

跨境电商业务爆发，大家居战略助力成长

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)	64.65
最新收盘价:	64.65	自由流通市值(亿)	18.59
		自由流通股数(百万)	28.75

事件概述

恒林股份披露 2020 年年报，全年实现营业收入 47.43 亿元，同比增长 63.34%；归母净利润 3.63 亿元，同比增长 49.25%；扣非后归母净利润 3.23 亿元，同比增长 72.03%。其中，Q4 单季度营业收入 15.17 亿元，同比增长 59.46%；归母净利润 0.61 亿元，同比增长 142.69%；扣非后归母净利润 0.45 亿元，同比增长 177.65%。

分析判断:

► 收入端：大宗业务高增长，跨境电商业务爆发。

分产品看，2020 年公司办公椅、沙发、按摩椅、Lista Office、板式家具、其他产品销售额分别为 23.08、8.94、1.44、8.08、2.36、3.10 亿元，同比分别+57.83%、+24.77%、+334.28%、+150.94%、+867.99%、-5.15%，主要品类均呈现不同幅度增长，其中办公椅受益于海外居家办公需求旺盛，宜家、欧迪、史泰博等 B 端订单及跨境电商等 C 端订单显著提升；公司 2020 年加大按摩椅品牌战略布局和拓展，成功打造 Nouhaus 智能按摩椅，按摩椅增速显著。分销售模式看，2020 年在疫情影响下，海外消费者消费行为逐渐向线上迁移，公司在积极满足主要 B 端客户订单的同时，加大海外跨境电商业务发展，2020 年公司 OEM&ODM 业务（大宗业务）、海外跨境电商业务销售额分别为 40.49、6.48 亿元，同比分别+40.88%、+6481.53%，海外跨境电商业务爆发，带动自有品牌销售额大幅提升，2020 年公司自有品牌恒林、L0、Nouhaus 销售额分别为 0.35、8.08、2.26 亿元，同比分别+157.03%、+150.94%、+2199.26%，自有品牌高速增长，有效提升公司产品附加值，增厚业绩。

► 利润端：自有品牌拓展见效，毛利率提升显著。

盈利能力方面，2020 年公司毛利率、净利率分别为 29.49%、7.98%，同比分别+4.52pct、-0.54pct。毛利率显著提升，主要为公司跨境电商业务爆发带来高毛利率的自有品牌销售额快速提升，20 年公司自有品牌恒林、L0、Nouhaus 毛利率分别为 42.14%、30.96%、40.82%，自有品牌毛利率显著高于公司 OEM&ODM 业务毛利率。从销售渠道来看，20 年公司大宗业务、线上销售（包括跨境电商、国内电商）毛利率分别为 26.71%、49.31%，同比分别+1.71pct、+12.31pct。净利率略有下降，主要受人民币升值、原材料价格上涨以及期间费用率上升影响：1) 汇率方面，2020 年公司外销收入占比 86.50%，外销主要以美元结算，2020 年下半年以来人民币持续升值，对公司业绩产生一定影响，今年以来公司开展外汇衍生品业务，一定程度规避汇率波动带来影响；2) 原材料方面，主要原材料为皮革、网布、海绵、塑料等呈现不同幅度的上涨，而公司产品调价滞后于原材料价格上涨；3) 期间费用方面，2020 年公司期间费用率为 21.15%，同比+5.27pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 11.60%、4.67%、2.95%、1.92%，同比分别+4.88pct、-0.95pct、-0.81pct、+2.15pct，销售费用率提升主要为公司跨境电商渠道搭建的运营费用增加。

► 深耕办公家具，加速布局新业务。

公司坚持大家居战略，以“办公家具和办公环境解决方案+软体家具+板式定制家具”为三大产品主线，2020 年公司对原有办公椅、沙发、按摩椅等事业部进行组织结构调整，为各事业部快速发展赋能，持续推动业务发展，其中办公家具业务方面，公司持续保持宜家、史泰博、欧迪、利丰等核心客户合作，并持续开拓新客户，保持 B 端业务稳步增长，此外，设立 L0 中国，积极将 L0 产品研发、制造技术、服务理念等引入国内，满足国

内市场系统办公消费需求，此外，全力开拓跨境电商和国内电商渠道，加大 C 端自主品牌销售，提高公司盈利能力；软体家具方面，加大沙发、按摩椅品牌战略布局和拓展，打造自有品牌；板式定制家具方面，紧抓精装房高景气发展阶段，子公司广德恒林定位长租公寓精装，拟收购的厨博士定位商品房精装，将 B 端客户服务以及成本优势复制到精装市场，协同效应有望逐渐发挥。

投资建议：

持续看好公司大家居战略，业务版图现已延伸至“办公家具+软体家具+定制家具”，传统办公家具主业及新业务的持续发展，未来增长可期。暂不考虑厨博士并表，考虑到跨境电商等新业务发展超预期，调整盈利预测，2021-2022 年公司营收由 58.69、67.83 亿元上调至 2021-2022 年的 60.26、73.91 亿元；考虑到汇率波动、原材料价格上涨等影响，归母净利润分别由 4.99、6.14 亿元调整至 4.87、6.35 亿元，2023 年预计公司营收、归母净利润分别为 88.14、8.14 亿元，对应 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,904	4,743	6,026	7,391	8,814
YoY (%)	25.3%	63.3%	27.0%	22.7%	19.2%
归母净利润(百万元)	243	363	487	635	814
YoY (%)	42.4%	49.3%	34.1%	30.4%	28.0%
毛利率 (%)	25.0%	29.5%	30.8%	31.8%	33.0%
每股收益 (元)	2.43	3.63	4.87	6.35	8.14
ROE	9.7%	13.0%	14.6%	15.7%	16.5%
市盈率	26.56	17.80	13.27	10.17	7.95

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,743	6,026	7,391	8,814	净利润	378	499	653	839
YoY (%)	63.3%	27.0%	22.7%	19.2%	折旧和摊销	114	360	474	334
营业成本	3,344	4,167	5,038	5,907	营运资金变动	137	-147	-132	-103
营业税金及附加	15	28	35	41	经营活动现金流	688	671	938	1,004
销售费用	550	747	931	1,119	资本开支	-414	-124	-104	-84
管理费用	222	349	443	546	投资	-132	0	0	0
财务费用	91	28	22	14	投资活动现金流	-589	-52	-15	13
资产减值损失	-16	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	77	72	89	97	债务募资	814	0	0	0
营业利润	441	574	754	970	筹资活动现金流	239	-37	-37	-37
营业外收支	0	6	6	6	现金净流量	230	582	885	979
利润总额	441	580	760	976					
所得税	62	82	107	138	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	378	499	653	839	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	363	487	635	814	营业收入增长率	63.3%	27.0%	22.7%	19.2%
YoY (%)	49.3%	34.1%	30.4%	28.0%	净利润增长率	49.3%	34.1%	30.4%	28.0%
每股收益	3.63	4.87	6.35	8.14	盈利能力 (%)				
					毛利率	29.5%	30.8%	31.8%	33.0%
					净利率	8.0%	8.3%	8.8%	9.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	6.9%	8.0%	8.9%	9.6%
货币资金	912	1,494	2,379	3,358	净资产收益率 ROE	13.0%	14.6%	15.7%	16.5%
预付款项	41	69	85	90	偿债能力 (%)				
存货	853	810	1,077	1,306	流动比率	1.55	1.81	2.07	2.30
其他流动资产	1,299	1,724	1,958	2,192	速动比率	1.10	1.42	1.63	1.84
流动资产合计	3,106	4,096	5,499	6,947	现金比率	0.45	0.66	0.90	1.11
长期股权投资	320	320	320	320	资产负债率	45.0%	43.2%	42.0%	40.0%
固定资产	1,167	1,008	731	564	经营效率 (%)				
无形资产	265	247	216	199	总资产周转率	0.90	0.99	1.03	1.04
非流动资产合计	2,143	1,976	1,678	1,503	每股指标 (元)				
资产合计	5,249	6,072	7,177	8,450	每股收益	3.63	4.87	6.35	8.14
短期借款	514	514	514	514	每股净资产	27.97	33.47	40.49	49.32
应付账款及票据	1,218	1,517	1,834	2,151	每股经营现金流	6.88	6.71	9.38	10.04
其他流动负债	274	236	305	353	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,006	2,267	2,654	3,018	估值分析				
长期借款	258	258	258	258	PE	17.80	13.27	10.17	7.95
其他长期负债	100	100	100	100	PB	1.94	1.93	1.60	1.31
非流动负债合计	359	359	359	359					
负债合计	2,364	2,626	3,012	3,377					
股本	100	100	100	100					
少数股东权益	87	99	116	141					
股东权益合计	2,885	3,446	4,165	5,073					
负债和股东权益合计	5,249	6,072	7,177	8,450					

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。