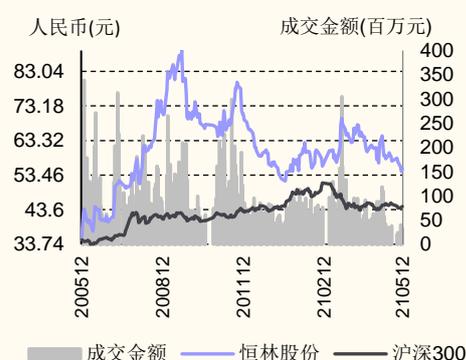


市场价格(人民币): 55.23元

目标价格(人民币): 72.00元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.00
已上市流通A股(亿股)	0.29
总市值(亿元)	55.23
年内股价最高最低(元)	89.00/34.94
沪深300指数	5045
上证指数	3463



成交金额 恒林股份 沪深300

## 开启战略转型，突破成长瓶颈

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,904	4,743	5,995	7,257	8,725
营业收入增长率	25.28%	63.34%	26.39%	21.05%	20.23%
归母净利润(百万元)	243	363	482	622	801
归母净利润增长率	42.38%	49.25%	32.70%	29.02%	28.75%
摊薄每股收益(元)	2.434	3.633	4.821	6.220	8.008
每股经营性现金流净额	2.54	6.32	4.29	8.12	9.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.65%	12.99%	15.25%	17.44%	19.60%
P/E	18.05	14.96	11.46	8.88	6.90
P/B	1.74	1.94	1.75	1.55	1.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **办公椅出口领军企业，战略转型已开启：**恒林股份成立于1998年，致力于办公家具的研发、生产与销售，据海关统计，公司连续多年办公椅出口额居同行业第一。公司目前业务模式仍以外销OEM/ODM为主，但已开启向OBM转型进程，业务范围也逐渐拓展至软体家具、定制家具。2020年公司整体实现营收47.4亿元，同比增长62.9%，CAGR5为25.2%，实现归母净利润3.6亿元，同比增长49.3%，CAGR5为13.8%。
- **为何公司可长期绑定核心客户：**公司与全球知名企业IKEA、NITORI、Office Depot、Staples等均建立了长期合作关系，核心客户稳定。2014-2020年公司前五客户销售额年复合增长率达15.6%。我们认为公司之所以可深度绑定核心客户，主要是由于：(1) 公司具备明显的成本优势（办公椅生产成本较竞品低50-80元/套）；(2) 公司产品迭代速度顺应客户需求，并且依托完善的品质管理制度，产品品质始终维持高水准；(3) 公司具备海外产能（越南）布局，可较好规避中美贸易摩擦影响。
- **海外需求持续景气，代工+跨境电商驱动中短期业绩快速增长：**2021年Q1国内办公椅/沙发出口额分别同比增长123.7%/62.8%，延续高增态势，除疫情带动海外居家办公家具需求激增外，美国地产整体景气度上行也是驱动家具出口高增的关键因素，复盘历史，我们认为此次回暖仍可持续1-2年，从而推动整体中国家具出口景气度延续。在此大背景下，公司依托深度绑定核心客户驱动代工业务延续高增态势，并且依托公司原有的成本+品质+迭代优势叠加上自建海外仓储基地提升响应效率与扩大覆盖范围，跨境电商业务将越发成熟，与代工业务共同驱动公司中短期业绩快速增长。
- **中长期业务增长具备双重驱动力：**中长期随着公司战略逐渐转型升级，一方面将可依托Lista Office开拓办公环境解决方案业务，顺利切入办公家具各细分领域，从而突破原有办公椅单一业务发展瓶颈，并且将可更前置触达客户从而提升自身议价权的同时有望加速获取办公家具行业份额，这一布局将可明显提升公司盈利能力与稳定性，估值有望迎来重构；另一方面公司已披露拟收购厨博士，若收购落地，未来将可打开全装修房定制家居市场，迎来第二发展曲线，共同驱动公司中长期持续增长。

## 投资建议

- 暂不考虑厨博士业绩贡献，我们预计2021-2023年公司的EPS为4.82元、6.22元和8.01元，当前股价对应2021-2023年PE分别为11/9/7倍，给予公司2021年合理估值15倍，对应目标价为72元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 贸易摩擦加剧；原材料持续上涨；限售股解禁；汇率大幅波动；跨境电商业务拓展不及预期。

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

## 投资要件

### ■ 关键假设

1) 办公椅：由于公司自主品牌占比逐渐提升，我们预计办公椅的单价将有望因此抬升，预计 2021-2023 年单价将分别+10%/+6%/+5%。预计 2021-2023 年公司办公椅业务总营收为 29.2/34.0/39.3 亿元，同比+26.5%/+16.6%/+15.5%。成本方面，21 年原材料价格上涨明显对毛利率造成冲击，而未来两年随着 OBM 占比提升以及海外产能利用率提升，毛利率有望逐步抬升，故预计 2021-2023 年办公椅业务毛利率为 33.0%/33.3%/33.6%。

2) 沙发：随着跨境电商以及国内电商逐步发力，预计 2021-2023 年沙发销量将分别+20%/+15%/+13%，沙发业务整体营收达 11.2/13.6/16.1 亿元，同比+24.8%/+21.9%/+18.7%。随着规模持续扩大，规模效应有望显现，我们预计 2021-2023 年沙发业务毛利率分别为 23.0%/24.1%/24.4%。

3) 按摩椅：由于公司 2020 年依托跨境电商已顺利开拓美国、韩国等按摩椅市场，我们预计 2021-2023 年按摩椅销量将持续增长，分别有望达 4.8 万台/5.6 万台/6.5 万台，我们预计 2021-2023 年按摩椅业务整体营收有望达 1.8/2.4/2.9 亿元，同比+27.6%/+27.5%/+25.4%。并且随着自主品牌占比提升以及规模效应体现，我们预计 2021-2023 年按摩椅业务毛利率将稳中有升，分别达 47.9%/48.2%/48.3%。

4) 办公环境解决方案：我们预计办公环境解决方案业务将在 LO 实现中国生产后将迎来快速增长，2021-2023 年办公环境解决方案业务营收有望达 10.1/12.6/16.4 亿元，同比+25%/+25%/+30%。随着 LO 国产化的落地，生产成本可逐渐优化，我们预计 2021-2023 年办公环境解决方案业务毛利率为 32.1%/32.6%/32.9%。

5) 销售费用率预测：由于公司正处于跨境电商与国内开拓阶段，我们预计未来三年销售费用率仍将处于高位，故预计 2021-2023 年销售费用率为 11.0%/11.1%/11.1%。

6) 管理费用率预测：公司今年由于越南工厂仍处产能爬坡阶段，折旧与人员工资支出等刚性成本较大，但此后随着公司规模效应显现，预计未来管理费用率稳中有降，我们预计 2021-2023 年管理费用率为 4.6%/4.5%/4.5%。

7) 研发费用率预测：公司今年将加大对 LO 国产化的研发投入，且未来仍将对国内市场产品开发保持较高投入，预计研发费用率将维持在历史较高水平，预计 2021-2023 年研发费用率为 3.6%/3.5%/3.2%。

### ■ 我们区别于市场的观点

1. 目前市场认为此轮海外需求回暖持续性较差，但我们认为美国地产已迎来短周期且具备中期上行基础，为公司外销业务持续增长奠定较好基础。

2. 公司具备成本、产品品质与迭代速度、海外产能布局等全面优势，不仅在外销市场上可进一步提升自身份额，随着公司对于内销市场逐步加大投入，也可在内销市场中顺利开拓。

3. 未来依托 LO 在国内开展办公环境解决方案，将可顺利切入办公家具各细分领域，从而突破原有办公椅单一业务发展瓶颈，并且将可更前置触达客户，从而有望加速获取办公家具行业份额，这一布局将可明显提升公司盈利能力与稳定性，估值有望迎来重构。

### ■ 股价上涨的催化因素

1. 美国地产景气持续时间超预期；
2. 办公家具国内销售渠道拓展速度超预期；
3. LO 中国业务拓展速度超预期；
4. 跨境电商业务增长超出预期。

### ■ 估值和目标价格

暂不考虑厨博士业绩贡献，我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 为 4.82 元、6.22 元和 8.01 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 11/9/7 倍，给予公司 2021 年合理估值 15 倍，对应目标价为 72 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ■ 投资风险

贸易摩擦加剧；原材料持续上涨；限售股解禁；汇率大幅波动；跨境电商业务拓展不及预期。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1、办公椅出口领军企业，战略转型已开启 .....	7
1.1 外销为主，内销为辅，跨境电商红利凸显 .....	7
1.2 以办公椅为基本盘，多业务协同发展 .....	9
1.3 积极扩张整合，坚定推进向品牌型企业升级 .....	10
2、为何公司可长期绑定核心客户？ .....	10
2.1 多维度共同铸就成本优势 .....	11
2.2 产品迭代快速响应客户需求，极致管控产品品质 .....	13
2.3 前瞻性布局海外产能免疫贸易摩擦 .....	14
3、海外需求持续景气，代工+跨境电商驱动中短期业绩快速增长 .....	15
3.1 海外需求景气上行叠加格局优化助推代工业务快速增长 .....	15
3.2 跨境电商运营越发成熟，加速 OBM 业务放量 .....	16
4、中长期业务增长具备双重驱动力 .....	19
4.1 驱动力一：开拓办公环境解决方案业务，突破原有发展瓶颈 .....	19
4.2 驱动力二：拟收购厨博士，公司有望迎来第二发展曲线 .....	22
5、盈利预测与投资建议 .....	24
5.1 盈利预测 .....	24
5.2 投资建议及估值 .....	25
6、风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	7
图表 2：2014-2021Q1 恒林股份营收及增速 .....	7
图表 3：2014-2021Q1 恒林股份净利润及增速 .....	7
图表 4：公司历年境内外营收占比 .....	8
图表 5：公司历年境内外毛利率 .....	8
图表 6：2014-2020 境内营收及增速 .....	8
图表 7：2014-2020 境外营收及增速 .....	8
图表 8：2019 年外销收入分区域结构 .....	8
图表 9：2017-2020 自主品牌销售收入（亿元） .....	8
图表 10：2014-2020 恒林股份分业务营收占比 .....	9
图表 11：2014-2020 办公椅业务营收及增速 .....	9
图表 12：2014-2020 沙发业务营收及增速 .....	9
图表 13：公司历年各品类毛利率 .....	9
图表 14：产品品牌型升级布局 .....	10
图表 15：公司主要下游客户 .....	10
图表 16：主要客户合作时间长，客户粘性高 .....	10

图表 17: 前五客户销售额整体保持稳健增长 .....	11
图表 18: 前五客户对公司整体营收增长贡献巨大 .....	11
图表 19: 浙江安吉椅业历年销售收入 .....	11
图表 20: 2020 年浙江安吉椅业销售收入占全行业比 .....	11
图表 21: 2017 年 1-6 月办公椅耗用主要材料占比 .....	11
图表 22: 2017 年 1-6 月沙发耗用主要材料占比 .....	11
图表 23: 直接材料占生产成本比重约 80% .....	12
图表 24: 办公椅单位成本 (元/套) 处于低位 .....	12
图表 25: 公司上游产业链布局 .....	12
图表 26: 恒林永艺办公椅和境外毛利率对比 .....	13
图表 27: 全面推进智能制造 .....	13
图表 28: 公司各车间自动化设备覆盖率 .....	13
图表 29: 恒林股份研发费用率 .....	14
图表 30: 研发创新带来大量专利 .....	14
图表 31: 全价值链运行模式提升研发能力 .....	14
图表 32: 品质管理制度完善 .....	14
图表 33: 恒林股份国内外生产基地概览 .....	14
图表 34: 全球主要市场办公家具市场规模 (亿美元) .....	15
图表 35: 全球主要市场座椅和沙发市场规模 (亿美元) .....	15
图表 36: 2020 全球办公家具区域消费占比 .....	15
图表 37: 2019 年全球主要市场办公椅规模 (亿美元) .....	15
图表 38: 美国新屋销售持续较高景气度 .....	16
图表 39: 美国成屋销售持续较高景气度 .....	16
图表 40: 中国办公椅出口额持续高增 .....	16
图表 41: 中国沙发出口额持续高增 .....	16
图表 42: 公司前五客户增长稳定 .....	16
图表 43: 2019 年中国办公椅企业出口份额占比 .....	16
图表 44: 出口跨境电商市场规模逐年增长 .....	17
图表 45: B2C 形式占比持续扩大 .....	17
图表 46: 2020 年美国电商零售额占零售总额比例大幅上升 .....	17
图表 47: 全球家具线上零售占比逐年提升 .....	17
图表 48: 2020 年中国跨境电商 B2C 产品类型分布情况 .....	18
图表 49: 2020 年中国货物贸易进出口快速增长 .....	18
图表 50: Nouhaus 历年营收和毛利率 .....	18
图表 51: 物流费用率逐年降低 .....	18
图表 52: 公司跨境电商营收激增 (亿元) .....	19
图表 53: LO 历年营收 (亿元) .....	19
图表 54: 办公环境一体化解决方案 .....	19
图表 55: 中国办公家具市场规模 (亿美元) .....	20

图表 56: 中国办公家具市场产品份额占比.....	20
图表 57: Steelcase 办公环境解决方案收入 .....	20
图表 58: 美国办公解决方案市场集中度高 (测算) .....	20
图表 59: 2010-2020 震旦营收及增速.....	21
图表 60: 2010-2020 震旦净利润及增速 .....	21
图表 61: 震旦办公领域业务营收及增速 (十亿元) .....	21
图表 62: 中美办公家具市占率对比 (测算) .....	21
图表 63: 办公环境解决方案业务毛利率较高.....	22
图表 64: 公司毛利率正提升明显 .....	22
图表 65: 厨博士主要合作伙伴.....	22
图表 66: 2019 年橱柜品牌工程业务市占率 .....	22
图表 67: 国内全装修房开盘套数保持快速增长 (万套) .....	23
图表 68: 国内全装修渗透率相较国外仍有较大提升空间.....	23
图表 69: 2020 年各线城市全装修渗透率.....	23
图表 70: 2020 年中国全装修项目城市分布情况 (万套) .....	23
图表 71: 国内房地产市场正处于集中度上行通道 .....	23
图表 72: 大型房企全装修率高.....	23
图表 73: 业务拆分及收入预测.....	24
图表 74: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	25

## 1、办公椅出口领军企业，战略转型已开启

恒林股份成立于 1998 年，致力于办公家具的研发、生产与销售，目前是国内最大的座椅制造商及出口商之一，据海关统计，近年来公司办公椅年出口额均稳居同行业第一。公司目前业务模式仍以外销 OEM/ODM 为主，但已开启向 OBM 转型进程，业务范围也逐渐拓展至软体家具、定制家具。2020 年公司整体实现营收 47.4 亿元，同比增长 62.9%，CAGR5 为 25.2%，实现归母净利润 3.6 亿元，同比增长 49.3%，CAGR5 为 13.8%。

图表 1：公司发展历程

	企业发展初期 (1998~2010)	外销市场拓展期 (2010~2017)	自主品牌成长期 (2017至今)
大事记	<ul style="list-style-type: none"> <li>1998：安吉县恒林家具有限公司成立</li> <li>2002：进入外贸市场</li> <li>2005：更名为浙江恒林家具有限公司</li> <li>2007：股改后成立浙江恒林椅业股份有限公司</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2010：被认定为“国家高新技术企业”</li> <li>2012：产值超10亿</li> <li>2017：连续十年办公椅出口额全国第一</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017：上交所A股主板上市</li> <li>2019：更名为恒林家居股份有限公司</li> </ul>
品牌建设	<ul style="list-style-type: none"> <li>1998：创立“恒林”品牌</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014：进军按摩椅行业，推出自主品牌“苔米”</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019：瑞士子公司Lista Office 拥有“Lista Office LO”和“LO”办公家具品牌</li> <li>2020：恒林海外家居品牌“NOUHAUS”产品获2020德国产品设计红点奖</li> </ul>
产能布局	<ul style="list-style-type: none"> <li>2005：建设6万平方米的生产基地并顺利投产</li> <li>2007：生产基地扩大至13万平方米</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017：①募资6亿投资于年产300万套健康坐具生产线项目；②募资0.5亿投资于年产11000立方米办公椅板、33万套休闲椅板、18000立方米沙发多层板项目；③募资5亿投资于年产25万套功能沙发生产线项目</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018：投资4800万美元在越南建设办公及民用家具生产基地</li> <li>2020：对越南生产基地追加投资1200万美元</li> </ul>
股权收购			<ul style="list-style-type: none"> <li>2018：收购锐德海绵80%股权</li> <li>2018：收购大同越南100%股权</li> <li>2019：收购瑞士FFL Holding AG 100%股权</li> <li>2020：拟以现金收购 GLORY WINNER TRADING LIMITED持有的厨博士100%股权</li> </ul>

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：2014-2021Q1 恒林股份营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2014-2021Q1 恒林股份净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.1 外销为主，内销为辅，跨境电商红利凸显

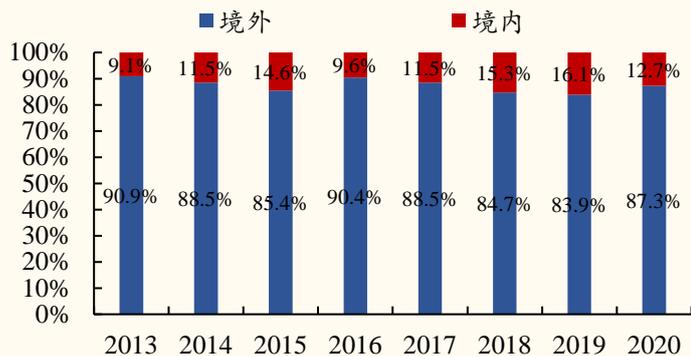
2020 年公司境外/境内营收分别为 41.0/6.0 亿元，营收占比分别为 87.3%/12.7%，公司收入仍以外销为主，并且近年来外销毛利率整体较为稳定。

**内销：**目前仍以 ODM/OEM 为主，未来将依托自主品牌深度打开国内市场。内销收入已由 2014 年的 1.6 亿元增长至 2020 年的 6.0 亿元，CAGR 为 24.4%。对于办公家具及软体家具业务，公司将首先依托电商渠道，以爆款单品的推广形式进行突破，逐步形成自身品牌力，对于办公环境解决方案市场，公司设立

LO 中国，逐步建立国内供应链体系和生产基地，在品牌力较强的同时以更高性价比产品拓展全国办公服务市场。

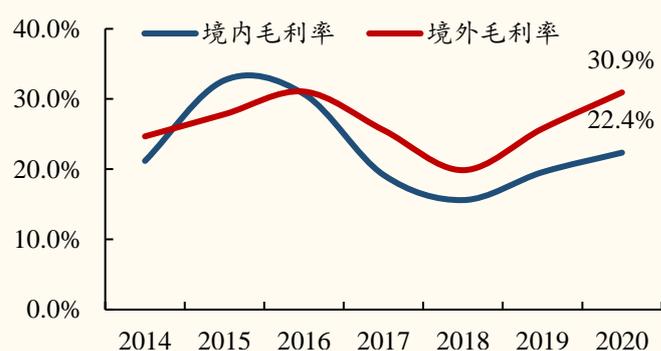
**外销：**以 ODM 和 OBM 模式为主，跨境电商助推自主品牌收入快速增长。外销收入由 2014 年的 12.3 亿元增长至 2020 年的 41.0 亿元，CAGR 为 22.2%。2020 年海外疫情一方面使得居家办公常态化，居家办公家具需求提升，另一方面由于海外疫情影响本土以及东南亚供给能力，而中国疫情管控及时，供给影响较弱，从而获取了更多海外代工订单。此外公司加速布局跨境电商，跨境电商实现收入 6.5 亿元，同比增长 6481.5%，其中 Nouhaus 品牌实现营收 2.3 亿元，同比增长 2199.3%，跨境电商红利开始显现。

图表 4：公司历年境内外营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司历年境内外毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2014-2020 境内营收及增速



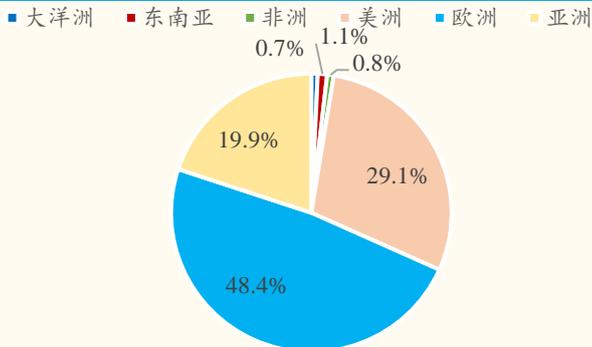
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：2014-2020 境外营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2019 年外销收入分区域结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：2017-2020 自主品牌销售收入 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2 以办公椅为基本盘，多业务协同发展

公司目前整体已形成以办公椅为基本盘，多业务协同发展的格局，2020年，公司办公椅/沙发/按摩椅/办公环境解决方案的营收分别为23.1/8.9/1.4/8.1亿元，营收占比分别为49.1%/19.0%/3.1%/17.2%。2019年受贸易战影响，各业务营收增速有所放缓，2020年由于海外居家办公需求增多，公司整体业绩逆势增长。

**办公椅业务为基本盘：**办公椅业务近年来稳定发展，营收由2014年的9.9亿元增长至2020年的23.1亿元，CAGR达15.2%，其中2020年新冠疫情带动海外办公家具需求爆发，同比增长57.8%，目前营收占比仍达49.1%。

**沙发业务主打功能沙发，销售收入稳定增长：**公司沙发业务主要以出口功能沙发为主，营收由2014年的3.5亿元增长至2020年的8.9亿元，CAGR达16.9%，除2019年受贸易战影响外，其余年度均实现较为理想增长。

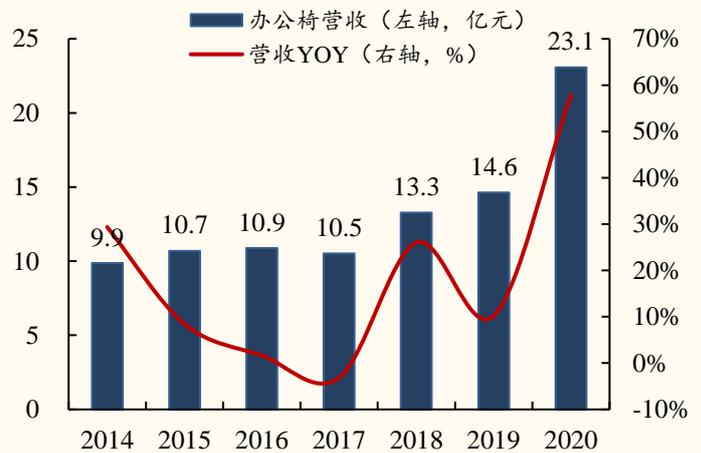
**布局办公环境解决方案，拓宽产品矩阵。**公司于2019年收购瑞士家具品牌Lista Office，直接拥有其下“Lista Office LO”及“LO”知名办公家具品牌，开拓办公环境解决方案业务，以此突破公司原有产品发展瓶颈，2020年实现营收8.1亿元，营收占比已由2019年的11.2%增长至17.2%，逐渐成为公司持续增长的重要驱动力。

图表 10: 2014-2020 恒林股份分业务营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11: 2014-2020 办公椅业务营收及增速



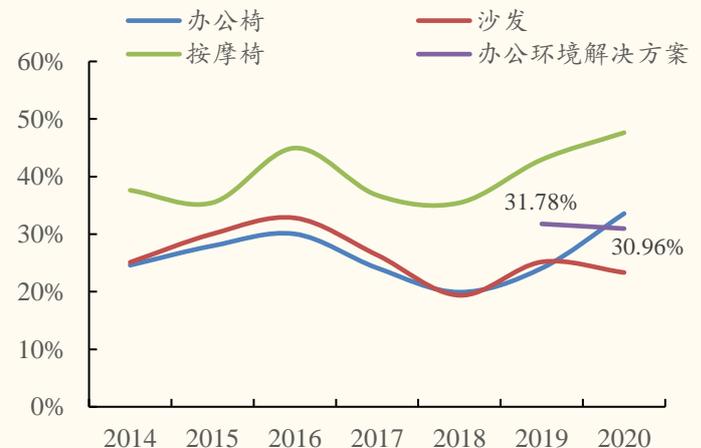
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12: 2014-2020 沙发业务营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13: 公司历年各品类毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3 积极扩张整合，坚定推进向品牌型企业升级

公司近年来持续扩张整合，收购 Lista Office、安徽信诺、永裕竹业，推出跨境电商品牌 Nouhaus 等均为公司以“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，坚定推进从制造型企业向品牌运营型企业战略升级作出了重要贡献。

此外公司有望推出股权激励计划，为公司战略升级助力。2020年3月23日公司拟以自有资金回购公司股份，根据公司规划本次回购股份将用作公司实施股权激励或员工持股计划。2021年1月13日完成本次股份回购，公司已实际回购公司股份233.2万股，占公司总股本的2.3%，回购资金总额9999.6万元（不含交易费用），若公司推出员工持股计划，这将使得管理层和核心员工在公司向品牌运营型企业升级过程中更坚定，为公司持续健康发展奠定基础。

图表 14：产品品牌型升级布局

	相关布局	业务方向	布局方式与进展	2020 年利润（万元）
办公家具及办公环境解决方案	LO	办公环境解决方案	收购 100% 股权	3614.8（净利）
	推出恒林自主品牌	发力办公家具自主品牌	已建立品牌	1480.0（毛利）
软体家居	推出跨境电商品牌 Nouhaus	主打境外按摩椅市场	合资成立并于 2020 年 8 月完成收购全部剩余 20% 股权	9233.7（毛利）
板式定制家居	安徽信诺	通过信诺切入宜家供应链	19 年底完成收购 51% 股权	1810.0（净利）
	广德恒林	主攻公寓定制家居项目	公司全资子公司	-1090.2（净利）
	厨博士	切入定制家具大宗业务渠道	与厨博士已签订收购框架协议	
其他	永裕家居	补足大家居版图中地板业务	以现金方式收购，现有持有 30.91% 股权	9445.5（净利）

来源：公司公告，国金证券研究所

## 2、为何公司可长期绑定核心客户？

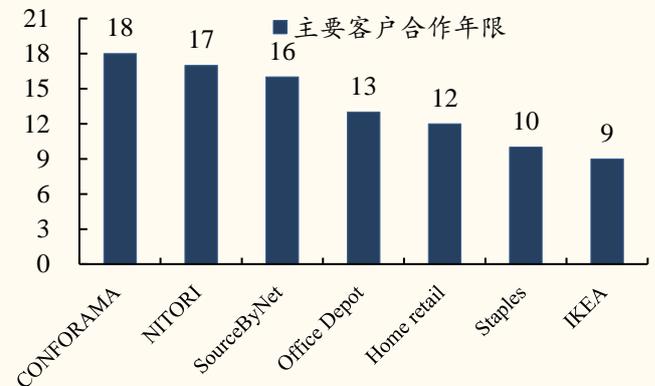
公司与全球知名企业 IKEA、NITORI、Office Depot、Staples、SourceByNet、Home Retail 等建立了长期合作关系，核心客户稳定。2014-2020 年公司前五客户销售额年复合增长率达 15.6%，2020 年公司整体营收增速 62.9%，其中前五大客户贡献 27.1%，大客户营收弹性驱动营收增速。我们认为公司之所以可深度绑定核心客户，主要是由于：（1）公司具备明显的成本优势；（2）公司产品迭代速度顺应客户需求，并且依托完善的品质管理制度，产品品质始终维持高水准；（3）公司具备海外产能布局，可较好规避中美贸易摩擦影响。

图表 15：公司主要下游客户



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 16：主要客户合作时间长，客户粘性高



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 17: 前五客户销售额整体保持稳健增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 前五客户对公司整体营收增长贡献巨大



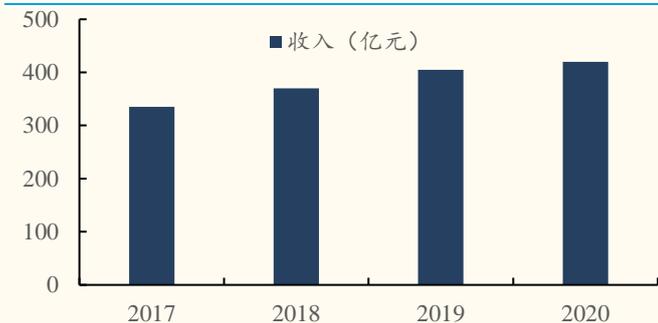
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2.1 多维度共同铸就成本优势

公司从原材料采购到后端生产, 依托其产业集群、产业链整合、自动化能力等优势, 产品成本控制明显优于同行, 也确保自身盈利能力大幅领先同行, 这也使其可进一步反哺其后端生产环节, 持续扩大其相对于中小企业的领先优势。

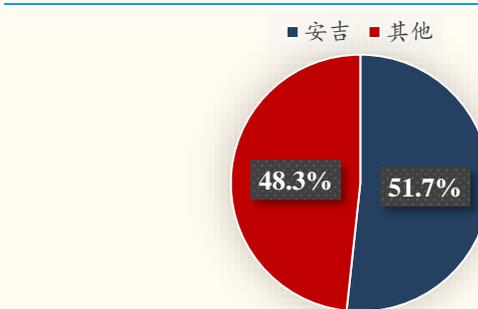
**区位优势及产业集群优势提高公司议价能力:** 公司位于“中国椅业之乡”浙江省安吉县, 是全国最大的坐具制造业集群区域。行业资源的集中细化了安吉椅业内部分工, 形成了原材料供应、半成品加工和成品生产和销售的完整产业链。公司原材料的主要类型包括铁制品、塑料制品、面料、木制品、钢材、电机、海绵, 安吉县及周边地区为坐具相关原材料生产基地, 供应商数量多, 原料供给充分, 增强公司对供应商议价能力, 在降低运输成本的同时, 有效控制整体采购成本。

图表 19: 浙江安吉椅业历年销售收入



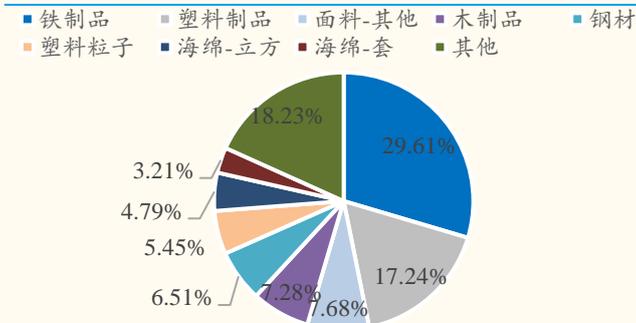
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 2020 年浙江安吉椅业销售收入占全行业比



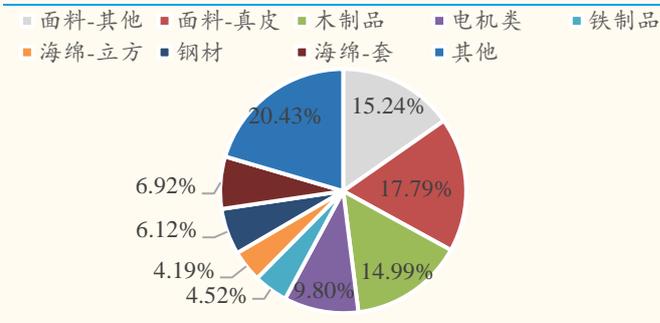
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 2017 年 1-6 月办公椅耗用主要材料占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 22: 2017 年 1-6 月沙发耗用主要材料占比

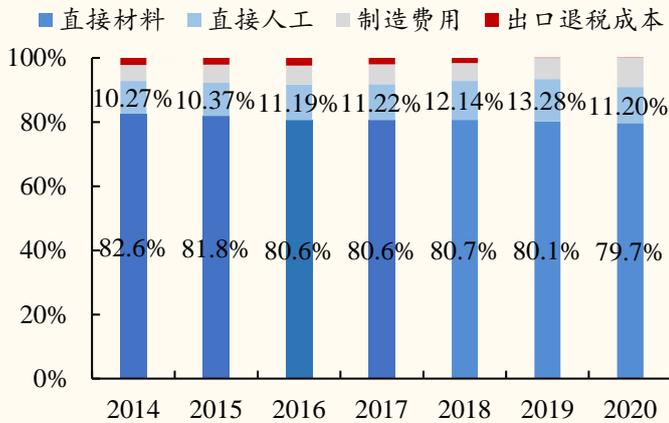


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

**整合产业链上游, 强化公司成本管控:** 公司生产成本中直接材料占比约 80%, 原材料价格波动对生产成本影响较大。公司近年来持续整合产业链上游, 目前

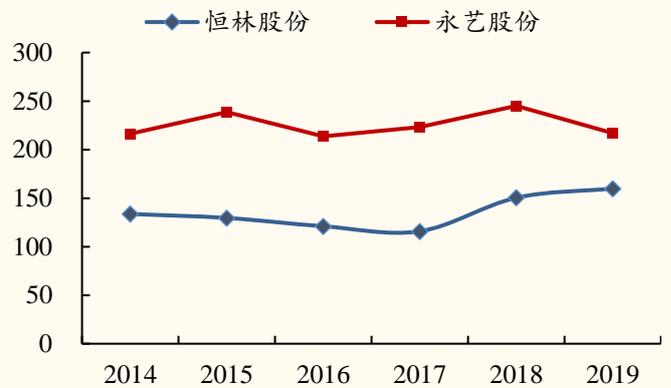
已在沙发伸缩铁架、床架、五星电镀脚、海绵、皮革等领域均有整合布局，极大的平抑了上游原材料价格的波动，强化了公司的成本管控。公司办公椅单位生产成本显著低于同业可比公司。

图表 23: 直接材料占生产成本比重约 80%



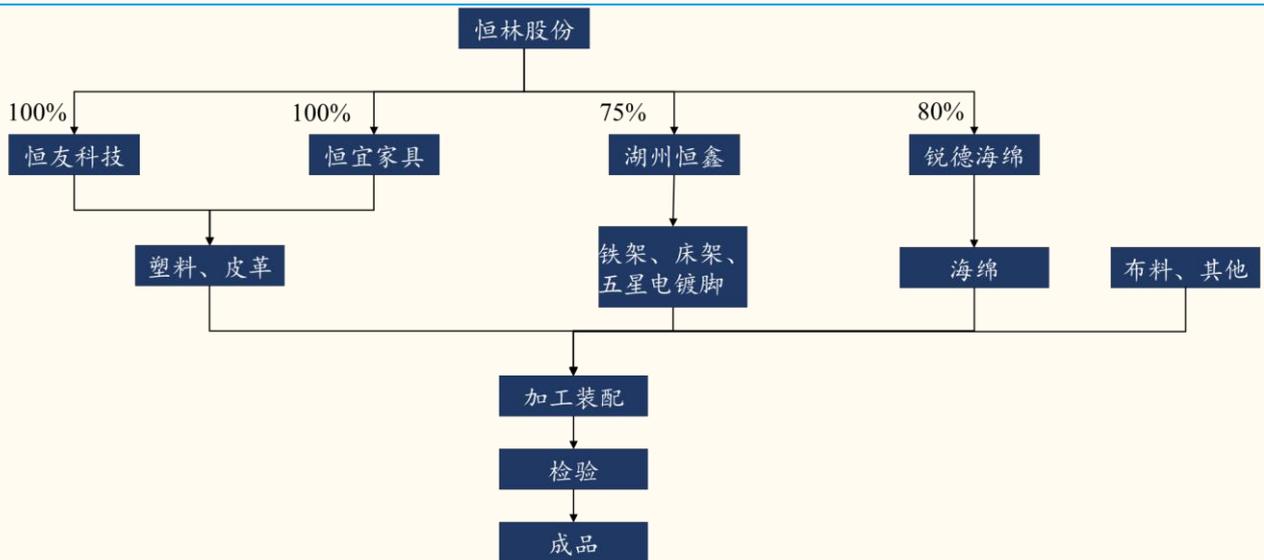
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 办公椅单位成本 (元/套) 处于低位



来源: 公司公告, 国金证券研究所

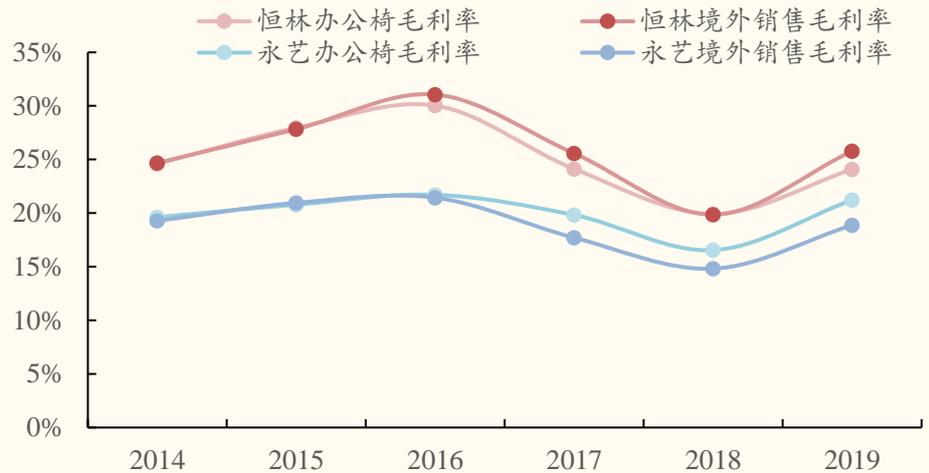
图表 25: 公司上游产业链布局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**公司生产自动化水平高, 提升生产效率的同时有效对冲新冠疫情不利影响:** 公司目前木工车间自动化设备覆盖率达 100%, 裁剪车间自动化设备覆盖率达 95%, 缝纫车间自动化覆盖率达 50%, 五金车间自动化生产覆盖率达 80%, 并且拥有 15 万立方米智能化仓库, 生产自动化程度高可明显提升公司整体生产效率, 使公司规模效应更易体现。在疫情期间, 高自动化水平极大限度免疫新冠疫情的负面影响, 及时满足海内外客户的订单需求。

图表 26: 恒林永艺办公椅和境外毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 全面推进智能制造



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 28: 公司各车间自动化设备覆盖率

车间名称	自动化设备覆盖率
木工车间	100%
裁剪车间	95%
缝纫车间	50%
五金车间	80%

来源: 安吉发布 (浙江省安吉县政府新闻办官方公众号), 国金证券研究所

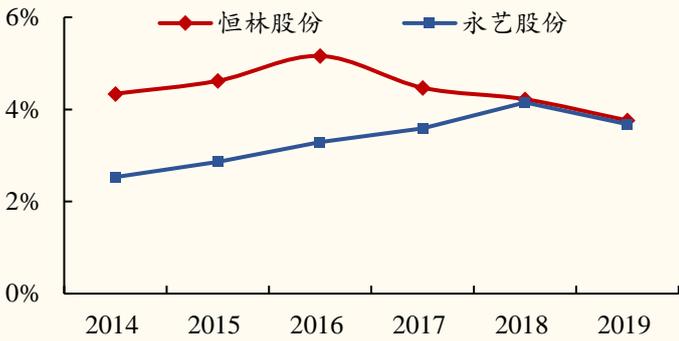
## 2.2 产品迭代快速响应客户需求, 极致管控产品品质

**公司全价值链运行模式确保研发团队及时获取市场反馈:** 公司各部门间相互配合, 使资源得以更高效的整合。公司产品研发除基于市场调研外, 在生产、销售、售后等环节, 相关团队均会及时将客户需求以及体验感受反馈给研发团队, 从而提升了公司对市场需求的反应速度和新品推出速度, 并逐渐形成正循环良性运行状态, 可确保公司持续提升产品迭代速度与效果。

公司在拥有二十余年的坐具生产与研发设计经验的情况下, 仍然坚持研发团队建设, 于 2007 年成立研发技术部门, 拥有高层次的研发团队和最前沿的研发技术, 数字化建模设计、3D 打印、动态仿真等技术能够明显缩短研发周期, 使研发成果更快投入生产, 顺应消费需求不断推出新产品。2014-2019 年公司研发费用率处于 3-5%, 始终处于同业高位。

**完善的品质管理制度与行业领先的检测中心确保产品品质:** 在产品品质方面, 公司制定了完善的品质管理制度, 不仅专门设立工业工程部主抓全流程的品质, 而且在各个事业部均设有单独的品质部门, 对不同产品和岗位制定严格操作规范, 确保生产质量, 在此基础上公司还拥有目前坐具行业规模最大、检测设备最齐全的企业检测中心, 通过完善的管理制度和检测, 极致管控公司产品品质, 为企业持续健康发展奠定坚实基础。

图表 29: 恒林股份研发费用率



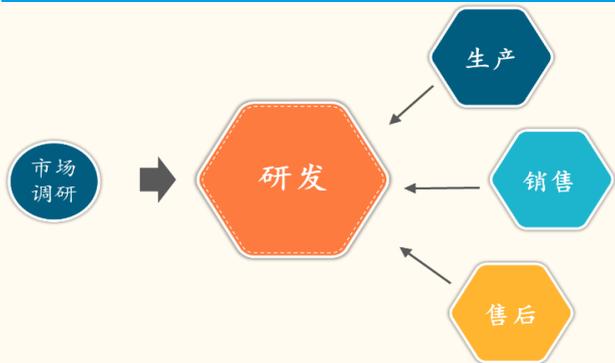
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 研发创新带来大量专利



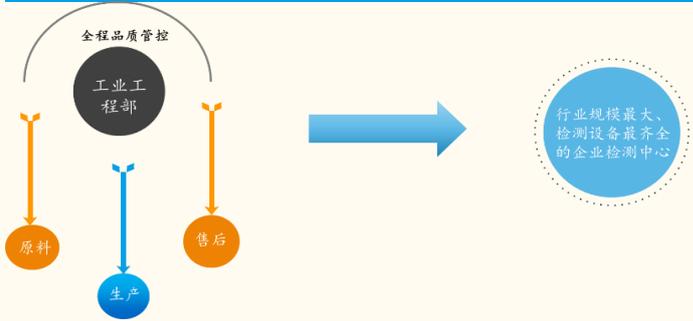
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 全价值链运行模式提升研发能力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 品质管理制度完善



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 2.3 前瞻性布局海外产能免疫贸易摩擦

2018 年公司收购大同越南责任有限公司 100% 股权, 利用原有的土地厂房等资产, 建设越南办公及民用家具制造基地, 快速投入生产运营, 拓展越南、东南亚及海外市场, 规避贸易摩擦。并且 2019 年 8 月收购瑞士 FFL HoldingAG 100% 股权, 直接拥有旗下 Lista Office 办公家具生产基地, 至此, 公司海外产能布局初步形成, 可较好免疫贸易摩擦的同时也可进一步解决公司产能瓶颈问题。

图表 33: 恒林股份国内外生产基地概览



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3、海外需求持续景气，代工+跨境电商驱动中短期业绩快速增长

2021年Q1国内办公椅/沙发出口额分别同比增长123.7%/62.8%，延续高增态势，除疫情带动海外居家办公需求激增外，美国地产整体景气度上行也是驱动家具出口高增的关键因素，复盘历史，美国地产短周期一般持续时间为3-5年，以此推算我们认为此次回暖仍可持续1-2年，从而推动整体中国家具出口景气度进一步上行。在此大背景下，公司依托深度绑定核心客户驱动代工业务延续高增态势，并且依托公司原有的成本+品质+迭代优势叠加上自建海外仓储基地提升响应效率与扩大覆盖范围，跨境电商业务将越发成熟，与代工业务共同驱动公司中短期业绩快速增长。

#### 3.1 海外需求景气上行叠加格局优化助推代工业务快速增长

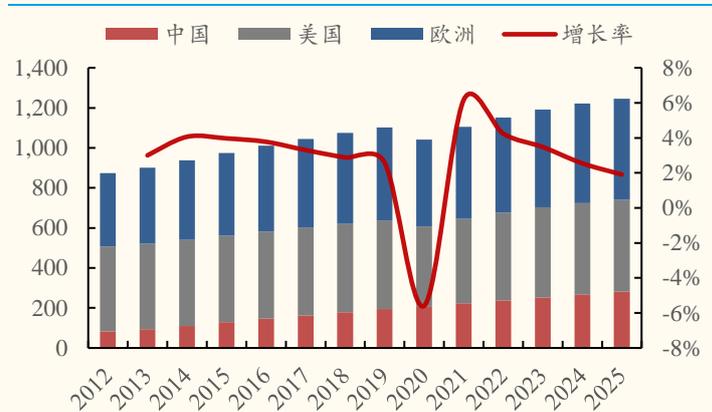
**海外家具市场空间广阔：**近年来全球整体办公家具以及沙发市场规模均在逐步扩大，其中办公家具预计2021年中美欧整体市场规模增长有望超过6.9%，达511亿美元。座椅和沙发在中美欧的市场规模2021年有望达1105亿美元，同比增长6.3%，并且座椅、沙发在美国和欧洲的市场规模均超中国，海外家具市场空间十分广阔。

图表 34：全球主要市场办公家具市场规模（亿美元）



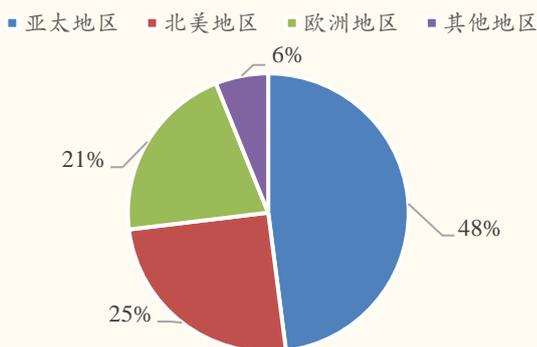
来源：statista，国金证券研究所

图表 35：全球主要市场座椅和沙发市场规模（亿美元）



来源：statista，国金证券研究所

图表 36：2020 全球办公家具区域消费占比



来源：公司公告，statista，国金证券研究所

图表 37：2019 年全球主要市场办公椅规模（亿美元）



来源：华经情报网，国金证券研究所

**美国家具需求景气具备持续性：**基于美国地产景气度的判断，我们认为未来1-2年美国家具需求景气度仍可上行。美国地产从2019年开始有所回暖，疫情中断回暖进程，但从2020年三季度开始重启回暖态势，新屋销售和成屋销售套数同比增长超20%，10月单月成屋销售量达到68.6万套，创十年新高，回弹趋势明显，并且复盘历史，美国地产短周期一般持续时间3-5年，以此推算我们认为此次回暖仍可持续1-2年时间。美国地产回暖带动国内家居出口大幅增长，根据海关总署数据，2021年Q1国内办公椅、沙发出口额分别为70.9、136.1亿元，同比增长123.7%，62.8%。

图表 38: 美国新屋销售持续较高景气度



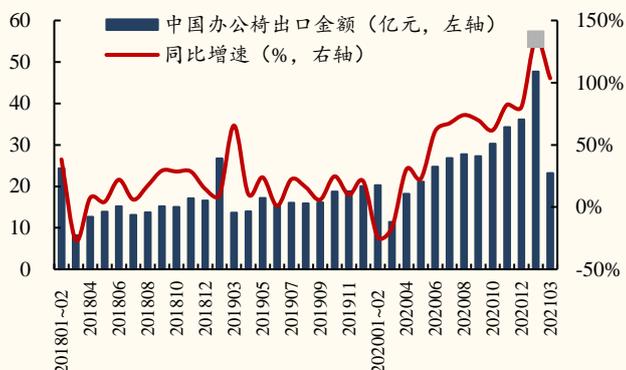
来源: wind, 国金证券研究所

图表 39: 美国成屋销售持续较高景气度



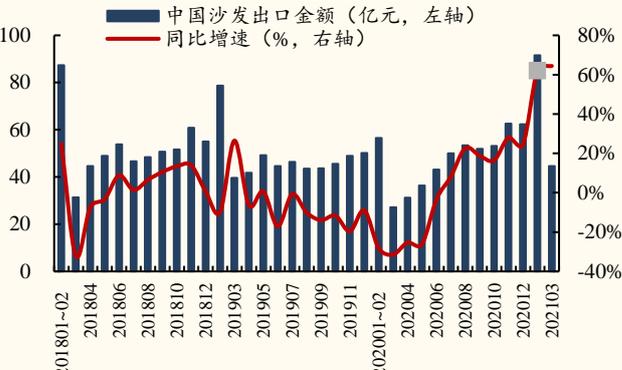
来源: wind, 国金证券研究所

图表 40: 中国办公椅出口额持续高增



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 41: 中国沙发出口额持续高增



来源: 海关总署, 国金证券研究所

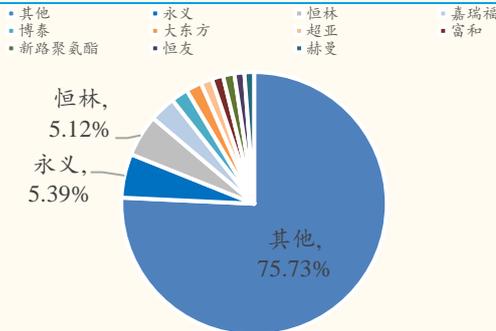
头部企业将最大限度受益于需求景气度上行。中国对美国的办公椅出口额逐年走高, 2019 年办公椅出口占美国该种类进口量比例约 66.3%, 为美国最大进口国, 中国办公椅出口企业会最大受益需求景气度上行。从公司层面看, 一方面公司主要客户为境外大型零售商, 公司产品已通过了多家国际知名采购商的严格认证并依托成本与质量优势与客户建立了长期合作关系, 另一方面 2019 年受中美贸易摩擦影响, 中小出口企业生存难度加大, 而公司前瞻性布局越南产能。两者将共同驱动公司抢夺国内部分中小企业订单, 持续提升市场份额。

图表 42: 公司前五客户增长稳定



来源: 招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

图表 43: 2019 年中国办公椅企业出口份额占比



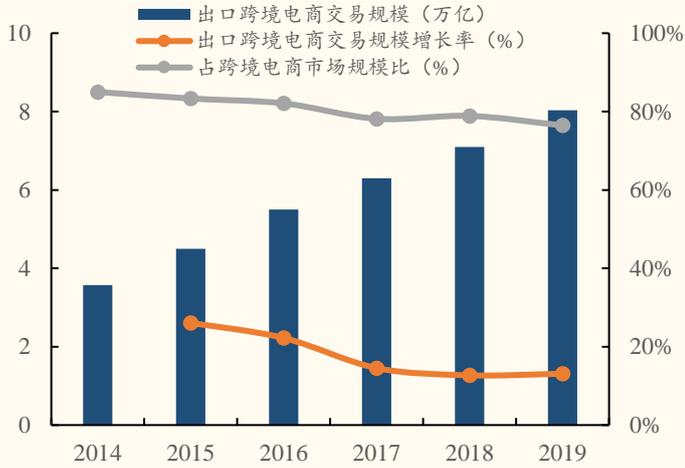
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 3.2 跨境电商运营越发成熟, 加速 OBM 业务放量

近年来, 我国出口跨境电商规模持续增长, 并且其中 B2C 形式占比持续扩大, 2019 年跨境电商 B2C 形式规模增长 23.6%, 占比已达 21.5%, 跨境电商已逐步成为中国出口企业的重要销售渠道。

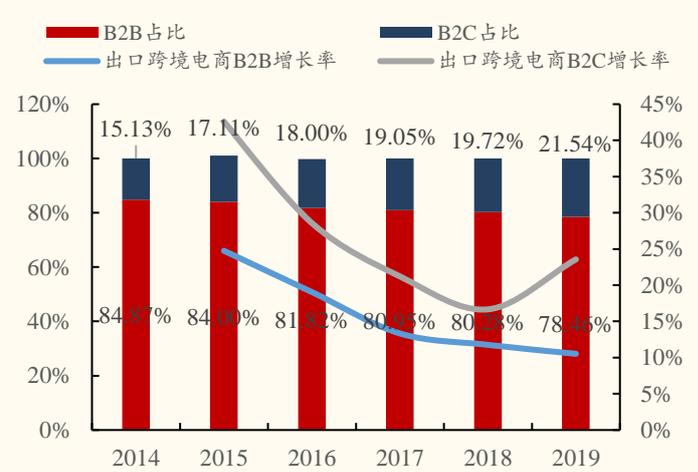
新冠疫情催生 C 端“宅经济”，消费场景从线下到线上转移，家居品类消费逐渐成为跨境电商核心类目。海外疫情反复，带动居家办公常态化，催化销售向线上迁移，为跨境电商提供更多可转换的用户群体，跨境电商加速渗透。根据 NRF 数据，2020Q3 美国电商销售额同比+36.7%，并且 2020 年经营家居家具类目产品的商家占比接近 50%，成为跨境电商的核心类目。

图表 44: 出口跨境电商市场规模逐年增长



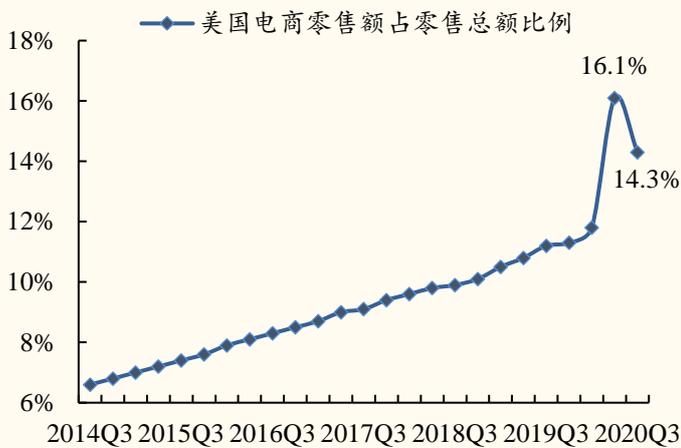
来源: 电子商务研究中心, 网经社, 国金证券研究所

图表 45: B2C 形式占比持续扩大



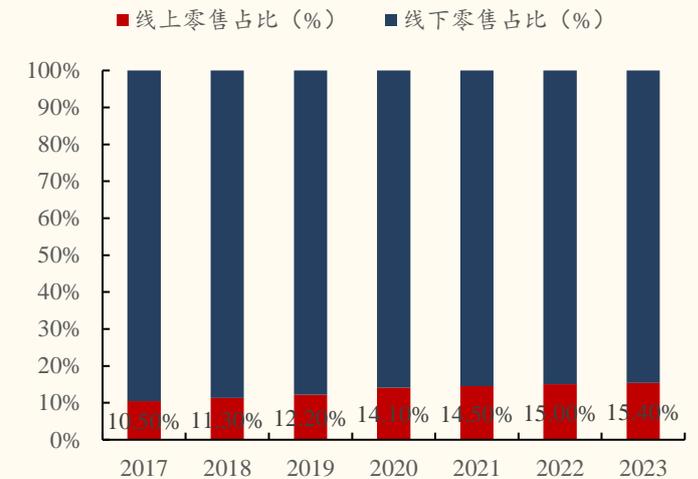
来源: 电子商务研究中心, 网经社, 国金证券研究所

图表 46: 2020 年美国电商零售额占零售总额比例大幅上升



来源: NRF, 国金证券研究所

图表 47: 全球家具线上零售占比逐年提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 48: 2020 年中国跨境电商 B2C 产品类型分布情况



来源: 亿邦智库, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

图表 49: 2020 年中国货物贸易进出口快速增长



来源: 海关总署, 亿邦智库, 国金证券研究所

**借力跨境电商布局自主品牌:** 在跨境电商行业快速发展的同时, 公司也持续大力推动跨境电商业务, 推出自主品牌并自建海外仓储物流基地降低物流成本且提升响应速率。2019 年公司引进跨境电商运营团队, 投资成立跨境电商海外运营公司, 推出自主品牌 Nouhaus, 2020 年营收 2.3 亿元, 并且公司也陆续在美国东西部自建海外仓储物流基地和跨境电商仓库, 海外仓储面积约为 8 万平方米, 以此为配送中心辐射美国及北美洲区域销售网络。一方面, 海外仓储基地使物流费用率近几年持续下降, 2020 年仅为 2.5%, 另一方面, 海外仓储基地将明显缩短出口北美洲市场业务订单周期, 为公司在北美洲市场扩大产品品类销售范围和销量奠定基础。

图表 50: Nouhaus 历年营收和毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

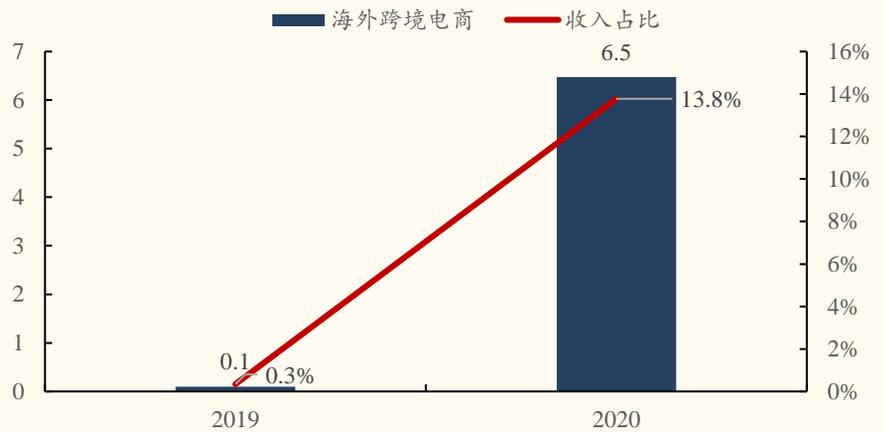
图表 51: 物流费用率逐年降低



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**跨境电商运营成果逐渐体现, 有望驱动公司中短期业绩快速增长。** 公司 2019 年开始正式布局跨境电商, 2020 年就已实现营收 6.5 亿元, 同比增长 6481.5%, 占销售额比例已达 13.8%, 已成为公司业绩增长的重要驱动力, 并且我们认为依托公司原有的成本+品质+迭代优势叠加上自建海外仓储基地提升响应效率与扩大覆盖范围, 跨境电商有望驱动公司中短期业绩继续快速增长。

图表 52: 公司跨境电商营收激增 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4. 中长期业务增长具备双重驱动力

中长期来看, 随着公司战略逐渐转型升级, 一方面将可依托 Lista Office 开拓办公环境解决方案业务, 顺利切入办公家具各细分领域, 从而突破原有办公椅单一业务发展瓶颈, 并且依托办公环境解决方案业务布局将可更前置触达客户, 有望加速获取办公家具行业份额, 这一布局将可明显提升公司盈利能力与稳定性, 估值有望迎来重构; 另一方面公司已披露拟收购厨博士, 若收购落地, 未来将可打开全装修房定制家居市场, 迎来第二发展曲线, 共同驱动公司中长期持续增长。

##### 4.1 驱动力一: 开拓办公环境解决方案业务, 突破原有发展瓶颈

公司 2019 年通过收购 FFL Holding AG 100% 股权 (花费 4.4 亿元人民币), 获取其旗下 Lista Office, LO 创立于 1945 年, 是瑞士领先的专业办公环境解决方案提供商及办公家具制造商, 能够为客户提供办公家具的设计、研发、制造和集成一体化办公环境解决方案, 在瑞士家具市场以 25% 的市占率位居行业第一, 旗下拥有“Lista Office LO”及“LO”办公家具品牌, 在瑞士拥有两大高端全自动化生产基地、研发设计中心和产品检测中心。公司通过收购 LO 可依托其品牌、项目经验赋能叠加公司生产优势发力中国市场, 打开原有业务成长瓶颈, 获取办公家具领域更大市场, 并且此过程也顺应公司向 OBM 战略升级规划, 将有效提升公司盈利能力的同时, 提升自身盈利稳定性。

图表 53: LO 历年营收 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 54: 办公环境一体化解决方案



来源: 公司官网, 国金证券研究所

#### 4.1.1 依托 LO 切入更广市场，持续提升份额可期

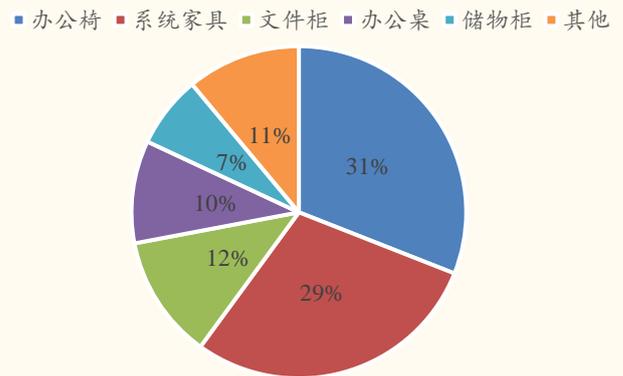
2020 年中国办公家具市场规模已达 124.6 亿美元，并且每年仍处于增长趋势，而办公椅在办公家具规模中占比仅约为 31%。公司依托收购 LO，并且已规划设立 LO 中国，将 LO 先进的产品研发、制造技术以及领先的设计、服务理念等引进国内，逐步建立国内供应链体系和生产基地，在大幅降低生产成本的基础上，以更高性价比的产品和品牌影响力全力拓展国内系统办公服务市场，这将使得公司不仅可切入办公家具全部细分市场，并且未来更可切入办公设备等办公服务相关市场，打开未来整体成长空间。

图表 55: 中国办公家具市场规模 (亿美元)



来源: statista, 国金证券研究所

图表 56: 中国办公家具市场产品份额占比

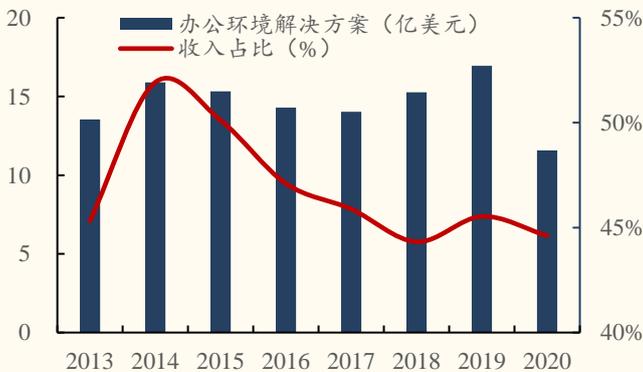


来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

**国内办公环境解决方案市场仍处蓝海，公司有望率先受益。**我们认为，目前国内办公家具市场与住宅家具市场相比仍处早期阶段，国内住宅家具市场已经历了从成品-单品定制-全屋定制-整装等多个阶段，而目前中国办公家具市场仍未进入整装阶段甚至还未进入全屋家具定制（设计）阶段，这也使得办公家具市场仍然非常分散。目前办公环境整体解决方案市场仍处蓝海，但随着消费升级以及办公效率提升的需求日益增强，办公环境解决方案市场将逐渐扩容，较早布局且拥有成熟品牌与供应链能力的企业将最率先受益。

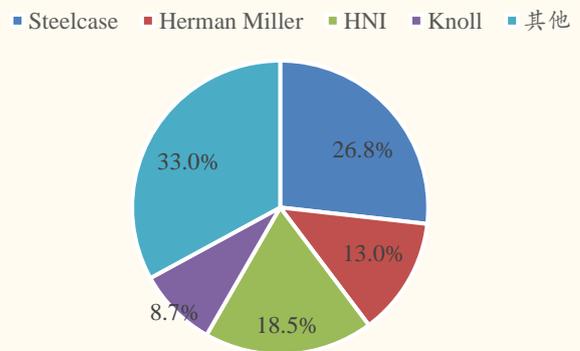
**行业特性奠定行业未来必将拥有较高集中度：**办公环境解决方案提供商需在各个家具品类下均有产品线，并且产品设计需要协同性，才可满足整体办公设计的需求，并且后期又将有较长服务环节，使得厂商新进入门槛相对较高，这为行业未来份额提升奠定坚实基础。美国办公家具解决方案市场集中度已处较高水平，目前 Steelcase 市占率为 26.8%，Steelcase/ Herman Miller/ HNI/Knoll 四家上市公司的市场份额占比超过 60%。Steelcase 是全球最大的办公家具制造商，2019 年 Steelcase 整体解决方案业务实现 17.0 亿美元的销售收入，同比增长 11.1%，占总营收比例达 45.5%。

图表 57: Steelcase 办公环境解决方案收入



来源: Steelcase 公司公告, 国金证券研究所

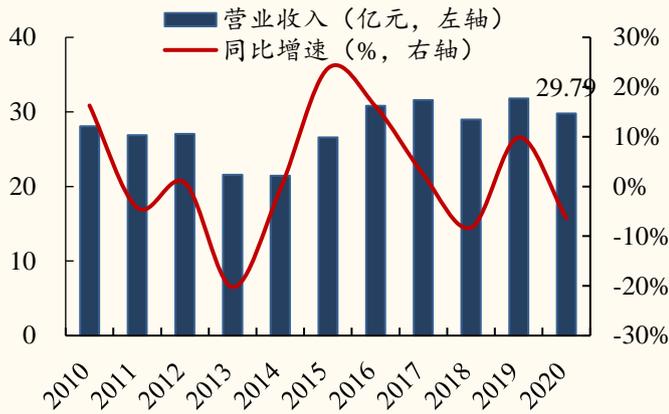
图表 58: 美国办公解决方案市场集中度高 (测算)



来源: Steelcase 公司公告, 国金证券研究所测算

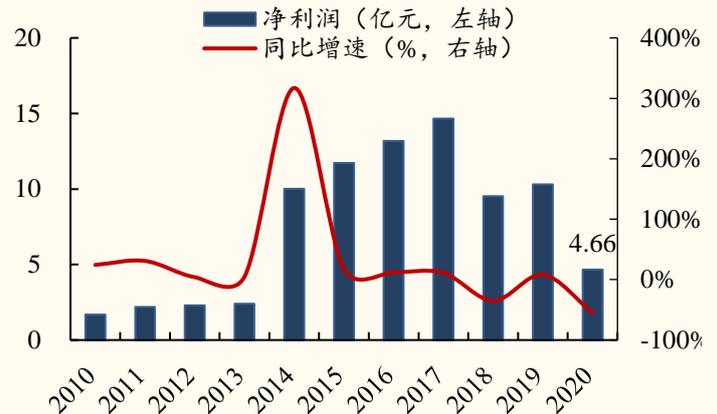
国内办公家具市场仍然分散，办公环境解决方案市场兴起将助推行业集中，LO有望助力公司持续收割份额：国内办公家具领域市占率仍然较低，相较于美国市场仍有较大提升空间，并且我们认为办公环境解决方案将可更前置截取客户，从而促使办公家具行业加速集中。2019年震旦办公设备和办公家具营收分别为19.7亿/11.6亿。公司产品销售地区主要为中国台湾与大陆，其办公家具市占率约为1.6%，市场地位领先，但与美国办公家具龙头Steelcase在美国市场13.6%的份额相比，仍然处于较低水平，可看出国内市场整体仍然较为分散。以Lista Office丰厚的业务实践经验和自有知名品牌为基础，结合恒林国内的渠道经验、供应链等优势，随着LO在办公环境解决方案市场上逐渐开拓，更前置绑定下游客户，有望整体提升恒林在中国的市场份额，驱动公司中长期持续增长。

图表 59: 2010-2020 震旦营收及增速



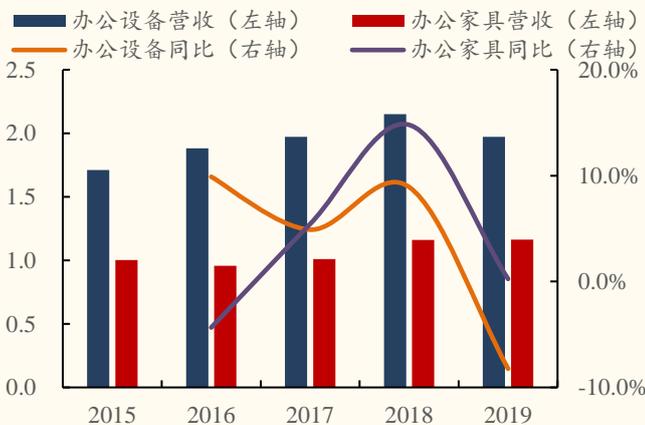
来源：震旦公司公告，国金证券研究所

图表 60: 2010-2020 震旦净利润及增速



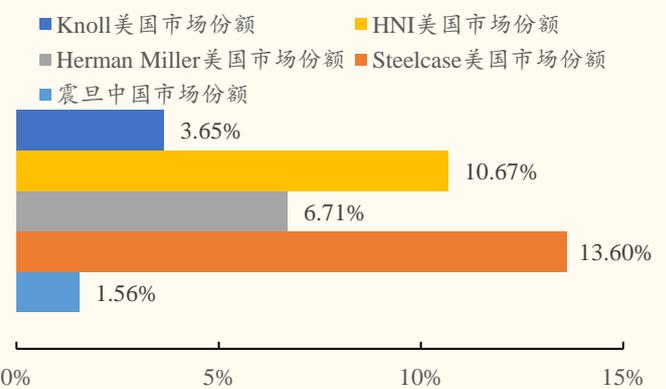
来源：震旦公司公告，国金证券研究所

图表 61: 震旦办公领域业务营收及增速 (十亿元)



来源：震旦公司公告，国金证券研究所

图表 62: 中美办公家具市占率对比 (测算)

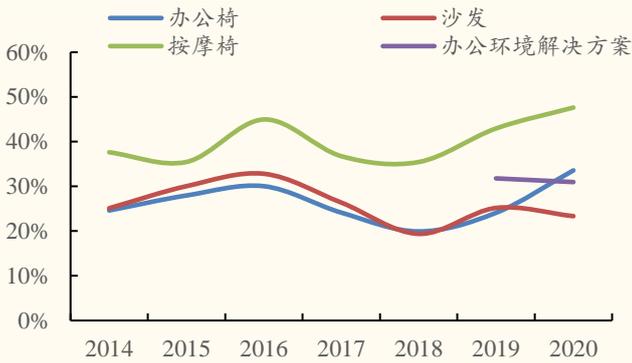


来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.1.2 转型提升盈利能力与稳定性，估值有望迎来重构

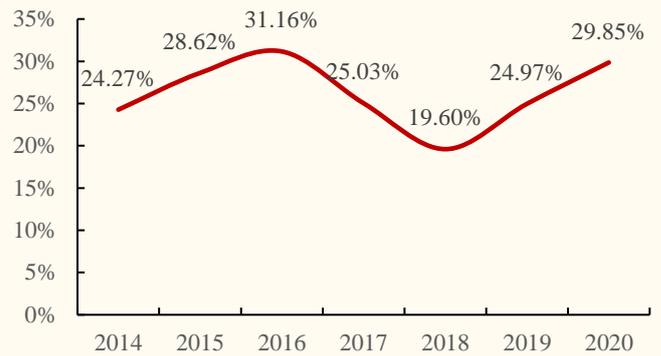
2019年以前，公司海外OEM/ODM业务占比较大，使自身议价能力较低，毛利率波动较大，但随着办公环境解决方案业务与跨境电商业务共同发展带动OBM业务占比提升，一方面将整体提升公司盈利能力，另一方面也将进一步提高公司盈利稳定性，公司的估值水平(PE)也将迎来较大提升。

图表 63: 办公环境解决方案业务毛利率较高



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 64: 公司毛利率正提升明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4.2 驱动力二: 拟收购厨博士, 公司有望迎来第二发展曲线

厨博士成立于 1996 年初, 专注工程精装二十余年。厨博士专业提供精装修所需家庭橱柜、浴柜、收纳系统、木门、防火门及空港设备柜台等家居产品的设计、生产、安装、售后等服务, 拥有“厨博士.U 家”(整体家居)、“厨博士”(橱柜)、“澳斯堡”(浴柜)、“欧柯”(商业柜台)等知名品牌。与众多知名房地产开发商、机场达成战略合作关系, 2013 年起多年连续荣获万科“A 级供应商”。生产基地分布于东莞、安徽、深圳等地, 而其业务辐射全国多数城市, 2019 年厨博士在橱柜工程端市场已获得了约 7% 的市场份额。

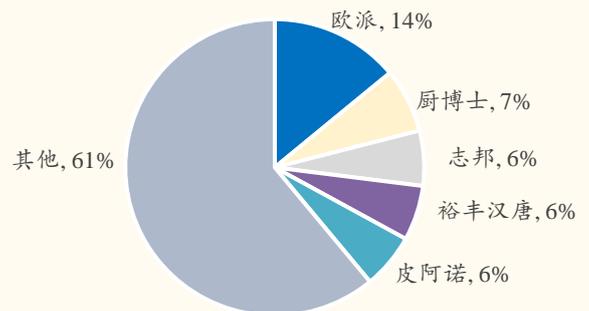
借力厨博士布局全装修房家居市场: 2020 年 5 月 12 日, 公司发布战略框架协议, 拟以 7 亿现金收购 GLORY WINNER TRADING LIMITED 持有的东莞厨博士家居有限公司 100% 股权。公司期望通过对厨博士的收购, 一方面可进军全装修房定制家居市场, 公司依托全装修渗透率的提升带动的行业扩容与地产商集中度提升带动的家居工程渠道的份额集中, 另一方面后期可融合公司传统办公家具业务, 为 B 端客户提供一站式专业解决方案, 构建公司“大家居”生态, 实现公司产业全新布局, 驱动中长期业绩增长。

图表 65: 厨博士主要合作伙伴



来源: 厨博士官网, 国金证券研究所

图表 66: 2019 年橱柜品牌工程业务市占率

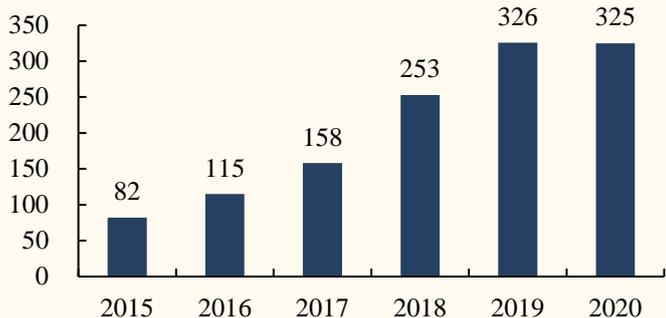


来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

#### 4.2.1 全装修渗透率提升空间大, 市场有望持续扩容

全装修渗透率提升空间较大, 全装修市场已迎来趋势性扩容。根据奥维云网数据, 全国新建住宅全装修楼盘开盘渗透率 2016-2020 年已从 12% 上升至 31%, 对比发达国家 80-100% 的全装修渗透率仍有较大提升空间, 虽然目前一线城市渗透率已然较高, 进一步渗透空间来自二三四线城市, 可能会面临由于低线城市接受度的原因, 渗透速度有所放缓, 但在地产商主动推广以及政策扶持下, 全装修渗透率持续提升的趋势将会延续, 住宅全装修市场规模有望持续扩容, 为厨博士的增长奠定较好基础。

图表 67: 国内全装修房开盘套数保持快速增长 (万套)



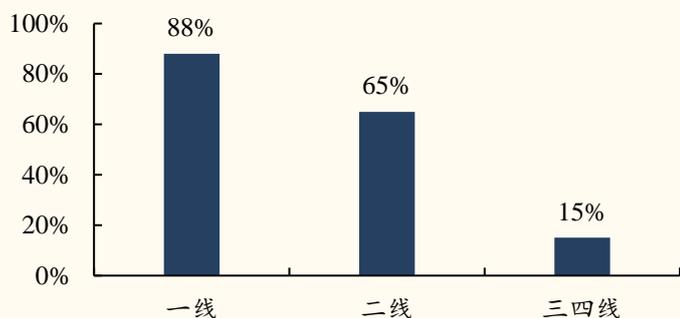
来源: 奥维云网, 产业信息网, 国金证券研究所

图表 68: 国内全装修渗透率相较国外仍有较大提升空间



来源: 奥维云网, 房天下产业网, 产业信息网, 国金证券研究所

图表 69: 2020 年各线城市全装修渗透率



来源: 产业信息网, 奥维云网, 国金证券研究所

图表 70: 2020 年中国全装修项目城市分布情况 (万套)

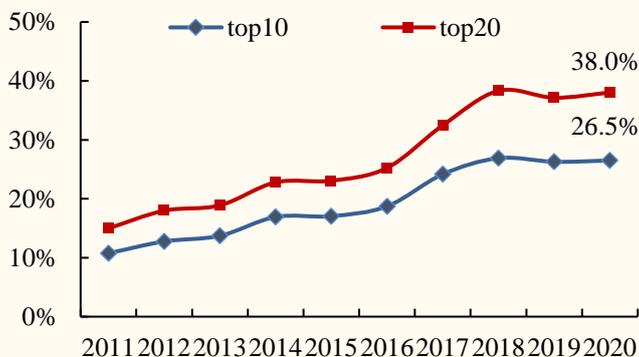


来源: 中国建筑装饰行业协会, 国金证券研究所

#### 4.2.2 地产集中化趋势明显, 厨博士市场份额有望提升

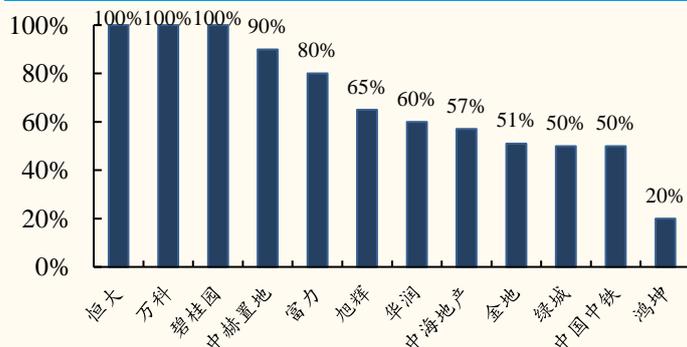
房地产行业呈现头部集中态势, 带动工程渠道家居企业集中度提升。国内地产市场正处于集中度上行通道, 2020 年 TOP10 和 TOP20 房企集中度分别为 26.5% 和 38.0%。从长期来看, 随着市场调控压力持续和规模房企竞争优势的体现, 地产集中化趋势仍将延续。在此基础上, 又由于头部房企全装修比例较高, 恒大、万科、碧桂园全装修比例已达 100%, 厨博士依托绑定头部地产商将明显受益于地产商集中度提升带来的自身份额的提升, 有望迎来持续健康发展。

图表 71: 国内地产市场正处于集中度上行通道



来源: wind, 国金证券研究所

图表 72: 大型房企全装修率高



来源: 产业信息网, 国金证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

#### ■ 核心假设

1) 办公椅: 由于公司自主品牌占比逐渐提升, 我们预计办公椅的单价将有望因此抬升, 预计 2021-2023 年单价将分别+10%/+6%/+5%。预计 2021-2023 年公司办公椅业务总营收为 29.2/34.0/39.3 亿元, 同比+26.5%/+16.6%/+15.5%。成本方面, 21 年原材料价格上涨明显对毛利率造成冲击, 而未来两年随着 OBM 占比提升以及海外产能利用率提升, 毛利率有望逐步抬升, 故预计 2021-2023 年办公椅业务毛利率为 33.0%/33.3%/33.6%。

2) 沙发: 随着跨境电商以及国内电商逐步发力, 预计 2021-2023 年沙发销量将分别+20%/+15%/+13%, 沙发业务整体营收达 11.2/13.6/16.1 亿元, 同比+24.8%/+21.9%/+18.7%。随着规模持续扩大, 规模效应有望显现, 我们预计 2021-2023 年沙发业务毛利率分别为 23.0%/24.1%/24.4%。

3) 按摩椅: 由于公司 2020 年依托跨境电商已顺利开拓美国、韩国等按摩椅市场, 我们预计 2021-2023 年按摩椅销量将持续增长, 分别有望达 4.8 万台/5.6 万台/6.5 万台, 我们预计 2021-2023 年按摩椅业务整体营收有望达 1.8/2.4/2.9 亿元, 同比+27.6%/+27.5%/+25.4%。并且随着自主品牌占比提升以及规模效应体现, 我们预计 2021-2023 年按摩椅业务毛利率将稳中有升, 分别达 47.9%/48.2%/48.3%。

4) 办公环境解决方案: 我们预计办公环境解决方案业务将在 LO 实现中国生产后将迎来快速增长, 2021-2023 年办公环境解决方案业务营收有望达 10.1/12.6/16.4 亿元, 同比+25%/+25%/+30%。随着 LO 国产化的落地, 生产成本可逐渐优化, 我们预计 2021-2023 年办公环境解决方案业务毛利率为 32.1%/32.6%/32.9%。

图表 73: 业务拆分及收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入(百万元)	2903.74	4743.09	5994.9	7256.6	8724.8
办公椅	1462.5	2308.4	2920.1	3404.8	3932.5
沙发	716.8	894.3	1116.1	1360.6	1614.3
按摩椅	33.26	144.4	184.3	235.0	294.6
办公环境解决方案	321.89	807.74	1009.7	1262.1	1640.7
其他业务	369.25	588.24	764.7	994.1	1242.7
同比增速	25.3%	63.3%	26.4%	21.0%	20.2%
办公椅	10.2%	57.8%	26.5%	16.6%	15.5%
沙发	-1.9%	24.8%	24.8%	21.9%	18.7%
按摩椅	-29.6%	334.2%	27.6%	27.5%	25.4%
办公环境解决方案		150.9%	25%	25%	30%
其他业务	73.5%	59.3%	30%	30%	25%
毛利率	25.0%	29.5%	29.3%	29.6%	29.8%
办公椅	24.1%	33.6%	33.0%	33.3%	33.6%
沙发	25.2%	23.3%	23.0%	24.1%	24.4%
按摩椅	43.0%	47.6%	47.9%	48.2%	48.3%
办公环境解决方案	31.8%	31.0%	32.1%	32.6%	32.9%
其他业务	20.5%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

5) 销售费用率预测: 由于公司正处于跨境电商与国内市场开拓阶段, 我们预计未来三年销售费用率仍将处于高位, 故预计 2021-2023 年销售费用率为 11.0%/11.1%/11.1%。

6) 管理费用率预测: 公司今年由于越南工厂仍处产能爬坡阶段, 折旧与人工

资支出等刚性成本较大，但此后随着公司规模效应显现，预计未来管理费用率稳中有降，我们预计 2021-2023 年管理费用率为 4.6%/4.5%/4.5%。

7) 研发费用率预测：公司今年将加大对 LO 国产化的研发投入，且未来仍将对国内市场产品开发保持较高投入，预计研发费用率将维持在历史较高水平，预计 2021-2023 年研发费用率为 3.6%/3.5%/3.2%。

## 5.2 投资建议及估值

基于上述假设，暂不考虑厨博士业绩贡献，我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 为 4.82 元、6.22 元和 8.01 元。按照市盈率相对估值法以及结合公司自身的成长性，给予公司合理估值。我们选取业务范畴较为接近的永艺股份，均有沙发布局的顾家家居、敏华控股以及出口家居企业乐歌股份、麒盛科技作为可比公司，2021 年可比公司估值中位数为 15.2 倍。由于恒林股份外销持续强劲，内销市场也正加速开拓，OBM 业务占比有望逐渐提升，我们给予恒林 2021 年合理估值水平 15 倍，对应目标价 72 元，给予“买入”评级。

图表 74：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603816.SH	顾家家居	79.9	2.7	3.3	4.0	29.1	24.1	20.0
1999.HK	敏华控股	13.67	0.6	0.7		27.6	22.4	
603600.SH	永艺股份	11.18	1.0	1.3	1.6	11.0	8.7	7.2
300729.SZ	乐歌股份	32.89	2.2	3.1	4.0	14.8	10.8	8.2
603610.SH	麒盛科技	25.41	1.7	2.0	2.3	15.2	12.9	10.9
中位数						15.2	12.9	10.9
603661.SH	恒林股份	57.18	4.8	6.2	8.0	11.5	8.9	6.9

来源：Wind，国金证券研究所

## 6、风险提示

1、贸易摩擦加剧：公司目前出口业务占比很大，若贸易摩擦加剧，将可能对公司获取外销订单形成压制；

2、原材料价格大幅上涨；原材料价格大幅上涨将使得公司成本端承压，影响毛利率水平；

3、跨境电商业务拓展不及预期：跨境电商业务拓展是公司向 OBM 转型的重要一环，若拓展不及预期将影响公司自主品牌占比提升进程，从而影响公司盈利能力的提升；

4、限售股解禁：公司 2021 年 5 月 21 日有 7125 万股限售股解禁，占总股本 71.25%。

5、汇率大幅波动：由于公司目前出口业务占比较大，汇率大幅波动将直接影响公司收益。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,318</b>	<b>2,904</b>	<b>4,743</b>	<b>5,995</b>	<b>7,257</b>	<b>8,725</b>	货币资金	421	567	912	1,074	1,296	1,551
增长率		25.3%	63.3%	26.4%	21.0%	20.2%	应收款项	536	643	849	991	1,174	1,409
主营业务成本	-1,864	-2,179	-3,344	-4,239	-5,109	-6,125	存货	253	419	853	859	1,008	1,191
%销售收入	80.4%	75.0%	70.5%	70.7%	70.4%	70.2%	其他流动资产	1,006	269	492	506	517	531
毛利	454	725	1,399	1,756	2,148	2,600	流动资产	2,217	1,899	3,106	3,430	3,995	4,682
%销售收入	19.6%	25.0%	29.5%	29.3%	29.6%	29.8%	%总资产	76.8%	50.7%	59.2%	54.6%	57.1%	60.0%
营业税金及附加	-14	-15	-15	-33	-40	-44	长期投资	57	460	453	453	453	453
%销售收入	0.6%	0.5%	0.3%	0.6%	0.6%	0.5%	固定资产	477	1,082	1,367	1,651	1,773	1,873
销售费用	-124	-195	-550	-659	-805	-968	%总资产	16.5%	28.9%	26.0%	26.3%	25.4%	24.0%
%销售收入	5.3%	6.7%	11.6%	11.0%	11.1%	11.1%	无形资产	105	173	298	346	386	424
管理费用	-77	-163	-222	-276	-327	-393	非流动资产	670	1,846	2,143	2,851	3,000	3,123
%销售收入	3.3%	5.6%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	%总资产	23.2%	49.3%	40.8%	45.4%	42.9%	40.0%
研发费用	-98	-109	-140	-216	-254	-279	<b>资产总计</b>	<b>2,887</b>	<b>3,744</b>	<b>5,249</b>	<b>6,281</b>	<b>6,994</b>	<b>7,805</b>
%销售收入	4.2%	3.8%	3.0%	3.6%	3.5%	3.2%	短期借款	40	87	522	873	933	887
息税前利润 (EBIT)	142	243	472	572	722	916	应付款项	427	596	1,269	1,328	1,582	1,879
%销售收入	6.1%	8.4%	10.0%	9.5%	9.9%	10.5%	其他流动负债	74	155	214	212	259	317
财务费用	17	7	-91	-49	-65	-56	流动负债	542	838	2,006	2,413	2,775	3,083
%销售收入	-0.7%	-0.2%	1.9%	0.8%	0.9%	0.6%	长期贷款	0	224	258	258	258	258
资产减值损失	-14	-41	40	-7	0	0	其他长期负债	36	82	100	341	263	217
公允价值变动收益	-7	7	0	0	0	0	负债	578	1,144	2,364	3,013	3,296	3,559
投资收益	44	38	77	40	55	60	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,261</b>	<b>2,521</b>	<b>2,797</b>	<b>3,161</b>	<b>3,566</b>	<b>4,086</b>
%税前利润	23.1%	13.3%	17.6%	6.9%	7.4%	6.3%	其中：股本	100	100	100	100	100	100
营业利润	204	280	441	576	742	950	未分配利润	757	973	1,308	1,622	2,026	2,546
营业利润率	8.8%	9.6%	9.3%	9.6%	10.2%	10.9%	少数股东权益	48	79	87	107	132	160
营业外收支	-12	6	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,887</b>	<b>3,744</b>	<b>5,249</b>	<b>6,281</b>	<b>6,994</b>	<b>7,805</b>
税前利润	192	287	441	576	742	950	<b>比率分析</b>						
利润率	8.3%	9.9%	9.3%	9.6%	10.2%	10.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-19	-39	-62	-74	-95	-122	<b>每股指标</b>						
所得税率	9.9%	13.6%	14.1%	12.8%	12.8%	12.8%	每股收益	1.710	2.434	3.633	4.821	6.220	8.008
净利润	173	247	378	502	647	829	每股净资产	22.611	25.209	27.971	31.612	35.655	40.860
少数股东损益	2	4	15	20	25	28	每股经营现金净流	0.155	2.543	6.325	4.291	8.121	9.764
归属于母公司的净利润	171	243	363	482	622	801	每股股利	0.600	0.860	0.660	1.687	2.177	2.803
净利率	7.4%	8.4%	7.7%	8.0%	8.6%	9.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	7.56%	9.65%	12.99%	15.25%	17.44%	19.60%
							总资产收益率	5.92%	6.50%	6.92%	7.67%	8.89%	10.26%
							投入资本收益率	5.44%	7.16%	11.00%	11.23%	12.76%	14.68%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	22.25%	25.28%	63.34%	26.39%	21.05%	20.23%
							EBIT增长率	-32.38%	71.13%	94.39%	21.12%	26.22%	26.91%
							净利润增长率	3.15%	42.38%	49.25%	32.70%	29.02%	28.75%
							总资产增长率	9.17%	29.69%	40.18%	19.67%	11.35%	11.59%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	54.7	63.3	48.6	50.0	49.0	49.0
							存货周转天数	43.3	56.2	69.4	74.0	72.0	71.0
							应付账款周转天数	70.7	76.4	77.8	82.0	81.0	80.0
							固定资产周转天数	52.8	120.6	89.8	76.1	68.6	60.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-16.51%	-17.40%	-17.41%	-9.58%	-12.84%	-18.27%
							EBIT利息保障倍数	-8.5	-36.9	5.2	11.6	11.1	16.5
							资产负债率	20.01%	30.55%	45.04%	47.96%	47.13%	45.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	4	5	9
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>	<b>1.29</b>	<b>1.00</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402