

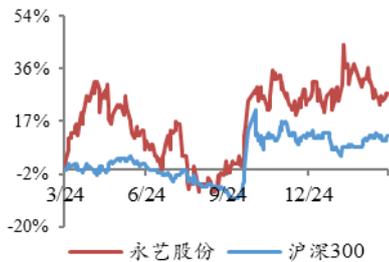
内外销并重，积极研发智能化产品

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-3-7

收盘价(元)	11.81
近12个月最高/最低(元)	14.77/8.37
总股本(百万股)	331
流通股本(百万股)	301
流通股比例(%)	90.82
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	36

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 2024Q3 营收高增长，新客户新渠道
新项目放量 2024-10-27

2. 24H1 营收高增长，汇兑收益高基数
拖累净利润 2024-08-28

3. 内外销业务并重，收入结构持续优
化 2024-05-06

主要观点：

● 内外销并重，客户拓展卓有成效

外销方面，公司坚持“数一数二”市场战略不动摇，在持续深耕大客户的基础上，加强对 GDP 前 30 大国家及其重点客户的洞察和开拓力度，梳理目标客户清单，逐一建立联系并进行拜访。同时，大力推进销售组织“走出去”，贴近重点市场布局销售办事处，加快开拓“一带一路”等新兴市场，这些都有望贡献业绩增量。如，2023 年公司建制引入成熟的海外销售团队，主攻美国大商超渠道，为公司开拓了多个重要渠道和大客户，2024 年以来贡献了可观的业绩增量，后续有望在现有客户的份额提升以及新的渠道、品类和区域市场等维度进一步打开增长空间。内销方面，2024 年以来公司国内自主品牌和自主渠道业务继续保持较快增长，销售收入和品牌知名度持续提升。在新产品方面，公司深知打造品牌的前提是做好产品，公司将围绕“撑腰”价值锚点，持续做好产品创新，每年都规划推出旗舰产品，通过旗舰产品的成功有效助推品牌打造。

● 布局海外生产基地，降低贸易摩擦风险

目前公司有越南和罗马尼亚两大海外基地。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。公司正在继续推进越南基地产能建设，第三期越南生产基地第一批厂房正在建设中，后续产能建设会根据订单情况、国际贸易格局变化和订单转移趋势进行布局，因此公司越南基地的产能弹性较大。公司罗马尼亚基地于 2023 年上半年实现投产出货，2024 年以来加快新产品导入和产能建设，随着收入规模扩大，经营情况持续改善，接下去也将扩建产能，未来几年罗马尼亚基地也有望持续贡献业绩增量。从客户角度看，近年来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，进一步提升对龙头制造企业的采购份额，在此背景下公司在海外产能方面的先发优势更容易得到客户青睐。

● 紧跟智能化趋势，加快打造人体工学撑腰椅领导品牌

公司始终坚持将技术创新作为企业发展的驱动力，聚焦“坐健康”，倾力研发以人体工学撑腰科技为核心的关键技术，逐步打破国际技术壁垒，先后研发出 10 余款重力自适应、座背联动自适应、整椅一体化等自适应底盘，以及头枕自适应、腰背自适应、底盘自适应等坐健康管理系统，已在坐健康领域形成较深的技术积淀，掌握核心撑腰科技。公司围绕家具家电化和智能化趋势，利用 AIoT 智能技术对办公椅、升降桌、沙发等品类进行智能化升级，积极研发具有智能传感、智能交互、智能连接功能的智能产品。同时，持续优化产品外观设计，不断以艺术的设计将科技和健康理念融入坐健康产品。公司 SC-0004 α 智能椅成功入

选工业和信息化部消费品工业司公布《升级和创新消费品指南（轻工第十一批）》入选产品名单。

● 投资建议

公司加快推进从“外销代工模式为主”向“内外销并重、自主品牌和 ODM 模式并重”的战略转型，随着新业务逐步爬坡，同时老业务也有望继续改善，预计后续业绩有望继续增长。我们维持此前盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收分别为 46.87/56.79/65.71 亿元，分别同比增长 3 2.5%/21.2%/15.7%；归母净利润分别为 3.30/4.01/4.67 亿元，分别同比增长 10.9%/21.3%/16.6%。截至 2025 年 3 月 7 日，对应 EPS 分别为 1.00/1.21/1.41 元，对应 PE 分别为 11.84/9.76/8.37 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

国际宏观经济下行风险，国际贸易摩擦风险，原材料价格波动风险，人民币汇率波动及出口退税率政策变动风险，大客户集中风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3538	4687	5679	6571
收入同比 (%)	-12.7%	32.5%	21.2%	15.7%
归属母公司净利润	298	330	401	467
净利润同比 (%)	-11.1%	10.9%	21.3%	16.6%
毛利率 (%)	22.9%	22.9%	23.0%	23.1%
ROE (%)	13.8%	13.2%	13.6%	13.5%
每股收益 (元)	0.95	1.00	1.21	1.41
P/E	12.28	11.84	9.76	8.37
P/B	1.70	1.56	1.33	1.13
EV/EBITDA	10.83	7.15	5.48	4.38

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 3 月 7 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1852	2456	2755	3290	营业收入	3538	4687	5679	6571
现金	664	818	938	1199	营业成本	2729	3613	4371	5051
应收账款	581	835	934	1080	营业税金及附加	18	30	36	42
其他应收款	82	103	124	144	销售费用	263	305	369	427
预付账款	26	43	57	71	管理费用	208	223	270	312
存货	396	554	599	692	财务费用	-40	-1	-1	-2
其他流动资产	102	103	103	104	资产减值损失	-7	0	0	0
非流动资产	1525	1751	1977	2200	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-8	5	6	7
固定资产	998	1090	1171	1243	营业利润	335	363	442	515
无形资产	370	457	556	661	营业外收入	5	3	3	3
其他非流动资产	157	204	250	296	营业外支出	1	4	4	4
资产总计	3377	4207	4732	5490	利润总额	339	361	440	514
流动负债	1168	1446	1713	1945	所得税	37	23	31	36
短期借款	252	252	252	252	净利润	303	338	410	478
应付账款	603	832	1018	1190	少数股东损益	5	7	9	11
其他流动负债	314	363	444	503	归属母公司净利润	298	330	401	467
非流动负债	39	226	36	36	EBITDA	306	502	599	689
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.95	1.00	1.21	1.41
其他非流动负债	39	226	36	36					
负债合计	1207	1672	1749	1981					
少数股东权益	17	24	33	44	主要财务比率				
股本	333	331	331	331	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	724	726	726	726	成长能力				
留存收益	1097	1454	1893	2409	营业收入	-12.7%	32.5%	21.2%	15.7%
归属母公司股东权益	2154	2511	2950	3466	营业利润	-13.5%	8.1%	21.8%	16.6%
负债和股东权益	3377	4207	4732	5490	归属于母公司净利	-11.1%	10.9%	21.3%	16.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	22.9%	22.9%	23.0%	23.1%
					净利率 (%)	8.4%	7.0%	7.1%	7.1%
					ROE (%)	13.8%	13.2%	13.6%	13.5%
					ROIC (%)	7.1%	10.9%	12.1%	12.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.7%	39.8%	37.0%	36.1%
					净负债比率 (%)	55.6%	66.0%	58.6%	56.5%
					流动比率	1.59	1.70	1.61	1.69
					速动比率	1.22	1.29	1.23	1.30
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	1.11	1.20	1.20
					应收账款周转率	6.09	5.62	6.08	6.08
					应付账款周转率	4.52	4.35	4.29	4.24
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.95	1.00	1.21	1.41
					每股经营现金流薄)	0.98	1.00	2.06	1.93
					每股净资产	6.50	7.58	8.91	10.46
					估值比率				
					P/E	12.28	11.84	9.76	8.37
					P/B	1.70	1.56	1.33	1.13
					EV/EBITDA	10.83	7.15	5.48	4.38

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 3 月 7 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

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 15%；
- 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。