

恒林股份(603661)

2023A&2024Q1 业绩点评:

跨境电商持续高增, 制造业务逐步修复

事件:

恒林股份发布 2023 年年报&2024Q1 季报: 2023 年公司实现营收 81.95 亿元, 同比+25.78%, 实现归母净利润 2.63 亿元, 同比-26.60%, 扣非净利润 2.35 亿元, 同比-27.32%; Q4 公司实现营收 24.19 亿元, 同比+28.34%, 实现归母净利润-1.03 亿元, 扣非净利润-1.03 亿元, 主要系 2023 年计提减值 2.8 亿元。2024Q1 公司实现营收 23.54 亿元, 同比+38.98%, 实现归母净利润 1.03 亿元, 同比+31.20%, 扣非归母净利润 1.03 亿元, 同比+33.96%。

➤ 跨境电商拥抱多平台, 制造业务拓张新版图

公司跨境电商涵盖 Amazon 等美国线上零售平台和 Tiktok、TEMU 等国内出海电商平台, 并于北美设立了 5 个仓储配送中心, 2023 年电商业务持续实现高增, 营收 16.21 亿元, 同比+60.50%, 其中 Tiktok 家居类目销量排名首位。制造端永裕 14.9 亿收入并表带动营收增长, 2023 年 ODM/OEM 业务营收 48.15 亿元, 同比+29.09%, 剔除永裕影响后 ODM/OEM 营收同比-9.66%。2023 年公司业务已扩至中东、南美地区, 后续补库需求有望修复代工业务。

➤ 效能提升修复毛利率, 减值扰动表现业绩

公司 2023 年加强供应链管理, 建立全集团物料数据库, 统一询价、大规模集采降低采购成本, 整体毛利率提升 2pct 至 23.78%。2023Q4 净利润转亏, 2023A 净利率下滑 1.84pct 至 3.39%, 主要系 2023 年受存货跌价及厨博士业务影响, 公司信用及资产减值计提 2.8 亿, 扰动表现业绩。期间费率有所上行, 主要系 2023 年销售费率提升 (同比+0.40pct)。2024Q1 公司继续投入市场推广费以拓渠道, 销售费用同比+91.94%, 销售费率同比+3.70pct。

➤ 永裕子公司影响现金流, 营运能力表现稳定

公司 2023A/2024Q1 分别实现经营现金流净额 4.47/1.58 亿元, 同比-29.10%/+146.97%, 受永裕等子公司及其他营业单位支付的现金增加影响, 2023 年实现投资活动现金流净额-7.15 亿元, 同比-116.77%, 应收账款/应付账款/存货周转天数分别为 55.11/84.14/101.59 天, 营运能力表现稳定。2024Q1 公司营收利润均实现 30%+增速, 主要系跨境电商仍保持强劲势头, 未来美国地产回暖预期下 PVC 地板收入有望提升, ODM/OEM 业务有望修复。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司跨境电商持续高速增长, 制造板块后续有望受益于海外地产需求回暖而得到修复, 降本增效有望改善盈利, 上调 2024-2026 年营业收入分别为 104.25/125.52/148.68 亿, 同比分别+27.21%/+20.41%/+18.46%, 归母净利润分别为 5.41/6.74/8.11 亿, 同比分别+105.58%/+24.52%/+20.37%, EPS 为 3.89/4.84/5.83 元, 3 年 CAGR 为 45.52%。公司多品类布局践行大家居战略, 给予 2024 年 13 倍 PE, 对应目标价 50.57 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外需求不及预期; 原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6515	8195	10425	12552	14868
增长率(%)	12.76%	25.78%	27.21%	20.41%	18.46%
EBITDA(百万元)	691	723	923	1059	1201
归母净利润(百万元)	353	263	541	674	811
增长率(%)	4.50%	-25.44%	105.58%	24.52%	20.37%
EPS(元/股)	2.54	1.89	3.89	4.84	5.83
市盈率(P/E)	17.0	22.9	11.1	8.9	7.4
市净率(P/B)	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.2	11.9	8.9	7.5	6.5

数据来源: 公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价

行业: 轻工制造/家居用品
投资评级: 买入(维持)
当前价格: 43.45 元
目标价格: 50.57 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	139.07/139.07
流通 A 股市值(百万元)	6,042.46
每股净资产(元)	25.14
资产负债率(%)	64.87
一年内最高/最低(元)	52.99/29.59

股价相对走势

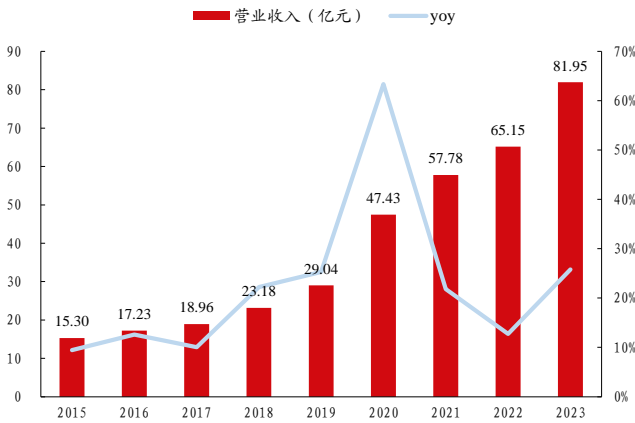


作者

分析师: 管泉森
执业证书编号: S0590523100007
邮箱: guanqs@glsc.com.cn
分析师: 戚志圣
执业证书编号: S0590523120002
邮箱: qizhsh@glsc.com.cn

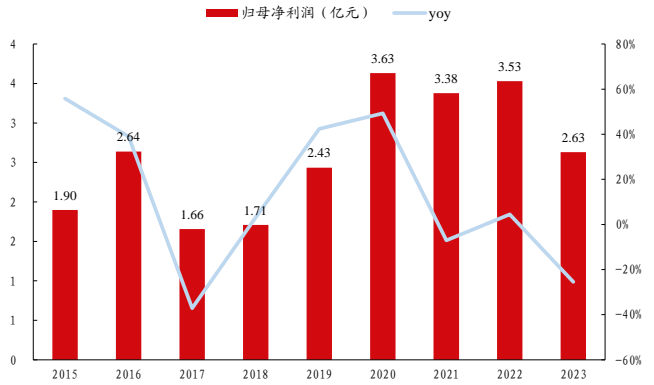
相关报告

图表1: 2023 年公司营收 81.95 亿元, 同比+25.78%



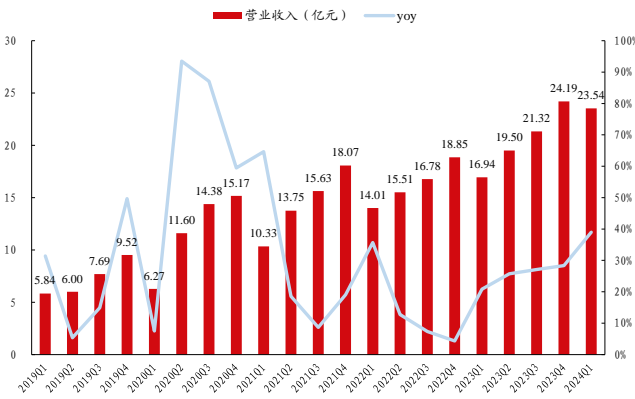
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表2: 2023 年归母净利润 2.63 亿元, 同比-25.44%



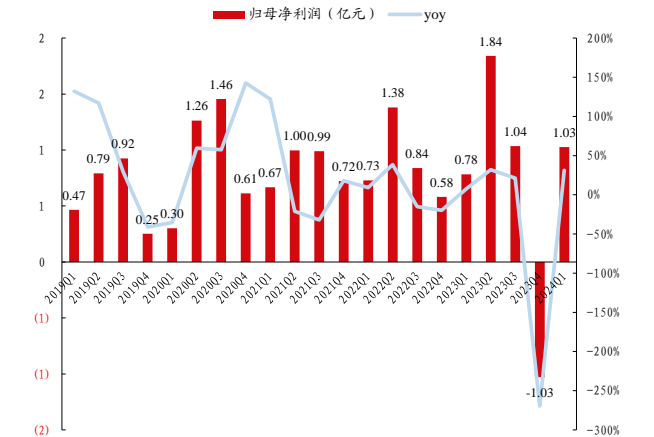
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表3: 公司 23Q4 营收同比+28.34%, 24Q1+38.98%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 23Q4 归母净利润同比-269.58%, 24Q1+31.20%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表5: 2023 年恒林股份分产品、区域及渠道销售表现 (亿元)

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入 YOY	营业成本 YOY	毛利率变动	
分产品	办公家具	34.70	26.57	23.43%	3.60%	0.89%	2.06pct
	软体家具	12.87	9.37	27.25%	2.99%	-5.42%	6.47pct
	板式家具	11.21	9.10	18.82%	-17.66%	-12.75%	-4.57pct
	新材料地板	14.90	11.94	19.85%	557.21%	623.31%	-7.32pct
	其他	8.03	5.32	33.73%	158.71%	113.48%	14.04pct
分地区	境外	66.41	50.58	23.84%	33.96%	30.08%	2.27pct
	境内	15.31	11.73	23.39%	-0.63%	-1.71%	0.85pct
分销售	OEM、ODM	48.15	38.25	20.57%	29.09%	21.73%	4.81pct
	OBM	33.56	24.05	28.34%	21.27%	24.05%	-1.6pct

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表6：2023年全年及2023Q4公司利润表各项目变动

	2023Q4	2022Q4	同比变动	2023A	2022A	同比变动	2024Q1	2023Q1	同比变动
营业收入	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	76.89%	80.04%	-3.15pct	76.22%	78.22%	-2.01pct	75.20%	75.10%	0.09pct
毛利率	23.11%	19.96%	3.15pct	23.78%	21.78%	2.01pct	24.80%	24.90%	-0.09pct
营业税金及附加	0.55%	0.56%	0.00pct	0.41%	0.42%	0.00pct	0.31%	0.43%	-0.12pct
销售费用率	6.43%	6.05%	0.38pct	8.24%	7.83%	0.40pct	13.40%	9.70%	3.70pct
管理费用率	5.08%	6.00%	-0.92pct	5.13%	4.98%	0.16pct	3.61%	5.09%	-1.48pct
研发费用率	2.65%	2.64%	0.01pct	2.70%	3.03%	-0.33pct	1.98%	2.81%	-0.83pct
财务费用率	1.61%	1.49%	0.12pct	0.30%	-0.13%	0.44pct	0.55%	2.15%	-1.60pct
资产减值损失	-6.32%	-1.63%	-4.68pct	-2.01%	-0.68%	-1.33pct	0.18%	-0.08%	0.26pct
公允价值变动净收益	-0.23%	1.27%	-1.50pct	0.03%	-0.21%	0.25pct	-0.07%	0.39%	-0.47pct
投资净收益	-0.35%	0.91%	-1.26pct	-0.17%	1.31%	-1.47pct	0.04%	-0.06%	0.10pct
其他收益	0.15%	0.16%	-0.01pct	0.25%	0.31%	-0.06pct	0.13%	0.06%	0.07pct
资产处置收益	1.72%	-0.02%	1.75pct	0.53%	-0.02%	0.55pct	-0.07%	-0.03%	-0.05pct
营业利润率	-2.10%	3.00%	-5.10pct	4.20%	5.88%	-1.68pct	5.09%	5.29%	-0.20pct
营业外收入	-1.18%	0.03%	-1.22pct	0.02%	0.01%	0.01pct	0.03%	0.01%	0.02pct
营业外支出	-0.09%	0.04%	-0.13pct	0.15%	0.07%	0.08pct	0.03%	0.02%	0.00pct
利润总额	-3.19%	2.99%	-6.18pct	4.06%	5.82%	-1.75pct	5.10%	5.28%	-0.18pct
所得税	0.77%	0.21%	0.56pct	0.67%	0.58%	0.09pct	0.26%	0.41%	-0.15pct
净利润	-3.96%	2.78%	-6.74pct	3.39%	5.23%	-1.84pct	4.84%	4.88%	-0.03pct
少数股东损益	0.30%	-0.30%	0.59pct	0.18%	-0.18%	0.36pct	0.48%	0.25%	0.22pct
归属母公司股东净利润	-4.25%	3.08%	-7.33pct	3.21%	5.42%	-2.21pct	4.36%	4.62%	-0.26pct

资料来源：Wind，国联证券研究所

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1245	1340	1042	1255	1487	营业收入	6515	8195	10425	12552	14868
应收账款+票据	1431	1896	2164	2606	3087	营业成本	5096	6246	7949	9593	11378
预付账款	67	62	91	110	130	营业税金及附加	27	34	41	49	58
存货	1682	1821	2646	3193	3787	营业费用	510	675	855	1023	1204
其他	218	364	483	580	685	管理费用	521	642	792	941	1108
流动资产合计	4642	5484	6426	7744	9176	财务费用	-9	25	118	96	84
长期股权投资	81	22	66	110	154	资产减值损失	-44	-165	-52	-63	-74
固定资产	2346	2753	2717	2676	2629	公允价值变动收益	-14	3	0	0	0
在建工程	473	218	181	145	109	投资净收益	85	-14	52	52	52
无形资产	487	463	365	268	170	其他	-13	-53	-44	-60	-78
其他非流动资产	763	643	629	614	609	营业利润	383	344	626	779	936
非流动资产合计	4151	4099	3958	3813	3671	营业外净收益	-4	-11	-5	-5	-5
资产总计	8793	9583	10385	11556	12847	利润总额	379	333	621	774	931
短期借款	1359	1372	1023	1210	1327	所得税	38	55	79	99	119
应付账款+票据	1614	1981	2510	3029	3592	净利润	341	278	542	675	813
其他	1373	1047	1653	1993	2362	少数股东损益	-12	15	1	2	2
流动负债合计	4346	4400	5186	6232	7281	归属于母公司净利润	353	263	541	674	811
长期带息负债	1026	1630	1242	866	503	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	104	105	105	105	105	成长能力					
非流动负债合计	1131	1735	1348	971	608	营业收入	12.76%	25.78%	27.21%	20.41%	18.46%
负债合计	5477	6135	6533	7203	7889	EBIT	-20.38%	-3.34%	106.43%	17.66%	16.74%
少数股东权益	37	49	50	52	54	EBITDA	-0.79%	4.70%	27.66%	14.75%	13.33%
股本	139	139	139	139	139	归属于母公司净利润	4.50%	-25.44%	105.58%	24.52%	20.37%
资本公积	1213	1149	1149	1149	1149	获利能力					
留存收益	1927	2111	2513	3014	3616	毛利率	21.78%	23.78%	23.75%	23.57%	23.48%
股东权益合计	3316	3448	3851	4354	4958	净利率	5.23%	3.39%	5.20%	5.38%	5.47%
负债和股东权益总计	8793	9583	10385	11556	12847	ROE	10.76%	7.74%	14.23%	15.66%	16.53%
现金流量表						ROIC	6.60%	5.53%	11.02%	12.58%	13.97%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	341	278	542	675	813	资产负债率	62.29%	64.02%	62.91%	62.33%	61.41%
折旧摊销	320	365	184	190	186	流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3
财务费用	-9	25	118	96	84	速动比率	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
存货减少(增加为“-”)	6	-140	-824	-547	-594	营运能力					
营运资金变动	-15	-489	-105	-246	-268	应收账款周转率	4.6	4.3	4.8	4.8	4.8
其它	-13	408	770	493	539	存货周转率	3.0	3.4	3.0	3.0	3.0
经营活动现金流	631	447	684	660	759	总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2
资本支出	-412	-449	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	-36	-365	0	0	0	每股收益	2.5	1.9	3.9	4.8	5.8
其他	118	98	11	11	11	每股经营现金流	4.5	3.2	4.9	4.7	5.5
投资活动现金流	-330	-716	11	11	11	每股净资产	23.6	24.4	27.3	30.9	35.3
债权融资	291	616	-737	-189	-246	估值比率					
股权融资	39	0	0	0	0	市盈率	17.0	22.9	11.1	8.9	7.4
其他	-564	-269	-256	-269	-292	市净率	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
筹资活动现金流	-235	347	-993	-458	-538	EV/EBITDA	8.2	11.9	8.9	7.5	6.5
现金净增加额	201	131	-298	213	232	EV/EBIT	15.3	24.0	11.1	9.2	7.6

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼