

# 座椅龙头，业务版图从办公家居向泛家居延伸

## 恒林股份(603661)

### 国内座椅行业龙头，业务版图从办公家居向泛家居延伸

公司是国内座椅龙头，2008年至2020年6月，公司办公椅年出口额稳居行业第一。2018年完成对广德恒林增资，加大对长租公寓装修布局；2021年，公司以4.8亿元现金收购厨博士100%股权，布局房地产精装修工程业务领域。目前主要业务包括办公家居、软体家居以及定制家居，业务版图从办公家居向泛家居延伸，发展空间扩大。2020年营收、归母净利润分别为47.43、3.63亿元，2016-2020年年复合增速分别为28.8%、8.3%，利润增速慢于收入，主要受汇率、原材料等影响。

### ► 办公家居：传统主业，B端C端渠道共同发力。

公司目前主业为B端办公家居，2020年办公椅产品收入贡献49%，凭借领先的制造成本及研发设计等优势，传统办公B端业务与宜家、似鸟、欧迪、史泰博等全球大型零售商深度合作，未来有望通过加大在客户中份额、持续开拓新客户、导入新品类等方式稳步增长。此外，2019年收购的瑞士LO将逐渐引入国内市场，发挥与公司市场、渠道、产品技术、生产运营等协同效应，满足国内市场系统办公趋势，2020年办公环境解决方案收入占比提升至17.0%。C端业务方面，2020年疫情加速线上渗透率提升，公司进一步拓展自主品牌线上销售，引进跨境电商运营团队，重点建设跨境电商（如亚马逊平台）等新兴营销渠道，跨境电商业务爆发，办公椅、沙发、按摩椅等自主品牌销售占比的提升，盈利能力大幅提高，未来将持续受益于海外尤其是美国市场线上渗透率提升。

### ► 软体家居：行业景气度向上，软体家居成为又一增长极。

软体家居主要包括沙发及按摩椅业务，20年软体家居收入占比约21.9%（沙发、按摩椅收入占比分别为18.9%、3.0%）。其中，沙发业务以功能沙发为主，得益于海外居家旺盛需求，功能沙发渗透率的逐步提升，沙发业务20年收入同比增长25%。沙发业务客户群体与传统办公椅B端客户重叠，销售渠道协同效益有望逐渐发挥。此外，公司积极发展跨境电商业务，借助自建独立站及第三方跨境电商渠道销售沙发产品，也带来沙发C端业务的开拓。沙发业务有望成为公司又一增长点。此外，公司按摩椅通过打造高端自主品牌“苔米”、“NOUHAUS”，主攻韩国及美国市场，2020年销售额1.44亿元，目前体量仍较小，后续随着业务的逐渐拓展，预计也将逐步放量。

### ► 定制家居：定位长租公寓+商品房精装配套，发展可期。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	55.23
股票代码：	603661
52周最高价/最低价：	90.29/35.76
总市值(亿)	55.23
自由流通市值(亿)	15.88
自由流通股数(百万)	28.75



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

### 相关研究

- 【华西轻工】恒林股份(603661.SH)点评报告：Q1业绩延续高增长，大家居战略持续推进  
2021.05.06
- 【华西轻工】恒林股份(603661.SH)点评报告：跨境电商业务爆发，大家居战略助力成长  
2021.04.20
- 【华西轻工】恒林股份(603661.SH)点评报告：业绩高增长，跨境电商业务迅速发展  
2021.01.27

竣工数据持续改善，2021 年有望迎来竣工大年，家居需求不断改善，行业景气度向上。公司紧抓长租公寓及精装房市场高景气度，子公司广德恒林主要布局长租公寓装修，厨博士（地产精装修工程业务优秀企业，万科、碧桂园等为主要客户）主要布局住宅精装修。通过多年与宜家等全球大型渠道商合作，公司 B 端客户服务以及成本优势显著，且有望借助厨博士在工程精装领域丰富的生产制造、施工管理经验和相关业务资源，公司将充分发挥与厨博士的协同效益，定制家居业务实现较高增长。

### 投资建议：

公司业务版图扩大，办公家居在手订单充足以及软体家居、定制家居受益于竣工数据的改善，行业需求向好，预计收入端稳步增长，利润端虽短期受原材料价格以及汇率波动存在一定波动，但从长期看，预计随着收入规模的增长以及盈利能力的提升，净利润持续增长。暂不考虑厨博士并表，维持此前盈利预测，2021-2023 年公司营收分别为 60.26、73.91、88.14 亿元；归母净利润分别为 4.87、6.35、8.14 亿元，对应 PE 分别为 12 倍、9 倍、7 倍，估值低于同行平均水平，维持“买入”评级。

### 风险提示：

办公椅需求不及预期；沙发需求不及预期；跨境电商发展不及预期；行业竞争加剧风险；原材料价格大幅上涨风险；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	23.74	15.91	11.86	9.09	7.10

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

一、 推荐逻辑 .....	5
二、 国内座椅行业龙头，业务版图从办公家居向泛家居延伸 .....	6
1. 国内座椅行业龙头，业务版图从办公家居向泛家居延伸 .....	6
2. 产品结构优化，主营业务盈利能力提升 .....	7
3. 营收规模不断提升，业绩保持快速增长 .....	8
4. 毛利率大幅提升，费用率有待优化 .....	8
5. 股权集中度高，引入职业经理人趋向职业化管理 .....	10
三、 办公家居：传统主业，B 端 C 端渠道共同发力 .....	11
1. 办公家居行业：市场规模稳步增长，美国是最大消费国 .....	11
2. 传统办公家居：深度绑定核心大客户，成本优势显著 .....	13
3. 传统办公家居：跨境电商及国内电商发力，C 端业务拓展良好 .....	15
4. 办公家居解决方案 L0：瑞士办公环境服务龙头，进军国内蓝海市场 .....	17
四、 软体家居：家居景气度向上，软体家居成为又一增长极 .....	18
1. 21 年有望迎来竣工大年，家具景气度持续向上 .....	18
2. 沙发：功能沙发为主，销售额稳步增长 .....	19
3. 按摩椅：海外需求旺盛，打造 NOUHAUS 高端自主品牌 .....	20
五、 定制家居：定位长租公寓+商品房精装配套，发展可期 .....	21
1. 精装修市场逐步复苏，发展空间巨大 .....	21
2. 广德恒林：定位长租公寓精装，未来发展可期 .....	22
3. 厨博士：现金收购厨博士，进军商品房全装修领域 .....	23
六、 投资建议 .....	23
1. 关键假设 .....	23
2. 估值分析 .....	24
七、 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1 推荐逻辑：业务版图向泛家居延伸，多业务协同发展 .....	6
图 2 座椅行业龙头，业务版图从办公家居向泛家居延伸 .....	7
图 3 拥有办公家居、软体家居、定制家居三大业务板块 .....	7
图 4 办公椅、沙发是主要收入来源 .....	8
图 5 主要产品毛利率波动平稳 .....	8
图 6 2020 年营收同比增长 63.3% .....	8
图 7 2020 年归母净利润同比增长 49.3% .....	8
图 8 2020 年毛利率大幅提升 .....	9
图 9 跨境电商业务高速发展带来销售费用率提升 .....	9
图 10 经营活动现金流持续好转 .....	10
图 11 应收账款逐年提升 .....	10
图 12 控股股东、实控人为王江林（截至 2021 年 3 月底，合计控制公司 70.29% 股权） .....	11
图 13 全球办公家居市场规模千亿美元 .....	12
图 14 美国是全球最大的办公家居市场 .....	12
图 15 我国是全球第一大办公家具生产国 .....	13
图 16 浙江安吉是中国椅业之乡 .....	13
图 17 宜家、似鸟、欧迪、史泰博、利丰是主要客户 .....	14
图 18 2020 年前五大客户销售占比 36% .....	14
图 19 每年保持研发费用率在 3%-4% .....	14
图 20 荣获多项全球大奖 .....	14
图 21 全球化产能布局 .....	15

图 22 全面推行智能制造 .....	15
图 23 20 年中国实物商品网上零售额占比 25%.....	16
图 24 20 年美国线上渗透率大幅提升.....	16
图 25 公司自建独立站 <a href="https://smugdesk.net">https://smugdesk.net</a> .....	16
图 26 公司自建独立站 <a href="https://www.nouhaus.com">https://www.nouhaus.com</a> .....	16
图 27 2020 年公司盈利水平大幅提升.....	17
图 28 跨境电商业务高速发展带来销售费用率提升.....	17
图 29 2019 年我国办公家具市场规模约 1850 亿元.....	17
图 30 系统家具是未来趋势 .....	17
图 31 Lista Office 为瑞士办公环境解决方案领导者.....	18
图 32 办公环境解决方案业务初具规模.....	18
图 33 2021 年将迎来竣工的集中交付.....	19
图 34 BHI 平稳复苏 .....	19
图 35 沙发业务以功能沙发为主 .....	19
图 36 公司沙发体量仍有较大提升空间.....	19
图 37 我国沙发行业规模近 600 亿元.....	20
图 38 功能沙发占整体沙发市场份额逐年提升.....	20
图 39 Nouhaus 经典型按摩椅 .....	20
图 40 20 年按摩椅销售额同比增长 334%.....	20
图 41 2019 年我国按摩器具出口金额超 30 亿美元.....	21
图 42 我国按摩器具出口国主要为美国、韩国.....	21
图 43 精装修市场仍处于较高景气.....	22
图 44 我国精装渗透率较发达地区仍有较大提升空间.....	22
图 45 20 年我国长租市场规模 2 万亿以上.....	23
图 46 长租公寓配套家具 .....	23
图 47 厨博士主要客户为万科、碧桂园等龙头房企.....	23
图 48 荣获 2016 年度万科 A 级（材料设备类）供应商.....	23
图 49 可比公司估值分析 .....	24

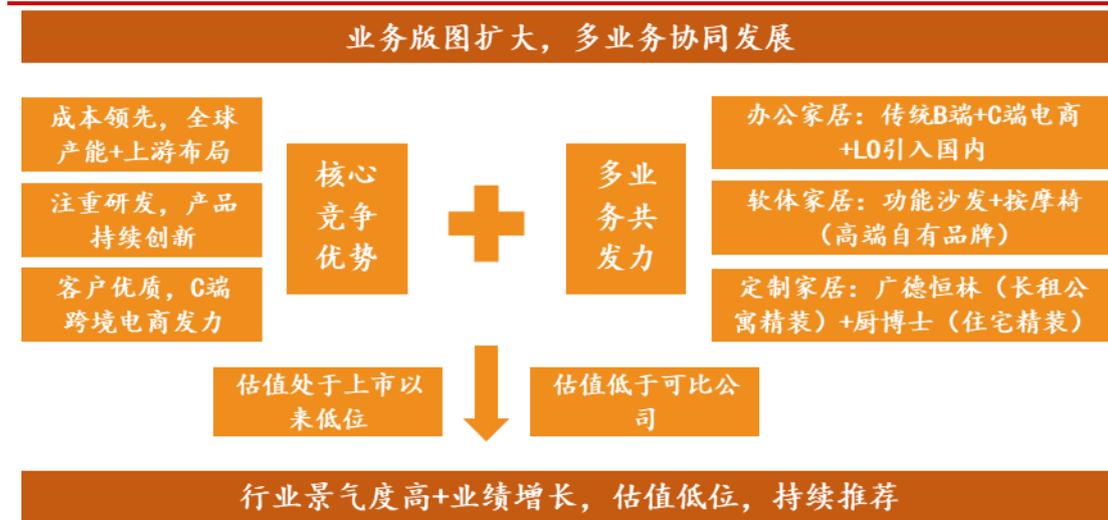
## 一、推荐逻辑

公司是国内办公家居龙头，业务版图从办公家居向泛家居延伸，发展空间扩大，持续看好公司办公家居 B 端及 C 端发力，软体家居及定制家居发展可期，具体来看：

- **办公家居：传统主业，B 端 C 端渠道共同发力。**公司制造成本及研发设计等优势领先，传统办公 B 端业务与宜家、似鸟、欧迪、史泰博等全球大型零售商深度合作，通过加大在客户中份额、持续开拓新客户、导入新品类等方式稳步增长。此外，瑞士 LO 将逐渐引入国内市场，满足国内市场系统办公趋势。C 端业务方面，2020 年疫情加速线上渗透率提升，公司跨境电商业务增长强劲，发展可期。
- **软体家居：行业景气度向上，软体家居成为又一增长极。**公司目前沙发业务以功能沙发为主，得益于海外居家旺盛需求，跨境电商业务大力发展，沙发业务 20 年增速显著，预计随着功能沙发渗透率的逐步提升，以及 B 端大客户及 C 端电商渠道共同发力，沙发业务有望增长提速，成为公司又一增长点。此外，公司按摩椅通过打造高端自主品牌“NOUHAUS”，主攻韩国及美国市场，业务预计也将逐步放量。
- **定制家居：定位长租公寓+商品房精装配套，发展可期。**竣工数据持续改善，2021 年有望迎来竣工大年，家居需求不断改善，行业景气度向上。公司紧抓长租公寓及精装房市场高景气度，子公司广德恒林主要布局长租公寓装修，厨博士主要布局住宅精装修。且通过多年与宜家等全球大型渠道商合作，B 端客户服务以及成本优势显著，有望实现较高增长。

目前来看，公司业务版图扩大，办公家居在手订单充足以及软体家居、定制家居受益于竣工数据的改善，行业需求向好，预计收入端稳步增长，利润端虽短期受原材料价格以及汇率波动存在一定波动，但从长期看，预计随着收入规模的增加以及盈利能力的提升，净利润持续增长。从估值角度看，公司 21 年 PE 估值约 12 倍，低于同行平均水平，维持“买入”评级。

图 1 推荐逻辑：业务版图向泛家居延伸，多业务协同发展



资料来源：华西证券研究所整理

## 二、国内座椅行业龙头，业务版图从办公家居向泛家居延伸

### 1. 国内座椅行业龙头，业务版图从办公家居向泛家居延伸

公司成立于 1998 年，自成立以来专注于智慧办公行业，致力于为客户及消费者提供办公椅、沙发、按摩椅、家居相关的设计、生产、销售及服务。2002 年公司开始进军海外市场，据海关统计，2008 年至 2020 年 6 月，公司办公椅年出口额稳居行业第一。2017 年公司在上交所 A 股主板上市。2019 年，公司开始全球化布局，建立越南生产基地，同年收购瑞士领先办公系统解决方案提供商 Lista Office，布局办公系统解决方案领域。此外，2021 年 5 月，公司以现金 4.8 亿元收购厨博士 100% 股权，布局房地产精装修工程业务领域。公司业务版图从办公家居领域不断向泛家居领域延伸。

图2 座椅行业龙头，业务版图从办公家居向泛家居延伸



资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

## 2. 产品结构优化，主营业务盈利能力提升

公司目前主要业务为办公家居、软体家居以及定制家居三大业务板块，其中办公家居包括传统办公家居 B 端以及 C 端跨境电商业务，瑞士 LO；软体家居业务包括沙发、按摩椅等；定制家居业务包括广德恒林（长租公寓装修）、厨博士（精装房装修）。泛家居业务版图构建已初步完成。

图3 拥有办公家居、软体家居、定制家居三大业务板块



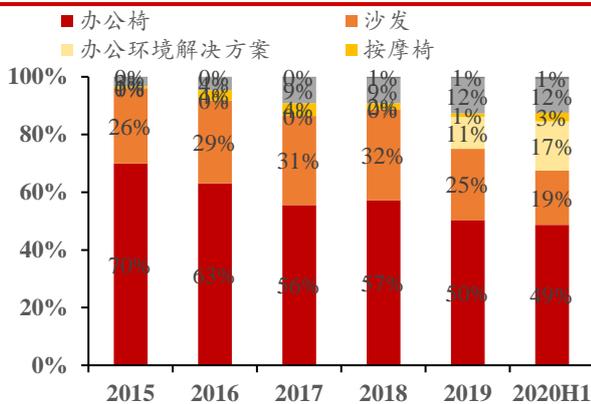
资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

**产品结构逐步完善，主营盈利能力稳步提升。**收入结构方面，2020 年受益于海外居家办公需求旺盛，办公家居板块业务高速增长，2020 年公司办公椅、沙发、办公环境解决方案、按摩椅收入占比分别为 49%、19%、17%、3%。随着后续公司对沙发、按摩椅、广德恒林的发力以及厨博士落地，预计公司非办公家居业务占比将逐渐提升，产品结构也将不断改善。

毛利率方面，2020 年公司跨境电商业务爆发，自有品牌销售占比提高，带来主营产品业务毛利率显著提升，2020 年办公椅、沙发、办公环境解决方案、按摩椅毛

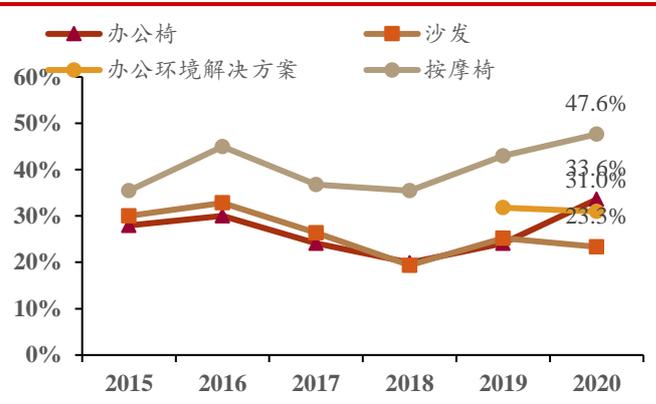
利率分别为 33.6%、23.3%、31.0%、47.6%，其中办公椅、沙发、按摩椅毛利率同比分别+9.5pct.、-1.8pct.、+4.7pct.

图 4 办公椅、沙发是主要收入来源



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 主要产品毛利率波动平稳



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 营收规模不断提升，业绩保持快速增长

营收规模不断提升，业绩保持快速增长。2020 年营收、归母净利润分别为 47.43、3.63 亿元，2016-2020 年年复合增速分别为 28.8%、8.3%，利润增速慢于收入主要受汇率、原材料等影响。2021Q1 实现营业收入 10.33 亿元，同比增长 64.65%；归母净利润 0.67 亿元，同比增长 122.15%。2020 年受海外疫情反复影响，海外居家需求旺盛，办公椅需求旺盛，公司宜家、欧迪、史泰博等 B 端订单及跨境电商等 C 端订单显著提升，此外，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。从目前来看，办公椅行业企业订单仍保持较高水平，有效支撑收入端的高增长。利润端受原材料上涨、汇率波动等影响，增速略低于收入端。

图 6 2020 年营收同比增长 63.3%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 2020 年归母净利润同比增长 49.3%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 4. 毛利率大幅提升，费用率有待优化

毛利率大幅提升，费用率有待优化。盈利能力方面，除 2018 年外，2015 年-2019 年公司毛利率基本维持在 25%及以上，净利率维持在 8%及以上，2018 年受材料

成本、人工成本增加，人民币升值影响，公司毛利率、净利率分别下降至 19.6%、7.5%；2019 年随着人民币贬值、公司积极进行成本管控等措施，毛利率、净利率分别回升至 25.0%、8.5%。

2020 年受益于海外需求旺盛，跨境电商业务快速发展带来自有品牌占比提升，公司盈利能力大幅提升，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、LO、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。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。

2021Q1 公司毛利率、净利率分别为 27.35%、6.49%，同比分别+2.32pct、+1.64pct。盈利能力提升，主要为公司跨境电商业务持续高增长，高毛利率的自有品牌占比提升；净利率提升不及毛利率，主要受期间费用率上升、原材料价格上涨以及汇率波动等影响。随着公司跨境电商业务的快速发展，公司自有品牌办公椅、沙发等品类销售占比提升、LO 国内市场的引入，公司毛利率有望不断好转；净利率方面，随着公司产品结构的不断优化，海外仓及跨境电商仓库的投入使用以及外汇衍生品业务开展，净利率水平有望保持稳定向上。

图 8 2020 年毛利率大幅提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 跨境电商业务高速发展带来销售费用率提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

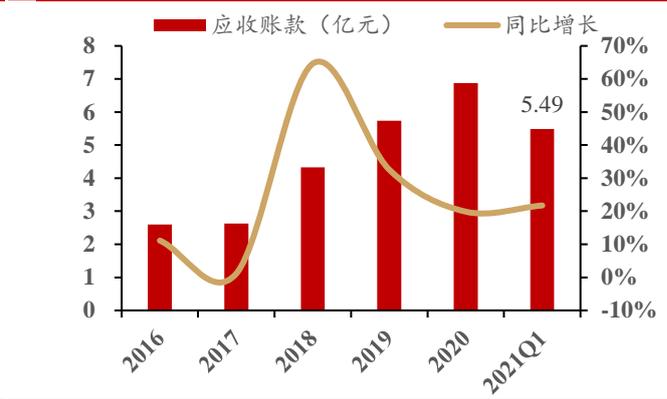
**现金流大幅好转，应收款规模小幅下降。**得益于公司销售规模持续增长，公司加速应收账款的回收以及 LO 等子公司经营活动现金流，公司整体经营活动产生的现金流量净额持续为正，2019 年以来大幅提升，2019 年公司经营活动产生的现金流量净额 2.9 亿元，同比增长 1745.9%；2020 年，得益于海外居家办公需求的旺盛，公司业务规模的快速提升，经营活动产生的现金流量净额为 6.88 亿元，同比增长 140.5%。随着销售规模的提升，公司应收账款相应也有所提升，2019 年公司应收账款达 5.7 亿元，同比增长 32.6%；2020 年公司应收账款 6.88 亿元，同比增长 19.9%。公司应收账款主要为 1 年以内，主要 B 端客户为宜家、欧迪、史泰博等大型渠道商，信用良好，后续随着公司跨境业务的发展，自主品牌销售的提升，公司应收账款增速有望下降。

图 10 经营活动现金流持续好转



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 应收账款逐年提升



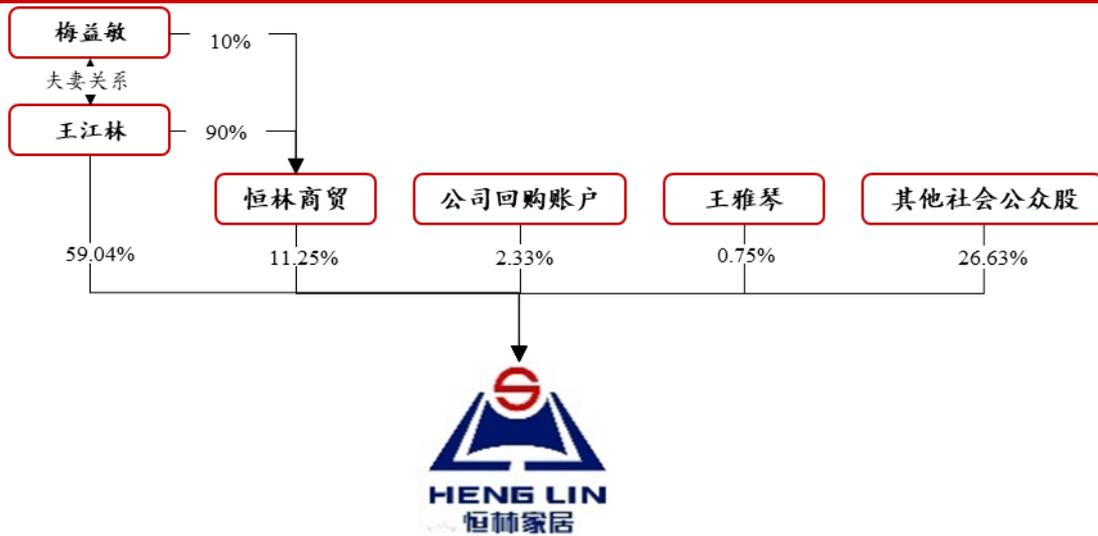
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 5. 股权集中度高，引入职业经理人趋向职业化管理

**控股股东、实际控制人为王江林先生，股权集中度高。**据公司 2021 年一季度报，公司董事长兼总经理王江林先生直接持有公司 59.04% 股权，通过恒林商贸间接控制公司 11.25% 股权，合计控制公司 70.29% 股权。此外，副总经理王雅琴，与王江林是姐弟关系，直接持有公司 0.75% 股权。股权集中度高，有利于公司经营决策的高效实施与运行以及长期战略的稳定贯彻。

王江林先生，1970 年生，1998 年创办安吉恒林，并担任执行董事；2007 年 12 月以来，担任公司董事长兼总经理。王江林先生长期从事家具产品研发和经营管理，是多项国家专利的发明（设计）人，为公司关键技术人才。此外，目前还担任浙江省家具行业协会副会长、浙江省椅业协会副会长、浙江经济发展理事会副主席等等社会职务，行业经验丰富。此外，公司从 2020 年 12 月开始陆续引入职业经理人担任副总经理等职位，公司管理未来将逐渐趋向职业化经理人管理。

图 12 控股股东、实控人为王江林（截至 2021 年 3 月底，合计控制公司 70.29%股权）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 三、 办公家具：传统主业，B 端 C 端渠道共同发力

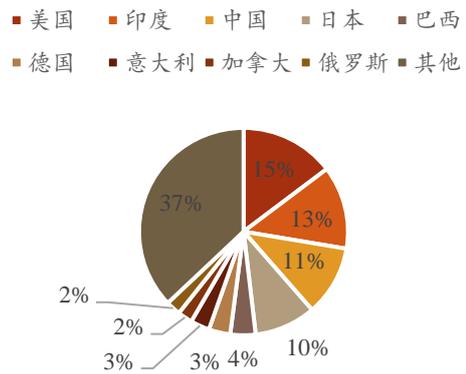
#### 1. 办公家具行业：市场规模稳步增长，美国是最大消费国

全球办公家具行业市场规模大，且保持稳定发展。据 Statista，2019 年全球办公家具销售额达 1049 亿美元，占全球家具行业销售额比重约 8%。2020 年受疫情影响，全球办公家具销售额同比略有下滑，预计 2020 年全球办公家具销售额约 1036 亿美元，同比下降 1.24%。中长期看，随着健康办公、智慧办公的发展，办公家具市场需求预计将逐渐提升，办公家具行业有望保持稳健增长，据 Statista，预计 2019-2025 年全球办公家具销售额年复合增速为 3.94%。分国家看，2019 年全球办公家具约 60% 的消费发生在美国、印度、中国、日本、巴西、德国、意大利、加拿大、俄罗斯等国家，其中美国拥有巨大的经济体量和发达的商业环境，是全球最大的办公家具消费国，2019 年美国办公家具销售额占全球比重约 15%，市场规模约 154 亿美元。

图 13 全球办公家具市场规模千亿美元



图 14 美国是全球最大的办公家具市场



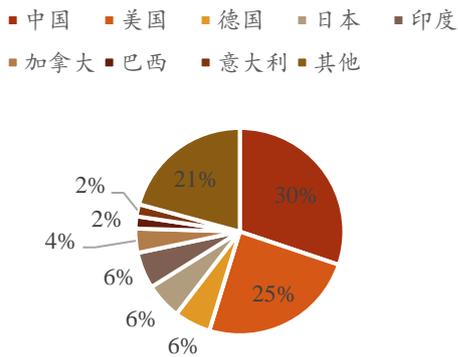
资料来源: statista, 华西证券研究所 注: 包括木制及金属家具, 品类包括书桌、办公桌、转椅、会议椅、办公储存单元等

目前来看, 办公家具主要通过合同渠道 (合约市场) 和供应渠道 (零售市场) 进行销售, 其中, 合同渠道即 B2B 直销渠道, 下游主要为中大型企业客户, 竞争较为激烈, 市场份额基本为美国、加拿大等大型企业以及再零售平台占据; 供应渠道客户主要为小型企业客户和家庭消费者, 批发商主要为全球零售连锁店、大众商家、互联网经销商的分销商等。具体公司来看, 宜家办公家具销售规模领先, 各办公家具生产企业也主要销往宜家等大型的零售渠道商, 从事 B 端的业务。

**从生产看, 我国是全球最大的办公家具生产国。**办公家具产能高度集中于中国、美国、德国、日本、印度、加拿大、巴西、意大利等国家, 其中, 我国是全球最大的办公家具生产国, 据 CSIL, 2019 年全球办公家具总产值达 530 亿美元, 其中中国办公家具产值约 160 亿美元, 约占全球总产值 30%; 美国排名第二, 2019 年美国办公家具产值 130 亿美元, 约占全球总产值 25%。

我国办公家具行业兴起于 20 世纪 80、90 年代, 办公家具企业陆续引入国外先进生产设备, 叠加劳动力、资源等成本优势, 中国台湾、中国香港等家具制造企业纷纷将产业转移到中国大陆, 我国广东、浙江等座椅企业数量不断增加, 目前我国已经形成了珠三角、长三角、环渤海、东北、西部等五大办公家具产业集群, 其中珠三角、长三角两大产区产值合计占我国总产值三分之二, 浙江安吉县 2003 年被中国家具协会授予“中国椅业之乡”称号, 广东省中山市东升镇 2017 年被中国家具协会授予“中国办公家具重镇”称号。

图 15 我国是全球第一大办公家具生产国



资料来源：CSIL，前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 16 浙江安吉是中国椅业之乡



资料来源：中国家具协会，华西证券研究所

## 2. 传统办公家具：深度绑定核心大客户，成本优势显著

**深度绑定核心大客户。**公司传统办公家具业务主要向宜家、似鸟、史泰博、欧迪等全球大型办公用品零售商销售办公椅产品，通过与认证严格且在全球范围内拥有广阔销售渠道的优质客户合作，有效提升公司综合竞争力和业绩。经过多年的经营，公司与宜家、似鸟、欧迪、史泰博、利丰等主要客户保持长期稳定的合作关系，如宜家、似鸟、欧迪、史泰博等分别从 2012 年、2004 年、2008 年、2011 年开始合作，目前合作时间均有 10 年多时间，从公司前五大销售占比来看，公司对前五大客户销售占比相对较高，2020 年公司前五大客户占比约 36%（主要受益于居家办公需求旺盛，对其他客户收入增速高，带来占比的下降，2019 年前五大客户占比约 45%）。

公司与核心大客户合作方式主要为 ODM 模式，OEM 销售只针对宜家的部分业务，2017 年上半年公司办公椅 OEM、ODM、OBM 销售额占比分别为 9.7%、91.1%、0.9%，毛利率分别为 17.90%、26.64%、31.09%，OBM 模式以自身品牌销售，毛利率相应更高。随着公司研发设计能力的持续提升，公司有望参与客户产品研发设计阶段，有望持续扩大 ODM 和 OEM 份额以及提升 OBM 的市场份额，提升公司的盈利能力。此外，公司通过不断导入其他产品品类，加大对核心大客户的销售，从第一大客户来看，公司于 2012 年与宜家形成合作关系，供应办公椅产品，2016 年开始子公司恒宜家具开始专门为宜家生产沙发产品，加深与宜家的合作深度。

图 17 宜家、似鸟、欧迪、史泰博、利丰是主要客户



资料来源：公司官网，华西证券研究所

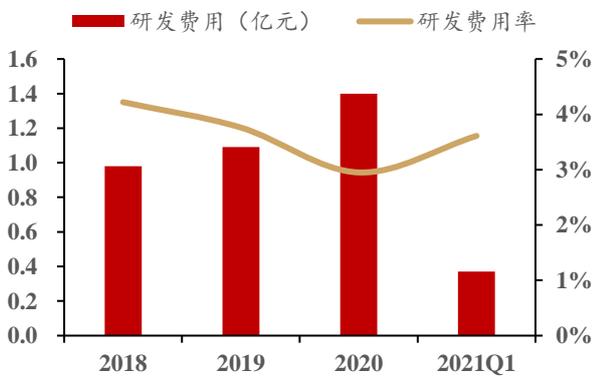
图 18 2020 年前五大客户销售占比 36%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**注重研发，研发费用率保持 3%-4%。**为提升公司市场竞争力，公司持续不断的产品创新、技术创新优化产品性能，提升产品质量，每年保持研发费用率在 3%-4%，经过多年的积累，截至 2020 年末，公司拥有有效境内专利 829 项，其中发明专利 16 项、实用新型专利 209 项、外观专利 604 项；境外专利 35 项；计算机软件著作权 6 项；作品著作权 1 项，已成为国家级专利优势企业与国家级高新技术企业，产品多次获得国内外奖项。此外，公司先后参与起草《国家行业标准（办公椅）》、《国家行业标准（吧椅）》、《午休椅浙江制造团体标准》等多项行业标准。

图 19 每年保持研发费用率在 3%-4%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 荣获多项全球大奖



资料来源：公司官网，华西证券研究所

**上下游布局及全球化产能布局，成本优势领先。**近几年，公司继续推进全球化产能布局及扩建，2018 年 12 月以 2,080 万美元（约合 1.43 亿人民币）收购中国台湾大同股份越南子公司大同越南 100% 的股权，建设越南办公及民用家具制造基地。2020 年公司对越南生产基地追加投资 1,200 万美元。公司越南生产基地规划厂房面积是 38 万平方米，目前投产的厂房面积是 21 万平方米，剩余 17 万平方米预计将于今年四季度逐步投产，所有厂房全部投产后，预计可达成 30 亿产值。

目前来看，公司拥有总部 A+B+C 区的生产基地（生产制造办公椅、沙发、按摩椅）、子公司恒鑫金属生产基地（生产制造家具金属配件）、锐德海绵生产基地（生产制造海绵）、广德恒林定制家具生产基地（生产制造定制家具）、安徽信诺板式家具生产基地（生产制造宜家板式家具）、越南生产基地（生产制造办公椅、沙发）以及瑞

士 lista office 生产基地（生产制造办公家具），全球化生产制造以及上游原材料（五金配件、海绵等）等布局形成。

此外，全面推行智能化、数据化，机器换人，提升公司自动化水平，提供生产效率及节约成本，成本优势逐渐凸显。

图 21 全球化产能布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 全面推行智能制造



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3. 传统办公家具：跨境电商及国内电商发力，C 端业务拓展良好

随着我国物流环境的提升、下沉市场购买力崛起，技术和商业模式持续创新，我国电商行业蓬勃发展，带来线上消费渗透率的大幅提升，据国家统计局，我国实物商品网上零售额由 2015 年的 3.24 万亿元增长至 2020 年的 9.76 亿元，年复合增速 25%，且实物网上零售额占社零比重从 2015 年的 11% 提升至 2020 年的 25%，网上销售占比持续提升，逐渐成为社会消费品零售总额增长主要驱动力之一。美国市场方面，随着居家办公逐渐成为趋势，办公家具线上消费渗透率也逐年提升，2020 年受疫情驱动，消费者消费行为加速向线上迁移，美国电商销售额的快速增长，2020 年美国零售电商销售额达 8611 亿美元，同比增长 44%，渗透率提升至 21.3%，但对比国内渗透率，仍有较高的提升空间。

图 23 20 年中国实物商品网上零售额占比 25%



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

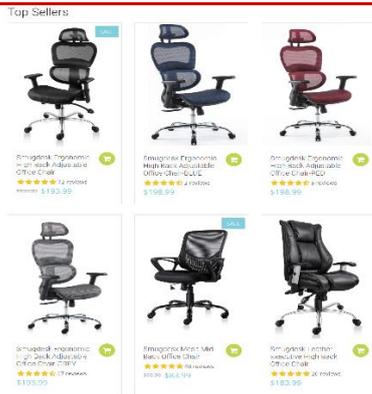
图 24 20 年美国线上渗透率大幅提升



资料来源：美国商务部，Digital Commerce 360，华西证券研究所

**跨境电商业务爆发，C 端业务开拓良好。**线上消费渗透率的持续提升，也带来办公家具跨境电商及国内电商业务的蓬勃发展。公司早期便开始布局跨境电商和国内电商渠道，跨境电商主要渠道为自建独立站、第三方跨境电商渠道等（如 Amazon、Wayfair、Walmart）等，销售产品主要为办公椅、按摩椅、沙发等，跨境电商销售的产品是公司的自主品牌（如 Nouhaus、smugdesk）。

图 25 公司自建独立站 <https://smugdesk.net>



资料来源：smugdesk 官网，华西证券研究所

图 26 公司自建独立站 <https://www.nouhaus.com>

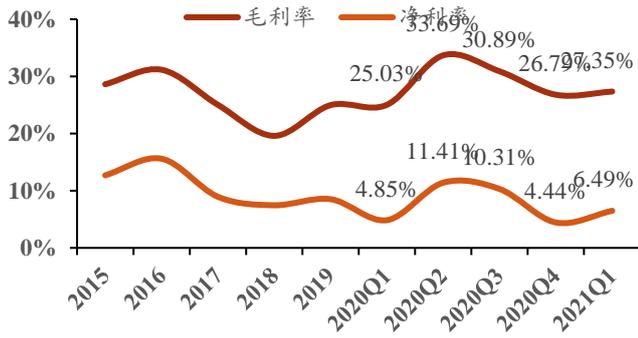


资料来源：Nouhaus 官网，华西证券研究所

2018 年开始陆续在美国建立海外仓储物流基地。2019 年公司大力推动跨境电商业务。与此同时，公司自建海外仓储物流基地，缩短出口北美洲市场订单周期，2019 年公司在美国东西部分别自建海外仓储物流基地、跨境电商仓库，以此为配送中心辐射美国及北美洲区域销售网络，将公司原有零散的国际间产品运输转化为大宗运输，降低公司物流成本，缩短出口北美洲市场业务订单周期，提高周转率，提升公司在北美洲市场竞争力。2020 年受疫情驱动，公司进一步拓展自主品牌线上销售，引进跨境电商运营团队，重点建设跨境电商（如亚马逊平台）等新兴营销渠道，跨境电商业务爆发，带来公司整体毛利率大幅提升。

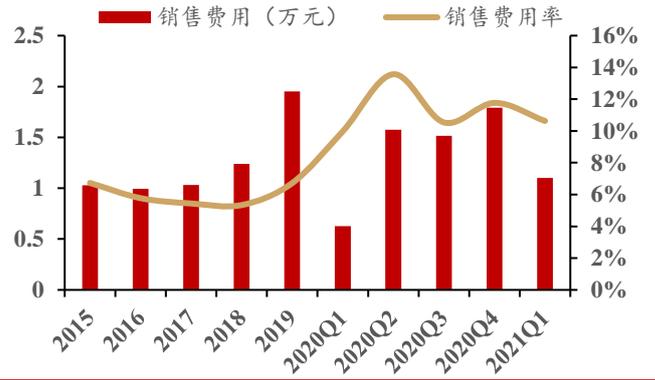
**国内电商方面**，公司在天猫等电商平台开设恒林家具旗舰店，销售人体工学椅、电竞椅、儿童桌椅、沙发等品类。跨境及国内电商拓展顺利，C 端市场拓展成效显著，有助于公司自主品牌尤其是高端自主品牌的销售，从而有效提升公司毛利率，且随着海外仓储物流的逐渐使用，物流成本有效降低，盈利能力有望持续提升。

图 27 2020 年公司盈利水平大幅提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 28 跨境电商业务高速发展带来销售费用率提升



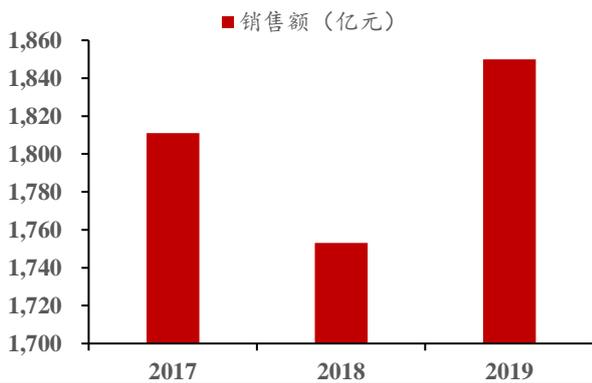
资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 4. 办公家居解决方案 LO：瑞士办公环境服务龙头，进军国内蓝海市场

我国办公家具市场规模稳健发展。随着我国经济的快速发展以及商业体系的日益健全，2012 年开始我国办公家具消费进入快速增长期，据前瞻产业研究院，2019 年我国办公家具行业销售规模约 1850 亿元，随着政府采购和办公楼开发持续推动，预计将保持稳健发展。

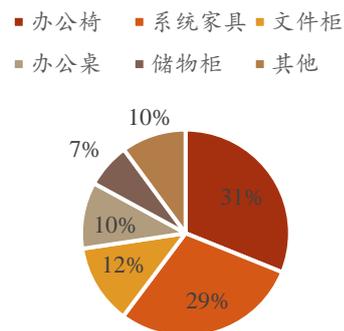
系统家具是发展趋势，办公椅保持较大市场份额。从产品结构来看，办公椅和系统办公是我国办公家具的主要细分产品，据公司公告，2017 年我国办公椅、系统家具市场规模分别为 564 亿元和 526 亿元，占办公家具市场份额分别为 31%、29%。随着我国大批互联网公司的发展，我国办公家具市场增长将逐步由量的驱动向质的转变提升，从海外发达国家办公家具发展历程来看，未来系统家具有望超过办公椅成为办公家具最大的细分市场，办公椅作为必须配套品也将保持较大的市场份额。

图 29 2019 年我国办公家具市场规模约 1850 亿元



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 30 系统家具是未来趋势



资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，华西证券研究所

公司 2019 年 3 月以现金 6504 万瑞士法郎（约合 4.68 亿元人民币）购买瑞士 FFL Holding AG（现已注销）100%股权，2019 年 8 月完成此次股权收购，直接拥有其下“Lista Office LO”及“LO”知名品牌，新增办公环境解决方案业务。Lista Office 是瑞士全方位办公环境服务领导品牌，提供产品包括办公桌和休闲桌系列

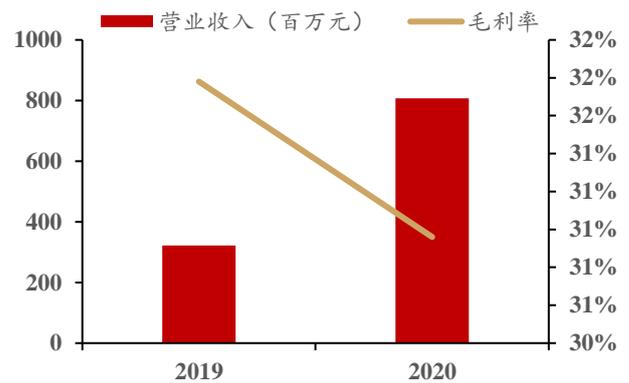
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

(标准办公桌、升降办公桌、坐/立两用办公桌、墙边桌、会议桌、会议台、功能桌)、存储系统(模块化机柜、储物系统、房间隔板、衣柜、房间分隔和搁架系统)、座椅、会议用品、隔间/休息室、照明等,能够为客户提供办公家具设计、研发、制造及集成一体化的办公环境解决方案,研发设计、制造工艺、产品和技术在业内处于领先水平,主要客户包括国际足联、瑞士国家电视台、瑞士再保险、瑞士 SBB 铁路、瑞士 KPT 保险、大卫杜夫、Sunrise、赛尔基因、巴塞尔大学生物中心等,在瑞士市占率高达 26%,位居行业第一。公司将通过现有办公椅、沙发、按摩椅等产品与 Lista Office 产品进行组合展示与销售,将 LO 引入国内市场,发挥市场、渠道、产品技术、生产运营等协同效应。2019 年公司 Lista Office 品牌收入约 3.22 亿元,毛利率约 31.78%;2020 年公司办公环境解决方案销售额约 8.08 亿元,毛利率约 30.96%。

图 31 Lista Office 为瑞士办公环境解决方案领导者 图 32 办公环境解决方案业务初具规模



资料来源:公司官网,华西证券研究所



资料来源:公司公告,华西证券研究所

## 四、软体家居:家居景气度向上,软体家居成为又一增长极

### 1. 21 年有望迎来竣工大年,家具景气度持续向上

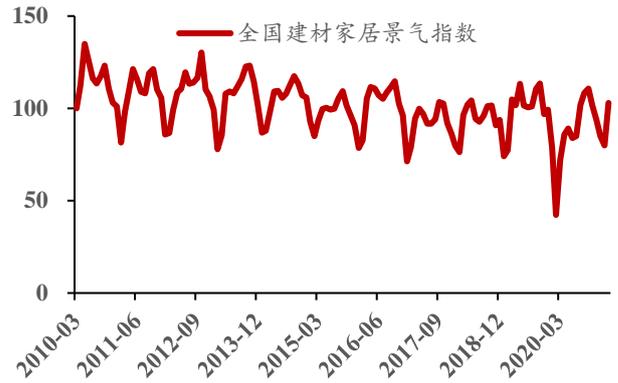
本轮新开工与竣工的分化出现在 2017 年 8 月,到目前为止,竣工与新开工实际背离已超过 3 年。2020 年受疫情影响,房企竣工延迟,但随着疫情得以控制,自 2020 年 10 月以来竣工数据同比持续正增长,竣工数据持续改善,行业景气度不断提升,在商品房交付压力下,预计 2021 年有望迎来竣工大年,家居需求不断改善,行业景气度向上。从全国建材家居景气指数来看,随着疫情得以控制,除去季节性影响,2020 年 3 月以来 BHI 环比持续改善,建材家居市场保持平稳复苏态势。

图 33 2021 年将迎来竣工的集中交付



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 34 BHI 平稳复苏



资料来源：商务部，华西证券研究所

## 2. 沙发：功能沙发为主，销售额稳步增长

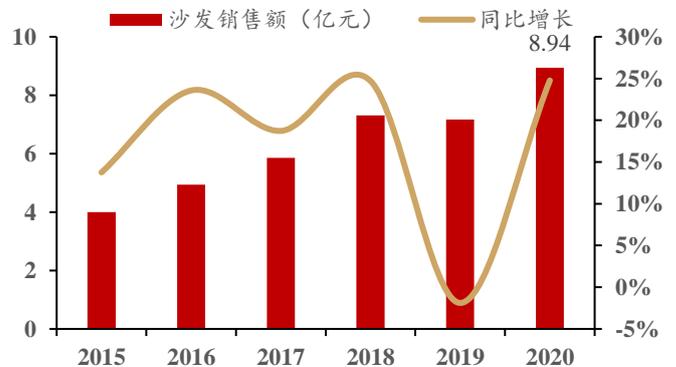
沙发业务以功能沙发为主，销售市场主要为美国、欧洲等发达地区。2015-2018 年公司沙发销售额由 3.99 亿元提升至 7.31 亿元，年复合增速 22.3%。2019 年受中美贸易摩擦影响，沙发订单有所下降，公司沙发销售额达 7.17 亿元，同比略下降 1.9%。得益于海外居家旺盛需求，公司跨境电商业务大力发展，2020 年沙发销售额达 8.94 亿元，同比增长 24.8%，增长提速。随着功能沙发渗透率的逐步提升，公司借助 B 端大客户及 C 端电商渠道，沙发业务有望增长提速，成为公司又一增长点。

图 35 沙发业务以功能沙发为主



资料来源：公司官网，华西证券研究所

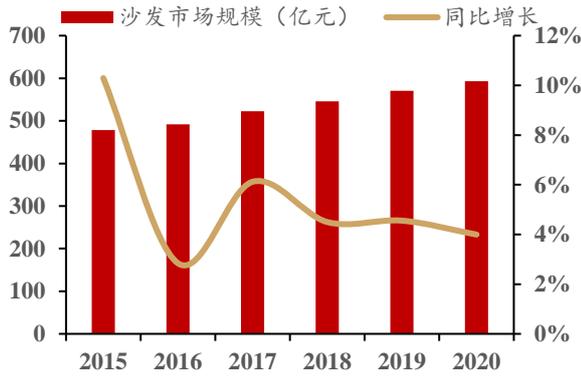
图 36 公司沙发体量仍有较大提升空间



资料来源：公司公告，华西证券研究所

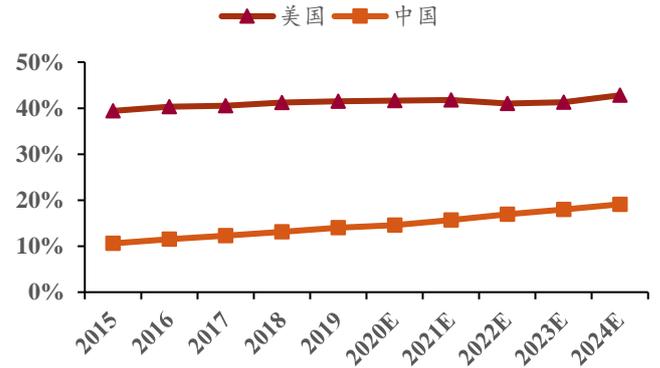
**渗透率逐年提升，功能沙发成长空间广阔。**我国沙发市场稳步发展，据中商产业研究院，2015-2020 年我国沙发市场规模从 479 亿元增长至 593 亿元，年复合增速达 4.4%。其中，随着消费升级，消费者对健康舒适产品的更高追求，具备高舒适度性能的功能沙发产品将越来越受欢迎，功能沙发渗透率逐年提升，据沙利文，2019 年中国市场功能沙发占整体沙发市场份额比重 14.0%，相较于 2019 年美国市场功能沙发约 41.5% 的渗透率仍有较大的提升空间，据沙利文预计至 2024 年美国、中国功能沙发占比分别提升至 42.8%、19.1%，功能沙发市场成长空间广阔。

图 37 我国沙发行业规模近 600 亿元



资料来源：中商产业研究院，华西证券研究所

图 38 功能沙发占整体沙发市场份额逐年提升



资料来源：沙利文，敏华控股公司公告，华西证券研究所

公司沙发销售客户主要为宜家、似鸟、ARGOS、STRUCTUBE、Furniture Choice、CONFORAMA 等全球主要大型渠道商，客户群体与传统办公椅 B 端客户重叠，销售渠道协同效益有望逐渐发挥。此外，公司积极发展跨境电商业务，2020 年受益于海外居家需求旺盛，跨境电商大力发展，借助自建独立站及第三方跨境电商渠道销售沙发产品，也带来沙发 C 端业务的开拓。

### 3. 按摩椅：海外需求旺盛，打造 NOUHAUS 高端自主品牌

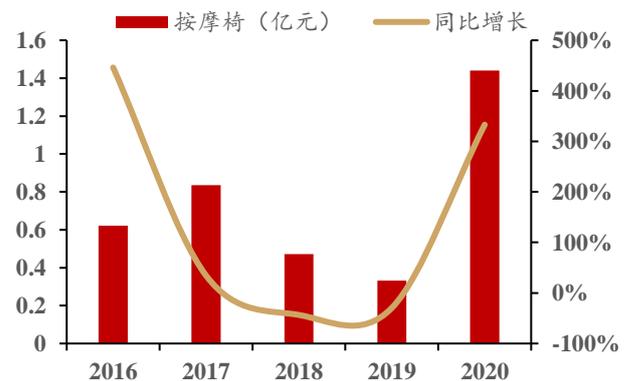
公司 2014 年开始进入按摩椅行业，推出自主品牌“苔米”、“NOUHAUS”按摩椅，主攻韩国及美国市场。2016 年开始量产按摩椅，2019 年公司推出 NOUHAUS 经典款按摩椅，荣获 2020 德国红点奖，市场地位快速提升，带来业绩的快速提升。2020 年受益于海外居家需求的旺盛以及公司跨境电商业务的迅速发展，公司按摩椅销售额 1.44 亿元，同比增长 334.28%，增长迅速，但相较于按摩椅领先企业销售规模仍有较大的差距，预计公司将在美国、韩国等按摩椅出口主要国家通过打造 NOUHAUS 高端自主品牌按摩椅，按摩椅业务预计将逐步放量。

图 39 Nouhaus 经典型按摩椅



资料来源：Nouhaus 官网，华西证券研究所

图 40 20 年按摩椅销售额同比增长 334%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

美国、韩国是我国按摩器具主要出口国，且增速更为显著。据海关总署，我国按摩器具出口金额由 2010 年的 10.91 亿美元增长至 2019 年的 30.47 亿美元，年复合增速达 12%，其中美国和韩国是主要的出口国且增速更为显著，2019 年我国按摩椅出口国或地区前五大分别为美国、韩国、日本、德国、中国香港，出口额分别占比 28%、

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

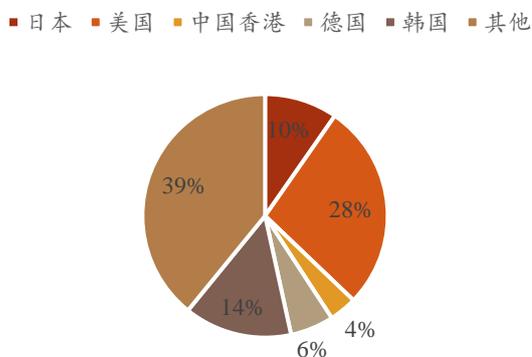
14%、10%、6%、4%，且从增速来看，2010-2019 年按摩器具出口至美国、韩国、日本、德国、中国香港的金额年复合增速分别为 19.5%、28.89%、4.15%、13.93%、7.43%。2020 年在疫情的影响下，国内外“宅经济”爆发，美国、韩国、德国等国家对我国按摩器具呈现强劲需求态势，市场供不应求。

图 41 2019 年我国按摩器具出口金额超 30 亿美元



资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 42 我国按摩器具出口国主要为美国、韩国



资料来源：海关总署，华西证券研究所

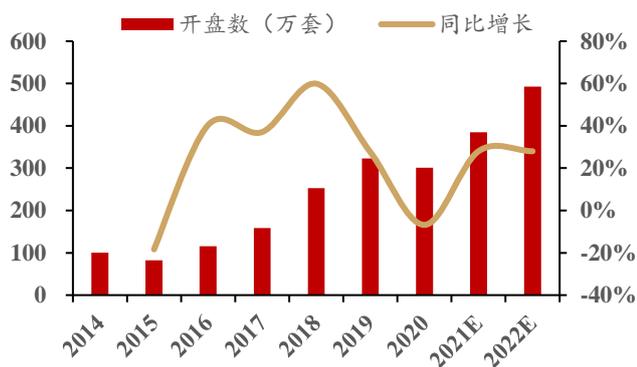
## 五、定制家居：定位长租公寓+商品房精装配套，发展可期

### 1. 精装修市场逐步复苏，发展空间巨大

**精装修市场逐步复苏，B 端家具高增长。**根据奥维云网统计，2015 年至 2019 年，国内精装修住宅开盘套数由 82 万套上升至 320 万套，年均复合增长率为 41%。2020 年受疫情影响，精装修市场地产施工进度延后，全年精装修住宅开盘套数为 300.9 万套，同比下滑 6%。随着疫情的逐步得以控制，2020Q2 以来竣工数据持续改善，精装修市场逐步复苏，预计在交付压力下，2021 年有望迎来竣工大年，家具 B 端市场将快速发展，根据奥维云网预测，房地产精装修市场预计未来两年将继续保持 25% 的增速，2021 年预计超 400 万套，2022 年预计超 500 万套精装。

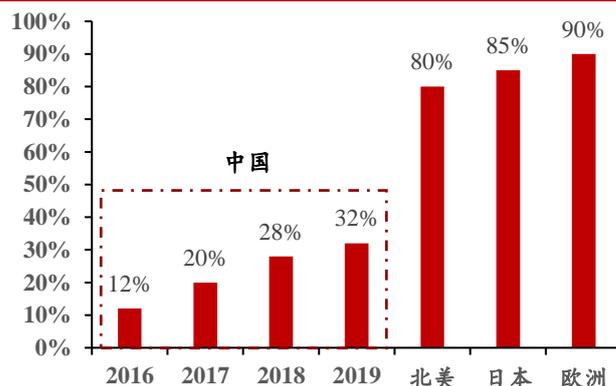
**精装房渗透率持续提升，未来发展空间巨大。**中期角度，精装渗透率仍有较大提升空间。2016 年国内精装修渗透率为 12%，2019 年上升至 32%；但对比北美、日本、欧洲等发达地区 80-90% 以上的比例，我国精装修渗透率仍有较大提升空间。2020 年以来多省市针对装修标准虚高、装修材料以次充好等精装乱象，在样板间监管、全装修住宅合同、全装修住宅质量等方面作出了规范，政策趋向于精细化，在保障购房者权益的同时，也有助于精装修市场长期稳定与发展，推动地方精装修目标的实施及落地，从而快速提升精装渗透率。

图 43 精装修市场仍处于较高景气



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 44 我国精装渗透率较发达地区仍有较大提升空间



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

## 2. 广德恒林：定位长租公寓精装，未来发展可期

广德恒林成立于 2007 年 6 月，2018 年 12 月完成增资，注册资本变更为 2.23 亿元。广德恒林未来业务方向是长租公寓装修，主要为长租公寓经营机构提供木作产品、软体产品。

在人口流动、政策利好以及租房观念转变等因素驱动下，我国租赁人口和租金水平有较大提升空间，加上 90 后、95 后租房群体更青睐家电齐全、拎包入住同时能提供一站式服务的长租公寓，长租公寓得以快速发展，据艾瑞咨询，2018 年我国租房人口高达 2 亿人，长租市场总体规模高达 1.8 万亿元，预计至 2023 年规模有望达 3.0 万亿元。相较于传统的长租市场，长租公寓具有标准化居住体验、便捷的租赁流程以及优质的服务，有效解决传统长租市场分散、低效等房东和租户面临的诸多痛点。2019 年短期来看，长租公寓虽市场有所动荡，但随着共享经济、在线消费的普及，房东对于物业管理需求的增加以及租客的消费升级，以及市场参与主体的逐渐多元化、产品不断更新迭代、经营方式的不断变革，长租公寓未来发展空间巨大。

长租公寓的持续发展，也相应带来家居需求的提升。长租公寓强调拎包入住，内部装修比普通出租房高档，其次，人员流动性较强，相应的家具折旧速度较快，家具更换周期通常在 3-5 年。对于品牌公寓而言，在选择家具供应商时，对家具品牌的要求不高，但零散式的家具购买价格相对较高且费时费力，因此更加注重交付能力、性价比以及环保等方面。公司具备 20 多年木作类、软体家居类产品制造经验，主要客户群体为包括宜家、似鸟、史泰博、欧迪等全球大型渠道商，成本优势及 B 端客户服务优势显著。

图 45 20 年我国长租市场规模 2 万亿以上



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图 46 长租公寓配套家具



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

### 3. 厨博士：现金收购厨博士，进军商品房全装修领域

2020 年 5 月，公司拟以 7 亿元现金收购方式收购厨博士 100% 股权；2021 年 5 月，公司以 4.8 亿元的现金对价购买厨博士 100% 股权，根据 2020 年度业绩，本次收购 PE 约为 11 倍，估值合理。

厨博士成立于 1996 年，经过 20 多年的发展，公司目前是国内房地产精装修工程业务领域的优秀企业，主要提供整体橱柜、浴室柜、全屋定制及收纳家具、木门及防火门等，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，2020 年厨博士营收、净利润分别为 7.28 亿元、0.45 亿元。公司主要合作方为万科、碧桂园、保利、阳光城、旭辉、蓝光、金科等房地产龙头企业，是唯一一家连续八年荣获万科 A 级供应商的定制类企业。收购完成后，公司业务领域将逐渐延伸至商品房全装修领域，且通过厨博士在工程精装领域丰富的生产制造、施工管理经验和相关业务资源，公司将充分发挥与厨博士的协同效益，提供公司整体市场竞争力和企业影响力，公司国内业务收入有望实现较高增长。

图 47 厨博士主要客户为万科、碧桂园等龙头房企



资料来源：厨博士官网，华西证券研究所

图 48 荣获 2016 年度万科 A 级（材料设备类）供应商



资料来源：厨博士官网，华西证券研究所

## 六、投资建议

### 1. 关键假设

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目前来看，海外居家办公需求旺盛，办公家居出口订单充足，办公家居板块业绩有望持续高增长；办公环境解决方案将逐渐引入国内市场，受益于国内系统办公家具是主要趋势，有望实现良好的增长。此外，软体家居如沙发、按摩椅等品类通过与主业办公椅形成客户协同、渠道协同、供应链协同等，预计将逐渐放量，未来发展可期。定制家居板块，广德恒林与厨博士共同发力长租公寓及住宅精装修市场，紧抓长租公寓及精装房市场高景气，有望成为公司主要增长点之一。

毛利率方面，持续受益于跨境电商业务占比提升、自有品牌以及高端销售占比提高，盈利能力逐步提高。

根据以上假设，暂不考虑厨博士并表，维持此前盈利预测，维持此前盈利预测，2021-2023 年公司营收分别为 60.26、73.91、88.14 亿元；归母净利润分别为 4.87、6.35、8.14 亿元，对应 PE 分别为 12 倍、9 倍、7 倍。

## 2. 估值分析

选取同行业公司作为可比公司进行估值分析，对比来看，公司 21 年估值水平位于行业中低水平。

图 49 可比公司估值分析

证券代码	证券简称	最新价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				20A	21E	22E	20A	21E	22E
603816.SH	顾家家居	79.42	502	1.34	2.57	3.10	59	31	26
603313.SH	梦百合	27.50	103	1.01	1.72	2.28	27	16	12
300729.SZ	乐歌股份	30.50	42	1.56	2.23	3.05	20	14	10
603600.SH	永艺股份	10.54	32	0.77	1.01	1.28	14	10	8
平均值				1.17	1.88	2.43	30	18	14
603661.SH	恒林股份	57.79	58	3.63	4.87	6.35	16	12	9

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：最新日期为 2021 年 5 月 21 日

考虑到业务版图扩大，办公家居在手订单充足以及软体家居、定制家居受益于竣工数据的改善，行业需求向好，预计收入端稳步增长，利润端虽短期受原材料价格以及汇率波动存在一定波动，但从长期看，预计随着收入规模的增长，盈利能力的提升，净利润持续增长。且对应当前市值，公司 21 年 PE 仅 12 倍，估值水平低于同行，维持“买入”评级。

## 七、风险提示

办公椅需求不及预期。海外疫情反复，办公家具主要出口国美国疫情仍处于爆发阶段，若海外疫情后续波动较大，可能对公司办公椅订单需求造成一定影响。

沙发需求不及预期。沙发订单整体上表现为逐月改善，若后续海外疫情波动较大，消费者消费意愿下降，可能公司沙发需求下降，订单不及预期。

跨境电商发展不及预期。公司大力发展跨境电商业务，上半年取得较好的发展，若后续跨境电商发展不及预期，可能对公司整体业绩增速造成一定影响。

行业竞争加剧风险。办公家具行业众多，行业竞争激烈，若行业竞争加剧，可能对整个行业利润率水平造成一定影响。

原材料价格大幅上涨风险。公司主要原材料为皮革、网布、海绵、塑料、木制品，直接材料成本占营业成本约 8 成左右，若原材料价格大幅上涨，公司利润端承压。

汇率波动风险。公司外销业务收入占 8 成以上，若人民币后续持续升值，对出口型企业造成一定影响。

## 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	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	62	82	107	138	<b>成长能力</b>				
净利润	378	499	653	839	营业收入增长率	63.3%	27.0%	22.7%	19.2%
归属于母公司净利润	363	487	635	814	净利润增长率	49.3%	34.1%	30.4%	28.0%
YoY (%)	49.3%	34.1%	30.4%	28.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	3.63	4.87	6.35	8.14	毛利率	29.5%	30.8%	31.8%	33.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	8.0%	8.3%	8.8%	9.5%
货币资金	912	1,494	2,379	3,358	总资产收益率 ROA	6.9%	8.0%	8.9%	9.6%
预付款项	41	69	85	90	净资产收益率 ROE	13.0%	14.6%	15.7%	16.5%
存货	853	810	1,077	1,306	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	1,299	1,724	1,958	2,192	流动比率	<b>1.55</b>	<b>1.81</b>	<b>2.07</b>	<b>2.30</b>
流动资产合计	3,106	4,096	5,499	6,947	速动比率	1.10	1.42	1.63	1.84
长期股权投资	320	320	320	320	现金比率	0.45	0.66	0.90	1.11
固定资产	1,167	1,008	731	564	资产负债率	45.0%	43.2%	42.0%	40.0%
无形资产	265	247	216	199	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	2,143	1,976	1,678	1,503	总资产周转率	0.90	0.99	1.03	1.04
资产合计	5,249	6,072	7,177	8,450	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	514	514	514	514	每股收益	3.63	4.87	6.35	8.14
应付账款及票据	1,218	1,517	1,834	2,151	每股净资产	27.97	33.47	40.49	49.32
其他流动负债	274	236	305	353	每股经营现金流	6.88	6.71	9.38	10.04
流动负债合计	2,006	2,267	2,654	3,018	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	258	258	258	258	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	100	100	100	100	PE	15.91	11.86	9.09	7.10
非流动负债合计	359	359	359	359	PB	1.94	1.73	1.43	1.17
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。