

8 July 2011 | 14 pages

浙江永强(002489)

品牌收购+物流中心助推经营模式升级

黄薇 执业证书编号: S1230511010005
021-64718888-1813
huangwei@stocke.com.cn

本报告导读:
 > 委外是公司业务模式升级的必经环节
 > 宁波基地是临海模式的复制和升级

投资要点:

■ 全球休闲家具行业平稳增长

欧美发达国家户外休闲家具及用品的需求量占全球近 60%。从金融危机时期的休闲家具销售情况来看,需求并未因经济不景气而倒退,以地中海沿岸为代表的欧洲各国户外休闲的生活习惯已十分稳定,故这些地区的休闲家具行业虽已经进入成熟期,增幅较小但十分稳定。

■ 国内休闲家具龙头企业

公司的经营模式以 ODM 为主,产品设计和研发能力较强,现已拥有三个自主品牌,并于今年 5 月收购了德国 MWH 休闲用品品牌。

欧洲市场目前已经进入了快速增长期,产品已基本覆盖欧洲主要大型超市及部分品牌连锁店。近 2 期财报显示北美市场的销售开始加速,预计将成为继欧洲市场后的又一个盈利来源。

受产能不足的束缚,公司一直以来委外比例较高。尽管委外的毛利低于自产,但由于订单增速大于产能释放增速,在毛利依旧可观的前提下,发展委外可以有效降低生产型企业的重资产属性,加速公司规模扩张。

■ 品牌收购+物流中心助推经营模式升级

未来永强将以自身的客户拓展能力、产品研发能力为据点,借助临海和宁波当地稳定可靠的委外业务提供产能(采购商模式),同时依托杭州湾便捷的交通基建优势向物流配送环节延伸,今后 3 年内永强将处于从生产商到渠道商、品牌商的过渡阶段,逐步实现业务模式的升级转型。

■ 投资建议

预计 2011-2013 年永强的 EPS 分别为 1.37、1.76 和 2.45 元,我们认为给予其 2012 年 20XPE 较为合适,合理估值在 35 元附近,给予“增持”评级。

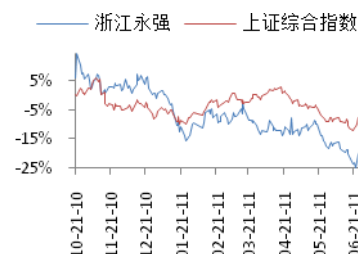
财务摘要(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	2406.41	3077.60	3981.90	4955.94
(+/-)	39.96%	27.89%	29.38%	24.46%
净利润	249.76	328.18	423.09	587.97
(+/-)	40.25%	31.40%	28.92%	38.97%
每股收益(元)	1.04	1.37	1.76	2.45
P/E	30	23	18	13

评级: 增持

上次评级: 首次评级

当前价格: ¥31.58

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.59
4Q/2010	0.24
3Q/2010	-0.10
2Q/2010	0.51



公司简介

相关报告

报告撰写人: 黄薇

数据支持人: 黄薇





正文目录

1. 休闲家具行业增长平稳	3
1.1 欧美是休闲家具消费的主要市场	3
2. 国内休闲家具龙头企业	3
2.1 ODM 凸显研发设计能力	4
2.2 北美市场开拓渐入佳境	5
2.3 委外模式加速规模扩张	6
3. “品牌收购+物流中心”助推经营模式升级	8
3.1 海外收购加快品牌塑造	8
3.2 宁波基地有望复制临海模式	9
4. 盈利预测及投资建议	11
4.1 基本假设	11
4.2 分业务盈利预测	11
4.3 投资建议	12
5. 风险提示	12

图表目录

图 1: 欧洲主要国家及美国的休闲家具市场规模	3
图 2: 永强近年来客户开拓情况	4
图 3: 以生产为中心升级到以品牌&渠道为中心	8
图 4: 德国零售业数据稳中有升	9
图 5: 宁波杭州湾新区的区位优势	10
表 1: 浙江永强在国内的主要竞争对手	4
表 2: 公司 09 年新增北美客户	5
表 3: 公司分产品类别的自有产能情况	6
表 4: 07-10 年公司自产和委外的毛利水平	6
表 5: 08-10 年永强的供应商与客户集中度情况	6
表 6: 临海市近 3 年的轻工业产值	7
表 7: 未来 3 年分业务盈利预测	11
表 8: 利润表预测	12





1. 休闲家具行业增长平稳

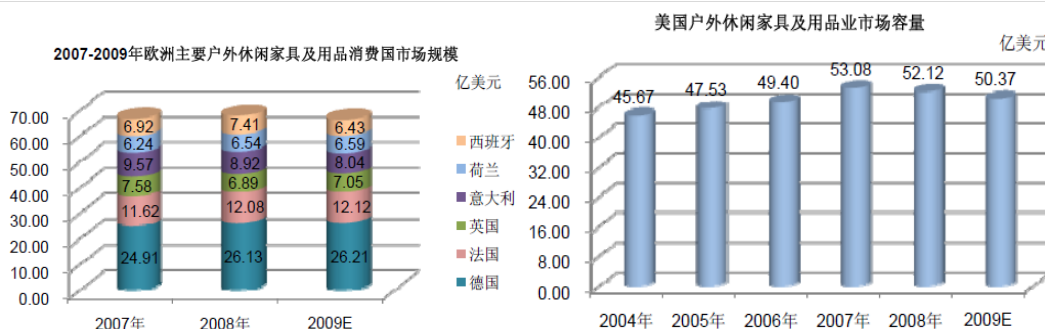
户外休闲家具及用品主要有户外休闲家具、伞类、帐篷、秋千椅等。2004 年至 2009 年全球户外休闲家具及用品市场需求的复合增长率为 4.1%。

从金融危机时期的休闲家具销售情况来看，客户需求并未因经济不景气而倒退，我们认为这主要是由于以地中海沿岸为代表的欧洲各国户外休闲的生活习惯已十分稳定，户外休闲家具是必需品的一种，故这些地区的休闲家具行业虽已经进入成熟期，增幅较小但十分稳定。

1.1 欧美是休闲家具消费的主要市场

目前欧美发达国家户外休闲家具及用品的市场需求量占全球的比重接近 60%。户外休闲家具及用品在欧洲、北美发达国家已形成稳定的市场规模，产业成熟度较高，市场需求稳定。除此以外，亚洲、大洋洲、南美洲、非洲等地区市场需求总量相对较小，但增长速度较快，成为行业发展的新生力量。

图 1：欧洲主要国家及美国的休闲家具市场规模



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 国内休闲家具龙头企业

浙江永强是国内户外休闲家具及用品行业最大的 ODM 制造商。同时也是唯一一家在北美设有销售点的业内公司，其营收中有 95% 都是 ODM 模式，4% 是 OBM，1% 是 OEM。根据海关统计数据，2009 年公司户外休闲家具出口排名位列国内第二、遮阳伞出口排名位列国内第一，帐篷出口排名为国内第四。2009 年公司主营业务收入为 17 亿元人民币，对应当年的全球规模，其市占率为 1.1%。





根据海关总署和中国轻工工艺品进出口商会的统计数据，中国户外休闲家具及用品的出口额由 2004 年的 19.22 亿美元增长至 2008 年的 44.56 亿美元，复合增长率 23.40%。目前我国从事户外休闲家具生产的企业约 400 家，基本以 OEM（Original Equipment Manufacture，原厂设备生产）、ODM（Original Design Manufacture，自主设计制造）市场为主，极少数领先企业进军 OBM（Original Brand Manufacture，自主品牌制造）市场。

表 1：浙江永强在国内的主要竞争对手

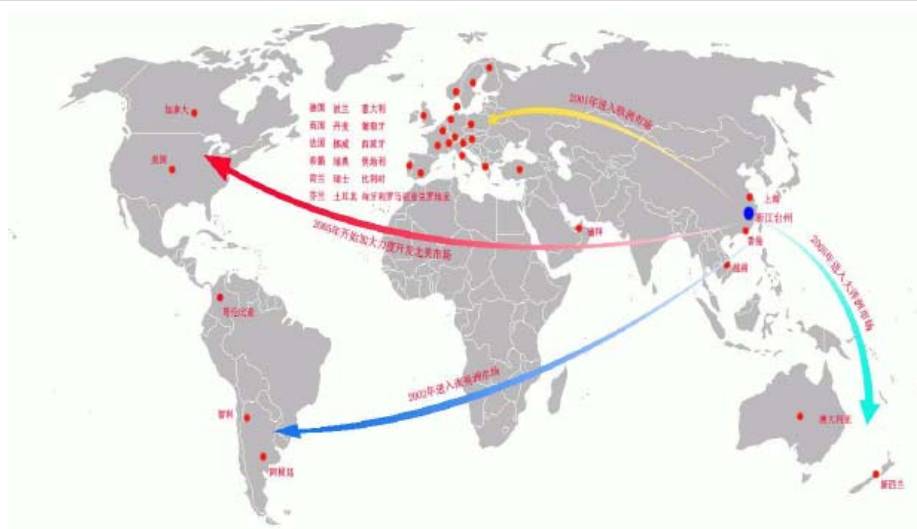
企业名称	主要产品及市场
东莞欣鼎五金塑胶制品有限公司	主要产品是沙滩椅、桌子、太阳伞等，产品 80% 以上出口到欧洲及美国
上海基舜兴休闲制品有限公司、基胜工业（上海）有限公司	主要生产庭院金属家具及其相关用品，产品全部外销至欧美、日本、澳大利亚等国家和地区
佛山市顺德区锡山家具有限公司	主要生产自主品牌的金属户外家具，产品全部出口美国、欧洲

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.1 ODM 凸显研发设计能力

公司的经营模式以 ODM 为主，故产品设计和研发能力较强。截至 10 年 6 月，公司研发中心共有 6 个产品设计部和 1 个打样部，2 个境外设计团队，共 240 人的研发团队。永强在中国境内、德国和美国分别设立研发团队，其中德国、美国子公司还承担市场调研和部分设计任务，其设计研发团队人员主要由当地设计师构成，以便于更好的把脉当地市场。公司还注重对自主品牌的设计和推广，现已拥有“Creador”、“Yotrio”、“Better Garden”三个自主品牌。2007~20101H 由 OBM 业务形成的销售收入占公司主营业务收入的比重分别为 8.62%、6.11%、1.99%和 0.87%。

图 2：永强近年来客户开拓情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所





2.2 北美市场开拓渐入佳境

公司 2001 年进入欧洲市场，经过多年的培育期后，欧洲市场目前已经进入了销售快速增长期，公司产品已基本覆盖欧洲主要大型超市及部分品牌连锁店。这是近年来公司业绩迅速提升的主要因素。05 年后公司加大了北美市场的拓展力度，培育 5 年后北美市场的销售增长也迅速提升，预计将成为继欧洲市场后的又一个盈利来源。

表 2：公司 09 年新增北美客户

客户名称	国家	市场地位	10 年合同额 (美元)
星巴克	美国	为全球最大的咖啡连锁店，1971 年成立，总部坐落美国华盛顿州西雅图市。公司长期计划是在全球开 4 万家店，目前约 1.5 万家。	2000000
Fred Meyer	美国	世界零售业百强之一 Kroger 集团下属的百货公司。Kroger 集团有 3,637 家门店，2008 年度销售额达到 760 亿，公司重点战略目标客户	550210
Stop & Shop	美国	美国区域性领先零售商，有 711 家店，08 年的销售额达到 218.35 亿，公司重点战略目标客户	294553
Home goods	美国	美国零售业领先企业 TJX 的分支机构，TJX 在全球有 2,652 家门店，其中 Home goods 有 318 家，其 2008 年度销售额达到 15.78 亿美元，公司重点战略目标客户	113454
Academy Sports + Outdoors	美国	美国最大的体育用品零售商之一，有 112 家门店，具备地区优势	634504
Dahlsens Building Centres Pty Ltd	澳大利亚	澳大利亚主要经销商	235234
Goodliving Global	澳大利亚	澳大利亚主要经销商	54823
Yale Prima Pty Ltd	澳大利亚	主要为澳大利亚 Mitre 10 Group 供货。Mitre 10 Group 成立于 1953 年，是澳大利亚领先的家居连锁店，目前拥有超过 450 家门店	31585

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司今年 1 季报显示欧洲区实现营收 7.7 亿元，同比增长 8.7%；北美区大幅增长 95.4% 至 2.6 亿元，而相对于年均 50 亿美元的美国市场空间来说，永强目前在北美销售的大幅增长仅是一个开始。





2.3 委外模式加速规模扩张

公司 09 年的委外占比为 30%，2010 年上半年升至近 50%，2011 年 1 季度也大于 30%，我们预计今年上半年该比例接近 40%。

表 3：公司分产品类别的自有产能情况

	2010H		2009		2008		2007	
单位：万件	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
户外休闲家具	约 445	368	约 445	464	约 525	600	约 525	559
遮阳伞	约 140	66	约 140	110	约 140	130	约 140	122
帐篷	约 16	8	约 16	13	约 20	23	约 20	19
合计	约 601	441	约 601	587	约 685	753	约 685	699

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 4：07-10 年公司自产和委外的毛利水平

	2010		2009		2008		2007	
	自产	委外	自产	委外	自产	委外	自产	委外
户外休闲家具	27.9%	20.3%	30.9%	23.1%	26.9%	15.5%	22.6%	13.9%
遮阳伞	33.4%	24.6%	34.0%	24.9%	16.3%	10.2%	19.7%	10.0%
帐篷	37.8%	25.4%	39.2%	25.7%	19.9%	18.9%	17.9%	12.1%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

尽管委外生产拉低了公司整体毛利水平，但我们对委外生产的业务模式依然认同，理由如下：公司 2010 年底自有产能为 600 万件，近年来的订单增速大于产能释放增速，故自主产能不足是发展委外业务的现实原因；其次，在毛利依旧可观的基础上，发展委外可以有效降低生产型企业的重资产属性，加速公司规模扩张。

表 5：08-10 年永强的供应商与客户集中度情况

单位：万	2010 年		2009 年		同比增减 (%)		2008 年	
供应商	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
前五名原材料供应商合计采购情况	17322.0	39.1%	12721.4	22.7%	36.2	72.72	17666.4	19.1%
前五名委外加工供应商合计采购情况	40239.5	66.0%	28847.1	58.5%	39.5	12.91	28239.7	60.2%
	2010 年		2009 年		同比增减 (%)		2008 年	
客户	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
前五名客户销售合计情况	74703.8	31.0%	56787.4	33.0%	31.6	-6	63563.3	31.7%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从更长远的角度看，培育一批稳定可靠的外协供应商，亦是永强未来实现业务模式转型的必经过程。临海市是我国休闲家具生产基地，周围小规模的家私生产厂数量众多，其中不乏在某类产品的生产上有比较优势的小企业，选择该类企业进行委外生产，可以在一定程度上做到双赢，这也是永强依托当地经济特征发展的优势之一。





临海市将休闲用品业列为五大主导产业之一，具体要求是“做强休闲用品”。根据临海市“十二五”规划，休闲用品/礼品产业实施龙头带动战略，通过机制转型，发展加工外包、服务外包等业务,进一步壮大一批骨干企业，推进休闲用品礼品产业集群建设，逐步将临海市打造成为国内休闲用品礼品产业集群示范区、国际有影响力的休闲用品礼品产业基地。

表 6：临海市近 3 年的轻工业产值

单位：亿元	11 年 5 月		10 年 5 月		09 年 5 月	
500 万元及以上工业总产值	271.47	24.9	221.87	20.9	184.67	-1.8
其中：轻工业	117.4	30.8	91.08	15	78.77	-2
重工业	154.07	20.7	130.79	25.5	105.89	-1.7
其中：新产品产值	71.82	22.8	58.51	14.6	51.31	20.3
工业销售产值	264.21	27.2				
工业产品产销率%	97.32	1.8				
2000 万元及以上工业总产值	252.49	24.2				
其中：轻工业	105.79	30.4				
重工业	146.7	20.1				
其中：新产品产值	69.79	22.5				
工业销售产值	246.29	26.6				

资料来源：政府官网，浙商证券研究所

注：09 和 10 年数据来源将 500 万与 2000 万 2 个细项合并为规模以上项，未进行细分

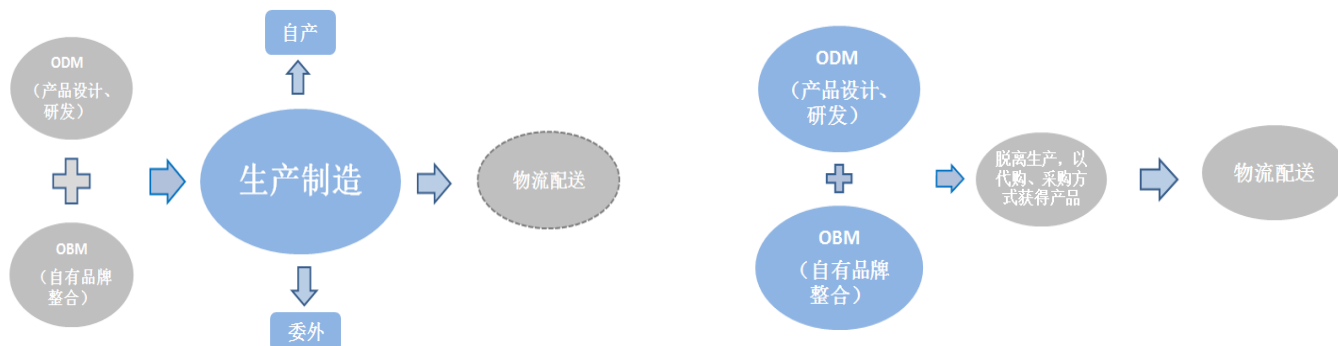




3. 品牌收购+物流中心助推经营模式升级

未来永强将以自身的客户拓展能力、产品研发能力为据点，借助临海和宁波当地稳定可靠的委外业务提供产能（采购商模式），同时依托杭州湾便捷的交通基建优势向物流配送环节延伸，今后 3 年内永强将处于从生产商到渠道商、品牌商的过渡中，逐步实现业务模式的升级转型。

图 3：以生产为中心升级到以品牌&渠道为中心



资料来源：浙商证券研究所

3.1 海外收购加快品牌塑造

2011 年 3 月末公司公告，永强的间接全资子公司 YOTRIO CORPORATION（全资子公司永强（香港）有限公司持有 YOTRIO CORPORATION 全部出资）购买 MWH Metallwerk Helmstadt GmbH（以下简称“MWH 公司”）所有的知识产权或知识产权申请以及部分其它资产。MWH Metallwerk Helmstadt GmbH 主要生产花园家具和附属品，注册于德国，目前已经进入破产清算程序。

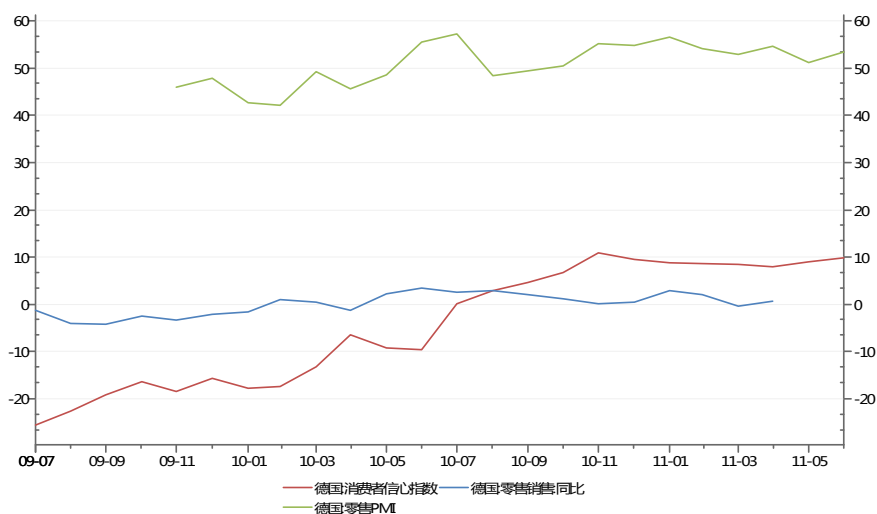
知识产权或知识产权申请包括：MWH 公司在德国专利和商标局（“DPMA”）、欧洲专利局（“EPO”）和内部市场协调局（“OHIM”）登记的知识产权（包括小专利、设计专利、商标和专利）或知识产权申请；其他资产包括：部分存货、样品、设计图纸等资料。所有知识产权价格经双方协商确定为 300 万欧元；其他资产价格经双方协商确定为 89.68 万欧元（含缴纳增值税 15.76 万），总价合计 389.68 万欧元，由 YOTRIO CORPORATION 以自有资金支付。

消费品领域的品牌塑造耗时较长，常规的营销路径在跨国经营模式下往往力不从心，故此次的海外收购能直接利用 MWH 现有品牌进行包装、销售，大大缩短了品牌塑造时间，在一定程度上也降低了风险，是较为理想的品牌塑造方式。





图 4：德国零售业数据稳中有升



数据来源Wind资讯

资料来源：浙商证券研究所

3.2 宁波基地有望复制临海模式

公司 2010 年 10 月 IPO 的超募资金为 15.5 亿元，补充流动资金 2 亿元以后，11 年 5 月末公司公告了超募资金的第一笔投向：（1）5.4 亿元人民币设立全资子公司宁波强邦户外休闲用品公司，实施年产 470 万件户外休闲用品项目；（2）2.1 亿元人民币设立全资子公司宁波永宏户外休闲用品公司，实施户外休闲用品物流中心项目。2 个项目的建设地点均在宁波市杭州湾新区，强邦公司年产 470 万件休闲用品达产后的年营收预计为 14 亿元人民币；永宏户外休闲用品公司年营收预计为 4 亿；合计净利 1.8 亿元，即净利率在 10% 左右，预计 2 个项目将于 2014 年全面投入达到设计规模。

我们认为，公司此次在宁波杭州湾新区建立生产/物流基地，是对临海模式的复制和升级，将提升规模扩张速度，并加快业务转型的节奏。

首先，在宁波市辖区及下属的宁波经开区、北仑保税区、科技园区等开厂经营可享各类税收优惠政策，如：（1）外商投资额在 3000 万美元以上且回收投资时间长的项目，减按 15% 缴纳；其中经营期在 10 年以上的可享受“两免三减半”。（2）出口产值达到当年全部产品产值 70% 以上的产品出口企业减按 10% 的税率缴纳企业所得税。（3）先进技术企业减免期满后，可延长 3 年减按 10% 的税率缴纳企业所得税。这对于以出口为主的企业来说有实质性利好。





其次是地理优势。宁波杭州湾新区位于杭州湾跨海大桥的南岸桥头堡，既处于上海、杭州、宁波、苏州等大都市的几何中心，又处于上海浦东、杭州萧山、虹桥国际、宁波栎社四大机场的中心，时距均在一个小时左右，是长三角地区建设亚太国际门户的重要节点区域，也是浙江省甬台温沿海产业带对接上海的重要载体。

图 5：宁波杭州湾新区的区位优势



资料来源：浙商证券研究所

第三是配套优势。杭州湾新区的前身是慈溪经济开发区，周边的余姚、慈溪等城市工业经济发达，已形成了五金机械、纺织休闲、金属冶炼等 30 多个行业、3000 多种产品的工业体系，集聚了民营企业 10 万多家，拥有塑料、家电、汽配、模具、轴承等 10 多个全国性特色块状产业。配套半径短、民营经济基础好，便于永强培育一批稳定可靠的委外供应商，从而提升接单能力，加速规模扩张。





4. 盈利预测及投资建议

4.1 基本假设

产能：原有产能 600 万件（2010 年底）保持不变；IPO 项目 345 万件：北区 2011 年 4 季度达产，约 170 万件；南区 2012 年下半年达产，约 170 万件；超募资金项目 470 万件：2011 年 8-9 月动工，2012 年 8-9 月投产，2013 年试运行，平均 50%的产能利用率，2014 年达产。

毛利率：2012 生产年度的委外毛利率将稳中有升，自产毛利基本持平，由此判断 2012 年开始公司综合毛利水平不会再降低；南区 170 万件产品和宁波基地的 470 万件有大部分为自有品牌销售，毛利水平在 30%以上，由此从 2014 年开始，公司综合毛利将有所提升；暂不考虑物流配送环节启动后的毛利提升。

4.2 分业务盈利预测

表 7：未来 3 年分业务盈利预测

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
户外休闲家具	销量(万件)	742	947	1230	1523	1843
	单价(元/件)	170	196	200	210	218
	成本(元/件)	121	145	149	153	154
	收入	1263	1853	2460	3198	4018
	毛利率	28.81%	25.88%	25.30%	27.18%	29.35%
遮阳伞	销量(万件)	167	186	200	240	270
	单价(元/件)	151	165	168	176	180
	成本(元/件)	103	114	118	121	124
	收入	253	306	336	422	486
	毛利率	31.69%	30.87%	29.98%	31.39%	31.20%
帐篷	销量(万件)	32	37	44	56	68
	单价(元/件)	593	638	640	645	665
	成本(元/件)	395	423	437	440	450
	收入	193	237	282	361	452
	毛利率	33.51%	33.68%	31.72%	31.78%	32.33%

资料来源：浙商证券研究所





表 8：利润表预测

单位：百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1708	2396	3078	3982	4956
营业成本	1200	1742	2265	2865	3479
毛利率	29.77%	27.29%	26.40%	28.04%	29.81%
主营业务利润	508	654	812	1117	1477
所得税	48	85	102	130	188
净利润	178	250	328	423	588
EPS	0.74	1.04	1.37	1.76	2.45

资料来源：浙商证券研究所

4.3 投资建议

今年永强进行的海外品牌收购及生产/物流基地建设是公司经营模式升级中的重要环节，随着宁波基地带动效应显现和物流配送环节启动，我们认为公司在 2014 年以后可以逐步完成业务模式升级，其规模增长和盈利水平都将进入跳跃式发展阶段。而此前 3 年都属于筹备和打基础阶段，预计营收的 CAGR 27.4%，净利润 CAGR 29.8%，在出口型中小企业来说其发展的速度和质量都值得肯定。结合每股收益和同类公司相对估值倍数，我们认为给予其 2012 年 20XPE 较为合适，合理估值在 35 元附近，给予“增持”评级。

5. 风险提示

欧美国家短期内大幅提升休闲家具产品的安全性要求；

委外供应商供货时间或产品质量出现问题。



附录：三大报表预测值

[illegible]

资料来源：港澳资讯、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

本报告由浙商证券有限责任公司（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，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（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。

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

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

