

永艺股份 (603600.SH)

外销复苏&品类延伸, 盈利修复加速

公司评级

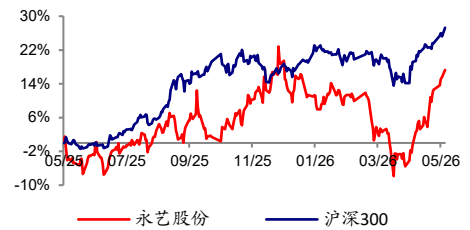
买入

当前价格	12.50 元
合理价值	13.81 元
报告日期	2026-05-11

核心观点:

- 公司发布 2025 年报和 2026 年一季报, 2025 年利润承压, 一季度盈利显著修复。2025 年营收 48.82 亿元 (+2.79%), 归母净利润 2.33 亿元 (-21.41%); 2026 年一季度营收 11.42 亿元 (+13.01%), 归母净利润 0.72 亿元 (+25.18%)。利润下滑主要受毛利率和汇兑损失影响。全年每股派息 0.30 元, 分红率 65.30%。
- 外销修复趋势明确, 内销与新品类贡献增量。公司外销占比约 74%, 2025 年受关税扰动境外收入基本持平, Q1 收入与利润已恢复双位数增长, 复苏依托越南基地对冲关税承接订单转移、罗马尼亚基地支撑欧洲拓展、大客户战略开拓新市场增收。增量上, 内销自主品牌毛利率 33.89%, 线上收入同比+23%且毛利率近 40%, 品牌溢价显现; 升降桌收入同比+71%, 毛利率提升逾 10pct, 品类协同明确。
- 2026 年 Q1 盈利能力显著修复, 全年利润受汇兑拖累。Q1 毛利率 21.86% (+1.22pct), 期间费用率合计下降约 2.6pct, 利润增速 (+25%) 远超收入增速 (+13%), 经营杠杆效应显现。全年来看, 利润下滑主因是汇兑损失 2313 万 (上年仅 487 万), 叠加内销拓展带动销售费用增速高于收入增速, 共同压制盈利。扣非净利润 2.14 亿元 (-26.80%)。
- 盈利预测与投资建议: 预计 26-28 年公司每股收益分别为 0.99/1.23/1.39 元/股, 核心品类毛利率改善, 健康家具渗透率加快提升, 消费场景拓展支撑终端需求, 市场规模有望持续扩大, 参考同属办公/人体工学家具制造行业的恒林股份和乐歌股份以及产业链位置与出口业务特征接近的敏华控股等可比公司估值, 结合公司盈利增长动能, 给予公司 26 年 14xPE 估值, 合理价值 13.81 元/股, 给予"买入"评级。
- 风险提示: 国际贸易摩擦风险; 原材料价格及汇率波动风险; 大客户集中风险。

相对市场表现



分析师:

曹倩雯



SAC 执证号: S0260520110002



SFC CE No. BWW545



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

相关研究:

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,749	4,882	5,861	6,792	7,871
增长率 (%)	34.2%	2.8%	20.0%	15.9%	15.9%
EBITDA	444	393	476	545	601
归母净利润	296	233	326	405	459
增长率 (%)	-0.6%	-21.4%	40.1%	24.2%	13.3%
EPS (元/股)	0.89	0.70	0.99	1.23	1.39
市盈率 (P/E)	13.3	16.8	12.7	10.2	9.0
ROE (%)	13.3%	10.1%	13.3%	15.6%	16.7%
EV/EBITDA	8.5	9.4	7.9	6.8	6.0

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、内外销多举并进，精益管理筑牢椅业龙头地位.....	5
（一）股权结构稳定，管理层经验丰富	5
（二）营收增长稳健，盈利能力持续优化.....	7
二、办公家居市场前景广阔，中国企业迎来新机	9
（一）全球办公家居市场稳定增长，中美分处供需两级.....	9
（二）国内市场空间广阔，政策催化需求释放.....	11
三、永艺股份：专注坐健康解决方案，全球化布局.....	12
（一）研发端：深耕办公坐具，研发设计水平领先	12
（二）产品端：品相矩阵丰富，办公椅市场龙头	13
（三）生产端：精益化、智能化持续赋能.....	15
（四）战略端：依托 KAM 大客户营销体系，内外销双轮驱动	16
（五）产能端：全球化布局，响应客户需求	20
四、盈利预测和投资建议.....	21
五、风险提示	23

图表索引

图 1: 永艺股份发展历程.....	5
图 2: 永艺股份股权结构图 (截至 2026 一季度)	6
图 3: 永艺股份营收及同比 (亿元, %)	7
图 4: 永艺股份归母净利润及同比 (亿元, %)	7
图 5: 永艺股份分季度营收及同比 (亿元, %)	7
图 6: 永艺股份分季度归母净利润及同比 (亿元, %)	7
图 7: 永艺股份主要产品分产品收入比例	8
图 8: 25 年永艺股份分产品收入占比 (%)	8
图 9: 永艺股份销售地区分布	8
图 10: 永艺股份境内外营收增速 (%)	8
图 11: 永艺股份毛利率与净利率 (%)	9
图 12: 永艺股份期间费用率 (%)	9
图 13: 办公家居应用场景.....	10
图 14: 全球办公家居市场规模 (亿美元)	10
图 15: 办公椅消费额、产值占办公家具行业比例 (%)	10
图 16: 2024 年世界办公椅产值分布 (%)	11
图 17: 2024 年世界办公椅市场分布 (%)	11
图 18: 历年中国办公椅出口额 (亿美元)	11
图 19: 2025 年中国办公椅出口分国家分布 (%)	11
图 20: 永艺股份研发费用.....	12
图 21: 可比公司专利累计总数对比 (项)	12
图 22: 公司所获荣誉与资质认证一览	13
图 23: 永艺股份座背联动技术	13
图 24: 永艺股份自适应底盘系统.....	13
图 25: 公司收入构成 (万元)	15
图 26: 公司各产品毛利率 (%)	15
图 27: 公司撑腰椅主要系列	15
图 28: 公司撑腰椅销量全球第一.....	15
图 29: 公司智能制造精益自动化生产线.....	16
图 30: 公司主要产品平均成本 (元/套、元/台)	16
图 31: 永艺主要产品成本构成 (百万元)	16
图 32: 公司前五大客户销售收入 (万元)	17
图 33: 公司内销收入 (万元)	19
图 34: 公司自主品牌收入 (万元)	19
图 35: 公司线上收入 (万元)	19
图 36: 公司 Flow550 系列.....	19
图 37: 公司大宗业务收入 (万元)	20
图 38: 公司为 G20 峰会提供会议用椅	20
图 39: 公司产品产量 (万台、万套)	20
图 40: 公司产品销量 (万台、万套)	20

表 1: 永艺股份高管人员简介	6
表 2: 永艺股份产品矩阵.....	14
表 3: 公司主要客户情况.....	17
表 4: 公司营销策略.....	18
表 5: 公司产能布局.....	20
表 6: 营收拆分 (单位: 百万元)	22

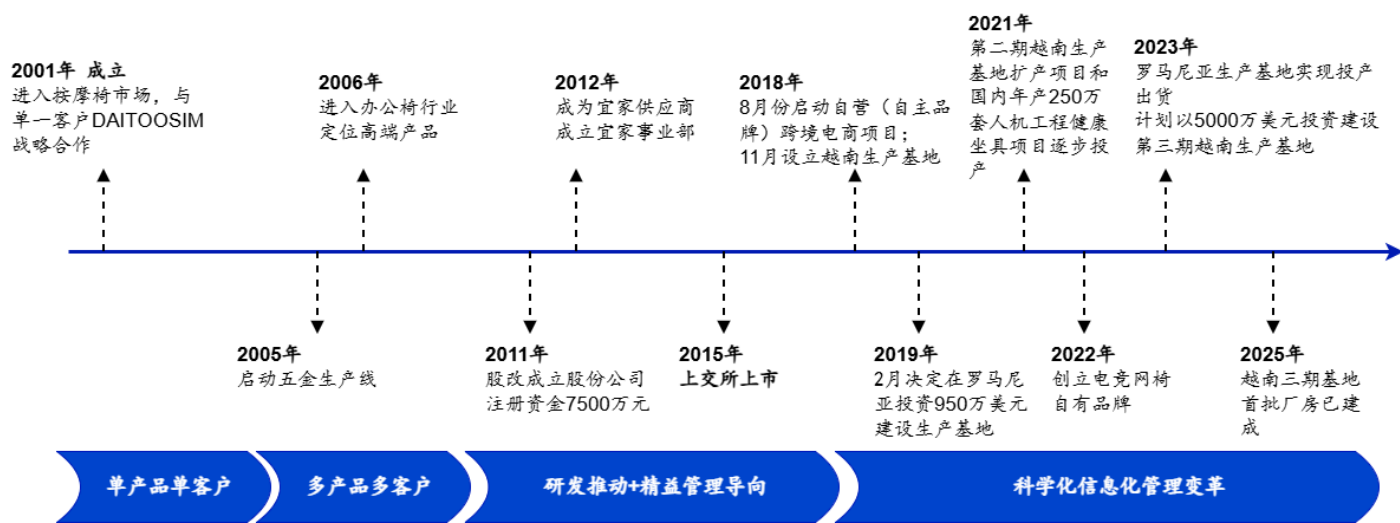
一、内外销多举并进，精益管理筑牢椅业龙头地位

（一）股权结构稳定，管理层经验丰富

永艺股份成立于2001年，并于2015年在上交所顺利上市。公司是中国椅业首家上市公司，主营产品包括办公椅、沙发、按摩椅椅身、休闲椅、升降桌等健康家具。深耕家居行业二十余载，公司始终秉承“永而致新，艺臻完美”的企业精神，致力成为座椅行业领导品牌，2023年被评为中国轻工科技百强企业和中国办公家具行业十强企业。

据永艺22年年报，公司于01年进入按摩椅市场，依托自身的技术优势，成功绑定DAITO-OSIM（大东傲胜）开展战略合作，依托单一大客户共生长。随后永艺进入多产品、多客户模式，于06年进军办公椅行业，并不断拓展至沙发、休闲椅等新品类，完成全新产品矩阵的搭建。12年永艺正式成为宜家供应商，且由于持续推行的KAM大客户价值营销，当前永艺已经与宜家、Staples、OfficeDepot、HNI Corporation等全球多家知名家具采购商、零售商、品牌商建立了长期稳定的合作关系。此外，18年永艺启动自主品牌跨境电商项目，同年设立越南生产基地，19年布局罗马尼亚生产基地。根据公司24及25年年报，23年罗马尼亚生产基地投产，25年越南生产基地已建设至三期，当前已经形成三大生产基地产能协同，前瞻性布局助力永艺股份持续开拓全球市场。

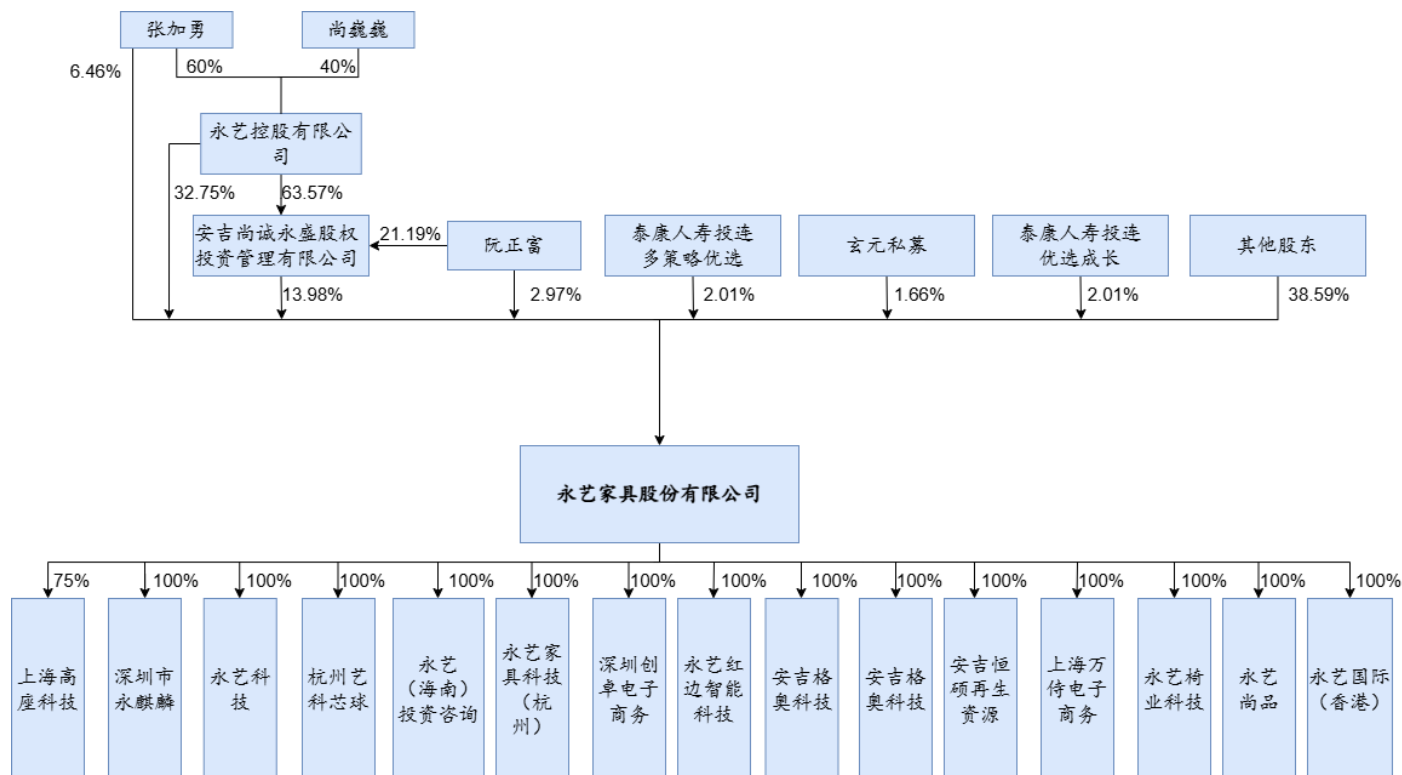
图1：永艺股份发展历程



数据来源：公司官网、公司年报、广发证券发展研究中心

股权结构稳定集中，实际控制人为张加勇与尚巍巍。据iFinD，公司第一大股东为永艺控股有限公司，直接持股比例达到32.75%，且永艺控股间接通过安吉尚诚永盛股权投资管理有限公司持有公司13.98%股份。永艺控股的股权由张加勇与尚巍巍二人共同持有，张加勇与尚巍巍二人系夫妻关系，为公司的实际控制人。此外，张加勇还直接持有公司6.46%的股权，夫妻二人合计直接或间接持股比例达到48.29%。公司旗下子公司众多，组织架构清晰，各司其职，分工明确。近年公司设立多家内销子公司大力建设国内品牌，同时加快建设海外基地和销售子公司SAP系统，以实现不同地区及部门之间的信息实时高效共享。

图2：永艺股份股权结构图（截至2026一季度）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

管理层具备深厚产业背景，经验丰富。据公司25年年报披露，公司实控人张加勇先生兼任董事长和总经理职位，且拥有高级经济师职称，曾获“浙江省优秀企业家”等称号，现任中国家具协会副理事长、浙江省椅业协会会长等职务，具有丰富的行业认知与前瞻的布局眼光。核心管理层结构稳定，大多属于公司创始团队，就职于公司多年，配合默契，具有充足的企业经营及管理经验。此外，部分高管持有大量公司股份，实现核心利益绑定，彰显长期发展信心。

表 1：永艺股份高管人员简介

姓名	职务	简介
张加勇	董事长；总经理	曾任公司执行董事兼总经理,董事长兼总经理。曾获“浙江省优秀企业家”,“湖州市社会主义优秀建设者”,“安吉县慈善之星”等称号。现任公司董事长兼总经理,安吉交银村镇银行董事,中国家具协会副理事长,浙江省椅业协会会长等职务。
阮正富	董事	曾任杭州富达冲压件有限公司总经理,公司董事,副总经理。现任公司董事,副总经理。
尚巍巍	董事	2001年参与创办公司,曾任公司行政部经理,董事。现任公司董事。
笪玲玲	职工董事	2001年至2007年任安吉瑞麦食品有限公司管理部主任;2007年加入永艺家具股份有限公司,曾任永艺家具股份有限公司行政部经理、行政中心总监兼人力资源中心副总监、战略采购中心总监、监事会主席。现任永艺家具股份有限公司大客户事业中心总经理、职工董事。

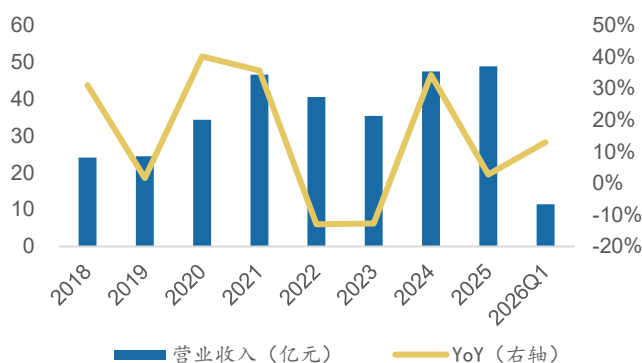
丁国军	财务总监, 副总经理	曾任美迪西-普亚医药科技(上海)有限公司财务总监、新大洲控股股份有限公司副总裁、梦百合家居科技股份有限公司总裁助理。现任南通爱利特机电制造有限公司董事长、永艺家具股份有限公司副总经理兼财务总监。
顾钦杭	董事会秘书	2013年8月参加工作,先后就职于浙江省湖州市人民政府办公室,国信证券股份有限公司投资银行事业部,2018年4月至10月任公司总经理助理,2018年10月起任公司董事会秘书。

数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

(二) 营收增长稳健, 盈利能力持续优化

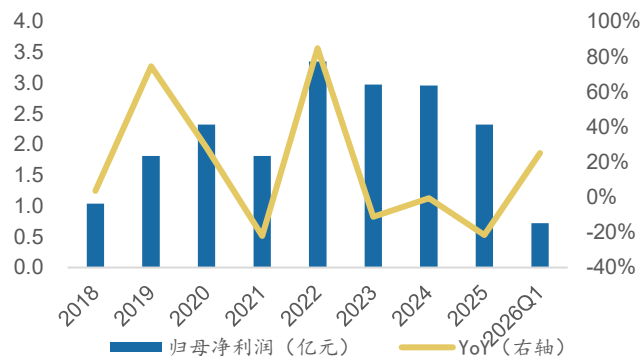
公司营收整体稳健增长, 2024年强劲复苏后2025年增速趋稳。据永艺年报, 2022-2023年, 受海外去库存及高基数影响, 公司营收连续两年同比下滑, 分别同比-12.95%、-12.75%。2024年公司营收实现强势反弹, 全年收入47.49亿元, 同比+34.22%, 扣非归母净利润2.93亿元, 同比+40.07%, 经营质量显著改善。2025年, 全球贸易紧张局势加剧和政策不确定性上升, 国内外有效需求不足, 公司全年实现营业收入48.82亿元, 同比+2.79%, 实现归母净利润2.33亿元, 同比-21.41%。据永艺26年一季报, 2026Q1公司实现营收11.42亿元, 同比+13.01%, 归母净利润0.72亿元, 同比+25.18%, 收入与利润同步回暖, 经营企稳向好趋势初现。

图3: 永艺股份营收及同比 (亿元, %)



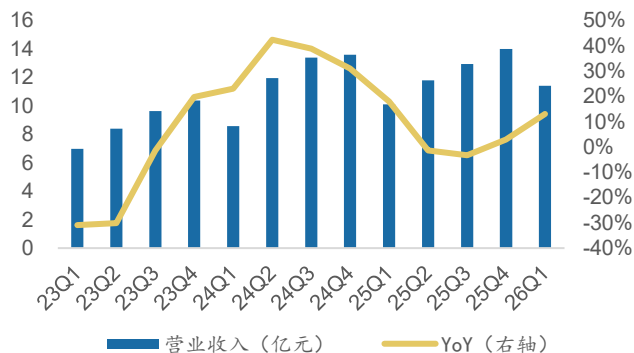
数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图4: 永艺股份归母净利润及同比 (亿元, %)



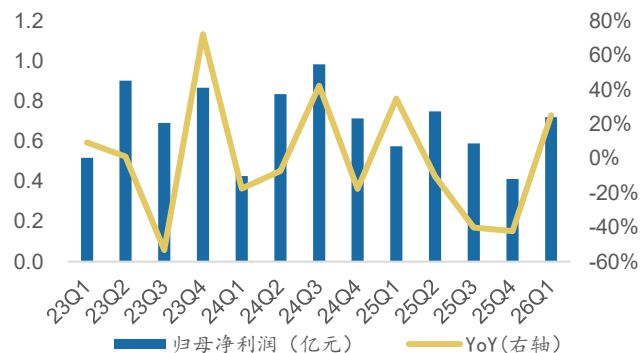
数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图5: 永艺股份分季度营收及同比 (亿元, %)



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图6: 永艺股份分季度归母净利润及同比 (亿元, %)

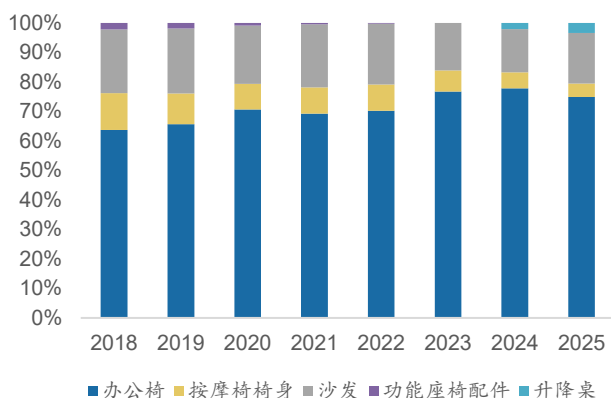


数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

分产品看, 办公椅业务为公司主要营收来源, 升降桌成为新增长极。公司收入主要由办公椅、沙发、按摩椅椅身、休闲椅、升降桌、配件等业务构成。其中, 办公

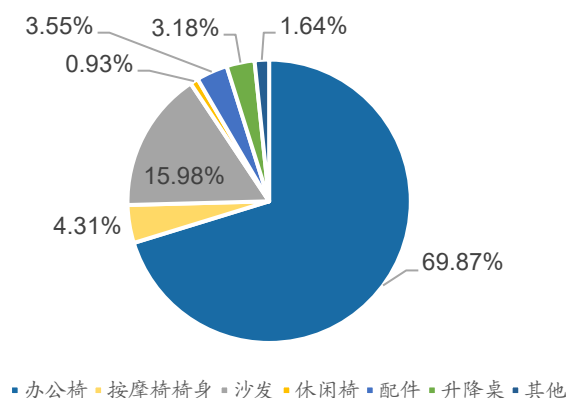
椅产品始终为公司最核心的业务，近年收入占比均在60%以上。据永艺24年年报，2024年办公椅实现收入34.16亿元，同比+33.5%，收入占比71.92%；2025年办公椅收入34.11亿元，基本持平，收入占比69.87%。沙发业务方面，2023年受外需走弱影响收入下滑至5.37亿元，此后逐步恢复，2024/2025年分别实现收入6.45/7.80亿元。按摩椅椅身业务收入占比持续收窄，从2018年的12.16%降至2025年的4.31%。值得关注的是，升降桌品类自2024年起单独列示，当年实现收入0.91亿元，2025年快速增长至1.55亿元，同比+70.3%，成为公司新的增长极；配件业务2025年实现收入1.73亿元，占比3.55%，亦贡献增量。

图7：永艺股份主要产品分产品收入比例



数据来源：公司 18-25 年年报、广发证券发展研究中心

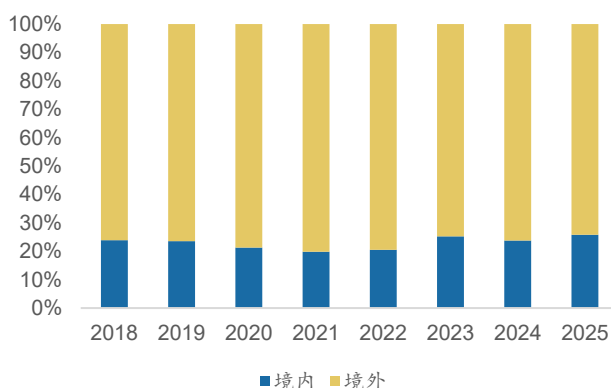
图8：25年永艺股份分产品收入占比 (%)



数据来源：公司 25 年年报、广发证券发展研究中心

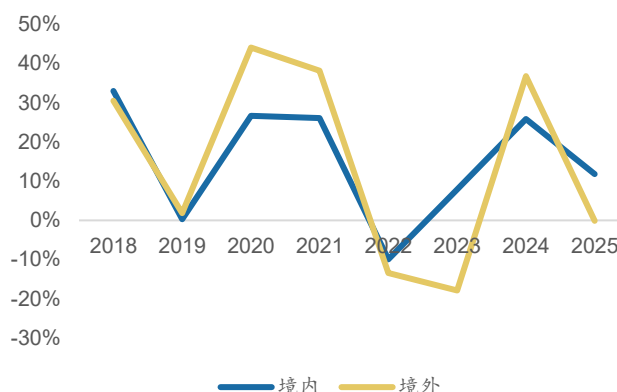
分地区看，公司以境外销售为主，内销占比稳步提升。据永艺25年年报，2025年公司境外营收36.01亿元，占比73.76%，同比-0.14%，基本持平，主要系美国加征关税扰动下外销增长承压；境内营收12.55亿元，占比25.70%，同比+11.81%，保持稳健增长。回顾近年趋势，公司境内收入占比从2021年的19.69%持续提升至2025年的25.70%，自主品牌建设与国内市场开拓效果逐步显现。线上渠道方面，2025年公司线上收入5.87亿元，同比+23.07%，占收入比例达12.03%；线下渠道收入42.68亿元，占比87.43%，仍为主要收入来源。

图9：永艺股份销售地区分布



数据来源：公司 18-25 年年报、广发证券发展研究中心

图10：永艺股份境内外营收增速 (%)



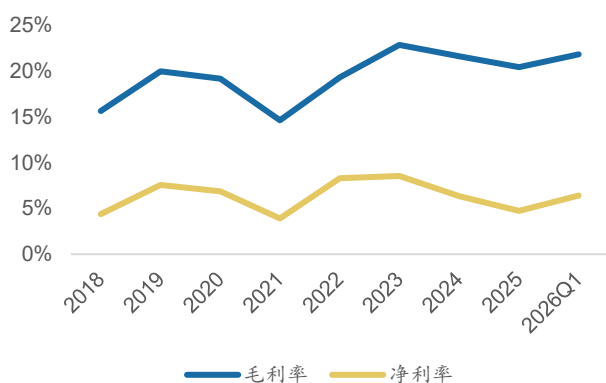
数据来源：公司 18-25 年年报、广发证券发展研究中心

盈利能力方面，毛利率中枢较疫情前明显抬升，2025年利润端受汇兑影响承压。据永艺18-25年年报，2018-2021年公司毛利率在14.64%-19.98%区间波动，2022年

起伴随原材料价格回落及产品结构优化，毛利率提升至19.34%并持续上行，2023年达到22.88%的阶段高点，2024/2025年小幅回落至21.64%/20.45%，整体毛利率中枢较疫情前明显抬升。2025年公司净利率为4.75%，较2024年的6.36%有所下降，主要系人民币兑美元升值导致财务费用由2024年的-1.17亿元大幅增加至0.11亿元（变动约1.28亿元），汇兑损失是利润承压的最主要因素。

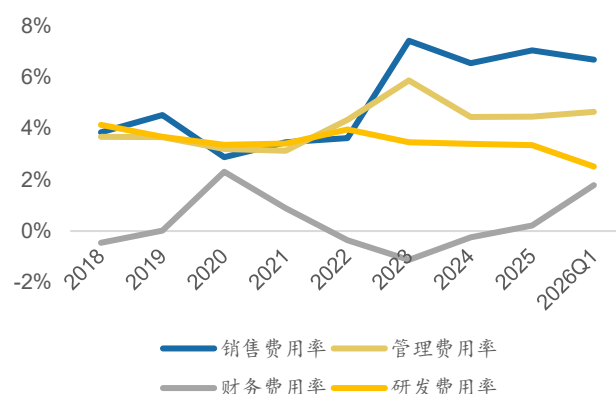
费用率方面，公司处于品牌建设投入期，2025年销售费用率为7.06%，较2022年的3.63%提升明显，体现公司在自主品牌推广及渠道建设方面的持续投入；管理费用率4.48%保持稳定；研发费用率维持在3.35%，连续多年保持3%以上水平，彰显公司对研发创新的长期重视。

图11: 永艺股份毛利率与净利率 (%)



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图12: 永艺股份期间费用率 (%)



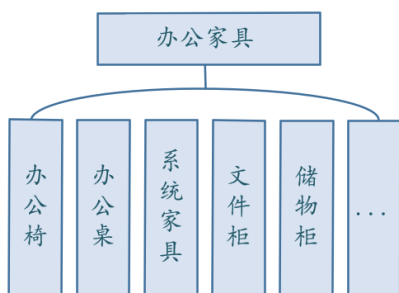
数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

二、办公家居市场前景广阔，中国企业迎来新机

(一) 全球办公家居市场稳定增长，中美分处供需两级

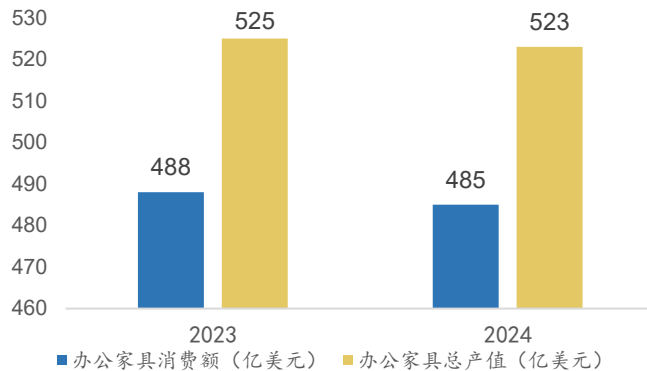
全球办公家居市场总体增长，办公椅行业地位日益提高。办公家具是指为满足办公室、商业空间以及各种专业工作环境中的功能性需求而设计和制造的家具，包含办公椅、办公桌、系统办公家具等产品。根据CSIL测算，2024年全球办公家具总产值为523亿美元，消费总额为485亿美元（出厂价口径）。随着技术的发展和现代办公环境的变化，办公座椅的应用日渐广泛，全球办公座椅行业市场规模稳步扩张，在办公家具中的份额达到30%左右。根据CSIL测算，2024年全球办公座椅总产值为157亿美元，消费总额为135亿美元（出厂价口径），较2023年的150亿美元和129亿美元均有所增长。

图13: 办公家居应用场景



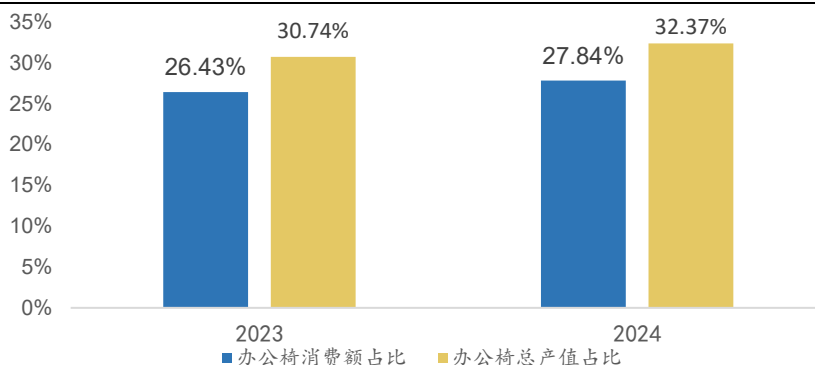
数据来源: 广发证券发展研究中心

图14: 全球办公家居市场规模 (亿美元)



数据来源: 公司 23-25 年报, CILS, 广发证券发展研究中心

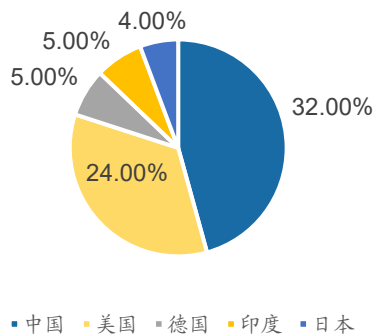
图15: 办公椅消费额、产值占办公家具行业比例 (%)



数据来源: 公司 23-25 年报, CILS, 广发证券发展研究中心

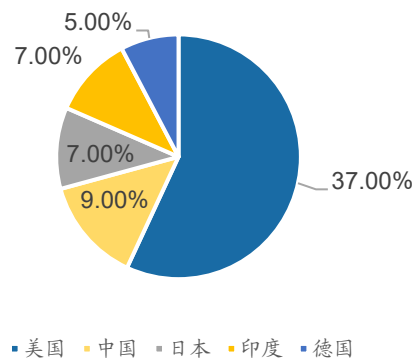
办公椅供需两端集中度较高, 中美分处供需两极。据CSIL, 从供给侧来看, 2024年全球办公座椅产能高度集中, 我国为全球办公椅供给第一大国, 中国、美国、德国、印度、日本分别占全球总产值的32%、24%、5%、5%、4%。从需求侧来看, 美国为全球最大办公椅消费市场, 2024年美国办公椅消费占全球比例为37%, 中国、日本、印度、德国次之, 市场份额分别为9%、7%、7%、5%。中国为全球最大的办公座椅生产国和出口国, 出口额约占全球办公座椅总出口额的近60%。与此同时, 出口市场结构持续多元化, 中国对美国办公椅出口额占总出口额的比重从2018年的31.4%降至2025年的16.3%, 欧洲及东南亚、中东、非洲等新兴市场占比逐步提升, 有望成为支撑出口的重要增长点。

图16: 2024年世界办公椅产值分布 (%)



数据来源: 公司 24 年年报, CSIL, 广发证券发展研究中心

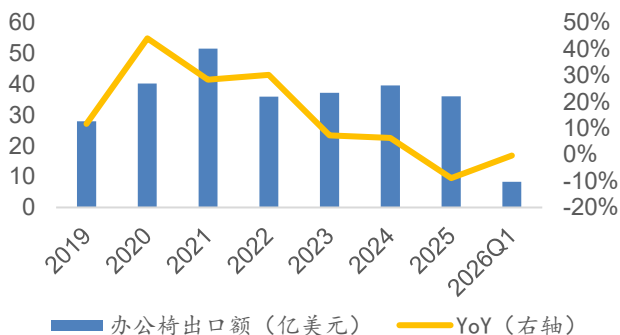
图17: 2024年世界办公椅市场分布 (%)



数据来源: 公司 24 年年报, CSIL, 广发证券发展研究中心

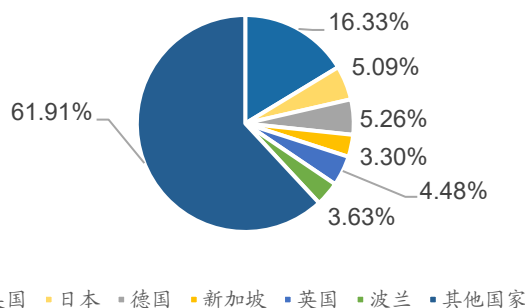
中国办公椅出口市场呈增量发展, 2025年受关税冲击短期承压。根据中国海关总署数据, 中国办公椅出口额从2016年的19.69亿美元增长至2024年的39.53亿美元, 其中2016-2019年CAGR为12.29%, 2019-2024年CAGR为7.23%, 显示出中国办公椅出口市场依然属于增量型市场。2023年, 伴随欧美渠道端库存压力逐步消减, 中国办公椅出口额同比增长7.20%至37.20亿美元; 2024年全年出口额进一步增长至39.53亿美元, 同比+6.25%, 其中上半年同比增长19.23%, 下半年受高基数影响增速有所回落。2025年, 受新一轮关税战影响, 美国市场家具类产品终端需求走弱, 叠加关税政策不确定性使渠道商采购备库趋于谨慎, 同时订单加快从中国向外转移, 中国办公椅出口额降至36.0亿美元, 同比-8.9%。

图18: 历年中国办公椅出口额 (亿美元)



数据来源: 海关总署, 广发证券发展研究中心

图19: 2025年中国办公椅出口分国家分布 (%)



数据来源: 海关总署, 广发证券发展研究中心

(二) 国内市场空间广阔, 政策催化需求释放

健康办公意识觉醒, 人体工学椅市场加速渗透。中国是全球第二大办公座椅消费国, 近年来市场规模增长较快。据国家卫健委数据, 中国腰椎病患者已突破2亿人, 且日趋年轻化, "久坐不累"逐渐成为品质健康生活的新刚需。B端方面, 随着企业对健康办公环境重视程度不断提升, 人体工学椅在办公楼宇中的渗透率有望持续提升; C端方面, 头部品牌相继开设线下门店并加大线上渠道投入, 推动消费者触达率和品牌认知度提升, 国内人体工学椅市场正在加快增长。当前国内办公椅市场品牌格局尚未定型, 行业集中度仍有较大提升空间, 龙头企业凭借品牌力、渠道力和产品力有望持续受益。

以旧换新政策持续催化, 内需回暖态势明确。2024年以来, 国家推出消费品以

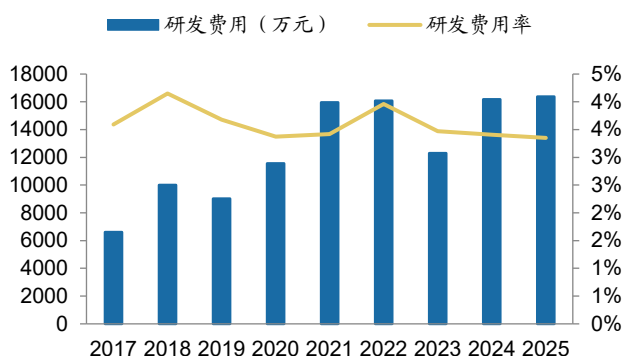
旧换新政策着力扩大国内需求，办公椅作为家具类目陆续被纳入各省补贴范围。2025年，扩大内需被列为经济工作的首要任务，以旧换新政策加力扩围，据国家统计局数据，2025年我国限额以上单位家具类商品零售额同比增长14.6%，国内家具消费回暖态势明显。中长期来看，外销受关税扰动承压之际，内销市场的战略重要性进一步凸显，具备自主品牌优势和国内渠道布局的企业有望把握内需释放的机遇。

三、永艺股份：专注坐健康解决方案，全球化布局

（一）研发端：深耕办公坐具，研发设计水平领先

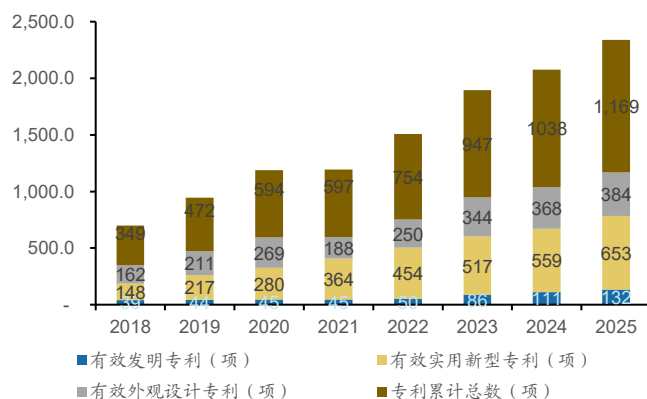
公司长期坚持研发投入，将技术创新作为发展驱动力。据永艺23-25年年报，23-25年3年公司研发总投入超4.4亿元，2010-2025年连续15年投入营业收入的3%以上用于研发创新。公司已形成了一套成熟的新产品开发理念，以PLM（产品生命周期管理）系统为平台、导入IPD（集成研发管理体系）理念，大力推进模块化、模组化研发设计，快速响应市场需求。据永艺25年年报，截至2025年末，公司拥有有效的发明专利132项、实用新型专利653项、外观设计专利384项，合计1,169项，筑牢技术护城河。

图20：永艺股份研发费用



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图21：可比公司专利累计总数对比（项）



数据来源：国家知识产权局，广发证券发展研究中心

行业声名卓著，企业荣誉累累。据公司官网及25年年报，凭借多年的研发积累，公司当前已成长为行业领军企业，获评国家级制造业单项冠军企业、国家级工业设计中心、国家知识产权示范企业、国家绿色工厂、全国质量标杆等国家级荣誉，同时获得“十四五”轻工业先进科技创新成果认定、中国轻工业重点实验室认定、中国轻工业科技百强企业和办公家具行业十强企业等，产品获得德国设计奖、美国IDEA设计奖等众多国际荣誉。据永艺25年年报，截至2025年末，公司参与制修订标准44项，是国家办公椅行业标准、办公椅浙江制造团体标准、电竞椅团体标准、升降桌团体标准的主要起草单位之一。

图22: 公司所获荣誉与资质认证一览



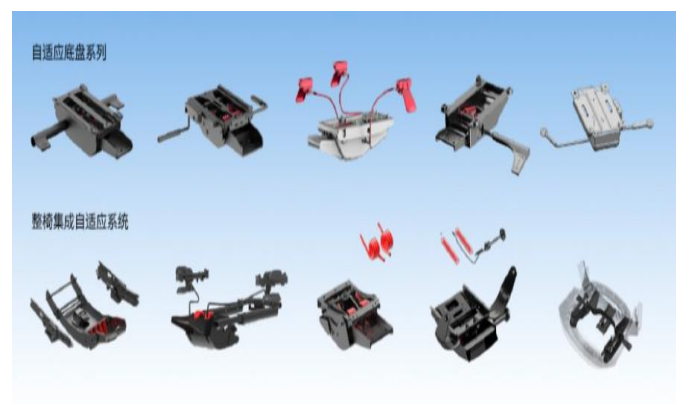
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

撑腰科技消除久坐痛点, 结合设计创新打造领先坐健康解决方案。公司始终专注坐健康领域, 据公司官网报道, 早在2010年公司就开始投入椅子底盘结构的研究, 现已形成以太极动态底盘、FLOW随动撑腰科技、骶骨撑腰技术、重力自适应技术、魔术臂技术、魔毯腿托等六大核心技术体系。太极动态底盘可自动感应重力变化, 左右灵动摇摆, 激活腰部核心肌群; FLOW随动撑腰科技在倾仰过程中实现腰部与腰枕的同心圆运动, 任意坐姿下撑腰随身动。公司积极围绕家具家电化和智能化趋势, 利用AIoT智能技术对人体工学椅进行智能化升级, 研发方向涵盖实时感知、主动调节、久坐提醒、健康监测等智能健康功能, 全方位优化坐健康系统。

图23: 永艺股份座背联动技术



图24: 永艺股份自适应底盘系统



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心







数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(二) 产品端: 品相矩阵丰富, 办公椅市场龙头

产品矩阵丰富, 满足多元场景。公司长期专注办公椅、沙发、按摩椅椅身、休闲椅、升降桌等健康家具生产研发, 不断丰富产品系列。按摩椅椅身主要为大东做胜供货, 办公椅和沙发则是核心产品, 持续迭代升级。升降桌为近年新增重点品类, 据永艺25年年报, 2025年升降桌收入达1.55亿元, 同比增长71.49%, 增长势头强劲。此外, 公司积极围绕家具家电化和智能化趋势, 利用AIoT智能技术对办公椅、升降桌等品类进行智能化升级, 构建智能产品体系。据永艺25年年报, 2025年办公椅收入34.11亿元, 占比69.5%, 毛利率24.28%, 销量达966.74万台; 沙发收入7.80亿元,

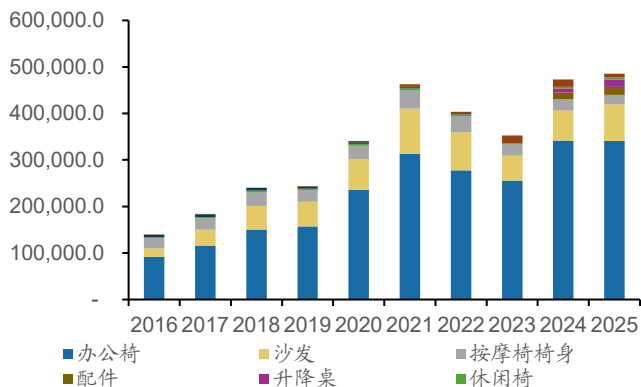
占比15.9%；按摩椅椅身收入2.10亿元；休闲椅收入0.45亿元。

表 2: 永艺股份产品矩阵

产品类型	图示
人体工学 办公椅	
电竞椅	
电动升降 桌	
沙发	
休闲椅	
按摩椅椅身	

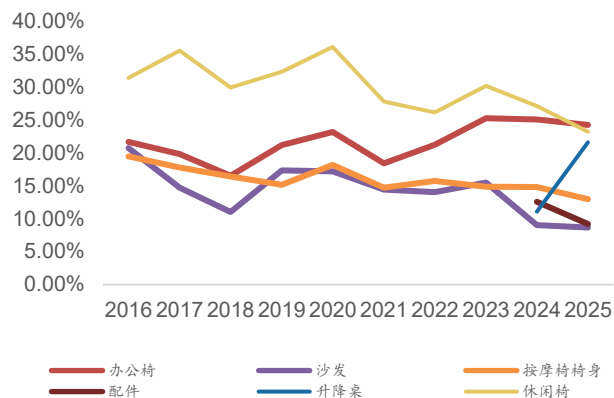
数据来源：公司 2025 年报，广发证券发展研究中心

图25: 公司收入构成 (万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 公司各产品毛利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

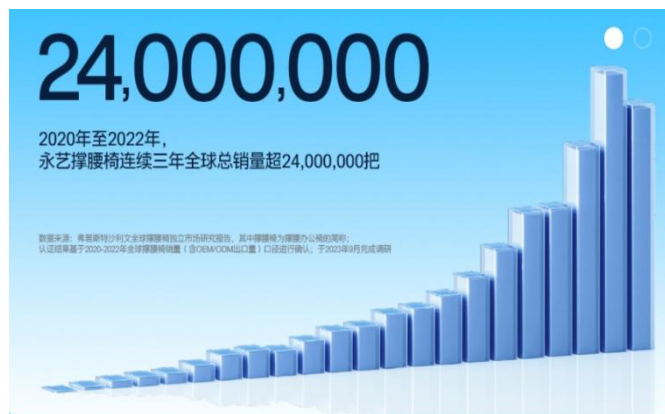
撑腰椅行业引领，核心单品持续迭代升级。办公座椅作为公司核心产品，形成了巨大的竞争优势。据永艺25年年报，公司依托核心撑腰科技，在行业内创新推出人体工学撑腰椅，围绕“撑腰”价值锚点，着力打造“永艺撑腰椅，更撑腰的人体工学椅”的品牌心智。据永艺23年年报，2023年“双十一”期间，自主品牌撑腰椅产品线上全渠道GMV同比增长256%，在天猫、京东、抖音平台同类目产品中的行业排名分别提升至第二、第三、第二名。目前公司整体办公椅的产品线围绕撑腰价值持续迭代，形成以太极逍遥底盘技术、智能腰靠模块为核心的新一代产品矩阵。旗舰产品FLOW系列持续升级，成功推出FLOW 550T/550i等系列人体工学椅，运用IPMS方法论打造上市即上量的爆款，NPS（净推荐值）稳步提升。据永艺25年年报，2025年公司办公椅销量达966.74万台，撑腰椅的日益丰富完善不断增强公司的核心竞争力。

图27: 公司撑腰椅主要系列



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图28: 公司撑腰椅销量全球第一



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(三) 生产端：精益化、智能化持续赋能

持续布局自动化、精细化和智能化。据永艺25年年报，公司持续推进UBS精益营运系统建设，打造智能制造体系，导入T+3采产销一体化计划管理体系，引进自动化、智能化生产设备和技术工艺，建设柔性生产线。在生产管理方面，公司加快MES、QMS、WMS等系统在多个制造工厂推广实施，依托SAP、PLM、CRM、SRM等信息化系统拉通全流程，建设BI智能管理平台。同时完成越南基地SRM系统建设，建

设供应商绩效管理平台、采购招标平台和海运竞价平台，实现供应链数字化管理。据永艺25年年报，年产100万套智能坐具生产线配套新建厂房项目工程进度已达99%，公司在智能制造领域的持续投入有效保障了产品质量与生产效率。

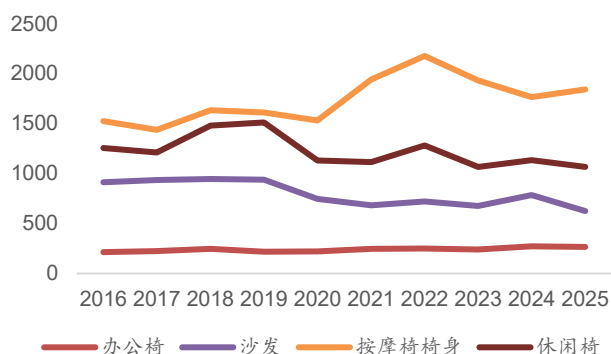
图29：公司智能制造精益自动化生产线



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

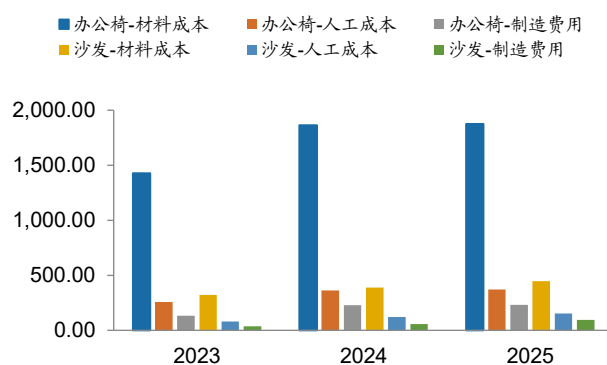
规模经济效益凸显。公司位于浙江省安吉县，该地以“中国椅业之乡”闻名，坐具制造企业云集，上下游供应链配套完整，有效节约了运输成本和采购成本。同时公司苦练内功降本增效，开发端通过建立CBB库，推进零部件标准化、模块模组化研发，提高单个SKU的采购规模；采购端通过整合采购需求、加强供应商管理，不断提高采购议价能力；生产端核心零部件自制比例越来越高，海绵、注塑、五金等垂直整合项目持续推进，越南基地已建立注塑、海绵、五金等垂直整合制造能力，成本把控能力日益增强。据永艺25年年报，2025年公司办公椅销量达966.74万台，沙发销量达114.00万台，规模效应持续释放。

图30：公司主要产品平均成本（元/套、元/台）



数据来源：公司历年年报，广发证券发展研究中心

图31：永艺主要产品成本构成（百万元）



数据来源：公司历年年报，广发证券发展研究中心

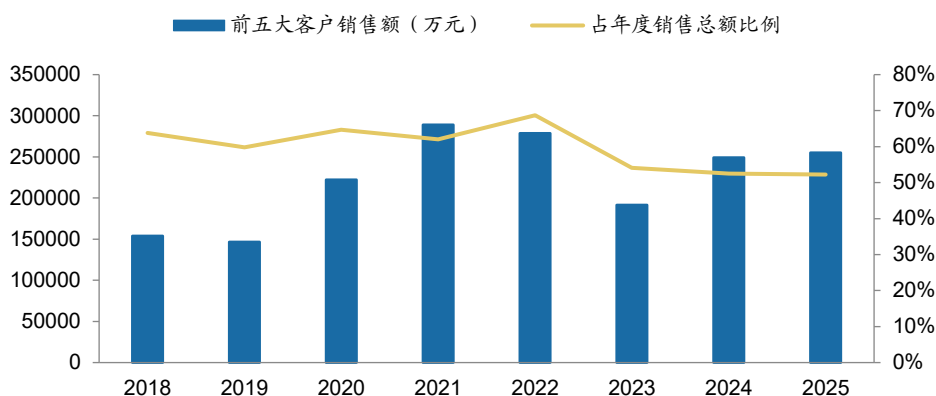
（四）战略端：依托 KAM 大客户营销体系，内外销双轮驱动

1. 外销：大客户资源丰富，合作持久稳定。

客户资源丰富，合作关系持久稳定。据永艺25年年报，公司2004年起就启动出

口战略，目前产品远销全球90多个国家和地区，与全球多家知名零售商、进口商、制造商及系统集成商建立了长期战略合作关系。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等。这些企业对供应商要求严格，考核复杂，进入壁垒较高，因此往往保持长期合作关系，为公司提供持久稳定收入源。据永艺25年年报，2025年前五大客户销售收入合计25.51亿元，占年度销售总额的52.24%。

图32: 公司前五大客户销售收入（万元）



数据来源: 公司历年年报, 广发证券发展研究中心

表 3: 公司主要客户情况

主要市场	客户	简介
加拿大	Performance	加拿大最大的采购商之一
	NITORI	日本最大的家居零售商，主要从事家居和室内用品的销售
日本	ITOKI	伊藤喜，日本办公家具品牌，历史悠久，设计理念先进，其产品设计和品质在行业处于领先水平
	Okamura	全球知名办公家具品牌，专业从事办公环境设备和商业环境设备制造与销售
韩国	Hanseem	汉森家具，韩国大型家具类著名品牌，其品质和声望 在韩国市场具有较大影响力
	HON	霍尼韦尔国际（Honeywell International）是一家营业额达 300 多亿美元的多元化高科技和制造企业
美国	Office Depot	欧迪办公，世界大型办公用品销售商
	Klaussner	美国家具销售商、制造商，主要从事软体家具的销售业务
	Office Star Products	美国大型办公家具进口商和批发商，主要产品包括办公椅、商务沙发等办公家具，市场涵盖美国、加拿大等地
	Marco Offshore	主要从事家具配件、办公椅、办公桌等办公家具或配件的进口业务
	HNI	北美著名办公椅品牌商、制造商，提供家庭、办公环境相关家具和解决方案
	Staples	史泰博，全球最大的办公用品零售和分销商之一，世界五百强企业，总部位于美国
	Costco	美国最大会员制仓储式零售商之一，2024 年报披露为新增重要渠道和大客户，订单快速爬坡，贡献较大业务增量
欧洲	Sam's Club	沃尔玛旗下会员制仓储零售商，2024 年报披露为新增重要渠道和大客户，订单快速爬坡，贡献较大业务增量
	宜家	全球家具领导品牌，著名家具和家居用品零售商
	Lifestyle Enterprise Buro	软体家具行业具有代表性的营销型公司之一，产品包括软体沙发和家居产品等，以进口和批发销售为主 俄罗斯大型办公用品批发商、零售商和制造商

数据来源: 公司年报, 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

坚持“数一数二”战略，市场开拓精准有力。一方面，公司持续推行KAM大客户

价值营销体系，深度洞察核心客户需求，提供全方位的优质服务，提升自身在供应链的地位；另一方面，大力开拓非美市场，加快推进销售组织“走出去”，围绕薄弱市场和新兴市场陆续布局多个海外办事处，在继续深耕北美、欧洲市场的基础上，加快拓展亚洲、澳洲及“一带一路”等新兴市场，通过精准分析目标市场需求、精准定位区域市场重点客户、有针对性地为目标客户开发主流产品。同时，积极发展跨境电商，做深做大主流市场，不断拓宽海外销售渠道。公司优异的拓客能力有望进一步提升市场份额，带来持久放量。

表 4: 公司营销策略

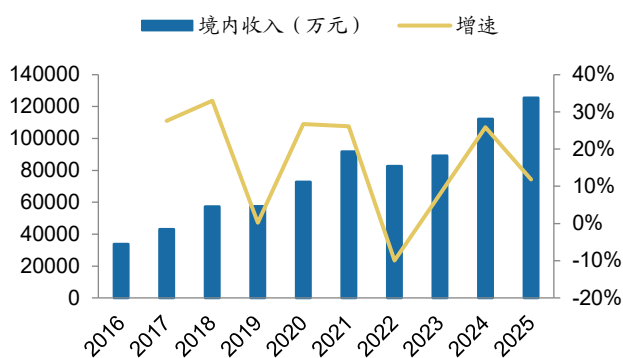
主要市场	产品区域特征	公司营销策略
北美	①全球最大的办公椅消费市场，需求以人体工学椅、办公椅为主，沙发和升降桌为辅； ②客户以大型零售商（如 Staples、Office Depot 等）和进口商为主，采购量大、对供应商综合能力要求高； ③受中美贸易摩擦和关税政策影响显著，2025 年中国对美办公椅出口同比下降 21.6%； ④消费者注重产品性价比、功能性和环保认证。	①以 ODM/OEM 模式为主，依托越南制造基地规避美国关税风险（越南基地产能可覆盖全部美国订单）； ②坚持“数一数二”市场战略，运用大客户价值营销方法论，深度洞察重点客户需求，制定针对性营销策略； ③建立美国子公司（Moxygen Technology、Anxious Furniture、Excellent Furniture LLC 等）就近服务客户； ④积极发展跨境电商业务，拓宽销售渠道； ⑤在新一轮全球订单转移背景下，凭借越南基地优势争取更多市场份额。
欧洲	①全球第二大办公家具消费市场，以人体工学椅、办公椅为主，同时沙发需求较大； ②客户类型包括大型零售商、进口商和系统集成商，注重产品设计、环保标准和品牌形象； ③欧洲对产品环保认证（如 FSC、REACH 等）和人体工学标准要求严格； ④东欧及俄罗斯市场增长潜力较大。	①以 ODM/OEM 模式向欧洲市场销售，依托罗马尼亚制造基地（永艺罗马尼亚家具有限公司）就近供货、规避贸易壁垒； ②罗马尼亚基地自 2023 年投产，持续加快新产品导入和产能爬坡，2025 年收购当地公司 RUS-SAVITAR S.R.L. 扩大欧洲制造布局； ③在德国设立子公司（Ergosit International GmbH），深耕欧洲市场； ④运用大客户价值营销体系，制定针对欧洲客户的营销策略与行动方案； ⑤作为“大力开拓非美市场”的重点区域之一，加快推进销售组织“走出去”。
亚太地区	①越南是公司最重要的海外制造基地所在国，具备劳动力成本优势和关税优惠； ②东南亚市场家具消费需求快速增长，电商渗透率持续提升； ③亚太地区是国际贸易转移的重要受益区域。	①越南基地已形成办公椅、沙发、升降桌全品类制造能力，拥有注塑、海绵、五金等垂直整合能力，第三期基地首批工厂已建成； ②2025 年在马来西亚设立 MY UE FURNITURE SDN. BHD.，在柬埔寨设立柬埔寨嘉盛家具有限公司，拓展东南亚制造与销售布局； ③在新加坡设立贝特家具贸易子公司，覆盖亚太贸易； ④利用亚太制造网络辐射全球市场，降低单一区域贸易风险。
中东及其他新兴市场	①中东市场以商用家具、办公家具需求为主，消费者偏好高品质、设计感强的产品； ②新兴市场家具渗透率低，增长潜力大，竞争格局尚未固化； ③迪拜是中东地区重要的贸易和物流枢纽。	①在迪拜（阿联酋）设立永锐家具贸易 FZE，总资产 1.46 亿元，作为中东市场拓展桥头堡； ②围绕薄弱市场和新兴市场陆续布局多个海外办事处，提高客户需求洞察和响应速度； ③加快提升目标市场渗透率，属于“大力开拓非美市场”战略重点方向； ④积极发展跨境电商业务覆盖新兴市场消费者。

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

2. 内销：打造自主品牌，线上线下齐头并进

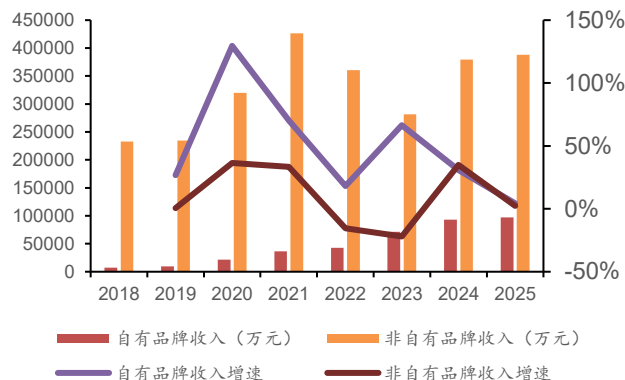
公司将国内市场开拓作为战略性任务，着力培育自主品牌。据永艺25年年报，公司内销收入持续增长，2025年内销收入达12.55亿元，同比增长11.81%，毛利率25.98%。其中自主品牌营收9.74亿元，同比增长4.35%，毛利率达33.89%，而非自有品牌毛利率为16.96%，自主品牌盈利能力显著优于非自主品牌。随着国内市场的逐渐开拓和自主品牌收入的不断上升，公司盈利能力有望进一步改善。

图33: 公司内销收入 (万元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

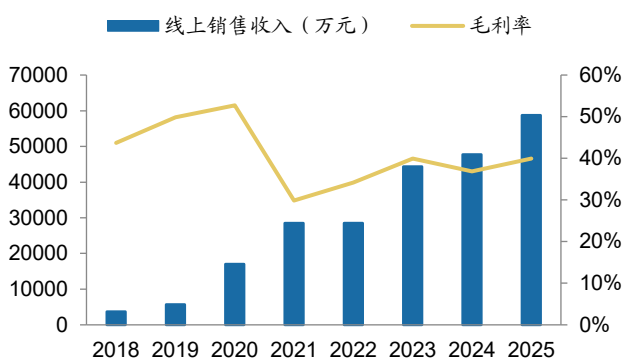
图34: 公司自主品牌收入 (万元)



数据来源: 公司历年年报, 广发证券发展研究中心

积极拥抱线上渠道, 核心产品持续火爆。据永艺25年年报, 公司线上聚焦天猫、京东等主流电商平台, 积极开展直播业务及站内外内容营销, 用好用足"国补"政策助推销售增长。2025年公司线上销售收入达5.87亿元, 同比增长23.07%, 线上毛利率达39.90%, 显著高于线下毛利率水平。旗舰产品FLOW系列持续迭代升级, 成功推出FLOW 550T/550i等系列人体工学椅, 运用IPMS方法论打造上市即上量的爆款。跨境电商OBM业务围绕产品规划、营销策略、仓储物流等持续优化, 业务规模和盈利水平稳步提升, 公司设立多家海外子公司进一步深化全球市场布局。

图35: 公司线上收入 (万元)



数据来源: 公司历年年报, 广发证券发展研究中心

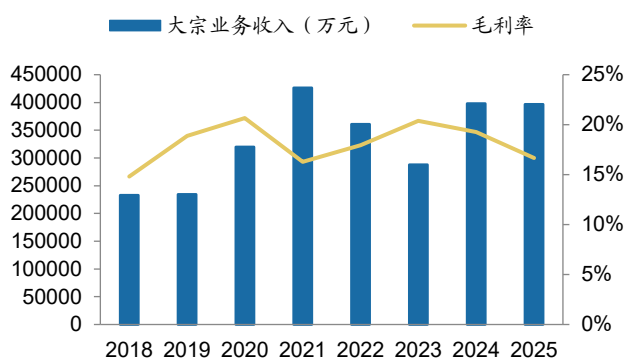
图36: 公司Flow550系列



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

加快发展线下渠道, 增强品牌影响力。据永艺25年年报, 公司持续围绕重点城市布局办事处, 依托"灯塔标杆计划"和"品牌事业合伙人计划"持续开拓直营大客户, 加强与区域经销商的沟通与服务, 同时打造区域标杆项目, 提高品牌曝光度, 持续提升B端项目获客能力。公司已为国家开发银行、交通银行、浦发银行、中国电信、保利集团、华为、格力、比亚迪、小米、百度、网易等众多知名企业提供产品和服务。此外, 公司陆续作为福布斯论坛、乌镇互联网大会、G20峰会会议用椅的指定提供商, 影响力进一步出圈。

图37: 公司大宗业务收入 (万元)



数据来源: 公司历年年报, 广发证券发展研究中心

图38: 公司为G20峰会提供会议用椅

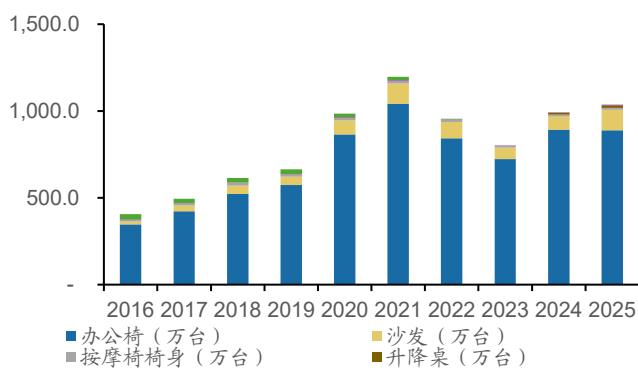


数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

(五) 产能端: 全球化布局, 响应客户需求

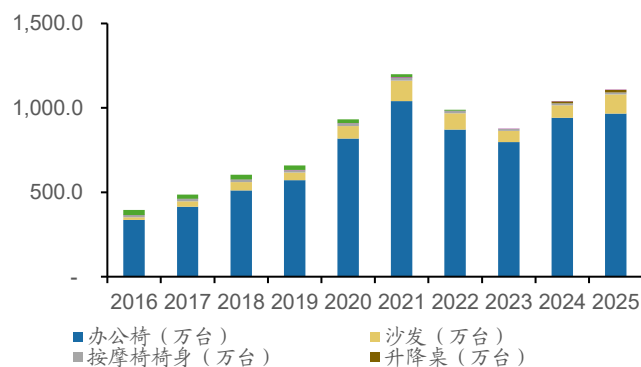
抢先海外布局, 增强全球供应能力。公司于2018年在行业内率先"走出去"投资建设越南生产基地, 已成为国内办公椅行业建设国外产能最早、规模最大、拥有客户资源最多的企业之一。据永艺25年年报, 越南基地现已具备办公椅、沙发、升降桌、配件等全品类制造服务能力, 建立了注塑、海绵、五金等垂直整合制造能力, 并拥有TUV、BV认可的坐具检测中心。越南三期生产基地计划投资5,000万美元, 首批厂房已建成, 工程进度达42%。罗马尼亚生产基地自2023年投产以来加快新品导入和产能爬坡, 结合国际贸易形势加快扩大有效产能。据永艺25年年报, 公司境外资产占总资产比例达37.89%, 约16.32亿元。此外, 国内年产100万套智能坐具生产线配套新建厂房项目工程进度已达99%。全球三大生产基地相互协同, 符合公司全球化市场布局的战略需求, 进一步提高公司在全球竞争格局的有利地位。

图39: 公司产品产量 (万台、万套)



数据来源: 公司历年年报, 广发证券发展研究中心

图40: 公司产品销量 (万台、万套)



数据来源: 公司历年年报, 广发证券发展研究中心

表 5: 公司产能布局

地点	项目	投产时间	产能 (万套)
国内	年产 110 万套办公椅项目	2016 年 7 月	110
	年产 20 万套办公产线技术改造项目	2018 年	20
	年产 200 万套人机工程健康办公椅生产线项目	2019 年 7 月	200

年产 40 万套人机工程休闲沙发生产线项目		2021 年 4 月	40
	越南一期	2019 年 1 月	-
越南	越南二期	2020 年 Q4	-
	越南三期	建设中	-
罗马尼亚	-	2023Q2	-

数据来源：《关于投资建设第三期越南生产基地的公告》、2025 年报、投资者互动平台、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

收入端，24-25年公司收入分别为47.49/48.82亿元，同比+34.2%/+2.8%，健康家具市场规模扩大趋势明显，加之电商促进内外销，预计26-28年公司收入分别58.61/67.92/78.71亿元，YOY分别+20.0%/+15.9%/+15.9%。分拆业务看：**(1) 办公椅**：24-25年收入分别34.16/34.11亿元，同比+33.5%/-0.1%，25年办公椅收入增长疲软，关税战影响下美国市场需求走弱为主因，预计26-28年收入41.96/49.51/58.42亿元，YOY分别+23.0%/+18.0%/+18.9%，公司拥有核心撑腰科技，同时居民追求健康生活，国内人体工学办公椅渗透率增加，市场内需增长潜力大。

(2) 沙发：24-25年收入分别6.45/7.80亿元，同比+20.2%/+20.9%，国内沙发市场已形成庞大产业集群，转入存量竞争阶段，预计26-28年收入8.97/10.05/11.25亿元，YOY分别+15.0%/+12.0%/+12.0%，市场集中度提升，增速放缓。**(3) 按摩椅椅身**：24-25年收入分别2.40/2.10亿元，同比+0.9%/-12.2%，25年按摩椅椅身销量同比下降13.94%，盈利增长承压，预计26-28年收入2.00/1.94/1.88亿元，YOY分别-5.0%/-3.0%/-3.0%，按摩椅椅身作为公司非核心产品，产销逐渐下降。**(4) 配件**：24-25年收入分别1.48/1.73亿元，25年同比为+17.0%，预计26-28年收入1.99/2.23/2.50亿元，YOY分别+15.0%/+12.0%/+12.0%，保持稳定增长。**(5) 升降桌**：24-25年收入分别0.91/1.55亿元，25年同比为+71.5%，25年销量同比增长49.54%，增长显著，预计26-28年收入2.02/2.42/2.79亿元，YOY分别+30.0%/+20.0%/+20.0%，维持较高速增长。**(6) 休闲椅**：24-25年收入分别0.36/0.45亿元，同比分别为+23.4%/+26.5%，25年休闲椅销量同比上升41.74%，预计26-28年收入0.50/0.54/0.58亿元，YOY分别+10.0%/+8.0%/+8.0%，增长保持平稳。**(7) 其他**：24-25年收入分别1.53/0.80亿元，同比分别为-7.7%/-47.6%，，预计26-28年收入0.88/0.93/0.97亿元，YOY分别+10.0%/+5.0%/+5.0%，有望企稳回升。**(8) 其他业务**：24-25年收入分别0.21/0.26亿元，同比分别为+81.7%/+25.2，预计26-28年收入0.29/0.30/0.32亿元，YOY分别+10.0%/+5.0%/+5.0%，稳步增长。

毛利率方面，24-25年公司毛利率分别为21.6%/20.4%，同比-5.4/-5.5pct。25年核心产品办公椅和沙发毛利率分别同比-3.3/-4.1pct，全品类产品除升降桌外毛利率均下滑。预计26-28年公司毛利率分别为20.6%/21.2%/21.8%，成本管理体系建设与规模经济效益释放共同驱动毛利率逐渐企稳回升。其中：**(1) 办公椅**：24-25年毛利率分别25.1%/24.3%，主要受原材料价格波动和汇率波动影响，预计26-28年毛利率分别24.0%/24.5%/25.0%，得益于规模效应释放和成本建设能力提升。**(2) 沙发**：24-25年毛利率分别为9.1%/8.7%，预计26-28年毛利率分别9.5%/10.0%/10.5%，规模增长和渠道优势带动固定成本摊薄。**(3) 按摩椅椅身**：24-25年毛利率分别

14.9%/13.0%，预计26-28年毛利率维持在13.0%，产销规模缩小，毛利率保持稳定。

(4) 配件：24-25年毛利率分别为12.6%/9.2%，预计26-28年毛利率分别为均10.0%/10.5%/11.0%，受主要产品降本增效带动。**(5) 升降桌：**24-25年毛利率分别11.1%/21.6%，智能化技术研发增加成本，预计26-28年毛利率分别20.0%/19.0%/18.5%。**(6) 休闲椅：**24-25年毛利率分别为27.1%/23.2%，预计26-28年毛利率分别24.0%/24.5%/25.0%，受主要产品降本增效带动。**(7) 其他：**24-25年毛利率分别为22.5%/6.3%，预计26-28年毛利率均维持在10.0%。**(8) 其他业务：**24-25年毛利率分别15.2%/37.0%，预计26-28年毛利率维持在20.0%。

表6：营收拆分（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
办公椅					
收入	3416	3411	4196	4951	5842
增长率 (%)	33.5%	-0.1%	23.0%	18.0%	18.0%
毛利率 (%)	25.1%	24.3%	24.0%	24.5%	25.0%
沙发					
收入	645	780	897	1005	1125
增长率 (%)	20.2%	20.9%	15.0%	12.0%	12.0%
毛利率 (%)	9.1%	8.7%	9.5%	10.0%	10.5%
按摩椅椅身					
收入	249	210	200	194	188
增长率 (%)	0.9%	-12.2%	-5.0%	-3.0%	-3.0%
毛利率 (%)	14.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.5%
配件					
收入	148	174	200	223	250
增长率 (%)	--	17.0%	15.0%	12.0%	12.0%
毛利率 (%)	12.6%	9.2%	10.0%	10.5%	11.0%
升降桌					
收入	91	155	202	242	279
增长率 (%)	--	71.5%	30.0%	20.0%	15.0%
毛利率 (%)	11.1%	21.6%	20.0%	19.0%	18.5%
休闲椅					
收入	36	45	50	54	58
增长率 (%)	23.4%	26.5%	10.0%	8.0%	8.0%
毛利率 (%)	27.1%	23.2%	24.0%	24.5%	25.0%
其他					
收入	153	80	88	93	97
增长率 (%)	-7.7%	-47.6%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	22.5%	6.3%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务					
收入	21	26	29	30	32
增长率 (%)	81.7%	25.2%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	15.2%	37.0%	20.0%	20.0%	20.0%

	合计				
收入	4749	4882	5861	6792	7871
增长率 (%)	34.2%	2.8%	20.0%	15.9%	15.9%
毛利率 (%)	21.6%	20.4%	20.6%	21.2%	21.8%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

费用端, 预计26-28年销售费用率维持在6.9%, 总体保持稳定; 预计26-28年管理费用率4.3%/4.2%/4.2%, 管理组织体系优化下略有下行; 预计26-28年研发费用率3.2%/3.4%/4.3%, 呈上升趋势, 主要系智能化技术研发投入增多所致。

综上, 预计26-28年公司每股收益分别为0.99/1.23/1.39元/股, 核心品类毛利率改善, 健康家具渗透率加快提升, 消费场景拓展支撑终端需求, 市场规模有望持续扩大, 参考同属办公/人体工学家具制造行业的恒林股份和乐歌股份以及产业链位置与出口业务特征接近的敏华控股等可比公司估值, 给予公司26年14xPE估值, 合理价值13.81元/股, 给予"买入"评级。

表7: 可比公司估值情况 (20260508)

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
恒林股份	603661.SH	41.91	1.18	3.07	3.91	27.17	9.84	7.7
敏华控股	01999.HK	167.53	0.5	0.49	0.52	8.44	7.75	7.3
乐歌股份	300729.SZ	43.42	0.76	0.86	1.02	17.92	14.77	12.36

数据来源: IFIND, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测来自 IFIND 一致预测

五、风险提示

(一) 国际贸易摩擦风险

国际贸易政策不确定性增加, 贸易环境变化将影响外销业务, 加之宏观经济下行, 国内经济供强需弱矛盾突出, 国内外有效需求不足, 终端需求承压。

(二) 原材料价格及汇率波动风险

家具制造业原材料在产品生产成本中占比高, 且公司外币结算量较大。若主要原材料价格或汇率出现较大波动, 会对公司利润空间造成挤压。

(三) 大客户集中风险

公司客户群体集中, 25年前五大客户的销售收入占公司销售收入的比例为52.24%, 公司与大客户的合作存在较深的利益相关性。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	2,449	2,457	2,625	2,971	3,108
货币资金	1,035	1,002	922	1,028	890
应收及预付	677	710	839	969	1,120
存货	584	572	686	788	906
其他	153	173	179	185	193
非流动资产总额	1,857	1,850	1,821	1,801	1,775
长期股权投资	0	62	62	62	62
固定资产	1,051	1,166	1,140	1,120	1,092
在建工程	207	142	142	142	142
使用权资产	34	28	28	28	28
无形资产	354	383	381	382	384
其他	211	70	69	68	67
资产总额	4,306	4,308	4,447	4,772	4,883
流动负债总额	1,966	1,946	1,934	2,121	2,074
短期借款	848	766	572	592	354
应付及预收	894	903	1,085	1,251	1,442
其他	224	276	276	277	278
非流动负债总额	89	54	54	54	54
长期借款	20	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	69	54	54	54	54
负债总额	2,055	1,999	1,987	2,174	2,128
股本	331	330	330	330	330
其他	1,897	1,968	2,121	2,261	2,420
归母权益合计	2,228	2,299	2,451	2,592	2,751
少数股东权益	22	10	8	6	4
负债和股东权益	4,306	4,308	4,447	4,772	4,883

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,749	4,882	5,861	6,792	7,871
营业成本	3,722	3,884	4,656	5,355	6,158
营业税金及附加	22	29	32	40	46
销售费用	311	345	402	466	540
管理费用	212	218	251	287	329
研发费用	162	164	185	231	335
财务费用	-12	11	18	16	13
资产信用减值损失	-9	-20	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资收益	0	5	1	1	1
营业利润	328	235	330	410	464
营业外收支	-2	0	0	0	0
利润总额	326	235	330	410	464
所得税费用	24	4	5	7	7
合并净利润	302	232	324	403	457
少数股东损益	6	-1	-2	-2	-2
归母净利润	296	233	326	405	459
EPS (元/股)	0.89	0.70	0.99	1.23	1.39

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	350	380	406	467	510
合并净利润	302	232	324	403	457
折旧摊销	118	132	129	120	124
营运资金变动	-92	-34	-67	-73	-85
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-379	-135	-54	-99	-97
资本性开支	-361	-106	-99	-100	-98
投资	-17	-27	0	0	0
其他	-1	-2	45	2	2
融资活动现金流净额	396	-302	-387	-262	-552
股本融资	2	0	0	0	0
债权融资	606	-76	-194	20	-238
股利分配与偿付利息	-203	-182	-233	-282	-314
其他	-10	-44	39	0	0
现金净增加额	364	-57	-36	107	-139
期初现金余额	650	1,015	958	922	1,028
期末现金余额	1,015	958	922	1,028	890

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	34.2%	2.8%	20.0%	15.9%	15.9%
营业利润增长率	-2.2%	-28.3%	40.3%	24.2%	13.3%
归母净利润增长率	-0.6%	-21.4%	40.1%	24.2%	13.3%
获利能力					
毛利率	21.6%	20.4%	20.6%	21.2%	21.8%
净利率	6.4%	4.7%	5.5%	5.9%	5.8%
ROE	13.3%	10.1%	13.3%	15.6%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	47.7%	46.4%	44.7%	45.6%	43.6%
有息负债率	20.2%	17.8%	12.9%	12.4%	7.3%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5
利息保障倍数	25.0	9.9	17.3	24.3	33.6
营运能力					
应收账款周转率	7.8	7.5	7.5	7.5	7.5
存货周转率	6.4	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	4.6	4.8	4.8	4.8	4.7
每股指标					
每股收益	0.89	0.70	0.99	1.23	1.39
每股净资产	6.73	6.96	7.42	7.84	8.32
每股经营现金流	1.06	1.15	1.23	1.41	1.54
估值比率					
PE	13.3	16.8	12.7	10.2	9.0
PB	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.5	9.4	7.9	6.8	6.0

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：资深分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。