

# 永艺股份 (603600.SH)

## 产业链地位持续提升，由核心技术研发走向国际坐具领军企业

**中国办公椅领军企业，向全品类、全渠道国际性椅业龙头步步奋进。**公司核心产品为办公椅、按摩椅椅身、沙发，销售模式以自营出口 ODM 模式为主，服务模式通过深耕差异化的核心产品为载体，实施大客户战略，通过精确分析客户需求+针对性研发，提供综合的供应解决方案。公司组织模式为矩阵式组织结构，纵向按产品大类划分事业中心，横向设立研究院等职能部门。公司当前处于品类、渠道扩张的内生周期成长阶段，乘电商东风，自有品牌带来延续性增量拓展。

**雄踞全球供应链大动脉顶端，高维度优势带来成长空间广阔。**全球办公椅市场为千亿市场，2019 年市场规模约 250 亿美金，新兴市场+居家办公场景驱动，行业处于长期扩容阶段。我国为全球办公椅供应链大动脉，2019 年我国办公椅占全球产量 30.2%，疫情下供应链韧性再获重视。2019 年公司占国内出口市占率全国领先，却仅为 5.4%。公司把握行业由同质化向差异化竞争转变的主要矛盾，后发切入办公椅市场，2014-2019 年核心产品办公椅收入 CAGR 达 23.4% 跃居领军企业。依托供应链基础，公司研发、集团化运营能力具备向高端合约市场、自有品牌市场拓展的高纬度优势，在国内市场具备自主品牌发展的巨大战略纵深。

**优势矩阵：强研发为基石、大客户为杠杆、稀缺海外产能布局为支撑。**  
**1) 研发实力领先：**办公椅是办公家具体系价值量提升最高一环，公司具备主流客户愈发重视的产品迭代实力，“供应商开发”能力逐步获得定价权；  
**2) 以国际主流客户为杠杆：**深耕国际一流客户获得供应链地位、份额提升，进一步依托大客户实现品类延伸、多市场多客户延伸，在产业竞争中具备高维度优势；  
**3) 稀缺海外产能布局：**管理层早在 2018 年逆周期布局越南、罗马尼亚基地，贸易优势进一步夯实产业优势地位，2020 年中报披露越南一期出货额相比 2019 年底提升 3 倍以上，当前处于产能加速释放、订单承接能力爬升阶段。

**“先聚焦后外延”贯穿经营历程，看好商业模式持续演进。**公司由按摩椅身起步，以差异化切入办公椅行业成为领军企业。依托研发、生产管理优势获得供应链地位持续提升，核心部件的研发积累获得底层通用能力，进一步向沙发、餐椅等多品类顺势拓展。乘跨境电商东风，零售自有品牌建立获得高速发展。在后疫情时代，具备 ODM 多品类延伸、自有品牌增量拓展的优异成长性。

**盈利预测与投资建议：**公司商业模式由单品类，向多品类多渠道，直至自有品牌的持续演进。外部贸易扰动预期平滑，依托内部优势成长确定性强，海外产能处于加速投产周期。2015-2019 年平均 ROE 约 17.8%，高于行业可比企业，当前估值接近历史低位。预计 2020-2022 年归母净利润 2.52/3.30/4.06 亿元，分别同增 39.2%/30.6%/23.2%，对应 PE 分别为 14.9X/11.4X/9.2X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅上涨风险，汇率大幅波动风险，新客户拓展不及预期风险，海运运力不足风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,411	2,450	3,314	4,296	5,175
增长率 yoy (%)	31.0	1.6	35.2	29.6	20.5
归母净利润(百万元)	104	181	252	330	406
增长率 yoy (%)	3.7	74.5	39.2	30.6	23.2
EPS (元/股)	0.34	0.60	0.83	1.09	1.34
净资产收益率 (%)	8.9	14.8	17.7	19.8	20.2
P/E (倍)	36.1	20.7	14.9	11.4	9.2
P/B (倍)	3.19	3.03	2.63	2.24	1.86

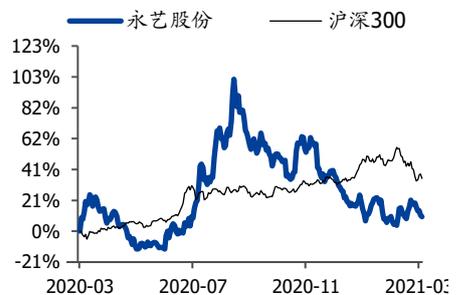
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	家用轻工
最新收盘价	12.27
总市值(百万元)	3,711.83
总股本(百万股)	302.51
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	2.90

#### 股价走势



#### 作者

分析师 马远方

执业证书编号: S0680520090002

邮箱: mayuanfang@gszq.com

#### 相关研究





## 内容目录

一、把握行业发展主要矛盾，内生长性动力十足 .....	5
二、椅业第一股，聚焦带来能力圈外延 .....	6
2.1 公司商业模式的每次演进，是能力圈拓展的必然结果 .....	6
2.2 管理层深耕行业，关注精细高效的内部运营能力 .....	8
三、行业：具备研发驱动力企业将获得供应链地位持续提升 .....	10
3.1 8小时使用时间，为办公家具体系价值量提升最重要一环 .....	11
3.2 供需：千亿元办公椅市场，国内供应链为全球大动脉 .....	12
3.3 格局：有先进管理、研发驱动力企业具备广阔成长空间 .....	15
四、公司：管理优异，优势模块相互依托构筑先进集团优势 .....	16
4.1 坚持差异化，高研发费用带来持续正向反馈 .....	17
4.2 深耕主流客户，则高处立，向宽处行 .....	19
4.3 先行的海外产能布局，是提升市占率的历史机遇 .....	22
五、财务分析 .....	23
5.1 收入：聚焦是外延的基础，多年深耕办公椅获得能力外延 .....	23
5.2 利润：规模效应+生产通用能力，内生盈利能力逐季提升 .....	24
5.3 杜邦分析：周转率维持高水平，盈利能力具备长期提升空间 .....	26
六、盈利预测与投资建议 .....	28
6.1 分产品盈利预测 .....	28
6.2 估值探讨：接近历史低点，在围观、宏观层面具备边际拐点预期 .....	29
6.3 投资建议：首次覆盖给予买入评级 .....	30
风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品 .....	6
图表 2: 公司的商业模式演进 .....	7
图表 3: 各产品收入占比变化 .....	7
图表 4: 各地区收入占比变化 .....	7
图表 5: 公司历年线上收入及占比 .....	8
图表 6: 2019 年公司各销售渠道贡献收入占比 .....	8
图表 7: 核心管理层 .....	8
图表 8: 永艺股份股权结构 .....	9
图表 9: 全方位管理体系 .....	9
图表 10: 公司组织架构图 .....	9
图表 11: 办公椅行业产业链 .....	10
图表 12: 产业链下游解析 .....	10
图表 13: 各企业总资产周转率 .....	11
图表 14: 公司历年应收应付情况 .....	11
图表 15: 办公椅为办公家具核心组成部分 (2018 年销售额占比) .....	11
图表 16: 办公椅注重性能及外观 .....	11
图表 17: 一个标准办公椅零部件组成 .....	12
图表 18: 优质办公设备传递重视与员工、客户关系的信息 .....	12
图表 19: 知名品牌简介 .....	12
图表 20: 全球各主要国家及地区办公椅市场规模 (亿美元) .....	13

图表 21: 2020 年 5-12 月办公椅出口额 (亿美元)	13
图表 22: 疫情期间美国线上销售渗透率大幅提升	13
图表 23: 2019 年全球办公椅 (940130) 前十大出口国 (亿美元)	14
图表 24: 2016-2019 年中国办公椅 (940130) 出口额及增速	14
图表 25: 2019 年中国办公椅出口额及占出口国该类进口额比重	14
图表 26: 办公家具主要出口国出口比例	14
图表 27: 办公椅行业格局金字塔	15
图表 28: 赫尔曼米勒 (MLHR.O) 历年销售渠道结构	16
图表 29: 龙头办公椅公司获高于行业收入增速	16
图表 30: 2019 年中国办公椅出口集中度	16
图表 31: 公司发展历史沿革	17
图表 32: 公司拥有坐具行业最大检测中心	18
图表 33: 行业可比公司办公椅销售单价	18
图表 34: 公司历年新产品研发情况 (部分)	18
图表 35: 公司历年研发费用	19
图表 36: 行业可比研发费用率 (永艺、恒林、博泰)	19
图表 37: 历年单套成本对比	19
图表 38: 公司历年人均创收 (万元)	19
图表 39: 前五大客户占比对比	20
图表 40: 公司大客户简介 (部分)	20
图表 41: 行业可比公司主要客户一览	21
图表 42: 公司历年新增客户	21
图表 43: 公司上市后新增产能情况	22
图表 44: 行业可比公司历年收入及增速	23
图表 45: 公司主要产品历年收入及增速	24
图表 46: 恒林股份主要产品收入及增速	24
图表 47: 行业可比公司历年归母净利润及增速	24
图表 48: 公司单季度毛利率逐季度明显上行	25
图表 49: 公司综合成本结构历年变化	25
图表 50: 办公椅各项成本占总成本比例历年变化	25
图表 51: 行业可比公司毛利率、净利率	26
图表 52: 历年三费结构及销售期间费用率对比	26
图表 53: 可比公司杜邦拆解对比 (2019 年)	26
图表 54: 公司历年杜邦拆解	27
图表 55: 公司历年资产结构变化	27
图表 56: 可比成品家具类公司历年总资产周转率	27
图表 57: 行业可比存货周转率	27
图表 58: 行业可比应收账款周转率	27
图表 59: 经营性现金流净额/投资性现金流净额	28
图表 60: 利润及资产、收入增长倍数	28
图表 61: ROIC	28
图表 62: 永艺股份盈利预测-主要产品 (百万元)	29
图表 63: 公司 PE (TTM) 的变化情况	30
图表 64: 公司历史市值变化情况	30
图表 65: 可比公司估值表	30

## 一、把握行业发展主要矛盾，内生成长性动力十足

疫情催化居家办公需求，叠加国内供应链韧性，在办公椅出口高速增长背景下，我们更关注行业发展主要矛盾，以及公司内生成长性。1) 公司处于空间巨大且持续增长的行业，全球办公椅市场为千亿美元市场，2019年市场规模约250亿美金，我国处于供应链大动脉的地位，2019年我国办公椅占全球产量30.2%，是全球绝对主力产区。2) 办公椅是办公家具体系内价值量提升最高一环，日均使用时间久、交互体验感强，核心零部件复杂，孕育百亿量级品牌企业。公司在全球分工中主要处于研发、设计、生产环节，属于复杂设计、集成生产的生意，产业发展主要矛盾由低价同质化逐步转向差异化发展，公司后发以差异化切入办公椅出口行业而获得领军地位。3) 上游高度分散，下游集中，产业链格局使公司具备上游议价权，现金流长期维持净流入。横向产业格局高度分散，公司为办公椅出口领军企业，在该领域出口市占率全国领先，但却仅为5.4%，公司设计研发导向实现供应链地位持续提升。

具备产业升级能力的龙头企业，具备量、价更大的成长空间。我国办公椅出口额在进口国占比虽高，但仅为全球市场规模的十分之一，国内办公椅出口企业大多面向零售型企业，未能真正进入空间更大的合约品牌商市场。我国办公椅产业规模大而高度分散，多数企业处于同质化竞争。我们认为，具备产业升级能力的龙头企业，处于市占率提升的历史性节点：**1) 下游集中度高度提升：**根据公司公告数据，2018年美国办公家具CR5提升至55%，欧洲办公椅CR20可达46%，日本前两大办公家具企业市占率可达60%，基于集中集采习惯及高供应商门槛，核心供应商提升空间巨大；**2) 合约市场空间巨大：**欧美品牌商背后的高端合约市场空间广阔，仅Herman Miller一家美国市占率可达18%，而公司作为国内办公椅出口领军企业，2019年办公椅出口市占率仅5.4%，国内供应商难以真正进入品质要求更高的合约市场，具备强研发生产实力企业有望进入合约市场蓝海，获得更广阔、壁垒更高的市场空间。

公司具备研发、生产、管理三大稀缺先进性，作为江浙先进制造业领军企业，国际一体化布局大幕拉开，具备toB模式下的更高成长确定性、成长空间。

**1) 研发领先：**办公椅是结合复杂设计、生产集成的生意，而非来料加工生意，是办公家具体系中价值量最高一环，注重性能与产品迭代。公司历来坚持产品差异化，常年保持高研发费用率，具备多年研发积淀。早在2015年依托先进底盘技术，向合约市场销售额达7900万元，产品销售单价高于可比企业，具备未来竞争格局中稀缺的领先研发优势。

**2) 稀缺海外生产布局：**早在2018年逆周期布局越南基地，依托海外基地贸易优势，在产业内竞争优势进一步拉开。**当前产能扩张与订单需求高增节奏匹配：**越南基地处于订单承接能力加速攀升中，越南一期2020年6月单月销售额超5000万元，为2019年12月单月销售额3倍以上。越南二期处于加速投产过程中，新增厂房面积10多万平米。

(2019年国内生产基地面积约42.6万平方米)，罗马尼亚基地建设积极推进，将进一步打开欧洲及其他海外市场。

**3) 先进运营能力：**业务方面，确立大客户战略，深耕国际主流客户、提升在主流供应链内份额，以大客户为杠杆获取学习能力及管理能力，进一步扩张长尾市场份额。管理方面，精细化多部门目标拆分、考核，明确短中长期战略实现路径，引入高效管理体系，在行业内格局分散的民营企业中具备集团化突出优势。

商业模式持续迭代，发展呈现0-1-10-100的跨越式突破。“先聚焦后外延”的经营战略贯穿公司发展历程，从最早的按摩椅行业起步，以差异化战略切入办公椅领域快速跃居行业领军企业，依托研发、生产管理优势在国际知名客户供应链体系内地位持续提高。在核心部件的研发积累得到底层通用能力，进一步向沙发等多品类拓展，在全球范围内办公椅的千亿市场、沙发的市场，成长空间巨大。公司实现了由单品类到多品类、单一市场到全球市场的逐步演进。从聚焦核心品类获取供应链地位，进一步实现沙发等多品类增量拓展，多渠道延展带来品牌露出效应逐步加强，看好公司商业模式演进，业绩增

长同时实现估值中枢提升。

## 二、椅业第一股，聚焦带来能力圈外延

成立于2001年，是A股首家座椅企业。公司专注于坐具研发、生产、销售，核心产品为办公椅、沙发等，产品行销全球70多个国家和地区。公司所在地安吉是世界著名座椅产业聚集地，具备全球突出的产业链优势，公司多年来专注差异化产品、核心技术研发、精细化运营，在产业集中度提升背景下优势日益突出，截至2020年前三季度，实现收入规模23.23亿元，实现归母净利润2.07亿元，是在全球核心产业链中的核心领军座椅企业。

图表1：公司主要产品



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 2.1 公司商业模式的每次演进，是能力圈拓展的必然结果

公司以自营出口为主，主要采取 ODM 和 OEM 的方式向北美、欧洲、亚洲等市场销售，主要客户为国际大型办公家具零售商、渠道商、制造商以及系统集成商。

**公司的盈利模式：**主要为向海外知名客户（品牌商、零售商、贸易商）供应办公椅、沙发等获取利润及现金流，经历了从早期单一大客户，到多市场、多客户、多品类的演变实现利润及现金流规模扩张。

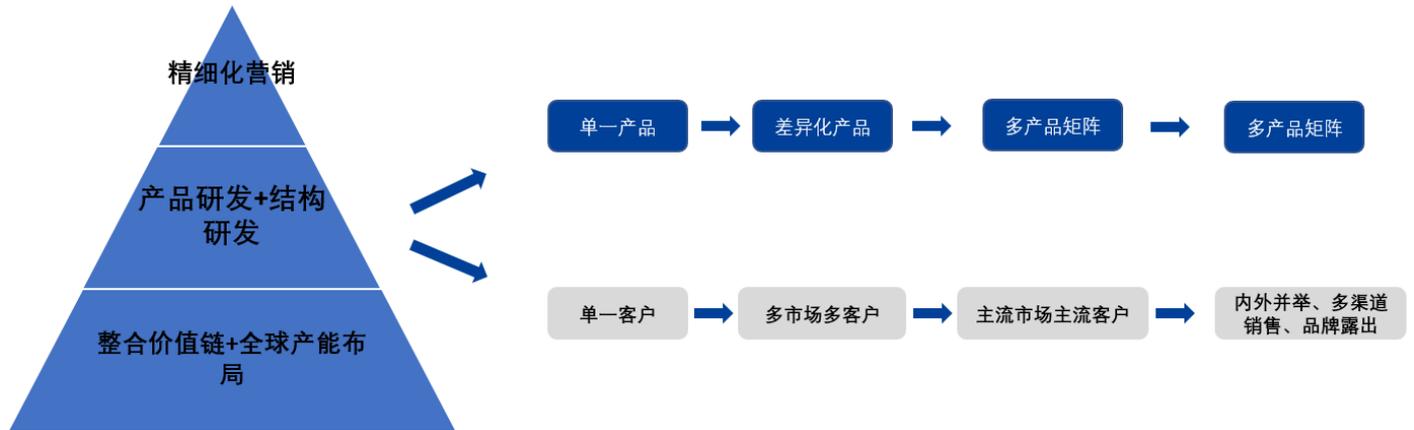
**公司的服务模式：**深耕差异化的核心产品为载体，实施大客户战略，通过精确分析客户需求+依托研发能力针对性开发产品，提供综合的供应解决方案，实现了多市场的大客户拓展，以及在大客户供应体系内地位持续提升。

**公司的组织模式：**矩阵式组织结构，纵向按产品大类划分事业中心，横向设立研究院等职能部门，导入 BLM 管理体系，各部门实现目标拆分、考核，明确短中长期战略实现路径。

**公司的商业模式演进：**“先聚焦后外延”的经营战略贯穿发展历程，从动态角度来看，每一次产品、客户、渠道的外延均是能力圈拓展的必然结果。前端精细化、大客户营销方式背后的依托，是多年持续重研发、精益生产带来的产品力支撑，差异化产品及交付能力使得公司在供应链地位持续提升，早期布局的越南、罗马尼亚产能已成稀缺资源，进一步夯实公司供应链地位。我们认为，公司当前处于渠道、市场、商业模式进一步升级

的阶段，在旧有的海外大客户销售规模持续扩张背景下，国内市场依托电商、大客户营销、经销渠道拉动已成新亮点，自主品牌在销售规模扩张下形成愈发显著的品牌露出效应，国内市场零售模式有望成为商业模式演进的新阶段。

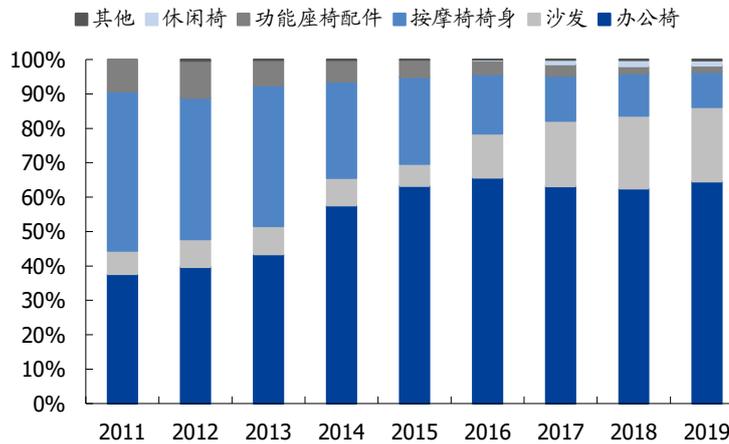
图表 2: 公司的商业模式演进



资料来源: 国盛证券研究所

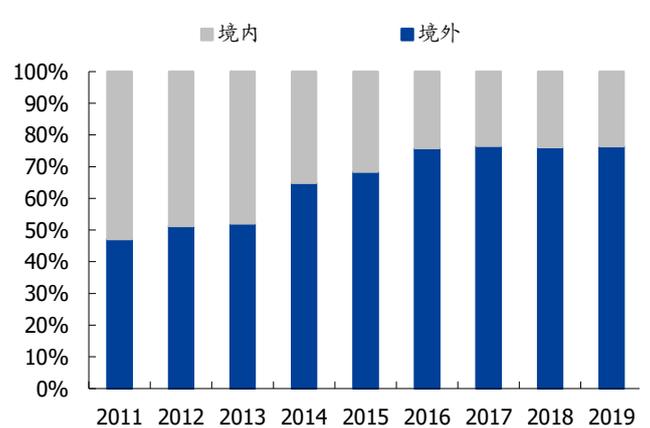
从产品结构来看，呈现办公椅和沙发占比持续提高的趋势，按摩椅椅身作为早期业务，销售规模维持稳定，占比在办公椅、沙发增长下摊薄。在公司大客户策略下，办公椅生产能力外延，带来多品类产销能力，预计除办公椅外，沙发占比将持续提升。从销售地区来看，早期按摩椅椅身业务销往境内，伴随办公椅、沙发占比持续提高，境外收入占比自 2012 年超过境内。

图表 3: 各产品收入占比变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

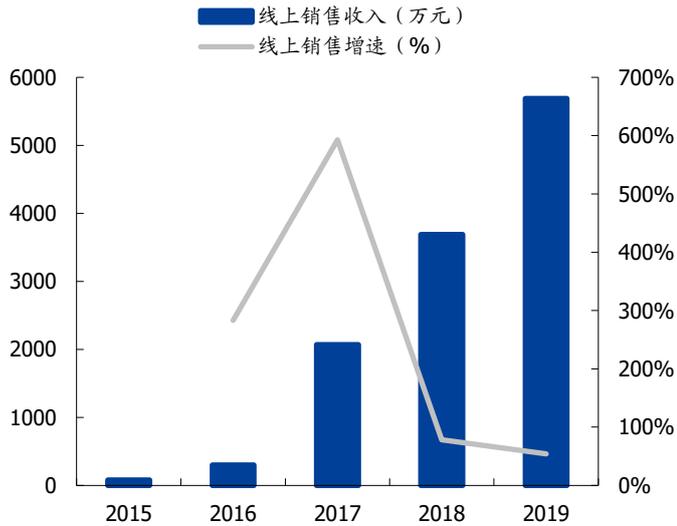
图表 4: 各地区收入占比变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

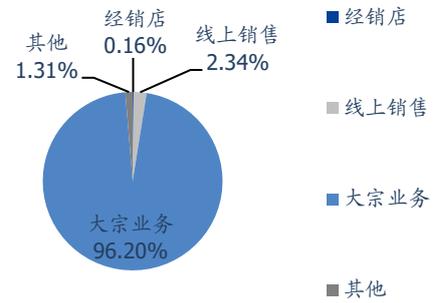
办公椅产业国际分工明确，公司处于中游制造供应端，大宗大客户为主要销售模式。从动态角度来看，公司市占率提升体现公司在供应链内地位提升，带来销售能力外溢、品牌露出逐渐凸显，经销和线上渠道占比提升将成为公司供应链地位提升后的第二阶段，面对广阔的零售市场，预计经销、线上渠道收入进入高速增长阶段。以公司线上收入为例，基数较低但 2015-2019 年复合增长率接近 200%，除积极运营战略外，规模化带来的品牌效应将为经销、线上销售增长的加速催化。

图表 5: 公司历年线上收入及占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2019 年公司各销售渠道贡献收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.2 管理层深耕行业，关注精细高效的内部运营能力

公司核心管理层多年稳定，管理团队具备深厚产业背景。董事长、实控人张加勇先生深耕行业多年，同开发部经理程军先生为中国办公椅行业标准起草人。阮正富先生具有多年家具行业经验和丰富的生产、管理经验，在业务和市场开拓方面有丰富资源，较早与董事长张加勇先生建立合作关系。

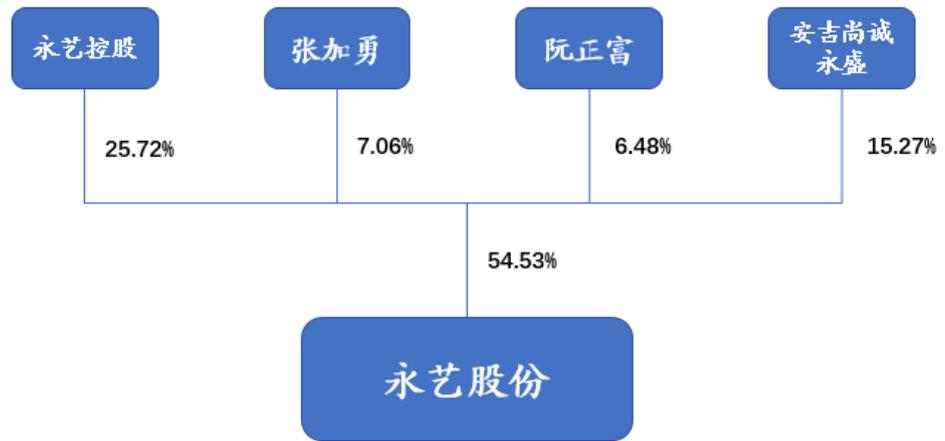
图表 7: 核心管理层

姓名	年龄	履历
张加勇先生	46	公司董事长、总经理，1975 年生，本科学历，历任永艺有限执行董事兼总经理、董事长兼总经理，曾获“浙江省优秀企业家”称号。目前兼任安吉交银村镇银行董事、浙江省椅业协会会长等职。
尚巍巍女士	48	公司董事，本科学历，2001 年参与公司创办，历任公司行政部经理、董事。
阮正富先生	56	公司董事、副总经理，1997 年至 2004 年任杭州富达冲压件有限公司总经理，2005 年加入公司。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司实控人为张加勇、尚巍巍夫妇，股权结构集中。公司董事长张加勇先生直接持有 7.06% 公司股份，并同尚巍巍通过永艺控股、尚诚永盛间接持股 40.99%，合计持有 48.05% 公司股份，股权结构集中。

图表 8: 永艺股份股权结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

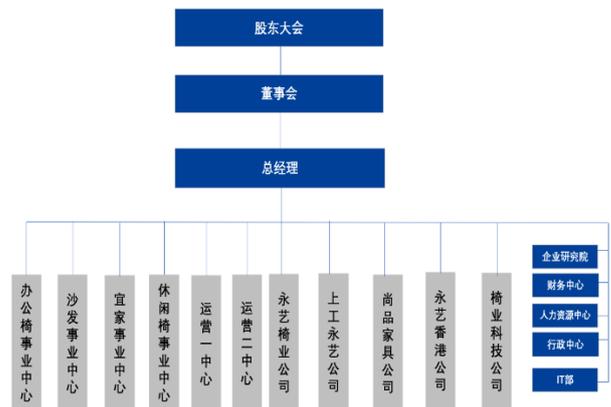
**内部精细化运营，国际先进管理体系赋能执行力，运营能力在产业内有突出优势。**公司内部管理体系在中游产业链中具备优势，2018 年导入国际先进的 BLM 管理体系，各部门实现目标拆分、考核，明确短中长期战略实现路径。全面预算管理体系、ACE 精益生产管理体系、SAP 信息化管理体系、美世 HR 管理体系、KAM 大客户营销体系、美丽工厂和安全生产管理体系等运营策略，在中台运营角度给予前台（销售）后台（生产研发）体系性支撑。公司采用矩阵式组织结构，纵向按产品大类划分事业中心，横向设立研究院、财务中心、人力资源中心等职能及产品线管理组织，保持事业中心快速反应能力，职能部分的横向整合加强资源共享和能力协同，统分结合管控模式有效提高公司运行效率和适应能力。

图表 9: 全方位管理体系



资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 10: 公司组织架构图

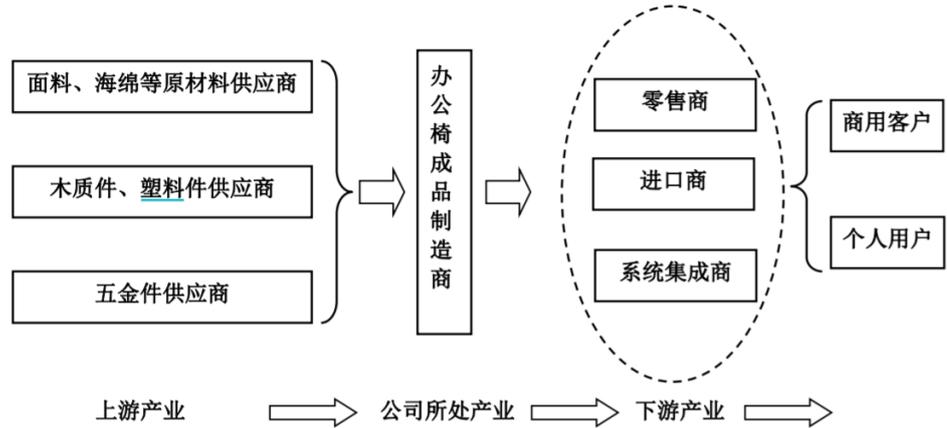


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 三、行业：具备研发驱动力企业将获得供应链地位持续提升

办公椅制造处于产业链中游，是一门复杂设计、集成生产的生意，而非来料加工生意，办公椅是办公家具体系中最重要一环，一日长达8小时在办公椅上度过，工艺难度最高，对舒适健康要求最高，工艺难度以及稳定供应能力具备认知差，具备高价值量提升空间，海外品牌商打开价格天花板。在产业链角度，对下游而言，我国产业链具备愈发难以取代的成本优势及贸易优势；对上游而言，办公椅龙头企业具备规模化采购优势以及账期优势。

图表 11: 办公椅行业产业链



资料来源：国盛证券研究所

**办公椅产业链特点：**从公司上下游格局来看，上游高度分散，下游高度集中。上游主要为原材料以及零部件提供商，包括面料、海绵、木制件、塑料件、五金件等。下游（销售渠道）主要分为零售商、进口商、系统集成商，国内下游渠道较为分散。国际大型客户对供应商认证严格，认证程序沿革且周期长，特点为一旦确认后不会轻易变更，确定长期合作的基础，大客户合作壁垒较高。

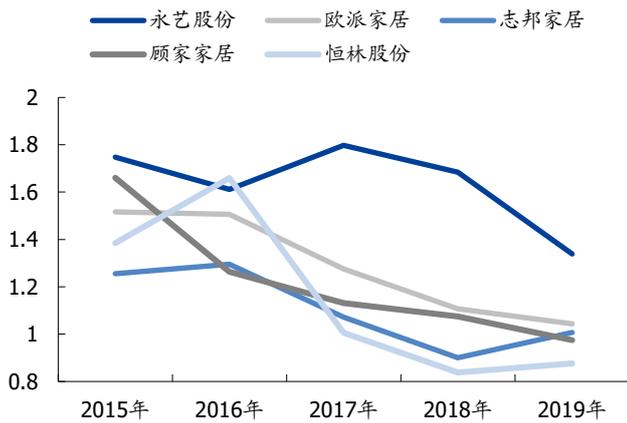
图表 12: 产业链下游解析

下游参与者	代表企业	特点
零售商	Staples、Office Depot、宜家等	国内供应链当前主要供应的海外市场，下游渠道主要 toC
品牌商	美国 Herman Miller、Steelcase、HNI 等	合约市场，主要面向国际知名品牌，定制化、交期、质量以及定价在三类市场中最高，在美国市场规模大于零售市场，中国企业进入难度较大。公司凭借研发设计能力，在行业内进入合约市场份额较大，2015 年向合约市场销售额达 7900 万元。
贸易商	Li fung 等	贸易商下游 toB，多数面向零售商

资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理

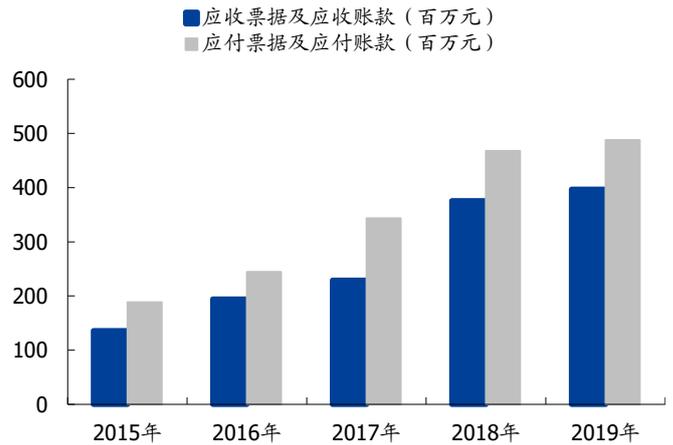
公司运营财务表现为周转率高，应收应付匹配能力高。公司历年总资产周转率维持较高水平，2015-2019 年平均总资产周转率 1.71，注重产品迭代以及差异化带来高周转效率，基于经营战略带来高运营效率。同时基于上游高度分散，公司在应收、应付项目具备较好的匹配度。

图表 13: 各企业总资产周转率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 公司历年应收应付情况

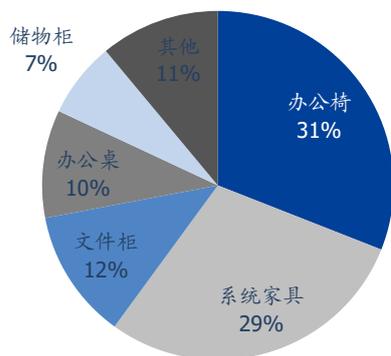


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.1.8 小时使用时间，为办公家具体系价值量提升最重要一环

办公椅是办公家具中工艺最复杂，也是最核心一环，商业价值最高。办公椅交互体验感最强，人机工程要求较高，跨学科门类多，研发设计涉及材料学、人际工程学、功效学、美学、医学、力学等学科和工业设计、机械设计等专业知识的综合应用，除技术层面外，同样需要考虑消费群体、消费区域的习惯和文化。办公椅中最体现科技工艺水平处在于底盘，重要性相当于发动机之于汽车。其他部位同样决定产品品质，例如靠背的人体工学设计给与颈部、肩部、腰部支撑，坐垫的材质及形状决定腿部压力，扶手及挡位决定坐姿舒适度，五星脚、车轮、气压杆决定稳定性及安全性。诸多工艺细节、外观设计区别，决定办公椅价格带区间幅度大，在办公家具体系中，办公椅商业价值提升空间最大，是可以孕育拥有品牌力及强产品力的行业。

图表 15: 办公椅为办公家具核心组成部分 (2018 年销售额占比)



资料来源: Today's furniture, 国盛证券研究所

图表 16: 办公椅注重性能及外观



资料来源: 京东旗舰店, 国盛证券研究所

八小时办公时间在办公椅上度过，是办公场景中最注重“性能”的产品。办公椅的使用占据将近一日三分之一时间，在办公家具体系中，人与办公椅交互体验感最强，除功能

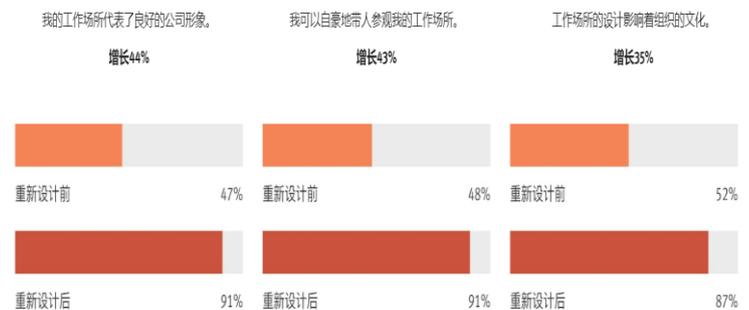
性以外，舒适度以及健康保障能力同样是重要衡量标准，主打性能的人体工学椅获得重视，具备护腰、护脊、缓解疲劳的作用。同时，注重性能的坐具传递了注重与员工、客户关系的信息。

图表 17: 一个标准办公椅零部件组成



资料来源: 京东旗舰店, 国盛证券研究所

图表 18: 优质办公设备传递重视与员工、客户关系的信息



资料来源: Herman Miller 官网, 国盛证券研究所

高端品牌抬高价格天花板，在设计、研发具备领先优势，孕育百亿企业。办公椅行业并非简单单品输出，基于设计、功能优势，欧美出现国际办公椅龙头企业，由办公椅延伸向整体办公区域解决方案，强调研发及设计优势，欧美龙头代表行业发展方向打开行业价格以及规模空间。

图表 19: 知名品牌简介

品牌	成立时间	国家	热销产品价格带
HermanMiller	1905 年	美国	13360-13870 元
Haworth	1948 年	美国	4959-9988 元
OKAMURA	1945 年	日本	2209-11459 元
永艺	2001 年	中国	699-1699 元

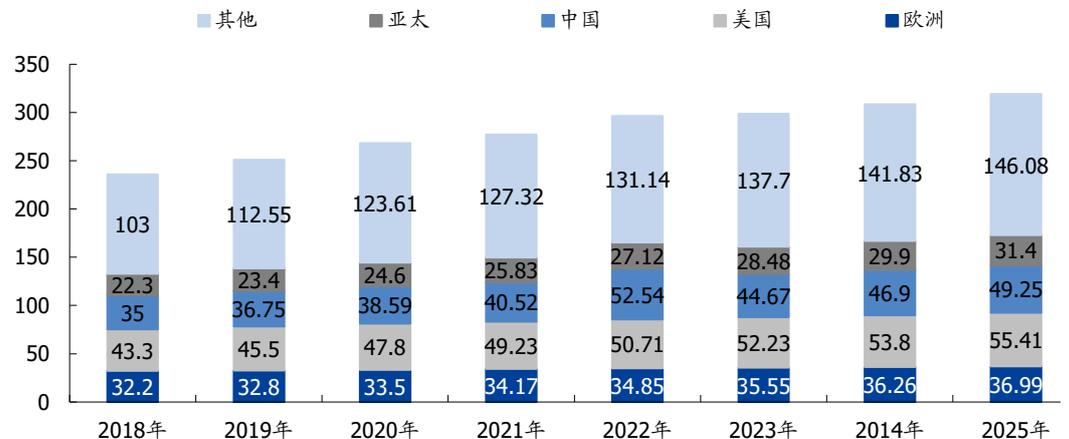
资料来源: 京东旗舰店, 国盛证券研究所 (选取销量 TOP3 产品作为价格带)

### 3.2 供需: 千亿元办公椅市场，国内供应链为全球大动脉

250 亿美金办公椅市场，行业规模纵深大、空间持续增长。据公司公告的数据，2019 年全球办公椅市场规模约 251 亿美金，居家办公创造新应用场景+新兴市场渗透率提升，市场规模持续增长，预计 2025 年全球办公椅市场规模可达 319.1 亿美金。2018 年全球

办公椅市场容量约 236 亿美金，过去五年复合增长率约 7.16%，中国、印度、巴西等新兴经济体带来未来主要办公椅需求增量，2018 年发展中国家办公椅市场规模约 138.2 亿美金，同比增长 8.8%，高于全球平均水平 1.6pct。

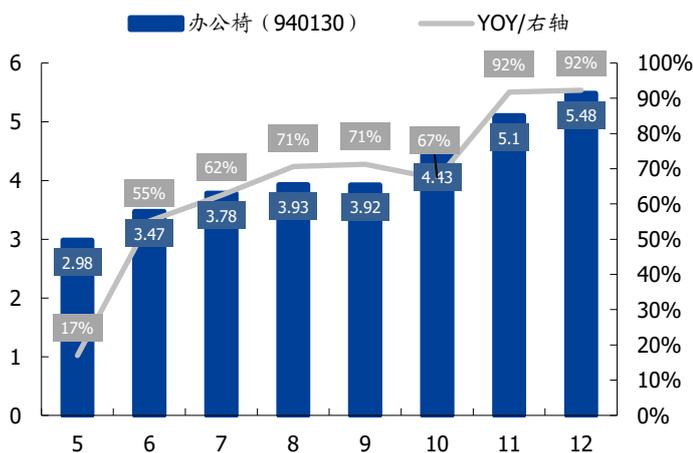
图表 20: 全球各主要国家及地区办公椅市场规模 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

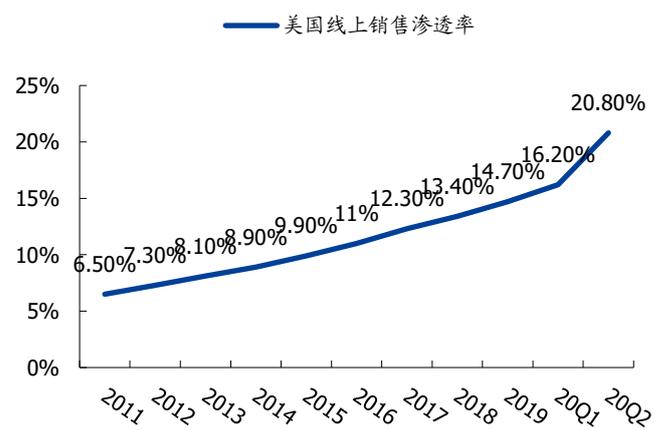
疫情下家用办公激发新场景、新需求, 我国办公椅出口额激增。据海关进出口数据, 2020 年 8 月以来, 我国办公椅 (940130) 出口额月度数据获同比大幅提高, 8-12 月出口额月同比分别为 70.6%/71.2%/67.2%/91.7%/92.3%, 大幅增长主要来自疫情下家用办公新场景需求刺激。疫情同时带来销售渠道结构变化, 2020 年美国线上销售渗透率历年对比来看明显上翘, 美国线上消费对家用办公场景销售消化力度同时提升。

图表 21: 2020 年 5-12 月办公椅出口额 (亿美元)



资料来源: 中国海关出口数据, 国盛证券研究所

图表 22: 疫情期间美国线上销售渗透率大幅提升

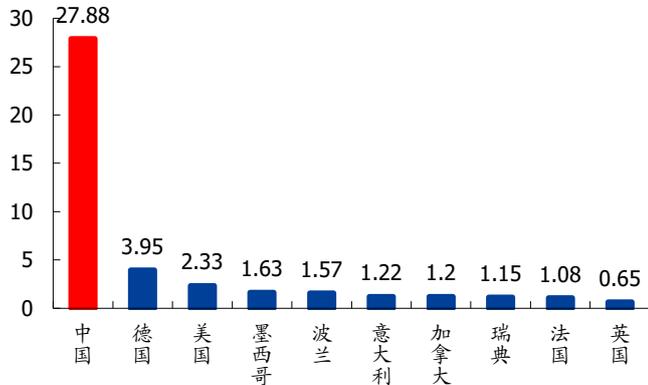


资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

供给结构: 我国为办公椅全球供应大动脉, 2019 年占全球产量 30.2%。2020 年我国办公椅出口额达 40.18 亿美元, 同增 44.08%。从整体办公家具的生产格局来看, 亚太地区是办公家具的主要生产区, 占全球办公家具产量的 47%, 中国为主要生产国。其次为北美 (占比 28%)、欧洲 (19%), 其中产量高度集中于八大国家, CR8 约 78%。从动态角度来看办公家具生产, 亚太和北美产量增幅大于其他产地, 据公司公告的数据, 2013 年至 2019 年亚太和北美地区产量累计增幅为 19%/20%, 其他地区略有下降。中

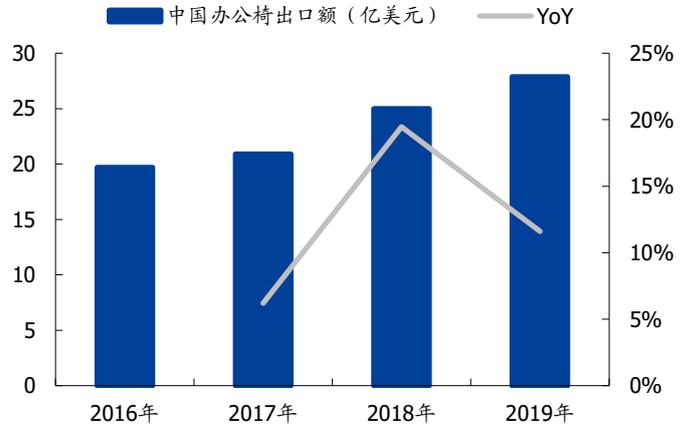
国在变化趋势中逐步占据主力生产地位，2010年取代美国成为全球第一办公家具生产国，美国滑落至第二位。2019年中国办公家具产量超160亿美金，占全球办公家具产量31%。

图表 23: 2019 年全球办公椅 (940130) 前十大出口国 (亿美元)



资料来源: 海关数据, 国盛证券研究所

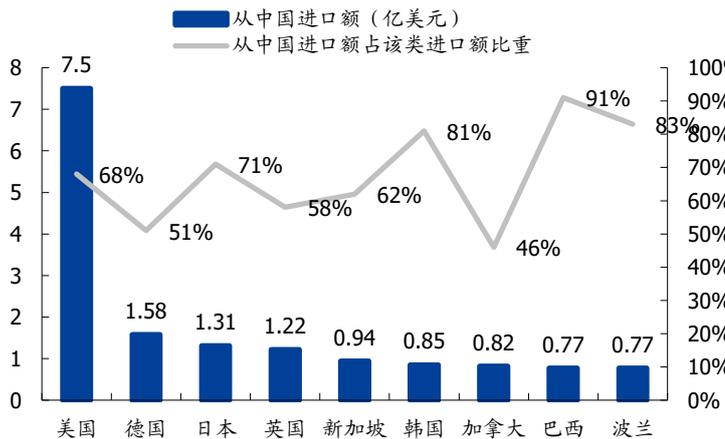
图表 24: 2016-2019 年中国办公椅 (940130) 出口额及增速



资料来源: 海关数据, 国盛证券研究所

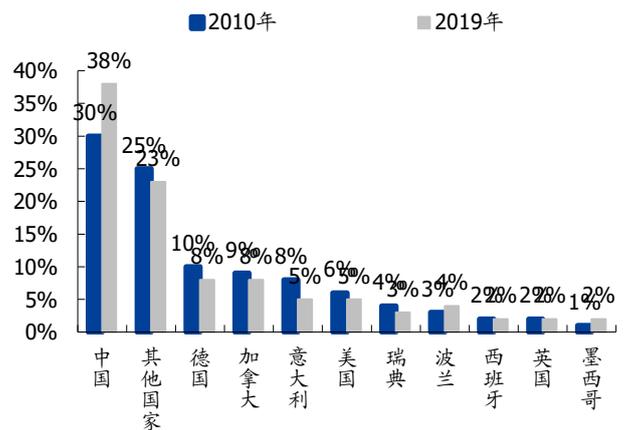
中国办公椅，在主要进口国该类进口比重多在 50%以上，占据绝对权重，充分体现供应链大动脉地位。从十年维度出口比例来看，中国办公椅出口比例最高且增长幅度最为明显，出口比例提升至 2019 年的 38%，为全球最大出口国，出口规模持续扩大并高于全球行业增速，体现欧美企业逐步退出产品生产加工环节，生产环节明显从欧美向亚洲发展中国家转移。我国具备劳动力丰富、产业链完善等优势，顺应产业转移，成为全球最重要的办公家具生产基地。

图表 25: 2019 年中国办公椅出口额及占出口国该类进口额比重



资料来源: 海关数据, 国盛证券研究所

图表 26: 办公家具主要出口国出口比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 格局：有先进管理、研发驱动力企业具备广阔成长空间

具备先进管理、研发能力的企业顺应产业发展关键变化，具备顶端优势。我国办公椅供应链类似于“世界工厂”中其他优势产业链，多年建立完善产业链，以成本及效率获得国际供应份额持续提升，并占据了生产主导地位，但大多企业仍处于 OEM 模式为主的中低价值量环节。在办公椅产业中，我们认为有先进管理和研发实力的企业，具备主流客户愈发重视的产品迭代研发能力，在供应链、成本效率基础上，以研发设计获得在国际客户供应链中的地位、份额提升。同时，在愈发重视“优质低价”的国内市场，有设计研发积淀的企业具备更大想象空间。

图表 27: 办公椅行业格局金字塔

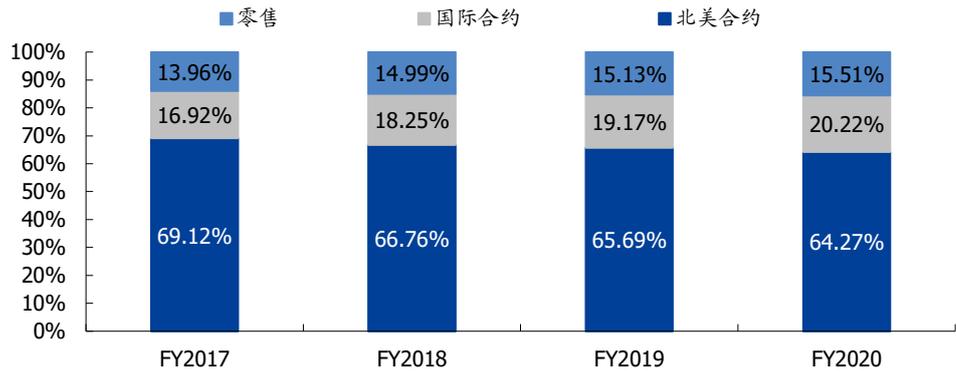


资料来源：国盛证券研究所整理

**市场格局：海外高度集中，国内高度分散，公司全球市占率仅 0.9%。**据公司公告数据，2018 年美国办公家具企业 CR5 约 55%，欧洲办公家具 CR20 约 33%，中国办公椅出口 CR5 仅 17.7%，内销市场的格局更为分散。

国际龙头企业以设计研发著称，合约市场为主要销售渠道。以北美办公椅龙头赫尔曼米勒为例，基于品牌及产品影响力，历年维持美国头部市占率。其销售渠道以合约市场为主，我们认为同美国办公椅市场格局有关，主要消费需求来自于合约批发。中国办公椅出口企业主要客户为北美零售商，尚未真正进入主打合约市场的高端客户供应链。基于中国领军企业成本、效率以及研发实力，市场拓展空间广阔。

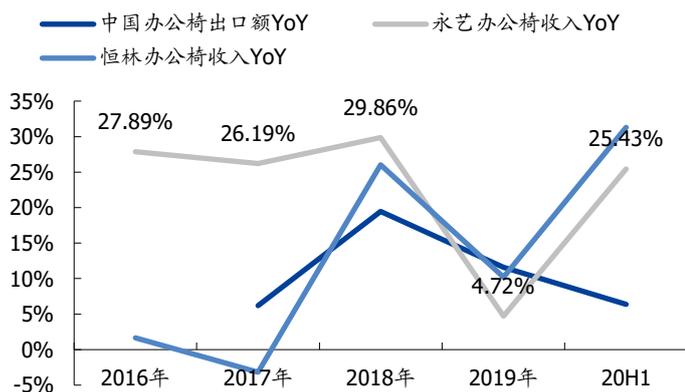
图表 28: 赫尔曼米勒 (MLHR.O) 历年销售渠道结构



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

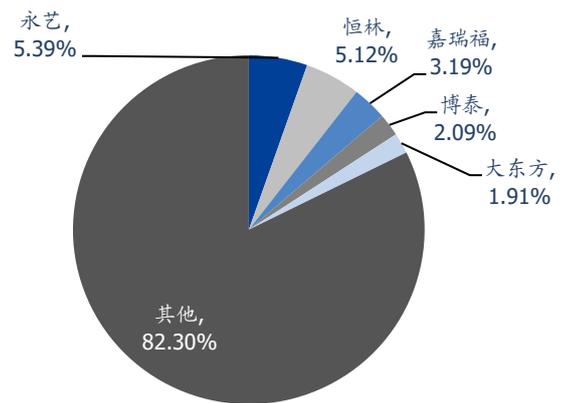
当前, 我们认为以公司为代表的办公椅领军企业具备突出优势: **1) 产品力:** 早期开始主打中高端、差异化产品, 多年重研发, 据公司年报披露, 公司早在 2015 年, 在国内普通办公椅企业难以进入的美国合约市场, 获得突破取得近 7900 万元收入, 产品力获得高端市场认可, 为进一步进入广阔合约市场奠定基础; **2) 国际化产能布局:** 公司早在 2018 年起陆续布局越南一、二期基地、罗马尼亚基地, 越南基地订单承接能力持续打开, 对美国市场更具优势; **3) 规模效应:** 大规模零部件采购具备成本优势, 叠加公司实施生产及采购标准化, 推进零部件标准化、模块化设计, 减少零部件 SKU, 具备显著规模成本优势。 **4) 集团运营能力:** 相对多数中小家族式企业, 公司引入国际先进管理体系, 职能、事业部分精细拆分职责及工作指标, 短中长期战略实现路径明确, 整体集团运营能力高效。 **5) 下游集中度提升, 客户规模化集采:** 欧美客户市场格局较为集中, 公司设计研发、稳定供应服务能力、成本具备相对优势, 在客户供应体系内地位持续提升。我们认为, 我国作为全球供应链大动脉, 具备研发迭代实力的领军企业将具备愈发强大的国际议价能力以及市场空间。

图表 29: 龙头办公椅公司获高于行业收入增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 2019 年中国办公椅出口集中度

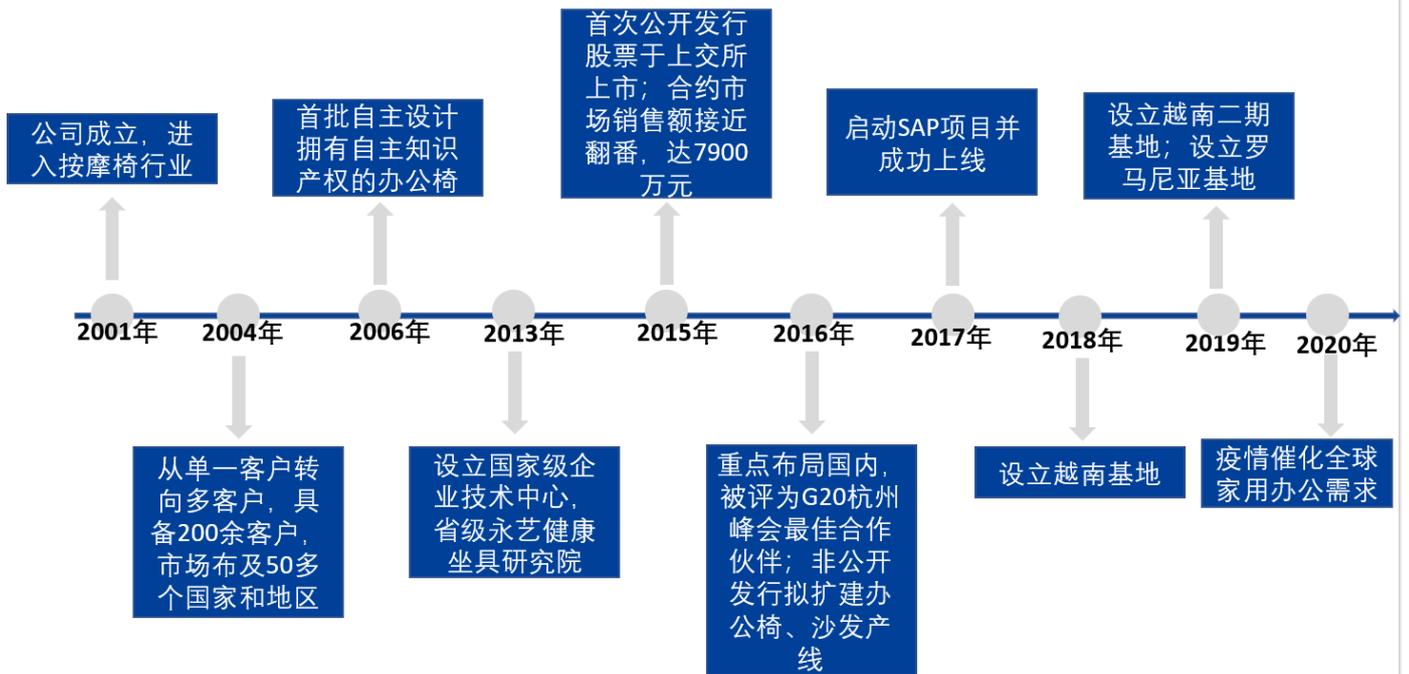


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 四、公司: 管理优异, 优势模块相互依托构筑先进集团优势

公司战略围绕“先聚焦后外延”，在每一阶段把握主要矛盾，获得能力圈外延。2001年公司成立以按摩椅椅身起家，2004年从单一客户、产品，在办公椅行业以差异化、中高端角度切入，迈向多客户多市场，把握办公椅行业由同质化向差异化竞争转化的主要矛盾，持续夯实研发实力，获得国际一流客户供应链体系内地位持续提升。2018年开始采购生产标准化改革，在多品类放量扩张前期，获得高效生产通用能力，为沙发、功能沙发放量奠定生产基础，毛利率从2018Q1的13.43%提升至2020Q3的23.90%。同时在2018年开始，先行逆周期布局越南、罗马尼亚基地，国际产能循环体系逐步成型，在贸易优势下当前订单承接能力加速释放。

图表 31: 公司发展历史沿革



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们认为公司竞争优势模块不是独立体现，而是相互依托形成一体化竞争力矩阵。把握由低价同质化向差异化战略的变化，公司在研发持续发力，具备客户愈发重视的产品迭代能力，为深耕国际一流大客户奠定供应链基础。深耕国际大客户同时赋予公司学习积累，在自身供应链管理持续优化，围绕生产通用能力精简零部件取得内生盈利能力加强、品类延伸生产基础。公司所在安吉县有 700 余家椅业企业，在领军规模下，公司于 2018 年导入国际先进的 BLM 管理体系，各部门实现目标拆分、考核，明确短中长期战略实现路径，统分结合管控模式有效提高公司运行效率和适应能力，在行业内具备先进集团化运营能力。以管理层战略及运营能力为内核，研发、生产、客户体系形成一体化矩阵，具备强劲自发性增长动力。

#### 4.1 坚持差异化，高研发费用带来持续正向反馈

办公椅是价值量提升空间大的产品，办公椅企业的核心竞争力之一，在于产品不断地迭代更新，具备强研发实力的办公椅企业，在高度分散的国内制造环节具备愈发明显的突出优势。公司历来坚持差异化路线，多年持续重视研发投入，形成持续的正向反馈：强

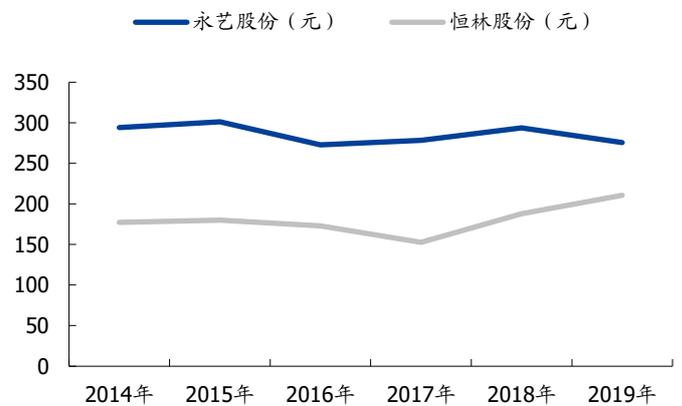
研发实力是公司早期进入广阔合约市场的基础，多数国内制造企业难以真正进入具备质量和定价更高的合约市场。同时为贴牌代工向自主研发、品牌化运营奠定雄厚先发基础。

图表 32: 公司拥有坐具行业最大检测中心



资料来源: 京东旗舰店, 国盛证券研究所

图表 33: 行业可比公司办公椅销售单价



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

新产品的设计和核心技术的持续突破，是公司多年来持续提升在供应链中地位、扩大市场份额的核心原因之一。产品研发围绕“主流市场、主流客户、主流产品”，使公司在长跑中区别于同质化竞争。办公椅是办公家具体系中价值量提升空间最大的产品，产业中游制造端，已经由同质化竞争专向占领品牌力、产品力高地的竞争，研发投入至关重要。公司持续践行差异化路线，坚持以中高端产品为重点，多年重视研发投入已经具备技术积淀。

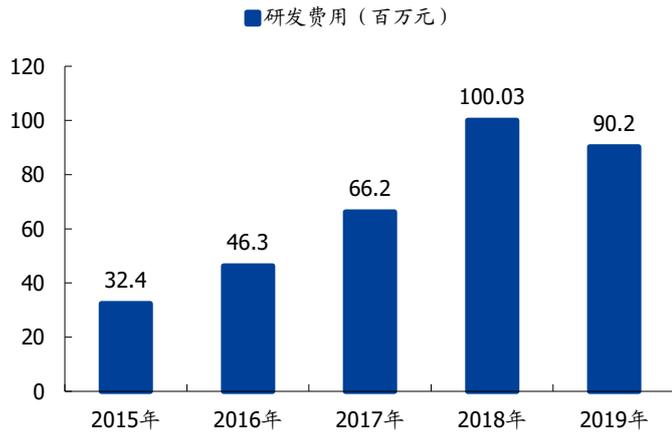
图表 34: 公司历年新产品研发情况 (部分)

2016年	2017年	2018年	2019年
我撑你 G20 座椅	新 CS 高端办公椅	BAT 网椅系列	DJ 系列电竞椅
自适应经典椅	站立工作系列健康坐具	CS-2100 系列高端办公椅	HO 系列家用办公椅
午休椅	合约市场现代办公椅	PC-1000 系列健康坐具	SS 钢架系列办公椅
	办公午休椅系列	MC-1000 系列现代办公椅	MB 简约系列办公椅
		“二零”自适应支撑座椅	信息组合电动机机构沙发

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

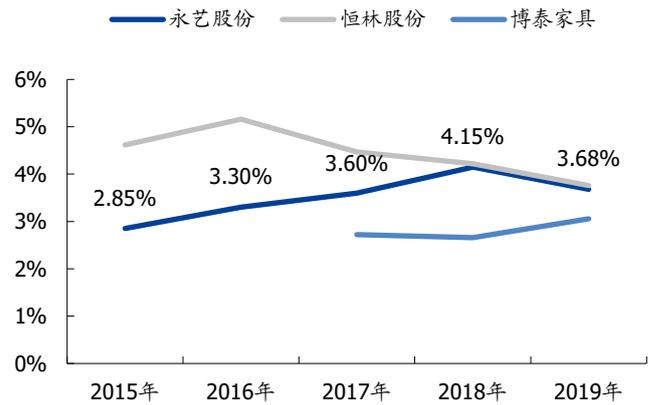
专利数量领先行业，抢占产权高地。截至 2019 年底，公司参与制定标准 16 项，是国家办公椅行业标准起草单位之一。在知识产权方面，公司累计申请专利 885 项，已获证书的发明专利 44 项、新型实用专利 217 项、外观设计专利 211 项、再审查发明专利 16 项，专利数量远远领先于行业。公司拥有行业首家独立的健康坐具研究院，内部工程师百余人，是省级企业技术中心并与国内重点大学合作成立的 UE 坐具创新中心，和美国 ITO 设计团队、意大利 Claudio Fancesco Bellini 等国际著名设计团队展开合作。

图表 35: 公司历年研发费用



资料来源: wind, 国盛证券研究所

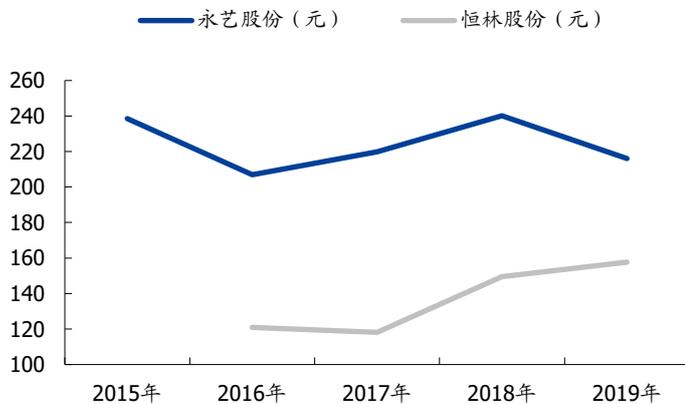
图表 36: 行业可比研发费用率 (永艺、恒林、博泰)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

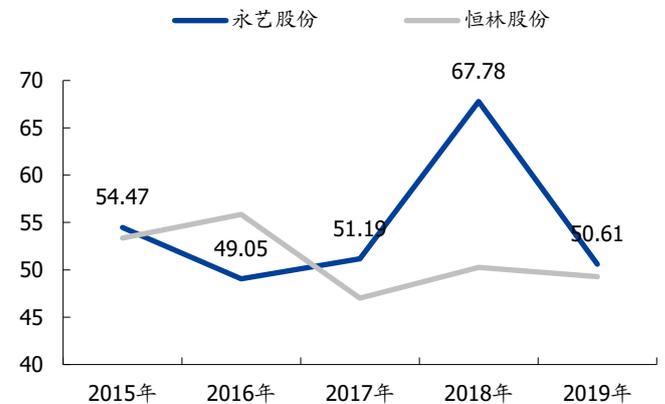
**结构研发与产品研发同样重要，结构研发带来内生利润增厚拐点。**过去原材料非标零部件较多，不同零部件规格、型号较多，自 2018 年起，生产、采购模式完成了升级：公司致力于生产以及采购标准化，推进零部件标准化、模块化设计，减少零部件 SKU，提高单个 SKU 采购规模。同时研发实力进一步满足公司出口装箱率满足大客户供应链管理需求，自 2018 年起公司单套成本进入下行通道，毛利率开始逐季提升。

图表 37: 历年单套成本对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 公司历年人均创收 (万元)

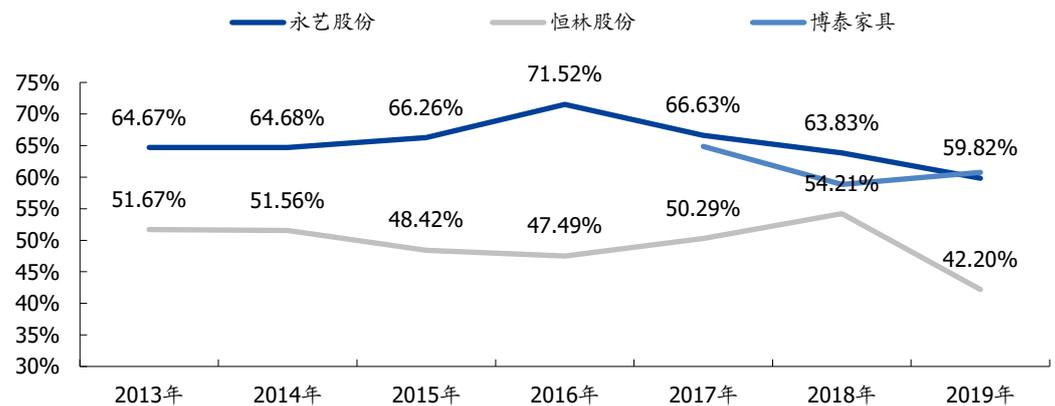


资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4.2 深耕主流客户，则高处立，向宽处行

我们认为，深耕主流客户、主流市场的意义，在于其所代表的市场空间足够大，公司2019年国内出口市占率仅5.4%，全球市占率仅0.91%，而海外市场客户集中度较高，2018年美国办公家具CR5可达55%，通过在大客户供应体系内供应地位提升、大客户开拓，公司市占率提升确定性较高且空间较大，公司的大客户针对性服务体系，及产品研发能力是向大客户销售提升的基础。同时，大客户通常代表行业最严苛标准、最先进供应链管理体系，公司通过和主流客户长期合作，获得国际一流的供应链管理及供应能力，并以此为锚点，进一步向零售市场和长尾的大宗市场开拓。

图表 39: 前五大客户占比对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

大客户合作门槛通常为行业最严苛标准，公司客户壁垒深厚，大客户给与稳定持续的订单支持。从公司大客户合作的历程来看，早期大东傲胜占公司销售额比重较大，2012年下半年公司开始向宜家批量供货，2013年在宜家体系内开始快速放量。根据招股书披露的最早年份，2011年Buro、Staples、NITORI等国际知名企业均列于公司前十大客户，大客户合作年限久，合作壁垒深厚，稳定优质的服务能力在国际市场形成影响力。

图表 40: 公司大客户简介 (部分)

名称	简介
大东傲胜	全球领先的按摩椅品牌，由日本大东电机工业株式会社和新加坡傲国际合资设立，年销售额 3000 万美金以上
宜家	全球最大的家具零售企业，著名家居品牌，卖场分布于欧洲、美国、加拿大、亚洲、澳大利亚等国家和地区
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、贸易
Okamura	全球知名办公家具品牌，专业从事办公环境设备和商业环境设备制造与销售，
NITORI	日本最大的家居零售商，主要从事家居和室内用品的销售
Hanssem	汉森家具，韩国知名家居品牌，品牌、渠道、产品力在全球市场具备较大影响力
Performance	加拿大最大的采购商之一
Staples	全球知名办公用品零售及分销商，办公用品巨头，世界五百强企业，在全球拥有千家办公用品超市及分销中心

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 41: 行业可比公司主要客户一览

公司名称	核心客户 (部分)
永艺股份	大东傲胜、宜家、Staples、NITORI、BURO、Office Depot 等
恒林股份	宜家
博泰家具	HNI 集团、STEINHOFF 集团、Amalfi Home Furniture LLC、宜家、Li & Fung 集团

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

以大客户为锚点, 全球范围新客户、新市场持续拓展。在拓展美国市场的同时, 公司加快拓展欧洲、亚洲、澳洲、南美洲、非洲等市场, 通过精准分析目标市场需求、精准定位区域市场的重点客户, 提高公司在全球各主要市场的占有率。公司 2019 年办公椅销售额仅占全球 0.91% 市场份额, 市场提升空间巨大。

图表 42: 公司历年新增客户

2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
美国 EMPRE;	美国 Handy Living、Southern Motin、MAC	美国 OFS、Barcalounger、SAFCO PRODUCTS COMPANY	美国 Genuine PARTS Sourcing、
印度 BP ERGO	日本 Officeco	德国 Office GmBH&Co.KG、Ergotopia GMBH	
泰国 F ONE PLUS	英国 Furniture Choice	法国 Medtrade	
	加拿大 DECOR	孟加拉 DEEN GROUP	
	韩国 EMONS	南非 PREFRON CC	
	台湾亚梭	阿联酋 DAQIAN TRADING FZCO、HOMES R US	
		新加坡 EVANTEK PTE LTD、SOMMEIL TERRE PTE LTD、NEW LIFE OFFICE、Homelegance	
		澳大利亚 SUPREME	

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

### 4.3 先行的海外产能布局，是提升市占率的历史机遇

逆周期布局海外产能，是赋予公司当前及未来快速提高市占率的历史机遇。公司早在2018年四季度投资越南一期产能以对冲中美贸易摩擦，即将投产的越南二期以及越南一期产能扩建将有效提升公司订单承接能力。当前优质海外产能已成稀缺资源。贸易摩擦为外因，公司作为办公椅龙头具备海外资源及资本实力，在出口市场同中小型企业比较形成显性成本优势，带来明显产业格局变化，助力公司提升美国市场份额和美国大客户渗透率。海外产能布局已现成效，据公司年报及半年报，越南一期于2019年1月顺利出货，2019年12月单月销售额已达1440万元，2020年六月单月销售额已超5000万元。20H1安吉县椅业规上企业收入同比下降7.72%，全县自营出口额同比下降4.7%，公司办公椅逆势实现同比增长25.4%，海外产能布局将进一步拉开公司同行业增长差距。

图表 43: 公司上市后新增产能情况

项目	投产时间	产能(万套)
年产 110 万套办公椅项目	2016 年 7 月	110
年产 20 万套办公产线技术改造项目	2018 年	20
年产 200 万套办公椅产线项目	2019 年 7 月	200
年产 40 万套人机工程休闲沙发项目		40
越南一期	2019 年 1 月	-
罗马尼亚基地	-	-
越南二期	20Q4	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

越南设厂是龙头企业的产能扩张，以获得长期贸易优势。部分龙头制造企业在越南布局产能，市场关注越南产业链相对中国是否更具竞争潜力。我们认为，以公司为代表的早期在越南布局产能行为，本质属于龙头的产能多元化。在产业链国际分配中，相对越南，中国具备数十年打造的成熟产业链，包含技术、配套、人工等复杂要素，越南布局以进一步获得贸易优势，进一步加大同国内同类中型企业相对优势。据统计局数据，2018年越南办公椅(940130)出口额约220万美金，2019年出口额约568万美金，同增158.2%，据公司年报，公司越南基地2019年12月单月销售额达1440万元，占据越南2019年整体办公椅出口增量的绝对份额。

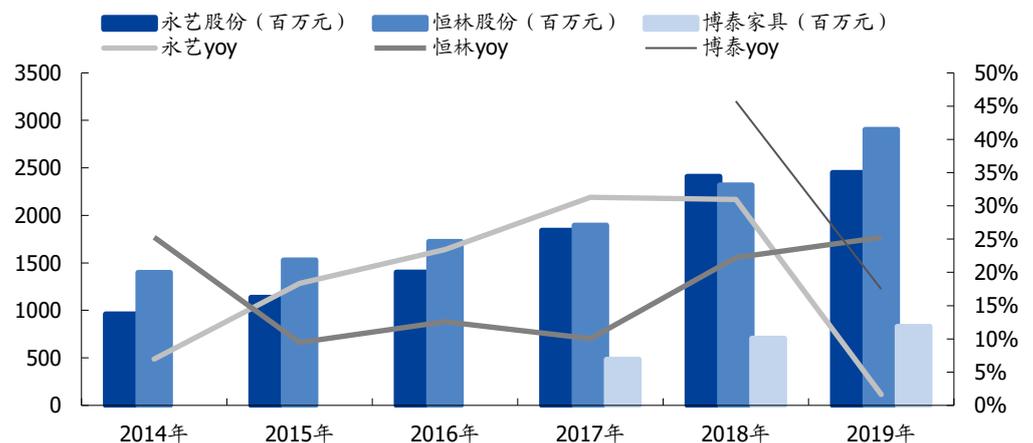
## 五、财务分析

### 5.1 收入：聚焦是外延的基础，多年深耕办公椅获得能力外延

“先聚焦再外延”是公司核心成长逻辑。办公椅行业空间大、价值量提升空间大，公司深耕核心品类获得持续的高增长，海外产能提升优化接单能力，我们认为公司办公椅将持续获得高于行业规上企业的增速。公司 2014-2019 年收入复合增长率 20.6%，核心产品办公椅的持续增长为核心驱动因素，2014-2019 年办公椅复合增长率为 23.4%。

品类延伸将成为公司成长的第二推动力：从动态角度来看，公司多年深耕办公椅，形成公司品类拓展的能力外延。沙发与办公椅业务在原材料供应管理、工艺流程、生产管理等方面较大相似性，同时基于公司在办公椅形成优势客户积累，沙发业务同办公椅业务亦有空客户重叠，使得沙发业务的高增长具备生产、研发、客户优势支撑。沙发业务 2014-2019 年收入复合增长率达 47.3%，过去五年实现 7 倍增长，功能沙发收入规模有望延续高增速。

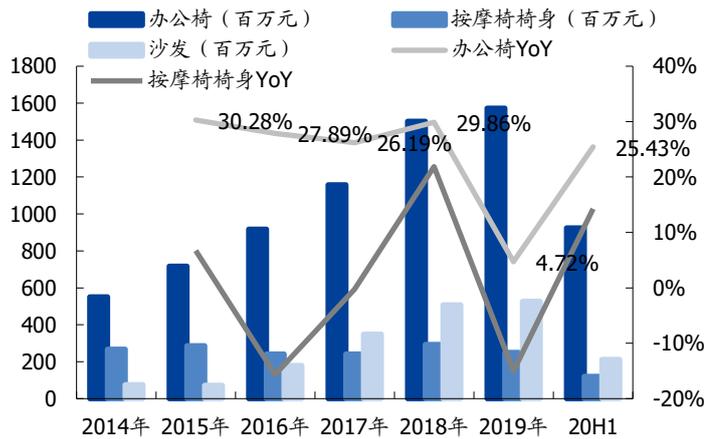
图表 44：行业可比公司历年收入及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

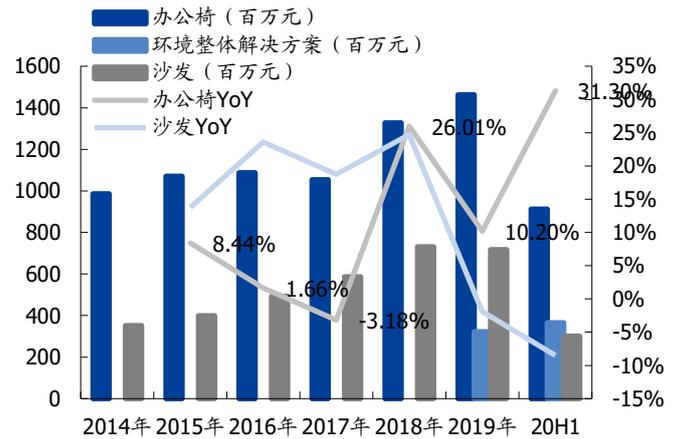
疫情催动居家办公，核心产品收入增长获有力拉动，趋势有望延续，海外基地抵御贸易摩擦影响。办公椅、按摩椅是“宅经济”下的关键受益产品，根据行业数据来看 20H1 均或明显增长，伴随海外相关政策多数延长居家办公时间，公司核心产品销售高增速有望延续。2019 年公司办公椅收入增速下滑主要受贸易摩擦影响，当前海外产能持续打开形成有力支撑，2020 年 6 月越南基地销售额超 5000 万元，已是 2019 年 12 月销售额约 3.5 倍，在安吉全县出口额下滑时仍获逆势高增长。

图表 45: 公司主要产品历年收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 46: 恒林股份主要产品收入及增速

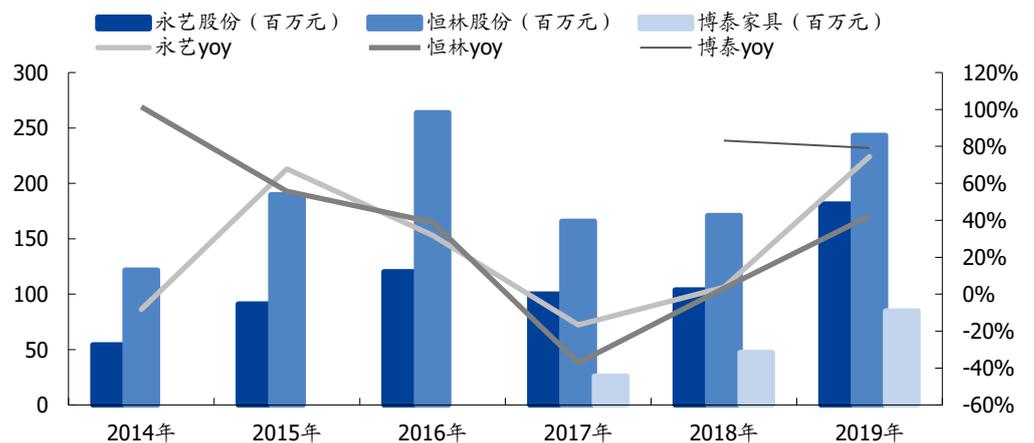


资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 5.2 利润: 规模效应+生产通用能力, 内生盈利能力逐季提升

公司 2014-2019 年归母净利润复合增长率 27.2%，同期利润复合增长率高于收入，在整体费用率保持基本平稳背景下主要来源于产品毛利率提升。

图表 47: 行业可比公司历年归母净利润及增速

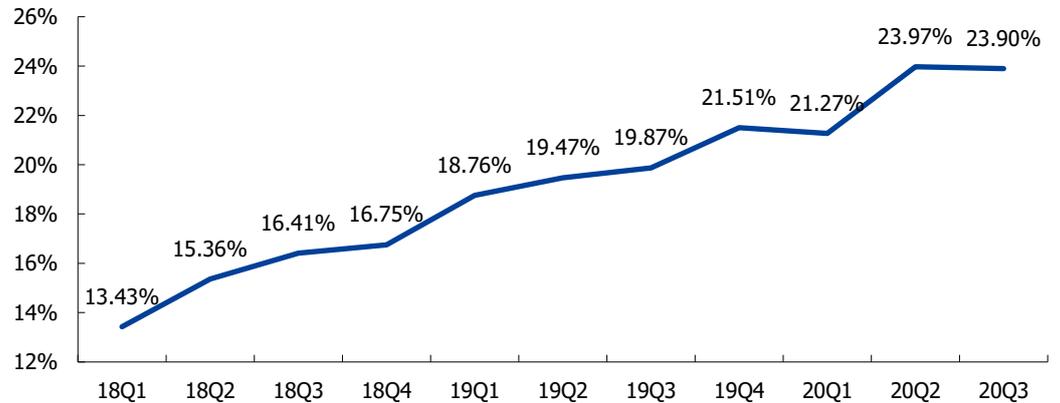


资料来源: wind, 国盛证券研究所

规模效应、底层生产通用能力兑现, 公司处于内生盈利能力上行阶段。公司内生盈利处于上行阶段, 受益于两方面: **1) 规模效益:** 生产规模持续扩大, 对上游零部件生产商议价能力持续提升; **2) 生产通用能力:** 过去原材料非标零部件较多, 不同零部件规格、型号较多, 公司定制化采购比例在 2015 年前 22%-33% 的区间。自 2018 年起, 生产、采购模式完成了升级: 公司致力于生产以及采购标准化, 建立 CBB 标准化库, 推进零部件标准化、模块化设计, 减少零部件 SKU, 提高单个 SKU 采购规模; 另一方面, 采购中心

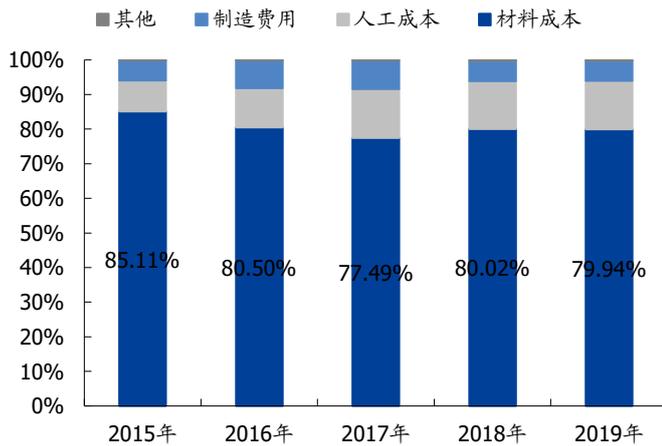
通过整合采购需求，适当提高供应商集中度，在满足标准前提下努力实现采购成本行业最低。底层通用能力，带来差异化产品与标准化生产的平衡。

图表 48: 公司单季度毛利率逐季度明显上行



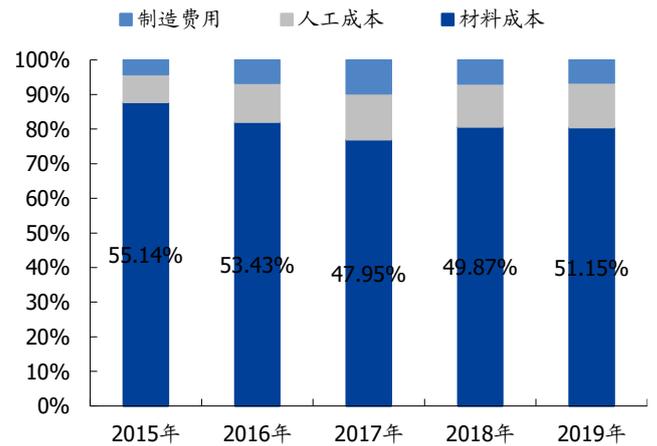
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 49: 公司综合成本结构历年变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

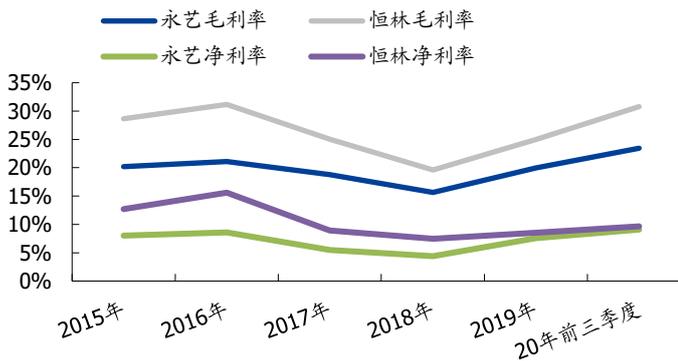
图表 50: 办公椅各项成本占总成本比例历年变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

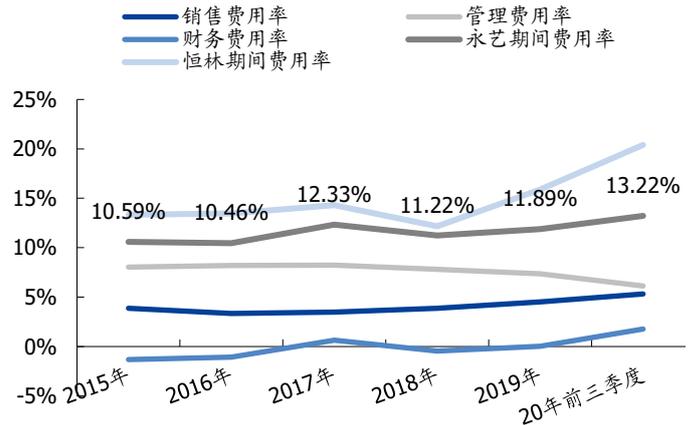
电商业务高增长将进一步驱动毛利率上行，规模效应摊薄费用率。电商为公司高增长渠道，2019年毛利率可达约50%，2015-2019年线上收入复合增长率近200%，往年由于基数较低未能有效拉动综合毛利率。疫情下催化家用办公场景需求，而办公椅作为适合电商平台销售的产品，在疫情下获得显著增长，在规模持续放大、物流仓储优化后有望进一步提升整体盈利能力。

图表 51: 行业可比公司毛利率、净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 52: 历年三费结构及销售期间费用率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 5.3 杜邦分析: 周转率维持高水平, 盈利能力具备长期提升空间

公司过去六年平均 ROE 为 17.8%，运营效率优势明显。公司高 ROE 主要来自于资产周转率，注重产品差异化迭代以及精细化运营能力。自 2018 年升级生产采购标准化模式后，盈利能力进入明显提升周期。同时具备较大财务杠杆提升空间。

图表 53: 可比公司杜邦拆解对比 (2019 年)

公司名称	ROE (%)	销售净利率 (%)	总资产周转率	权益乘数
永艺股份	15.05	7.56	1.34	1.52
恒林股份	10.18	8.52	0.88	1.39
博泰家具	38.77	10.39	1.69	2.24
顾家家居	21.94	11.00	0.97	2.15

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**净利率:** 过去六年平均净利率 6.66%，20H1 实现净利率 8.8%，长期来看净利率处于长期上行通道：1) 规模效应，越南两期基地产能持续爬坡；2) 内生效率提高：致力于采购标准化、生产标准化，自 2018 年以来净利率处于明显的提升阶段；3) 自有品牌销售占比提升：内销及自有品牌业务具备高毛利属性，2019 年内销毛利率 23.43%，自有品牌毛利率可达 46.76%，基数较低但处于高速增长过程中。

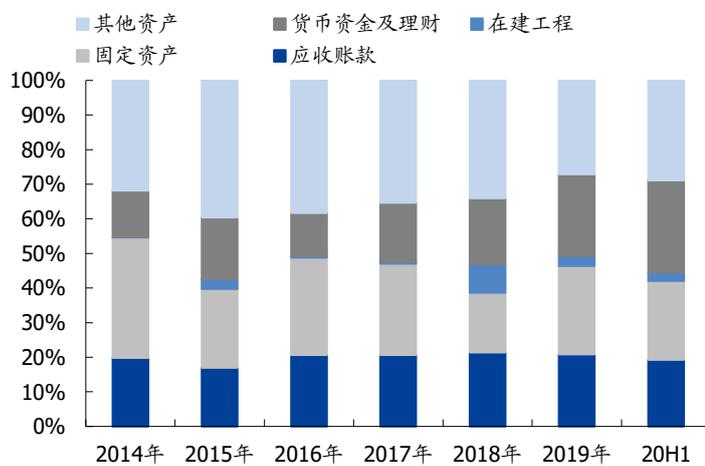
图表 54: 公司历年杜邦拆解

时间	ROE (%)	销售净利率 (%)	总资产周转率	权益乘数
2019年	15.05	7.60	1.34	1.52
2018年	11.29	4.41	1.68	1.56
2017年	15.54	5.52	1.80	1.59
2016年	20.46	8.66	1.61	1.48
2015年	22.47	8.07	1.75	1.60
2014年	22.06	5.69	2.07	1.88

资料来源: wind, 国盛证券研究所

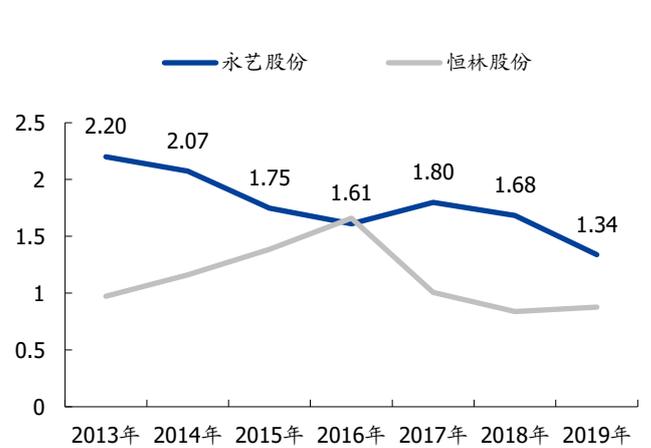
**资产周转率:** 资产周转率高于行业可比企业, 过去六年平均总资产周转率 1.71。当前越南一期处于扩建中, 越南二期预计 20Q4 投产, 实际产能增加进一步提升资产周转率。公司总资产周转率历年维持较高水平, 甚至平均水平高于“以销定产”的零售家居企业, 我们认为主要来自于公司自身注重产品迭代、差异化的商业模式以及精细化运营能力。

图表 55: 公司历年资产结构变化



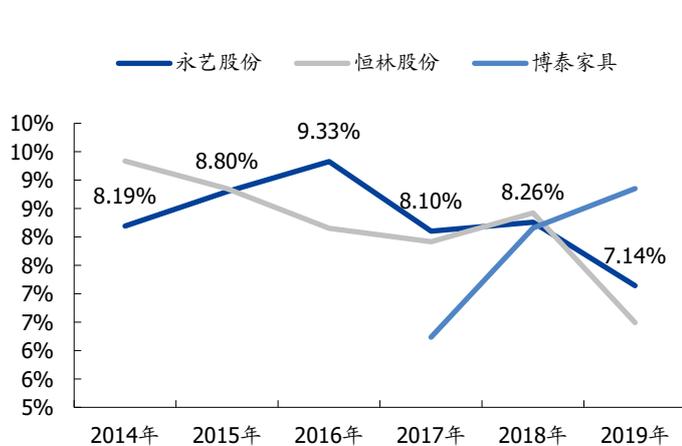
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 56: 可比成品家具类公司历年总资产周转率



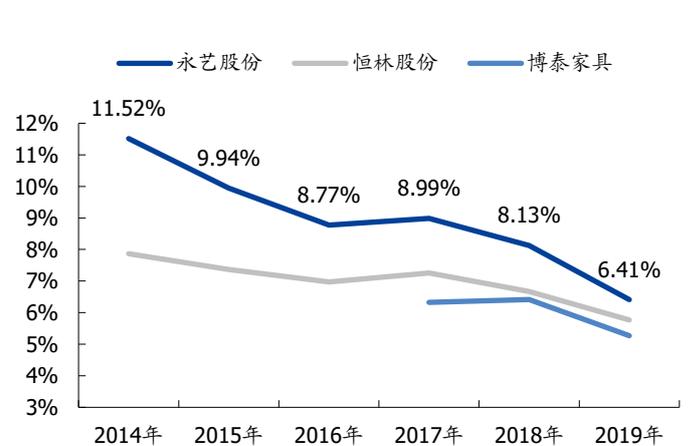
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 57: 行业可比存货周转率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 58: 行业可比应收账款周转率

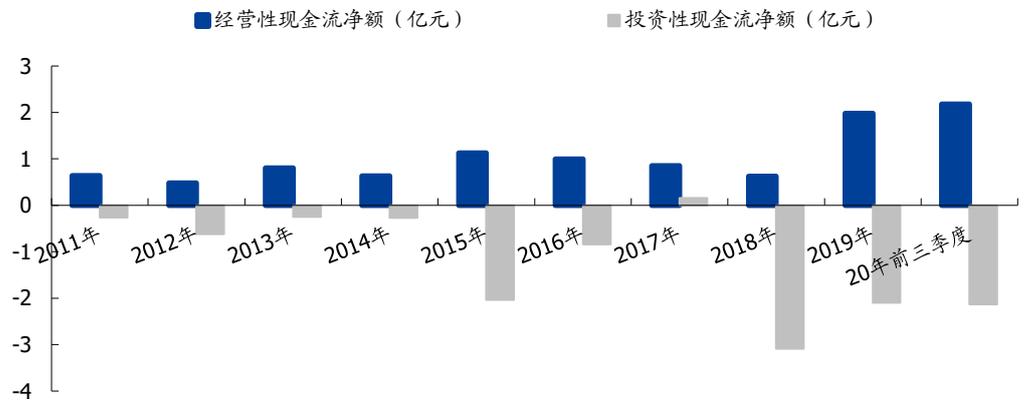


资料来源: wind, 国盛证券研究所

历年经营性现金流持续净流入。从商业模式来看, 公司上游高度分散, 下游集中, 更高

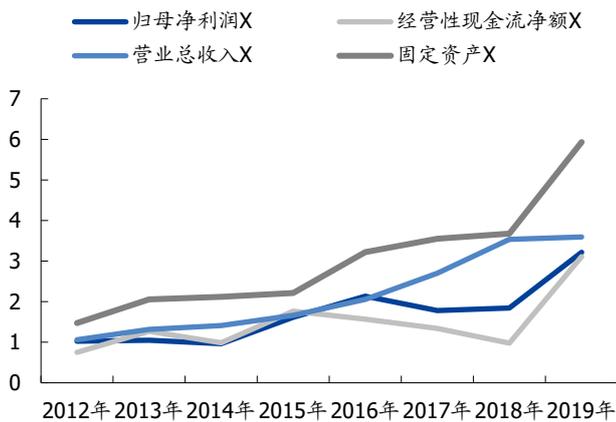
的应付款形成现金流蓄水池。从公司经营的动态角度来看，大客户优势带来现金流安全边际，海外生产基地陆续投产将持续贡献活跃产能。

图表 59: 经营性现金流净额/投资性现金流净额



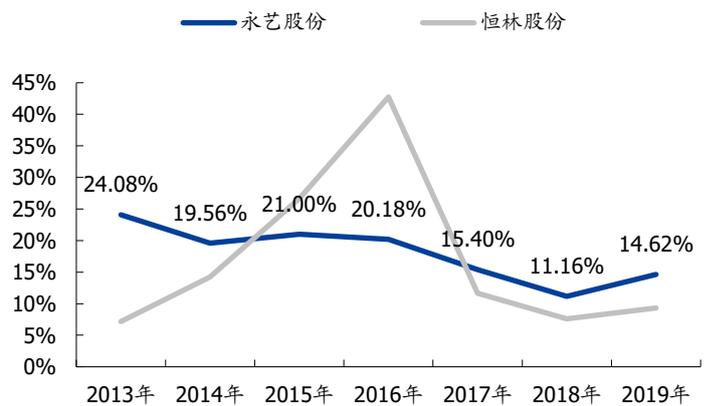
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 60: 利润及资产、收入增长倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 61: ROIC



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 六、盈利预测与投资建议

### 6.1 分产品盈利预测

我们认为，除 2020 年疫情带来的订单高增长外，公司依托先进研发、管理及海外基地布局，具备自身高速增长属性，从品类角度，沙发将成为公司成长第二驱动力。从毛利率角度，高毛利自有品牌产品占比提升、内生效率提高带来盈利中枢趋势性上移。我们预计公司 2020~2022 年实现营业收入分别为 33.14/42.96/51.75 亿元，同比增速为 35.25%/29.61%/20.48%；实现归母净利润分别为 2.50/3.29/4.05 亿元，同比

增速为 **37.73%/31.74%/23.01%**。

- 1) 办公椅业务:** 我们预计 2020~2022 年实现营业收入分别为 24.24/29.84/35.36 亿元, 同比增速分别为 54.1%/23.1%/18.5%, 由市场开拓、产能释放驱动增长。
- 2) 沙发业务:** 我们预计 2020~2022 年实现营业收入分别为 6.18/8.24/10.63 亿元, 同比增速分别为 17.3%/33.3%/29.1%, 由品类延伸、产能释放驱动增长。
- 3) 按摩椅椅身业务:** 我们预计 2020~2022 年实现营业收入分别为 2.64/2.72/2.80 亿元, 同比增速分别为 6%/3%/3%, 基于客户结构多年稳定, 增长维持稳定。

图表 62: 永艺股份盈利预测-主要产品 (百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>办公椅</b>					
收入	<b>1,502.22</b>	<b>1,573.17</b>	<b>2424.32</b>	<b>2984.34</b>	<b>3536.44</b>
YoY	29.86%	4.72%	54.10%	23.10%	18.50%
毛利率	16.55%	21.22%	22.50%	21.62%	21.75%
<b>沙发</b>					
收入	<b>507.95</b>	<b>526.77</b>	<b>618.00</b>	<b>823.50</b>	<b>1063.14</b>
YoY	45.52%	3.71%	17.32%	33.25%	29.10%
毛利率	11.02%	17.38%	19.44%	19.47%	20.09%
<b>按摩椅椅身</b>					
收入	<b>293.24</b>	<b>249.29</b>	<b>264.25</b>	<b>272.17</b>	<b>280.34</b>
YoY	21.87%	-14.99%	6.00%	3.00%	3.00%
毛利率	16.42%	15.19%	15.19%	15.03%	15.60%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 6.2 估值探讨: 接近历史低点, 在围观、宏观层面具备边际拐点预期

公司当前 **PE (TTM)** 接近历史低点, 在业绩高增预期下具备安全边际及性价比。剔除 2015 年股价大幅波动, 公司市值在 2019 年贸易摩擦、20Q1 疫情影响下进入低点, 2020 年在行业高景气、业绩高增长背景下, 股价上涨属于部分反映业绩增长而未涨估值, 在 2020 年三季报以后, 轻工出口类企业在人民币升值、抱团大市值等市场风格下股价回撤。我们认为公司估值、业绩进入拐点, 拐点来自于: 1) 20Q2 运力紧张逐步缓解, 下游库存低位, 收入有望自 20Q2 加速上行; 2) 人民币波动较 20Q4 放小, 自 20Q3 以来汇兑损失预期进入拐点。

图表 63: 公司 PE (TTM) 的变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 64: 公司历史市值变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

横向比较具备估值性价比优势，外部扰动平滑、商业模式演进，有望同时实现估值中枢提升。我们认为公司未来估值提升的条件是围绕确定性，以及业绩波动的平滑。首先进入具备弱周期增长属性，同时在大选落地、贸易摩擦预期减弱、公司海外产能布局，或已具备平滑外部扰动的条件。对于公司本身，基于零售模式自有品牌的收入占比持续提升趋势，对于市场而言该模式体现更高维度增长的确切性及议价能力。从公司商业模式单品类到多品类，单一渠道到多客户、多市场、自主品牌，内生商业模式的逐步演进有望同时实现估值中枢提升。

图表 65: 可比公司估值表

公司	市值 (亿元)	EPS				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
永艺股份	37.5	0.60	0.83	1.09	1.34	20.7	15.0	11.4	9.3
恒林股份	64.4	2.43	3.92	5.17	6.32	18.1	16.4	12.5	10.2
梦百合	140	1.12	1.35	2.11	2.69	18.9	27.5	17.7	13.8
顾家家居	458	1.93	2.10	2.53	3.03	23.7	34.5	28.6	24.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (计算采用 3.12 日收盘价, 恒林股份使用 wind 一致预期)

### 6.3 投资建议: 首次覆盖给予买入评级

我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 2.52/3.30/4.06 亿元, 分别同增 39.2%/30.6%/23.2%, 对应 PE 分别为 14.9X/11.4X/9.2X, 当前估值接近历史低点。在**公司层面**: 公司核心产品办公椅具备高维度研发、设计优势, 在全球 250 亿美金市场仍有巨大拓展空间, 同时依托生产能力, 具备向沙发、餐椅等品类延展基础。在渠道角度, 国内市场电商与经销商渠道增长迅猛, 获得愈发频繁的品牌曝光, 自有品牌占比持续提升。在**宏观层面**: 市场对疫情后办公椅行业增长预期不明朗, 但 20Q4 以来行业内企业订单需求依旧旺盛, 运力不足问题有望在 20Q2 开始环节, 下游客户库存普遍偏低, 销售依旧有边际向上预期。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示

**原材料价格大幅上涨风险。**公司综合成本中，原材料为主要成本，包括皮革、面料、海绵、塑胶件、五金件等。若原材料价格大幅上涨，可能存在价格向下游传导不及时，可能影响阶段性盈利能力。

**汇率大幅波动风险。**公司海外业务占比较高，虽然采用远期结售汇等方式进行货币保值，汇率大幅波动仍有可能带来传导不同步、影响阶段性盈利能力。

**海运运力不足风险。**疫情进一步突出中国供应链的坚韧特性，但同时也带来短期集装箱短缺、运费上涨等问题，可能在短期内造成出口企业运力不足等行业性问题，对公司而言，可能在短期内影响一定的订单节奏。

**新客户拓展不及预期风险。**公司海外业务以大客户为主，新客户处于持续拓展中，新客户拓展不及预期可能影响收入利润增长速率。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com