

恒林股份 (603661)

2023 年报点评: 跨境电商业务乘风而上, 传统业务有望重回增长轨道

买入 (维持)

2024 年 04 月 26 日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书: S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6,515	8,195	9,840	11,711	13,771
同比 (%)	12.76	25.78	20.08	19.01	17.59
归母净利润 (百万元)	358.42	263.10	554.54	664.32	772.78
同比 (%)	6.15	(26.60)	110.77	19.80	16.33
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.58	1.89	3.99	4.78	5.56
P/E (现价&最新摊薄)	16.78	22.86	10.84	9.05	7.78

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 2023 全年实现营收 81.9 亿元, 同比增长 25.8%; 实现归母净利润 2.6 亿元, 同比下降 26.6%。业绩符合预期。
- **永裕家居并表助力收入增长, 计提减值拖累业绩表现。** 公司 2023 年收入增长主要是跨境电商业务增长、永裕家居全年收入并表所导致。分产品看, 2023 年公司办公家具/软体家具/板式家具/新材料地板 (永裕家居) 分别实现收入 34.7/12.9/11.2/14.9 亿元, 同比分别为 +3.6%/+3.0%/-17.7%/+557.2%; 分地区看, 公司境内/境外分别实现营收 15.3/66.4 亿元, 同比分别为 -0.6%/+34.0%。利润率方面: 公司 2023 年毛利率同比增长 2.0pct 至 23.8%, 主要是公司加强供应链管理提升管理效能, 有效降低物料采购成本导致。费控方面: 公司 2023 年销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为 8.2%/5.1%/2.7%/0.3%, 同比分别为 -0.4pct/+0.2pct/-0.3pct/+0.4pct。减值方面: 公司 2023 年计提信用及资产减值损失合计 2.8 亿元, 同比增加 2.1 亿元, 拖累了业绩表现。主要原因是由于房地产市场下行, 厨博士的商誉减值和应收款项减值损失增加。
- **2024 年外销需求改善, 代工制造业务有望重回增长轨道。** 2023 年公司代工制造业务实现营收 48.2 亿元, 同比增长 29.1%; 考虑到永裕家居 (新材料地板业务) 并表影响, 若将其剔除, 2023 年代工制造业务实现营收 33.2 亿元, 同比下降 5.1%。我们认为随着海外渠道库存压力逐步消减, 家具需求稳步复苏, 公司代工业务有望在 2024 年重回增长轨道。同时公司积极扩张市场版图, 成功将市场延伸至中东、南美地区, 如公司与阿联酋企业 Mass Vision 签署合作协议。
- **全方位发展跨境电商, 推进品牌业务转型升级。** 公司跨境电商与海外仓相辅相成。跨境电商销售渠道覆盖 Amazon、Wayfair、Walmart 等美国线上零售平台以及 TikTok、TEMU 等国内主要出海电商平台, 并且布局 Facebook、Instagram 等社交媒体。同时在北美自建 5 个仓储配送中心, 精准覆盖终端消费者产品配送范围, 降低跨境物流运输成本。根据雨果跨境数据, 2023 年公司在 TikTok 平台实现家具类目第一的销量。2023 年公司电商业务实现营收 16.2 亿元, 同比大幅增长 60.5%; 推动公司 OBM 业务实现营收 33.6 亿元, 同比增长 21.3%。受益于跨境电商销售增长, 2024 年第一季度, 公司实现营收 23.5 亿元, 同比高增 39.0%; 实现归母净利润 1.0 亿元, 同比高增 31.2%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司跨境电商高速发展, 代工业务有望受益于海外渠道补库和需求恢复。根据公司最新年报情况, 我们上调公司 2024/2025 年的归母净利润预测至 5.5/6.6 亿元 (前值为 5.2/6.2 亿元), 预计 2026 年归母净利润为 7.7 亿元。对应的 EPS 为 3.99/4.78/5.56 元, 对应的 PE 为 10.8X/9.1X/7.8X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 美国降息力度及地产复苏不及预期; 中美贸易关系恶化超预期; 汇率及海运费用波动风险超预期; 自主品牌发展不及预期。

市场数据

收盘价(元)	43.24
一年最低/最高价	29.59/52.99
市净率(倍)	1.72
流通 A 股市值(百万元)	6,013.26
总市值(百万元)	6,013.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.14
资产负债率(% ,LF)	64.87
总股本(百万股)	139.07
流通 A 股(百万股)	139.07

相关研究

恒林股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,484	6,005	6,818	7,609	营业总收入	8,195	9,840	11,711	13,771
货币资金及交易性金融资产	1,348	1,593	2,081	2,585	营业成本(含金融类)	6,246	7,482	8,895	10,442
经营性应收款项	1,949	2,077	2,200	2,282	税金及附加	34	40	48	56
存货	1,821	1,934	2,099	2,275	销售费用	675	817	984	1,171
合同资产	9	10	12	14	管理费用	421	512	609	716
其他流动资产	357	391	426	454	研发费用	221	276	328	386
非流动资产	4,099	4,334	4,522	4,674	财务费用	25	32	48	49
长期股权投资	22	13	5	10	加:其他收益	20	25	29	34
固定资产及使用权资产	2,753	2,897	2,980	3,026	投资净收益	(14)	10	12	14
在建工程	218	303	380	446	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	463	457	451	447	减值损失	(282)	(66)	(58)	(44)
商誉	384	354	344	339	资产处置收益	43	49	59	28
长期待摊费用	20	18	16	15	营业利润	344	700	840	983
其他非流动资产	239	293	346	391	营业外净收支	(11)	(10)	(8)	(9)
资产总计	9,583	10,339	11,340	12,283	利润总额	333	690	832	974
流动负债	4,400	4,490	4,803	4,998	减:所得税	55	104	129	156
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,713	1,576	1,591	1,606	净利润	278	587	703	818
经营性应付款项	1,984	2,103	2,327	2,442	减:少数股东损益	15	32	39	45
合同负债	307	364	410	441	归属母公司净利润	263	555	664	773
其他流动负债	396	446	474	509	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.89	3.99	4.78	5.56
非流动负债	1,735	1,955	2,120	2,280	EBIT	444	722	880	1,022
长期借款	1,269	1,469	1,619	1,769	EBITDA	809	1,022	1,194	1,353
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.78	23.97	24.04	24.17
租赁负债	360	380	395	405	归母净利率(%)	3.21	5.64	5.67	5.61
其他非流动负债	105	106	106	106	收入增长率(%)	25.78	20.08	19.01	17.59
负债合计	6,135	6,445	6,923	7,278	归母净利润增长率(%)	(26.60)	110.77	19.80	16.33
归属母公司股东权益	3,399	3,812	4,297	4,840					
少数股东权益	49	81	120	165					
所有者权益合计	3,448	3,894	4,417	5,004					
负债和股东权益	9,583	10,339	11,340	12,283					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	447	941	1,088	1,180	每股净资产(元)	24.44	27.41	30.90	34.80
投资活动现金流	(716)	(496)	(445)	(455)	最新发行在外股份(百万股)	139	139	139	139
筹资活动现金流	347	(210)	(160)	(225)	ROIC(%)	5.78	8.70	9.70	10.22
现金净增加额	131	240	483	499	ROE-摊薄(%)	7.74	14.55	15.46	15.97
折旧和摊销	365	300	313	331	资产负债率(%)	64.02	62.34	61.05	59.26
资本开支	(309)	(448)	(404)	(413)	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.86	10.84	9.05	7.78
营运资本变动	(479)	(116)	(85)	(151)	P/B (现价)	1.77	1.58	1.40	1.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>