

永艺股份(603600)

点评报告

行业公司研究—其他轻工制造—行业一

证券研究报告

出口高增趋势延续，全球布局&产能扩建促集中度提升

——永艺股份点评报告

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎ 联系人：傅嘉成、姜文镗
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布2020年三季报：20Q1-Q3实现营收23.23亿(+31.10%)，归母净利润2.07亿(+44.61%)，扣非归母净利1.84亿(+48.78%)；其中20Q3实现营收11.10亿(+74.70%)，归母净利润1.02亿(+95.67%)，扣非归母净利0.89亿(+69.56%)，业绩表现略超预期。

投资要点

□ 海外出口景气延续，办公椅销售表现靓丽

宏观数据来看，9月制造业新出口订单PMI为48.2%，环比+1.0pct；海关数据来看，5/6/7/8/9月海外出口增速分别为-3.2%/+0.5%/+7.2%/+9.5%/+9.9%，逐月递增；出口数据持续超预期主要系防疫物资出口、中国供给填补海外缺口（海外工厂停工）及海外需求逐步恢复。细分来看，9月单月家具及零件出口额368.8亿元，同比+29%，较6/7/8月的+12%/+27%/+26%持续改善；疫情背景下海外居家办公成为热潮，办公椅出口持续攀升，2020年4/5/6/7/8月办公椅（海关编码940130）出口额18.18/21.13/24.72/26.84/27.70/27.30亿元，同比增长30%/23%/61%/67%/74%/70%。对应公司Q2/Q3收入分别实现7.92/11.01亿元，同比+29.68%/+74.70%，Q2/Q3净利润分别实现0.76/1.02亿元，同比+45.30%/+95.67%。此外，随着境外市场线上消费占比快速提升，公司跨境电商业务高增。

□ 全球布局&扩建产能，利好公司市占率提升

公司前瞻性布局海外产能持续落地，预期单月越南生产基地销售收入超6000万元，在中美贸易战背景下助力公司有效提升美国市场份额和大客户渗透率（越南出货可规避25%关税）。伴随越南工厂供应链能力提升，原材料本地化采购比例提高，且基层管理人员本地化，越南基地盈利能力有望提高。公司10月30日发布可转债发行预案，拟募资不超过5.5亿元，用于建设年产250万套人机工程健康坐具项目，项目有助于公司扩大规模优势降低生产成本，同时引进先进设备提升自动化水平提高产品质量；此外，二期越南生产基地预计今年四季度交付第一批新厂房；产能快速提升彰显公司信心，市占率有望提升。

□ 毛利率稳步提升，跨境电商高增带动销售费用率提升

20Q1/Q2/Q3毛利率分别为21.27%/23.97%/23.90%，同比分别提升2.52pct/4.50pct/4.03pct，稳步提升；Q1-Q3公司综合毛利率同比增加4.04pct至23.44%，主要系原材料成本下降和公司供应链管理改善所致；期间费用率同比增加2.96pct至13.22%，对应归母净利率8.92%（+0.83pct）。单Q3毛利率为23.90%（+4.03%），稳步提升，期间费用率合计13.37%（+4.69%），其中销售费用率4.94%（+1.39pct），主要系跨境电商和国内电商业务增长，管理+研发费用率4.66%（-2.15pct），财务费用率3.76%（+5.45pct），主要系汇兑损失及利息支出增加所致；综合看Q3归母净利率9.27%（+0.99pct）。

□ 营运效率小幅下滑，存货增加应对Q4旺季

从营运效率来看，20Q3应收账款6.36亿元（较20H1增加1.82亿元），周转天数较去年同期增加6.51天至59.76天；存货5.21亿元（较20H1增加1.72亿元），

评级

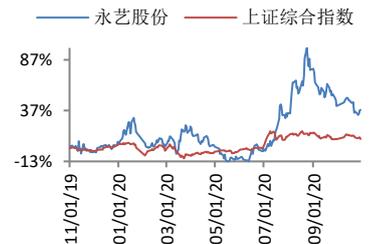
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥15.61

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.34
2Q/2020	0.26
1Q/2020	0.10
4Q/2019	0.13



公司简介

办公椅出口龙头，海外产能布局促集中度提升

相关报告

- 1 《【浙商轻工】永艺股份中报点评：中报表现靓丽，内外销思路清晰，降本增效促净利向上》2020.08.28
- 2 《【浙商轻工】永艺股份：办公椅制造龙头，内外销双轮驱动&产能释放促业绩向上》2020.08.12

报告撰写人：史凡可、马莉
 联系人：傅嘉成、姜文镗

周转天数较去年同期上升 13.25 天至 61.73 天；应付账款及票据合计 9.40 亿元（较 20H1 增加 3.02 亿元），主要系销售增长致材料采购增加，应付账款周转天数较去年同期上升 10.24 天至 89.53 天。从现金流来看，20Q1-Q3 公司经营性现金流量净额 2.18 亿元（-3.38%），单 Q3 经营性现金流净额为 0.50 亿元（-6.25%），主要系本期支付的承兑汇票保证金及销售费用增加所致。

□ 盈利预测及估值

疫情加速居家办公渗透，办公椅需求显著增加；贸易战持续衍化，海外产能稀缺性凸显，公司扩张产能布局促进市占率提升；跨境电商兑现高增。我们预计公司 2020-2022 年收入分别实现 34.04、41.70、50.07 亿元，同增 38.90%、22.50%、20.08%；归母净利润 2.69、3.59、4.53 亿元，同增 48.24%、33.37%、26.24%；当前市值对应 PE 为 17.57X/ 13.17X/ 10.44X。

□ 风险提示

疫情反复、汇率波动、原材料价格上涨

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2450.48	3403.77	4169.64	5006.74
(+/-)	1.63%	38.90%	22.50%	20.08%
净利润	181.33	268.81	358.50	452.57
(+/-)	74.50%	48.24%	33.37%	26.24%
每股收益(元)	0.60	0.89	1.18	1.50
P/E	26.04	17.57	13.17	10.44

图 1：永艺股份季度财务数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	488.60	614.53	593.01	714.95	530.65	610.45	630.44	678.94	429.58	791.61	1,101.37
YOY	37.42%	36.54%	18.98%	33.24%	8.61%	-0.66%	6.31%	-5.04%	-19.05%	29.68%	74.70%
归母净利润	26.02	21.55	26.33	30.01	38.52	52.58	52.17	38.07	28.70	76.40	102.07
YOY	5.78%	-47.40%	9.54%	183.59%	48.01%	143.95%	98.13%	26.86%	-25.48%	45.30%	95.67%
扣非归母净利润	11.97	19.22	22.50	21.54	32.22	39.05	52.23	21.27	28.29	66.90	88.57
YOY	-49.90%	-41.82%	-24.85%	865.22%	169.06%	103.15%	132.18%	-1.27%	-12.20%	71.30%	69.56%
毛利率	13.43%	15.36%	16.41%	16.75%	18.76%	19.47%	19.87%	21.51%	21.27%	23.97%	23.90%
期间费用率	10.42%	9.97%	11.98%	12.22%	11.96%	10.41%	8.68%	16.13%	15.19%	11.94%	13.37%
其中：销售费用	14.23	25.12	26.64	26.97	21.89	24.46	22.38	42.16	29.63	39.45	54.46
销售费用率	2.91%	4.09%	4.49%	3.77%	4.12%	4.01%	3.55%	6.21%	6.90%	4.98%	4.94%
其中：管理费用	30.55	46.26	26.31	17.95	18.72	24.68	24.37	22.03	22.14	34.45	27.27
研发费用	0.00	0.00	27.80	39.77	21.33	19.55	18.60	30.73	15.25	19.11	24.07
管理+研发费用率	6.25%	7.53%	9.12%	8.07%	7.55%	7.25%	6.82%	7.77%	8.70%	6.77%	4.66%
其中：财务费用	6.11	-10.10	-9.69	2.66	1.52	-5.12	-10.61	14.61	-1.77	1.50	41.46
财务费用率	1.25%	-1.64%	-1.63%	0.37%	0.29%	-0.84%	-1.68%	2.15%	-0.41%	0.19%	3.76%
归母净利率	5.33%	3.51%	4.44%	4.20%	7.26%	8.61%	8.27%	5.61%	6.68%	9.65%	9.27%
存货	244.44	286.91	295.21	256.89	213.68	215.81	255.87	292.22	309.64	348.96	520.92
较上年同期增减	104.79	105.32	89.15	21.35	-30.76	-71.11	-39.34	35.33	95.96	133.15	265.05
存货周转天数	51.06	49.86	49.80	43.58	49.12	46.11	48.48	50.41	80.08	61.39	61.73
较上年同期增减	7.62	5.49	5.68	-0.85	-1.95	-3.75	-1.32	6.83	30.96	15.28	13.25
应收账款	231.99	286.80	278.63	371.88	276.52	287.43	326.81	392.46	261.40	453.12	635.59
较上年同期增减	64.87	99.23	56.98	150.51	44.53	0.62	48.18	20.58	-15.12	165.69	308.78
应收账款周转天数	41.75	41.46	39.80	44.29	54.99	52.00	53.24	56.14	68.49	62.32	59.76
较上年同期增减	-3.21	-0.52	-2.63	4.24	13.23	10.54	13.45	11.86	13.51	10.32	6.51
应付账款及应付票据	304.32	402.59	397.62	467.79	322.38	377.92	403.62	487.75	381.62	638.31	940.44
较上年同期增减	79.14	110.72	92.66	124.50	18.06	-24.68	6.00	19.96	59.24	260.40	536.82
预收账款(合同负债)	15.09	13.81	14.15	15.01	11.71	13.83	16.94	8.81	12.25	14.45	25.83
较上年同期增减	4.35	-6.58	-4.04	3.42	-3.38	0.02	2.79	-6.20	0.54	0.62	8.89
经营性现金流净额	-49.58	50.86	15.20	45.97	52.00	120.34	53.55	-27.85	20.06	147.99	50.20
较上年同期增减	-68.53	3.95	32.42	9.37	101.58	69.48	38.35	-73.82	-31.94	27.65	-3.34
筹资性现金流净额	-0.75	472.76	-83.83	-2.81	62.72	-30.57	-102.07	-2.64	52.85	131.58	-9.91
较上年同期增减	-0.75	532.76	-112.39	-2.81	63.47	-503.33	-18.24	0.17	-9.88	162.15	92.16
资本开支	54.48	26.29	68.87	58.25	51.62	21.04	50.02	12.17	36.02	57.97	128.31
较上年同期增减	33.83	-3.70	39.63	55.57	-2.87	-5.25	-18.85	-46.09	-15.60	36.93	78.29
ROE	3.83%	2.29%	2.27%	2.60%	3.23%	4.35%	4.36%	3.14%	2.30%	6.00%	7.67%
YOY(±)	-0.05%	-4.14%	-1.40%	1.03%	-0.60%	2.06%	2.09%	0.54%	-0.93%	1.65%	3.31%
资产负债率	35.42%	29.27%	30.56%	32.64%	27.74%	32.19%	33.06%	34.51%	31.45%	45.40%	50.25%
YOY(±)	5.09%	-6.47%	-4.01%	-6.55%	-7.68%	2.92%	2.50%	1.87%	3.72%	13.21%	17.19%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：永艺股份收入结构一览(单位：百万元)

单位：百万元	2016	2017H1	2017H2	2017	2018H1	2018H2	2018	2019H1	2019H2	2019	2020H1
营业收入	1,401.92	805.63	1,035.00	1,840.63	1,103.12	1,307.96	2,411.08	1,141.10	1,309.38	2,450.48	1,221.19
YOY	23.44%	32.06%	30.70%	31.29%	36.93%	26.37%	30.99%	3.44%	0.11%	1.63%	7.02%
分产品											
按摩椅椅身+	241.26	242.05	372.04	240.61	339.97	461.22	293.24	105.31	143.98	249.29	120.32
占比	17.21%	30.04%	35.95%	13.07%	30.82%	35.26%	12.16%	9.23%	11.00%	10.17%	9.85%
YOY	-15.65%	-42.80%	64.64%	-0.27%	21.87%	-69.02%	-408.11%	-14.99%	14.25%	14.25%	14.25%
毛利率	19.49%	17.42%	16.36%	17.81%	17.81%	17.81%	16.42%	11.60%	17.81%	15.19%	15.20%
销量(万件)	12.74			13.76			15.00			13.11	
单价(元/件)	1893.72			1748.62			1954.93			1901.53	
办公椅	916.71	536.17	620.62	1156.79	730.44	771.78	1502.22	736.92	836.25	1573.17	924.32
占比	65.39%	66.55%	59.96%	62.85%	66.22%	59.01%	62.30%	64.58%	63.87%	64.20%	75.69%
YOY	27.89%	39.66%	16.48%	26.19%	36.23%	24.36%	29.86%	0.89%	8.35%	4.72%	25.43%
毛利率	21.71%	19.17%	20.40%	19.83%	15.54%	17.50%	16.55%	19.34%	22.88%	21.22%	22.79%
销量(百万件)	336.03			415.34			511.72			570.87	
单价(元/件)	272.81			278.52			293.56			275.57	
功能座椅配件	56.49	39.76	20.25	60.01	27.14	25.05	52.19	27.55	16.48	44.03	21.76
占比	4.03%	4.94%	1.96%	3.26%	2.46%	1.92%	2.16%	2.41%	1.26%	1.80%	1.78%
YOY	0.16%	39.61%	-27.70%	6.23%	-31.74%	23.70%	-13.03%	1.51%	-34.21%	-15.64%	-21.01%
毛利率	19.07%	18.21%	18.81%	18.41%	12.44%	15.17%	13.76%	13.91%	25.73%	18.34%	20.28%
销量(百万件)	30.22			24.67			28.03			27.72	
单价(元/件)	186.93			243.25			186.19			158.84	
沙发	179.53			349.06			507.95		270.26	526.77	212.44
占比	12.81%			18.96%			21.07%		23.68%	21.50%	17.40%
YOY	149.00%			94.43%			45.52%			3.71%	-21.40%
毛利率	20.75%			14.76%			11.02%		18.16%	16.56%	17.38%
销量(百万件)	15.57			31.86			47.81			46.60	
单价(元/件)	1153.05			1095.61			1062.43			1130.41	
休闲椅	2.38			24.42			40.98		19.83	16.80	36.63
占比	0.17%			1.33%			1.70%		1.74%	1.49%	1.41%
YOY				926.05%			67.81%		-3.41%	-17.85%	-10.61%
毛利率	31.41%			35.57%			29.97%		23.33%	42.98%	32.34%
销量(百万件)	0.13			1.30			1.94			1.64	
单价(元/件)	1830.77			1878.46			2112.37			2233.54	
其他	0.64	35.40		1.60	1.65	3.57	5.22	16.61		6.73	149.29
占比	0.05%	4.39%		0.09%	0.15%	0.27%	0.22%	1.46%		0.27%	12.22%
毛利率	29.58%	27.01%		21.04%	34.04%	23.53%	26.81%	3.32%		43.36%	6.37%

 注：1. 2017H1和H2按摩椅椅身收入包括按摩椅椅身、沙发和休闲椅，2017H1和H2的YOY是相比2016H1和H2按摩椅椅身+沙发+休闲椅之和的增速
 2. 2018H1和H2按摩椅椅身收入包括按摩椅椅身、沙发，2018H1和H2的YOY是相比2017H1和H2按摩椅椅身+沙发之和的增速

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>