

恒林股份 (603661)

证券研究报告
2024年05月11日

跨境电商打造核心增长点

公司发布 23A 及 24Q1 财报

24Q1 收入 24 亿同增 39%;归母净利 1 亿同增 31%,扣非归母 1 亿同增 34%;

23A 收入 82 亿同增 26%, 归母净利 2.6 亿同减 27%, 扣非归母 2.3 亿同减 27%; 其中 23Q4 收入同增 28%, 归母净利-1 亿; 扣非归母-1 亿。

2023 年公司信用减值损失 1.2 亿, 主要系应收款项增加对应计提的坏账损失和应收款项融资减值损失增加所致; 资产减值损失 1.6 亿, 主要系厨博士商誉减值计提所致。

分项目来看, 23 年公司办公家具收入 35 亿, 同增 4%; 毛利率 23.4%, 同增 2pct; 软体家居收入 13 亿, 同增 3%, 毛利率 27.2%, 同增 6.5pct; 板式家居收入 11 亿, 同减 18%, 毛利率 18.8%, 同减 4.6pct; 新材料地板收入 15 亿, 同增 557%, 毛利率 20%, 同减 7pct。

分品牌看, 23 年 LO 收入 11 亿, 同增 28%; 毛利率 31%同增 0.8pct; 厨博士 6.6 亿同减 27%, 毛利率 24%, 同减 2pct; 电商收入 16 亿, 同增 61%, 毛利率 28.4%, 同增 3.3pct。

电商积极拥抱多平台, 营收实现高增长。

公司构建完整、优质的供应链体系, 持续深化全球布局品牌战略, 整合资源倾斜至具备高增长潜力的跨境电商业务, 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。公司已在北美设 5 个仓储配送中心, 覆盖公司跨境电商终端消费者产品配送范围。公司凭借出色的跨国经营成绩与全球化战略布局, 荣获 2023 年 TBI (Top Brand Innovation Awards) 最佳出海品牌。

跨境电商板块通过 TikTok 平台强大的内容营销算法, 结合团队设计产品应用场景, 借助网络达人受众粉丝影响力, 将公司产品更直观地触达终端消费者, 根据雨果跨境数据, 2023 年在 Tiktok 平台实现家居类目第一销量。

制造拓客、品牌出海, 实现全供应链价值化

积极扩张市场新版图, 主动营销拓新客。制造业务 (OEM/ODM) 深耕欧美市场的同时, 通过组建新型具备研发设计能力的营销团队开展主动营销, 为客户提供全方案产品设计, 积极参加境内外家具展会, 提升本地化服务能力, 成功将市场延伸至中东、南美等地区, 进一步丰富公司产品 and 市场结构, 如公司与阿联酋企业 Mass Vision 就深耕阿联酋家居市场签署合作协议。2023 年公司制造业务 (OEM/ODM) 营收 48.2 亿, 同增 29.1%。

更新盈利预测, 维持“买入”评级

目前行业发展主要呈现出办公和民用家具品类之间界限逐渐融合, 产品呈现系统化、智能化、数字化、精益化、环保化的发展趋势。

公司拥有高素质核心管理层和专业的核心技术团队, 优化研发管理机制与激励机制, 创新产品和服务, 经过不断的积累与沉淀, 公司竞争力得到巩固与强化: 全球化销售网络和丰富产品矩阵; 强大研发技术平台和核心技术团队; 高效协同的全球化生产基地和综合运营能力。

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 5.5 亿/6.7 亿/8.2 亿, 对应 PE 分别为 12/10/8X, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外需求复苏不及预期; 跨境电商新平台推广阻力较大; 核心客户份额下降风险等

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 轻工制造/家居用品 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 49.4 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 139.07 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 139.07 |
| A 股总市值(百万元) | 6,869.91 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 6,869.91 |
| 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 |

作者

| | |
|----------------------------|-----|
| 孙海洋 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518070004 | |
| sunhaiyang@tfzq.com | |
| 张彤 | 联系人 |
| zhangtong@tfzq.com | |

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《恒林股份-公司点评:布局 Tiktok 等多跨境电商平台, 期待规模成长》2024-01-18
- 《恒林股份-季报点评:发力跨境电商推进产品到品牌升级》2023-10-31
- 《恒林股份-半年报点评:以创新研发为核心, 推进产品到品牌的升级》2023-09-07

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 6,514.93 | 8,194.59 | 9,620.29 | 11,253.81 | 13,354.90 |
| 增长率(%) | 12.76 | 25.78 | 17.40 | 16.98 | 18.67 |
| EBITDA(百万元) | 852.25 | 1,223.12 | 1,124.63 | 1,319.69 | 1,535.37 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 352.86 | 263.10 | 552.28 | 670.55 | 817.43 |
| 增长率(%) | 4.50 | (25.44) | 109.91 | 21.41 | 21.90 |
| EPS(元/股) | 2.54 | 1.89 | 3.97 | 4.82 | 5.88 |
| 市盈率(P/E) | 19.47 | 26.11 | 12.44 | 10.25 | 8.40 |
| 市净率(P/B) | 2.10 | 2.02 | 1.82 | 1.60 | 1.41 |
| 市销率(P/S) | 1.05 | 0.84 | 0.71 | 0.61 | 0.51 |
| EV/EBITDA | 5.18 | 5.89 | 5.88 | 5.41 | 3.57 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|-----------------|-----------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,245.06 | 1,340.42 | 2,805.53 | 1,520.92 | 2,724.77 | 营业收入 | 6,514.93 | 8,194.59 | 9,620.29 | 11,253.81 | 13,354.90 |
| 应收票据及应收账款 | 1,039.93 | 1,473.80 | 816.10 | 2,124.38 | 1,447.74 | 营业成本 | 5,096.04 | 6,245.57 | 7,351.53 | 8,540.52 | 10,034.87 |
| 预付账款 | 66.87 | 62.32 | 76.40 | 98.85 | 108.53 | 营业税金及附加 | 27.10 | 33.92 | 37.52 | 45.76 | 53.89 |
| 存货 | 1,681.73 | 1,821.46 | 1,936.66 | 2,976.00 | 2,815.54 | 销售费用 | 510.35 | 675.00 | 745.57 | 855.29 | 1,063.05 |
| 其他 | 596.23 | 777.08 | 676.09 | 792.12 | 818.98 | 管理费用 | 324.27 | 420.76 | 481.01 | 559.88 | 662.40 |
| 流动资产合计 | 4,629.83 | 5,475.07 | 6,310.78 | 7,512.27 | 7,915.55 | 研发费用 | 197.15 | 221.06 | 293.90 | 354.50 | 435.77 |
| 长期股权投资 | 81.39 | 21.87 | 21.87 | 21.87 | 21.87 | 财务费用 | (8.70) | 24.87 | (0.88) | 14.99 | (11.75) |
| 固定资产 | 1,946.85 | 2,329.71 | 2,211.80 | 2,073.49 | 1,914.84 | 资产/信用减值损失 | (75.85) | (281.94) | (143.22) | (167.00) | (197.39) |
| 在建工程 | 472.58 | 217.64 | 203.78 | 182.27 | 159.76 | 公允价值变动收益 | (13.87) | 2.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 487.30 | 463.11 | 440.61 | 418.10 | 395.60 | 投资净收益 | 85.18 | (13.61) | 51.60 | 41.06 | 26.35 |
| 其他 | 1,162.50 | 1,066.40 | 911.01 | 988.86 | 990.92 | 其他 | (9.62) | 522.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 4,150.62 | 4,098.72 | 3,789.07 | 3,684.58 | 3,482.99 | 营业利润 | 382.85 | 344.18 | 620.00 | 756.94 | 945.63 |
| 资产总计 | 8,793.04 | 9,583.01 | 10,099.85 | 11,196.85 | 11,398.54 | 营业外收入 | 0.77 | 1.46 | 0.94 | 1.05 | 1.15 |
| 短期借款 | 1,359.02 | 1,371.95 | 1,646.06 | 1,399.15 | 1,119.32 | 营业外支出 | 4.62 | 12.55 | 5.89 | 7.69 | 8.71 |
| 应付票据及应付账款 | 1,614.22 | 1,980.74 | 1,909.97 | 2,962.62 | 2,725.67 | 利润总额 | 379.00 | 333.08 | 615.06 | 750.30 | 938.07 |
| 其他 | 979.16 | 740.28 | 1,157.96 | 1,370.97 | 1,696.49 | 所得税 | 37.98 | 55.14 | 61.51 | 75.03 | 103.19 |
| 流动负债合计 | 3,952.40 | 4,092.97 | 4,713.99 | 5,732.74 | 5,541.48 | 净利润 | 341.02 | 277.94 | 553.55 | 675.27 | 834.88 |
| 长期借款 | 701.69 | 1,269.43 | 1,200.00 | 700.00 | 500.00 | 少数股东损益 | (11.84) | 14.85 | 1.27 | 4.72 | 17.45 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 352.86 | 263.10 | 552.28 | 670.55 | 817.43 |
| 其他 | 429.08 | 465.48 | 357.18 | 421.42 | 418.29 | 每股收益(元) | 2.54 | 1.89 | 3.97 | 4.82 | 5.88 |
| 非流动负债合计 | 1,130.77 | 1,734.92 | 1,557.18 | 1,121.42 | 918.29 | | | | | | |
| 负债合计 | 5,477.08 | 6,134.71 | 6,271.16 | 6,854.17 | 6,459.77 | 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 少数股东权益 | 36.99 | 48.96 | 49.90 | 53.47 | 65.78 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 139.07 | 139.07 | 139.07 | 139.07 | 139.07 | 营业收入 | 12.76% | 25.78% | 17.40% | 16.98% | 18.67% |
| 资本公积 | 1,212.55 | 1,148.95 | 1,148.95 | 1,148.95 | 1,148.95 | 营业利润 | 1.35% | -10.10% | 80.14% | 22.09% | 24.93% |
| 留存收益 | 1,951.08 | 2,087.72 | 2,498.14 | 3,003.70 | 3,580.40 | 归属于母公司净利润 | 4.50% | -25.44% | 109.91% | 21.41% | 21.90% |
| 其他 | (23.72) | 23.60 | (7.38) | (2.50) | 4.58 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 3,315.96 | 3,448.30 | 3,828.69 | 4,342.68 | 4,938.77 | 毛利率 | 21.78% | 23.78% | 23.58% | 24.11% | 24.86% |
| 负债和股东权益总计 | 8,793.04 | 9,583.01 | 10,099.85 | 11,196.85 | 11,398.54 | 净利率 | 5.42% | 3.21% | 5.74% | 5.96% | 6.12% |
| | | | | | | ROE | 10.76% | 7.74% | 14.62% | 15.63% | 16.77% |
| | | | | | | ROIC | 10.18% | 8.24% | 12.66% | 19.70% | 18.25% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 资产负债率 | 62.29% | 64.02% | 62.09% | 61.22% | 56.67% |
| 净利润 | 341.02 | 277.94 | 552.28 | 670.55 | 817.43 | 净负债率 | 33.94% | 47.61% | 6.27% | 19.01% | -16.83% |
| 折旧摊销 | 220.69 | 263.91 | 276.26 | 282.33 | 287.66 | 流动比率 | 1.07 | 1.25 | 1.34 | 1.31 | 1.43 |
| 财务费用 | 3.33 | 42.75 | (0.88) | 14.99 | (11.75) | 速动比率 | 0.68 | 0.83 | 0.93 | 0.79 | 0.92 |
| 投资损失 | (103.84) | 6.30 | (51.60) | (41.06) | (26.35) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (141.87) | (485.58) | 874.64 | (1,287.46) | 857.28 | 应收账款周转率 | 7.58 | 6.52 | 8.40 | 7.65 | 7.48 |
| 其它 | 311.61 | 342.00 | 1.27 | 4.72 | 17.45 | 存货周转率 | 3.87 | 4.68 | 5.12 | 4.58 | 4.61 |
| 经营活动现金流 | 630.95 | 447.34 | 1,651.96 | (355.92) | 1,941.72 | 总资产周转率 | 0.80 | 0.89 | 0.98 | 1.06 | 1.18 |
| 资本支出 | 874.06 | 183.36 | 230.31 | 35.75 | 87.13 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | (413.09) | (59.52) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 2.54 | 1.89 | 3.97 | 4.82 | 5.88 |
| 其他 | (791.21) | (839.70) | (308.21) | (89.07) | (145.25) | 每股经营现金流 | 4.54 | 3.22 | 11.88 | -2.56 | 13.96 |
| 投资活动现金流 | (330.24) | (715.86) | (77.90) | (53.32) | (58.12) | 每股净资产 | 23.58 | 24.44 | 27.17 | 30.84 | 35.04 |
| 债权融资 | 464.17 | 586.64 | 64.20 | (714.09) | (440.96) | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (35.99) | (116.41) | (173.16) | (161.28) | (238.80) | 市盈率 | 19.47 | 26.11 | 12.44 | 10.25 | 8.40 |
| 其他 | (662.69) | (123.16) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率 | 2.10 | 2.02 | 1.82 | 1.60 | 1.41 |
| 筹资活动现金流 | (234.51) | 347.07 | (108.96) | (875.37) | (679.76) | EV/EBITDA | 5.18 | 5.89 | 5.88 | 5.41 | 3.57 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 6.57 | 7.40 | 7.80 | 6.88 | 4.40 |
| 现金净增加额 | 66.19 | 78.55 | 1,465.11 | (1,284.61) | 1,203.85 | | | | | | |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |