


分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理：杜嘉欣

执业证号：S0100123030012

邮箱：dujiaxin@mszq.com

事件：恒林股份发布 2023 年年报&2024 年一季报，2023 全年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 81.95/2.63/2.35 亿元，同比变动 25.78%/-26.60%/-27.32%。2023 年单 Q4 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 24.19/-1.03/-1.03 亿元，同比变动 28.34%/-277.18%/-1667.67%。2024 年单 Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 23.54/1.03/1.03 亿元，同比增长 38.98%/31.20%/33.96%。

跨境电商持续高增，积极拥抱多平台。分产品看，2023 年办公家具/软体家具/板式家具/新材料地板分别实现收入 34.7/12.9/11.2/14.9 亿元，同比变动 3.6%/3.0%/-17.7%/557.2%，办公椅及沙发 23H2 受益于去库优化，板式家具或受大客户需求及厨博士地产链业务影响承压；子公司永裕所在 PVC 地板行业格局优化，友商订单或有外溢，永裕或在 24 年保持较高增长。**分销售模式看，**2023 年 OEM&ODM/OBM 分别实现收入 48.15/33.56 亿元，同比变动 29.09%/21.27%。代工业务方面公司 23 年受欧美去库影响承压，剥离永裕并表影响 OEM&ODM 收入下降约 5%；公司在深耕欧美的同时积极扩张市场新版图，成功将市场延伸至中东、南美等地区。**分品牌看，**2023 年 LO/厨博士/电商分别实现收入 10.77/6.58/16.21 亿元，同比变动 27.91%/-26.71%/60.50%。**跨境电商方面，**公司持续深化全球布局品牌战略，进驻 Amazon、TikTok、TEMU 等多个平台，23 年在 Tiktok 实现家居类目销量第一，我们预计 24 年 3 月开通的 TEMU 半托管模式或为公司带来可观增量；公司在北美设立 5 个仓储配送中心，基本实现消费者范围全覆盖。公司 23 年办公椅库存增加 50%主因大力开拓跨境电商渠道。

通用物料统一招标，降本增效维持价格市场竞争力。毛利率方面，**分产品看，**2023 年办公家具/软体家具/板式家具/新材料地板分别实现毛利率 23.43%/27.25%/18.82%/19.85%，同比变动 2.06/6.47/-4.57/-7.32pct；依托于金属配件子公司，公司沙发产品制造成本及价格均具有较强的市场竞争力，2023 年恒林沙发荣获“中国家具产品创新奖-客厅家具金奖”；永裕产能处于爬坡过程，毛利率仍有提升空间。**分销售模式看，**2023 年 OEM&ODM/OBM 分别实现毛利率 20.57%/28.34%，同比变动 4.81/-1.60pct。**分品牌看，**2023 年 LO/厨博士/电商分别实现毛利率 30.89%/24.02%/28.40%，同比变动 0.81/-1.66/3.29pct。公司在生产过程中实行物料基础信息管理数据化，对大宗物料和通用物料统一询价招标，优化资源配置并有效降低采购成本。

LO 净利率显著提升，若不考虑减值计提公司 23 年盈利表现优异。23 全年 LO 收入 10.7 亿元，净利润 7200 万元，净利率 6.7% (上年 5.2%)；永裕收入 15 亿元，经营净利率基本保持稳定。**费用率方面，**2023Q4 公司期间费用率为

推荐
维持评级
当前价格：
43.24 元

15.8%，同比变动-0.4pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为6.4%/5.1%/2.7%/1.6%，同比变动+0.4/-0.9/+0.0/+0.1pct。24Q1公司销售/管理/研发/财务费率分别为13.4%/3.6%/2.0%/0.6%，同比变动+3.7/-1.5/-0.8/-1.6pct。公司销售费用整体上升主因跨境电商占比提升。**2023年公司计提部分减值损失影响表观净利润**：公司出于审慎原则，计提资产减值损失1.65亿元，其中存货跌价损失及合同履行成本减值损失0.58亿元，商誉减值损失0.87亿元（厨博士）。信用减值损失1.17亿元，其中应收款项融资减值损失0.71亿元，应收账款坏账损失0.31亿元，主系应收款项增加所致。还原资产及信用减值后公司盈利能力表现靓丽。

➤ **主业逐季回暖，跨境电商业务高增打开盈利空间。** 欧美家居补库周期下我们判断公司主业或持续回暖；跨境电商方面，公司产品通过高性价比维持市场竞争力，Tiktok、Temu等高流量新渠道持续贡献增量。LO作为公司进入合约办公家具市场的重要抓手稳健增长，利润率逐年提升；永裕有望受益于格局优化&产能爬坡。产能方面，公司在国内、越南、瑞士等地都建有生产基地，以快速响应客户需求并分散关税风险。我们看好公司成长性，预计24-26年归母净利润为5.6/6.5/7.9亿元，对应估值为11/9/8X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 下游需求不及预期的风险，海运费、汇率等大幅波动的风险，商誉减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,195	10,532	12,649	15,352
增长率 (%)	25.8	28.5	20.1	21.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	263	557	651	789
增长率 (%)	-26.6	111.6	17.0	21.1
每股收益 (元)	1.89	4.00	4.68	5.67
PE	23	11	9	8
PB	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年4月26日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,195	10,532	12,649	15,352
营业成本	6,246	7,939	9,489	11,488
营业税金及附加	34	44	52	64
销售费用	675	864	1,138	1,397
管理费用	421	527	645	798
研发费用	221	274	342	415
EBIT	444	761	949	1,152
财务费用	25	110	153	155
资产减值损失	-165	-23	-28	-34
投资收益	-14	0	0	0
营业利润	344	682	835	1,045
营业外收支	-11	20	14	-17
利润总额	333	702	849	1,028
所得税	55	116	140	170
净利润	278	586	708	858
归属于母公司净利润	263	557	651	789
EBITDA	809	1,173	1,403	1,664

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,340	1,613	1,439	1,587
应收账款及票据	1,474	1,744	2,209	2,684
预付款项	62	79	95	115
存货	1,821	2,292	2,740	3,317
其他流动资产	786	1,001	1,156	1,354
流动资产合计	5,484	6,730	7,638	9,056
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	2,330	2,421	2,495	2,624
无形资产	463	462	460	457
非流动资产合计	4,099	4,222	4,281	4,323
资产合计	9,583	10,952	11,919	13,379
短期借款	1,372	1,472	1,472	1,472
应付账款及票据	1,981	2,518	3,009	3,643
其他流动负债	1,047	1,087	1,075	1,302
流动负债合计	4,400	5,076	5,556	6,417
长期借款	1,269	1,490	1,490	1,490
其他长期负债	465	457	446	434
非流动负债合计	1,735	1,946	1,936	1,924
负债合计	6,135	7,023	7,492	8,341
股本	139	139	139	139
少数股东权益	49	78	135	204
股东权益合计	3,448	3,930	4,427	5,038
负债和股东权益合计	9,583	10,952	11,919	13,379

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.78	28.52	20.11	21.37
EBIT 增长率	43.14	71.45	24.77	21.43
净利润增长率	-26.60	111.64	16.99	21.11
盈利能力 (%)				
毛利率	23.78	24.61	24.99	25.17
净利润率	3.21	5.29	5.15	5.14
总资产收益率 ROA	2.75	5.08	5.47	5.90
净资产收益率 ROE	7.74	14.46	15.18	16.32
偿债能力				
流动比率	1.25	1.33	1.37	1.41
速动比率	0.78	0.81	0.82	0.84
现金比率	0.30	0.32	0.26	0.25
资产负债率 (%)	64.02	64.12	62.86	62.35
经营效率				
应收账款周转天数	65.63	65.63	65.63	65.63
存货周转天数	106.45	106.45	106.45	106.45
总资产周转率	0.89	1.03	1.11	1.21
每股指标 (元)				
每股收益	1.89	4.00	4.68	5.67
每股净资产	24.44	27.69	30.86	34.76
每股经营现金流	3.22	5.83	5.76	7.40
每股股利	0.72	1.52	1.77	2.15
估值分析				
PE	23	11	9	8
PB	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.23	7.06	5.90	4.97
股息收益率 (%)	1.67	3.51	4.10	4.97

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	278	586	708	858
折旧和摊销	365	412	454	512
营运资金变动	-479	-418	-507	-519
经营活动现金流	447	810	800	1,029
资本开支	-309	-466	-432	-490
投资	-364	0	0	0
投资活动现金流	-716	-466	-432	-490
股权募资	63	0	0	0
债务募资	592	159	-200	-12
筹资活动现金流	347	-72	-543	-390
现金净流量	131	273	-175	149

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026