

永艺股份（603600）

证券研究报告

2023年05月04日

海外份额逆势提升，国内市场加大开拓

公司发布 22 年报及 23 年一季报，22 年实现营收 40.6 亿，同比-13%，实现归母净利润 3.4 亿，同比+84.9%，归母净利率 8.3%，同比+4.4pct，其中 22Q4 实现营收 8.7 亿，同比-27.9%，实现归母净利润 5028.9 万，同比+143%，归母净利率 5.8%，同比+4.1pct。23Q1 实现营收 7.0 亿，同比-30.9%，实现归母净利润 5172.7 万，同比+9.5%，归母净利率 7.4%，同比+2.7pct。

海外需求回落，公司收入端短期承压、份额逆势提升。

分产品，22 年办公椅实现收入 27.8 亿，同比-11.5%；沙发收入 8.2 亿，同比-15.4%；按摩椅椅身收入 3.50 亿，同比-13.0%；休闲椅收入 0.4 亿，同比-26.2%。22 年受主要国家通胀高企、前期刺激政策加快退出等因素影响，短期需求有所收缩，叠加二季度海运拥堵缓解后货物集中到港导致欧美进口商库存高企，我国办公椅出口额同比下滑 30.2%，公司收入降幅窄于行业平均水平，市场份额逆势提升。

细分市场拓展渠道，新厂投产助力海外市场。

分地区，22 年公司境内收入 8.3 亿，同比-9.9%；境外收入 32.1 亿，同比-13.5%。公司始终坚持“数一数二”市场战略，努力提升对主流市场的占有率和主流客户的渗透率，凭借产品开发、报价、制造、交付、售后等全流程中的竞争力，深度挖掘核心客户需求；利用越南基地、新产品等差异化优势继续扩大美国市场份额，同时加快拓展欧洲、亚洲、澳洲、南美洲等市场，罗马尼亚基地于 23H1 投产出货，为公司继续开拓海外市场提供支撑。

产品领先战略有力推进，自主品牌战略加快实施。

22 年公司投入研发费用 1.6 亿，申请专利 290 项，获得发明专利 6 项。公司聚焦“坐健康”领域，把握智能家具发展趋势，完成多款智能办公椅、智能升降桌、智能学习桌椅、智能沙发等新产品开发，抓住专业级电竞市场快速发展的机遇，创立电竞网椅自有品牌，创新推出多款人体工学高端电竞椅。公司进一步加大国内市场开拓力度，成立市场品牌中心，统筹自主品牌发展，22 年公司自有品牌营收 4.3 亿，同比+18.11%，毛利率 30.4%，同比+9.7pct，实现营收、毛利率双增长。

持续推进降本增效，盈利能力稳步提升。

22 年公司毛利率 19.3%，同比+4.7pct，其中 Q4 毛利率 21.3%，同比+6.9pct，分品类，22 年办公椅毛利率 21.2%，同比+5.7pct；沙发毛利率 14.1%，同比+2.4pct；按摩椅椅身毛利率 15.7%，同比+2.3pct；休闲椅毛利率 26.2%，同比+1.7pct。公司在采购、运营环节采取多项降本措施，22 全年改善项目达 2700 余件，同时越南基地重要零部件自制比例不断提升，助力成本优化。叠加 22 年人民币贬值、原材料价格有所回落等因素，公司盈利能力稳步提升。23Q1 毛利率 22.4%，同比+5.8pct，保持上升趋势。

费用端，22 年公司期间费用率 11.6%，同比+0.7pct，其中财务费用率-0.4%，同比-1.3pct，主要系 22 年人民币贬值，汇率变动产生汇兑收益 2935 万元，同时公司利息净支出减少。23Q1 期间费用率 16.8%，同比+4.9pct，其中销售/管理费用率分别+3.2/+1.9pct，我们预计主要系公司着力打造自主品牌，加大品牌宣传投入，后续伴随收入规模提升，费用投放效果有望持续显现、费用率或将优化。

盈利预测与估值：公司外销核心客户稳定，持续开拓内销市场，线上线下推动渠道建设，我们看好公司长远发展，考虑到海外需求修复传导至报表端仍需一定周期，我们调整盈利预测，预计 23-25 年归母净利 3.1/3.5/4.0 亿（23/24 年前值为 3.4/3.8 亿），对应 PE 9x/8x/7x，维持“增持”评级。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	9.12 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	302.51
流通 A 股股本(百万股)	302.51
A 股总市值(百万元)	2,758.92
流通 A 股市值(百万元)	2,758.92
每股净资产(元)	5.98
资产负债率(%)	36.96
一年内最高/最低(元)	11.56/7.75

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《永艺股份-公司点评:业绩符合预期，市场份额有望持续提升》2023-01-20
- 《永艺股份-季报点评:净利润表现亮眼，营收短期承压》2022-11-03
- 《永艺股份-半年报点评:盈利水平逐步改善，以份额提升对冲需求下滑的影响》2022-08-31

风险提示：新客户拓展不及预期；自主品牌建设进展不及预期；原材料价格波动；宏观经济下行；国际贸易摩擦；汇率变动等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,658.62	4,055.28	4,284.35	4,690.41	5,135.96
增长率(%)	35.67	(12.95)	5.65	9.48	9.50
EBITDA(百万元)	453.61	542.71	465.62	505.91	583.49
归属母公司净利润(百万元)	181.33	335.21	308.36	348.09	402.54
增长率(%)	(22.01)	84.86	(8.01)	12.88	15.64
EPS(元/股)	0.60	1.11	1.02	1.15	1.33
市盈率(P/E)	15.21	8.23	8.95	7.93	6.85
市净率(P/B)	1.91	1.57	1.33	1.15	0.98
市销率(P/S)	0.59	0.68	0.64	0.59	0.54
EV/EBITDA	8.87	4.81	5.15	3.56	2.58

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	404.46	688.49	887.01	1,647.79	2,559.20
应收票据及应收账款	593.41	408.59	781.51	521.38	905.27
预付账款	28.58	20.36	31.37	25.00	36.39
存货	714.36	406.65	856.54	499.42	960.06
其他	218.94	123.72	193.24	178.00	176.21
流动资产合计	1,959.75	1,647.81	2,749.66	2,871.60	4,637.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	825.08	1,050.86	962.53	874.20	785.87
在建工程	166.73	28.70	28.70	28.70	28.70
无形资产	199.93	209.12	199.21	189.30	179.39
其他	69.06	50.65	45.82	43.46	37.13
非流动资产合计	1,260.79	1,339.33	1,236.26	1,135.67	1,031.09
资产总计	3,220.54	2,987.14	3,985.92	4,007.26	5,668.21
短期借款	723.44	327.78	550.79	709.60	1,318.23
应付票据及应付账款	838.57	623.46	1,178.57	678.21	1,318.46
其他	135.52	166.21	148.28	164.86	165.98
流动负债合计	1,697.53	1,117.45	1,877.64	1,552.67	2,802.67
长期借款	20.04	50.06	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.12	32.61	24.77	29.16	28.85
非流动负债合计	50.16	82.67	24.77	29.16	28.85
负债合计	1,763.14	1,213.42	1,902.41	1,581.84	2,831.51
少数股东权益	10.88	13.80	16.25	18.48	21.27
股本	302.51	302.51	302.51	302.51	302.51
资本公积	546.43	563.53	563.53	563.53	563.53
留存收益	666.29	935.32	1,243.68	1,591.77	1,994.31
其他	(68.72)	(41.44)	(42.47)	(50.87)	(44.93)
股东权益合计	1,457.40	1,773.72	2,083.51	2,425.42	2,836.69
负债和股东权益总计	3,220.54	2,987.14	3,985.92	4,007.26	5,668.21

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	182.22	337.36	308.36	348.09	402.54
折旧摊销	82.05	95.46	98.24	98.24	98.24
财务费用	43.76	(9.28)	(2.95)	(2.84)	10.73
投资损失	(20.28)	2.65	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(147.89)	473.89	(375.72)	160.76	(206.60)
其它	10.59	(161.40)	7.45	2.23	2.79
经营活动现金流	150.46	738.68	30.38	601.48	302.70
资本支出	247.33	182.98	7.84	(4.40)	0.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(379.25)	(213.24)	(12.84)	9.40	4.68
投资活动现金流	(131.92)	(30.26)	(5.00)	5.00	5.00
债权融资	245.91	(350.90)	174.16	162.71	597.77
股权融资	(116.22)	44.38	(1.03)	(8.41)	5.95
其他	(7.28)	(149.59)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	122.41	(456.12)	173.13	154.30	603.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	140.94	252.30	198.51	760.78	911.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,658.62	4,055.28	4,284.35	4,690.41	5,135.96
营业成本	3,976.70	3,271.01	3,448.43	3,758.33	4,092.73
营业税金及附加	26.33	17.80	21.53	23.56	24.71
销售费用	161.35	147.04	188.51	211.07	231.12
管理费用	146.09	176.35	149.95	150.09	164.35
研发费用	159.53	160.74	128.53	154.78	154.08
财务费用	41.66	(14.42)	(2.95)	(2.84)	10.73
资产/信用减值损失	(6.01)	(14.43)	(14.70)	(11.71)	(13.61)
公允价值变动收益	4.36	0.00	5.00	0.00	0.00
投资净收益	20.28	(2.65)	5.00	5.00	5.00
其他	(62.34)	(73.86)	0.00	0.00	0.00
营业利润	190.65	387.71	345.66	388.71	449.63
营业外收入	1.31	5.92	2.81	3.35	4.03
营业外支出	1.38	3.95	3.12	2.81	3.29
利润总额	190.59	389.68	345.35	389.25	450.36
所得税	8.37	52.32	34.53	38.92	45.04
净利润	182.22	337.36	310.81	350.32	405.32
少数股东损益	0.89	2.14	2.45	2.23	2.79
归属于母公司净利润	181.33	335.21	308.36	348.09	402.54
每股收益(元)	0.60	1.11	1.02	1.15	1.33

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	35.67%	-12.95%	5.65%	9.48%	9.50%
营业利润	-26.19%	103.36%	-10.85%	12.46%	15.67%
归属于母公司净利润	-22.01%	84.86%	-8.01%	12.88%	15.64%
获利能力					
毛利率	14.64%	19.34%	19.51%	19.87%	20.31%
净利率	3.89%	8.27%	7.20%	7.42%	7.84%
ROE	12.54%	19.05%	14.92%	14.46%	14.30%
ROIC	16.35%	18.65%	21.68%	20.37%	28.61%
偿债能力					
资产负债率	54.75%	40.62%	47.73%	39.47%	49.95%
净负债率	23.58%	-17.24%	-15.98%	-38.51%	-43.60%
流动比率	1.14	1.46	1.46	1.85	1.65
速动比率	0.73	1.10	1.01	1.53	1.31
营运能力					
应收账款周转率	7.30	8.09	7.20	7.20	7.20
存货周转率	6.28	7.24	6.78	6.92	7.04
总资产周转率	1.45	1.31	1.23	1.17	1.06
每股指标(元)					
每股收益	0.60	1.11	1.02	1.15	1.33
每股经营现金流	0.50	2.44	0.10	1.99	1.00
每股净资产	4.78	5.82	6.83	7.96	9.31
估值比率					
市盈率	15.21	8.23	8.95	7.93	6.85
市净率	1.91	1.57	1.33	1.15	0.98
EV/EBITDA	8.87	4.81	5.15	3.56	2.58
EV/EBIT	10.60	5.75	6.52	4.42	3.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com