

恒林股份(603661)/家用轻工

内外需求利好,办公椅行业巨擘蓄势待发

评级: 增持(首次)

市场价格: 45.74 元

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人: 蒋正山

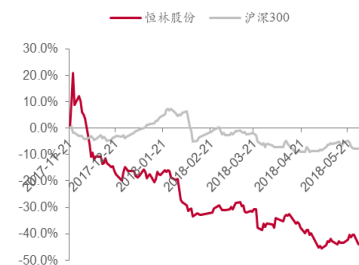
Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

联系人: 徐稚涵

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	25
市价(元)	45.74
市值(百万元)	4574
流通市值(百万元)	1143.5

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,723.03	1,895.89	2,182.97	2,488.93	2,858.54
增长率 yoy%	12.60%	10.03%	15.14%	14.02%	14.85%
净利润	263.76	165.73	185.94	234.70	299.61
增长率 yoy%	39.01%	-37.17%	12.20%	26.22%	27.66%
每股收益(元)	2.64	1.66	1.86	2.35	3.00
每股现金流量	2.45	1.27	4.23	2.54	3.36
净资产收益率	39.85%	7.67%	7.91%	9.08%	10.39%
P/E	17.34	27.60	24.60	19.49	15.27
PEG	0.44	-	2.02	0.74	0.55
P/B	6.78	2.07	1.91	1.73	1.55
备注:					

投资要点

- 国内外需求稳健增长,行业集中度待提升。**在全球一体化背景下,全球坐具市场规模迅速提高,同时国内市场规模随着我国经济的发展而不断壮大,我们估算 2017 年国内办公椅市场规模超 270 亿。公司作为办公椅行业龙头企业,充分受益需求提振而带来的业绩增长。2013-2017 年,公司营收 CAGR 为 14.17%。2018 年 Q1 实现营收 4.44 亿元,同比增长 6.25%。从行业格局看,国外办公家具进口额保持稳定增长,国内办公椅 CR2 仅为 2.35%,龙头企业有望依托自身优势,逐步提高市场份额。
- 外销业务稳定,深耕海外龙头客户。**多年来,公司办公椅年出口额稳居同行业第一,在行业内积累了良好的口碑和品牌形象。2017 年,公司实现营业收入总额 18.96 亿元,其中出口占总收入的 88.21%。公司凭借雄厚的技术实力和卓越的产品品质,通过了欧洲、美国和日本等国家和地区知名采购商的严格认证,与全球知名企业 IKEA、NITORI、Office Depot、Staples、SourceByNet、Home Retail、MGB 建立了长期稳定的合作关系。
- IPO 募投项目逐步落地有望缓解产能压力,保障业绩稳定增长。**近年来,公司多次扩产以解决产能瓶颈对公司盈利能力提升的制约。募投项目投产后,办公椅年产能将由 2017 年的 660 万套扩展至 904 万套,传统沙发年产量将由 2017 年的 60 万套扩展至 110 万套,功能沙发产量将扩展至 25 万套,按摩椅年产量将由 2017 年的 5.72 万套扩展至 11.72 万套。产能的扩充将为公司业绩的持续增长提供保障。
- 公司研发投入较高,创新能力较强。**公司研发团队科研水平较高,目前,公司拥有专利共计 449 项。同时,公司研发投入相对同行较高。近三年公司研发投入占总营收比例维持在 4.5% 以上,大幅领先同业龙头永艺股份(约为 3%)。
- 投资建议:我们预估公司 2018-2020 年实现归母净利润 1.86、2.35、3 亿元,同比增长 12.2%、26.2%、27.7%,对应 EPS 为 1.86、2.35、3 元。我们给予恒林股份 19 年 22X PE,对应价格 51.7 元,首次覆盖给予“增持”评级。**
- 风险提示:国外市场需求不景气的风险,原材料价格大幅上涨风险,汇率大幅波动风险**

内容目录

办公椅外销龙头，业绩稳定增长	- 4 -
国内最大的办公椅制造与出口商	- 4 -
公司业绩稳步增长，盈利能力优异	- 4 -
国外市场需求稳健，国内市场集中度有提升潜力	- 6 -
欧美日是我国办公家具的传统市场	- 7 -
办公椅：国内市场集中度低，仍处于品牌化进程中	- 9 -
深耕大客户助力公司发展	- 12 -
大客户合作稳定，粘性强	- 12 -
大客户发展趋势良好，利好公司稳健成长	- 13 -
把握消费升级趋势，研发产能双管齐下	- 14 -
把握消费升级趋势，拓宽公司盈利点	- 14 -
研发团队优秀，投入同业领先	- 15 -
产能扩充为业绩持续增长提供保障	- 17 -
投资建议	- 17 -
风险提示	- 19 -
国外市场需求不景气的风险	- 19 -
原材料价格大幅上涨的风险	- 19 -
汇率大幅波动风险	- 19 -

图表目录

图表 1: 恒林股份获得荣誉及发展历程	- 4 -
图表 2: 恒林股份股权结构	- 4 -
图表 3: 恒林股份营业收入（亿元）及增速	- 5 -
图表 4: 恒林股份归母净利润（亿元）及增速	- 5 -
图表 5: 恒林股份办公椅产品	- 5 -
图表 6: 恒林股份沙发产品	- 5 -
图表 7: 恒林股份各业务营收占比	- 6 -
图表 8: 恒林股份各业务毛利率	- 6 -
图表 9: 公司业务的内外销结构	- 6 -
图表 10: 公司国内外业务收入规模（亿元）以及增速	- 6 -
图表 11: 2017 年全球按摩器具出口额占比情况	- 7 -
图表 12: 2012-2017 年我国按摩器具出口额及增长率	- 7 -
图表 13: 2016 年我国可调高度的转动坐具出口金额前 5 国家	- 7 -
图表 14: 全球以及美国办公家具消费额（亿美元）	- 8 -
图表 15: 美国办公家具消费及进口额（亿美元）	- 8 -

图表 16: 2013-2017 出口至德国按摩椅金额及增长率.....	- 8 -
图表 17: 2012-2016 日本 65 岁以上人口占总人口比.....	- 9 -
图表 18: 办公椅龙头出口额与占比 (万美元)	- 9 -
图表 19: 2013-2017 我国办公椅行业 CR2 概况.....	- 9 -
图表 20: 2014-2017 我国办公椅行业规模 (亿元)	- 10 -
图表 21: 2012-2017 我国第三产业从业人数占比	- 10 -
图表 22: 中国和美国办公椅占办公家具比重.....	- 10 -
图表 23: 2012-2017 我国人均可支配收入及增长率.....	- 11 -
图表 24: 2012-2017 我国按摩器具市场规模及增长率.....	- 11 -
图表 25: 目前东亚主要国家和地区按摩椅保有率.....	- 11 -
图表 26: 恒林股份主要客户	- 12 -
图表 27: 2017H1 恒林股份前五大客户营收占比	- 12 -
图表 28: 恒林股份大客户合作时间 (年)	- 12 -
图表 29: 大客户对公司产品需求及 2016 采购情况.....	- 12 -
图表 30: 宜家收入和净利润 (亿欧元)	- 13 -
图表 31: 宜家门店数量 (家)	- 13 -
图表 32: NITORI 营业收入 (亿日元)	- 13 -
图表 33: NITORI 净利润 (亿日元)	- 13 -
图表 34: 恒林股份按摩椅产品	- 14 -
图表 35: 恒林股份按摩椅业务营收.....	- 14 -
图表 36: 恒林股份按摩椅产销率.....	- 14 -
图表 37: 恒林股份功能沙发产品.....	- 15 -
图表 38: 美国沙发、功能沙发市场产值 (亿美元)	- 15 -
图表 39: 我国沙发、功能沙发市场产值 (亿元)	- 15 -
图表 40: 恒林股份、永艺股份研发费用 (万元)	- 16 -
图表 41: 恒林股份、永艺股份研发费用营收占比	- 16 -
图表 42: 健康座椅研究内容.....	- 16 -
图表 43: 健康座椅产业发展策略.....	- 16 -
图表 44: 恒林股份分业务产能利用率、产销率.....	- 17 -
图表 45: 恒林股份在建项目	- 17 -
图表 46: 恒林产能扩充情况 (万套)	- 17 -
图表 47: 可比行业公司估值表	- 18 -
图表 48: 恒林股份三大财务报表.....	- 18 -

办公椅外销龙头，业绩稳定增长

国内最大的办公椅制造与出口商

- 公司创始于 1998 年，是一家集办公椅、沙发、按摩椅及配件的研发、生产与销售为一体的国家高新技术企业，是国内领先的健康坐具开发商和目前国内最大的办公椅制造商及出口商之一。根据海关总署全国海关信息中心及中国轻工工艺品进出口商会统计，2008 年至 2017 年 6 月，公司办公椅年出口额稳居同行业第一。
- 2017 年 11 月 21 日，恒林股份以 56.88 元/股价格在上交所完成首次发行上市，总流通股本 2500 万股，募集资金总额人民币 14.22 亿元，实际募集资金净额为人民币 13.66 亿元。

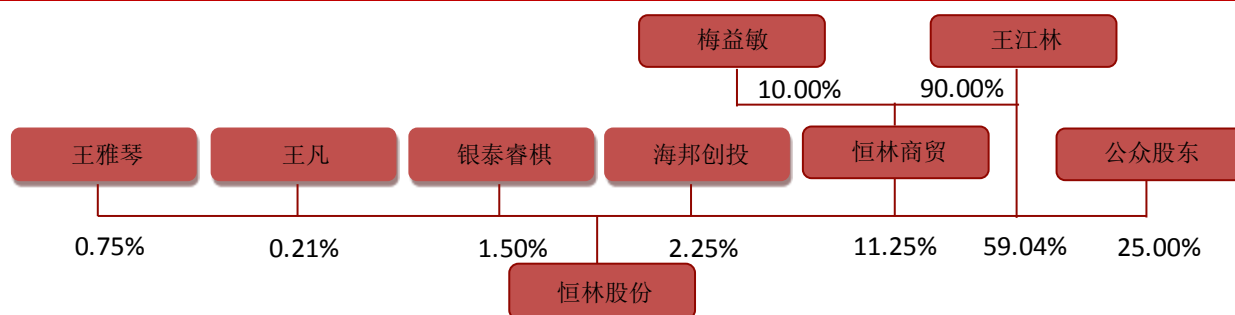
图表 1: 恒林股份获得荣誉及发展历程

时间	事件
1998	创立安吉县恒林家具有限公司
2005	更名为浙江恒林家具有限公司
2007	股改后改制为浙江恒林椅业股份有限公司，生产基地扩大至 13 万平方米
2010	出口额超 1 亿美元；建设年产 400 万套绿色环保坐具生产线项目
2017	公司于上海证券交易所 A 股主板上市

来源：公司官网、中泰证券研究所

- 公司股权结构集中，利于长期发展。王江林是公司的实际控制人，直接持股 59.04% 公司股份；通过拥有恒林商贸 90.00% 的股份从而间接拥有公司 10.13% 的表决权，合计拥有公司 69.17% 的表决权股份。公司股权集中，利于公司的稳定经营和长期发展。

图表 2: 恒林股份股权结构

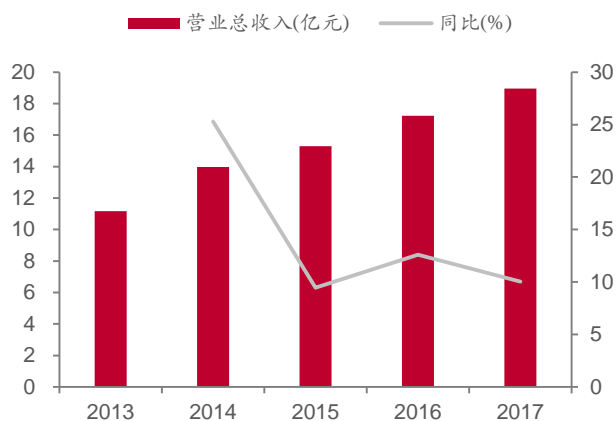


来源：公司公告、中泰证券研究所

公司业绩稳步增长，盈利能力优异

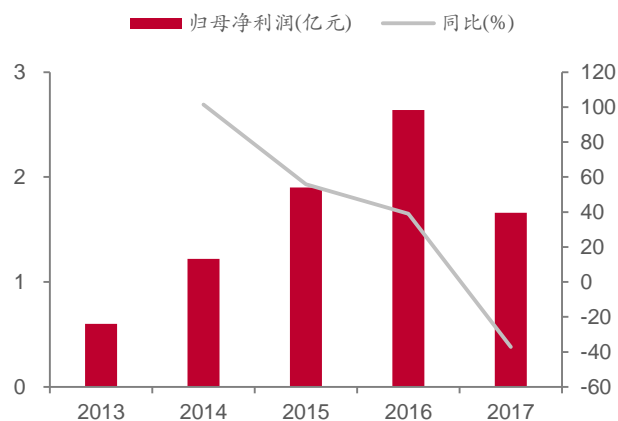
- 公司业绩稳健增长。公司营业收入由 2014 年的 11.16 亿增长到 2017 年的 18.96 亿元，2013-2017 年营收 CAGR 为 14.17%。2018 年 Q1 实现营收 4.44 亿元，同比增长 6.25%；归母净利润从 2014 年的 0.6 亿增长到 2017 年的 1.66 亿元，年均复合增速为 28.97%，2018 年 Q1 实现归母净利润 0.2 亿元，同比下滑 62.77%。

图表 3: 恒林股份营业收入 (亿元) 及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 恒林股份归母净利润 (亿元) 及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 公司主营业务包括办公椅，沙发和按摩椅三部分。2017 年公司办公椅、沙发和按摩椅的营收占比分别为 56%、31%和 4%。公司按摩椅是盈利能力最好的产品，2017 年毛利率为 36.75%，同比下降 8.21 个百分点，主要是因为原材料价格上涨所致；沙发和办公椅 2017 年毛利率分别为 26.37%和 24.12%。

图表 5: 恒林股份办公椅产品



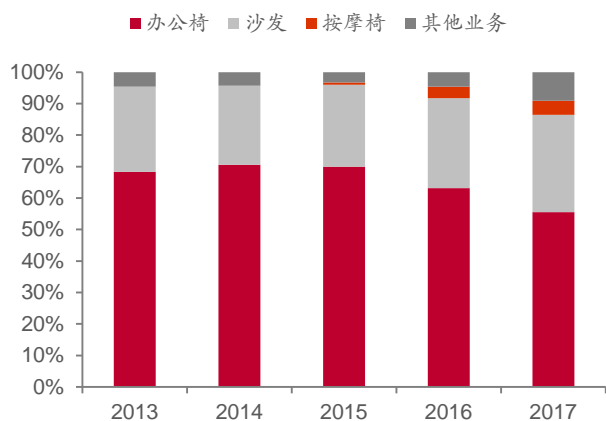
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 恒林股份沙发产品



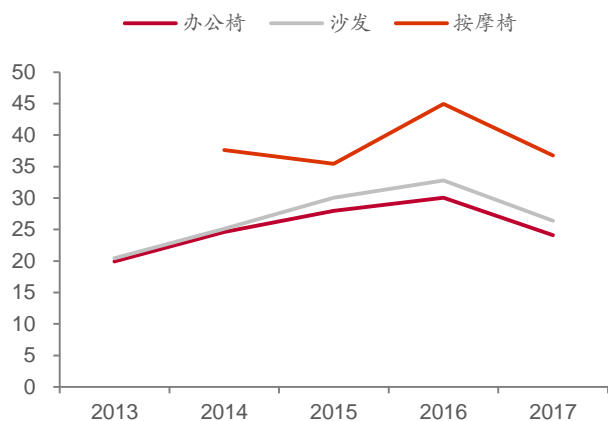
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 恒林股份各业务营收占比



来源: 公司公告、中泰证券研究所

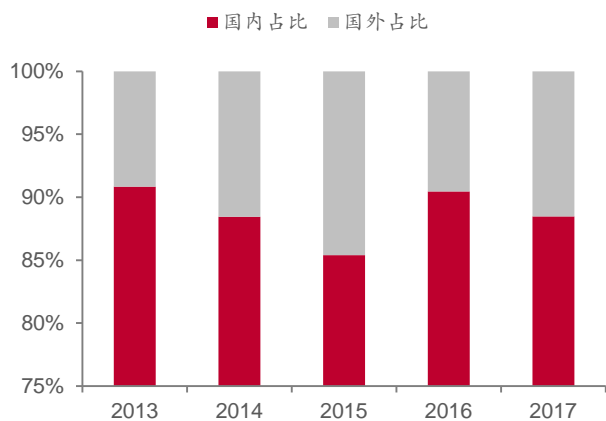
图表 8: 恒林股份各业务毛利率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

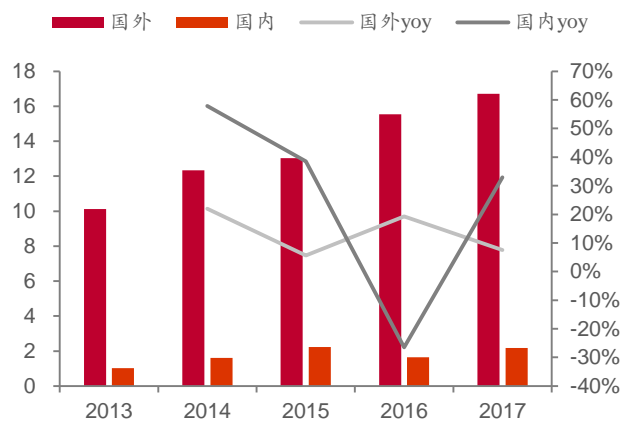
- 公司收入主要源于海外市场, 公司办公椅年出口额稳居同行业第一。主营业务以出口为主, 出口占比保持在 85% 以上。公司积极发展新客户和新市场, 目前公司产品出口到世界上 100 多个国家和地区, 境外客户达 300 多个。

图表 9: 公司业务的内外销结构



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 10: 公司国内外业务收入规模 (亿元) 以及增速



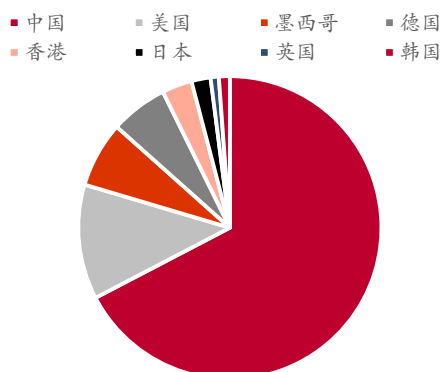
来源: 公司公告、中泰证券研究所

国外市场需求稳健, 国内市场集中度有提升潜力

海外需求提振, 中国乃按摩器具全球生产基地

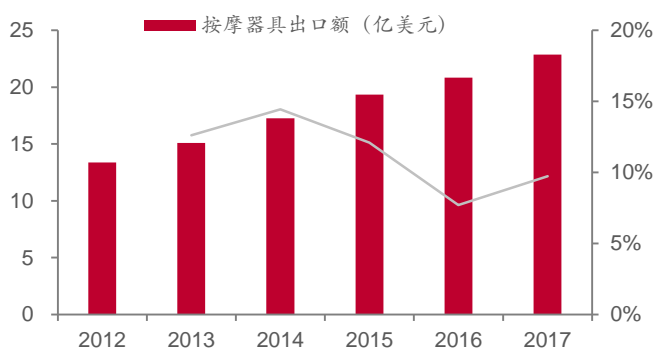
- 在全球一体化的背景下, 全球按摩器具市场规模迅速发展。目前已形成北美、欧洲和东亚几个主要消费区域, 而在生产领域, 伴随着中国作为世界制造中心的崛起, 全球按摩器具产业链开始向我国转移。我国按摩器具产业链完整, 是全球按摩器具的研发与制造中心, 是全球最大的按摩椅出口国, 整体技术实力稳步提升。2017 年, 我国按摩器具出口总额超过 22 亿美元, 超全球总额六成, 同比增长 9.72%。

图表 11: 2017 年全球按摩器具出口额占比情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 2012-2017 年我国按摩器具出口额及增长率



来源: wind、中泰证券研究所

欧美日是我国办公家具的传统市场

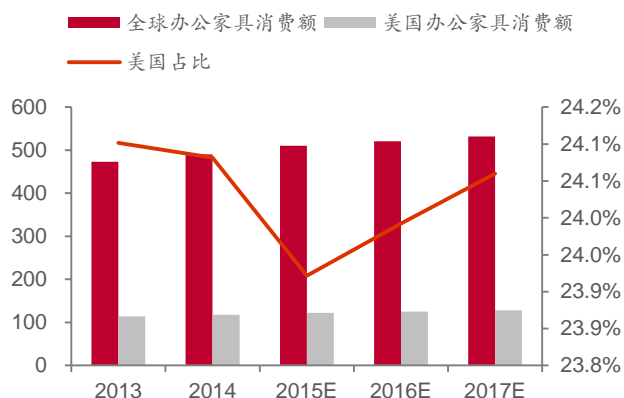
- **欧美及日本等发达经济体是办公椅的传统市场。**办公椅的市场需求与经济发展水平相关度高,在我国 2016 年可调节高度的转动坐具出口数据统计中,美国以 6.18 亿美元占 31.39%的份额排名第一,其中前 20 国中的 8 个欧洲国家累计占比达 23.40%,与美国共同构成了我国办公椅出口的主要市场。

图表 13: 2016 年我国可调高度的转动坐具出口金额前 5 国家

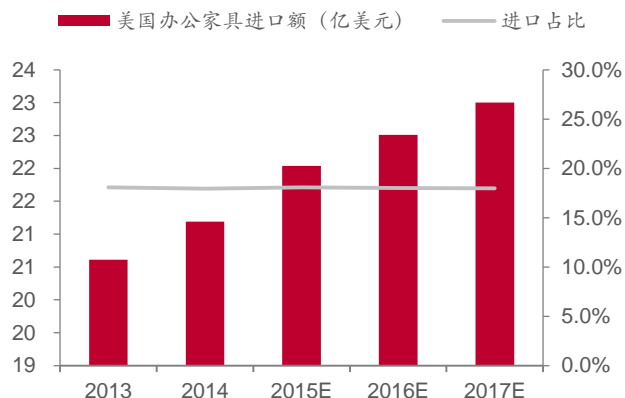
序号	出口国家	出口金额 (亿美元)	出口占比
1	美国	6.18	31.39%
2	德国	1.2	6.10%
3	英国	1	5.09%
4	日本	0.96	4.85%
5	澳大利亚	0.64	3.24%

来源: 海关信息网、公司公告、中泰证券研究所

- 美国是全球最大的办公家具消费国,世界首位的经济体量和高度发达的经济水平创造了广阔的办公家具市场。基于美国经济的复苏,以及家具制造业的发展滞后,我们认为短期内美国办公家具对进口的依赖将会加强。保守假设进口比例维持在 2014 年 18%的水平,2017 年美国办公家具的进口规模将达 23 亿美元。美国办公家具制造商协会数据显示,办公椅在美国办公家具消费中的比例长期处于较高水平,并由 2005 年的 26.30%稳定上升至 2010 年的 31.50%,2014 年为 28.8%。以 28.8%的数字保守估计,2017 年美国办公椅进口规模有望到达 6.6 亿美元。

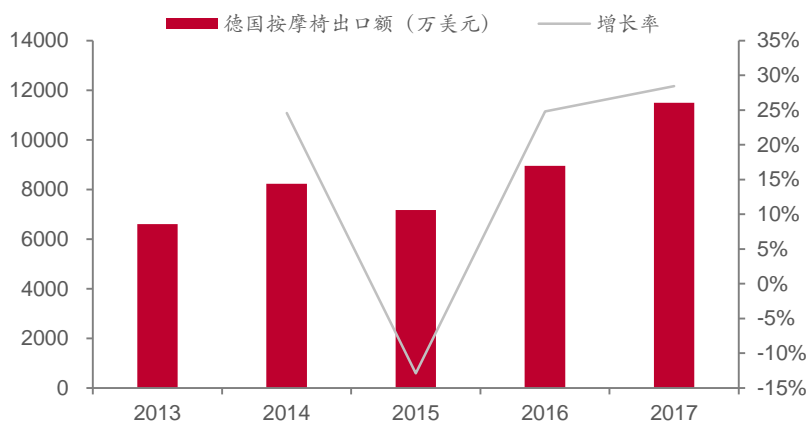
图表 14: 全球以及美国办公家具消费额 (亿美元)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 美国办公家具消费及进口额 (亿美元)


来源: wind、中泰证券研究所

- 欧洲的社会经济发展水平高, 消费能力强, 也是全球办公家具的主要市场之一。德国、意大利等国办公椅制造历史悠久, 工艺成熟, 专业程度高, 但整体制造规模没有优势。特别是在全球家具贸易的冲击之下, 欧洲办公椅进口需求日渐上升。近年来, 我国对欧洲的按摩椅出口金额逐年走高, 以德国为例, 2017 年我国对德国的按摩椅出口额为 1.15 亿美元, 同比增长 28.43%。

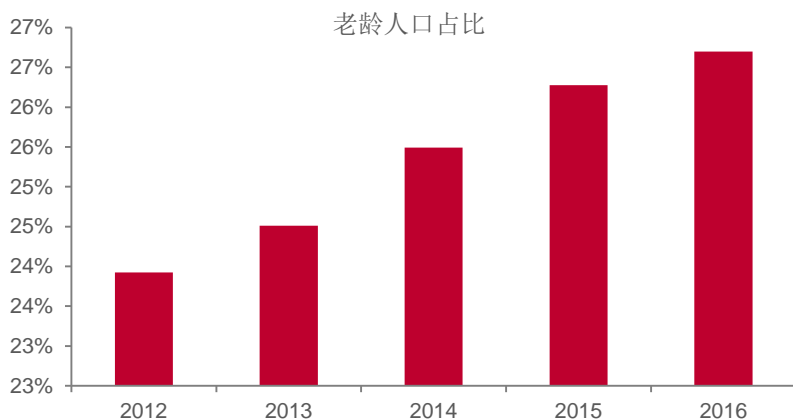
图表 16: 2013-2017 出口至德国按摩椅金额及增长率


来源: wind、中泰证券研究所

- 日本办公椅市场需求大, 但高度依赖于进口, 中国是潜在的最大进口国。日本工薪阶层人数众多, 企业文化和管理方式造成劳动者工作压力普遍较大, 人们对舒适的办公椅有着较强的需求, 因此在近年经济较为低迷的情况下, 日本的办公椅存量市场仍然具有可观的规模; 尽管日本的办公椅制造业发达, 但本土制造商大多更注重产品科技含量的提升, 生产规模有限, 对进口依赖较大。基于我国与日本之间便利的地缘条件, 以及目前相对较低的人力成本, 我国办公椅在日本市场仍将具备竞争优势, 未来日本依然是我国办公椅重要的出口市场。
- 此外, 中老年人是按摩椅的重要消费群体, 日本目前 65 岁以上人口数量 3342 万, 占全国人口比例 26.7%, 日本含有 65 岁以上老人的“高龄者家庭”在 2012 年达到 1024.1 万户, 占日本家庭比重 21.3%, 老龄化

成为日本社会经济的重要趋势。根据日本矢野经济研究所估计，日本按摩椅家庭保有率超过 27%，预计未来几年仍将维持每年 600 亿日元左右的市场需求水平。

图表 17: 2012-2016 日本 65 岁以上人口占总人口比

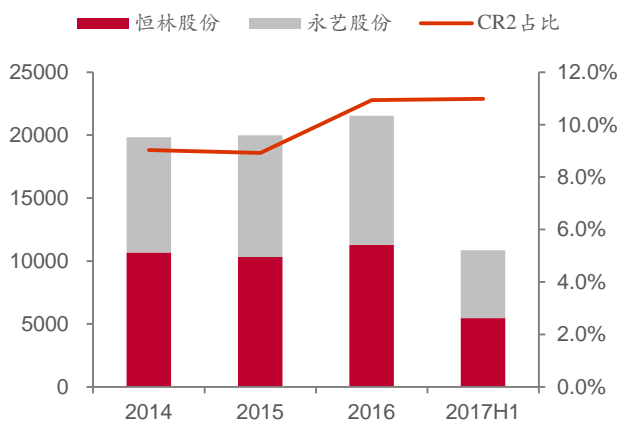


来源: wind、中泰证券研究所

办公椅: 国内市场集中度低, 仍处于品牌化进程中

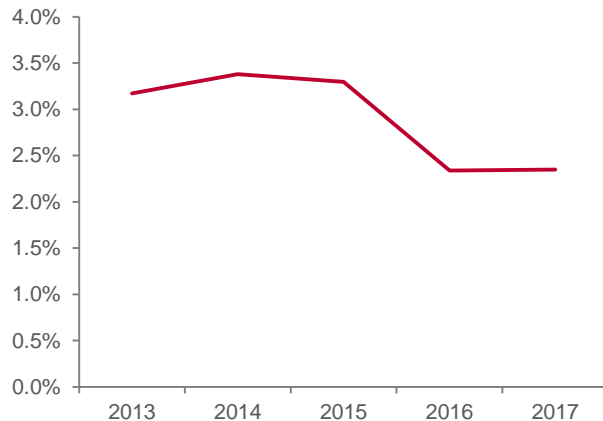
- **办公椅以出口为主, 龙头出口份额逐步增长。**基于国外市场对办公椅的稳定消费需求, 当前我国办公椅行业龙头企业销售以出口为主, 行业内前两大企业恒林股份、永艺股份办公椅出口金额占行业总出口金额的比重由 2014 年的 9% 提升至 2017H1 的 11%。
- **国内市场格局分散, 龙头份额提升潜力可观。**国内市场上, 由于办公椅行业准入门槛较低, 因此从事办公椅生产的厂家数量较多, 大到上市公司, 小到无数家小作坊式工厂, 所以办公椅行业的行业集中度偏低且充斥着大量的低端产品。2017 年, 我国办公椅行业规模约为 276 亿元, 但 CR2 (永艺股份、恒林股份) 仅为 2.35%, 市场格局极为分散, 行业集中度尚有提升空间。

图表 18: 办公椅龙头出口额与占比 (万美元)



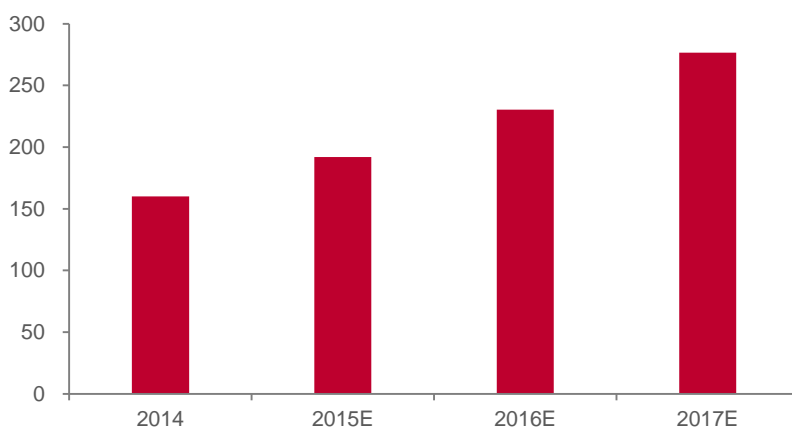
来源: 海关信息服务中心、中泰证券研究所

图表 19: 2013-2017 我国办公椅行业 CR2 概况



来源: wind、中泰证券研究所

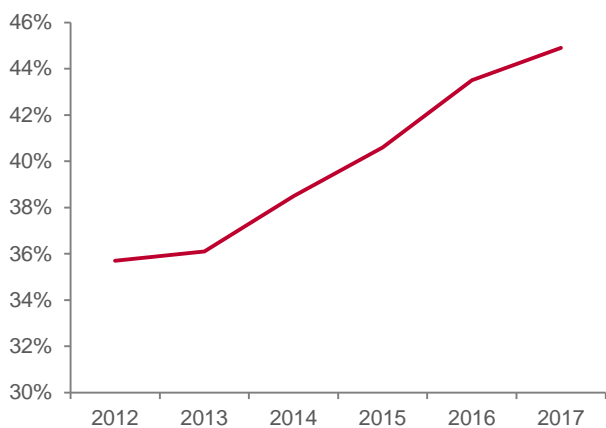
图表 20: 2014-2017 我国办公椅行业规模 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

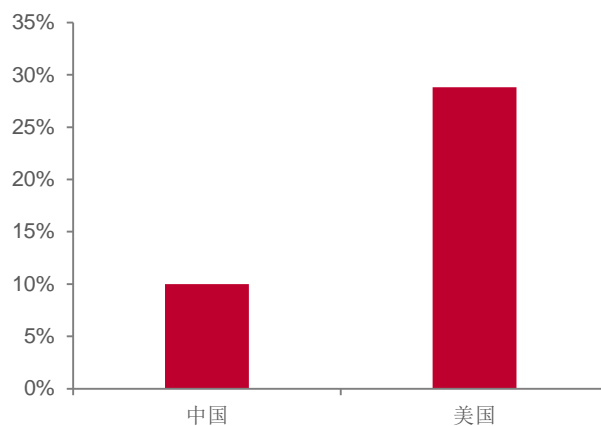
- 办公椅消费市场待开发, 产业转型升级或将成为催化剂。**目前, 我国经济发展的最大特点是经济发展模式的转变, 产业结构调整 and 转型升级的速度加快, 从事第三产业的就业人口增长明显, 2017 年, 我国第三产业从业人数占总人口比例 44.9%, 较 2012 年增长了近 10 个百分点。对标北美, 北美地区是全球办公椅消费比例最大的地区, 办公椅占办公家具的比例达到了 28% 左右, 而我国办公椅消费仅占办公家具消费的 10% 左右, 增长潜力较大。

图表 21: 2012-2017 我国第三产业从业人数占比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 中国和美国办公椅占办公家具比重



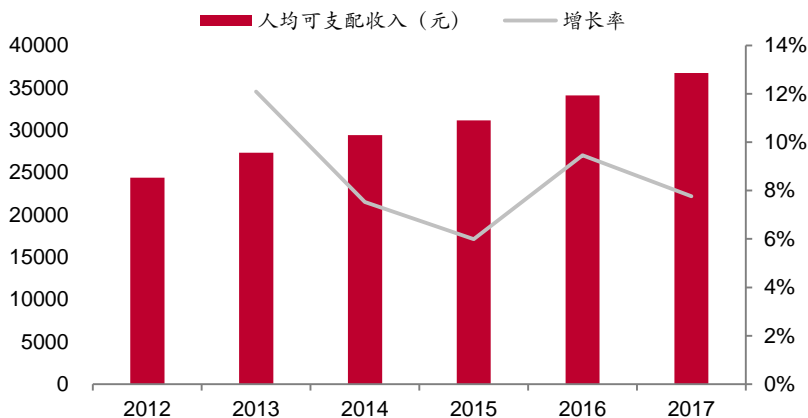
来源: 美国办公家具制造商协会、公司公告、中泰证券研究所

- 品牌价值逐步显现, 龙头企业有望受益。**消费升级趋势下, 健康导向消费品诉求提升。传统的办公椅龙头厂家都向新功能、新技术、新材料、新应用及新设计的方向转型, 而小厂由于研发资金的缺乏被迫沦为代工厂。此外, 环保高压之下, 原材料价格不断抬高企业生产成本, 而大厂具备规模和品牌优势, 有一定的品牌议价权且具备成本优势, 国内的中小办公椅企业由于缺失规模效应和品牌渠道力量逐渐被淘汰。

按摩椅：国内市场前景广阔，家用产品极具潜力

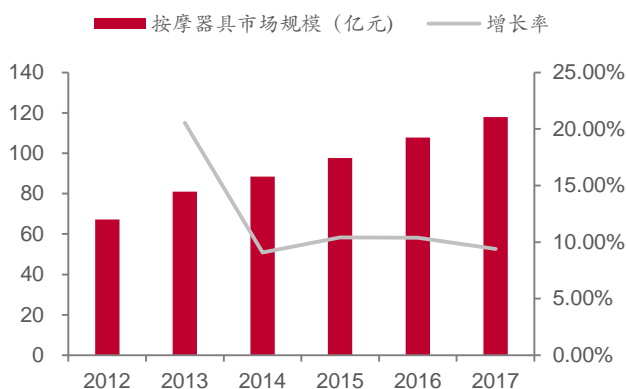
- **收入增长促消费升级，按摩椅家庭消费市场已具雏形。**按摩器具的市场需求与人们的收入水平成正相关。2017年，我国城镇居民人均可支配收入为36747.7元，同比增长7.77%。根据恒林股份披露信息，高收入人群有能力覆盖价格在5000-30000元区间的按摩椅产品。随着国内城镇居民可支配收入的上升，我国按摩器具市场规模发展空间广阔。产业信息网数据显示，国内按摩器具的市场规模有望逐年提升，2016年约为100亿，预计2020年将达到200亿。
- **我国现阶段按摩椅保有率较低，市场前景广阔。**东亚的韩国和我国的台湾、香港地区对按摩理论也有较好的理解和认同，是按摩椅较为重要的制造地和消费市场。但是，我国按摩椅保有率不足2%，远低于日韩等发达国家。随着经济发展水平的提高，按摩椅家庭保有率可望逐步提升，我国按摩椅市场拥有较大的发展空间。

图表 23：2012-2017 我国人均可支配收入及增长率



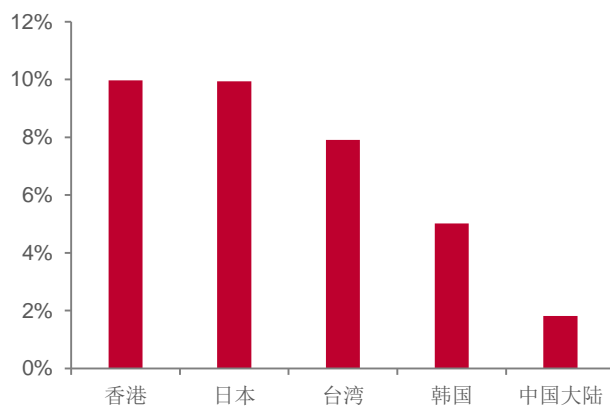
来源：wind、中泰证券研究所

图表 24：2012-2017 我国按摩器具市场规模及增长率



来源：wind、中泰证券研究所

图表 25：目前东亚主要国家和地区按摩椅保有率



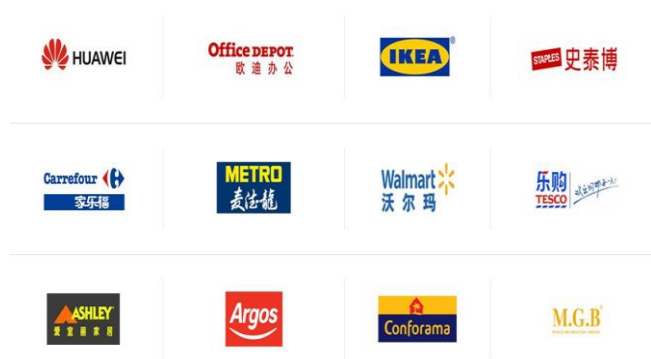
来源：产业信息网、中泰证券研究所

深耕大客户助力公司发展

大客户合作稳定，粘性强

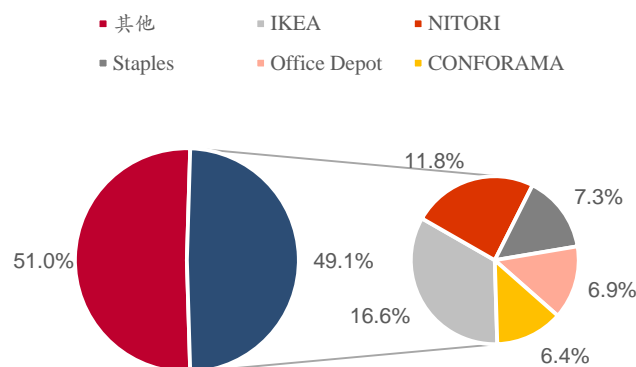
- **主要客户占营收比重稳健提升。**公司凭借雄厚的技术实力和卓越的产品品质，通过了欧洲、美国和日本等国家和地区知名采购商的严格认证，与全球知名企业 IKEA、NITORI、Office Depot、Staples、SourceByNet、Home Retail 建立了长期稳定的合作关系。2013-2017H1，公司的前五大客户营收占比均维持在 45%以上，2017H1 该比例为 49.1%。

图表 26: 恒林股份主要客户



来源：公司公告、中泰证券研究所

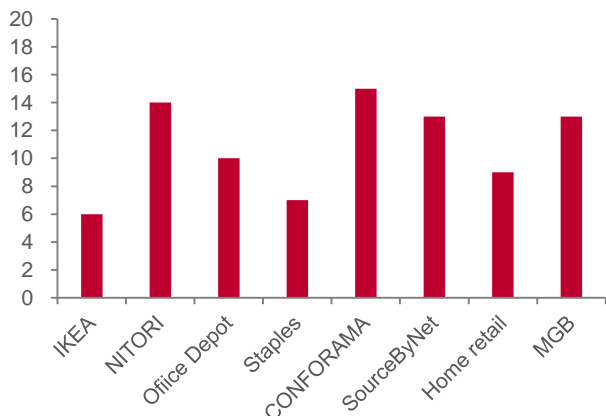
图表 27: 2017H1 恒林股份前五大客户营收占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

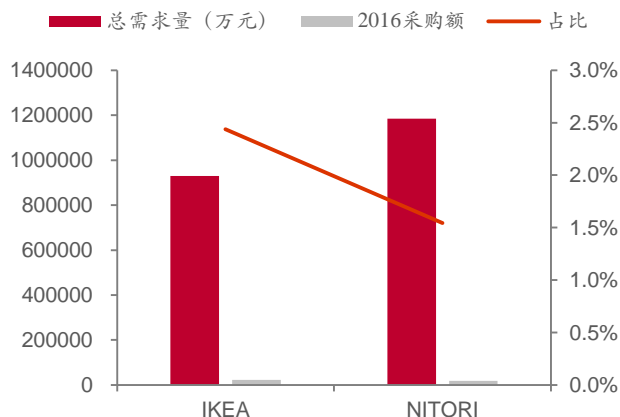
- **大客户合作关系稳定，合作潜力较大。**公司与大客户之间建立了长期稳定的合作关系，前八大客户的平均合作年限达到了 10 年，为公司的业绩打下坚实的基础。IKEA 和 NITORI 作为公司的前两大客户，对公司相应的产品需求分别达到 93 亿、118.4 亿，其 2016 年向公司采购的金额分别为 2.3 亿、1.8 亿，占比分别为 2.4%、1.5%，仍有较大的提升空间。

图表 28: 恒林股份大客户合作时间 (年)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 29: 大客户对公司产品需求及 2016 采购情况

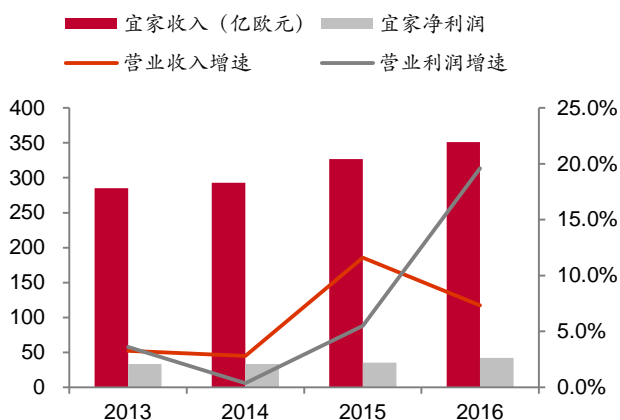


来源：公司公告、中泰证券研究所

大客户发展趋势良好，利好公司稳健成长

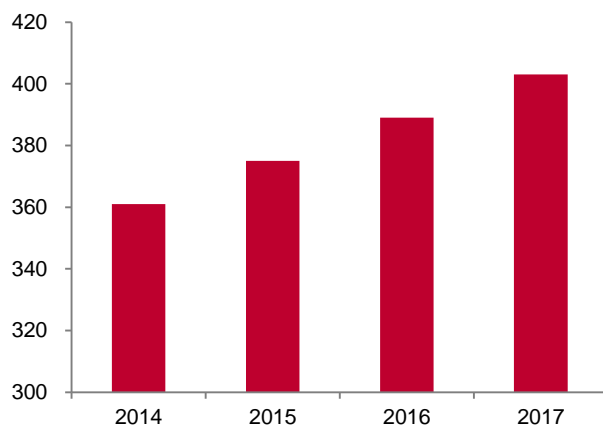
- 起源于瑞典的宜家（IKEA）为全球最大的家具家居用品商家，也是公司最大的客户。宜家采取开设大店的方式为消费者提供一站式购物场景，独立在世界各地开设卖场，专卖自行设计的产品，直接面向消费者从而控制产品的终端销售渠道。截止 2016 年，宜家共有商场数量 389 家，覆盖 48 个国家与地区，零售总面积 11 万平方米，平均每个商场面积约为 2.8 万平方米。宜家主要销售地区为欧洲，销售额占比为 69%，其次是北美和亚太地区，占比分别为 18%和 9%。

图表 30: 宜家收入和净利润 (亿欧元)



来源: IKEA 年报、中泰证券研究所

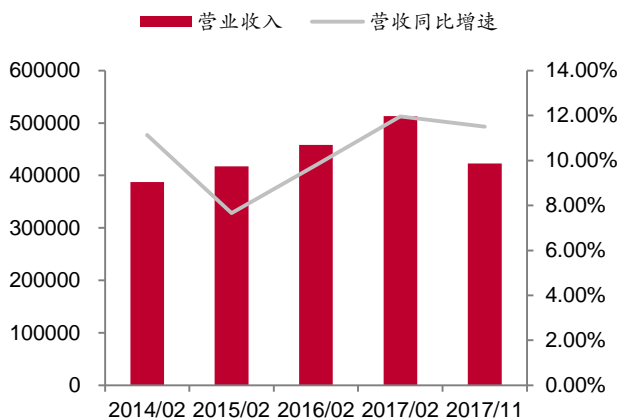
图表 31: 宜家门店数量 (家)



来源: IKEA 年报、中泰证券研究所

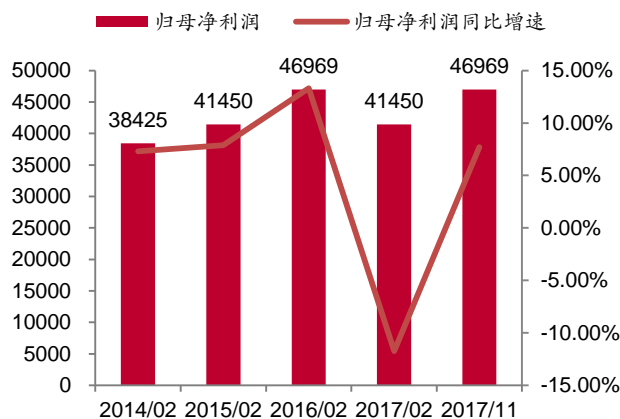
- NITORI（尼达利）是日本最大的家具连锁品牌，也是公司第二大客户，经过 50 年的发展，已经发展成日本最大的家具和家居连锁品牌。截止 2017 年 11 月，其销售额达 4227 亿日元，同比增长 11.50%，归母净利润为 470 亿元，同比增长 7.7%；已有店铺 471 家，其中海外店 43 家，含中国台湾 27 家、美国 5 家和中国大陆 11 家，且 2017 年计划在全球增开 61 家门店。NITORI 被誉为“精华版的宜家”和“平价版的无印良品”，2016 年，NITORI 在日本同类品牌市场中销量第一，市场占有率超过 53%，为同期宜家在日销量的 7 倍、无印良品销量的 2 倍。

图表 32: NITORI 营业收入 (亿日元)



来源: NITORI 官网、中泰证券研究所

图表 33: NITORI 净利润 (亿日元)



来源: NITORI 官网、中泰证券研究所

把握消费升级趋势，研发产能双管齐下

把握消费升级趋势，拓宽公司盈利点

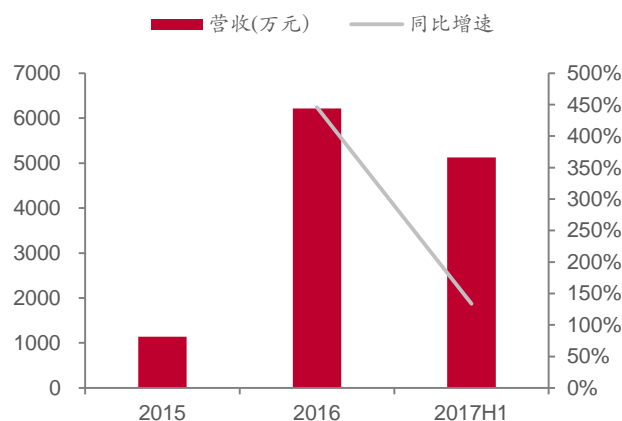
- **高附加值产品推出，打开企业成长空间。**公司主打沙发按摩椅，自 2015 年度开始生产销售以来在国际市场颇受欢迎，销量增长迅速，主要是由于其单价和产品外观设计上有一定的优势。常规按摩椅的单价一般在 650-1600 美元之间，而沙发按摩椅相对便宜，单价在 230-1000 美元之间，且沙发按摩椅的产品体积较小，外观设计上时尚且风格多样，故成为公司按摩椅的主要销售产品以及未来主推产品和销售增长点。2014 年开始进入按摩椅行业，推出自主品牌产品“苔米”按摩椅，市场地位快速提升。

图表 34: 恒林股份按摩椅产品



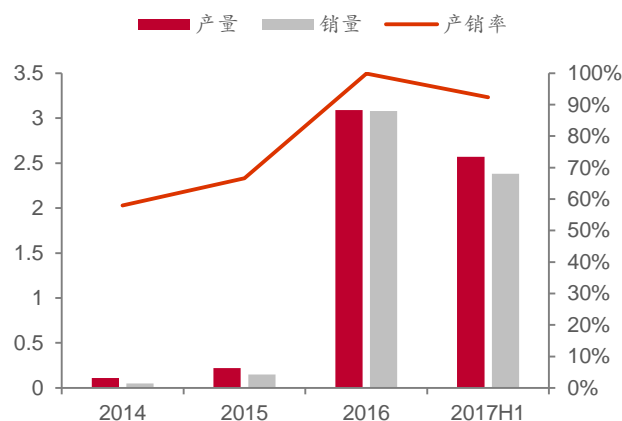
来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 35: 恒林股份按摩椅业务营收



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 36: 恒林股份按摩椅产销率



来源：公司公告、中泰证券研究所

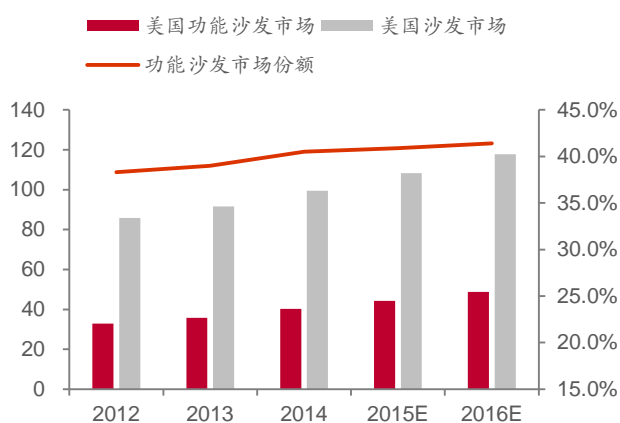
- **功能沙发打造沙发新增长极。**未来国内功能沙发渗透率提升空间大。功能沙发跟传统沙发相比，增加了姿态调整、可转动、拉伸、自由组合等功能。受消费习惯的影响，以美国、欧洲为首发达国家是功能沙发消费的主力军。随着我国人口老龄化，市场对功能性沙发需求将不断增加。Euromonitor 预计中国功能沙发市场渗透率将以每年 0.3%~0.5% 的速度提高，预计 2017 年中国功能沙发市场占比将达到 11.1%。参考美国功能沙发市场占比维持在 40% 左右，未来功能沙发市场有望不断扩大。

图表 37: 恒林股份功能沙发产品



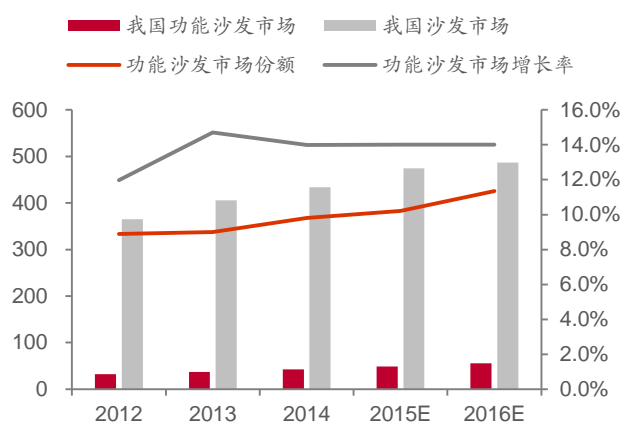
来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 38: 美国沙发、功能沙发市场产值 (亿美元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 39: 我国沙发、功能沙发市场产值 (亿元)



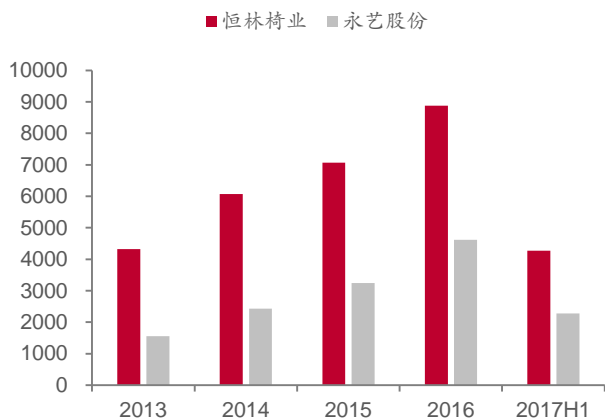
来源: Euromonitor、公司公告、中泰证券研究所

研发团队优秀，投入同业领先

- 公司定位中高端市场，有近二十年的坐具生产经验和近十年的坐具研发设计经验，产品品类丰富。公司于 2007 年成立研发技术部门，在传统制造业中率先进行产业转型升级。目前，恒林研发团队达到上百人，并设立了我国办公椅行业首家院士专家工作站，创造性地将人体力学、人体工效学设计理念和健康科技融入产品中。2013 年公司“总裁椅”获中国家具设计奖办公科技奖，“午休椅”获第 31 届中国（广州）国际家具博览会功能创新奖，2014 年“埃菲尔（Eiffel）椅”获第 33 届中国（广州）国际家具博览会设计奖。
- 公司研发投入远超竞争对手。截至 2017 年 12 月 31 日，公司拥有发明专利 12 项，实用新型专利 93 项，外观设计 309 项，国际专利 35 项。2014 年至 2017 年 H1 公司研发投入分别为 6071.9 万元、7068.7 万元、8883.1 万元和 4273 万元，而永艺股份研发投入分别为 2431 万元、3246

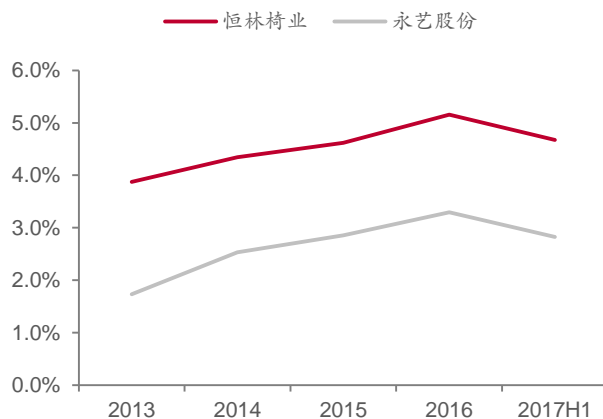
万元、4615 万元和 2278 万元，恒林股份研发投入远超同行。

图表 40：恒林股份、永艺股份研发费用（万元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

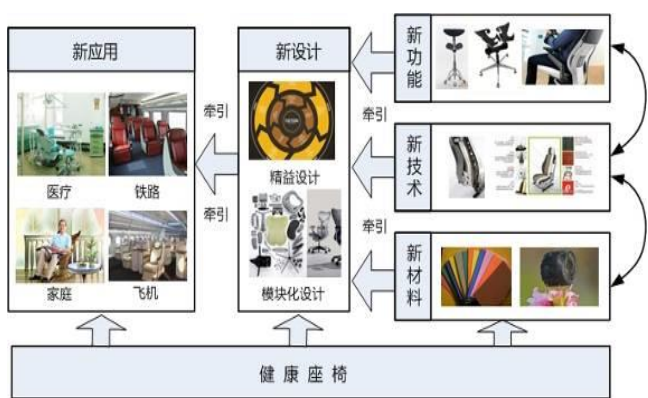
图表 41：恒林股份、永艺股份研发费用营收占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

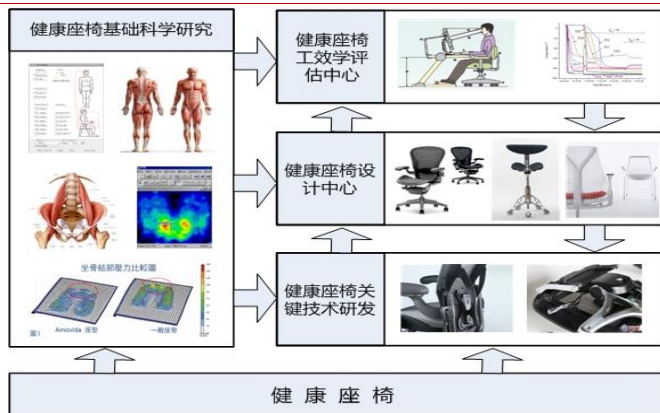
- **健康座椅将围绕人的健康舒适为中心，以用带研，开展 5 个新方面的研究，即：新功能、新技术、新材料、新应用及新设计（资料来自安吉县健康座椅产业升级发展建议书，作者：浙江大学工业设计工程中心）。公司以这 5 个新的研究方向为起点，不断开发新的产品功能，开发全新技术，利用新材料和新设计将产品推向新的应用领域，目前已经取得阶段性进步。未来，公司将进一步立足这 5 个研究领域，为消费者带来更好的产品体验。**
- **公司奉行健康座椅产业发展理念。**围绕健康座椅产业的发展，恒林股份研发团队注重基础科学研究、关键技术研发、健康座椅设计中心、健康座椅工效学评估中心等 4 个领域的技术开发工作。研发团队针对人（人体工程学、人机工效学、健康科学、用户体验）、产品（新技术、新材料、工业设计方法）以及环境（如热、舒适度、噪音）开展基础性科学研究，为产品开发和销售经营提供科学依据。因此，公司办公椅、按摩椅等产品能够很好的满足消费者需求，这也是公司业绩增长重要的内在驱动力。

图表 42：健康座椅研究内容



来源：安吉县健康座椅产业升级发展建议书-浙江大学工业设计工程中心、中泰证券研究所

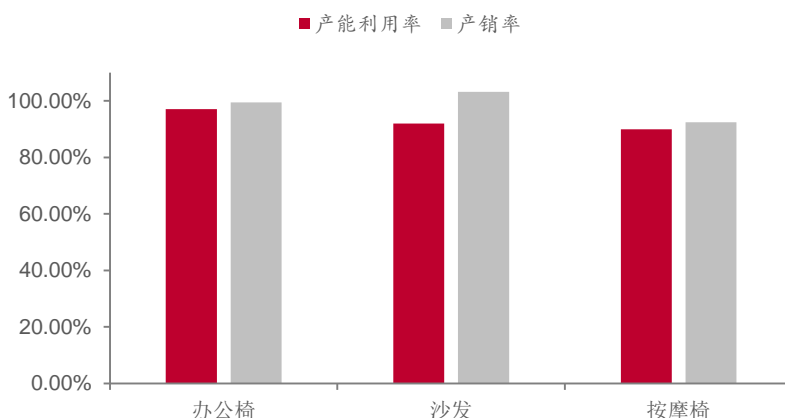
图表 43：健康座椅产业发展策略



来源：安吉县健康座椅产业升级发展建议书-浙江大学工业设计工程中心、中泰证券研究所

产能扩充为业绩持续增长提供保障

- IPO 募投项目有望缓解产能压力。**近年来，公司多次扩产以解决产能瓶颈对公司综合竞争力提升的制约，但因下游市场空间可观，公司现有产能仍无法满足日益增长的市场需求，公司的各业务的产能利用率和产销率都接近 100%。项目投产后办公椅年产能将由 2017 年的 660 万套扩展至 904 万套，传统沙发年产能将由 2017 年的 60 万套扩展至 110 万套，功能沙发产能将扩展至 25 万套，按摩椅年产能将由 2017 年的 5.72 万套扩展至 11.72 万套。产能的扩充将为公司业绩的持续增长提供保障。

图表 44：恒林股份分业务产能利用率、产销率


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 45：恒林股份在建项目

序号	项目名称	总投资 (万元)
1	年产 300 万套健康坐具生产线项目 年产 11000 立方米办公椅板、33 万套休闲椅版、18000 立方米沙发多层板项目	59943
2	年产 25 万套功能沙发生产线项目	50001
4	研发中心建设项目	5220

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 46：恒林产能扩充情况 (万套)

	现有产能	新增产能	建设期 (年)
办公椅	660	244	3
传统沙发	60	50	3
按摩椅	5.72	6	3
功能沙发	0	25	1

来源：公司公告、中泰证券研究所

投资建议

- 核心假设：**我们认为恒林股份未来三年新增产能的布局及沙发与按摩椅的高速增长有望带动公司整体营收稳步提升。考虑原材料价格持续上涨的利空因素可能随着公司的提价策略逐步落实得以平滑，公司毛利率可望企稳回升。汇率风险也将因公司开展衍生品业务被部分对冲，并导致财务费用逐渐企稳。
- 投资建议：**我们预估公司 2018-2020 年实现归母净利润 1.86、2.35、3 亿元，同比增长 12.2%、26.2%、27.7%，对应 EPS 为 1.86、2.35、3 元。对标行业内可比公司永艺股份估值水平，综合考虑恒林股份 IPO 募投项目达产后业绩增长潜力及按摩椅市场扩张的潜力，我们给予恒林股

份 19 年 22X PE，对应价格 51.7 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 47：可比行业公司估值表

公司名称	股票代码	当前股价	EPS (元)				PE			
		2018/5/28 (元)	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
永艺股份	603600	10	0.40	0.54	0.72	0.9	35.89	18.48	13.9	11.06

注：永艺股份EPS与估值数据来源于wind一致预测

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 48：恒林股份三大财务报表

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1895.89	2182.97	2488.93	2858.54	净利润	169.52	189.74	239.75	305.88
营业成本	1421.43	1649.24	1854.66	2100.12	折旧与摊销	27.45	31.78	44.86	54.36
营业税金及附加	18.57	21.83	24.89	28.59	财务费用	25.25	12.61	14.96	13.23
销售费用	103.14	124.43	139.38	157.22	资产减值损失	2.73	5.00	5.00	5.00
管理费用	142.86	165.91	186.67	211.53	经营营运资本变动	-1109.92	191.41	-31.37	-28.35
财务费用	25.25	12.61	14.96	13.23	其他	1011.74	-7.12	-19.13	-14.30
资产减值损失	2.73	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	126.78	423.42	254.08	335.83
投资收益	7.76	10.00	8.00	6.00	资本支出	-208.88	-270.00	-220.00	-180.00
公允价值变动损益	0.00	3.62	4.85	3.63	其他	-937.52	-6.38	-2.15	-2.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1146.40	-276.38	-222.15	-182.37
营业利润	198.16	217.57	276.23	352.48	短期借款	-15.00	200.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.16	0.52	-0.65	-1.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	193.99	218.09	275.58	350.79	股权融资	1365.80	0.00	0.00	0.00
所得税	24.48	28.35	35.83	44.90	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	169.52	189.74	239.75	305.88	其他	-2.43	12.39	7.04	6.77
少数股东损益	3.79	3.79	5.05	6.27	筹资活动现金流净额	1348.38	212.39	7.04	6.77
归属母公司股东净利润	165.73	185.94	234.70	299.61	现金流量净额	322.61	359.43	38.97	160.24
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	477.48	836.91	875.88	1036.12	成长能力				
应收和预付款项	301.48	391.92	439.64	503.38	销售收入增长率	10.03%	15.14%	14.02%	14.85%
存货	189.87	213.93	244.59	279.55	营业利润增长率	-33.92%	9.80%	26.96%	27.60%
其他流动资产	1149.76	982.34	995.57	1000.49	净利润增长率	-36.93%	11.93%	26.36%	27.58%
长期股权投资	8.89	8.89	8.89	8.89	EBITDA 增长率	-18.89%	4.43%	28.28%	25.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	362.33	603.58	781.74	910.40	毛利率	25.03%	24.45%	25.48%	26.53%
无形资产和开发支出	82.53	79.50	76.47	73.45	三费率	14.31%	13.88%	13.70%	13.36%
其他非流动资产	72.17	92.17	107.17	119.17	净利率	8.94%	8.69%	9.63%	10.70%
资产总计	2644.52	3209.23	3529.95	3931.44	ROE	7.67%	7.91%	9.08%	10.39%
短期借款	0.00	200.00	200.00	200.00	ROA	6.41%	5.91%	6.79%	7.78%
应付和预收款项	390.87	532.89	590.28	669.46	ROIC	17.89%	11.39%	13.54%	15.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.23%	12.00%	13.50%	14.70%
其他负债	43.82	76.78	100.36	116.79	营运能力				
负债合计	434.69	809.67	890.64	986.25	总资产周转率	1.01	0.75	0.74	0.77
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	7.57	4.82	3.59	3.38
资本公积	1353.96	1353.96	1353.96	1353.96	应收账款周转率	7.07	7.40	7.10	7.14
留存收益	725.19	911.14	1145.84	1445.46	存货周转率	7.65	7.94	7.87	7.83
归属母公司股东权益	2179.15	2365.10	2599.80	2899.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.40%	—	—	—
少数股东权益	30.67	34.46	39.51	45.78	资本结构				
股东权益合计	2209.82	2399.56	2639.31	2945.20	资产负债率	16.44%	25.23%	25.23%	25.09%
负债和股东权益合计	2644.52	3209.23	3529.95	3931.44	带息债务/总负债	0.00%	24.70%	22.46%	20.28%
					流动比率	5.33	3.24	3.17	3.20
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	速动比率	4.85	2.96	2.87	2.88
EBITDA	250.86	261.97	336.05	420.07	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PE	27.60	24.60	19.49	15.27	每股指标				
PB	2.07	1.91	1.73	1.55	每股收益	1.66	1.86	2.35	3.00
PS	2.41	2.10	1.84	1.60	每股净资产	22.10	24.00	26.39	29.45
EV/EBITDA	16.04	14.68	11.28	8.61	每股经营现金	1.27	4.23	2.54	3.36
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：中泰证券研究所

风险提示

国外市场需求不景气的风险

- 如果国外市场持续低迷，经济环境继续恶化需求减少甚至出现贸易摩擦等情况，可能会对公司出口业务产生不利影响。

原材料价格大幅上涨的风险

- 原材料价格市场存在波动，如果公司生产所需的原材料出现快速、大幅的价格波动的情形，将影响公司的经营业绩。

汇率大幅波动风险

- 公司办公椅、沙发以外销为主。若未来美元兑人民币汇率出现大幅度波动，将会给公司经营业绩带来一定的影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。