为 1.43 亿元，同比增长 93.84%，扣非后归母净利润为 1.24 亿元，同比增长 130.01%。

分产品来看，公司办公椅、按摩椅椅身和沙发销售收入是支持公司经营业绩增长的主要因素。公司 2019 年上半年公司办公椅业务收入为 7.37 亿元，占营业收入比重为 64.98%，毛利率为 19.34%，较 2018 年同期提升 3.80pct；沙发业务收入为 2.70 亿元，占营业收入比重为 23.83%，毛利率为 18.16%；按摩椅椅身业务收入 1.05 亿元，占营业收入比重为 9.29%，毛利率为 11.60%；功能座椅配件业务收入为 0.28 亿元，占比为 2.43%，毛利率为 13.91%，较 2018 年同期提升 1.47pct；休闲椅业务收入为 0.20 亿

永艺股份 (603600)

首次评级

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

执业证书编号：S1440519060003

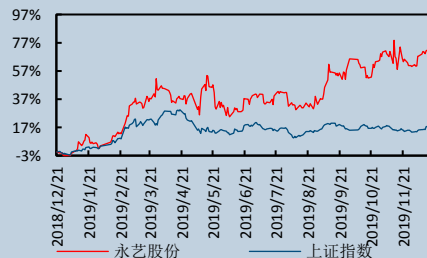
发布日期：2020 年 1 月 14 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.1/0.88	10.78/10.83	75.15/56.67
12 月最高/最低价 (元)		12.37/6.82
总股本 (万股)		30,254.36
流通 A 股 (万股)		30,180.93
总市值 (亿元)		36.06
流通市值 (亿元)		35.98
近 3 月日均成交量 (万)		399.79
主要股东		
永艺控股有限公司		25.71%

股价表现



相关研究报告

元，占比为 1.75%，毛利率为 23.33%，较 2018 年同期提升下降-0.31pct。

分地区来看，公司外销比例较高，且外销扩展迅速。2018 年，公司外销收入为 18.29 亿元，占比为 76.15%，其中美洲占比最高，为 44.43%，欧洲、亚洲的收入占比为 19.05%、11.21%；内销收入为 5.73 亿元，占比为 23.75%。公司在国际市场主要采取 ODM 的方式向北美、欧洲和亚洲等市场销售，2018 年，公司自有品牌实现收入 0.73 亿元，占比为 3.03%，毛利率为 39.22%；非自有品牌 23.29 亿元，占比为 96.60%，毛利率为 14.81%。

分渠道来看，公司以大宗业务为主，主要为美洲、亚洲、欧洲等地区的品牌商、贸易商、零售商提供产品，同时公司启动跨境电商业务，进一步拓宽了海外市场销售渠道。针对国内市场，公司专门设有内销子公司椅业科技，实现线上线下结合，大力建设国内品牌、拓展营销网络，加速扩大国内市场销售份额。2018 年公司大宗业务收入 23.29 亿元，占比为 96.60%，线上销售为 0.37 亿元，占比为 1.53%。

产能全球布局对冲风险，国内市场多维度开拓

公司目前将积极稳步推进全球化发展战略，在全球主要市场的产能布局，实现公司的全球化布局。一方面通过贴近市场、就近布局的原则降低公司的生产成本，提高公司的生产灵活性，另一方面规避贸易摩擦风险，实现公司经营稳健性。公司推进越南生产基地产能的建设和释放，对冲中美贸易摩擦风险，同时积极推进罗马尼亚生产基地建设，深度开拓欧洲及其他海外市场。

同时，公司在产品规划、渠道拓展、效率提升、品牌建设和服务规范五个方面全力开拓国内市场。在产品建设方面，公司积极针对国内市场需求开发设计主流产品，快速精准响应国内市场需求，着力打造办公椅和民用休闲沙发自主品牌，努力提升品牌影响力和知名度；在渠道建设方面，公司继续推进渠道建设，通过线下经销代理、电商新零售平台、民用代理专卖等方式进一步拓宽销售渠道，建立健全销售体系；在服务方面，进一步健全售后服务体系，优化服务流程，提高服务效率，助力品牌建设和渠道拓展。

投资建议：

我们预计永艺股份 2019-2020 年营业收入分别为 25.63、30.49 亿元，同比增长 6.30%、18.96%；归母净利润分别为 1.84、2.31 亿元，同比增长 77.09%、25.54%，对应 PE 为 23.7x、18.9x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：

原材料价格上涨；国际贸易摩擦持续升级等。

图表 1：永艺股份主要财务数据（亿元）

单季	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业总收入	4.89	6.15	5.93	7.15	5.31	6.10	6.30
同比	37.42%	36.54%	18.98%	33.24%	8.61%	-0.66%	6.31%
归母净利润	0.26	0.22	0.26	0.30	0.39	0.53	0.52
同比	5.78%	-47.40%	9.54%	183.59%	48.01%	143.95%	98.13%
扣非归母净利润	0.12	0.19	0.22	0.22	0.32	0.39	0.52
同比	-49.90%	-41.82%	-24.85%	865.22%	169.06%	103.15%	132.18%
累计	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1	19H1	19Q1-3
营业总收入	4.89	11.03	16.96	24.11	5.31	11.41	17.72
同比	37.42%	36.93%	30.07%	30.99%	8.61%	3.44%	4.45%
归母净利润	0.26	0.48	0.74	1.04	0.39	0.91	1.43
同比	5.78%	-27.45%	-17.53%	3.71%	48.01%	91.47%	93.84%
扣非归母净利润	0.12	0.31	0.54	0.75	0.32	0.71	1.24
同比	-49.90%	-45.22%	-38.20%	-15.58%	169.06%	128.45%	130.01%

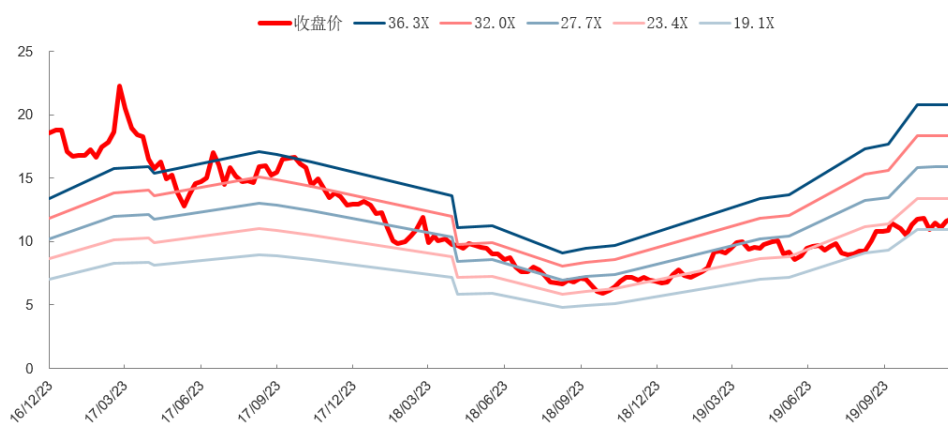
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：永艺股份主要财务指标

	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019Q1-3
营业收入（亿元）	11.36	14.02	18.41	24.11	5.31	11.41	17.72
同比（%）	18.33	23.44	31.29	30.99	8.61	3.44	4.45
归母净利润（亿元）	0.91	1.20	1.00	1.04	0.39	0.91	1.43
同比（%）	67.81	31.83	-16.66	3.71	48.01	91.47	93.84
综合毛利率（%）	20.21	21.10	18.76	15.64	18.76	19.14	19.40
净利润率（%）	8.03	8.58	5.48	4.39	7.32	8.07	8.18
销售费用率（%）	3.86	3.35	3.47	3.86	4.12	4.06	3.88
管理费用率（%）	8.05	8.19	8.24	3.68	3.53	3.80	3.83
财务费用率（%）	-1.32	-1.08	0.63	-0.46	0.29	-0.32	-0.80
研发费用率（%）	0.00	0.00	0.00	4.15	4.02	3.58	3.36
期间费用率（%）	10.59	10.46	12.33	11.22	11.96	11.13	10.26

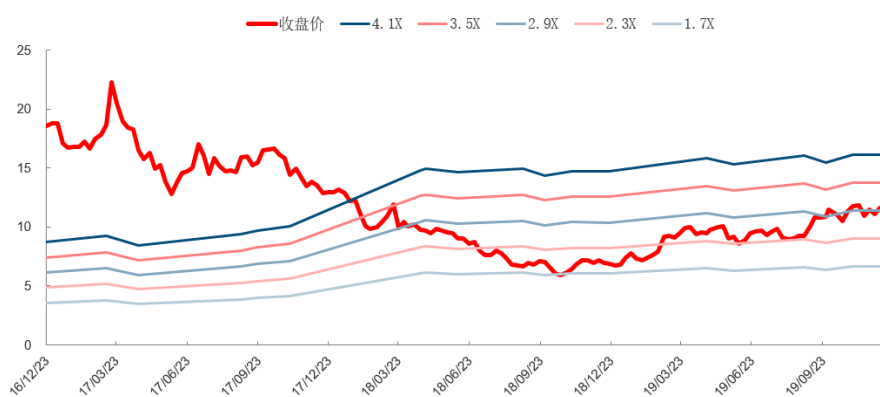
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3：永艺股份 PE-Band



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 4：永艺股份 PB-Band



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长，执行总经理，统计学硕士。2015年，获新财富轻工家居最佳分析师第5名；2016年，获新财富第4名，水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年，获新财富第3名，水晶球第2名；2018年，获水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名；2019年，获《财经》最佳分析师第2名，Wind金牌分析师第3名，水晶球第4名，新浪金麒麟分析师第4名，新财富入围团队。

罗乾生：轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，2016年加入中信建投。2018《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

翟延杰：轻工制造行业研究员，北京大学金融硕士，2019年加入中信建投。

报告贡献人

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
 郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
 郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
 张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
 高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
 任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
 黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
 李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
 金婷 jinting@csc.com.cn
 夏一然 xiayiran@csc.com.cn
 杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
 杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn
 张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
 李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
 廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
 黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
 诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
 黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
 戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
 翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
 章政 zhangzheng@csc.com.cn
 范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
 李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
 薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
 王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
 张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
 许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
 程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
 陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859