

永艺股份（603600）深度研究报告

国内办公椅制造龙头，国际化产销布局明晰

推荐（首次）

目标价：12元

当前价：10.01元

- ❖ **国内办公椅制造龙头，出口拉动力强。**永艺股份成立于2001年，于2015年1月在上交所上市，是国内首家在A股上市的座椅企业，也是国家办公椅行业标准的起草单位之一，主要从事办公椅和按摩椅椅身研发、设计、生产和销售，并经营部分功能座椅配件及沙发业务。公司产品深受世界各地消费者青睐，市场遍及70多个国家和地区，与全球多家专业知名采购商、零售商、品牌商建立长期战略合作关系，2018年公司外销收入占比达到76%。
- ❖ **办公椅行业规模逐年扩大，中国为主要出口国之一。**根据CSIL，2018年全球办公椅市场容量为236亿美元，近五年年均复合增长率7.16%，预测到2020年全球办公椅市场容量将达到268亿美元。增速方面，随着中国、印度、巴西等新兴经济体的崛起，发展中国家需求增长明显快于平均。**中国已成为全球主要办公椅出口国之一。**相关国家海关的进出口数据显示，2018年中国出口的办公椅（海关编码：940130，可调高度的转动坐具）占美国该品类总进口量的66.33%，占德国总进口量的43.90%，占日本总进口量的65.40%。
- ❖ **产品端不断推进OEM向OBM转型，国际化产能布局。**研发管理方面，公司于2016年开始全面运用SAP、ERP、ACE等信息与管理系统进行经营，持续提升生产制造效率。并建立了以市场需求为导向的研发设计机制，截至2018年末公司累计申请专利711项（其中国外专利申请10项），公司发明专利数量在国内座椅行业遥遥领先。**产能布局方面**，公司不断进行产能拓展以缓解产能不足瓶颈，为有效规避中美贸易摩擦影响，公司于2018年11月在越南投资建设制造基地，越南制造基地投资总额950万美元。截至目前，越南生产基地已实现正常生产及销售。在中美贸易摩擦背景下，越南基地的顺利投产对于稳定现有客户以及拓展新客户具有重要的作用。
- ❖ **深耕内外销渠道管理，自主品牌快速发展。**渠道管理方面，（1）内销：线上与天猫、京东、网易严选、淘宝心选、必要、傲基等平台继续加深合作，2018年实现线上销售收入3,506.48万元，同比增长69.26%；线下以热点区域城市和省会城市为重点，着力发展经销商，截至2018年末，累计发展经销商828家。（2）外销：公司以专业展会为主要营销平台，以大客户营销为主要手段，积极拓展新市场，开发新客户。与最大的两个客户宜家和大东傲胜的合作稳固，并不断开发新的海外大客户。**品牌方面**，公司自有品牌在2018年销售收入7311.28万元，同比增长33.03%，自有品牌的毛利率达到了39.22%，远高于代工产品14.81%的毛利率。
- ❖ **首次覆盖，给予“推荐”评级。**行业层面，目前全球办公椅行业规模稳步增长，生产制造向发展中国家转移；中国在办公椅生产制造方面具有区域优势。公司层面，公司研发实力突出，业务布局清晰，有望借助业务结构优化实现稳定增长。高管增持彰显出公司管理层对未来发展的信心。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.66/2.34/3.02亿元，对应当前市值PE分别为18/13/10倍，公司是我国办公椅生产制造行业的头部企业，且大客户稳定，考虑到公司境外收入稳增和境内市场快速拓展潜力，参考同行业估值，我们给予公司2019年22倍PE，对应12元/股目标价。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**贸易战摩擦加剧；市场竞争加剧；技术升级不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	2,411	2,977	3,584	4,225
同比增速(%)	31.0%	23.5%	20.4%	17.9%
归母净利润(百万)	104	166	234	302
同比增速(%)	3.7%	59.7%	41.1%	29.1%
每股盈利(元)	0.34	0.55	0.77	1.00
市盈率(倍)	29	18	13	10
市净率(倍)	3	2	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年07月30日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658
邮箱：guoqinglong@hcyjs.com
执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831
邮箱：chenmeng1@hcyjs.com
执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	30,269
已上市流通股(万股)	30,108
总市值(亿元)	30.3
流通市值(亿元)	30.14
资产负债率(%)	27.7
每股净资产(元)	4.0
12个月内最高/最低价	11.07/5.85

市场表现对比图(近12个月)



目录

一、国内办公椅制造龙头，出口拉动力强.....	5
（一）国内首家 A 股上市座椅企业，外销业务动力强劲	5
（二）股权集中，高管增持彰显信心	7
（三）盈利能力：规模效应显著，成本控制良好	8
二、办公椅行业规模逐年扩大，中国为主要出口国之一.....	10
（一）全球办公椅行业稳步增长，中国等发展中国家渗透率有望快速提升	10
1、全球办公椅消费额稳定增长，发展中国家增速更快	10
2、欧美企业掌握价值链顶层，中国企业以代工为主	10
（二）中国办公椅产业规模持续扩大，市场集中度有待提升	11
1、规模：中国办公椅市场规模持续扩大，占办公家具消费比例仍有提升空间	11
2、竞争格局：中国办公椅行业集中度低，产业区域集聚性强	12
三、积极从 OEM 向 OBM 转型，内外销齐头并进.....	14
（一）产品端：战略布局清晰，积极向 OBM 转型	14
1、研发投入力度大，推动公司信息化和“机器换人”转型	14
2、国际化产能布局，不断推进产业升级.....	14
3、打造爆款产品，扩大业务范围，向 OBM 转型	15
（二）渠道端：内销线上线下同步发力，外销持续深耕大客户	17
1、内销：线上线下并举，拓宽渠道.....	17
2、外销：深耕大客户，建立长期合作	18
（三）品牌端：打造自主品牌，助力盈利水平提升	19
四、首次覆盖，给予“推荐”评级.....	20
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 公司主要发展历程.....	5
图表 2: 永艺股份主要产品举例.....	6
图表 3: 公司目前办公椅收入占比超六成.....	6
图表 4: 公司主要业务板块收入增速.....	6
图表 5: 公司以境外销售为主.....	7
图表 6: 公司外销收入维持快速增长.....	7
图表 7: 永艺股份实际控制人为张加勇、尚巍巍夫妇.....	7
图表 8: 公司营业收入稳定增长.....	8
图表 9: 公司归母净利润增速回升.....	8
图表 10: 公司销售、管理与财务费用率变动.....	8
图表 11: 公司毛利率与净利率变动.....	8
图表 12: 可比企业毛利率水平比较.....	9
图表 13: 可比企业净利率水平比较.....	9
图表 14: 全球办公椅市场容量（亿美元）.....	10
图表 15: 发展中国家办公椅需求增长快于平均.....	10
图表 16: 我国办公家具出口波动增长（亿美元）.....	11
图表 17: 2016 中国办公椅出口情况.....	11
图表 18: 2013-2017 我国办公椅市场规模（亿元）.....	12
图表 19: 2017 年我国和北美办公椅消费占比.....	12
图表 20: 2013-2017 中国办公椅行业 CR2 占比.....	12
图表 21: 2017 年安吉椅业销售收入占全行业情况.....	12
图表 22: 我国主要座椅生产企业.....	13
图表 23: 公司累计申请专利数量（项）.....	14
图表 24: 2018 年公司研发投入占营收比处在行业高位%.....	14
图表 25: 公司办公椅产能利用情况.....	15
图表 26: 公司办公椅产销情况.....	15
图表 27: 永艺股份产能扩张情况.....	15
图表 28: 3 种办公椅企业经营模式比较.....	16
图表 29: 公司爆款获奖办公椅简介.....	16
图表 30: 国内经销商开发情况.....	17
图表 31: 2018 年公司境内营收增速明显.....	18
图表 32: 自营品牌线上、线下销售收入持续增长.....	18

图表 33: 各主要市场公司的优势与策略	18
图表 34: 新开拓客户情况.....	19
图表 35: 公司天猫旗舰店	20
图表 36: 公司京东旗舰店	20
图表 37: 永艺股份历史市盈率走势	21
图表 38: 可比公司估值表（2019-07-30）	21

一、国内办公椅制造龙头，出口拉动力强

（一）国内首家 A 股上市座椅企业，外销业务动力强劲

公司成立于 2001 年，坐落于“中国椅业之乡”、全国最大的办公椅产业集群所在地浙江省安吉县，并于 2015 年 1 月在上交所上市，是国内首家在 A 股上市的座椅企业，也是国家办公椅行业标准的起草单位之一，主要从事办公椅和按摩椅椅身研发、设计、生产和销售，并经营部分功能座椅配件及沙发业务。在质量控制上，全面执行美国 BIFMA、欧洲 EN1335 标准，同时建立了设备齐全、执行严格的坐具检测中心，力求完美。公司先后获得：国家高新技术企业、国家知识产权示范企业、中国质量诚信企业、中国家具行业科技创新先进单位、服务 G20 杭州峰会先进企业、国家级绿色工厂、全国家具标准化先进集体、中国办公家具十大创新标杆企业；公司拥有行业内首家省级“健康坐具研究院”。

图表 1：公司主要发展历程

时间	发展阶段	主要内容	重大事件
2001-2003	初创时期	公司依托技术优势，与传统椅业差异化发展，与单一客户 DAITO-OSIM 战略合作，进入按摩椅行业。	➤ 2001 年 4 月，安吉永艺家具有限公司成立，注册资金 52 万人民币，开始为大东傲胜供货按摩椅椅身； ➤ 2003 年 6 月，更名为浙江永艺家具有限公司，注册资金增加至 500 万元人民币。
2004-2006	多元化发展	从单一客户转向多客户，从单一产品向多品种发展，成功拥有 200 多个客户，市场布及 50 多个国家和地区。	➤ 2005 年，注册 30 万美元成立“安吉上工永艺五金制造有限公司”，专业生产家具五金件。 ➤ 2006 年，首批自主设计，拥有自主知识产权的办公椅，在新加坡国际家具展成功推出。 ➤ 2006 年，注册成立安吉艾尔斯家具有限公司，专业研发和生产多功能沙发。
2007-2009	技术储备，扩大产能	用年销售额的 3% 投入到产品研发；与美国、韩国、马来西亚及台湾公司合作设计；与德国黑森洲设计大学设计学院合作。	➤ 2009 年，建筑面积 51000 平方米的新工厂一期投入使用，扩大办公椅产能
2010-2014	成果涌现，产业升级	加大研发投入，全面推进精益管理，建设国家级企业技术中心，永艺健康坐具企业研究院；按摩椅椅身单月产值突破 5000 万；公司检测中心获得国家 CNAS 认证；公司成为美国家具 BIFMA 委员会委员。	➤ 2010 年公司先后与浙江大学、湖南大学合作成立创新中心；获得国家高新技术企业； ➤ 2011 年股改，成立股份公司，注册资金 7500 万元； ➤ 2012 年，公司与宜家合作，成立宜家项目事业部，打造世界先进的椅子生产线； ➤ 2014 年公司被评为“首批安吉十大明星企业之一”。
2015-今	上市扩产，管理升级	开启资本之路，全面推进公司科学化、信息化管理变革。	➤ 2015 年 1 月，上交所上市； ➤ 2016 年 6 月，成立永艺椅业科技有限公司，布局国内，开拓国内市场； ➤ 2016 年 9 月，被评为 G20 杭州峰会最佳合作伙伴，同时荣获中国质量诚信企业； ➤ 2017 年，注册资金增加至 2.5 亿人民币，拥有三大生产基地，占地面积 15 万平方米，建筑面积 22 万平方米。

资料来源：公司官网，华创证券

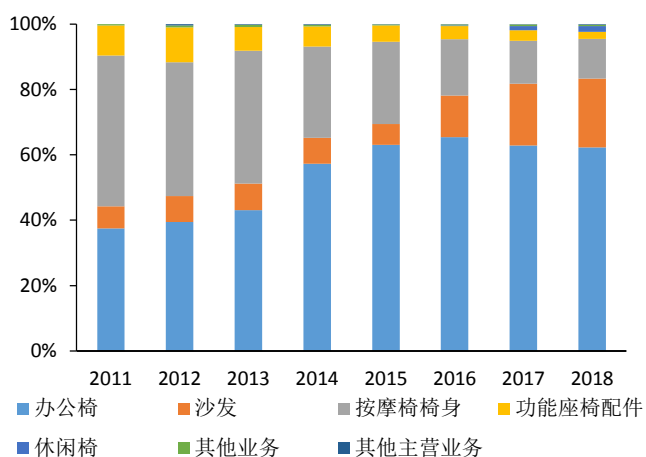
图表 2：永艺股份主要产品举例

动态座椅 BOBO	简约自适应办公椅	午休办公椅系列	现代办公椅	高端培训椅系列	按摩椅椅身
					
休闲椅	休闲椅组合	沙发	儿童椅	敬老椅	功能座椅配件
					

资料来源：公司年报，华创证券

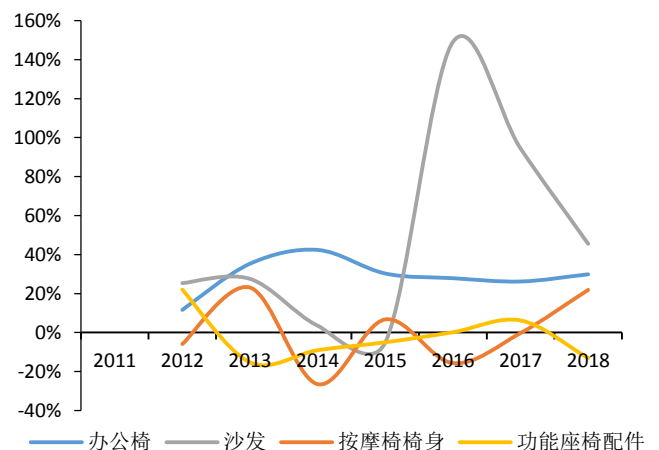
公司以按摩椅椅身加工起家，目前收入以办公椅为主，沙发占比快速提升。公司在创立初期专攻技术含量高、品质要求严的按摩椅椅身，在积累了足够的技术储备后于 2004 年启动了办公椅生产项目，并于 2013 年开始进行“新增年产 110 万套办公椅技术改造项目”，2016 年 7 月投产，目前办公椅业务已经成为公司第一大业务，2018 年办公椅收入占比 62%，沙发收入占比 21%，按摩椅椅身收入占比 12%。

图表 3：公司目前办公椅收入占比超六成



资料来源：Wind，华创证券

图表 4：公司主要业务板块收入增速



资料来源：Wind，华创证券

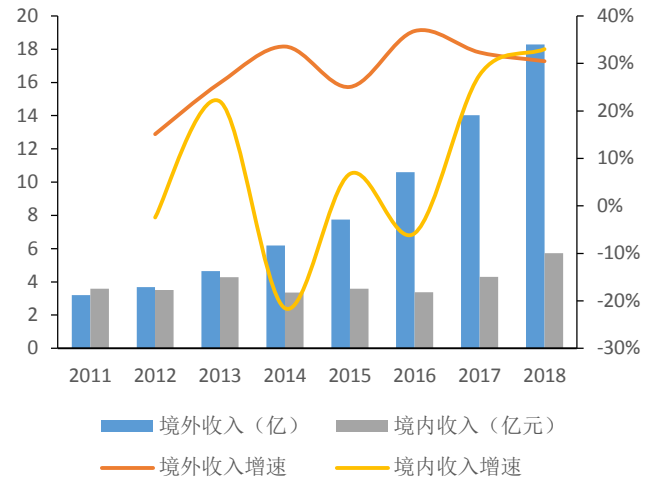
公司产品以外销为主，深耕国际大客户。公司产品深受世界各地消费者青睐，市场遍及 70 多个国家和地区，与全球多家专业知名采购商、零售商、品牌商建立长期战略合作关系，包括全球著名品牌 HON（美国）、AIS（美国）、Global（加拿大）、Okamura（日本），世界五百强宜家、Staples、OfficeDepot，加拿大最大的采购商之一 Performance，日本最大的家居零售商 NITORI，俄罗斯最大的采购商之一 Bureaucrat 等，2018 年公司外销收入占比达到 76%。

图表 5：公司以境外销售为主



资料来源：Wind，华创证券

图表 6：公司外销收入维持快速增长

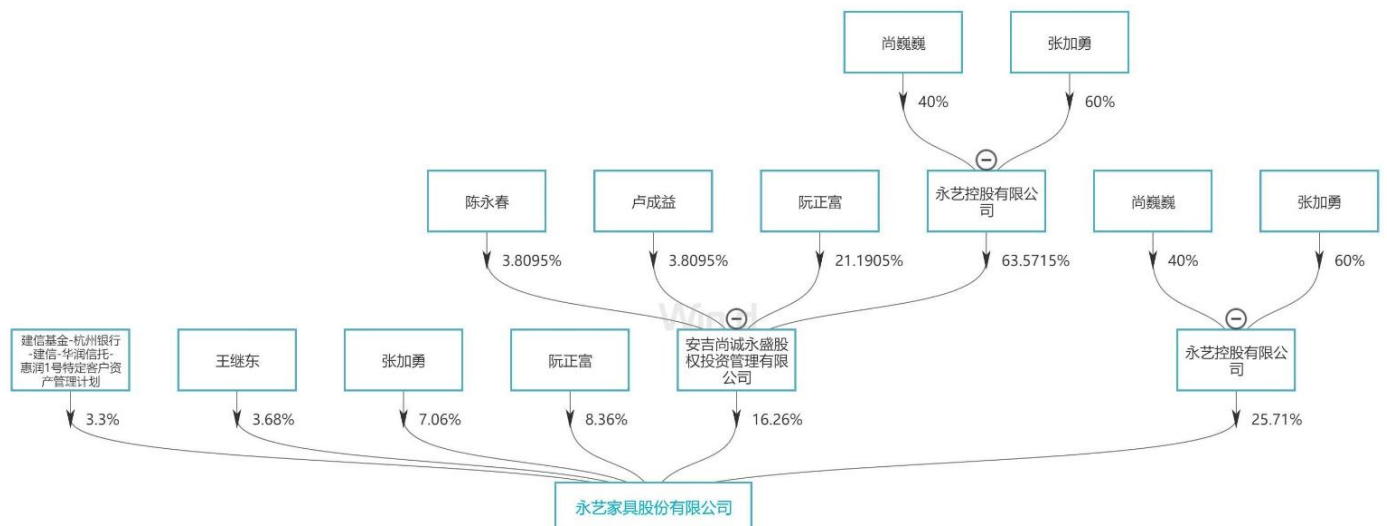


资料来源：Wind，华创证券

（二）股权集中，高管增持彰显信心

永艺股份的实际控制人为张加勇、尚巍巍夫妇，两人属于一致行动人，合计控制本公司的表决权的 49.03%，股权结构集中。

图表 7：永艺股份实际控制人为张加勇、尚巍巍夫妇



资料来源：Wind，华创证券

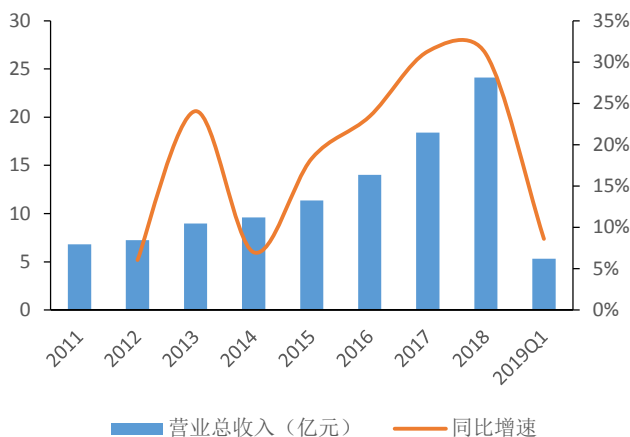
高管增持彰显信心。基于对公司长期投资价值的认可及对公司未来持续稳定发展的信心，公司董事长、实际控制人张加勇先生自 2018 年 8 月至 2019 年 2 月累计增持公司股份 307.69 万股，占公司总股本的比例为 1.02%，累计增持金额 2,212.19 万元，增持均价 7.19 元/股。2019 年 3 月 14 日，公司公告部分 5%以上股东、董事、高级管理人员计划于 6 个月内增持公司股票 500 万元至 1000 万元。公司重要股东的增持凸显了管理层对未来经营情况的乐观预期。

截至 2019 年 6 月 6 日，公司 5%以上股东、董事、高级管理人员阮正富、陈熙、吕成、顾钦杭已累计增持公司股份 272,900 股，占公司总股本的比例为 0.09%，累计增持金额为 2,558,050 元，已超过增持计划下限（500 万元）的 50%。

（三）盈利能力：规模效应显著，成本控制良好

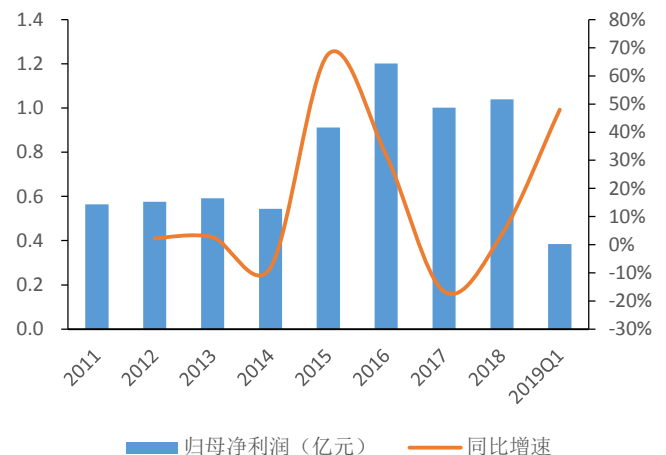
公司营业收入规模稳步上升，成本控制推动盈利修复。公司营收规模稳步提升，2011-2018 年复合增速 20%。2017 年至 2018 年，公司受到了原材料价格上涨压缩毛利，人民币汇率升值，中美贸易摩擦等事件影响，2017 年公司归母净利润出现了明显下滑。公司近两年通过调整产品结构、供应链整合优化、降本增效等一系列的举措提升整体盈利能力，截止至 2019 年一季度公司盈利能力已经基本恢复至 2017 年之前水平。

图表 8：公司营业收入稳定增长



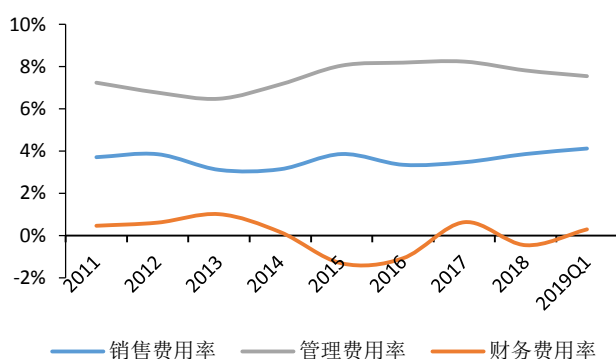
资料来源：Wind，华创证券

图表 9：公司归母净利润增速回升



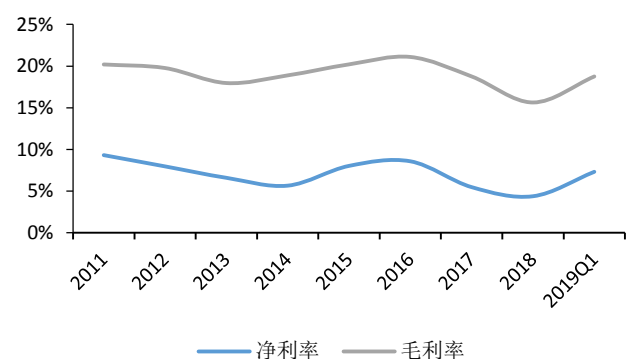
资料来源：Wind，华创证券

图表 10：公司销售、管理与财务费用率变动



资料来源：Wind，华创证券

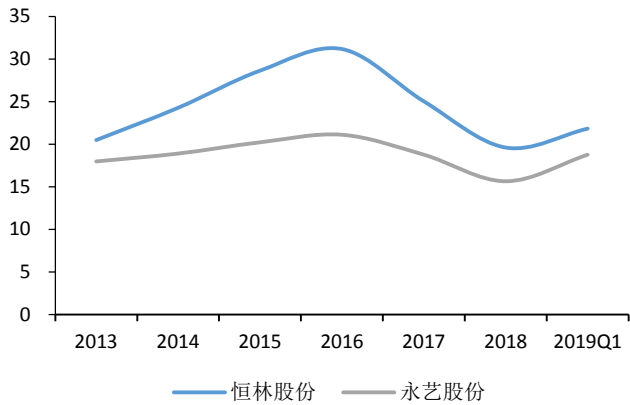
图表 11：公司毛利率与净利率变动



资料来源：Wind，华创证券

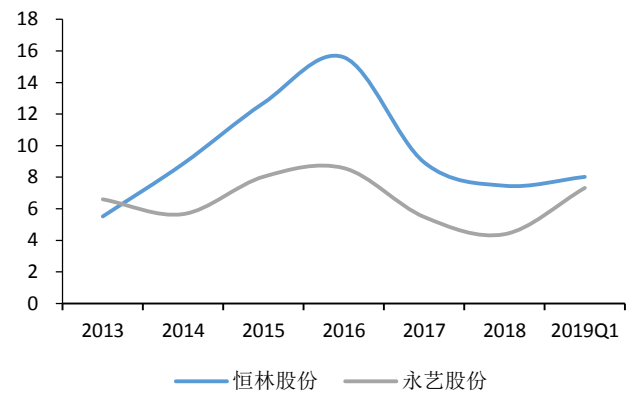
公司盈利能力控制能力好于可比公司。公司与主要竞争对手恒林股份在面临汇率波动、贸易摩擦、原材料上涨等不利影响时，毛利率均显著下降，但永艺股份在面临冲击时毛利率与净利率波动幅度要小于恒林股份。我们认为未来随着公司 ODM 模式所占比重的不断提高，以及公司的 OBM 转型，公司的盈利能力有望进一步提高。

图表 12: 可比企业毛利率水平比较



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13: 可比企业净利率水平比较



资料来源: Wind, 华创证券

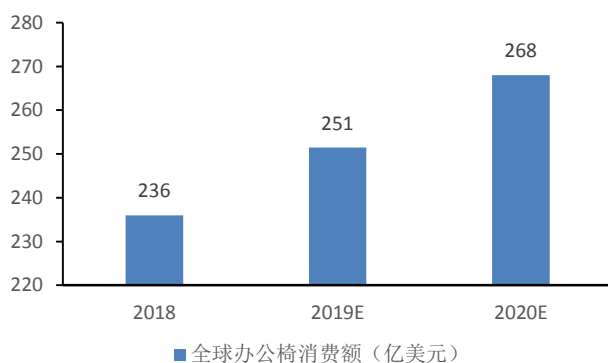
二、办公椅行业规模逐年扩大，中国为主要出口国之一

（一）全球办公椅行业稳步增长，中国等发展中国家渗透率有望快速提升

1、全球办公椅消费额稳定增长，发展中国家增速更快

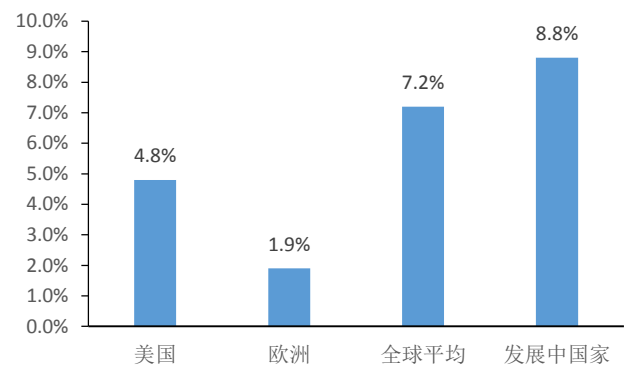
全球办公椅消费额稳定增长，发展中国家增速更快。根据 CSIL，2018 年全球办公椅市场容量为 236 亿美元，近五年年均复合增长率 7.16%，预测到 2020 年全球办公椅市场容量将达到 268 亿美元。增速方面，随着中国、印度、巴西等新兴经济体的崛起，发展中国家需求增长明显快于平均，CSIL 数据显示，2018 年包括中国、印度、巴西等其他发展中国家的办公椅市场规模同比增长 8.8%至 138.2 亿美元，同增速高于全球平均水平。

图表 14：全球办公椅市场容量（亿美元）



资料来源：CSIL，华创证券

图表 15：发展中国家办公椅需求增长快于平均

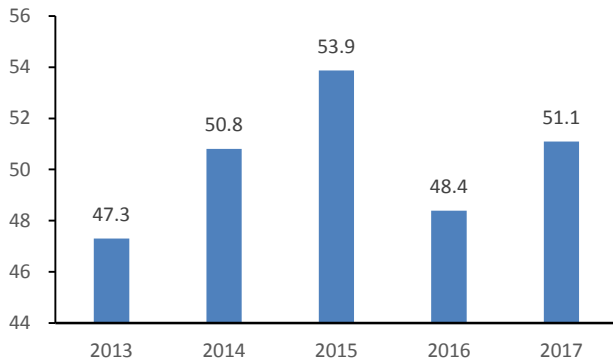


资料来源：CSIL，华创证券

2、欧美企业掌握价值链顶层，中国企业以代工为主

欧美企业凭借多年经营积累，形成了销售渠道、研发设计及品牌优势，消费者认知度较高，品牌企业在市场中占主导地位。由于欧美发达国家的人力成本较高，欧美企业逐渐退出产品生产加工环节，主要从事利润率高的研发设计及流通环节，劳动力成本较低的发展中国家或地区逐渐承接了欧美企业转移的生产能力。目前，欧美企业与发展中国家或地区主要通过 OEM 或 ODM 的方式进行合作。

从生产制造环节看，世界知名企业除保留部分高端制造外，中低端产品制造已向劳动力成本较低的发展中国家转移。我国座椅产业经过近三十年的发展，整体生产制造能力稳步提升，产业配套设施较为齐全，再加上生产成本的比较优势，我国已经成为全球座椅制造中心。

图表 16：我国办公家具出口波动增长（亿美元）


资料来源：前瞻产业研究，华创证券

图表 17：2016 中国办公椅出口情况

序号	出口国家	出口金额 (亿美元)	出口占比
	全球	19.7	100.00%
1	美国	6.18	31.39%
2	德国	1.2	6.10%
3	英国	1	5.09%
4	日本	0.96	4.85%
5	澳大利亚	0.64	3.24%
9	韩国	0.47	2.37%
10	荷兰	0.4	2.03%
11	新加坡	0.39	2.00%
12	墨西哥	0.39	1.97%
13	西班牙	0.37	1.85%
14	阿联酋	0.32	1.60%
15	巴西	0.29	1.45%
19	意大利	0.27	1.36%
20	沙特阿拉伯	0.23	1.18%

资料来源：中国海关信息网，华创证券

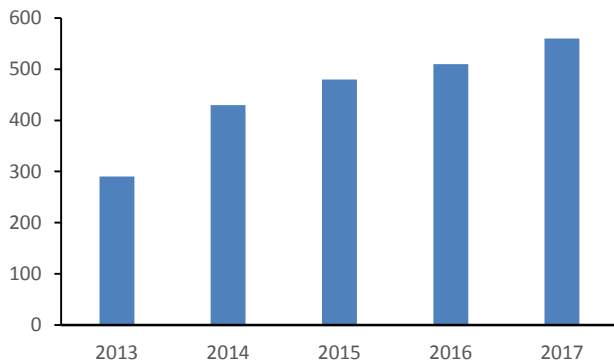
（二）中国办公椅产业规模持续扩大，市场集中度有待提升

1、规模：中国办公椅市场规模持续扩大，占办公家具消费比例仍有提升空间

经过 30 多年的迅速发展，我国已经成为全球最主要的健康坐具生产国及出口国之一。据前瞻产业研究院数据，我国办公椅市场规模持续扩大，2017 年已经达到 550 亿元。出口方面，“可调高度的转动坐具”为办公椅主要出口品类，近年来我国该品类产品出口金额波动增长，2012 年达到 18.57 亿美元，2017 年为 20.90 亿美元。相关国家海关的进出口数据显示，2018 年中国出口的办公椅（海关编码：940130，可调高度的转动坐具）占美国该品类总进口量的 66.33%，占德国总进口量的 43.90%，占日本总进口量的 65.40%。

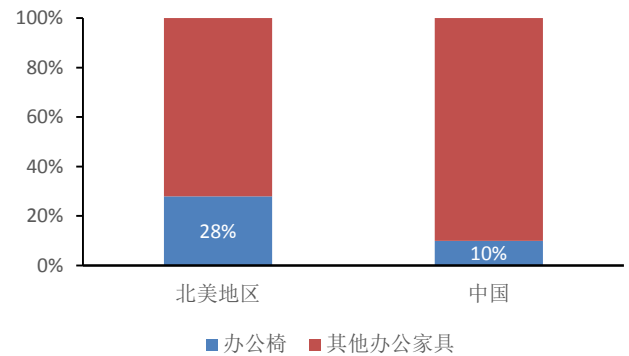
中国办公椅消费比例仍有提升空间。据前瞻产业研究院数据，北美地区办公椅占办公家具的比例达到 28% 左右，而我国办公椅消费仅占办公家具消费的 10% 左右，我国办公椅行业发展潜力仍有待挖掘。

图表 18: 2013-2017 我国办公椅市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

图表 19: 2017 年我国和北美办公椅消费占比



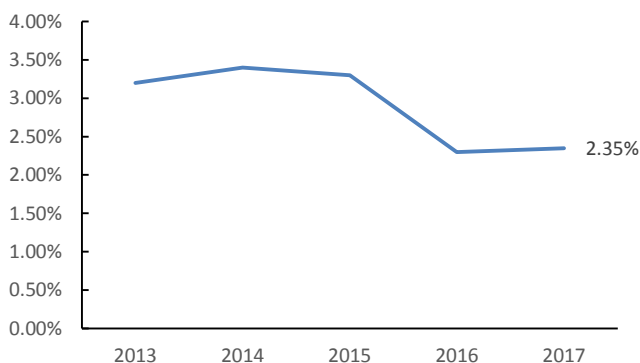
资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

2、竞争格局：中国办公椅行业集中度低，产业区域集聚性强

欧美成熟市场已经走过了从分散到高度集中的发展历程。从发达国家的经验看，CSIL(Centre for Industrial Studies, 米兰工业研究中心)研究报告的相关数据显示，2017 年美国前十大办公坐具企业市场份额占比达到 77.2%，欧洲前十大办公坐具企业市场份额占比达到 51.6%，行业集中度很高。

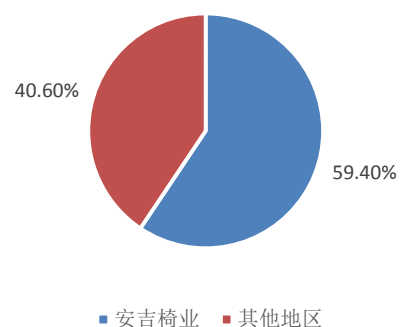
我国座椅行业准入门槛较低，导致行业集中度较低，市场格局极为分散。仅永艺所在的安吉县就有办公椅企业 700 多家，同质化竞争激烈。2017 年，我国办公椅行业 CR2（永艺股份、恒林股份）仅为 2.35%，市场格局极为分散。随着我国经济进入新常态，我国座椅行业向产业整合、分工专业、产品高质和绿色可持续等方向发展，盈利模式从传统大量贴牌生产方式向自主研发、品牌提升方式转变，产业组织方式从“制造环节的供应链整合”向“整体产业链、价值链整合”转变。

图表 20: 2013-2017 中国办公椅行业 CR2 占比



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

图表 21: 2017 年安吉椅业销售收入占全行业情况



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

中国办公椅产业区域集聚性强。安吉县所属长三角地区交通便捷，域内坐具生产原料供应充足，上下游产业链完整，全行业发展效率高，整体竞争力强，地理区位明显优于域外竞争对手。据浙江省椅业协会发布的“椅业产业发展情况介绍”统计的数据，2017 年，安吉椅业销售收入达 335 亿元，2018 年度，安吉椅业规模以上企业实现销售收入 394 亿元，椅业企业总数达 700 家，其中规上企业 176 家，亿元以上企业 54 家；全县椅业产品自营出口量达到 177.5 亿元，同比增长 16.6%，目前椅业出口企业已经和全球 184 个国家和地区建立了贸易关系。

图表 22：我国主要座椅生产企业

序号	公司名称	主营业务及产品
1	浙江恒林椅业股份有限公司	位于浙江省安吉县，是一家专业从事各类办公椅、休闲椅、酒吧椅、沙发等坐具生产、销售的出口型企业。
2	南亚家具纺织（嘉善）有限公司	坐落于浙江嘉善经济开发区，是一家专业生产办公椅和沙发面料的生产厂家，产品主要出口欧美市场。
3	中山市保友办公家具有限公司	坐落于广东省中山市，是一家专业从事办公网椅的研发、生产和销售的企业。
4	国靖家具（集团）有限公司	创办于台北，1995 年开始在广州设厂，主要产品包括工作和居家等相关的座椅、沙发等。
5	TopStar	总部位于德国，拥有全球自动化程度较高的办公椅制造工厂，产品主要销往欧洲地区。
6	True Seating	总部位于美国，是一家全球领先的家用座椅、办公椅、休闲椅的设计和生产制造商，产品主要销往欧美地区。

资料来源：招股说明书，华创证券

三、积极从 OEM 向 OBM 转型，内外销齐头并进

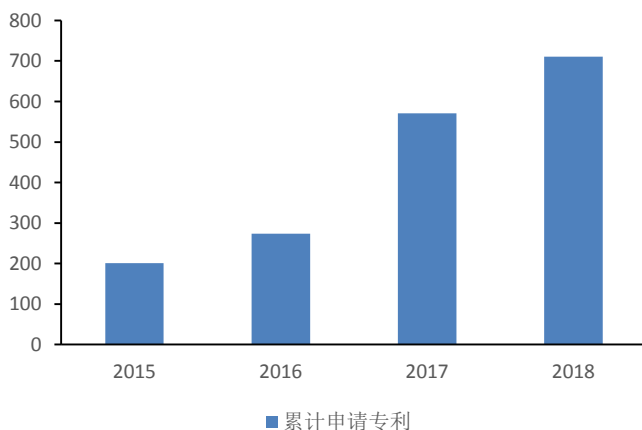
（一）产品端：战略布局清晰，积极向 OBM 转型

1、研发投入力度大，推动公司信息化和“机器换人”转型

2016 年开始全面运用 SAP、ERP、ACE 等信息与管理系统进行经营。公司依托 SAP 系统，加强销售计划、生产计划和物料计划的协同，实现以销定产、以产定购。生产过程主要由公司运营中心的生产部门执行，生产部门根据订单制定生产作业计划，进行生产调度、管理和控制，确保生产计划顺利完成。公司持续推行精益生产，引进 ACE（获取竞争优势）管理模式，不断优化运营管理。大力推行“机器换人”，不断提高自动化、智能化制造水平，持续提升生产制造效率。

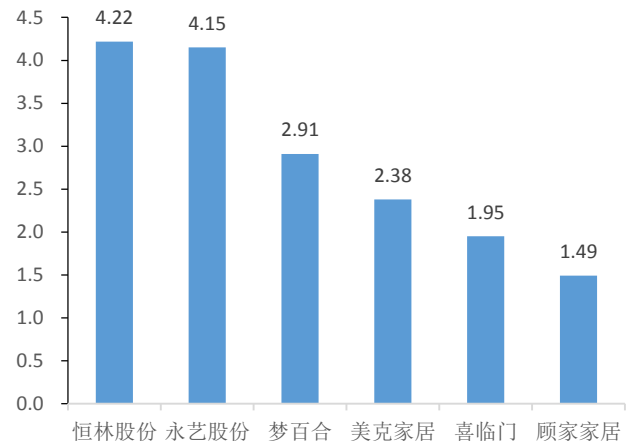
公司建立了以市场需求为导向的研发设计机制，以研发创新驱动业绩增长。公司以省级“永艺健康坐具研究院”及省级院士工作站为平台，与国内高等院校及国内外研发设计团队深度合作，持续研发核心关键技术，不断输出新产品。公司研发设计的重点包括底盘、机构等关键核心技术的研发以及基于市场趋势和客户需求的新产品设计开发。在知识产权方面，截至 2018 年末公司累计申请专利 711 项（其中国外专利申请 10 项），扣除已放弃的专利，目前公司拥有有效的发明专利 39 项、实用新型专利 147 项、外观设计专利 173 项（其中国外外观专利 4 项）、在审发明专利 8 项（其中国外发明专利 1 项）、软件著作权 18 项。公司发明专利数量在国内座椅行业遥遥领先。

图表 23：公司累计申请专利数量（项）



资料来源：公司年报，华创证券

图表 24：2018 年公司研发投入占营收比处在行业高位%

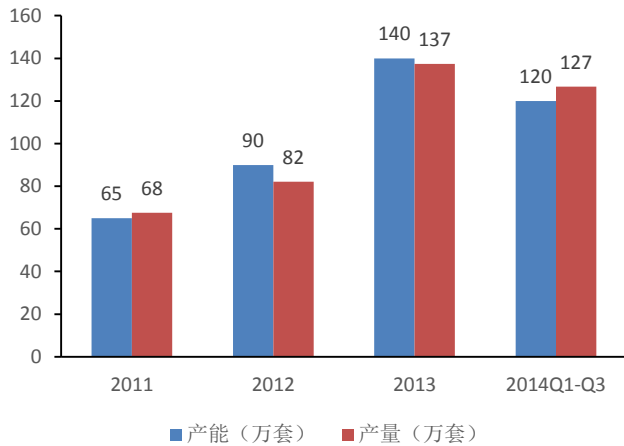


资料来源：Wind，华创证券

2、国际化产能布局，不断推进产业升级

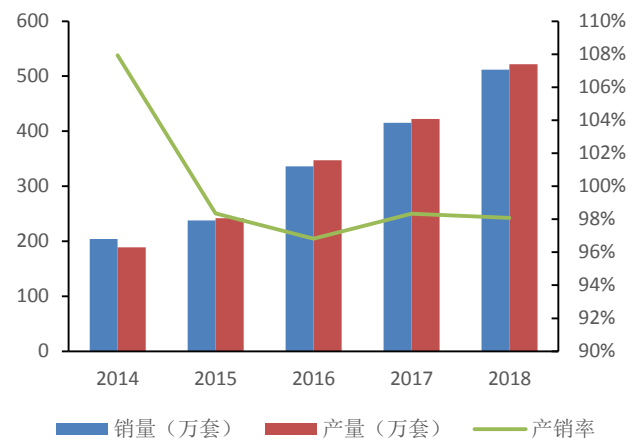
产销率、产能利用率高，核心产能不断扩张。公司长期处于产能不足的状况，公司现有生产基地位于安吉县占地面积 15 万平方米、建筑面积 24 万平方米，另租有厂房 6 万平方米，目前产能已饱和，为缓解产能紧张局面，公司利用 2015 年 IPO 和 2016 年定增募投的资金投向扩产项目，规划新增办公椅产能分别 110 万套和 200 万套。110 万套扩产项目于 2016 年 7 月投产，定增项目已于 2019 年 7 月投产，募投项目涉及人机工程领域，达产后公司办公椅产能将扩张至 600 万台，进一步提升自身制造技术优势，加速高端座椅市场的整体布局，提高生产高附加值产品的能力。

图表 25：公司办公椅产能利用情况



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 26：公司办公椅产销情况



资料来源：wind，华创证券

图表 27：永艺股份产能扩张情况

产能项目	资金投入	项目进度	备注
年产 30 万套中高档家具(沙发)生产线技术改造项目	2200 万元	2016 年完成	
新增年产 110 万套办公椅技术改造项目	1.7 亿元	2016 年 7 月完成	
年产 200 万套人机工程健康办公椅生产线项目	3.0 亿元	2018 年 4 月份开工建设，已于 2019 年 7 月投入使用	占地 135 亩、规划建筑面积 22 万平方米
年产 40 万套人机工程休闲沙发生产线项目	2.7 亿元		

资料来源：公司公告，华创证券

公司积极在全球进行产能布局，以应对中美贸易摩擦。为有效规避中美贸易摩擦影响、实现化危为机，公司于 2018 年 11 月在越南投资建设制造基地，越南制造基地投资总额 950 万美元。截至目前，越南生产基地已实现正常生产及销售。在中美贸易摩擦背景下，越南基地的顺利投产对于稳定现有客户以及拓展新客户具有重要的作用。同时公司于 2019 年 2 月 20 日召开董事会审议通过，在罗马尼亚 950 万美元建设生产基地，旨在提高对欧洲市场的响应能力，目前罗马尼亚子公司已经注册成立。

3、打造爆款产品，扩大业务范围，向 OBM 转型

公司采用 ODM、OEM 和 OBM 相结合的形式进行产品生产销售，充分发挥自身比较优势。公司上市初期与大公司的合作公司多采用 OEM 的方式，公司建有专门的 OEM 事业部主要负责和大客户的 OEM 合作，比如和 IKEA 的合作生产。近几年随着公司的技术储备的提升，设计和技术能力受到越来越多的认可，ODM 所占的比重越来越大，2015 年开始向 OBM 延伸，大力发展自有品牌意图获得品牌溢价，进一步提升利润水平。

图表 28：3 种办公椅企业经营模式比较

简称	全称	中文简称	含义	毛利率
OEM	Original Equipment Manufacturer	原始设备制造商（代工生产）	制造厂商没有自主品牌、销售渠道，而是接受品牌厂商的委托，依据品牌商提供的产品样式生产制造产品，并销售给品牌商的业务模式	低
ODM	Original Design Manufacturer	原始设计制造商代（设计生产）	制造厂商除了制造加工外，增加了设计环节，即接受品牌厂商的委托，按其技术要求承担部分设计任务，生产制造产品并销售给品牌商的业务模式	中等
OBM	Own Brand Manufacturer	原始品牌制造商（自营品牌生产）	制造商拥有自主品牌、自主设计产品，并自主制造产品，拥有完整业务链的业务模式	高

资料来源：上市公司招股说明书，华创证券

图表 29：公司爆款获奖办公椅简介

产品名称	产品图片	产品简介
UEBOBO 椅		简介：UEBOBO 椅是一款独特的椅子，是小憩的理想坐具；在不同的位置以不同的高度坐着/小憩，能够有效地预防乳酸的产生和肌肉的疲劳，减少背部产生健康问题的风险。 荣誉：UEBOBO 椅凭借其出色的产品设计荣获红点奖“最佳设计奖”和德国“iF 奖”产品设计奖 价格：约 450 元
马斯特		简介：马斯特采用极简的设计理念，具有简约流畅的外形线条、底盘融入式一体化整椅外观与结构设计。本产品集多项发明和实用新型专利于一身，其中自适应底盘专利技术可以依据人体自身重量自动调节座椅倾仰力，融入式底盘与整椅浑然一体，一体化曲线设计同时具备同步异角度倾仰功能，一个升降控制键实现整椅所有功能的操作，整幅式高强度弹性面料能有效支撑人体重量，达到简约舒适的效果。 荣誉：马斯特凭借其出色的产品设计荣获红点奖“产品设计奖”
毕沙罗		简介：毕沙罗拥有多项发明和实用新型专利，技术性、功能性、实用性和舒适性均领先传统培训用椅。创新的四通连接技术，可以便捷地将钢管、铝合金及工程塑料零部件快速组装和拆卸，大大减小了产品包装体积；巧妙的靠背倾仰机构，在保持精致外观的同时实现靠背倾仰功能，确保使用舒适又安全可靠；精巧的书写板翻转机构，在保持精巧纤薄的同时，拥有高达 68 公斤的承载力，与传统培训椅相比遥遥领先，完全符合严格的欧美国家标准；可翻转坐垫与灵活的滑轮组合，轻松实现产品的推叠，大大节省了储存空间。 荣誉：毕沙罗凭借其出色的产品设计荣获美国尖峰设计亚太奖之中国国家博会优

		秀设计奖
我撑你		简介：拥有三项发明专利，功能设计注重“细节”，细致周到又不繁琐：底盘上所有操作均采用线控手臂，可轻松调整座椅状态；靠背角度略直，起到矫正端庄坐姿的效果；消摇功能比常规座椅紧一倍 荣誉：服务 G20 峰会，获得广泛好评

资料来源：公司年报，公司官网，华创证券

（二）渠道端：内销线上线下同步发力，外销持续深耕大客户

1、内销：线上线下并举，拓宽渠道

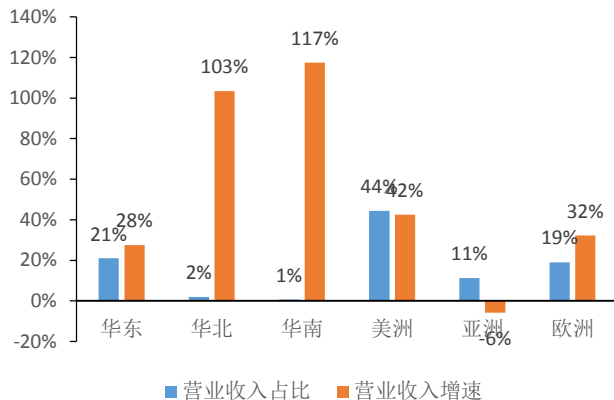
内销方面，公司 2016 年开始着力拓展国内市场，持续深耕大东傲胜等国内大客户，通过线上线下相结合，大力建设自主品牌、拓展销售渠道。其中，线上主要与天猫、京东、网易严选、淘宝心选、必要、傲基等平台合作，2018 年实现线上销售收入 3,506.48 万元，同比增长 69.26%；线下以热点区域城市和省会城市为重点，着力发展经销商，截至 2018 年末，累计发展经销商 828 家。

图表 30：国内经销商开发情况

年份	国内经销商开发情况
2016	➢ 2016 年 6 月，成立控股子公司永艺椅业科技有限公司，全面负责永艺国内市场经营； ➢ 线下：发展了成都明珠家居股份有限公司等内销客户，实现线下收入同比增长 117.48%； ➢ 线上：在京东永艺家具旗舰店基础上，增设了永艺天猫旗舰店、永艺淘宝企业店、京东永艺自营店，实现线上销售收入同比增长 282.93%，顺利开启国内市场。
2017	➢ 全面启动办公椅自主品牌国内销售； ➢ 线下：以长三角、珠三角、京津冀和川渝等热点区域城市为重点，着力发展经销商，至年底共发展经销商 485 家。2017 年线下收入 3424.79 万元，同比增长 127.07%。 ➢ 线上：与网易、必要、我趣、安吉购等平台开启合作，2017 年线上收入 2071.67 万元，同比增 592.85%。
2018	➢ 线下：以热点区域城市和省会城市为重点，着力发展经销商，截止 2018 年底，累计发展经销商 828 家； ➢ 线上：与天猫、京东、网易严选、淘宝心选、必要、傲基等平台加深合作，报告期内实现线上收入 3506.48 万元，同比增长 69.26%。

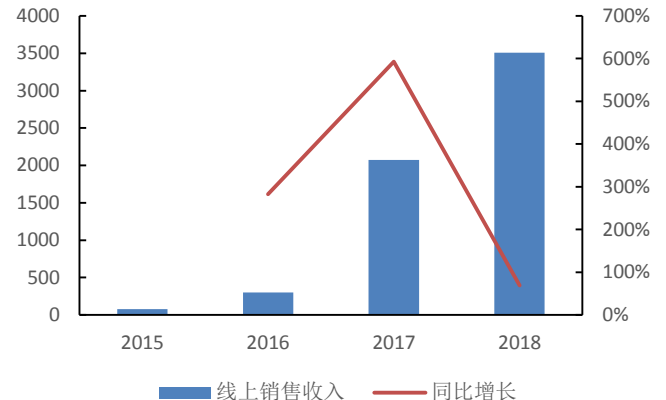
资料来源：公司年报，华创证券

图表 31：2018 年公司境内营收增速明显



资料来源：公司年报，华创证券

图表 32：自营品牌线上、线下销售收入持续增长



资料来源：招股说明书，华创证券

2、外销：深耕大客户，建立长期合作

公司产品遍及 70 多个国家和地区，并与全球多家专业知名采购商、零售商、品牌商建立长期战略合作关系，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、OfficeDepot，加拿大最大的采购商之一 Performance，日本最大的家居零售商 NITORI，俄罗斯最大的采购商之一 Bureaucrat 等。推行 KAM 大客户营销体系，不断提升公司在大客户中的渗透率。

公司以专业展会为主要营销平台，以大客户营销为主要手段，积极拓展新市场，开发新客户。公司销售渠道以大宗业务为主，主要为美洲、亚洲、欧洲等地区的品牌商、贸易商、零售商提供产品。公司根据客户信用情况分别采用预收款、款到发货、信用证及一定商业信用期（账期主要为 30-60 天）的结算方式。

图表 33：各主要市场公司的优势与策略

主要市场	产品区域特征	公司优势及策略	公司主要客户
北美市场	- 北美市场为全球第一大办公家具消费市场。 - 市场较为成熟并且竞争充分，产品风格相对粗犷，强调舒适性和安全性； - 产品更新换代节奏快，价格跨度大，市场多元化。	凭借较强的研发设计和品质管理能力，对市场变化快速反应，通过市场深度调研，对客户要求进行针对性分析后进行产品攻关，并将美国 BIFMA 标准应用于生产并严格执行	Staples、OfficeDepot、OSP、Performance、HNI 等
欧洲市场	- 西欧国家是传统的制造业强国，高端产品市场门槛较高，对环保要求很高； - 西欧产品风格趋于简约的现代风格，多轻薄、强调金属质感； - 东欧新兴市场需求强劲，市场化程度不高，我国企业进入相对容易；终端零售市场产品风格趋于北美，高端市场风格接近于西欧。	公司结合自身特点，将产品定位于中端市场，将东欧市场作为销售重点，注重产品创新，强调外观设计，经过市场深度调研，做到目标客户有的放矢	BURO、宜家家居（IKEA）、麦德龙（Metro）等
亚洲市场	亚洲市场国家较多，市场较为分散，除日韩市场外发育不成熟，产品标准偏低，产品需求多样化	在亚洲市场，公司将日韩视为重点销售区域，以质量为先导，走中高端市场，选择大型零售商和进口商，服务高档客户，树立品质品牌	日本 NITORI、ITOKI、韩国 Hanssem 等

资料来源：招股说明书，华创证券

图表 34：新开拓客户情况

年份	新开拓海外客户
2016	美国的 EMPRE、印度的 BP ERGO、泰国的 F ONE PLUS 等。
2017	美国的 Handy Living、Southern Motin、MAC；日本的 Officecom；英国的 Furniture Choice；加拿大 DÉCOR；韩国 EMONS；台湾亚梭等。
2018	美国 OFS、NEW LIFE OFFICE、Homeelegance、Barcalounger、SAFCO PRODUCTS COMPANY；德国@office GmbH & Co. KG、Ergotopia GMBH；法国 Medtrade；孟加拉 DEEN GROUP；南非 PREFRON CC；阿联酋 DAQIAN TRADING FZCO、HOMES R US；新加坡 EVANTEK PTE LTD、SOMMEIL TERRE PTE LTD；澳大利亚 SUPREME 等。

资料来源：公司年报，华创证券

公司凭借在研发设计、产品品质、成本控制等方面的综合竞争优势，获得多种资质，稳定与大客户的合作。OEM/ODM 模式下，稳定的大客户合作关系是办公家居行业的壁垒。在国外市场，欧美日等发达国家座椅产品渠道建设已经成熟，品牌商、零售商、进口商、系统集成商掌握了主要的产品销售渠道，我国座椅企业进入国际市场，须获得这些国际大客户的认可，而要与国际大客户建立稳定合作关系，须过硬的生产能力和品质控制力，才能通过国外企业的严格评审。公司专注品质，已获得 CQC 中国环保产品认证、CQTA 品质验证、美国 GREENGUARD 绿色环保卫士认证及人类工效学产品认证等具有行业竞争力的资质认证。

公司与核心客户宜家家居、大东傲胜的合作稳定：

- **公司和宜家合作方式以 OEM 为主、ODM 为辅，费用率较低。**宜家对于供应商的话语权较大，销售办公椅产品的毛利率较低，但同时由于公司和宜家的销售是根据框架协议及后续谈判确定生产，无需通过相关展会进行推介，无需承担市场推广费用开支，且 OEM 为主的合作方式研发投入较少，所以费用率较低。公司和宜家于 2012 年开始合作，2014 年占营收比重即达到 23.84%。
- **宜家销量稳步增长，全球化战略稳步推行。**根据宜家公司的控股股东 Ingka 集团的最新年报显示，宜家在 2018 年零售销量增长了 4.7%，其中网上销售额增长了 45%。30 个国家的市场中有 29 个市场的销售额发生了增长，其中中国仍然是增长最快的国家之一。按销售额排名，前五大市场是德国、美国、法国、英国和中国。在 2018 年，宜家在全球开了 12 家新店，到店客户访问量为 8.38 亿，同比增长 3%，宜家网站的访问量同比增长了 12%，达到 24 亿。此外，宜家在印度开了第一家店，成功开拓了印度市场，这将直接拉升宜家订单需求量。
- **公司与按摩椅大客户大东傲胜合作稳定，是其主要按摩椅椅身供应商。**招股书显示，2011-2014 年前三季度年公司的按摩椅椅身产品全部销售给大东傲胜，且公司占据了大东傲胜 90% 以上的按摩椅椅身采购金额，并且除了 2011-2013 年大东傲胜的“天王椅”系列按摩椅新品投放、销量增速迅猛导致按摩椅椅身收入突增之外，按摩椅椅身的销售收入一直保持年均 2.4-2.9 亿元的规模，相比于其他类产品，收入水平较为平稳。

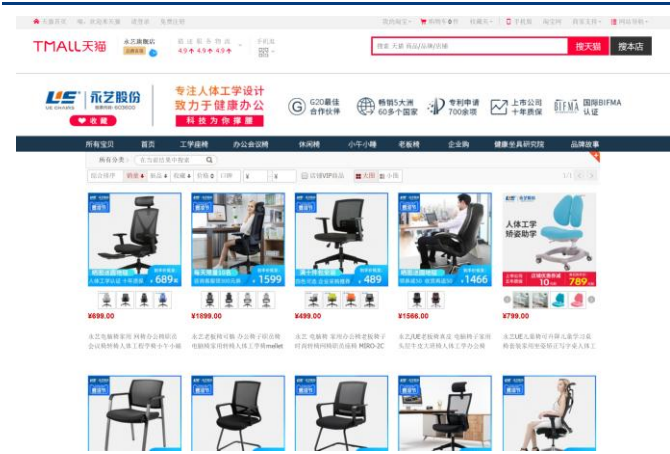
（三）品牌端：打造自主品牌，助力盈利水平提升

在自有品牌建设上发力，销量增速明显。在品牌建设方面，作为办公椅行业第一家上市公司，公司从 2015 开始在品牌建设上发力，使用“永艺 UE”自主品牌，搭建完整的产业链，兼顾与国内品牌商的合作，2018 年公司获得了“2018 年度中国绿色办公家具十大品牌”、“国家级绿色工厂”等荣誉。

公司专门设有内销子公司椅业科技大力建设国内品牌、拓展营销网络，自有品牌快速发展。公司通过线上线下相结合的方式推进营销网络和品牌建设，自有品牌在 2018 年销售收入 7311.28 万元，较上年同期增长 33.03%，自有品牌的毛利率达到了 39.22%，远高于代工产品 14.81% 的毛利率。

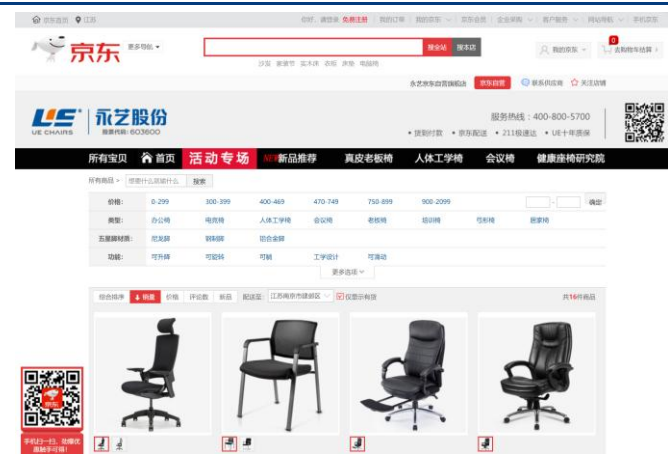
2018 年内公司线上与网易严选、必要等 C2M 电商平台加深合作。线上与天猫、京东、网易严选、淘宝心选、必要、傲基等平台继续加深合作，报告期内实现线上销售收入 3,506.48 万元，同比增长 69.26%；公司与网易游戏、网易智造合作推出了火云多功能电竞椅；在必要平台上销售各类座椅。与这类 C2M 电商平台的合作使得公司的产品能够在渠道建设期间即快速触达消费者，同时节省渠道费用和宣传推广费用让利消费者。

图表 35：公司天猫旗舰店



资料来源：天猫

图表 36：公司京东旗舰店



资料来源：京东

四、首次覆盖，给予“推荐”评级

综合来看，行业层面，目前全球办公椅行业规模稳步增长，生产制造向发展中国家转移；中国在办公椅生产制造方面具有区域优势。永艺股份作为我国办公椅生产制造行业的头部企业，有望受益于全球行业整体增长和中国市场渗透率提升。公司虽在行业中处于较领先地位，但在办公椅市场中与另一龙头恒林股份的 CR2 也仅约为 2.35%，未来公司市占率提升空间大。公司层面，公司研发实力突出，业务布局清晰，有望借助业务结构优化实现稳定增长。高管增持彰显出公司管理层对未来发展的信心。首次覆盖，给予“推荐”评级。

核心逻辑 1：办公椅行业规模逐年提升，市场集中度提升空间大。

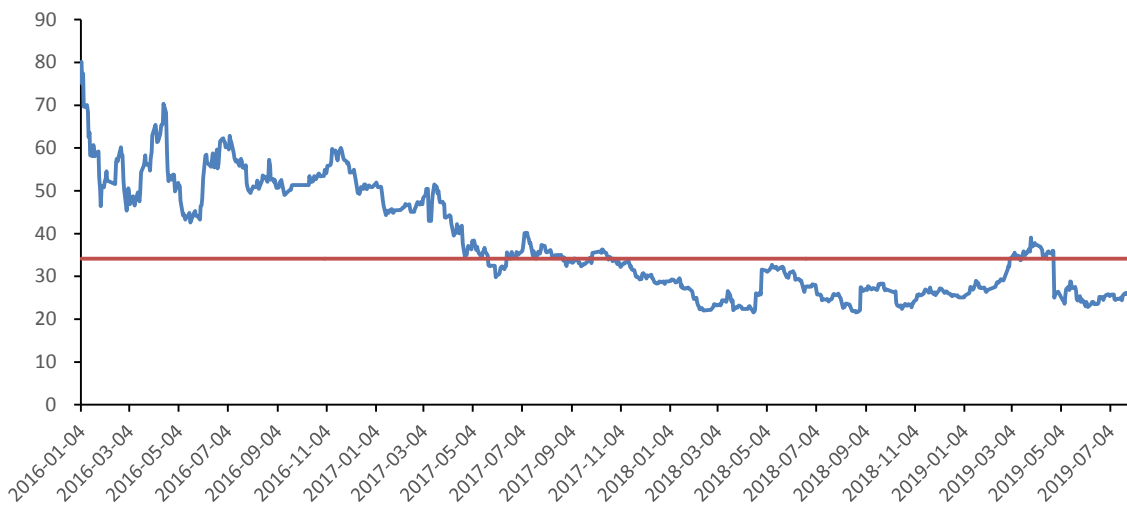
- 全球市场，目前全球办公椅行业规模稳步增长，生产制造向发展中国家转移，其中，中国是主要的办公家具出口国，产业链完善，竞争优势明显。
- 中国市场，办公椅行业渗透率不断加大，行业集中度有望进一步提升。

核心逻辑 2：公司具备较强经营能力，研发实力突出，内外销战略布局清晰。

- 产品端，公司积极在全球布局产能，研发实力突出，不断推出受市场欢迎的新品，推动自有品牌建设。
- 渠道端，公司积极实施 KAM 大客户营销体系，扩大与国际大客户的合作，同时在国内也在不断扩大经销商的规模，线上线下并举，内销增速良好。

估值方面，2016 年初至 2019 年 7 月 30 日，公司动态市盈率估值中枢为 34.12 倍；从可比公司来看，座椅相关类上市公司 2019 年 PE 中位数为 16 倍，平均数为 17 倍，考虑到公司境外收入稳增与境内市场的快速开拓带来的较高业绩弹性，我们给予公司 2019 年 22 倍市盈率，对应 12 元/股目标价。

图表 37：永艺股份历史市盈率走势



资料来源：Wind，华创证券

图表 38：可比公司估值表（2019-07-30）

证券代码	证券简称	股价	市值 (亿)	EPS				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603313.SH	梦百合	17.99	57.60	0.78	1.11	1.50	1.99	23	16	12	9
603816.SH	顾家家居	31.93	192.26	2.36	2.03	2.46	2.96	14	16	13	11
603008.SH	喜临门	10.89	43.00	-1.13	0.60	0.75	0.85	-10	18	15	13
中位数								14	16	13	11
平均数								9	17	13	11
603600.SH	永艺股份	10.01	30.30	0.34	0.55	0.77	1.00	29	18	13	10

资料来源：Wind，华创证券

注：2019-2021 年可比公司 EPS 为 Wind 一致预期值

五、风险提示

贸易摩擦加剧；市场竞争加剧；技术升级不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	334	265	320	377
应收票据	4	5	6	7
应收账款	372	451	543	640
预付账款	21	25	30	35
存货	257	310	369	433
其他流动资产	206	256	307	362
流动资产合计	1,194	1,312	1,575	1,854
其他长期投资	17	17	17	17
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	301	606	881	1,130
在建工程	145	195	245	295
无形资产	79	71	64	58
其他非流动资产	19	15	14	12
非流动资产合计	561	904	1,221	1,512
资产合计	1,755	2,216	2,796	3,366
短期借款	2	7	11	18
应付票据	14	34	44	58
应付账款	454	648	877	1,028
预收款项	15	21	29	42
其他应付款	37	77	127	247
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	50	137	239	403
流动负债合计	572	924	1,327	1,796
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	573	925	1,328	1,797
归属母公司所有者权益	1,173	1,279	1,452	1,548
少数股东权益	9	12	16	21
所有者权益合计	1,182	1,291	1,468	1,569
负债和股东权益	1,755	2,216	2,796	3,366

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	67	249	340	354
现金收益	132	208	306	402
存货影响	-21	-53	-59	-64
经营性应收影响	-157	-89	-103	-108
经营性应付影响	125	261	296	299
其他影响	-11	-77	-101	-175
投资活动现金流	-309	-390	-390	-390
资本支出	-205	-387	-387	-387
股权投资	11	0	0	0
其他长期资产变化	-115	-3	-3	-3
融资活动现金流	385	72	105	93
借款增加	2	4	4	8
财务费用	-130	-62	-210	-271
股东融资	520	520	520	520
其他长期负债变化	-7	-390	-209	-164

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,411	2,977	3,584	4,225
营业成本	2,034	2,456	2,924	3,427
税金及附加	13	16	19	22
销售费用	93	106	117	125
管理费用	89	104	125	148
财务费用	-11	-2	-1	-1
资产减值损失	10	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	11	11	11	11
其他收益	23	10	10	10
营业利润	117	188	266	343
营业外收入	1	1	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	118	189	266	343
所得税	12	20	28	35
净利润	106	169	238	308
少数股东损益	2	3	4	6
归属母公司净利润	104	166	234	302
NOPLAT	96	168	237	307
EPS(摊薄) (元)	0.34	0.55	0.77	1.00

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	31.0%	23.5%	20.4%	17.9%
EBIT 增长率	-16.3%	75.5%	41.7%	29.2%
归母净利润增长率	3.7%	59.7%	41.1%	29.1%
获利能力				
毛利率	15.6%	17.5%	18.4%	18.9%
净利率	4.4%	5.7%	6.6%	7.3%
ROE	8.8%	12.9%	15.9%	19.3%
ROIC	8.6%	12.7%	14.8%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	32.6%	41.8%	47.5%	53.4%
债务权益比	0.3%	0.6%	0.8%	1.2%
流动比率	208.7%	142.0%	118.7%	103.2%
速动比率	163.8%	108.4%	90.9%	79.1%
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.3
应收帐款周转天数	44	50	50	50
应付帐款周转天数	71	81	94	100
存货周转天数	44	42	42	42
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.55	0.77	1.00
每股经营现金流	0.22	0.82	1.12	1.17
每股净资产	3.88	4.23	4.80	5.11
估值比率				
P/E	29	18	13	10
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	42	26	18	14

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500