

# 业绩高增长，跨境电商业务迅速发展

## 恒林股份(603661)

评级:	买入	股票代码:	603661
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	90.29/31.63
目标价格:		总市值(亿)	59.07
最新收盘价:	59.07	自由流通市值(亿)	16.98
		自由流通股数(百万)	28.75

### 事件概述

恒林股份披露2020年业绩预告，预计全年实现归母净利润3.60-3.80亿元，同比增长47.91%-56.12%；扣非后归母净利润3.10-3.30亿元，同比增长65.02%-75.67%。其中，预计Q4归母净利润0.58-0.78亿元，同比增长129.72%-208.88%；扣非后归母净利润0.32-0.52亿元，同比增长97.28%-219.44%。四季度业绩延续高增长，业绩增长基本符合预期。

### 分析判断:

#### ► 行业需求旺盛叠加跨境电商发力，业绩高增长。

公司业绩高增长，我们认为主要受益于行业需求爆发以及跨境电商业务快速发展。行业方面，受海外疫情持续影响，海外部分公司纷纷开启居家办公常态办公模式，办公椅需求爆发，出口订单也从Q2开始逐季提升，据海关总署，2020Q1、Q2、Q3、Q4我国办公椅出口额分别为31、63、82、101亿元人民币，同比分别-22%、+37%、+70%、+75%，且Q4出口额达历史新高，其中，龙头企业客户、产能、渠道、产品优势明显，预计Q4收入端表现较好。公司方面，继续推进大客户营销策略，加大对主要客户宜家、欧迪、史泰博等合作力度，在满足原有客户订单的同时，积极扩产以满足新客户订单需求，预计B端业务保持良好增长。此外，疫情促使海外消费行为逐渐从线下往线上迁移，公司因时而变，加大跨境电商业务开拓，跨境电商订单高速增长，带来自有品牌销售占比的快速提升，进一步提高公司整体盈利能力。

#### ► 短期因素波动影响利润，盈利能力预计将有所改善。

公司产品主要用于外销，2019年公司外销收入占比88%，占比相对较大，且外销业务中主要以美元结算。2020年年中以来，人民币持续升值，据Wind，美元兑人民币平均汇率由6月的7.09下降至12月的6.54，人民币升值幅度约8%，对公司业绩产生一定影响。公司主要原材料为皮革、网布、海绵、塑料、木制品、电子电器元件及五金配件等，直接材料成本占总成本比例约8成，2020年主要原材料价格呈现不同幅度的上涨，据Wind，2020年底塑料、TDI价格相较于年初分别上涨13%、8%，而公司与主要客户协调价格具有一定期限，导致产品价格上调滞后于原材料价格上涨，从而影响公司利润端。公司积极采取措施，于2020年底开展外汇衍生品业务公告，最高额度约11亿元，期间为1年，有助于公司规避汇率波动带来的经营风险。截止2020年底，公司外汇衍生品交易金额达4800万美元。且公司跨境电商的快速发展，带来自有品牌占比的提升，后续随着公司自有海外仓及跨境电商仓库投入使用，预计海外仓租金、仓储费、物流等费用有所下降，有效提高整体的盈利能力。

#### ► 行业景气度仍较高，中长期龙头企业市占率将提升。

从目前来看，海外疫情仍较为严重，海外居家办公需求旺盛，办公椅出口额逐季提升，行业内部分企业订单充足，办公椅出口景气度仍较高。中长期看，龙头企业市占率将进一步提升：1)相较于国外企业，我国智慧办公用品性价比优势明显，疫情加快国内龙头企业进入海外C端市场；而相较于国内中小企业，龙头企业海外产能布局领先，产品供应稳定性强，有效满足大客户及新增客户订单需求，此外，跨境电商布局较早，20年紧抓“宅经济”机遇以及C端“居家办公”机遇，加快推进跨境电商、自有品牌业务，后续将持续受益海外跨境电

商渗透率的提升。

### 投资建议：

公司坚持大客户战略以及持续发展跨境电商、自主品牌，市占率预计有望提升，带来公司长期发展。暂不考虑厨博士并表，考虑到订单饱满上调收入预测，而原材料价格上涨以及人民币升值对利润产生一定影响，调整此前盈利预测，2020-2022 年公司营收由此前的 44.22、55.50、64.32 亿元调整至 45.98、58.69、67.83 亿元；归母净利润分别由此前的 3.94、5.12、6.28 亿元调整至 3.64、4.99、6.14 亿元，对应 PE 分别为 16 倍、12 倍、10 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格大幅上涨风险；海运紧张带来订单确认延期风险；下游需求不及预期；跨境电商发展不及预期；行业竞争加剧风险；汇率波动风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,318	2,904	4,598	5,869	6,783
YoY (%)	22.3%	25.3%	58.3%	27.6%	15.6%
归母净利润(百万元)	171	243	364	499	614
YoY (%)	3.1%	42.4%	49.6%	37.1%	23.0%
毛利率 (%)	19.6%	25.0%	30.3%	30.9%	31.4%
每股收益 (元)	1.71	2.43	3.64	4.99	6.14
ROE	7.6%	9.7%	12.4%	14.4%	14.9%
市盈率	34.55	24.27	16.22	11.83	9.62

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,904	4,598	5,869	6,783	净利润	247	370	507	624
YoY (%)	25.3%	58.3%	27.6%	15.6%	折旧和摊销	57	301	385	510
营业成本	2,179	3,204	4,053	4,650	营运资金变动	-15	-38	-238	-102
营业税金及附加	15	32	35	40	经营活动现金流	286	585	590	964
销售费用	195	566	728	841	资本开支	-279	-124	-104	-84
管理费用	163	267	346	387	投资	-149	0	0	0
财务费用	-7	7	2	-3	投资活动现金流	-365	-69	-34	-9
资产减值损失	-9	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	38	55	70	75	债务募资	470	0	0	0
营业利润	280	423	581	717	筹资活动现金流	222	-13	-13	-13
营业外收支	6	6	6	6	现金净流量	146	503	544	942
利润总额	287	429	587	723					
所得税	39	58	80	99	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	247	370	507	624	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	243	364	499	614	营业收入增长率	25.3%	58.3%	27.6%	15.6%
YoY (%)	42.4%	49.6%	37.1%	23.0%	净利润增长率	42.4%	49.6%	37.1%	23.0%
每股收益	2.43	3.64	4.99	6.14	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	25.0%	30.3%	30.9%	31.4%
					净利率	8.5%	8.1%	8.6%	9.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	总资产收益率 ROA	6.5%	8.1%	9.4%	9.9%
货币资金	567	1,071	1,614	2,556	净资产收益率 ROE	9.7%	12.4%	14.4%	14.9%
预付款项	47	52	72	86	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	419	493	650	785	流动比率	<b>2.26</b>	<b>2.38</b>	<b>2.64</b>	<b>3.05</b>
其他流动资产	865	1,147	1,502	1,671	速动比率	1.71	1.91	2.14	2.53
流动资产合计	1,899	2,762	3,839	5,098	现金比率	0.68	0.92	1.11	1.53
长期股权投资	276	276	276	276	资产负债率	30.6%	32.7%	33.1%	31.8%
固定资产	960	821	590	228	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	146	144	132	109	总资产周转率	0.78	1.03	1.10	1.09
非流动资产合计	1,846	1,714	1,482	1,107	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,744	4,476	5,320	6,206	每股收益	2.43	3.64	4.99	6.14
短期借款	58	58	58	58	每股净资产	25.21	29.25	34.67	41.27
应付账款及票据	574	844	1,068	1,225	每股经营现金流	2.86	5.85	5.90	9.64
其他流动负债	206	258	329	387	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	838	1,160	1,455	1,671	<b>估值分析</b>				
长期借款	224	224	224	224	PE	24.27	16.22	11.83	9.62
其他长期负债	82	82	82	82	PB	1.74	1.86	1.57	1.32
非流动负债合计	305	305	305	305					
负债合计	1,144	1,466	1,760	1,976					
股本	100	100	100	100					
少数股东权益	79	85	93	103					
股东权益合计	2,600	3,010	3,560	4,230					
负债和股东权益合计	3,744	4,476	5,320	6,206					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。