

永艺股份 (603600.SH)

买入 (首次评级)

α势能凸显，期待新渠道、新客户持续放量

投资要点:

Q3 营收创单季度新高，低基数下盈利增长靓丽

公司前三季度实现营收 33.90 亿元，同比+35.58%，归母净利润 2.25 亿元，同比+6.46%，扣非归母 2.24 亿元，同比+14.85%。24Q3 单季，实现营收 13.38 亿元，同比+38.79%，归母净利润 0.98 亿元，同比+42.3%，扣非归母 0.98 亿元，同比+36.9%。

外销：淡季凸显公司强 α，新客户、新渠道贡献增量

根据 ifind，24Q3 我国办公椅出口额下滑 7.6%，我们判断或与全球需求放缓有关；公司 23Q3 收入增速 38.8%，增速同比+40.2pct，明显优于行业。我们认为公司逆势高增主要得益于：1) 领先的海外基地布局；2) 新品类、新客户快速放量；3) 精细化管理能力等综合实力提升。公司于 2023 年成功开拓 Costco、Sam's 等多个重要渠道和大客户，重点大客户已相继实现出货，为后续业务增长奠定基础。同时，公司凭借在机械结构及外观设计等方面多年经验，开发差异化创新的升降桌产品，期待新品类持续放量。

内销：着重打造自主品牌，培育第二曲线

公司将 2023 年作为国内自主品牌发力元年，通过打造旗舰产品、优化营销策略、拓展渠道体系，有效提升综合运营能力，国内品牌业务收入和品牌知名度实现明显跃升。公司实施旗舰产品营销策略，成功打造 Flow 系列旗舰产品。2023 年公司自主品牌营收 7.13 亿元，同比+67%，自主品牌占比达 20%，实现较大跃升。同时公司自主品牌盈利能力较高，有望成为公司新的利润贡献点。

提升分红频次，彰显长期发展信心

公司高度重视股东权益和回报，近年分红比例稳中有升，2023 年现金分红比例 44%，2024 年 9 月实施中期分红，半年度现金分红比例 45%。24H1 公司资本开支/营业收入比例降至 7%，后续公司将在保证正常经营和长期发展不受影响的前提下，积极加强分红、增强投资者回报，彰显发展信心。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 31%、17.6%、13.8%，归母净利润增速分别为 8%、27%、25%。采用可比公司估值法，2024 年可比公司平均 PE 为 13 倍。我们认为，公司作为我国办公椅行业领军企业，海外新客户、新渠道、新项目驱动有望延续，同时内销积极发力自有品牌，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

国际贸易摩擦、原材料价格与汇率波动、大客户集中、新品推广与市场需求波动的风险等

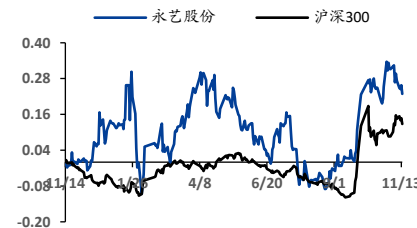
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,055	3,538	4,635	5,452	6,205
增长率	-13%	-13%	31%	18%	14%
净利润(百万元)	335	298	323	409	510
增长率	85%	-11%	8%	27%	25%
EPS(元/股)	1.01	0.90	0.98	1.23	1.54
市盈率(P/E)	11.5	12.9	11.9	9.4	7.6
市净率(P/B)	2.2	1.8	1.6	1.5	1.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-11-14
收盘价:	11.63 元
总股本/流通股本(百万股)	331.21/300.82
流通 A 股市值(百万元)	3,498.51
每股净资产(元)	6.60
资产负债率(%)	44.67
一年内最高/最低价(元)	13.81/8.24

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn
分析师: 汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 行业淡季凸显强 α 优势，盈利持续改善	3
2 着重打造自主品牌，分红彰显发展信心	8
3 盈利预测与投资建议	10
3.1 盈利预测	10
3.2 投资建议	11
4 风险提示	11

图表目录

图表 1: 公司主要发展历程	3
图表 2: 公司股权结构稳定 (截至 2024/09/30)	3
图表 3: 公司 2015 年至今营业收入及增速	3
图表 4: 公司 2015 年至今归母净利润及增速	3
图表 5: 我国办公椅单月出口额 (百万美元) 及增速	4
图表 6: 年初至今美国家具库存销售比稳中有降	4
图表 7: Office Depot 与 HNI 季度营收增速	5
图表 8: 宜家 FY2018 至今营收及增速	5
图表 9: Office Depot 与 HNI 季度库销比	5
图表 10: 宜家 FY2018 至今库销比	5
图表 11: 公司季度收入增速与我国办公椅季度出口额增速	6
图表 12: 2024 年公司销售净利率逐步改善	6
图表 13: 公司电动升降桌产品	7
图表 14: 公司重视研发投入	7
图表 15: 公司办公椅单位生产成本及增速	7
图表 16: 公司沙发单位生产成本及增速	7
图表 17: 公司自主品牌营收 (百万元) 及增速	8
图表 18: 公司自主品牌营收占比持续提升	8
图表 19: 2023 年公司主要渠道结构	8
图表 20: 公司自主品牌旗舰产品 FLOW360	8
图表 21: 公司内销、外销营收占比	8
图表 22: 公司内销、外销毛利率	8
图表 23: 2020 年至今公司分红比例	9
图表 24: 公司 24H1 资本开支/营业收入有所下滑	9
图表 25: 公司业绩拆分预测表	10
图表 26: 可比公司估值表	11
图表 27: 财务预测摘要	13

1 行业淡季凸显强 α 优势，盈利持续改善

公司创立于 2001 年，是专业研发、生产和销售坐健康家具产品的国家高新技术企业，主要产品包括办公椅、沙发、按摩椅椅身、休闲椅、升降桌等健康家具，市场遍及全球 80 多个国家和地区，与全球多家知名采购商、零售商、品牌商建立了长期战略合作关系。近年来，公司在继续做大做强外销业务的同时，将国内市场开拓提升至战略级高度，线上线下多渠道拓展，持续推出撑腰系列旗舰产品，同时加强品牌建设布局，着力打造时尚、舒适、科技的品牌形象，实现内外销并重、自主品牌和 ODM 模式并重的战略转型，国内市场知名度和自主品牌业务占比持续提升。

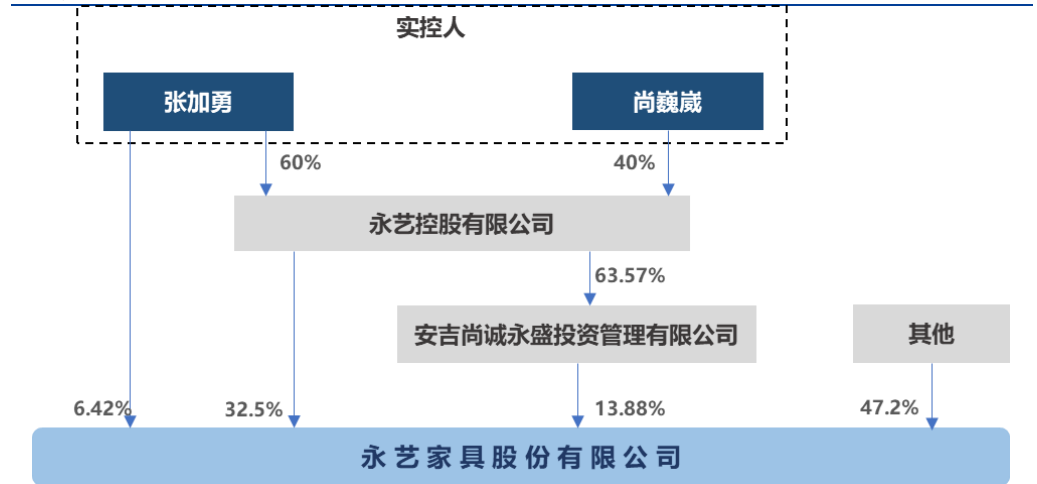
图表1: 公司主要发展历程

2001-2003	2004-2006	2007-2009	2010-2012	2013-2015	2016-2017	2018-2020	2020-2022	2023-2025
初创选择: 2001年4月成立初期 坚定按摩椅行业进行研发突破	出口全球: 制造品类扩充, 市场布及50多个国家地区 2006年首批自主设计、拥有自主知识产权的办公椅在新加坡国际家具展成功推出	科研投入: 将年销售额3%投入坐健康系统研发, 与美国、德国、韩国、台湾知名设计机构合作	技术突破: 2010年获国家高新技术企业; 2011年成立股份公司; 2012年首款重力自适应底盘问世; 与宜家合作成立宜家项目事业部, 打造世界领先座椅生产线	A股上市: 创立国家级企业技术中心、省级重点健康研究院, 2015年上交所上市	行业认可: 推进科学化信息化管理变革; 2016年评为杭州G20峰会最佳合作伙伴, 中国家具行业科技创新先进企业等 2017年拥有三大生产基地, 占地面积15万平方米	国家认可: 2018年被评为国家知识产权示范企业, 国家级绿色工厂; 2019年授予国家级工业设计中心; 产品uebobo、马司特相继获IF奖, 红点最佳设计奖	布局全球: 越南、罗马尼亚厂区相继筹建并投产; 被认定为国家级绿色供应链管理企业、中国家具行业领军企业认定等	领导品牌: 2023被评为中国轻工业科技百强企业; 围绕坐健康管理系统, 打造核心撑腰科技; 2025年致力于成为座椅行业领导品牌

数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

公司股权结构稳定, 实控人张加勇、尚巍巍通过直接或间接持有永艺控股, 安吉尚诚永盛投资公司, 合计控制约 52.8%的股权。

图表2: 公司股权结构稳定 (截至 2024/09/30)

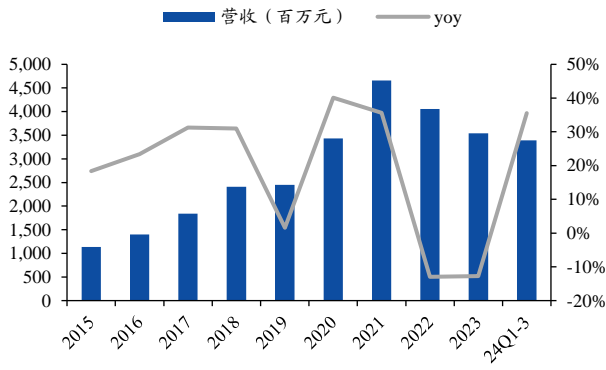


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

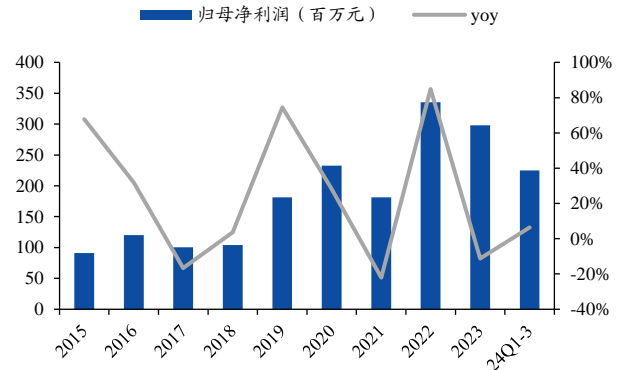
24Q3 营收创单季度新高, 低基数下业绩表现靓丽。公司前三季度收入 33.90 亿元, 同比+35.58%, 归母净利润 2.25 亿元, 同比+6.46%。24Q3 营收 13.38 亿元, 同比+38.79%, 归母净利润 0.98 亿元, 同比+42.3%。

图表3: 公司 2015 年至今营业收入及增速

图表4: 公司 2015 年至今归母净利润及增速



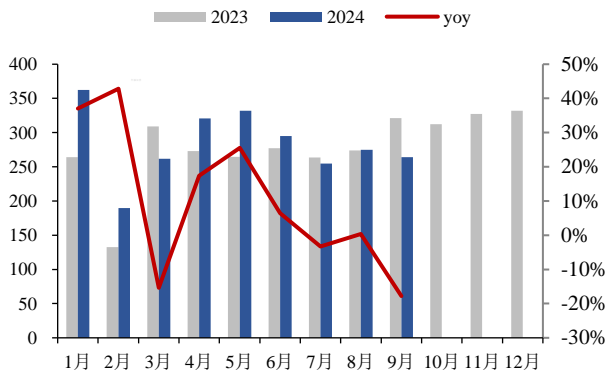
数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

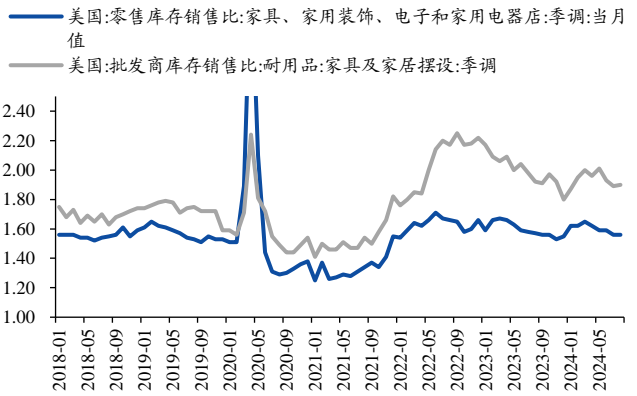
2024 年外需修复, 我国办公椅出口额上半年增速靓丽。2024 年上半年, 世界经济温和复苏, 外部需求有所改善, 同时欧美渠道商库存水平较上年同期有所下降, 拉动式补货推动出口订单增长, 根据 ifind 及海关数据, 24H1 中国办公椅出口额 (一般贸易) 达到 17.61 亿美元, 同比增长 15.8%; 根据 ifind, 24 年 1-6 月, 美国家具类零售商/批发商零售库存销售比整体呈上升趋势, 下半年起零售库存销售比震荡下行, 侧面反映上半年海外补货需求旺盛, 下半年补货需求略有放缓。

图表5: 我国办公椅单月出口额 (百万美元) 及增速



数据来源: iFind, 海关总署, 华福证券研究所

图表6: 年初至今美国家具库存销售比稳中有降



数据来源: iFind, 华福证券研究所

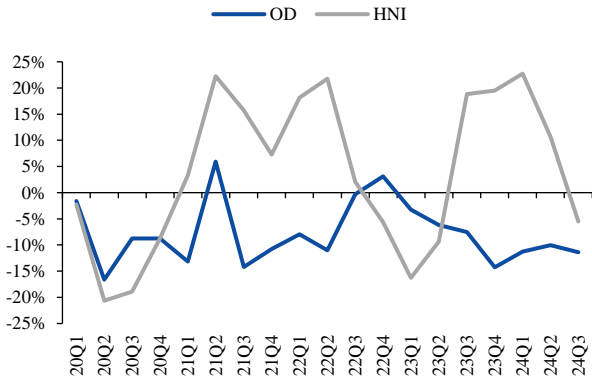
客户方面, HNI 与宜家营收表现较好, 库销比有所改善。公司贯彻“数一数二”战略, 聚焦重点客户开拓, 主要客户包括宜家家居、Staple、Office Dopet、HNI、Nitori 等企业。以 Office Depot、HNI 与宜家家居为例, 其中 HNI 营收增速于 23Q3 率先转正, 并保持连续四个季度双位数增长; Office Depot 在 24 年上半年营收下滑增速也有所收窄; 宜家 FY2023 营收也保持同比正增长。故公司部分主要客户 24H1 表现均有所改善。

从库销比角度, 前三季度 HNI 库销比前高后低, 24Q3 库销比 0.31, 处于近 3 年来低位, Office Depot 的库销比同样在 24Q3 环比降低, 宜家 2023FY 库销比下降至 0.16。公司部分主要客户当前库销比处于区间内低位水平, 随美联储降息后全球流动



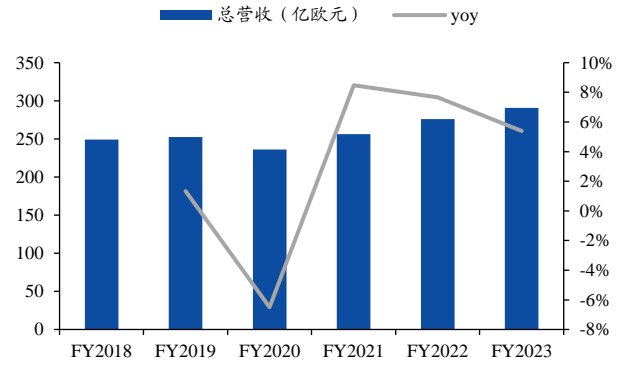
性宽松，有望进一步带动美国地产销售，进而带动家居相关用品需求回升，后续补货动力充足。

图表7: Office Depot 与 HNI 季度营收增速



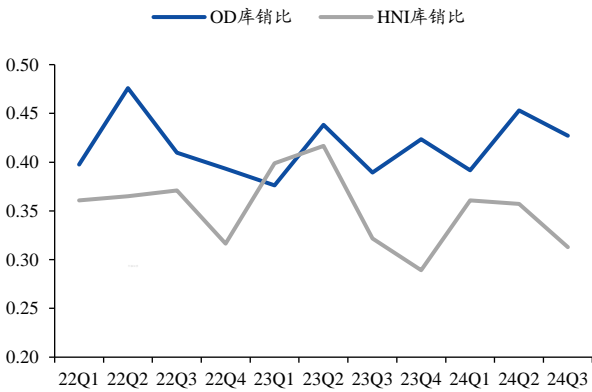
数据来源: iFind, 各公司公告, 华福证券研究所

图表8: 宜家 FY2018 至今营收及增速



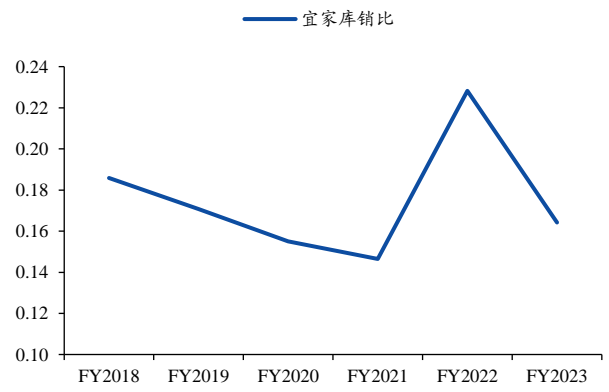
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表9: Office Depot 与 HNI 季度库销比



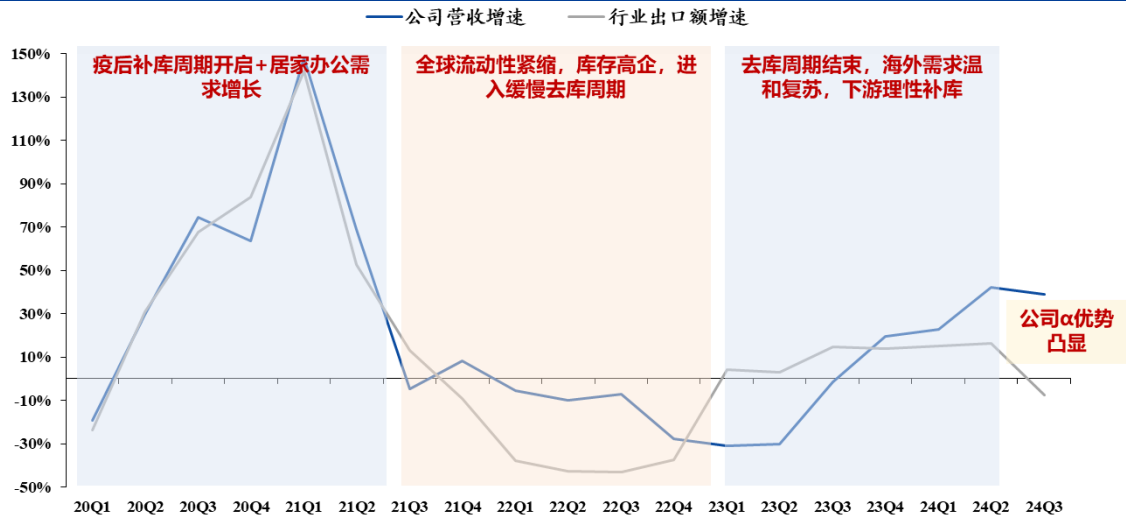
数据来源: iFind, 各公司公告, 华福证券研究所

图表10: 宜家 FY2018 至今库销比

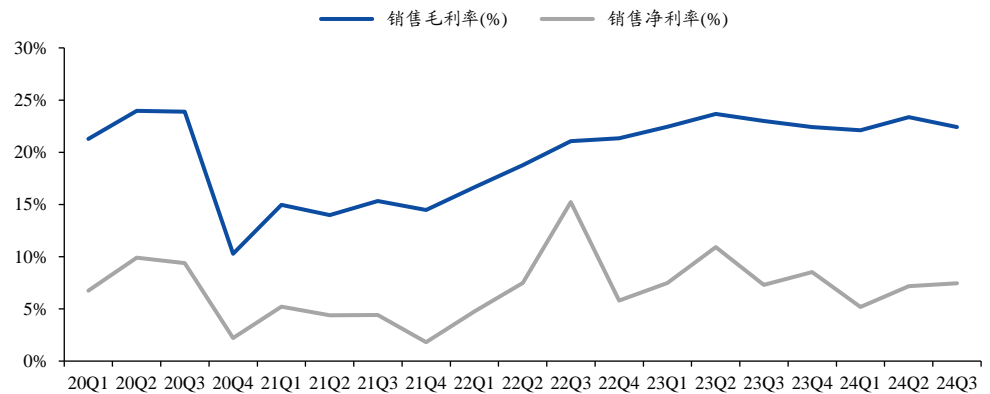


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

Q3 行业出口承压, 公司 α 优势凸显。根据 ifind 与海关数据, 24Q3 我国办公椅出口额 (一般贸易) 下滑 7.6%, 增速同比/环比分别下滑-22.1/-23.9pct, 我们判断或与全球需求放缓有关。公司 23Q3 收入增速 38.8%, 增速同比+40.2pct, 逆势高增表现优于行业, 凸显 α 优势。我们认为公司 α 优势主要源于: 1) 领先的海外基地布局; 2) 新品类、新客户的快速放量; 3) 成本控制与精细化管理能力等综合实力的提升。


图表11: 公司季度收入增速与我国办公椅季度出口额增速


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表12: 2024 年公司销售净利率逐步改善


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

1) 领先的海外基地布局。公司于 2018 年在行业内率先“走出去”投资建设越南生产基地, 经过数年建设已在客户资源、产能规模、本地化供应链、人员素质、技术工艺等方面奠定了坚实基础, 目前公司对美业务已大部分实现在越南生产出货。在中美贸易摩擦等事件影响下(中国出口美国面临 25%额外关税), 欧美客户对供应链安全的重视程度日益提升、加快推进供应链全球布局, 优质海外产能的优势凸显。

近年来公司越南基地订单及产能快速增长, 推动公司快速提升美国市场份额和美国大客户渗透率。目前, 公司正在加快建设第三期越南生产基地, 进一步扩大越南基地产能规模。此外, 罗马尼亚生产基地也于 2023 年上半年实现投产出货, 为公司加快开拓欧洲及其他海外市场提供了有力支撑。在当前欧美客户新一轮订单转移背景下, 公司位于国内、越南和罗马尼亚的三大生产基地可以协同满足客户全球采购需求, 进一步提高竞争优势。

2) 新渠道、新产品快速放量。公司坚持“数一数二”市场战略不动摇, 高频次“走出去”参加展会、拜访客户、推荐新品, 加快获取和转化商机; 成建制引入成熟

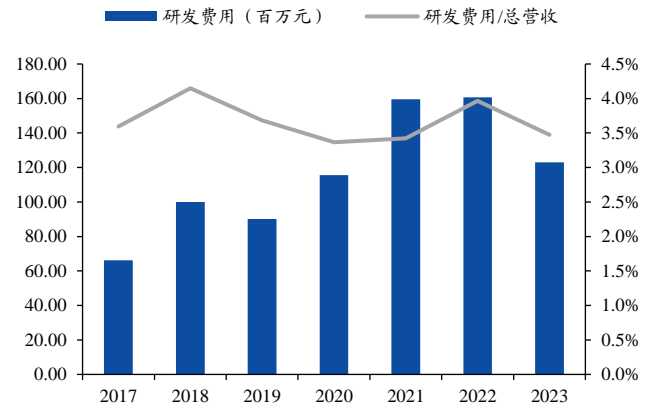
海外销售团队,充分发挥研发、制造、海外基地等综合优势,在 2023 年成功开拓 Costco、Sam's 等多个重要渠道和大客户,重点大客户已相继实现出货,为后续业务增长奠定坚实基础。同时,公司聚焦“坐健康”领域,把握智能家居发展趋势,凭借公司在机械结构及外观设计等方面多年积累的经验,顺利开发突出差异化创新焦点的升降桌产品,一经推出获得市场广泛好评。

图表13: 公司电动升降桌产品



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

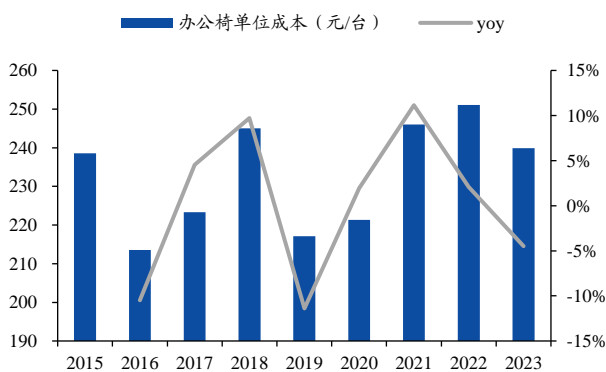
图表14: 公司重视研发投入



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

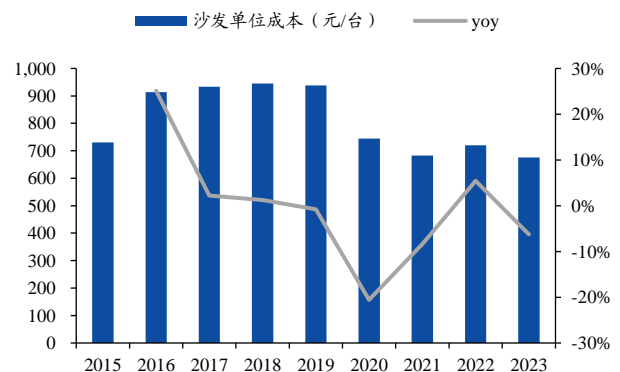
3) 精细化管理能力等综合实力的提升。随着公司整体销售规模持续增长,行业地位持续提升,原材料采购规模不断扩大,议价能力不断提升。一方面,开发端通过建立 CBB 库,推进零部件标准化、模块模组化研发,减少零部件 SKU,进而提高单个 SKU 的采购规模;另一方面,采购端通过整合采购需求、集中统一议价/框招、加强供应商考核评价、适度提高供应商集中度,不断提高采购议价能力。此外,随着销售规模不断扩大、部分核心零部件自制的经济效益显现,公司逐步推进海绵、注塑、五金等垂直整合项目,不断提高自制比例,降低成本、提高效率。根据公司公告,2023 年公司生产办公椅、沙发的单位成本分别下降 4.5%/6.2%。

图表15: 公司办公椅单位生产成本及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表16: 公司沙发单位生产成本及增速

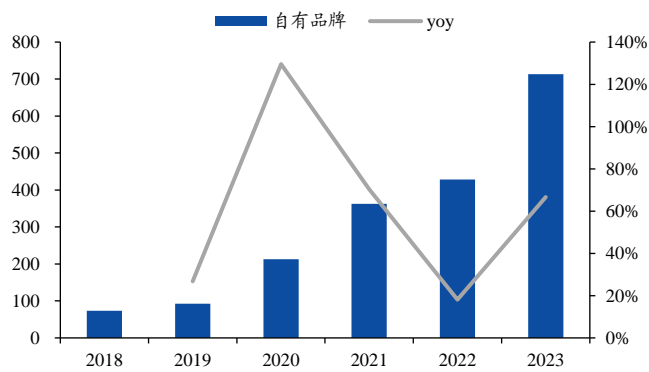


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2 着重打造自主品牌，分红彰显发展信心

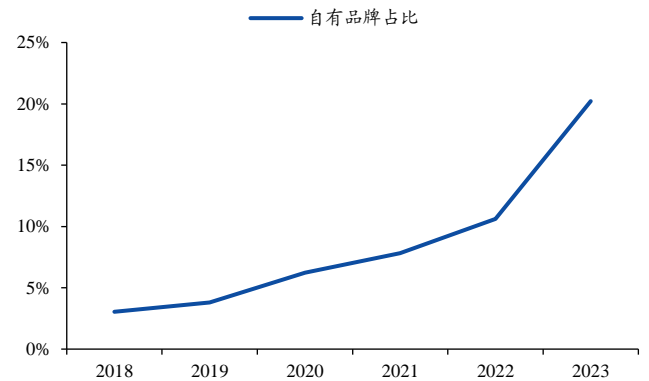
公司将 2023 年作为国内自主品牌发力元年，通过打造旗舰产品、优化营销策略、拓展渠道体系，有效提升综合运营能力，国内品牌业务收入和品牌知名度实现明显跃升。公司实施旗舰产品营销策略，成功打造 Flow 系列旗舰产品。2023 年公司自主品牌营收 7.13 亿元，同比+67%，自主品牌占比达 20%，实现较大跃升。

图表17: 公司自主品牌营收(百万元)及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

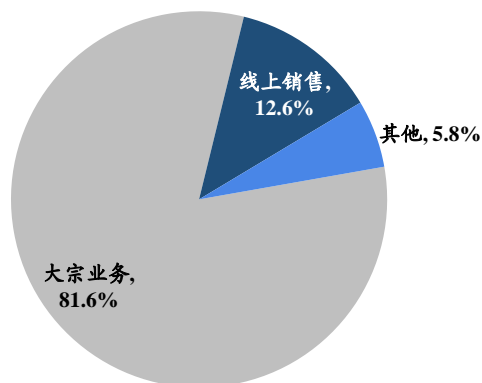
图表18: 公司自主品牌营收占比持续提升



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

在渠道建设方面，线上线下齐头并进，线上除持续深耕天猫、京东等传统电商渠道外，加快布局抖音、拼多多、社群私域营销等平台，2023 年“双十一”期间，自主品牌撑腰椅产品线上全渠道 GMV 同比增长 256%。同时，加快布局线下自主渠道，开展“百城攻坚”市场覆盖深耕计划和“灯塔标杆计划”，工程渠道客户和直营大客户数量进一步增长；在线下零售渠道建设方面以自主品牌入驻多个大型知名商超。

图表19: 2023 年公司主要渠道结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表20: 公司自主品牌旗舰产品 FLOW360

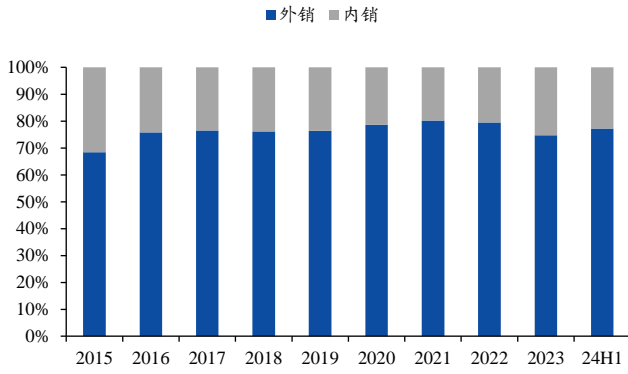


数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

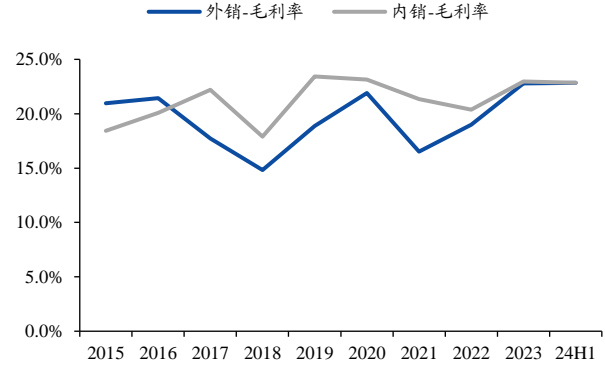
分区域来看，公司营收以外销为主，占比约在 70%以上，2023 年公司外销/内销占比分别为 74.7%/25.3%。公司内销毛利率优于外销，但近年来外销通过不断丰富客户结构、提升海外供应链自供比例等措施，盈利能力在持续提升。

图表21: 公司内销、外销营收占比

图表22: 公司内销、外销毛利率



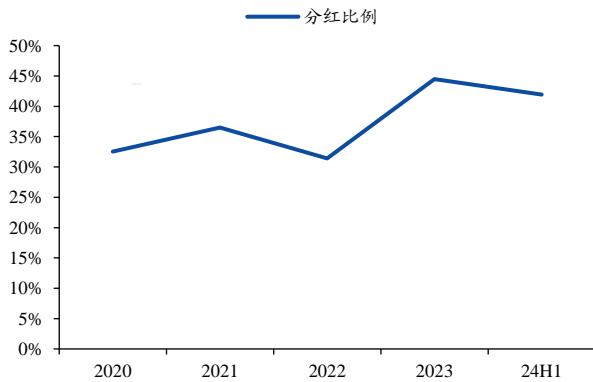
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

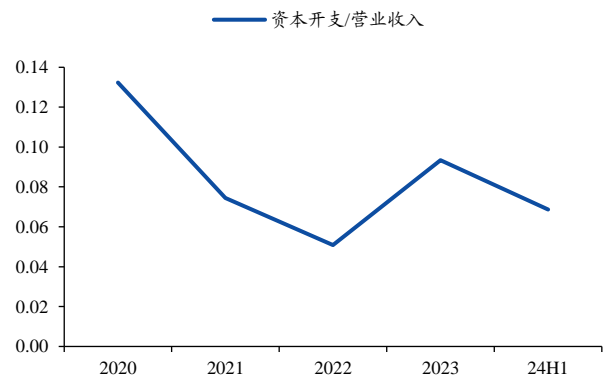
2024 年首次增加半年度分红, 彰显长期发展信心。公司高度重视股东权益和回报, 近年来分红比例稳中有升, 2023 年度现金分红金额占全年实现的归母净利润的 44.48%; 公司于 2024 年 9 月实施了中期分红, 半年度现金分红金额占上半年归母净利润 41.95%。24H1 公司资本开支/营业收入比例下降至 0.07, 相较 2023 年略有下滑。后续公司将在保证正常经营和长期发展不受影响的前提下, 积极加强现金分红、增强投资者回报、增加分红频次, 也彰显了公司对未来发展的信心。

图表23: 2020 年至今公司分红比例



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表24: 公司 24H1 资本开支/营业收入有所下滑



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 办公椅：根据前文，2024 年前三季度我国办公椅出口额实现正增长。其中公司由于开拓了新渠道、新客户及新产品，整体增速优于行业表现。我们假设公司办公椅 2024 年销量将有较快增长，25-26 年随降息带来全球流动性宽松，有望持续拉动美国地产与家居用品需求，同时公司新渠道持续放量也将带来销量的增长。均价方面，我们认为公司注重产品研发，产品更新迭代较快，有助于提升整体的产品结构，产品均价有望逐年增长。成本方面，我们预计随公司产能的扩张与产业链自供比例的提升，单位成本未来将持续优化。

(2) 沙发：受益于新渠道的拓展，我们假设公司沙发 2024 年销量将有较快增长，25-26 年随降息带来全球流动性宽松，有望持续拉动美国地产与家居用品需求，同时公司新渠道持续放量也将带来销量的增长。沙发产品均价也将随产品结构优化而提升，成本端则受益规模增长、精细化管控而逐渐摊薄。

(3) 其他产品：由于公司多渠道协同发展，且不断培育新品，故其他产品也将从中受益，我们判断 24-26 年其他品类的营收规模及毛利率也将得到改善。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 31%、17.6%、13.8%，归母净利润增速分别为 8%、27%、25%，对应 EPS 分别为 0.98 元、1.23 元、1.54 元。

图表25：公司业绩拆分预测表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	2411.08	2450.48	3433.72	4658.62	4055.28	3538.36	4634.50	5452.17	6204.89
yoy		1.6%	40.1%	35.7%	-13.0%	-12.7%	31.0%	17.6%	13.8%
营业成本	2033.98	1960.8	2775.14	3976.7	3271.01	2728.81	3580.72	4180.38	4718.64
yoy		-3.6%	41.5%	43.3%	-17.7%	-16.6%	31.2%	16.7%	12.9%
毛利率	15.6%	20.0%	19.2%	14.6%	19.3%	22.9%	22.7%	23.3%	24.0%
办公椅									
营业收入	1502.22	1573.17	2358.38	3135.66	2775.98	2557.88	3487.03	4181.82	4838.87
yoy		4.7%	49.9%	33.0%	-11.5%	-7.9%	36.3%	19.9%	15.7%
营业成本	1253.63	1239.29	1811.64	2557.99	2186.23	1910.88	2624.30	3130.58	3597.09
yoy		-1.1%	46.2%	41.2%	-14.5%	-12.6%	37.3%	19.3%	14.9%
毛利率	16.5%	21.2%	23.2%	18.4%	21.2%	25.3%	24.7%	25.1%	25.7%
沙发									
营业收入	507.95	526.77	657.54	967.03	817.81	536.81	689.90	800.65	885.80
yoy		3.7%	24.8%	47.1%	-15.4%	-34.4%	28.5%	16.1%	10.6%
营业成本	451.97	435.22	544.31	827.29	702.72	453.46	587.62	675.53	742.91
yoy		-3.7%	25.1%	52.0%	-15.1%	-35.5%	29.6%	15.0%	10.0%
毛利率	11.0%	17.4%	17.2%	14.5%	14.1%	15.5%	14.8%	15.6%	16.1%
按摩椅椅身									



营业收入	293.24	249.29	291.90	402.71	350.27	237.37	237.85	238.80	239.75
yoy		-15.0%	17.1%	38.0%	-13.0%	-32.2%	0.2%	0.4%	0.4%
营业成本	245.08	211.42	238.83	343.42	295.13	202.09	198.92	198.81	198.87
yoy		-13.7%	13.0%	43.8%	-14.1%	-31.5%	-1.6%	-0.1%	0.0%
毛利率	16.4%	15.2%	18.2%	14.7%	15.7%	14.9%	16.4%	16.7%	17.1%
休闲椅									
营业收入	40.98	36.63	41.39	47.93	35.38	29.02	37.12	42.82	46.75
yoy		-10.6%	13.0%	15.8%	-26.2%	-18.0%	27.9%	15.4%	9.2%
营业成本	28.70	24.79	26.44	34.59	26.12	20.25	25.62	29.04	31.15
yoy		-13.6%	6.7%	30.8%	-24.5%	-22.5%	26.5%	13.3%	7.3%
毛利率	30.0%	32.3%	36.1%	27.8%	26.2%	30.2%	31.0%	32.2%	33.4%
其他									
营业收入	66.69	64.62	84.51	105.28	75.84	177.28	182.60	188.08	193.72
yoy		-3.1%	30.8%	24.6%	-28.0%	133.8%	3%	3%	3%
营业成本	54.60	50.08	153.92	213.41	60.80	142.13	144.26	146.42	148.62
yoy		-8.3%	207.3%	38.6%	-71.5%	133.8%	2%	2%	2%
毛利率	18.1%	22.5%	-82.1%	-102.7%	19.8%	19.8%	21.0%	22.1%	23.3%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

3.2 投资建议

我们选取以出口为主的成品家居企业,且主要产品与公司相似的恒林股份、匠心家居及乐歌股份为可比公司,2024年可比公司PE均值为13X,略高于公司的12X,我们认为,公司作为我国办公椅行业领军企业,海外新客户、新渠道、新项目驱动有望延续,同时内销积极发力自有品牌,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表26: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)		EPS(元)			PE(倍)			
		2024/11/14	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603661.SH	恒林股份	33.94	1.91	3.54	4.46	5.46	17.77	9.59	7.61	6.21
300729.SZ	乐歌股份	16.58	2.02	1.28	1.47	1.72	8.21	12.96	11.25	9.62
301061.SZ	匠心家居	56.83	3.18	3.18	3.85	4.63	17.87	17.88	14.77	12.26
	平均值						14.62	13.48	11.21	9.36
603600.SH	永艺股份	11.63	0.90	0.98	1.23	1.54	12.93	11.92	9.42	7.55

数据来源: ifind, 华福证券研究所

4 风险提示

1) 国际贸易摩擦风险。近年来,贸易保护主义有所抬头,经济全球化遭遇逆流,中美贸易摩擦等事件频发,“脱钩断链”风险增大,若未来国际贸易环境恶化,可能会对公司业务持续增长产生不利影响。

2) 原材料波动风险。公司原材料主要有铁件、塑料、面料、木件、海绵、包装等,在产品生产成本中占比较高。在原材料快速上涨时,尽管公司积极与下游客户协



商议价，但与客户的价格调整需要时间，因此原材料大幅上涨在短期内会对公司利润造成挤压，进而影响公司的经营业绩。

3) 汇率波动风险。公司外销业务涉及的外币结算量较大，同时随着公司境外子公司业务发展，外币资产、负债规模相应增加，当汇率出现较大波动时，汇兑损益将对公司的经营业绩造成一定影响。

4) 大客户集中风险。公司客户销售相对集中，24H1 公司前五大客户的销售收入比例为 51.52%，集中度相对较高，公司与大客户的合作对公司的盈利能力和业务发展具有重大影响。

5) 新品推广与市场需求波动的风险。公司 2023 年起重点发力自主品牌，推出旗舰产品，后续若市场需求波动或新品推广效果不及预期，可能影响公司当期盈利表现。

图表27: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	664	927	1,090	1,241	营业收入	3,538	4,635	5,452	6,205
应收票据及账款	582	725	812	906	营业成本	2,729	3,581	4,180	4,719
预付账款	26	36	42	47	税金及附加	18	19	22	25
存货	396	535	584	683	销售费用	263	371	414	453
合同资产	0	0	0	0	管理费用	208	255	289	316
其他流动资产	183	178	177	209	研发费用	123	161	189	216
流动资产合计	1,852	2,402	2,705	3,087	财务费用	-40	-12	-4	-1
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-8	0	-2	-2
固定资产	998	1,052	1,130	1,212	资产减值损失	-7	-6	-5	-5
在建工程	93	163	193	203	公允价值变动收益	0	1	0	1
无形资产	370	407	454	520	投资收益	-8	-4	-5	-6
商誉	5	5	5	5	其他收益	30	22	22	22
其他非流动资产	59	57	60	60	营业利润	335	365	463	578
非流动资产合计	1,525	1,683	1,842	2,000	营业外收入	5	5	5	5
资产合计	3,377	4,085	4,547	5,087	营业外支出	1	2	2	2
短期借款	252	631	671	705	利润总额	339	368	466	581
应付票据及账款	658	767	900	1,055	所得税	37	40	50	63
预收款项	1	2	2	2	净利润	303	328	415	518
合同负债	18	18	22	27	少数股东损益	5	5	6	8
其他应付款	60	60	60	60	归属母公司净利润	298	323	409	510
其他流动负债	181	197	216	227	EPS (按最新股本摊薄)	0.90	0.98	1.23	1.54
流动负债合计	1,168	1,675	1,870	2,075					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	39	39	39	39					
非流动负债合计	39	39	39	39					
负债合计	1,207	1,714	1,909	2,114					
归属母公司所有者权益	2,154	2,350	2,609	2,937					
少数股东权益	17	22	28	36					
所有者权益合计	2,170	2,371	2,638	2,974					
负债和股东权益	3,377	4,085	4,547	5,087					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	324	281	567	608
现金收益	368	442	546	665
存货影响	10	-139	-48	-100
经营性应收影响	-173	-147	-87	-95
经营性应付影响	65	110	133	155
其他影响	53	15	24	-17
投资活动现金流	-336	-286	-298	-310
资本支出	-278	-286	-291	-305
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-58	0	-7	-6
融资活动现金流	-3	268	-106	-147
借款增加	-79	380	39	34
股利及利息支付	-116	-169	-211	-263
股东融资	196	9	0	0
其他影响	-4	48	66	82

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-12.7%	31.0%	17.6%	13.8%
EBIT 增长率	-20.2%	18.7%	29.7%	25.7%
归母公司净利润增长率	-11.1%	8.5%	26.6%	24.8%
获利能力				
毛利率	22.9%	22.7%	23.3%	24.0%
净利率	8.6%	7.1%	7.6%	8.4%
ROE	13.7%	13.6%	15.5%	17.2%
ROIC	12.0%	11.6%	13.7%	15.5%
偿债能力				
资产负债率	35.7%	42.0%	42.0%	41.5%
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转天数	50	51	51	50
存货周转天数	53	47	48	48
每股指标 (元)				
每股收益	0.90	0.98	1.23	1.54
每股经营现金流	0.98	0.85	1.71	1.84
每股净资产	6.50	7.09	7.88	8.87
估值比率				
P/E	13	12	9	8
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	161	136	109	90

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn