

## 永艺股份 (603600)

## 领跑按摩椅外销，积极培育办公家具市场

## 永艺家具新股定价分析

|   |                      |                          |                  |
|---|----------------------|--------------------------|------------------|
|  | 穆方舟 (分析师)            | 吴冉劼 (分析师)                | 李黎亚 (研究助理)       |
|  | 0755-23976527        | 0755-23976112            | 0755-23976900    |
|  | mufangzhou@gtjas.com | wuranjie012899@gtjas.com | liliya@gtjas.com |
| 证书编号  | S0880512040003       | S0880514080003           | S0880114070048   |

## 本报告导读:

作为座椅 OEM/ODM 龙头，公司办公家具业务值得期待。2014-16 年 EPS 预测为 0.75/0.81/0.92 元，合理定价区间为 15.75-18.75 元，建议询价为 10.22 元。

## 投资要点:

合理定价区间为 15.75-18.75 元，建议询价为 10.22 元。作为国内座椅 OEM 龙头，募投项目将助力公司进一步扩大办公家具市场份额。我们预测公司 2014/15/16 年营业收入分为 9.44、10.99、13.10 亿元，EPS 为 0.75、0.81、0.92 元。参考可比公司估值及公司发展前景，给予合理定价区间为 15.75-18.75 元，对应 2014 年 PE 倍数为 21 倍至 25 倍。

携手海外按摩椅龙头，奠定座椅 OEM 领跑地位。受益于保健消费升级和人口老龄化等趋势，亚太保健按摩椅品牌龙头有望进一步巩固领先地位。公司和按摩椅品牌龙头傲胜 (OSIM) 数十年的椅身供应合作，将助力永艺家具分享下游龙头客户成长。公司优异生产和品质优势为开拓销售奠定了坚实基础，上市后公司有望进一步积累订单响应能力和完善产品拓展实力。

高端办公家具方兴未艾，积极切入培育成长空间。全球办公家具仍处在成长初期，2015 年全球办公椅需求将超 224 亿美元。公司通过高端客户合作战略，已顺利切入海外办公家具领域。我们认为，公司同宜家、宜得利、BURO、Staples 等海外知名家具商的 OEM/ODM 合作，在打开公司盈利空间的同时，还将产生品牌渠道和产品协同效应。未来，公司将进一步精选国内办公系统集成商进行合作，布局国内办公座椅市场，成长前景可期。

募投项目提升办公家具产能，增加业绩弹性。此轮新股拟募集 1.93 亿，主要投向年产 110 万套办公椅生产项目和研发中心建设。其中，办公椅扩产项目达产后将提升 70% 产能，大幅提升公司在办公家具领域的渗透能力、提升盈利空间。

风险提示：大客户订单集中，募投项目不达预期，海外汇率波动。

## 建议询价区间 (元)

10.22-10.22

## 合理定价区间 (元)

15.75-18.75

2015.01.09

## 发行上市资料

|            |            |
|------------|------------|
| 发行前总股本(万股) | 7500       |
| 本次拟发行量(万股) | 2500       |
| 发行日期       | 2014.01.15 |
| 发行方式       | 余额包销       |
| 保荐机构       | 国信证券       |
| 预计上市日期     | --         |

## 发行前财务数据

|            |        |
|------------|--------|
| 每股净资产 (元)  | 19.16% |
| 净资产收益率 (%) | 14.52% |
| 资产负债率 (%)  | 45.13% |

## 主要股东和持股比例

|            |        |
|------------|--------|
| 安吉永艺投资有限公司 | 41.50% |
| 安吉尚诚永盛股权投资 | 26.25% |
| 阮正富        | 13.50% |
| 张加勇        | 9.75%  |
| 何峰         | 3.50%  |
| 黄卫书        | 3.00%  |
| 浙江蓝山投资管理公司 | 1.50%  |
| 张茂         | 1.00%  |

注：每股净收益按预计发行后的总股本 10000 万股计算

| 财务摘要 (百万元)  | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 723   | 897   | 944   | 1,099 | 1,301 |
| (+/-)%      | 6%    | 24%   | 5%    | 16%   | 18%   |
| 经营利润 (EBIT) | 62    | 70    | 68    | 86    | 102   |
| (+/-)%      | 5%    | 13%   | -2%   | 26%   | 18%   |
| 净利润         | 58    | 59    | 56    | 61    | 69    |
| (+/-)%      | 2%    | 3%    | -5%   | 8%    | 14%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.77  | 0.79  | 0.75  | 0.81  | 0.92  |
| 每股股利 (元)    | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 1. 建议询价区间为 10.22 元

### 1.1. 合理定价区间为 15.75-18.75 元

永艺家具为国内座椅家具 OEM 制造龙头，两大主营业务为按摩椅椅身和办公座椅制造。结合公司业绩表现和未来发展，我们预测 2014-16 年 EPS 为 0.75、0.81、0.92 元。其中 2014 年 EPS 相比 2013 年降幅达 5%，2015 年后公司盈利拐点出现。具体盈利预测请详见后文叙述。

表 1: 永艺家具每股指标

| 项目       | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益     | 0.75  | 0.77  | 0.79  | 0.75  | 0.81  |
| 每股净资产    | 1.82  | 2.59  | 3.11  | 3.66  | 4.27  |
| 每股经营现金净流 | 0.85  | 0.64  | 1.07  | 1.33  | 1.56  |
| 每股股利     | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20  |

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

结合家具制造业可比公司定价、公司发展预期以及近期新股市场情况，我们认为给予公司 2014 年业绩对应 21-25 倍市盈率较为合理。据此，确定公司合理定价区间为 15.75-18.75 元。

表 2: 相对法估值合理定价区间为 15.75-18.75 元

| 市盈率    | 21    | 22    | 23    | 24    | 25    |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 合理定价价格 | 15.75 | 16.50 | 17.25 | 18.00 | 18.75 |

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

### 1.2. 建议询价区间为 10.22 元附近

公司拟募集 25556 万元，发行不超过 2500 万新股。根据建议区间价格= (募集净金额+发行费用)/预计发行股份，当发行 2500 万新股时，发行价格为 10.22 元。

根据第八轮新股发行市场情况和公司质地，我们给予 3%左右的浮动敏感区间，给予公司建议询价为 10.22 元。需要说明的是，目前发行新股仍然是不超募，故询价价格在 10.22 元左右概率较大。

表 3: 建议询价区间为 10.22 元附近

| 价格 (元/股)      | 10.22 | 10.30 | 10.38 | 10.46 | 10.54 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 发行前总股本 (万股)   | 7500  | 7500  | 7500  | 7500  | 7500  |
| 新发行股数 (万股)    | 2500  | 2481  | 2462  | 2443  | 2425  |
| 发行后总股本 (万股)   | 10000 | 9981  | 9962  | 9943  | 9925  |
| 计划募集资金金额 (万元) | 25556 | 25556 | 25556 | 25556 | 25556 |
| 发行后总市值 (亿元)   | 10.22 | 10.28 | 10.34 | 10.40 | 10.46 |
| 市盈率-对应 14 年业绩 | 13.63 | 13.73 | 13.84 | 13.95 | 14.05 |

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

假设在发行价 10.22 元的情况下, 公司股价相比合理定价区间 15.75-18.75 元有 54.10%-83.46% 的上涨空间。

## 2. 专注中高端市场的椅业 OEM 龙头

### 2.1. 公司简介

永艺家具是浙江安吉领先的座椅生产商，自 2001 年成立起为国内外知名家具品牌商提供座椅 OEM 和 ODM 服务。公司产品主要包括办公椅、按摩椅椅身、功能座椅配件和沙发等；主要市场为日本、美国、欧洲、东南亚和国内。代表客户包括保健器械龙头傲胜 (OSIM)、宜家 (IKEA)、Staples、日本宜得利、俄罗斯 BURO 等公司。永艺家具现拥有永艺椅业和永艺五金两大生产基地；2013 年产能为办公椅 140 万套、按摩椅椅身 20 万套、功能座椅配件 35 万套、沙发 8 万套。

图 1: 公司为大东傲胜提供座椅椅身



图 2: 办公家具客户涵盖海内外知名家居龙头



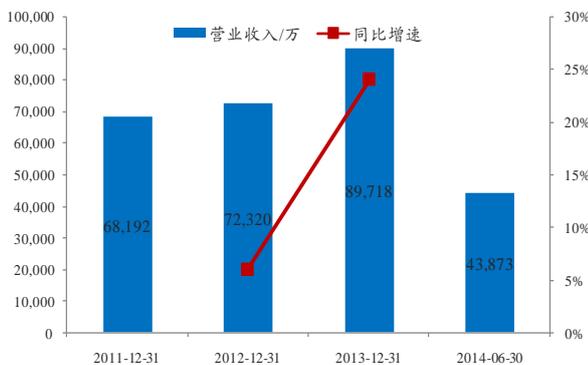
数据来源: OSIM 傲胜, 招股说明书

数据来源: IKEA, YITORU, 招股说明书

2011-2013 年, 公司实现营收 6.81 亿、7.23 亿、8.97 亿, 3 年 CAGR 为 14.70%。其中, 2012 年营业收入出现大幅增长, 主要是由于新增宜家家具 (IKEA) 等客户, 办公家具等新品类和新客户的开发促进了整体营收规模的快速成长。我们判断, 随着优势客户合作加深及新客户的培育开拓, 办公家具等业务收入成长持续性将得以维持。

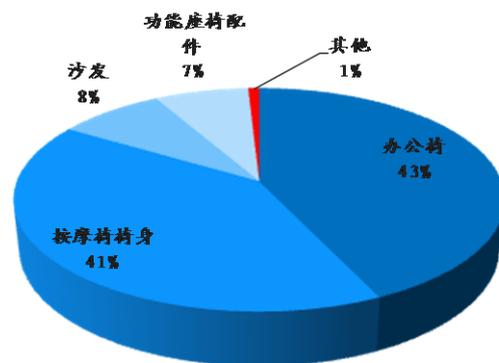
在产品结构方面, 按摩椅椅身和办公椅是公司两大业务。2013 年, 公司收入结构为按摩椅椅身 41%、办公椅 43%、沙发 8%、功能座椅配件 7%、其他收入 1% 等。

图 3: 永艺家具营业收入稳步增长



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 4: 按摩椅椅身和办公椅是两大业务



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

### 2.2. 股权结构

永艺家具实际控制人为张加勇、尚巍巍夫妇。其中，张加勇直接持有本公司 9.75% 的股权，并持有本公司控股股东永艺投资 60% 股权；尚巍巍持有控股股东永艺投资 40% 的股权；两人合计控制本公司 77.50% 的表决权。

其他重要股东包括阮正富、张加勇、何烽、黄卫书、蓝山投资和张茂；其中，阮正富、张加勇、何烽为发行人高管。

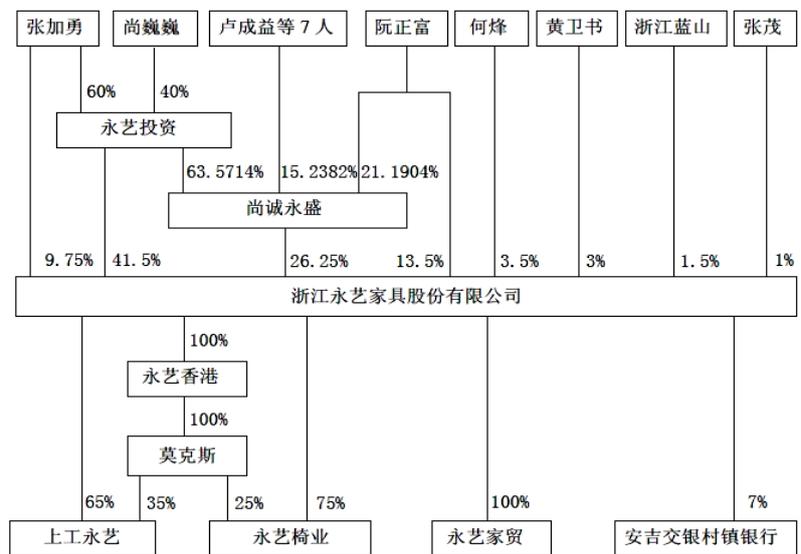
**表 4: 发行前公司股权结构: 张加勇夫妇是公司实际控制人**

| 排名 | 股东名称             | 持股数量(股)    | 总股本占比   | 股本性质  |
|----|------------------|------------|---------|-------|
| 1  | 安吉永艺投资有限公司       | 31,125,000 | 41.50 % | 境内法人股 |
| 2  | 安吉尚诚永盛股权投资管理有限公司 | 19,687,500 | 26.25 % | 境内法人股 |
| 3  | 阮正富              | 10,125,000 | 13.50 % | 个人股   |
| 4  | 张加勇              | 7,312,500  | 9.75 %  | 个人股   |
| 5  | 何烽               | 2,625,000  | 3.50 %  | 个人股   |
| 6  | 黄卫书              | 2,250,000  | 3.00 %  | 个人股   |
| 7  | 浙江蓝山投资管理有限公司     | 1,125,000  | 1.50 %  | 境内法人股 |
| 8  | 张茂               | 750,000    | 1.00 %  | 个人股   |
|    | 合计               | 75,000,000 | 100.00% |       |

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

出于对股权架构延续性和经营管理便利性等方面的考虑, 实际控制人选择了最早开展座椅相关业务平台的永艺家具作为座椅业务整合平台, 对下属企业经营进行整合管理。以下是本次发行前股权结构图。

**图 5: 发行前股权结构图**



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

截止 2013 年末, 公司总股本为 7500 万元, 净资产为 2.33 亿元; 2013 年归属母公司股东净利润为 5919.64 万元。本次发行拟募集 19392 万元, 其中发行股份不超过 2500 万股, 全部为新股发行。

### 3. 按摩椅椅身发展稳健，办公家具业务值得期待

#### 3.1. 携手海外按摩椅龙头，奠定座椅 OEM 领跑地位

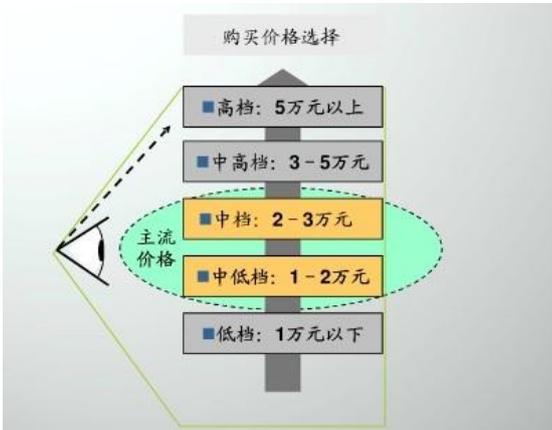
##### 3.1.1. 保健升级背景下，亚太按摩椅市场发展空间良好

按摩保健在亚洲有着悠久历史。按照按摩功能和范围的不同，按摩器具分为大型器具和小型按摩器材两大类。其中，小型按摩器材主要是对人体不同部位进行局部按摩，如手持式按摩棒、按摩垫、美腿机、足浴盆等。按摩椅则主要是通过数码控制技术，模仿专业按摩师的推、敲、揉、扣、捏等各种按摩手法，用户只要平坐于按摩椅内，格局个人需要制定按摩方式，就能对肌肉酸痛等进行专业按摩。**按摩椅作为行业内最高端、最具发展潜力的核心产品，是按摩保健器械行业竞争的焦点。**

受中医保健医疗的影响，东亚是保健按摩器械最为普及的区域。其中，日本由于用户认可度高、经济发展程度高，是按摩座椅最成熟的市场。2012 年，日本 65 岁以上老人的高龄家庭已达到了 1024.1 万户，高龄者家庭达 21.3%。日本家庭按摩椅保有量超过 500W，家庭保有率超过 20%。未来几年，我们预计日本按摩椅市场仍会维持在每年 600 亿日元左右的增速。

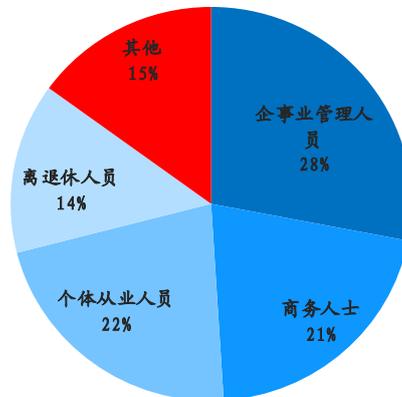
对比亚洲，欧美群体更习惯通过户外运动来保健养生、按摩椅普及率不及亚洲；随着中医和按摩养生理念的风行，欧美市场渗透率有待提升。

图 6: 按摩椅定价较高，品牌龙头机会更大



数据来源：和君咨询

图 7: 按摩椅购买群体注重产品品质



数据来源：和君咨询，国泰君安证券研究

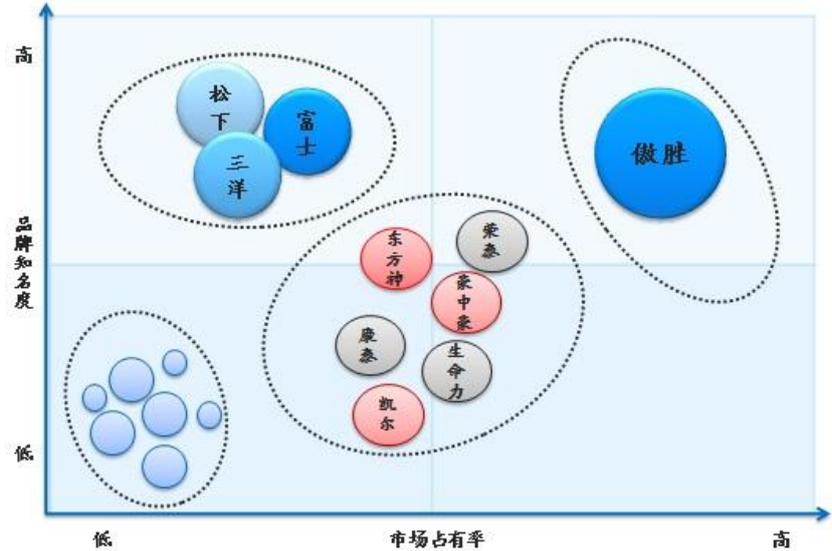
我们认为，随着保健休闲理念的普及，亚太保健按摩品牌龙头有望进一步巩固行业领先地位。根据和君咨询数据，按摩椅主要是企事业管理人员、商务人士、家庭自用，以及馈赠亲友等。由于按摩椅平均定价在 2-3 万左右，属于中高端消费品，故品牌产品更易获得青睐。

目前，按摩椅消费需求呈现出以下发展趋势：1.按摩技术人性化、专业化，2.产品外观市场化、个性化需求增多，3.产品应用多元化、4.产品价格大众化、5.需求规模扩大化。以上需求背景下，具有品牌、品质优势的

3.1.2. 牵手傲胜，奠定按摩座椅 OEM 龙头地位

目前，市场上主流的按摩椅品牌主要有傲胜、松下、富士、三洋、荣泰、康泰等。其中傲胜 (OSIM) 是日本专业按摩保健器具品牌，在按摩椅这一细分市场，其市场占有率、品牌知名度方面均处领先地位。

图 8: 国内按摩椅行业分析



数据来源：和君咨询，国泰君安证券研究

傲胜的高端品牌策略将保证其良好的盈利稳定和成长性。在市场定位方面，傲胜采取直营终端模式，是精准营销的行业典范。其主推在 3-3.5 万元左右的产品。在品类策略上，傲胜以按摩椅作为利润产品，小型器材则作为走量产品、支持日常销售。在产品线方面，傲胜一般的主推产品不超过 5 款，每年仅推出 1-2 款新产品。在推广上，傲胜坚持高投入，通过电视广告、高端杂志、终端豪华装修、网络宣传等形式多管齐下。

通过中高端渠道以高价销售高端产品，同时对终端进行豪华包装和更好的宣传投入，以获得更好的销售和利润回报，从而进一步奠定了自己的高端品牌地位，进而获得更高的品牌溢价，从而使企业能够对市场进行更高的投入，形成良性循环。

图 9: 傲胜邀请刘德华为其代言主打产品



数据来源：OSIM 敖胜

图 10: 傲胜代言人通常为市场、优雅的流行明星

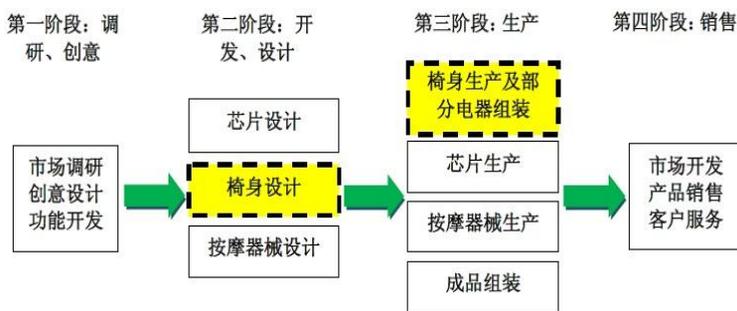


数据来源：OSIM 敖胜

公司和按摩椅品牌龙头傲胜 (OSIM) 数十年的椅身供应合作, 将助力永艺家具分享下游龙头客户成长。目前, 行业内专业从事按摩椅椅身制造的企业很少, 国内除大东傲胜外普遍采用自制按摩椅椅身的生产模式。公司和大东傲胜合作多年, 双方在合作模式、战略发展等因素上具有协同互补效应: 大东傲胜有着良好的终端客户资源优势、市场开发和客户服务能力; 而永艺家具经过多年积累, 在座椅研发、生产和品质等方面有较高水平。

公司优异的品质生产优势为公司后期开拓销售奠定了坚实基础。上市后, 公司有望进一步积累订单响应能力、完善产品拓展实力。

图 11: 永艺家具主要在椅身开发和生产环节



注: 上图中黄色底纹、虚线框的部分为发行人主要参与的业务内容。

数据来源: 招股说明书

图 12: 傲胜和永艺家具可形成有效协同



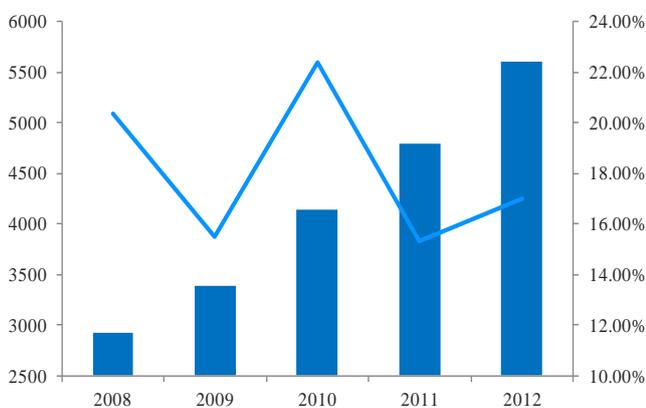
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

### 3.2. 办公家具业务前景广阔, 值得期待

#### 3.2.1. 中高端办公椅市场方兴未艾, 前景广阔

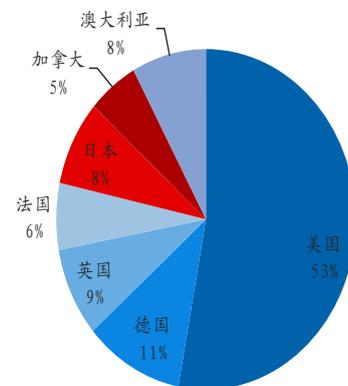
目前, 北美是办公家具最大的消费市场, 其办公坐具占比超过 53%, 其次是欧洲市场, 德国、英国、法国、意大利、荷兰和俄罗斯等地需求较大。办公椅行业在国内处于初期发展阶段, 其市场容量和生产能力都在快速增长。

图 13: 国内家具行业保持稳健增长



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 14: 美国为办公家具出口最大需求地



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

2011 年, 国内办公家具市场约有 1600 亿元, 办公椅的占比约为 10% 左

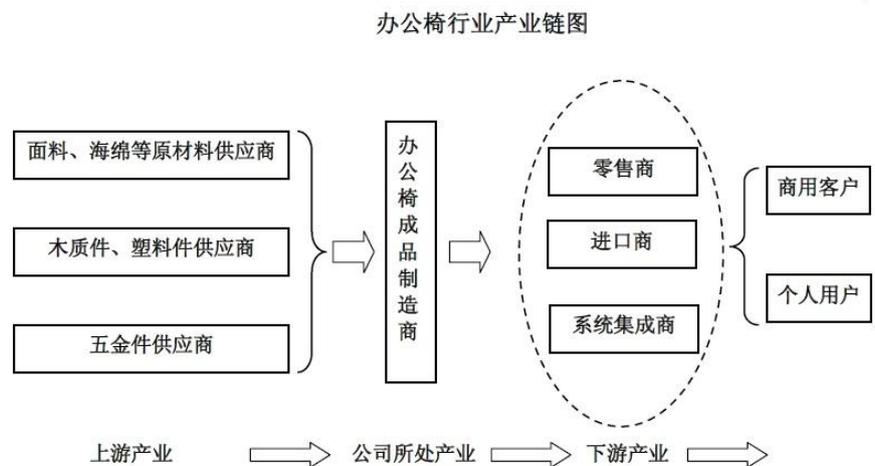
右；2015 年，国内办公椅市场预计将达到 332 亿元。

### 3.2.2. 培育中高端办公家居市场，值得期待

目前，公司办公椅主要采取 ODM 模式，通过展会营销进行新产品推广宣传和新客户开发。上市后，公司将对欧美日等成熟市场进行深度挖掘，在拓展海外市场覆盖面的同时；逐步开拓国内市场，扩大公司业务销售规模。

办公椅方面，公司继续走差异化竞争策略，坚持中高端产品为重点，致力于服务国内外知名办公椅零售商、进口商以及系统集成商，扩大经营规模、提高市场占有率，增强综合实力。

**图 15: 公司凭借良好品质获得办公椅制造优势**



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

在具体客户定位方面，公司将加强中高端客户的合作力度，巩固与宜家家居 (IKEA)、Staples、OD、BURO、OSP 和 NITORI 等世界知名办公用品零售商、进口商的长期合作关系，并针对性进行产品开发，逐步扩大销售占比。

未来，在国内市场，公司主要拟通过选择 4-5 家高端系统集成商作为合作伙伴，全面研究客户需求，定向推出独家配套的特色产品，并逐步建立起品牌，从而开拓国内市场。

### 3.3. 财务分析

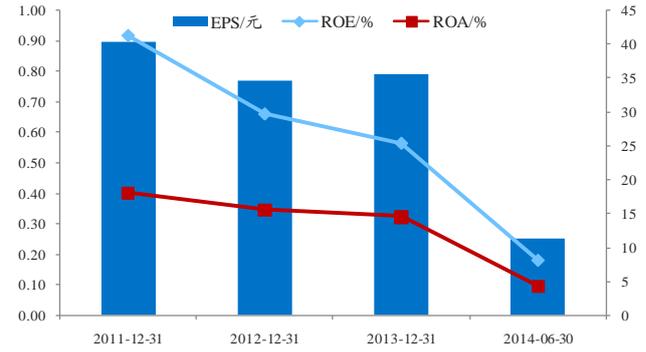
我们对于永艺家具进行简要财务分析，以对公司经营情况及未来发展有大致的把握。报告期内，公司净利润分为 6356 万、5766 万和 5920 万。

图 16: 受海外汇率波动等影响, 公司净利率下降



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

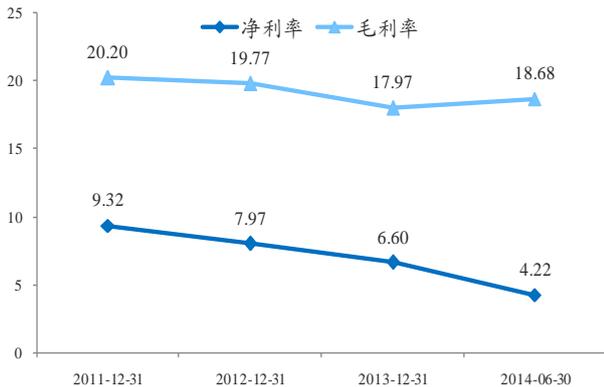
图 17: 受客户特点影响, 公司相关费用也呈下降趋势



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

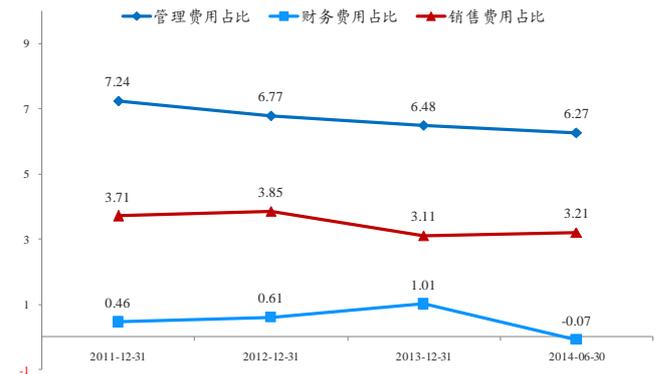
2012 年以来, 受 IKEA 等大客户合作模式影响, 公司毛利率呈现下降趋势。这主要是由于公司办公家具销售占比提升, 同时毛利率下降所示。由于公司和 IKEA 等企业合作的 ODM 类订单量提升, 销售费用等也呈逐步下降趋势。

图 18: 受海外汇率波动等影响, 公司净利率下降



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 19: 受客户特点影响, 公司相关费用也呈下降趋势



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

报告期内, 公司办公椅产品销售占比由 2012 年的 39.72% 提高到 2013 年的 43.35%, 上升了 3.63 个百分点; 同时, 办公椅产品毛利率由 2012 年的 21.04% 下降到 2013 年度的 16.73%, 下降了 4.31%。这是公司整体毛利率下降最主要原因。

而功能座椅配件毛利率下降主要是由于海外汇率波动和产能利用率下降所致。2013 年, 人民币升值幅度较大, 导致以美元计价的外销类产品折算后价值下降。同时, 由于功能座椅配件销售收入同比下降 15.28%, 产能下降导致规模效应下降。

沙发毛利率下降除了外销产品受汇率波动外, 还有向日本宜得利销售沙发时, 产品结构变化所致。2013 年, 公司向日本宜得利销售办公椅、沙发中, 真皮沙发占比提升, 而该品类毛利率仅为 14.58%, 低于整体毛利率, 故引起整体毛利率下滑。

**表 5: 分部毛利率分析**

| 毛利率    | 2014 中报 | 2013 年报 | 2012 年报 | 2011 年报 |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 办公椅    | 19.33   | 16.73   | 21.04   | 23.38   |
| 按摩椅椅身  | 18.28   | 19.90   | 18.32   | 18.23   |
| 沙发     | 18.40   | 18.18   | 23.08   | 20.02   |
| 功能座椅配件 | 13.62   | 14.83   | 16.89   | 16.18   |
| 其他     | 23.98   | 23.02   | 23.43   |         |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

#### 4. 募投分析

永艺股份新股募集资金投资项目为新增年产 110 万套办公椅技术改造项目、研发中心检测建设以及补充流动性资金等项目。

**表 6: 募集资金运用 (万元)**

| 项目                   | 项目总投资 |
|----------------------|-------|
| 新增年产 110 万套办公椅技术改造项目 | 16592 |
| 研发检测中心建设项目           | 2800  |
| 偿还银行贷款项目             | 3000  |
| 补充流动资金项目             | 5000  |
| 合计金额                 | 27930 |

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

其中, 110 万套办公椅项目建成后, 预计将提升整体办公椅产能 70% 以上。为保证募投项目落实顺利, 公司将加大市场开发力度。除了加强与现有客户的合作外, 通过增加营销力度以开拓新客户、推介新产品也十分必要。

**表 7: 产能利用率**

| 年度     | 产品     | 产能  | 产量     | 销量     | 产能利用率   | 产销率     |
|--------|--------|-----|--------|--------|---------|---------|
| 2013 年 | 办公椅    | 140 | 137.33 | 133.21 | 98.09%  | 97.00%  |
|        | 按摩椅椅身  | 20  | 20.03  | 19.86  | 100.15% | 99.15%  |
|        | 功能座椅配件 | 35  | 28     | 28.25  | 80.00%  | 100.89% |
|        | 沙发     | 8   | 8.05   | 7.84   | 100.63% | 97.39%  |
| 2012 年 | 办公椅    | 90  | 82.14  | 82.26  | 91.27%  | 100.15% |
|        | 按摩椅椅身  | 18  | 14.96  | 15.04  | 83.11%  | 100.53% |
|        | 功能座椅配件 | 35  | 27.24  | 26.82  | 77.83%  | 98.46%  |
|        | 沙发     | 6   | 6.5    | 6.7    | 108.33% | 103.08% |
| 2011 年 | 办公椅    | 65  | 67.61  | 67.59  | 104.02% | 99.97%  |
|        | 按摩椅椅身  | 18  | 15.95  | 16.71  | 88.61%  | 104.76% |
|        | 功能座椅配件 | 35  | 25.05  | 24.98  | 71.57%  | 99.72%  |
|        | 沙发     | 6   | 5.4    | 5.4    | 90.00%  | 100.00% |

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

## 5. 盈利预测

### 5.1. 核心假设

根据座椅行业走势和公司经营情况、发展目标，我们对公司进行一下核心假设，以对公司进行盈利预测和定价分析：

**1. 募投项目进展顺利，办公椅业务2015-16年将呈现量价齐升的趋势：**公司海外新客户拓展顺利，随着募投项目的推动，订单量有望大幅提升。2011-2013年，办公椅平均售价分别为378.45元、347.17元、290.08元，平均售价出现下降主要是由于对IKEA销售单价下降、毛利率和费用率同时下降。我们判断，随着其他高端客户订单的推动，办公椅平均单价有望得到回升。

**2. 按摩椅业务将保持稳定增速，毛利率小幅回升：**2014年末，公司和大东傲胜续签了三年期合同，我们判断公司按摩椅椅身业务将得到稳健保障。毛利率方面，受益于钢铁、塑料、海绵等上游原材料下跌，我们判断毛利率有望得到小幅回升。未来，其他客户和业绩方向的开拓将为业绩提供弹性，此处暂不计入盈利预测中。

**3. 沙发和座椅配件业务将稳健发展：**沙发和座椅配件等业务是公司整体收入的有机构成，我们暂对这两部分业务保持谨慎稳健预期，维持公司现有业务发展判断不变。

**4. 资本结构方面，我们假设本次募集成功后，总股本为10000万股。公司资本结构保持稳定。**

### 5.2. 盈利预测

基于以上核心假设，我们给予主营业务分部收入、毛利率预测情况如下。其中，2014-2016年业绩预测将考虑业务发展现状和未来发展情况；2014年全年预测则参考了招股说明书中2014年中期业绩披露情况。

表 8: 分部销售收入预测

| 业务     | 项目   | 2011A  | 2012A  | 2013A  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 办公椅    | 销售收入 | 255.80 | 285.58 | 386.42 | 474.20 | 559.55 | 678.10 |
|        | 毛利率  | 23.38% | 21.04% | 16.73% | 18.68% | 19.01% | 18.84% |
| 按摩椅椅身  | 销售收入 | 314.56 | 296.04 | 364.41 | 319.99 | 371.19 | 430.58 |
|        | 毛利率  | 18.23% | 18.32% | 19.90% | 18.28% | 19.11% | 19.11% |
| 沙发     | 销售收入 | 45.88  | 57.51  | 73.35  | 88.22  | 104.10 | 121.80 |
|        | 毛利率  | 18.23% | 18.32% | 19.90% | 18.28% | 18.28% | 18.28% |
| 功能座椅配件 | 销售收入 | 63.15  | 79.80  | 67.26  | 61.42  | 64.49  | 70.29  |
| 和其他    | 毛利率  | 16.18% | 17.12% | 15.07% | 13.86% | 14.47% | 14.47% |

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

给予销售收入预测，利润表核心指标如下。公司销售收入将呈现较好的成长性。随着公司中高端座椅品类创新和海内外优质客户的不断开拓，公司净利润等盈利水平将在拐点后将呈现改善趋势。

**表 9: 利润表相关摘要**

| 项目    | 2011A  | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销货净收入 | 682    | 723   | 897   | 944   | 1,099 | 1,301 |
| 增长率   | -      | 6.1%  | 24.1% | 5.2%  | 16.5% | 18.3% |
| 毛利    | 146    | 154   | 175   | 179   | 217   | 257   |
| %收入   | 21.42% | 21.2% | 19.5% | 19.0% | 19.7% | 19.7% |
| EBIT  | 60     | 62    | 70    | 68    | 86    | 102   |
| %收入   | 8.76%  | 8.6%  | 7.8%  | 7.3%  | 7.8%  | 7.8%  |
| 税前利润  | 73     | 66    | 75    | 71    | 77    | 87    |
| %收入   | 10.75% | 9.1%  | 8.3%  | 7.5%  | 7.0%  | 6.7%  |
| 归母净利润 | 56     | 58    | 59    | 56    | 61    | 69    |
| 净利率   | 8.27%  | 8.0%  | 6.6%  | 5.9%  | 5.5%  | 5.3%  |

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

**表 10: 财务表现预测**

| 项目            | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>回报率</b>    |       |       |       |       |       |       |
| 净资产收益率        | 41.3% | 29.7% | 25.4% | 20.4% | 19.0% | 18.5% |
| 总资产收益率        | 16.0% | 14.8% | 13.9% | 4.2%  | 4.4%  | 5.1%  |
| <b>增长率</b>    |       |       |       |       |       |       |
| 主营业务收入增长率     | -     | 6.1%  | 24.1% | 5.2%  | 16.5% | 18.3% |
| 净利润增长率        | -     | 2.3%  | 2.7%  | -5.2% | 8.2%  | 14.1% |
| <b>资产管理能力</b> |       |       |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数      | 14.2  | 26.2  | 24.5  | 23.4  | 24.2  | 24.0  |
| 存货周转天数        | 26.3  | 51.9  | 43.3  | 43.3  | 43.3  | 43.3  |

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

### 5.3. 定价分析

公司属于家具制造板块, 我们提取了 A 股相关家具制造公司市场表现作为参考, 包括以 OEM 床垫起家转型自有品牌的喜临门、整体家具商索菲亚、实木家具宜华木业以及户外家具浙江永强等。

同时, 考虑到公司保健按摩椅的主业特质, 我们选取了按摩椅上市公司蒙发利估值作为参考。如下所示, 家居类上市公司 2014 年 PE 估值在 17 倍-32 倍之间; 而蒙发利公司 2014 年 PE 估值为 30 倍左右。

**表 11: 可比公司估值对比**

| 市场情况      |      |       | EPS   |       |       | PE    |       |       | PB    |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 证券代码      | 公司   | 股价    | 2014E | 2015E | 2016E | 2014E | 2015E | 2016E | 最新    |
| 603008.SH | 喜临门  | 14.58 | 0.451 | 0.605 | 0.793 | 32.31 | 24.12 | 18.39 | 32.31 |
| 600978.SH | 宜华木业 | 6.34  | 0.363 | 0.465 | 0.581 | 17.48 | 13.65 | 10.91 | 17.48 |
| 600337.SH | 美克家居 | 10.32 | 0.357 | 0.473 | 0.581 | 28.92 | 21.82 | 17.75 | 28.92 |
| 002572.SZ | 索菲亚  | 24.1  | 0.742 | 0.989 | 1.294 | 32.50 | 24.38 | 18.62 | 32.50 |
| 002489.SZ | 浙江永强 | 13.8  | 0.524 | 0.670 | 0.776 | 26.33 | 20.60 | 17.78 | 26.33 |
| 002614.SZ | 蒙发利  | 14.02 | 0.462 | 0.643 | 0.812 | 30.32 | 21.81 | 17.26 | 30.32 |

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究; 股价为 2014 年 1 月 7 日, EPS 为 Wind 一致预期

对比同行业上市公司，我们谨慎给予公司合理定价市盈率为 21-25 倍，主要有以下原因：1.喜临门、索菲亚等家具企业享有品牌和多品类溢价，而公司目前主业集中在座椅单品的 OEM 制造环节，与现有品牌家居上市公司有所区别。2. 按摩椅产业链的核心要素在为按摩椅电动控制系统，蒙发利目前已实现按摩椅电动系统、椅身等全面制造，且拥有自主品牌，故享有 30 倍较高的 PE 定价。相比之下，永艺股份主业是椅身制造，而非按摩椅整体制造。3. 受大客户订单结构变化影响，2014 年公司毛利率或仍处于拐点期间，未来盈利能力有较大提升空间。

因此，在当前新股发行市盈率在 20-23 倍左右的情况下，结合公司业绩情况和相关预期，我们谨慎给予公司合理定价市盈率为 21 倍到 25 倍，故公司合理价格区间为 15.75 元-18.75 元。

## 6. 风险分析

### 6.1. 大客户订单集中

2011-2014 年，公司前十大客户销售总额分别为 5.83 亿、5.92 亿、7.79 亿，占当期营业收入比例分别为 85.52%、81.92%和 86.71%。其中，按摩椅椅身产品全部销售给公司第一大客户大东傲胜。2011-2013 年，公司向大东傲胜销售金额分别占到营业收入的 45.94%、40.90%和 40.56%等。如果大东傲胜市场开拓不利，将对公司按摩椅椅身业务发展带来不利影响。

2013 年，宜家家居 IKEA 成为公司的第二大客户。由于宜家家居对供应商管理十分严格，如果公司无法持续满足其要求，则经营业绩将受到不利影响。

其他重要客户包括俄罗斯 BURO、美国 Staples、日本宜得利等海外客户，如果宏观环境和大客户经营情况发生波动，或将对公司经营产生不利影响。

### 6.2. 募投项目不达预期

公司募投 110 万套办公椅项目将提升 70%产能，这对公司的客户积累和订单开发能力提出了更高的要求。如果公司不能保证募投项目进展顺利、订单开发匹配等，则公司经营业绩将会受到较大影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%   |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |