

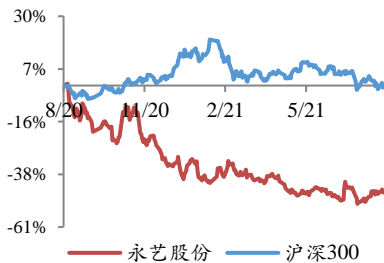
订单增长趋势延续,后期提价逐步修复利润

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2021-08-29

收盘价(元)	10.55
近12个月最高/最低(元)	19.74/9.59
总股本(百万股)	303
流通股本(百万股)	303
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	32
流通市值(亿元)	32

公司价格与沪深300走势比较



分析师: 马远方

执业证书号: S0010521070001

邮箱: mayf@hazq.com

分析师: 虞晓文

执业证书号: S0010520050002

邮箱: yuxw@hazq.com

相关报告

主要观点:

● 公司发布 2021 年半年报, 营收增速亮眼。

公司发布 2021 年半年报, 上半年公司实现营业收入 24.04 亿元, 同比增长 96.86%; 实现归母净利润 1.14 亿元, 同比增长 8.46%; 实现扣非归母净利润 0.96 亿元, 同比增长 1.33%。单 Q2 来看, 公司 Q2 实现营业收入 13.38 亿元, 同比增长 68.97%; 实现归母净利润 0.59 亿元, 同比降低 22.34%; 实现扣非归母净利润 0.54 亿元, 同比降低 0.54%。

● 订单增长趋势延续, 重点发力国内自有品牌。

疫情催化全球居家办公习惯养成, 后疫情时代居家办公或成为常态。根据海关进出口数据显示, 2021 年上半年我国办公椅出口额继续保持高增, 1-6 月出口额累计达到 160 亿元, 同比+68.6%, 较 2019 年同期 +84.3%; 木结构沙发 1-6 月累计出口额 295.8 亿元, 同比+52.4%; 按摩器具累计出口额 29.6 亿元, 同比+42.7%。公司 21Q1/Q2 实现营收 10.66/13.38 亿元, 分别同比+148.25%/68.97%。分产品来看, 2021H1 公司办公椅/沙发/按摩椅椅身分别实现营收 17.34/5.21/2.11 亿元, 同比 +87.60%/145.11%/75.55%; 公司核心业务收入延续高增。自主品牌方面, 21H1 公司进一步加大国内市场开拓业务, 聚焦线上渠道打造自主品牌, 实现营收与品牌知名度双提升, 1-6 月公司内销自主品牌业务营收同比增长 112%。

● 多措并举降本增效应对短期盈利承压, Q3/Q4 伴随提价落地有望释放利润弹性。

2021 年上半年全球大宗及原材料价格上涨、海运运力紧张、人民币汇率升值, 短期内对公司盈利能力造成较大影响, 21Q2 公司实现归母净利润 0.59 亿元, 同比-22.34%。面对复杂严峻的经营环境, 在原材料方面, 公司不断优化采购成本、持续加强大宗原材料行情监控及时进行采购锁价; 在运营环节, 公司密切关注海运变化, 根据出运计划及时调整生产及采购计划, 科学有序压降库存同时争取更多仓位。在汇兑方面, 公司积极开展外汇套期保值等业务对冲人民币升值。此外, 公司加强与客户沟通协商, 向下转嫁成本压力并启动第二次调价, 预计将在 Q3/Q4 陆续执行新价, 提价落地后有望释放利润弹性。

● 稳步推进与强化海内外产能建设, 持续研发投入解决客户痛点, 利用差异化优势持续开拓全球市场。

公司坚持研发创新驱动, 围绕市场需求和客户痛点持续拓展新品类, 21H1 公司共投入研发费用 6013 万元。从产能来看, 公司国内年产 250 万套人机工程健康坐具项目和越南生产基地二期扩建项目稳步推进。其中越南基地上半年营收同比+209.23%, 推动公司进一步提升市场份额。

公司利用新产品研发及海外稀缺产能等差异化优势，深入实施大客户价值营销体系，大客户数量及订单金额显著增长，逐渐成为公司业务重要增长点。我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 43.30/52.34/61.22 亿元，同比增长 26.1%/20.9%/17%；归母净利润分别为 2.62/3.4/4.27 亿元，同比增长 12.5%/30.1%/25.5%，对应 PE 分别为 12.20X/9.38X/7.48X。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，越南疫情蔓延对越南基地的影响，海运运力不足风险，新客户拓展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3434	4330	5234	6122
收入同比 (%)	40.1%	26.1%	20.9%	17.0%
归属母公司净利润	232	262	340	427
净利润同比 (%)	28.2%	12.5%	30.1%	25.5%
毛利率 (%)	19.2%	17.5%	18.1%	18.8%
ROE (%)	16.7%	15.8%	17.1%	17.6%
每股收益 (元)	0.00	0.86	1.12	1.41
P/E	17.25	12.20	9.38	7.48
P/B	2.89	1.93	1.60	1.32
EV/EBITDA	10.52	6.26	4.32	3.13

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 座椅第一股，差异化优势持续开拓全球市场	5
2 盈利预测：外销竞争力突出，内销重点发力	10
风险提示：	10
财务报表与盈利预测	11

图表目录

图表 1 公司主要产品	5
图表 2 2016-2021H1 公司产品收入占比结构	6
图表 3 2016-2020 年公司内外销收入占比	6
图表 4 2016-2021H1 公司营收及增速情况	6
图表 5 2016-2021H1 公司主要产品营收增速	6
图表 6 2016-2021H1 公司归母净利润及增速情况	7
图表 7 2016-2021H1 公司毛利率与净利率走势	7
图表 8 公司主要产品毛利率走势	7
图表 9 公司股权结构图	8
图表 10 2014-2020 年公司研发投入及占比	8
图表 11 2015-2020 年公司研发人员数量及占比	8
图表 12 2018-2020 年公司办公椅产量（万件）	9
图表 13 2018-2020 年公司其他产品产量（万件）	9
图表 14 2016-2020 年公司前五大客户合计销售额及占比	10
图表 15 公司国内知名合作伙伴	10

1 座椅第一股，差异化优势持续开拓全球市场

永艺股份成立于 2001 年，是专业研发、生产和销售健康坐具的国内椅业首家上市公司。公司聚焦健康家具的研发、涉及和制造，为国际知名家具品牌提供 ODM 为主的产品解决方案。公司主营产品包括办公椅、沙发、按摩椅椅身、休闲椅及功能座椅配件等健康家具。

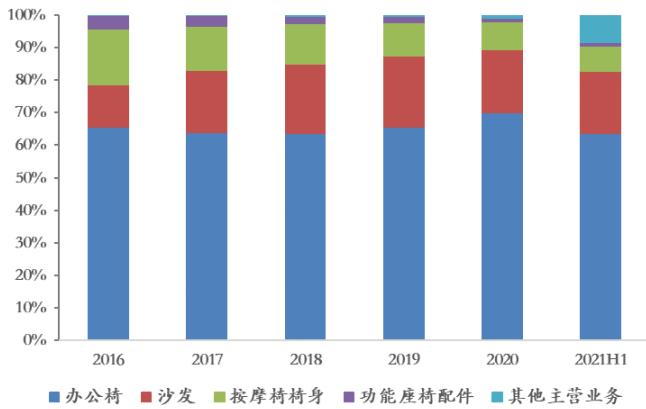
图表 1 公司主要产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

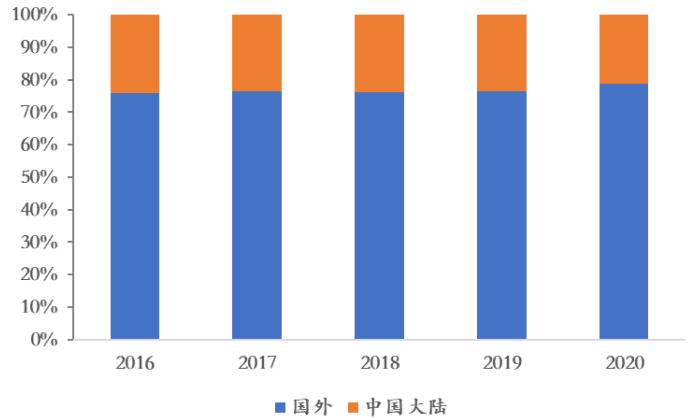
从公司的产品结构来看，办公椅产品占比最高，过去几年收入占比均在 60% 以上，2020 年办公椅收入占比达到 68.7%；其次是沙发业务，近年来收入占比不断提升，由 2016 年的 12.8% 提升至 2020 年的 19.15%；按摩椅椅身产品收入占比较小，2020 年营收占比仅为 8.5%。从销售区域来看，公司目前以外销为主，2020 年公司外销/内销占比分别为 78.15%/21.19%。

图表 2 2016-2021H1 公司产品收入占比结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

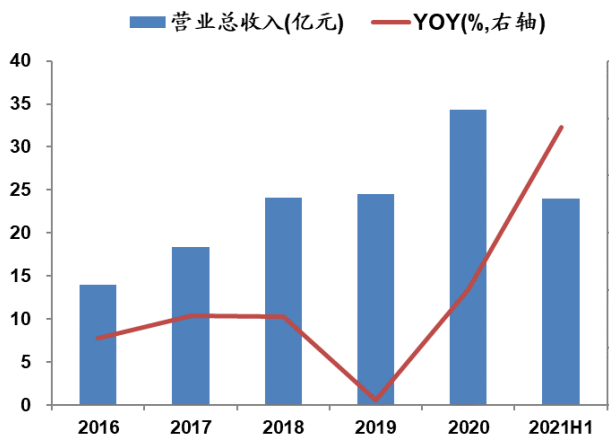
图表 3 2016-2020 年公司内外销收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

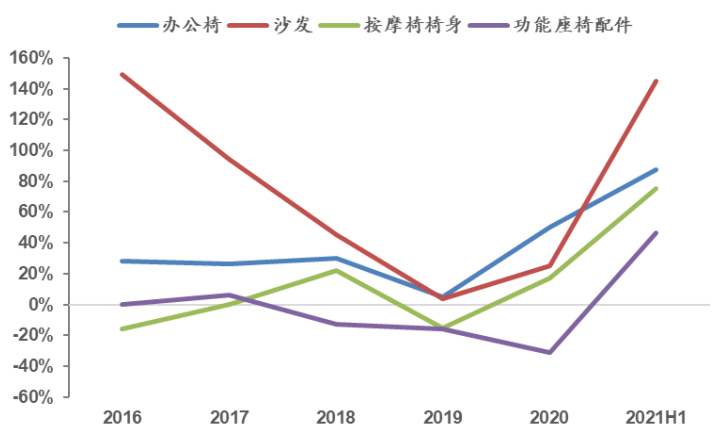
公司近五年收入增速实现触底反弹, 2020 年收入达到历史高点, 21H1 收入维持高增。2019 年以前, 公司营收增速每年保持 20%-30%, 2018 年公司营收为 24.11 亿元。2019 年受中美贸易摩擦影响, 公司收入增速一度下滑至 1.63%。2020 年疫情席卷全球, 改变人们的生活习惯, 疫情加速居家办公习惯的养成, 进而拉动了家庭办公家具消费需求的快速增长。公司 2020 年在克服 Q1 供应链和客户需求短暂波动的冲击后, Q2 以来牢牢抓住海外疫情下居家办公需求增长和国内产能恢复的机遇, 全力抢抓客户订单, 逆势扩建国内外产能, 经营业绩实现较快增长。与此同时, 公司也在持续加强国内市场的开拓力度, 着力提升产品力和品牌力, 聚焦线上渠道打造自主品牌实现销售收入与品牌知名度双提升, 2020 年公司自有品牌实现营收 2.13 亿元, 同比增长 130%; 自有品牌毛利率高达 44.73%。2020 年公司实现营收 34.34 亿元, 同比增长 40.12%。2021 年上半年公司收入延续高增, 21H1 公司实现营收 24.04 亿元, 同比增长 96.86%。

图表 4 2016-2021H1 公司营收及增速情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 2016-2021H1 公司主要产品营收增速



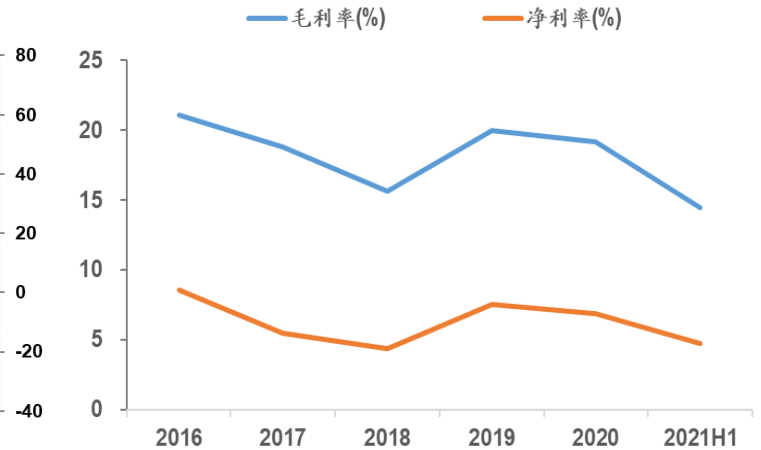
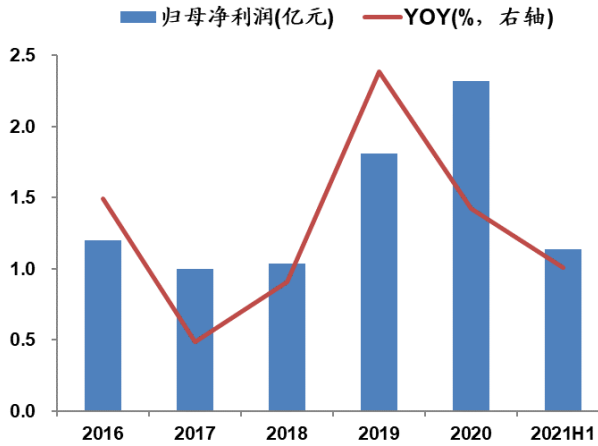
资料来源: wind, 华安证券研究所

公司盈利能力稳健提升, 21H1 因原材料上涨、汇兑损失等因素短期承压。公司 2019 年起多措并举降本增效, 优化采购和原材料监测预警, 快速反应原材料价格波动风险。同时稳步推进海绵、注塑、五金等垂直项目整合, 不断提高核心零部件自

制比例, 进一步强化成本优势, 公司盈利水平稳步提升, 2020 年实现归母净利润 2.32 亿元, 同比增长 28.22%。2021H1 由于大宗原材料价格迅速攀升、人民币升值等不利因素, 公司成本显著上升, 2021 年上半年公司综合毛利率下降至 14.42%, (按原口径计算 21H1 综合毛利率为 17.25%)。尽管公司积极与下游客户协商议价, 向下转移成本, 但提价落地需要一定时间, 短期内公司盈利承压。2021 年下半年以来, 大宗原材料价格高位筑顶后开始逐渐回落, 并且短期内再次大幅上涨的可能性较小, 随着公司 Q3/Q4 提价逐步落地, 我们看好公司下半年释放利润弹性。

图表 6 2016-2021H1 公司归母净利润及增速情况

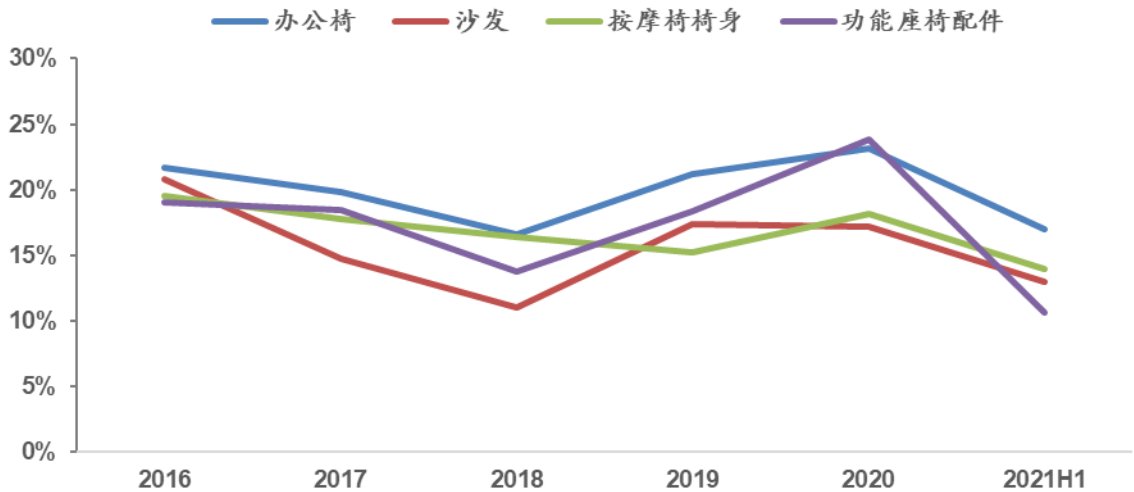
图表 7 2016-2021H1 公司毛利率与净利率走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司主要产品毛利率走势

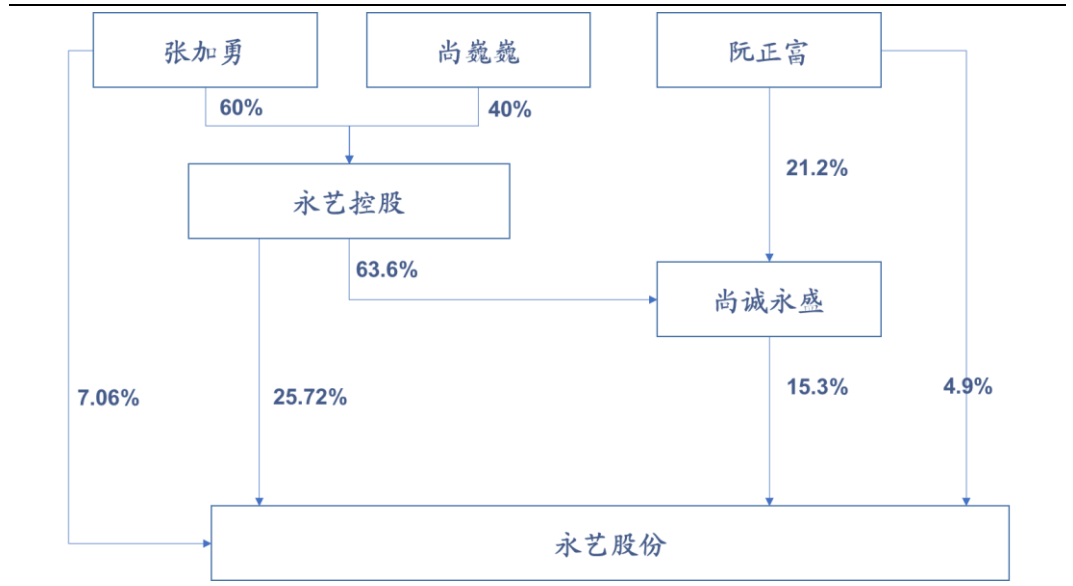


资料来源: wind, 华安证券研究所

公司核心管理层具备深厚产业背景, 股权结构稳定集中。公司董事长、实控人张加勇先生深耕行业多年, 有丰富的行业经验。核心高管多为公司创始人, 拥有深厚产业背景。公司股权集中稳定, 实控人张加勇夫妇通过直接或间接持股公司合计 42.51%。公司为了深度绑定核心管理及业务人员, 于 2017 年推出限制性股票激励计划, 业绩考核期为 3 年, 解锁目标则同比 2016 年, 2017/2018/2019 三年营收或

归母净利润增速达到 20%/44%/73%，目前已达成三年目标，全部成功解锁。

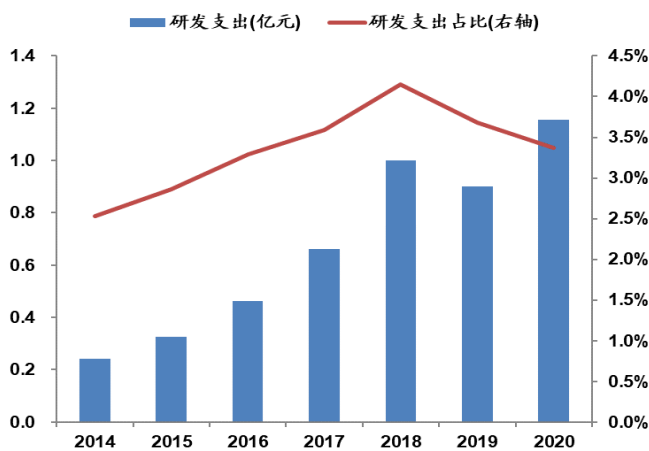
图表 9 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

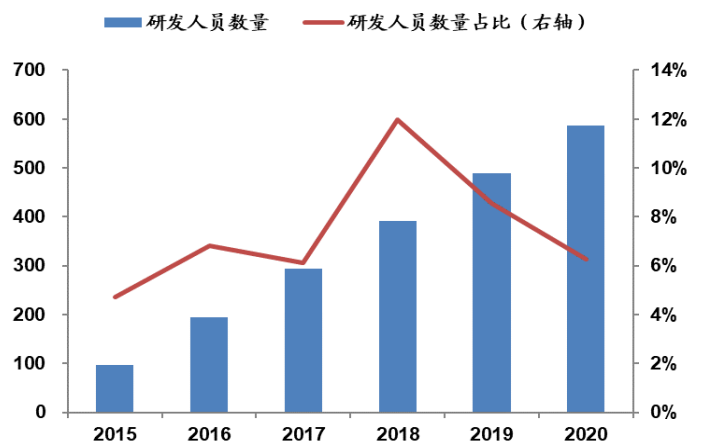
公司始终坚持将技术创新作为企业发展的驱动力，每年研发投入占比在 3%以上。公司长期与发达国家的顶级专家和设计团队紧密合作，研发健康坐具的关键核心技术，并持续优化产品外观设计。持续的研发投入有效提升了公司的技术壁垒。截至 2021 年 6 月，公司参与制修订标准 16 项，是国家办公椅行业标准的起草单位之一，也是办公椅、室内休闲椅浙江制造团体标准主要起草单位，公司发明专利数量在国内座椅行业遥遥领先。2020 年公司研发投入总额为 1.16 亿元，研发投入占比为 3.4%；公司研发人员数量逐年提升，由 2015 年的 97 人增加至 2020 年的 587 人，2020 年公司研发人员数量占比达到 6.27%。

图表 10 2014-2020 年公司研发投入及占比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 2015-2020 公司研发人员数量及占比



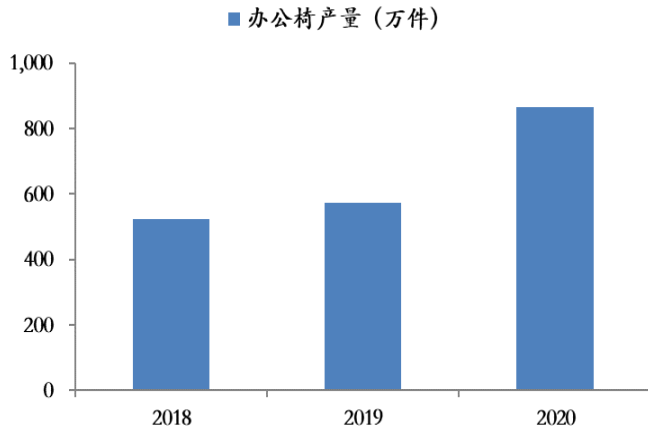
资料来源：wind，华安证券研究所

前瞻性布局海外优质产能，助力公司市占率进一步提升。公司于 2018 年在行

业内率先“走出去”投资建设越南生产基地，已成为国内办公椅行业建设国外产能最早、目前国外产能规模最大、拥有客户资源最多的企业。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。近两年来公司越南基地订单及产能快速增长，**2020年越南子公司销售收入同比增长795.02%，2021年上半年越南子公司销售收入同比增长209.23%**，推动公司快速提升美国市场份额和美国大客户渗透率。此外，公司积极推进罗马尼亚生产基地建设，助力公司加快开拓欧洲及其他海外市场，努力规避国际贸易摩擦风险，确保公司主业持续稳定发展。

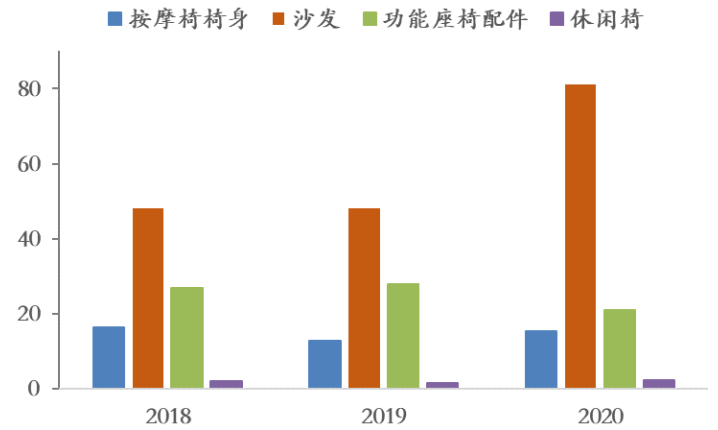
2020年公司办公椅产量有显著提升，由2019年的574万件提升至2020年的865.23万件；2020年公司沙发、按摩椅椅身、休闲椅产量分别为81.24/15.47/2.42万件，同比增长69.1%/19.9%/53.2%。未来随着公司国内年产250万套人机工程健康坐具项目和越南二期生产基地扩建项目稳步推进，公司将不断巩固强化海外海外稀缺产能优势，进一步提升市场份额。

图表 12 2018-2020 年公司办公椅产量 (万件)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 2018-2020 年公司其他产品产量 (万件)



资料来源：wind，华安证券研究所

推进“数一数二”市场战略，深入实施大客户价值营销。公司围绕在区域市场和客户份额两个维度“数一数二”的市场目标，利用公司新产品研发及越南稀缺产能等差异化优势，努力提升对主流市场的占有率和主流客户的渗透率。

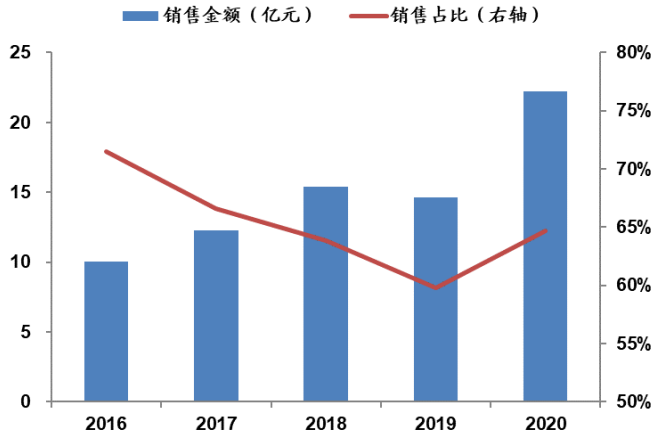
从外销战略来看，一方面公司推行 KAM 大客户营销体系，深度洞察核心客户需求，在产品开发、报价、制造、交付、售后等全流程中体现核心竞争力，进而不断提升公司在大客户中的渗透率；另一方面，公司加快拓展欧洲、亚洲、澳洲、南美洲等市场，有针对性地为目标客户开发主流产品，进而提高公司在全球各主要市场的占有率。公司市场遍及 70 多个国家和地区，并较早进入国外合约市场，与全球国家知名采购商、零售商、品牌商建立了长期的战略合作关系，包括全球著名品牌 HON (美国)、AIS (美国)、Global (加拿大)、Okamura (日本)，世界五百强宜家、Staples、Office Depot，加拿大最大的采购商之一 Performance，日本最大的家居零售商 NITORI，俄罗斯最大的采购商之一 Bureaucrat 等。

从内销战略来看，公司以线上线下相结合的方式大力拓展内销市场，加快建设

国内自主品牌，线上与天猫、京东、网易严选。小米有品等平台深度合作，通过多种营销手段提升品牌知名度；线下持续推进大客户直营和经销体系建设，已为杭州 G20 峰会、华为、小米、格力、百度、网易、交通银行、中国电信、保利集团等大客户提供产品和服务。

图表 14 2016-2020 年公司前五大客户合计销售额及占比

图表 15 公司国内知名合作伙伴



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 盈利预测：外销竞争力突出，内销重点发力

公司坚持研发创新驱动，围绕市场需求和客户痛点持续拓展新品类，21H1 公司共投入研发费用 6013 万元。从产能来看，公司国内年产 250 万套人机工程健康坐具项目和越南生产基地二期扩建项目稳步推进。其中越南基地上半年营收同比 +209.23%，推动公司进一步提升市场份额。公司利用新产品研发及海外稀缺产能等差异化优势，深入实施大客户价值营销体系，大客户数量及订单金额显著增长，逐渐成为公司业务重要增长点。我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 43.30/52.34/61.22 亿元，同比增长 26.1%/20.9%/17%；归母净利润分别为 2.62/3.4/4.27 亿元，同比增长 12.5%/30.1%/25.5%，对应 PE 分别为 12.20X/9.38X/7.48X。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，越南疫情蔓延对越南基地的影响，海运运力不足风险，新客户拓展不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2157	2774	2739	3087	
现金	310	416	779	1126	
应收账款	674	1008	975	990	
其他应收款	15	20	23	27	
预付账款	30	39	43	50	
存货	770	1077	705	681	
其他流动资产	357	213	214	214	
非流动资产	1037	1250	1189	1268	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	619	589	509	387	
无形资产	178	289	378	469	
其他非流动资产	240	372	302	412	
资产总计	3194	4023	3928	4355	
流动负债	1782	2352	1913	1907	
短期借款	460	460	460	460	
应付账款	906	1273	1057	1089	
其他流动负债	415	619	395	358	
非流动负债	12	6	6	6	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	12	6	6	6	
负债合计	1794	2358	1919	1913	
少数股东权益	10	13	17	22	
股本	303	303	303	303	
资本公积	545	545	545	545	
留存收益	543	804	1144	1571	
归属母公司股东权益	1390	1652	1992	2419	
负债和股东权益	3194	4023	3928	4355	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	167	424	572	747	
净利润	232	262	340	427	
折旧摊销	65	219	282	331	
财务费用	81	14	14	14	
投资损失	-19	-26	-26	-31	
营运资金变动	-223	-49	-42	-6	
其他经营现金流	486	316	387	445	
投资活动现金流	-425	-300	-196	-386	
资本支出	-454	-432	-222	-417	
长期投资	-41	107	0	0	
其他投资现金流	71	24	26	31	
筹资活动现金流	308	-18	-14	-14	
短期借款	400	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-7	0	0	0	
其他筹资现金流	-85	-18	-14	-14	
现金净增加额	7	106	363	347	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	3434	4330	5234	6122	
营业成本	2775	3573	4288	4968	
营业税金及附加	17	26	31	37	
销售费用	99	165	199	233	
管理费用	110	156	188	227	
财务费用	80	13	12	11	
资产减值损失	-10	0	0	0	
公允价值变动收益	1	0	0	0	
投资净收益	19	26	26	31	
营业利润	258	289	374	475	
营业外收入	1	1	0	0	
营业外支出	4	3	1	7	
利润总额	255	288	373	468	
所得税	20	23	29	36	
净利润	235	265	344	432	
少数股东损益	3	3	4	5	
归属母公司净利润	232	262	340	427	
EBITDA	396	516	663	805	
EPS (元)	0.00	0.86	1.12	1.41	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	40.1%	26.1%	20.9%	17.0%
营业利润	16.4%	12.1%	29.2%	27.1%
归属于母公司净利润	28.2%	12.5%	30.1%	25.5%
获利能力				
毛利率 (%)	19.2%	17.5%	18.1%	18.8%
净利率 (%)	6.8%	6.0%	6.5%	7.0%
ROE (%)	16.7%	15.8%	17.1%	17.6%
ROIC (%)	16.4%	12.9%	14.3%	15.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	56.2%	58.6%	48.8%	43.9%
净负债比率 (%)	128.1%	141.6%	95.5%	78.4%
流动比率	1.21	1.18	1.43	1.62
速动比率	0.76	0.70	1.04	1.23
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.08	1.33	1.41
应收账款周转率	5.09	4.29	5.37	6.19
应付账款周转率	3.06	2.81	4.06	4.56
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	0.86	1.12	1.41
每股经营现金流薄)	0.55	1.40	1.89	2.47
每股净资产	4.60	5.46	6.58	8.00
估值比率				
P/E	17.25	12.20	9.38	7.48
P/B	2.89	1.93	1.60	1.32
EV/EBITDA	10.52	6.26	4.32	3.13

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。