

Q2 营收表现亮眼，利润端短期承压

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:	21.1/9.48
目标价格:		总市值(亿)	32.79
最新收盘价:	10.84	自由流通市值(亿)	32.79
		自由流通股数(百万)	302.51

事件概述

永艺股份发布 2021 年半年度报: 2021H1 公司实现营收 24.04 亿元, 同比+96.86%; 归母净利润为 1.14 亿元, 同比+8.46%。其中, Q2 单季度营收为 13.38 亿元, 同比+68.97%; 归母净利润为 0.59 亿元, 同比-22.34%。Q2 公司营收持续高增长, 利润端受大宗原材料价格上涨、人民币升值等多种因素影响有所下滑。

分析判断:

► 收入端: 多措并举, 收入端保持高增长。

分产品看, 2021H1 公司办公椅、沙发、按摩椅椅身、功能座椅配件、休闲椅等产品销售额分别为 17.34、5.21、2.11、0.32、0.29 亿元, 同比分别+87.60%、+145.11%、+75.55%、+46.51%、+70.76%。公司全系列品类同步发力, 传统核心产品办公椅及沙发收入增速显著, 主要得益于: 1) 公司持续推动大客户营销战略, 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, 利用新产品研发及越南稀缺产能等差异化优势, 深入实施大客户价值营销体系, 市场占有率进一步提升; 2) 持续拓展新品类、推出新产品, 围绕市场需求和客户痛点, 成功开发多个系列“高端(专业)电竞座椅”以及多个系列 KD(可拆卸)办公椅和沙发产品; 3) 加快跨境电商业务发展, 围绕“护腰”产品品牌定位, 通过引入明星作为形象大使、与顶级达人合作带货以及通过站外内容营销种草, 品牌知名度明显提升; 4) 国内外产能的陆续建设及投产, 其中越南基地随着产能不断提升和大客户拓展持续推进, 上半年销售收入同比增长 209.23%, 推动公司进一步提升市场份额。

► 盈利端: 期间费用管控良好, Q2 盈利能力有所下滑。

盈利能力方面, 2021H1 公司毛利率、净利率分别为 14.42%、4.75%, 同比分别-8.60pct、-4.05pct, 其中, Q2 单季度毛利率、净利率分别为 13.99%、4.39%, 同比分别-9.98pct、-5.53pct, 盈利能力有所下滑。分产品看, 2021H1 公司办公椅、沙发、按摩椅椅身、功能座椅配件、休闲椅产品毛利率分别为 16.96%、12.93%、13.95%、10.58%、25.82%, 同比分别-5.83pct、-2.73pct、-1.25pct、-9.70pct、-5.53pct。毛利率下滑主要为: 1) 上半年公司主要原材料价格大幅提升以及汇率波动, 成本端承压, 公司则通过一系列降本增效等措施, 并开展远期结售汇等套期保值业务一定程度缓解以上因素带来的影响。2) 新收入准则下, 归属于合同履约成本的运输及保险费用 0.68 亿元由销售费用改为营业成本。若以原口径测算, 2021H1 公司毛利率为 17.26%, 同比-5.76pct。期间费用方面, 2021H1 公司期间费用率 9.63%, 同比-3.45pct, 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 3.53%、2.73%、2.50%、0.87%, 分别同比-2.13pct、-1.90pct、-0.31pct、+0.89pct; Q2 单季度公司期间费用率为 8.67%, 同比-3.26pct, 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 2.69%、2.01%、2.69%、1.28%, 分别同比-2.29pct、-2.34pct、+0.28pct、+1.09pct。销售费用率下滑较为明显, 主要为新收入准则影响。

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。考虑到收入高增长, 但利润短期受原材料涨价以及汇率等影响影响, 调整此前盈利预测, 预计公司 2021-2023 年营收分别由 41.82、48.85、54.97 亿元调整至 46.11、52.54、59.22 亿元; 归母净利润则分别由 2.97、3.69、4.55 亿元调整至 2.74、3.47、4.31 亿元, 对应 PE 分别为 14 倍、11 倍、9 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	4,611	5,254	5,922
YoY (%)	1.6%	40.1%	34.3%	13.9%	12.7%
归母净利润(百万元)	181	232	274	347	431
YoY (%)	74.5%	28.2%	17.7%	26.7%	24.4%
毛利率 (%)	20.0%	19.2%	17.1%	18.2%	18.8%
每股收益 (元)	0.60	0.77	0.90	1.15	1.43
ROE	14.7%	16.7%	15.7%	16.0%	16.0%
市盈率	20.47	15.96	13.56	10.71	8.61

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	4,611	5,254	5,922	净利润	235	278	353	438
YoY (%)	40.1%	34.3%	13.9%	12.7%	折旧和摊销	65	62	67	69
营业成本	2,775	3,823	4,297	4,810	营运资金变动	-223	399	-113	-95
营业税金及附加	17	25	28	31	经营活动现金流	167	757	321	425
销售费用	99	184	221	255	资本开支	-454	-155	-83	-43
管理费用	110	148	173	190	投资	-41	0	0	0
财务费用	80	27	21	19	投资活动现金流	-425	-142	-68	-26
资产减值损失	-10	0	0	0	股权募资	8	0	0	0
投资收益	19	14	16	18	债务募资	646	0	0	0
营业利润	258	315	400	489	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	585	224	369
利润总额	255	314	400	489	主要财务指标				
所得税	20	36	47	51	成长能力 (%)				
净利润	235	278	353	438	营业收入增长率	40.1%	34.3%	13.9%	12.7%
归属于母公司净利润	232	274	347	431	净利润增长率	28.2%	17.7%	26.7%	24.4%
YoY (%)	28.2%	17.7%	26.7%	24.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.77	0.90	1.15	1.43	毛利率	19.2%	17.1%	18.2%	18.8%
资产负债表 (百万元)					净利率率	6.9%	6.0%	6.7%	7.4%
货币资金	310	895	1,119	1,488	总资产收益率 ROA	7.3%	6.8%	7.4%	7.9%
预付款项	30	43	50	54	净资产收益率 ROE	16.7%	15.7%	16.0%	16.0%
存货	770	705	875	1,067	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,047	1,196	1,357	1,492	流动比率	1.21	1.25	1.36	1.50
流动资产合计	2,157	2,839	3,401	4,101	速动比率	0.76	0.91	0.99	1.08
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.17	0.39	0.45	0.54
固定资产	619	744	823	882	资产负债率	56.2%	56.6%	53.4%	50.3%
无形资产	178	172	164	156	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,037	1,206	1,307	1,369	总资产周转率	1.08	1.14	1.12	1.08
资产合计	3,194	4,045	4,708	5,470	每股指标 (元)				
短期借款	460	460	460	460	每股收益	0.77	0.90	1.15	1.43
应付账款及票据	1,200	1,653	1,858	2,080	每股净资产	4.60	5.75	7.18	8.89
其他流动负债	122	166	186	200	每股经营现金流	0.55	2.50	1.06	1.40
流动负债合计	1,782	2,279	2,504	2,740	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	12	12	12	12	PE	15.96	13.56	10.71	8.61
非流动负债合计	12	12	12	12	PB	2.89	2.13	1.71	1.38
负债合计	1,794	2,290	2,516	2,752					
股本	303	303	303	303					
少数股东权益	10	14	20	27					
股东权益合计	1,400	1,754	2,192	2,718					
负债和股东权益合计	3,194	4,045	4,708	5,470					

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，9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，5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，4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。