

2024年02月07日
恒林股份(603661.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他家居

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

50.83元

股价(2024-02-07)

41.98元

交易数据

总市值(百万元)	5,838.03
流通市值(百万元)	5,838.03
总股本(百万股)	139.07
流通股本(百万股)	139.07
12个月价格区间	29.83/51.77元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.5	46.7	51.1
绝对收益	-6.0	39.1	32.7

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

跨境电商全链条布局， 大家居协同成长可期

事件: 恒林股份发布关于子公司通过高新技术企业认定的公告。公司控股子公司湖州恒鑫金属制品有限公司被列入浙江省认定机构 2023 年认定报备的高新技术企业备案名单;公司全资子公司安徽信诺家具有限公司被列入安徽省认定机构 2023 年认定报备的第二批高新技术企业备案名单。恒鑫金属、信诺家具自通过高新技术企业认定起连续三年(2023 年至 2025 年)可享受国家关于高新技术企业的税收优惠政策,即按 15%的税率缴纳企业所得税。

海外需求有望保持修复, ODM 业务稳健发展

美国降息预期渐起,房地产复苏在望,美国房地产交易与装修间隔短,装修需求后续有望释放。美国渠道商库存处于近五年历史中位,预期终端需求恢复且有望进入补库存周期。公司凭借丰富的家居家具设计和制造经验,准时的订单交付,为客户提供优质的产品和服务,与 IKEA、NITORI、Source ByNet、Office Depot、Staples 等国际知名客户合作稳定,ODM 业务有望伴随终端需求回暖持续修复。

自有品牌乘跨境电商东风,积极提升效率铸造成本壁垒

公司跨境电商围绕“制造+服务”的理念布局了全生态链,主要在亚马逊平台销售自有品牌产品。近年公司不断升级跨境电商团队建设,持续围绕品牌化、专业化发展,以客户需求为导向,调整产品结构,多元化布局产品矩阵,提供差异化的产品和服务。公司持续聚焦提升消费者购物体验,不断提高终端销售配送时效。同时,公司积极提升运营效率构建成本优势。公司自建海外仓储物流基地,实现仓储管理的流程化、本土化、多点化布局;成立货代公司,成功将原有零散国际运输转化为大宗运输,有助于缩短配送时间、提高退换货服务效率,降低物流和租金成本,并缩短订单周期、增强用户体验;为了保证高效、精准的库存管理,提高仓储物流的运营管理效率和服务时效性,公司自主开发跨境电商数字化系统,包括 ERP、海外仓系统、财务系统、运营系统,极大提升运营效率。

持续推进大家居战略,海内外优质标的持续整合

为完善产业链和大家居战略,公司近年来积极收购扩张,收购标的成熟且与公司有效整合协同。1) 子公司安徽信诺和厨博士的产品都属于板式家具板块。收购厨博士,拓展板式定制家具业务,有助于公司更好的服务海外家居龙头。收购安徽信诺,公司打入宜家家具市场,

有助于公司更好的与宜家完成办公椅、沙发、按摩椅代工业务。2) 收购瑞士 lista office , 开拓欧洲市场, 加快公司的生产研发市场国际化布局, 提升整体的市场竞争力和品牌力。3) 收购永裕家居, 其主业 PVC 塑料地板在北美欧洲整体认可度高, 美国市场前景广阔。充分利用其越南工厂产能, 生产办公椅、沙发等。

投资建议: 恒林股份为办公家具出口龙头, 主业 ODM 有望受益于美国家居需求回暖, 深耕跨境电商全产业链布局, 并购多家优质标的推进大家居战略业绩贡献有望逐步显现, 长期成长可期。我们预计恒林股份 2023-2025 年营业收入为 82.10、96.43、114.33 亿元, 同比增长 26.02%、17.45%、18.56%; 归母净利润为 4.52、5.51、6.69 亿元, 同比增长 28.18%、21.91%、21.34%, 对应 PE 为 11.3x、9.3x、7.6x, 给予 24 年 12.8xPE, 目标价 50.83 元, 给予买入-A 的投资评级。

风险提示: 汇率波动风险, 原材料价格波动风险, 海外市场不如预期风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,777.8	6,514.9	8,210.1	9,643.0	11,433.2
净利润	337.7	352.9	452.0	551.0	669.2
每股收益(元)	2.43	2.54	3.25	3.96	4.81
每股净资产(元)	21.75	23.58	26.58	29.85	34.02

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	15.1	14.4	11.3	9.3	7.6
市净率(倍)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
净利润率	5.8%	5.4%	5.5%	5.7%	5.9%
净资产收益率	11.2%	10.8%	12.2%	13.3%	14.1%
股息收益率	1.9%	0.7%	1.2%	1.9%	1.8%
ROIC	18.9%	10.2%	14.2%	16.3%	17.4%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,777.8	6,514.9	8,210.1	9,643.0	11,433.2	成长性					
减:营业成本	4,477.8	5,096.0	6,297.5	7,353.8	8,715.8	营业收入增长率	21.8%	12.8%	26.0%	17.5%	18.6%
营业税费	19.8	27.1	29.2	35.8	43.5	营业利润增长率	-14.3%	1.4%	34.1%	19.3%	21.1%
销售费用	376.8	510.4	653.5	800.4	971.0	净利润增长率	-7.1%	4.5%	28.1%	21.9%	21.5%
管理费用	281.8	324.3	397.5	472.4	560.9	EBITDA 增长率	-6.3%	-7.6%	42.5%	11.6%	13.9%
研发费用	201.7	197.2	259.2	311.0	358.6	EBIT 增长率	-14.3%	-18.6%	69.9%	14.6%	17.0%
财务费用	87.2	-8.7	90.3	79.6	68.3	NOPLAT 增长率	-10.2%	-18.0%	58.0%	15.5%	17.2%
加:资产/信用减值损失	-71.9	-75.8	-62.5	-70.1	-69.5	投资资本增长率	52.0%	13.0%	0.7%	9.7%	-8.8%
公允价值变动收益	5.7	-13.9	8.0	7.1	10.8	净资产增长率	5.0%	9.5%	12.5%	12.0%	13.6%
投资和汇兑收益	83.2	85.2	85.2	85.2	85.2						
营业利润	377.7	382.9	513.5	612.4	741.6	利润率					
加:营业外净收支	0.1	-3.9	-1.3	-1.7	-2.3	毛利率	22.5%	21.8%	23.3%	23.7%	23.8%
利润总额	377.9	379.0	512.2	610.7	739.3	营业利润率	6.5%	5.9%	6.3%	6.4%	6.5%
减:所得税	44.1	38.0	61.1	68.5	81.7	净利润率	5.8%	5.4%	5.5%	5.7%	5.9%
净利润	337.7	352.9	452.0	551.0	669.2	EBITDA/营业收入	10.0%	8.2%	9.3%	8.8%	8.5%
						EBIT/营业收入	7.6%	5.5%	7.4%	7.2%	7.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	80	93	82	65	51
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	40	47	35	45	46
货币资金	957.8	1,245.1	1,664.5	1,698.5	2,646.1	流动资产周转天数	225	242	216	217	223
交易性金融资产	82.1	-	16.2	20.6	30.5	应收帐款周转天数	54	56	55	55	55
应收帐款	884.7	1,127.2	1,387.1	1,549.9	1,954.8	存货周转天数	79	93	74	81	82
应收票据	13.9	4.4	14.5	9.6	19.4	总资产周转天数	396	449	390	357	338
预付帐款	48.2	66.9	77.8	82.7	113.0	投资资本周转天数	171	195	164	147	124
存货	1,688.0	1,681.7	1,696.0	2,630.8	2,558.0						
其他流动资产	439.4	517.2	348.0	434.9	433.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.2%	10.8%	12.2%	13.3%	14.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	3.9%	5.0%	5.3%	5.8%
长期股权投资	494.5	81.4	81.4	81.4	81.4	ROIC	18.9%	10.2%	14.2%	16.3%	17.4%
投资性房地产	6.4	66.7	66.7	66.7	66.7	费用率					
固定资产	1,412.3	1,946.8	1,811.4	1,675.9	1,540.4	销售费用率	6.5%	7.8%	8.0%	8.3%	8.5%
在建工程	367.1	472.6	472.6	472.6	472.6	管理费用率	4.9%	5.0%	4.8%	4.9%	4.9%
无形资产	300.7	487.3	464.7	442.1	419.5	研发费用率	3.5%	3.0%	3.2%	3.2%	3.1%
其他非流动资产	772.5	1,095.8	884.0	980.8	971.9	财务费用率	1.5%	-0.1%	1.1%	0.8%	0.6%
资产总额	7,467.6	8,793.0	8,984.8	10,146.4	11,307.7	四费/营业收入	16.4%	15.7%	17.1%	17.2%	17.1%
短期债务	1,157.4	1,359.0	1,359.0	1,359.0	1,359.0	偿债能力					
应付帐款	1,291.1	1,720.4	1,814.4	2,124.0	2,641.3	资产负债率	59.4%	62.3%	58.1%	58.2%	57.2%
应付票据	181.3	354.2	327.9	465.3	468.0	负债权益比	146.6%	165.2%	138.7%	139.2%	133.4%
其他流动负债	756.5	912.7	652.9	770.9	781.5	流动比率	1.21	1.07	1.25	1.36	1.48
长期借款	619.0	701.7	701.7	701.7	701.7	速动比率	0.72	0.68	0.84	0.80	0.99
其他非流动负债	433.9	429.1	321.1	394.7	381.6	利息保障倍数	5.01	-40.87	6.68	8.69	11.86
负债总额	4,439.3	5,477.1	5,177.0	5,815.7	6,333.1	分红指标					
少数股东权益	4.1	37.0	36.1	27.7	16.6	DPS(元)	0.70	0.26	0.42	0.69	0.65
股本	100.0	139.1	139.1	139.1	139.1	分红比率	28.9%	10.1%	13.0%	17.3%	13.5%
留存收益	2,946.2	3,163.6	3,556.9	4,012.4	4,591.5	股息收益率	1.9%	0.7%	1.2%	1.9%	1.8%
股东权益	3,028.3	3,316.0	3,732.0	4,179.2	4,747.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	333.7	341.0	452.0	551.0	669.2
						加:折旧和摊销	148.8	220.7	158.1	158.1	158.1
						资产减值准备	71.9	75.8	75.8	75.8	75.8
						公允价值变动损失	-5.7	13.9	8.0	7.1	10.8
						财务费用	100.0	3.3	90.3	79.6	68.3
						投资收益	-95.5	-103.8	-85.2	-85.2	-85.2
						少数股东损益	-4.0	-11.8	-1.0	-8.8	-11.6
						营运资金的变动	-606.5	-166.8	-38.4	-700.1	135.3
						经营活动产生现金流量	96.0	630.9	659.7	77.5	1,020.8
						投资活动产生现金流量	-698.7	-330.2	42.8	83.0	64.3
						融资活动产生现金流量	685.9	-234.5	-283.0	-126.6	-137.3
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	2.43	2.54	3.25	3.96	4.81
						BVPS(元)	21.75	23.58	26.58	29.85	34.02
						PE(X)	15.1	14.4	11.3	9.3	7.6
						PB(X)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
						P/FCF	15.0	13.5	26.3	32.6	5.2
						P/S	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
						EV/EBITDA	7.5	8.3	6.8	6.0	4.3
						CAGR(%)	17.6%	24.5%	6.0%	17.6%	24.5%
						PEG	0.9	0.6	1.9	0.5	0.3
						ROIC/WACC	2.2	1.2	1.7	1.9	2.0
						REP	0.6	1.0	0.8	0.6	0.5

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034