

2021年11月03日

# 业绩短期承压，大家居战略稳步推进

## 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:	80.68/35.25
目标价格:		总市值(亿)	36.01
最新收盘价:	36.01	自由流通市值(亿)	36.01
		自由流通股数(百万)	100.00

### 事件概述

恒林股份发布2021年三季度报：2021年前三季度公司实现营收39.71亿元，同比+23.11%；归母净利润为2.65亿元，同比-12.15%。其中，Q3单季度营收为15.63亿元，同比+8.65%；归母净利润为0.99亿元，同比-32.05%。受去年同期高基数、海运紧张以及越南疫情影响排产等多因素影响，Q3收入增速有所放缓，利润端则受原材料价格上涨、人民币升值、越南疫情等因素影响，同比有所下滑。

### 分析判断：

#### ► 收入端：高基数背景下，收入增速同比放缓。

从增速看，由于去年同期高基数、海运紧张以及越南疫情影响排产等影响，2021Q3公司收入增速同比有所放缓，若对比2019年同期，则2021Q3收入+103.25%（2021Q1+76.88%，2021Q2+129.17%），收入端延续高增长；从绝对额看，2021Q3单季度营收规模为公司上市以来最高水平，主要得益于办公家具等产品良好的订单需求，且海外订单持续增加，截至2021年9月底，公司合同负债3.51亿元，较2021年6月底增加3.01亿元，主要为预收货款增加。预计随着越南工厂产能的陆续恢复，海运运力的缓解，预计传统业务保持良好发展。此外，公司在发展B端业务的同时，持续发展跨境电商业务，继续拓展C端渠道，自主品牌Nouhaus销售额保持较高增长，且2021年8月公司增资杭州森喆、杭州米锦、广州家协，发力国内电商业务。板式家具业务方面，公司拟对全资子公司厨博士实施股权激励计划，绑定核心高管，进一步推动板式家具业务的发展。

#### ► 盈利端：盈利水平下滑，期间费用率管控良好。

2021年前三季度公司毛利率、净利率分别为22.80%、6.69%，同比分别-7.96pct、-2.95pct，其中，Q3单季度毛利率、净利率分别为25.25%、6.29%，同比分别-5.64pct、-4.02pct，毛利率下滑主要为新会计准则下部分销售费用（归属于合同履约成本的运输及保险费用）计入营业成本、原材料涨价以及人民币升值影响。净利率下滑幅度小于毛利率，主要受益于公司良好的费用管控，2021年前三季度公司期间费用率16.55%，同比-3.85pct，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7.35%、4.33%、3.53%、1.34%，分别同比-4.17pct、-0.50pct、+0.46pct、+0.36pct；Q3单季度公司期间费用率17.43%，同比-2.14pct，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10.15%、3.72%、3.33%、0.23%，分别同比-0.39pct、-0.29pct、+0.75pct、-2.21pct，财务费用率下滑明显，主要为去年同期汇率波动较大导致汇兑损失较多。

### 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、定制家居业务持续推进，考虑到越南疫情、海运紧张、原材料涨价以及汇率波动等因素影响，我们下调公司21-23年营业收入59.77/72.12/85.26亿元的预测至54.36/63.81/72.88亿元，下调21-23年EPS 4.30/5.56/6.86元的预测至3.31/4.11/5.02元，对应2021年11月2日36.01元/股收盘价，PE分别为11/9/7倍，维持公司“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	5,436	6,381	7,288
YoY (pct)	25.3%	63.3%	14.6%	17.4%	14.2%
归母净利润(百万元)	243	363	331	411	502
YoY (pct)	42.4%	49.3%	-8.8%	24.0%	22.3%
毛利率 (pct)	25.0%	29.5%	23.0%	24.3%	24.5%
每股收益 (元)	2.43	3.63	3.31	4.11	5.02
ROE	9.7%	13.0%	10.4%	11.2%	11.8%
市盈率	14.79	9.91	10.87	8.77	7.17

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	5,436	6,381	7,288	净利润	378	339	422	517
YoY (pct)	63.3%	14.6%	17.4%	14.2%	折旧和摊销	114	360	474	334
营业成本	3,344	4,188	4,830	5,501	营运资金变动	137	-23	-97	-45
营业税金及附加	15	25	30	34	经营活动现金流	688	642	754	757
销售费用	550	451	555	627	资本开支	-414	-124	-104	-84
管理费用	222	256	313	350	投资	-132	0	0	0
财务费用	91	28	23	16	投资活动现金流	-589	-59	-27	-4
资产减值损失	-16	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	77	65	77	80	债务募资	814	0	0	0
营业利润	441	389	485	596	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	546	689	716
利润总额	441	395	491	602	<b>主要财务指标</b>				
所得税	62	56	69	85	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
净利润	378	339	422	517	<b>成长能力 (pct)</b>				
归属于母公司净利润	363	331	411	502	营业收入增长率	63.3%	14.6%	17.4%	14.2%
YoY (pct)	49.3%	-8.8%	24.0%	22.3%	净利润增长率	49.3%	-8.8%	24.0%	22.3%
每股收益	3.63	3.31	4.11	5.02	<b>盈利能力 (pct)</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	29.5%	23.0%	24.3%	24.5%
货币资金	912	1,458	2,147	2,863	净利率率	8.0%	6.2%	6.6%	7.1%
预付款项	41	69	81	84	总资产收益率 ROA	6.9%	5.6%	6.1%	6.6%
存货	853	814	1,033	1,216	净资产收益率 ROE	13.0%	10.4%	11.2%	11.8%
其他流动资产	1,299	1,600	1,753	1,892	<b>偿债能力 (pct)</b>				
流动资产合计	3,106	3,941	5,015	6,055	流动比率	1.55	1.73	1.96	2.13
长期股权投资	320	320	320	320	速动比率	1.10	1.35	1.52	1.68
固定资产	1,167	1,008	731	564	现金比率	0.45	0.64	0.84	1.01
无形资产	265	247	216	199	资产负债率	45.0%	44.5%	43.6%	42.3%
非流动资产合计	2,143	1,976	1,678	1,503	<b>经营效率 (pct)</b>				
资产合计	5,249	5,916	6,692	7,558	总资产周转率	0.90	0.92	0.95	0.96
短期借款	514	514	514	514	<b>每股指标 (元)</b>				
应付账款及票据	1,218	1,525	1,759	2,003	每股收益	3.63	3.31	4.11	5.02
其他流动负债	274	232	287	322	每股净资产	27.97	31.91	36.68	42.39
流动负债合计	2,006	2,271	2,559	2,839	每股经营现金流	6.88	6.42	7.54	7.57
长期借款	258	258	258	258	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	100	100	100	100	<b>估值分析</b>				
非流动负债合计	359	359	359	359	PE	9.91	10.87	8.77	7.17
负债合计	2,364	2,630	2,918	3,197	PB	1.94	1.13	0.98	0.85
股本	100	100	100	100					
少数股东权益	87	95	106	122					
股东权益合计	2,885	3,286	3,774	4,361					
负债和股东权益合计	5,249	5,916	6,692	7,558					

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，9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，5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，4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15pct
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5pct—15pct之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5pct—5pct之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5pct—15pct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15pct
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10pct
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10pct—10pct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10pct

### 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。