

# 收入延续高增长，关注沙发和跨境电商拓展

## 永艺股份(603600)

评级:	买入	股票代码:	603600
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	22.64/9.57
目标价格:		总市值(亿)	37.12
最新收盘价:	12.27	自由流通市值(亿)	37.12
		自由流通股数(百万)	302.51

### 事件概述

公司发布2020年年报及2021年一季度报，2020年公司实现营业收入34.34亿元，同比+40.12%；归母净利润2.32亿元，同比+28.22%；扣非后归母净利润1.98亿元，同比+36.74%。其中，Q4单季度营业收入11.11亿元，同比+63.66%；归母净利润0.25亿元，同比-33.47%；扣非后归母净利润0.14亿元，同比-33.18%。

2021Q1公司营业收入10.66亿元，同比+148.25%；归母净利润0.55亿元，同比90.46%；扣非后归母净利润0.42亿元，同比+49.88%。若对标2019Q1，营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别+100.97%、+41.92%、+31.61%。营收保持高增长，利润增长不及营收，主要受原材料涨价及汇兑等影响，整体业绩增长符合预期。

### 分析判断:

#### ► 收入端：核心办公椅产品高速发展，沙发成为主要增长极之一

分产品看，2020年公司办公椅、沙发、按摩椅椅身、功能座椅配件、休闲椅及其他产品销售额分别为23.58、6.58、2.92、0.30、0.41、0.31亿元，同比分别+49.91%、+24.82%、+17.09%、-31.04%、+12.99%、+367.45%，传统核心业务办公椅产品迅速发展，主要为海外疫情带来居家办公需求旺盛以及公司快速推动国内和越南基地产能建设，推出适合线上销售的多种办公椅系列产品，并加快拓展美国、欧洲、亚洲、澳洲、南美洲等主流市场，持续推动包括宜家、Staples、Office Depot等B端大客户、跨境电商和国内电商等渠道的快速发展；功能沙发业务发展打开新局面，销售区域、客户数量及订单金额快速增加，逐渐成为公司主要增长点之一。分区域看，2020年公司境内、境外销售额分别为7.27、26.84亿元，同比分别+26.69%、+44.09%。境内、境外业务均保持快速发展，其中境外业务主要得益于核心办公椅及沙发业务的快速增长。从目前来看，公司在手订单仍较为充足，且受制于外销海运集装箱紧张以及越南基地库存周期影响，公司存货大幅攀升，截至2020年底公司存货7.70亿元，较9月底提升2.49亿元；2021年3月底，公司存货8.08亿元，较2020年12月底提升0.38亿元。预计随着海运紧张得以恢复，公司订单陆续交付，收入端预计保持良好增长，相应的，存货水平也有所下降。

#### ► 盈利端：受原材料涨价及汇率波动影响，盈利能力略有下滑

盈利能力方面，2020年公司毛利率、净利率分别为19.18%、6.86%，同比分别-0.80pct、-0.70pct；2021Q1毛利率、净利率分别为14.96%、5.20%，同比分别-6.31pct、-1.54pct，毛利率有所下滑，主要为：1) 原材料价格大幅提升。2020年材料成本占总成本比重76.51%，其中铁件、塑料、海绵等材料价格提升。公司于2020Q4启动向客户提价，并于2020Q4至2021Q1开始执行新价格，有助于一定程度上抵消原材料涨价对盈利的影响；2) 汇率波动。2020年下半年开始人民币大幅升值，公司外销主要以美元计价；3) 根据新会计准则，运费由销售费用改为营业成本。2020年公司属于合同履行成本的运输及保险费（仅为公司到港口的运费；海运费则采取FOB模式，由客户承担）约1.01亿元，该项费用改由营业成本列示，若以前口径，则2020年毛利率为22%，同比提升约2pct。2021Q1毛利率下滑，主要也与此有关。

分产品看，2020年公司办公椅、沙发、按摩椅椅身、功能座椅配件、休闲椅、其他产品毛利率分别为23.18%、17.22%、18.18%、23.81%、36.12%、65.53%，同比分别+1.96pct、-0.16pct、+2.99pct、+5.47pct、+3.78pct、+22.17pct，办公椅毛利率有所提升，主要得益于跨境电商业务的快速发展，自有品牌销售占比提升带来盈利能力增加以及公司持续进行供应链优化整合、降本增效等；沙发毛利率基本保持平稳。

期间费用方面，公司2020年期间费用率11.77%，同比-0.12pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、

财务费用率分别为 2.89%、3.20%、3.37%、2.32%，同比-1.64pct、-0.46pct、-0.31pct、+2.30pct；2021Q1 公司期间费用率 10.84%，同比-4.35pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.58%、3.63%、2.26%、0.36%，同比分别-2.32pct、-1.52pct、-1.29pct、+0.77pct，期间费用管控良好。

### 投资建议：

公司坚持大客户战略，跨境电商及国内电商持续加大拓展，越南生产基地产能不断扩建及释放以及疫情加速居家办公习惯养成，预计业绩有望保持良好增长。考虑到原材料涨价以及汇率波动不确定性对利润端影响，调整此前对利润端预测，预计 2021-2022 年公司营收分别为 41.82、48.85 亿元；归母净利润则分别由 3.14、3.70 亿元调整至 2.97、3.69 亿元，预计 2023 年公司营收、归母净利润分别为 54.97、4.55 亿元，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、8 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示：

原材料价格持续上涨风险；汇率波动风险；海运紧张带来部分订单确认延后风险；终端需求不及预期；跨境电商发展不及预期；越南基地产能释放不及预期；行业竞争加剧风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,450	3,434	4,182	4,885	5,497
YoY (%)	1.6%	40.1%	21.8%	16.8%	12.5%
归母净利润(百万元)	181	232	297	369	455
YoY (%)	74.5%	28.2%	27.9%	24.2%	23.2%
毛利率 (%)	20.0%	19.2%	22.2%	22.9%	23.0%
每股收益 (元)	0.60	0.77	0.98	1.22	1.50
ROE	14.7%	16.7%	16.9%	16.7%	16.5%
市盈率	20.47	15.96	12.48	10.05	8.15

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,434	4,182	4,885	5,497	净利润	235	303	376	462
YoY (%)	40.1%	21.8%	16.8%	12.5%	折旧和摊销	65	62	67	69
营业成本	2,775	3,254	3,768	4,230	营运资金变动	-223	320	-99	-85
营业税金及附加	17	22	26	29	经营活动现金流	167	702	360	460
销售费用	99	268	318	352	资本开支	-454	-155	-83	-43
管理费用	110	188	220	242	投资	-41	0	0	0
财务费用	80	27	22	19	投资活动现金流	-425	-143	-69	-27
资产减值损失	-10	0	0	0	股权募资	8	0	0	0
投资收益	19	13	15	16	债务募资	646	0	0	0
营业利润	258	342	427	516	筹资活动现金流	308	-30	-30	-30
营业外收支	-3	0	0	0	现金净流量	7	530	261	403
利润总额	255	341	426	516					
所得税	20	39	51	53	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	235	303	376	462	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	232	297	369	455	营业收入增长率	40.1%	21.8%	16.8%	12.5%
YoY (%)	28.2%	27.9%	24.2%	23.2%	净利润增长率	28.2%	27.9%	24.2%	23.2%
每股收益	0.77	0.98	1.22	1.50	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	19.2%	22.2%	22.9%	23.0%
					净利率率	6.9%	7.2%	7.7%	8.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	7.3%	7.8%	8.2%	8.6%
货币资金	310	839	1,100	1,503	净资产收益率 ROE	16.7%	16.9%	16.7%	16.5%
预付款项	30	37	44	48	<b>偿债能力</b>				
存货	770	600	767	938	流动比率	<b>1.21</b>	<b>1.29</b>	<b>1.42</b>	<b>1.58</b>
其他流动资产	1,047	1,117	1,286	1,409	速动比率	0.76	0.97	1.06	1.18
流动资产合计	2,157	2,594	3,198	3,899	现金比率	0.17	0.42	0.49	0.61
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	56.2%	53.2%	50.3%	47.0%
固定资产	619	744	823	882	<b>经营效率</b>				
无形资产	178	172	164	156	总资产周转率	1.08	1.10	1.08	1.04
非流动资产合计	1,037	1,206	1,307	1,369	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,194	3,799	4,505	5,268	每股收益	0.77	0.98	1.22	1.50
短期借款	460	460	460	460	每股净资产	4.60	5.83	7.33	9.13
应付账款及票据	1,200	1,407	1,629	1,829	每股经营现金流	0.55	2.32	1.19	1.52
其他流动负债	122	142	164	177	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,782	2,009	2,254	2,466	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.96	12.48	10.05	8.15
其他长期负债	12	12	12	12	PB	2.89	2.10	1.67	1.34
非流动负债合计	12	12	12	12					
负债合计	1,794	2,021	2,265	2,478					
股本	303	303	303	303					
少数股东权益	10	15	21	28					
股东权益合计	1,400	1,778	2,239	2,790					
负债和股东权益合计	3,194	3,799	4,505	5,268					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。