



恒林股份 (603661.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

厚积薄发，跨境电商驱动新成长

前言

公司是国内领先的办公椅制造出口企业,19年公司启动战略转型,虽然公司此前在外延扩张中遇到一定挫折,但目前版图梳理逐渐清晰,相关减值风险已基本释放,跨境电商业务正驱动公司步入新发展阶段。此篇报告重点分析三大业务板块后续展望。

投资逻辑

为什么我们认为公司跨境电商有望延续快速增长?公司19年起前瞻布局跨境电商业务,随着运营团队建设完善、品类、平台逐步扩张,公司该业务收入已现快速增长,21-23年收入CAGR达59%。展望后续,我们认为公司跨境电商业务仍有望延续快速增长,主因一方面海外市场电商渗透率仍有提升空间,中国电商平台加速出海,有望边际加速海外电商渗透率提升(中美23年电商渗透率分别为27.6%、17.1%)。另一方面公司具备较强多维度竞争优势,正循环效应有望显现:1)公司与运营团队利益深度绑定,确保人才稳定性及团队冲劲;2)自产+物流规模优势塑造极致产品性价比,有望显现正循环效应;3)拥有亚马逊VC账号流量优势;4)具备快速切入新电商平台及品类扩张能力,享受流量红利。

传统代工:补库叠加美国降息预期或将推动景气延续。公司传统坐具代工业务较好绑定优质头部客户,该业务与海外整体需求波动关联性较强。23Q4起中国整体家具出口出现明显改善,并且24年1-4月办公家具累计出口金额同比+31.3%,出口景气度依然较好。美国家具行业正处于补库周期,复盘历史来看,补库期有望持续6-12个月,公司坐具代工业务景气度或有望延续至24H2,并且若后续美国降息预期落地,景气度有望进一步边际上行。

外延业务:业务平稳发展可期,商誉减值风险可控。公司外延业务主要有系统办公(19年收购LO)、板式家具(21年收购厨博士)、新材料地板(22年收购永裕家居),三者23年贡献收入32.3亿元。公司23年计提厨博士0.9亿元商誉减值,剩余商誉总计3.8亿元(其中厨博士0.8亿元、永裕2.8亿元)。外延业务在母公司加大管理赋能下,后续平稳发展可期,考虑公司将择机优化资产配置,整体减值风险可控。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司24-26年归母净利润为5.47/6.77/8.02亿元,同比+107.8%/+23.8%/+18.5%,考虑公司跨境电商仍处快速增长期,给予24年合理估值15X,目标价59.0元/股,维持“买入”评级。

风险提示

海运费大幅上涨、海外需求复苏不及预期、商誉减值风险、汇率波动风险、原材料价格上涨风险、股权质押风险。

国金证券研究所

分析师:赵中平(执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师:张杨桓(执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师:龚轶之(执业S1130523050001)

gongyizhi@gjzq.com.cn

分析师:叶思嘉(执业S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

市价(人民币):42.55元

目标价(人民币):59.00元



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,515	8,195	10,872	13,022	15,354
营业收入增长率	12.76%	25.78%	32.67%	19.78%	17.91%
归母净利润(百万元)	353	263	547	677	802
归母净利润增长率	4.50%	-25.44%	107.78%	23.78%	18.51%
摊薄每股收益(元)	2.537	1.892	3.931	4.866	5.767
每股经营性现金流净额	4.54	3.22	9.41	8.34	9.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.76%	7.74%	13.85%	14.86%	15.21%
P/E	11.22	23.56	10.82	8.74	7.38
P/B	1.21	1.82	1.65	1.43	1.24

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、恒林股份：业务版图越发清晰，跨境电商驱动新成长.....	4
二、为什么公司跨境电商业务有望延续快速增长？.....	5
2.1、外因：海外电商渗透率提升红利仍存，家具品类扩容空间较大.....	6
2.2、内因：低成本+前瞻布局+高效运营驱动持续成长.....	7
三、坐具代工：补库叠加美国降息预期或将推动景气延续.....	11
四、外延业务：协同发展可期，减值风险可控.....	14
4.1、LO：瑞士系统办公龙头，协同效应显现.....	14
4.2、厨博士：精装板式家具品牌，商誉减值风险逐步释放.....	15
4.3、永裕家居：PVC 地板代工头部企业，市场前景广阔.....	15
五、盈利预测与投资建议.....	17
六、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司业务版图.....	4
图表 2：公司营业收入及增速.....	4
图表 3：公司归母净利润及增速.....	4
图表 4：公司分业务收入结构（%）.....	5
图表 5：公司分地区收入结构（%）.....	5
图表 6：公司线上化转型.....	5
图表 7：公司品牌化转型.....	5
图表 8：公司跨境电商收入及增速.....	6
图表 9：跨境电商业务成为公司第二增长曲线.....	6
图表 10：全球电商零售渗透率持续提升.....	6
图表 11：中美电商渗透率对比.....	6
图表 12：各跨境电商平台全托管模式服务对比.....	7
图表 13：全球家居市场线上化率快速提升.....	7
图表 14：中国跨境电商品类构成（%）.....	7
图表 15：公司跨境电商业务部门股权结构.....	8
图表 16：公司员工持股计划业绩考核标准（亿元、%）.....	8
图表 17：公司持续进行研发投入.....	9
图表 18：可比公司研发费用率对比（亿元）.....	9
图表 19：Nouhaus 按摩椅获得 2020 年度红点奖.....	9



图表 20: 致欧科技跨境电商运输费用收入占比提升 (%)	10
图表 21: 公司产品价格具备优势	10
图表 22: 亚马逊平台 SC/VC 模式对比	10
图表 23: 公司旗下 Sweet Furniture 位居美国 TikTok Shop 销售额前十	11
图表 24: 坐具代工业务收入及增速	12
图表 25: 公司坐具业务收入结构 (%)	12
图表 26: 坐具代工业务毛利率 (%)	12
图表 27: 传统代工业务前五大客户占比 (%)	12
图表 28: 中国办公家具出口金额当月同比 (%)	12
图表 29: 中国办公家具出口金额累计同比 (%)	12
图表 30: 美国家具渠道库销比	13
图表 31: 家得宝库存货增速在 2023 四季度显著回落	13
图表 32: 美国家居零售商&批发商库存历史复盘	13
图表 33: 美国经济下行拖累家具消费	14
图表 34: 公司商誉规模 (亿元)	14
图表 35: 公司商誉减值压力	14
图表 36: L0 营业收入及增速	15
图表 37: L0 净利润及增速	15
图表 38: 板式家具收入及增速 (亿元)	15
图表 39: 板式家具收入构成 (亿元)	15
图表 40: 永裕家居收入及增速	16
图表 41: 永裕家居净利润及增速	16
图表 42: 全球 SPC 地板市场规模	16
图表 43: 2023 年全球 SPC 地板渗透率	16
图表 44: 永裕家居业务以境外市场为主	17
图表 45: 永裕家居 VSPC 产品说明	17
图表 46: 公司收入拆分	18
图表 47: 可比公司估值	18



一、恒林股份：业务版图越发清晰，跨境电商驱动新成长

公司 1998 年成立于“中国椅业之乡”浙江安吉，2017 年成功上市，是国内领先的办公椅制造出口企业。2019 年公司根据产业趋势变化提出未来五年规划，启动从“制造”到“制造+服务”的战略转型，对外构建品牌知名度和营销渠道网络，对内调整打造“N（销售渠道）+研发+制造”组织架构。与此同时，公司通过内生+外延不断拓展业务版图：1）2019 年收购瑞士系统办公品牌 Lista office（LO）；2）2019 年发力跨境电商，引导培育自主品牌出海；3）2021 年收购定制家具品牌厨博士；4）2022 年进一步收购控股 PVC 地板企业永裕家居。整体来看，公司基于家居品类延展的业务版图越发清晰，线上线下渠道全面布局，后续增长驱动力充足。

图表1：公司业务版图

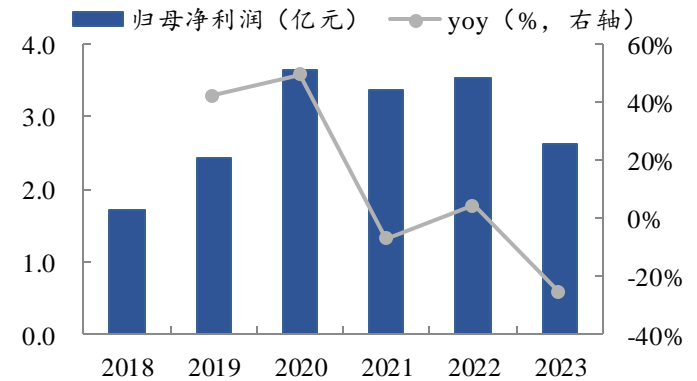
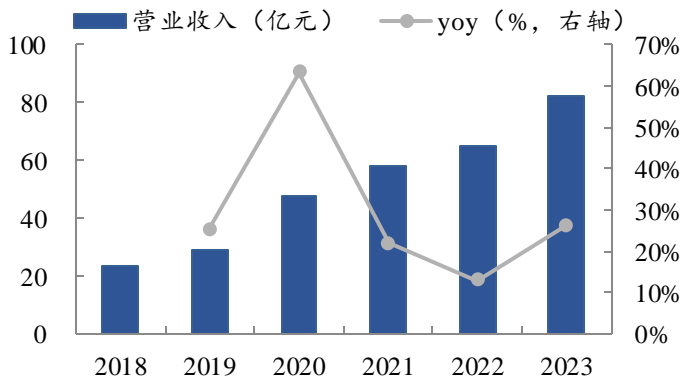
业务板块	产品	模式	渠道	2023 年收入占比 (%)	2023 年毛利率 (%)
坐具代工	坐具	OEM/ODM	线下	25.2%	18.0%
跨境电商	(办公家具+软体家具)	OBM	线上	19.8%	28.4%
Lista Office (LO)	系统办公	OBM	线下	13.2%	30.9%
厨博士	板式家具	OBM	线下	8.1%	24.0%
板式家具代工	板式家具	OEM	线下	5.7%	11.4%
永裕家居	新材料地板	OEM/ODM	线下	18.2%	19.9%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

2019-2023 年，公司业务规模显著扩展，营业收入从 29 亿元上升至 82.2 亿元，年复合增速达到 29.7%，主要依托跨境电商内生增长以及 LO、厨博士、永裕家居陆续并表拉动。2019-2023 年公司归母净利润从 2.4 亿元上升至 2.6 亿元，其中 2023 年计提合计 2.82 亿元减值损失，剔除后归母净利润约 5.5 亿元，期间复合增速约 22.4%。

图表2：公司营业收入及增速

图表3：公司归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

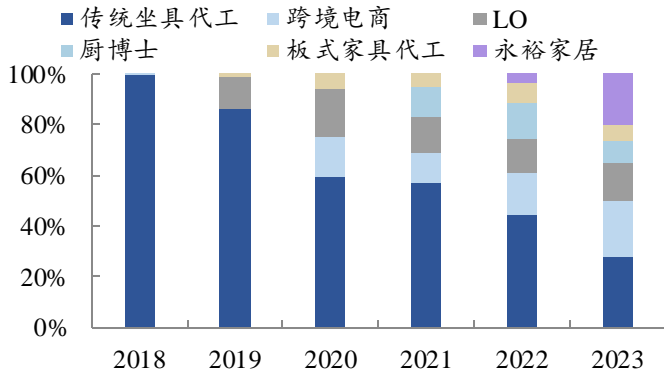
业务结构多元化，跨境电商成为成长新驱动：1）坐具代工：此前为公司的核心业务，随着公司业务结构多元化，收入占比有所降低，2023 年收入占比约 25%；2）跨境电商：公司近年来家居跨境电商业务快速发展，2023 年收入占比已达约 20%，成为公司增长新驱动；3）系统办公：即 2019 年收购的 LO 品牌，2023 年收入占比 13.2%；4）板式家具：包括主要经营国内精装房市场的厨博士品牌和主营板式家具代工出口，2023 年分别占比 8.1%、5.7%；5）新材料地板代工：2022 年公司进一步收购并控股新材料地板企业永裕家居，2023 年收入占比达 18.2%。

分地区看，海外市场是公司主要市场，2018-2023 年境外收入占比一直维持在 80%左右，其中 2023 年公司海外收入占比超 81%。

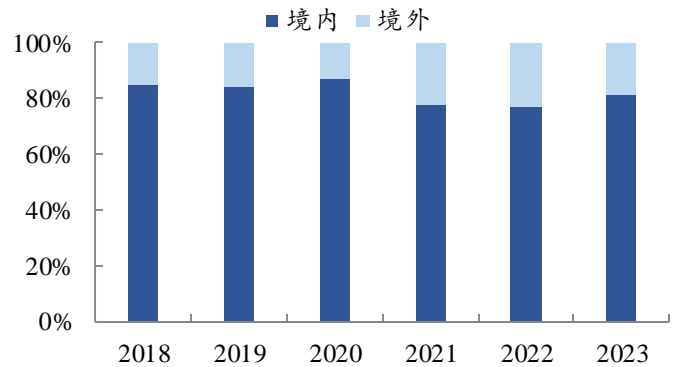
整体来看，2019 年至今公司战略转型进展顺利，其主线是线上化、品牌化，公司为寻找更具附加值和成长潜力的第二增长曲线不断拓展新业务、收购新品牌、搭建新渠道。经过过去几年的探索，公司已经达成初步战略目标，2023 年公司线上收入占比已提升至 19.8%、OBM（自有品牌）业务收入占比达到 41.1%。公司从传统出口代工家居企业逐步发展“代工+自主品牌”双轮驱动的家居企业，从“代工出口”逐步迈向“品牌出海”。



图表4: 公司分业务收入结构 (%)



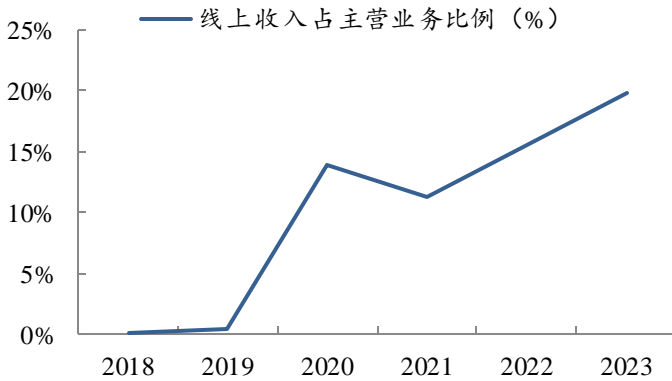
图表5: 公司分地区收入结构 (%)



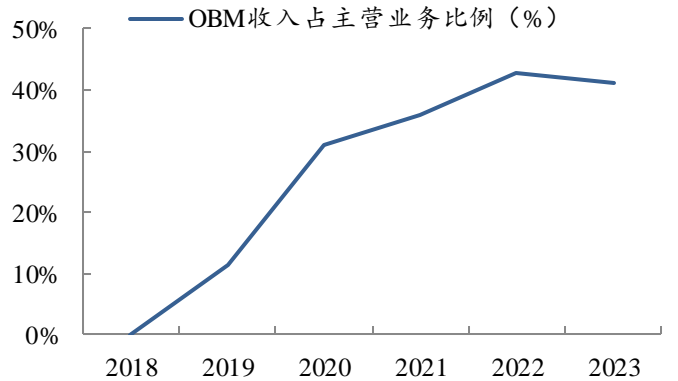
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 公司线上化转型



图表7: 公司品牌化转型



来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

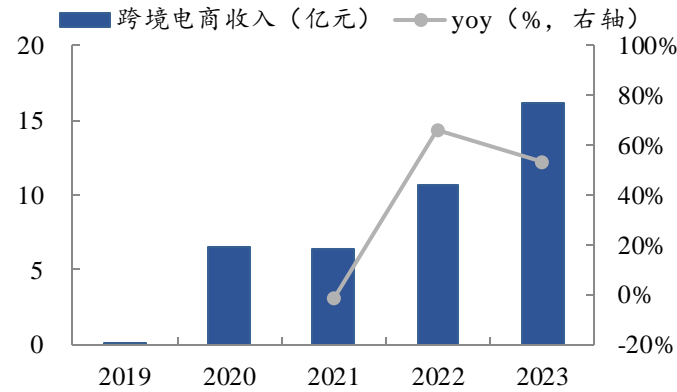
二、为什么公司跨境电商业务有望延续快速增长？

公司跨境电商业务主要以办公椅、按摩椅、沙发等坐具产品为主，品牌方面，拥有定位中高端的 Nouhaus 品牌和多个性价比品牌，通过主流海外电商如 Amazon、Wayfair 打开市场，近年加强与 GMV 快速增长的 Tiktok、TEMU 等国内出海平台的合作。

2019 年公司首次涉足跨境电商市场，引进运营团队、成立跨境电商运营部门，成立美国 Nouhaus、韩国 Nouhaus、美国森河子公司，并开始在美国东西部设立海外仓。2020 年公司跨境电商业务收入就已突破 6 亿元，其中 Nouhaus 品牌收入 2.3 亿元。2021 年公司调整组织架构，构建前中后台企业级跨境电商和国内电商运营平台。成立恒林（杭州）电子商务公司，发力自主品牌运营，并在 2022 年继续成立跨境电商控股子公司恒健、恒宁，为业绩快速增长奠定基础。2023 年该业务收入已超 16 亿元，占公司主营业务收入比例达到 19.8%，贡献强大增长动能，跨境电商已逐步成为公司第二增长曲线。

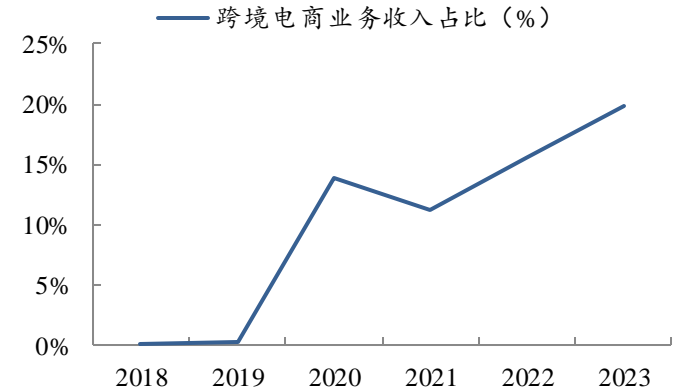


图表8: 公司跨境电商收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9: 跨境电商业务成为公司第二增长曲线



来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们认为公司跨境电商业务未来有望延续快速增长, 主因:

- 1) 海外市场电商渗透率仍有提升空间, 中国电商平台加速出海, 优质跨境电商企业依托快速跟进布局, 享受平台扩张红利。
- 2) 公司深耕坐具二十年具备深厚全产业链布局优势, 人员激励到位打造高效团队, 并和主流海外电商及新兴电商建立紧密合作享受市场扩容机遇。整体来看, 公司正处于前瞻布局的成果收获期, 我们预计未来跨境电商业务仍将保持快速增长。

2.1、外因: 海外电商渗透率提升红利仍存, 家具品类扩容空间较大

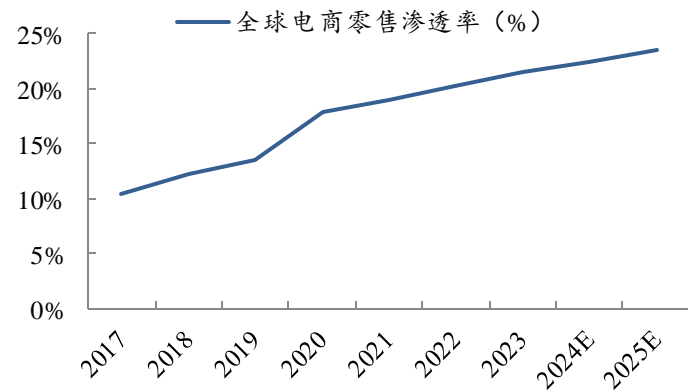
从外部环境上看, 海外线上市场蓬勃发展、跨境电商基础设施日益完善、电商平台快速扩张, 公司跨境电商业务需求广阔且增长迅猛, 迎来发展黄金机遇。

■ 中国电商平台出海有望加速海外电商渗透率进一步提升, 行业红利有望延续

近年来随着全球电商企业相继发展成型, 海外线上零售市场规模不断扩张。从地区分布上看: Amazon、eBay 主要覆盖欧美市场; Shopee、Lazada 深耕东南亚市场; Mercado 则重点布局拉美市场。中国跨境电商企业也都在加快“走出去”步伐, Temu (拼多多)、TikTok Shop (抖音集团)、Aliexpress (阿里巴巴)、Shein 近年来纷纷加码海外市场。

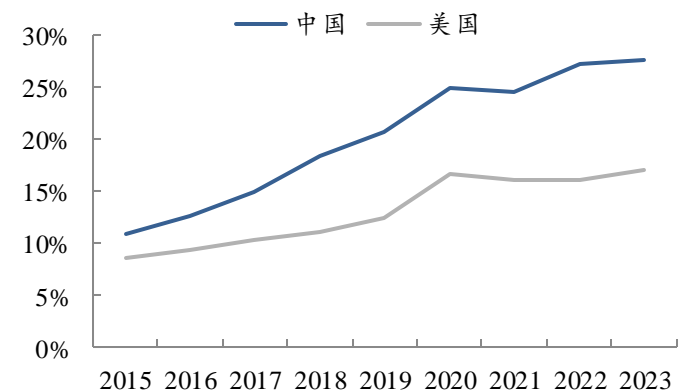
2017-2023 年, 全球电商零售渗透率从 10.4% 上升至 21.5%, 线上零售规模总计达到 6.2 万亿美元。目前海外电商渗透率较高的美国相较于中国仍有提升空间, 中美 2023 年电商渗透率分别为 27.6%、17.1%, 整体来看, 后续欧美及其余发展中国家的电商渗透率均有进一步提升空间。根据 eMarketer 预测, 2025 年全球电商渗透率有望进一步提升至 23.6%, 届时全球电商规模将达到 7.4 万亿美元, 并且目前中国跨境电商平台加速海外布局, 有望边际加速电商渗透率提升, 整体海外电商市场发展红利有望延续。

图表10: 全球电商零售渗透率持续提升



来源: eMarketer, 国金证券研究所

图表11: 中美电商渗透率对比



来源: Wind, 国金证券研究所



■ 跨境电商基础设施日益完善，家具品类重点受益

自 2022 年 AliExpress 和 Temu 率先推出“全托管”模式，即电商平台负责店铺运营、仓储、配送、售后服务等环节，商家则只需要提供货品，备货入仓。TikTok shop、Lazada、Shopee 等多个海内外电商平台纷纷跟进，吸引商家入驻，更精准对接性价比高的商品供应链，海外整体电商基础设施逐步完善，平台赋能逐步提升。

图表12：各跨境电商平台全托管模式服务对比

平台名称	全托管优势	选品	回款	品控	备货	定价权	物流	售后
AliExpress	全球物流建设 全球市场布局	协商	快	商家负责	商家负责	协商	平台负责 第三方+自建物流	平台负责
Temu	极致低价 社交裂变	协商	较快	商家负责	商家负责	商家基本 无定价权	平台负责 第三方物流	平台/商家 分别负责
Shein	服装供应链管 理 海外消费心智 强	自营 平台负责	较快	平台负责	平台/商 家	商家基本 无定价权	平台负责 第三方物流	平台负责
TikTok Shop	短视频推广	协商	待观察	商家负责	商家负责	协商	平台负责 第三方物流	平台负责

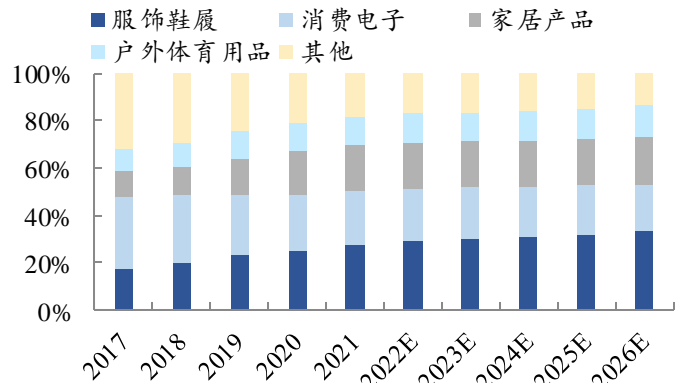
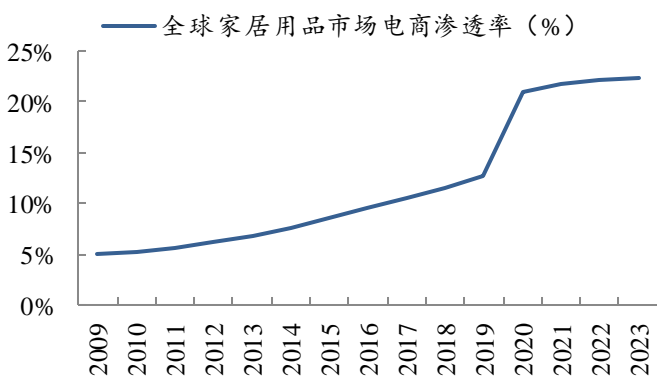
注：严格意义上，因属于平台采购，Shein模式更接近自营，而非全托管。

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

受益于跨境电商基础设施逐步完善，家居品类电商渗透率正显著提升。此前家具消费受制于仓储、物流运输及体验等限制，跨境电商销售难度较大，而随着电商平台加大赋能、卖家自建海外仓以及新一代消费者消费习惯的改变，家居品类的电商渠道销售占比正显著提升。家具也已成为跨境电商市场中的重要品类，2021 年中国跨境电商市场中家居产品占比约 19%，仅次于服饰鞋履，Frost&Sullivan 预计到 2026 年，家居产品仍将是跨境电商出口的核心品类。

图表13：全球家居市场线上化率快速提升

图表14：中国跨境电商商品类构成 (%)



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

2.2、内因：低成本+前瞻布局+高效运营驱动持续成长

公司自身较强竞争优势也将保障公司跨境电商业务延续优异增长：1) 运营团队利益深度绑定；2) 自产+物流规模优势塑造极致产品性价比；3) 拥有亚马逊 VC 账号流量优势；4) 快速切入新电商平台及品类扩张能力。整体来看，公司以深耕坐具制造二十余年打造的全球产业链优势为基础，积极调整管理架构、强化激励打造了一支高效的运营团队，公司跨境电商业务持续增长可期。



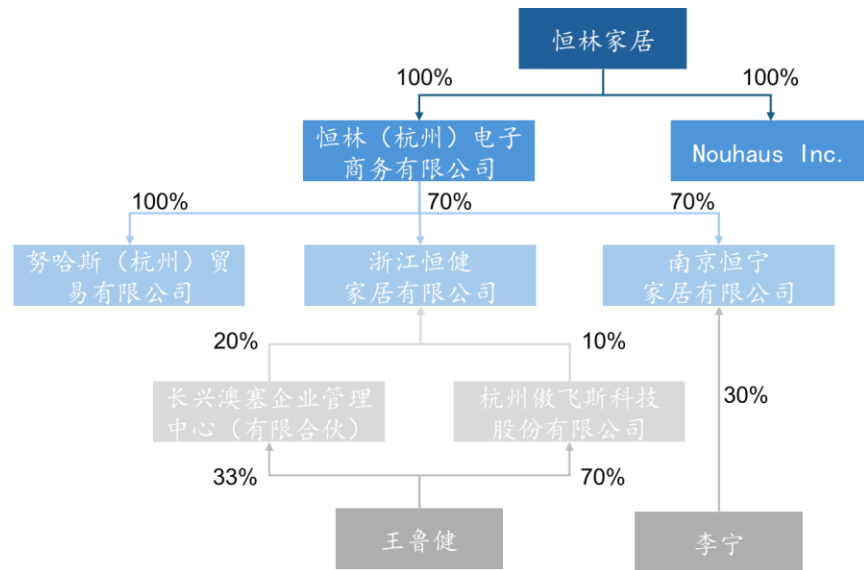
1) 竞争优势一：高效的运营团队，人员激励到位

公司曾在 2019 年、2021 年对跨境电商部门进行两次主要架构调整，不断完善考核机制和人员配置，为跨境电商部门发展注入活力。

2019 年公司首次设立电商部门，开始跨境电商业务摸索，2021 年 5 月公司成立恒林（杭州）电子商务有限公司，建立中长期激励机制、探索事业合伙人模式，通过经营团队持股方式实现激励与绑定。在公司整体架构上推行前中后台设置，制造后台化、管理中台化、销售前台化，争取“前厚、中强、后稳”。2022 年 4 月公司成立跨境电商子公司恒健、恒宁、努哈斯，构建跨境电商核心团队，全面发力电商运营。

在员工激励上，公司通过核心员工持股方式进行利益绑定、充分放权给电商运营团队。例如核心员工王鲁健、李宁各自持有浙江恒健、南京恒宁 30% 的股权，有效激发团队积极性。

图表15：公司跨境电商业务部门股权结构



来源：Wind，天眼查，国金证券研究所

2023 年 8 月公司员工持股计划落地，覆盖除公司高层外中层干部和基层人员近 200 人。根据持股计划的业绩考核目标，公司扣非净利润在 2023 年基础上 2024、2025 年同比需继续保持 77.6%、46.5% 的同比增速。

图表16：公司员工持股计划业绩考核标准（亿元、%）

归属期	考核年度	考核目标	收入考核底线	利润考核底线	利润增速
第一批	2023 年	2023 年营业收入达到 71.67 亿元 或 2023 年扣非净利润达到 3.48 亿元	71.76 (实际值 81.95)	3.48 (实际值 2.63)	
第二批	2024 年	2023-2024 年营业收入累计达到 150.50 亿元 或 2023-2024 年扣非净利润累计达到 7.30 亿元	68.55	4.67	77.6%
第三批	2025 年	2023-2025 年营业收入累计达到 237.21 亿元 或 2023-2025 年扣非净利润累计达到 11.51 亿元	168.66	6.84	46.5%

来源：公司公告，国金证券研究所测算（注 1：实际值为 2023 年度实际业绩；注 2：收入、利润考核底线根据业绩累计考核标准年度差额计算；注 3：2024 年收入、利润同比增速相较实际值计算）

2) 竞争优势二：产品创新+极致性价比推动爆品打造

公司以出口代工业务起家，深耕坐具二十余年具备了强大的产品开发制造能力，进而转化成对爆品的持续打造和对生产成本精准把控的能力，汇聚成极致的产品性价比。

➤ 产品端：创新能力领先，持续打造爆品

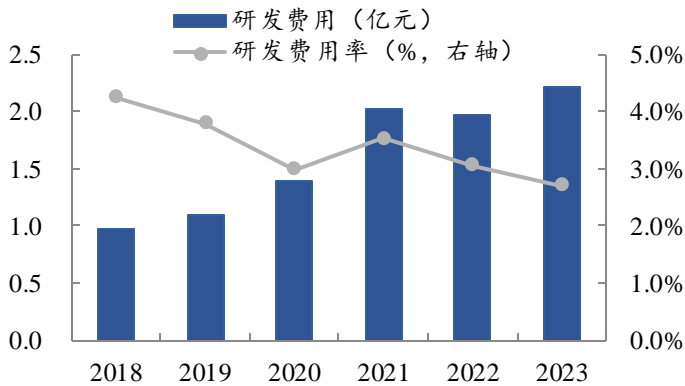
公司始终以产品为先，掌握了一系列生产流程和设计的关键技术，例如 360 度机械运动底盘、灵敏自载重底盘、压力分布式的坐垫和靠背、多功能 5D 扶手等。截至 2023 年公司拥有专利 1445 项，其中发明专利 108 项。



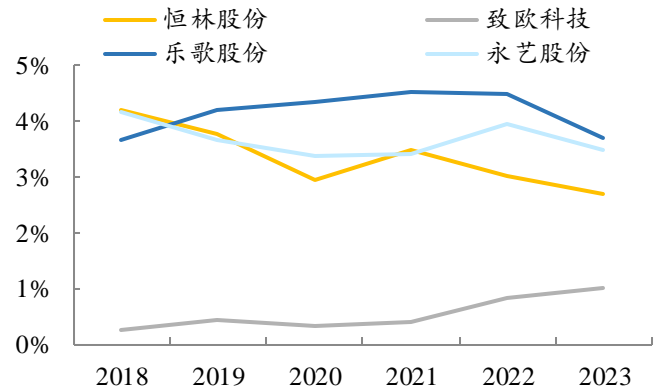
2019-2023年,公司研发费用率平均维持在3%以上,每年投入近2亿元用于产品设计开发,对研发的投入规模行业领先。

图表17: 公司持续进行研发投入

图表18: 可比公司研发费用率对比(亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

2019年公司进军坐具跨境电商业务,成功打造了Nouhaus品牌,推出一系列设计新颖、功能完善的产品。2019-2021年,Nouhaus收入从零开始快速提升至3.68亿元,占公司当年跨境板块收入的近60%。与此同时,2020年在亚马逊平台热销的N-0003系列经典Nouhaus按摩椅获得红点设计奖,实现口碑销量双丰收。

图表19: Nouhaus按摩椅获得2020年度红点奖



来源: Reddot, 国金证券研究所

➤ 成本端: 全球产业布局, 有效控制成本

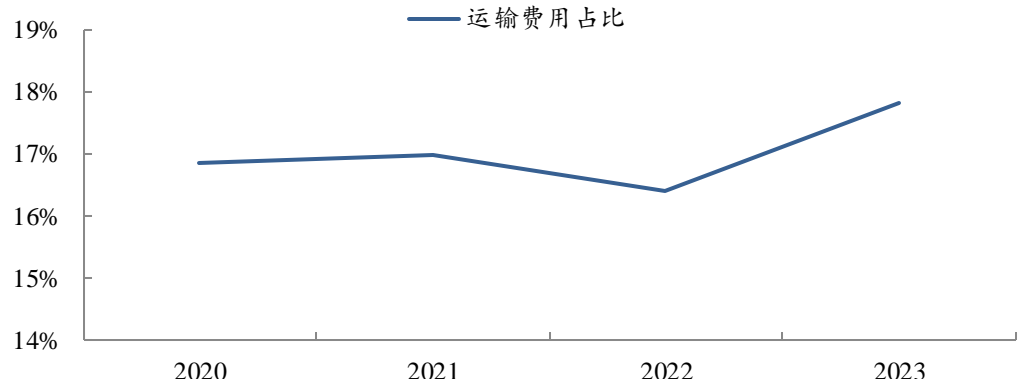
公司早在2019年就开始布局海外仓、同步完成全球产能布局,在生产、物流环节均形成了显著优势,核心产品自产叠加全球产业链布局极大压低生产成本并转化为价格优势。

目前公司在中国、越南、瑞士等地都建有生产基地,能够实现客户需求快速响应、灵活交付,避免地区贸易争端影响,为公司持续获取订单提供了有力支持。

家具产品体积较大,因此运输费用占收入比例较高,近年来国际物流成本边际上行。公司早在2019年就在北美东西部建立海外仓,2023年已经扩展至5个仓储配送中心,有效覆盖终端消费者范围满足及时性需求,同时货品整体运输相较于散件发货可更好的控制物流成本。



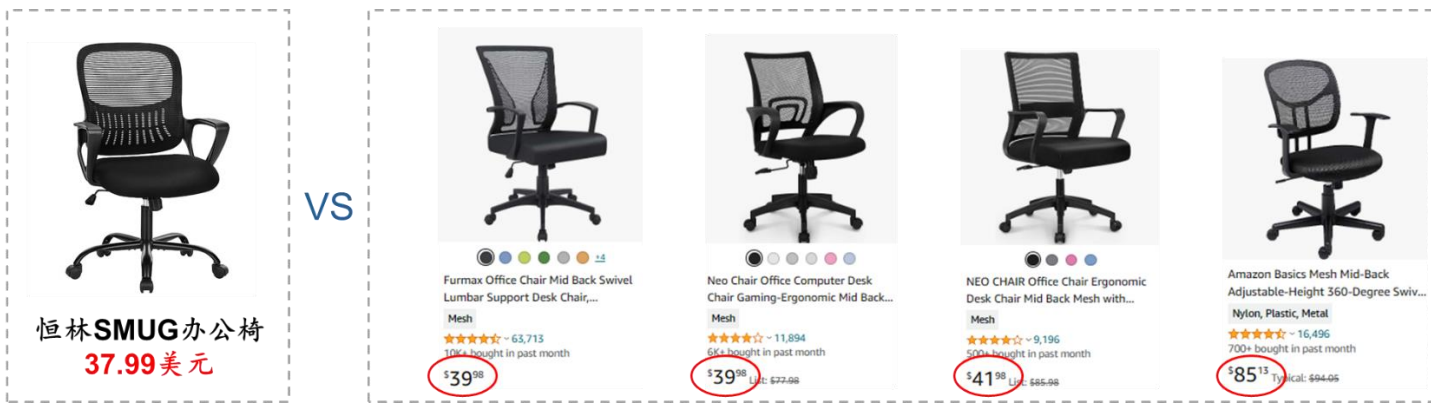
图表20: 致欧科技跨境电商运输费用收入占比提升 (%)



来源: 致欧科技公司公告, 国金证券研究所

由于公司在成本端的突出综合优势, 在终端产品定价上也更具竞争力。以公司在亚马逊平台热销的 SMUG 品牌办公椅为例, 消费者到手价仅 37.99 美元, 低于其他功能、结构相似的竞品。

图表21: 公司产品价格具备优势



来源: Amazon, 国金证券研究所

3) 竞争优势三: 深度绑定亚马逊, 拥有稀缺 VC 账号

公司在海外传统电商中与美国亚马逊深度合作, 并且在该平台以 VC 模式 (Vendor Central) 为主。VC 模式下公司成为亚马逊的供货商而非独立卖家, 账期相对更长但能换来平台在营销、履约和市场数据分析的全方面支持, 并且极大降低封号风险。VC 账号的开通采用邀请制, 亚马逊平台仅对特定供应商发出邀请且名额稀少、要求严格, 因此拥有 VC 账号常被视作“大卖”的象征。

对公司而言 VC 模式具有抽佣比例低 (VC-10%、SC-15%)、平台营销支持力度大等突出优势, 更能发挥公司性价比优势和当下打造自有品牌的诉求, VC 账号的稀缺性及流量优势也一定程度上将奠定公司在亚马逊平台增长的持续性。

图表22: 亚马逊平台 SC/VC 模式对比

维度	Vendor Central (VC)	Seller Central (SC)
注册条件	邀请制, 品牌在特定品类的配额指标 也可以向其他拥有资格的企业购买 VC 账号	企业身份随时可自主注册
基本费用	无需店租、欧洲免 VAT	支付店租 39.99/月、欧洲 VAT
模式	供货给亚马逊, 亚马逊定价并销售给客户, Sold by Amazon	SC 卖家自己定销售价, Sold by 卖家
成本	以优惠的批发价供给亚马逊	/
价格	亚马逊自己定销售价及进行调整	卖家自己设定并控制价格



维度	Vedor Central (VC)	Seller Central (SC)
订单处理	亚马逊自动从仓库履行订单 或 供应商代亚马逊履行订单本地发货	FBA/FBM (中国直发、海外仓发货)
客户服务	亚马逊处理所有客户服务请求	FBA 由亚马逊处理客户服务请求 FBM 则由 SC 卖家处理客户服务请求
账期	通常为 60 天, 根据协议也有可能为 30-120 天	根据订单情况, 每 14 天可提现
佣金	10%, 不同等级账号可能不同, 每年可能调整	通常为 15%, 每个类别都有规定的佣金
库存情况	亚马逊通常会在周一/周三/周五开出 PO 亚马逊对畅销品会要求 8-12 周的库存	FBM 商家自己控制库存并告知亚马逊; FBA 则是亚马逊自动管理, 商家负责补充库存
退换货	按注册 VC 账号时签署的退换货条件	FBM 模式, SC 卖家自行沟通处理; FBA 模式通回亚马逊处理
广告营销	广告活动通过广告控制台设置和管理, 所有广告位置。 黑五等促销活动, VC 享有优先级别。广告成本低、时间长。 不受限制地申报各种秒杀, 费用很低, 甚至免费	广告活动通过广告控制台设置和管理, 有限的广告位置

来源: 万得跨境, 国金证券研究所整理

4) 竞争优势四: 快速切入新平台, 享受流量红利

在深耕亚马逊等传统平台的基础上, 公司依托自身高效运营、基础设施建设叠加生产能力保障, 积极切入 TikTok、TEMU 等新兴平台, 享受流量红利, 实现快速增长。2023 年 9 月 TikTok Shop 在美国上线, 公司主动跟随布局享受初期免佣优惠, 并借助 TikTok 平台强大的内容营销算法、借助网络达人的影响力将公司产品触达终端消费者。根据雨果跨境数据, 2023 年公司在 TikTok 平台实现家居类目第一的销量。公司旗下家具品牌 Sweet Furniture 也长期位居 TikTok shop 销售榜前十, 也是其中唯一一个家具品牌。

图表23: 公司旗下 Sweet Furniture 位居美国 TikTok Shop 销售额前十

Rank	Store	Category	Country/region	Total GMV	Total sales
1	The Beachwaver	Beauty & Personal Care	United States	21M-30M	501K-1M
2	Wyze	Phones & Electronics	United States	11M-20M	201K-300K
3	Freckled Poppy	Womenswear & Underwear	United States	11M-20M	201K-300K
4	Sweet Furniture	Furniture	United States	11M-20M	101K-200K
5	Tarte Cosmetics	Beauty & Personal Care	United States	1M-10M	301K-500K
6	Kali Rose Boutique	Womenswear & Underwear	United States	1M-10M	301K-500K
7	Rysesupps	Health	United States	1M-10M	201K-300K
8	O QQ	Womenswear & Underwear	United States	1M-10M	201K-300K
9	MySmileUS	Beauty & Personal Care	United States	1M-10M	201K-300K
10	HuntBreaks	Collections	United States	1M-10M	31K-50K

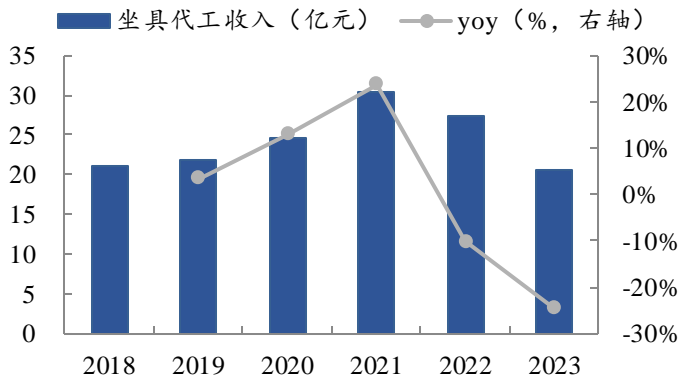
来源: Aftership, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024/6/18)

三、坐具代工: 补库叠加美国降息预期或将推动景气延续

坐具 OEM/ODM 代工是公司传统业务, 主要经营办公椅、按摩椅、沙发等坐具产品, 近年来随着跨境电商业务快速增长, 2023 年公司坐具销售中虽已有接近 44% 为线上销售, 但传统代工规模占比仍相对较大。公司主要和 IKEA、NITORI、Office Depot、Staples、Home Depot 等国际行业知名家具零售巨头长期合作, 多次被评为优质供应商, 前五大客户销售收入占比 2018-2022 年维持在 60% 左右。

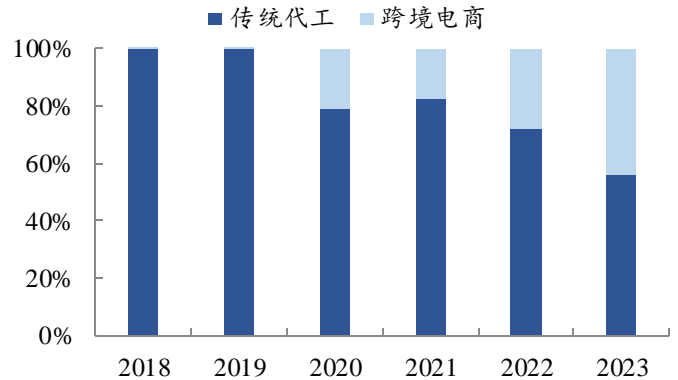


图表24: 坐具代工业务收入及增速



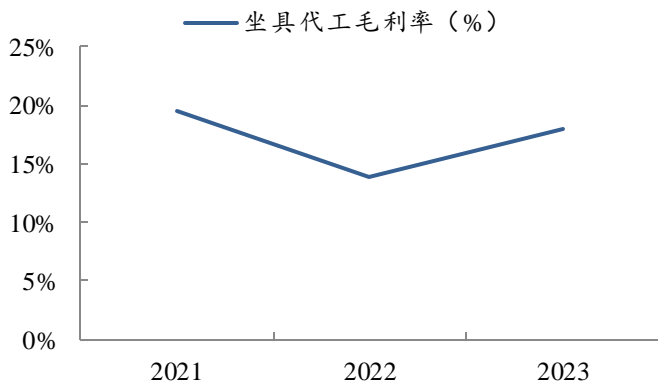
来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

图表25: 公司坐具业务收入结构 (%)



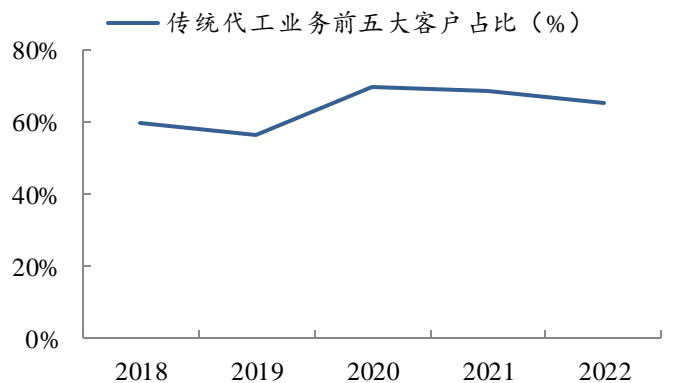
来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

图表26: 坐具代工业务毛利率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

图表27: 传统代工业务前五大客户占比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所测算 (注: 2023 年前五大客户有调整, 非传统代工板块客户)

由于代工业务整体已较为成熟, 规模波动受海外市场经济周期影响, 2023 年四季度起中国家具出口整体已迎来景气度上行。2022 年及 2023 年公司坐具代工业务收入规模出现下降主因海外终端需求较弱叠加渠道处于去库存周期。随着下游库存出清逐步开启补库, 2023 年四季度中国整体家具出口已重新进入景气扩张区间。2024 年 1-4 月, 中国办公家具累计出口金额同比+31.3%, 延续较优景气度。

图表28: 中国办公家具出口金额当月同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 中国办公家具出口金额累计同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

站在当前时点, 随着下游渠道补库叠加美国降息预期两大驱动因素的陆续兑现, 中国家具出口景气有望延续到 2024 年下半年。在此背景下, 公司仍在积极开拓新客户及新品类, 展望全年, 传统代工业务有望实现较优增长。

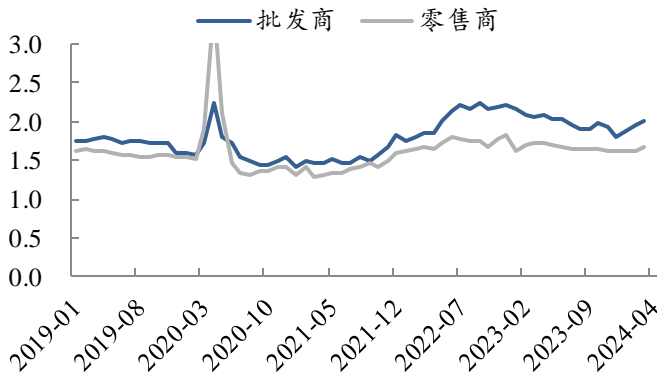


➤ 驱动一：渠道补库仍未结束

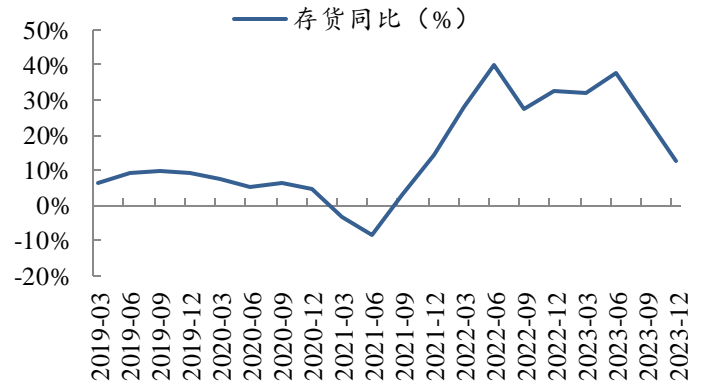
由于2022-2023年美国市场需求下行,美国家具渠道库存在2022年4月开始逐步上升,直至2022年7月美国家具批发商库销比达到2.2的峰值。此后海外渠道开启去库周期,这也导致公司坐具代工出口业务在2022-2023年明显承压。

当前美国家具渠道库存已显著去化,库销比已逐步恢复到历史正常水平,渠道正进入补库周期。从微观层面来看,公司下游大客户家得宝存货同比增速在2023年四季度已经明显回落,库存消化后也将开始补库。

图表30: 美国家具渠道库销比



图表31: 家得宝库存货增速在2023四季度显著回落

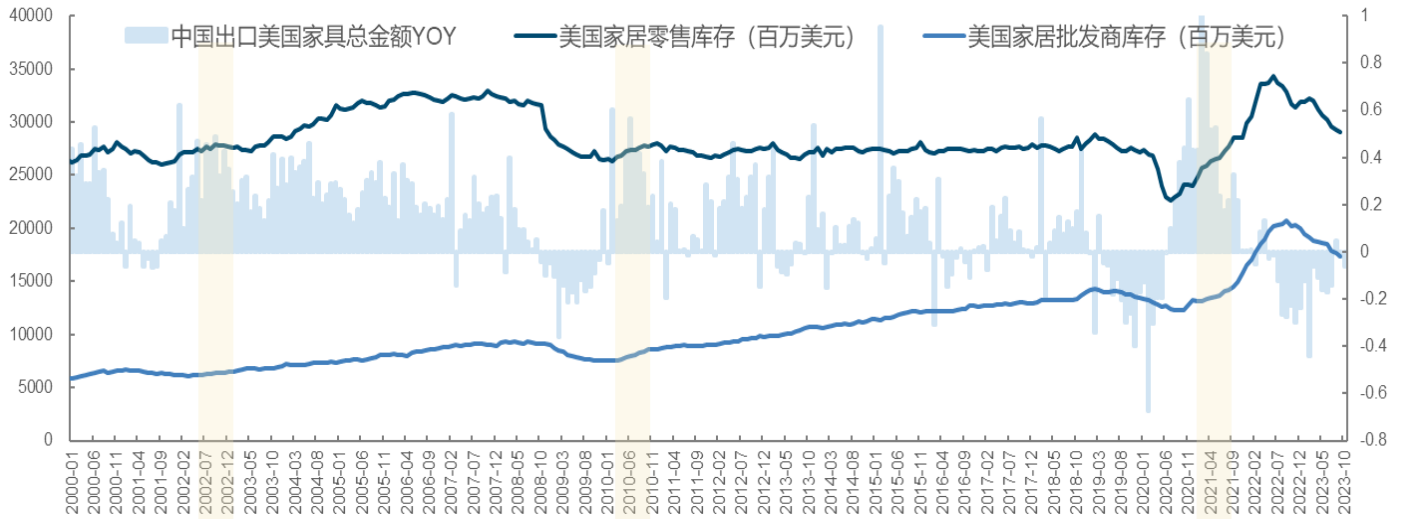


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

此外通过对历史复盘,我们发现历史上美国家居行业库存见底后通常会迎来一段补库周期,时长普遍为6-12个月。参考来看,本轮补库周期或将持续至2024年下半年,景气持续性无虞。

图表32: 美国家居零售商&批发商库存历史复盘



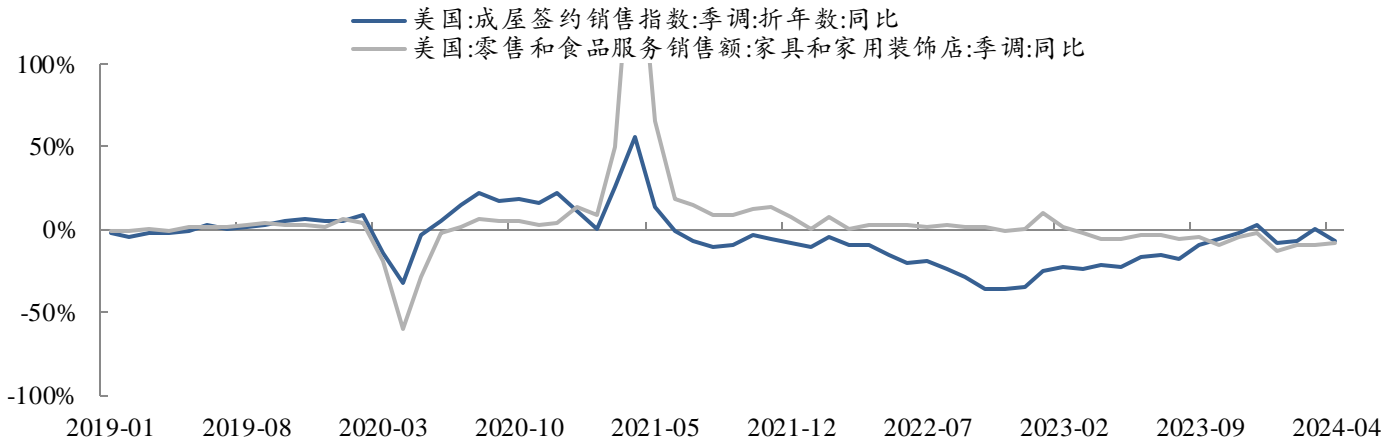
来源: Wind, 国金证券研究所整理

➤ 驱动二：美国降息预期，或带动地产链复苏

美国家具零售额和成屋销售表现高度相关,2022年4月开始随着美联储加息影响显现,美国地产销售受到明显拖累,从而抑制了家具消费需求。2022年11月起美国成屋销售同比触底回升,2023年四季度接近回正,若后续市场预期的美联储降息能够顺畅兑现,地产销售修复将带动家具需求改善,进一步助推中国家具出口景气度上行。



图表33: 美国经济下行拖累家具消费



来源: Wind, 国金证券研究所

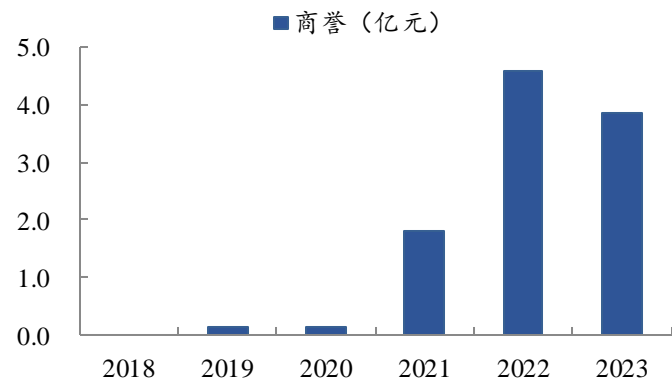
四、外延业务：协同发展可期，减值风险可控

公司外延业务主要包括系统办公（LO）、板式家具（厨博士）、新材料地板代工（永裕家居），为公司前期围绕“大家居”战略通过并购获得的资产，在各自经营领域都具有一定的知名度和市场地位，有效丰富了公司的产品矩阵。

外延扩张阶段公司商誉规模有所提升，2023年因市场环境变化，公司已对厨博士计提0.87亿元减值准备，截至2023年底商誉总计3.84亿元（其中厨博士0.79亿元、永裕家居2.79亿元）。此外，永裕家居业务发展较为顺畅，商誉减值风险较小，整体来看公司商誉风险已得到释放。

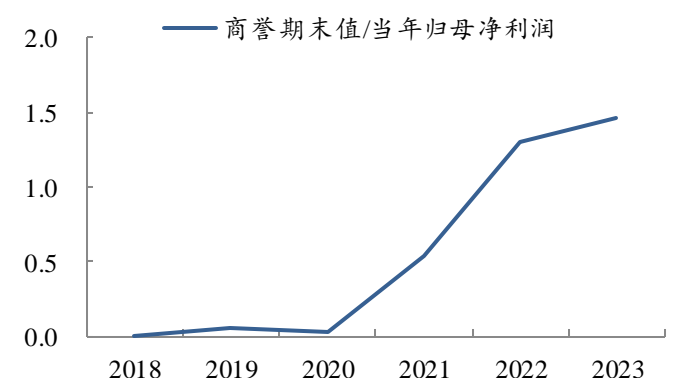
展望后续，公司将以组织赋能加强项目管理，促进多业务共同平稳发展。同时公司将全面考核资产使用效益，或通过处置低效率、低关联度资产以优化资产配置。

图表34: 公司商誉规模（亿元）



来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 公司商誉减值压力



来源: Wind, 国金证券研究所

4.1、LO：瑞士系统办公龙头，协同效应显现

Lista Office (LO) 1945年成立于瑞士，是瑞士领先的专业办公环境解决方案提供商及办公家具制造商，为客户提供办公家具的设计、研发、制造和集成一体化办公环境解决方案，成套系销售办公家具及配套产品。“LO”品牌在办公家具市场享有较高的品牌知名度，平均每年为30万平方米空间提供办公环境解决方案，2023年瑞士市场占有率26%位列第一。

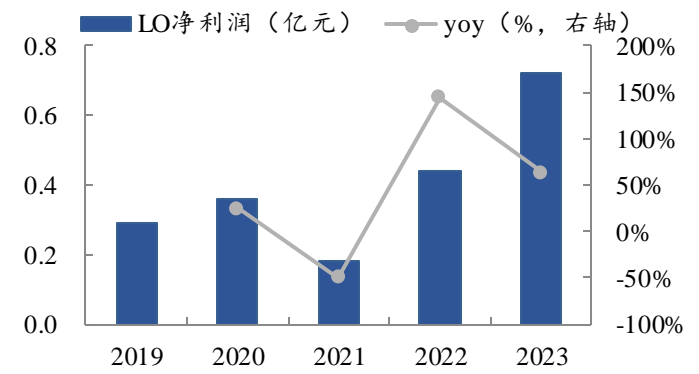
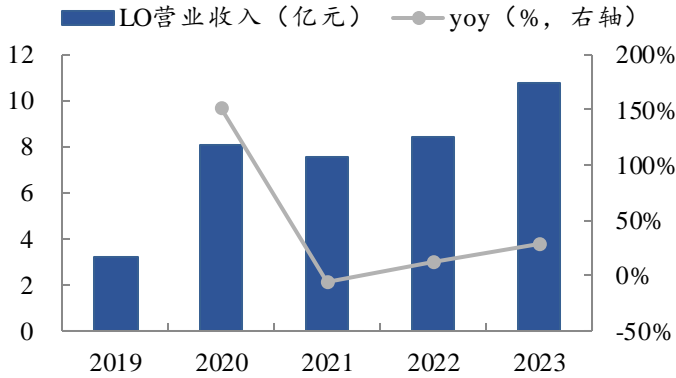
LO是公司2019年启动转型后收购的首个品牌，为公司探索自有品牌业务和拓展系统办公市场做出突出贡献。LO品牌2020-2022年尚处于磨合期，2023年随着出行环境改善、公司调整LO管理模式，并表收入达到10.8亿元创历史新高，同比增长27.9%。此外LO利润水平在2021年后也有明显改善，2021-2023年利润从0.18亿元上升至0.72亿元，复合增速100%，同期公司净利率从2.4%上升至6.7%。



公司的传统坐具主业与 LO 主要产品均为办公家具，具有相似的终端客户，可以在研发、设计和口碑上相互赋能。2023 年公司加强了对 LO 的管理赋能，协同效应有望显现，LO 持续成长可期。

图表36: LO 营业收入及增速

图表37: LO 净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

4.2、厨博士: 精装板式家具品牌, 商誉减值风险逐步释放

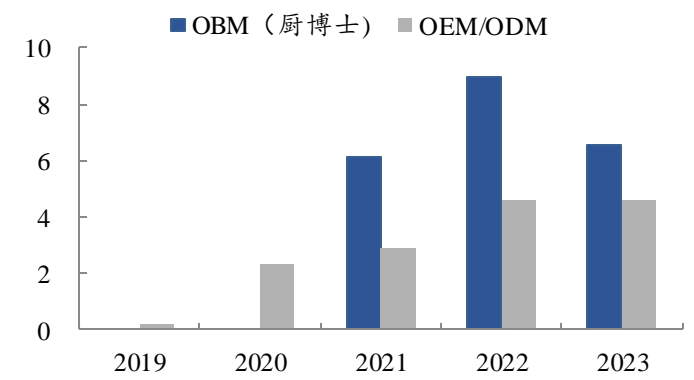
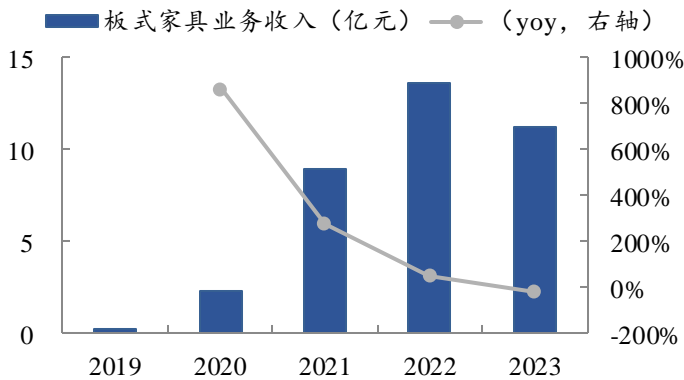
公司 2021 年收购厨博士, 主营国内精装房的定制家具业务, 以 B 端业务为主, 连续 10 年成为“万科集团”室内木制品最大供应商之一。

2021 年厨博士并表后大幅提升了板式家具收入规模, 2021-2023 年平均收入约为 11.3 亿元, 其中厨博士贡献约 7.2 亿元。截至 2023 年, 厨博士收入占比约为板式家具板块的 60%。

2021 年公司出资 4.8 亿元收购厨博士 100% 股权, 产生商誉约 1.66 亿元。2023 年国内地产销售承压, 厨博士受其影响, 收入下滑 26.7%, 公司 2023 年计提 0.87 亿元商誉减值, 剩余相关商誉约 0.79 亿元。

图表38: 板式家具收入及增速 (亿元)

图表39: 板式家具收入构成 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

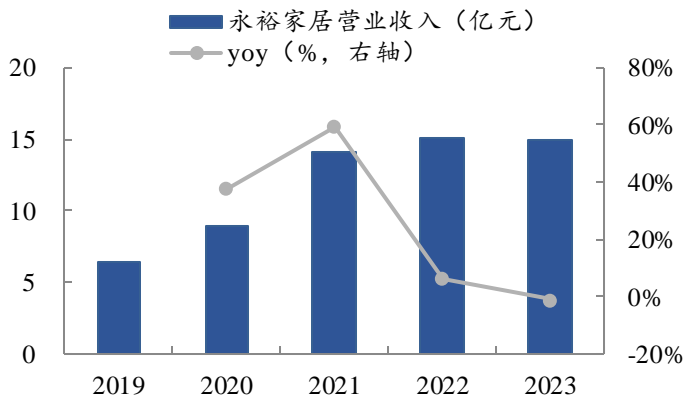
4.3、永裕家居: PVC 地板代工头部企业, 市场前景广阔

永裕家居是地板代工出口头部企业, 主要产品包括 SPC 地板、VSPC 地板、LSPC 地板、竹地板等, 永裕曾为新三板挂牌企业, 母公司先后在 2019 年、2021 年两次增持并在 2022 年实现控股纳入合并报表, 目前持有 99.44% 的股份。

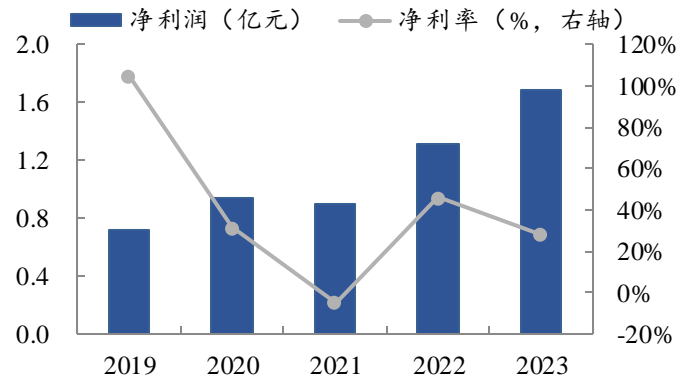
2023 年, 永裕家居贡献 14.9 亿元收入, 同比下滑 0.9%, 随着海外需求回暖有望重启增长。与此同时公司利润水平在管理优化下明显回升, 2023 年实现净利润 1.68 亿元, 同比增长 28.2%, 2021-2023 年复合增速 36.7%, 主要受到利润率回升的带动。2021-2023 年永裕家居净利润率从 6.3% 上升至 11.3%, 提升 4.9pct。



图表40: 永裕家居收入及增速



图表41: 永裕家居净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 永裕家居 2022 年 11 月纳入合并报表)

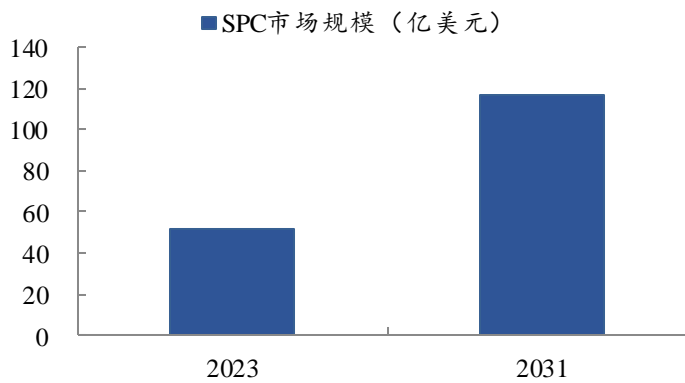
来源: 公司公告, 国金证券研究所

PVC 地板是一种以聚氯乙烯(PVC)树脂为主要原料制成的地板材料,通常由多层构成,以提供强度、耐磨性、舒适度和易清洁性等性能。相比传统地板,PVC 地板安装简便、绿色环保,由于其卓越的性能在发达国家已经开始普遍替代传统瓷砖和木质地板。

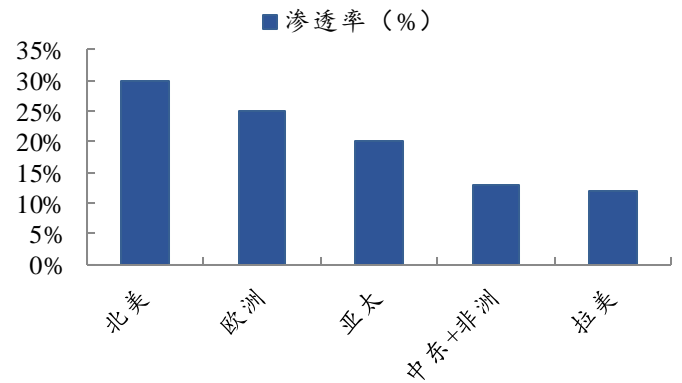
PVC 地板按照产品形态和工艺又可分为 SPC、WPC、LVT 地板,其中 SPC/WPC 地板具有 PVC 地板防水、阻燃、易于安装等特性,同时在脚感和隔音效果上也接近实木地板。相比 WPC,SPC 价格略低,具有性价比优势。

2023 年全球 SPC 地板市场约 52 亿美元,根据 Business Research Insights 预计 2031 年将达到 126.7 亿美元,期间复合增速约为 19.2%。目前 SPC 地板在欧美国家更受欢迎,北美、欧洲地区市场渗透率已经分别达到 30%、25%,后续仍具提升空间。

图表42: 全球 SPC 地板市场规模



图表43: 2023 年全球 SPC 地板渗透率



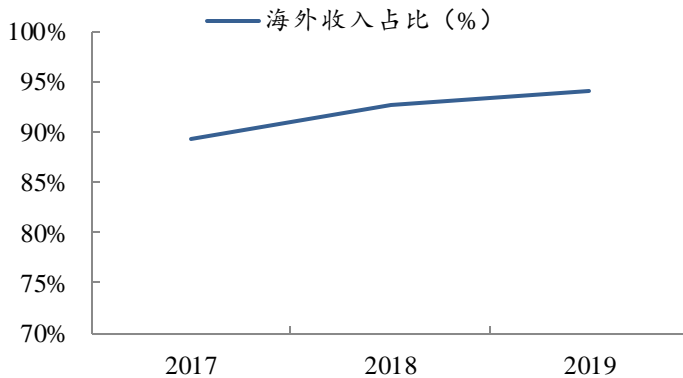
来源: Market Research Intellect, 国金证券研究所

来源: Coherent Market Insights, 国金证券研究所

永裕家居瞄准新材料地板市场机遇,2017 年创办 SPC 工厂、打磨生产技术,2019 年永裕家居与母公司恒林股份共同投资越南永裕,开始布局海外产能。2017-2019 年永裕家居接近 90%以上收入来自海外,主要以出口代工业务为主。我们预计随着美国为首的家居市场需求复苏、SPC 地板渗透率提升,永裕家居新材料地板业务持续增长值得期待。



图表44: 永裕家居业务以境外市场为主



图表45: 永裕家居 VSPC 产品说明



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 永裕家居, 国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

■ 收入及毛利预测

- 1) **跨境电商:** 公司跨境电商业务竞争力突出, 具备高效团队、极致产品性价比等优势, 并且掌握核心客户美国亚马逊平台稀缺 VC 账号, 平台营销支持较强。2023 年公司继续切入 TikTok、Shein, 2024 年入驻 TEMU, 公司披露 2024 年一季度跨境电商收入约为 7.1 亿元 (2023 全年 16.2 亿元), 销售业绩有望继续迎来爆发式增长。预计 2024-2026 年跨境电商业务收入分别为 40.53/56.74/73.76 亿元, 分别同比 +150.0%/+40.0%/+30.0%, 毛利率分别为 28.0%/27.5%/27.0%。
- 2) **坐具代工:** 随着美国成屋销售回暖、家具渠道开启补库周期, 2023 年四季度中国办公家具出口迎来拐点。叠加公司积极开拓新地区及新客户, 我们预计 2024 年公司传统坐具 (办公椅、按摩椅、沙发) 代工业务将迎来复苏。预计 2024-2026 年传统代工业务收入分别为 22.65/23.79/24.97 亿元, 分别同比 +10.0%/+5.0%/+5.0%, 毛利率分别为 18.0%/17.0%/17.0%。
- 3) **LO:** 员工股权激励落地, 公司管理赋能持续增强, 协同效果陆续显现, LO 品牌业绩有望继续稳步增长。预计 2024-2026 年 LO 收入分别为 11.85/13.03/14.34 亿元, 分别同比 +10.0%/+10.0%/+10.0%, 毛利率分别为 30.0%/28.0%/28.0%。
- 4) **厨博士:** 厨博士品牌定制家居主要为房企提供定制产品, 国内地产市场企稳前板块业绩或仍有压力, 但降幅逐步缩小。预计 2024-2026 年厨博士收入分别为 4.94/4.20/3.78 亿元, 分别同比 -25.0%/-15.0%/-10.0%, 毛利率分别为 23.0%/22.0%/21.0%。
- 5) **板式家具代工:** 公司部分板式家具采取 OEM/ODM 模式经营, 海外需求复苏有助于业务增长。我们预计 2024-2026 年板式家具代工收入分别为 5.09/5.33/5.56 亿元, 分别同比 +10.15%/+4.70%/+4.30%, 毛利率分别为 14.1%/14.0%/14.3%。
- 6) **永裕家居:** 公司 SPC 新材料地板优势突出, 2022 年并表后净利率显著回升, 随着海外需求复苏、渗透率提升, 未来空间广阔。我们预计 2024-2026 年永裕家居收入分别为 17.14/19.71/22.66 亿元, 分别同比 +15.0%/+15.0%/+15.0%, 毛利率分别为 20.0%/19.5%/19.5%。

■ 核心费用率预测

- 1) **销售费用率:** 公司跨境电商业务尚处开拓期, 预计切入新平台将加大营销投入力度, 我们预计 2024-2026 年销售费用率持续上升, 分别为 9.0%/9.5%/10.0%。
- 2) **管理费用率:** 公司管理效能持续提升, 业务协同效果显现, 我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 4.4%/4.2%/4.0%。
- 3) **研发费用率:** 预计公司研发投入水平保持稳定, 相应研发费用率随着收入规模扩大小幅下滑, 我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 2.6%/2.5%/2.4%。


图表46：公司收入拆分

单位：百万元；%	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	64.48	81.72	108.72	130.22	153.54
yoy	13.01%	26.72%	32.67%	19.78%	17.91%
公司毛利率	21.72%	23.76%	23.29%	23.03%	23.14%
跨境电商	10.60	16.21	40.53	56.74	73.76
yoy	66.09%	52.93%	150.00%	40.00%	30.00%
毛利率	27.84%	28.40%	28.00%	27.50%	27.00%
*坐具代工	27.30	20.59	22.65	23.79	24.97
yoy	-10.24%	-24.57%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.83%	18.00%	18.00%	17.00%	17.00%
L0（2019年并表）	8.42	10.77	11.85	13.03	14.34
yoy	11.94%	27.91%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	30.08%	30.89%	30.00%	28.00%	28.00%
厨博士（2021年并表）	8.98	6.58	4.94	4.20	3.78
yoy	46.80%	-26.71%	-25.00%	-15.00%	-10.00%
毛利率	25.68%	24.02%	23.00%	22.00%	21.00%
*板式家具代工	4.63	4.62	5.09	5.33	5.56
yoy	60.51%	-0.09%	10.15%	4.70%	4.30%
毛利率	18.93%	11.40%	14.14%	13.96%	14.28%
永裕家居（2022年并表）	2.27	14.90	17.14	19.71	22.66
yoy		557.21%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	27.18%	19.85%	20.00%	19.50%	19.50%
其他	3.28	8.26	6.52	7.43	8.47
yoy	-19.52%	152.11%	-21.04%	13.85%	13.99%
毛利率	19.31%	33.71%	16.15%	16.01%	15.89%

来源：公司公告，国金证券研究所测算（注1：坐具代工收入及毛利根据公司所披露办公家具、软体家具合计值减去线上渠道值计算得到，因线上渠道仅有坐具的跨境电商业务；注2：板式家具代工收入及毛利根据公司所披露板式家具值减去厨博士品牌价值计算得到，除厨博士外其余板式家具均为OEM代工）

4) 可比估值

根据我们测算，预计2024-2026年公司营业收入分别为108.72/130.22/153.54亿元，分别同比+32.7%/+19.8%/+17.9%。2024-2026年公司归母净利润为5.47/6.77/8.02亿元，同比+107.8%/+23.8%/+18.5%，对应EPS为3.93/4.87/5.77元，对应PE为10.8X/8.7X/7.4X。

我们选取从事家居代工出口且布局跨境电商的乐歌股份、永艺股份，以及家居跨商电商龙头致欧科技为可比公司。2024年可比公司平均净利润4.27亿元，对应PE估值约12.6X。

我们认为公司跨境电商业务全产业链布局优势显著、团队激励充分，目前仍处于快速发展期；传统代工业务有望受益海外补库周期+地产链复苏；外延业务减值落地后平稳发展。由于公司跨境业务有望延续快速增长，给予公司2024年15X估值，目标价59.0元/股，维持“买入”评级。

图表47：可比公司估值

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301376.SZ	致欧科技	84.6	4.13	5.00	6.04	7.28	16.91	14.00	11.61
300729.SZ	乐歌股份	47.9	6.34	4.45	5.06	6.01	10.76	9.46	7.97
603600.SH	永艺股份*	33.7	2.98	3.36	4.10	4.88	10.02	8.21	6.90
	平均值						12.57	10.56	8.83



603661.SH	恒林股份	59.2	2.63	5.47	6.77	8.02	10.82	8.74	7.38
-----------	------	------	------	------	------	------	-------	------	------

来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据截至 2024/6/27；注 2：永艺股份盈利预测采用 Wind 一致预期）

六、风险提示

- 1) **海运费大幅上涨。**公司跨境电商业服务海外市场，若海运费大幅上涨将影响公司业绩。
- 2) **海外需求复苏不及预期。**若海外市场需求未能有效复苏，则包括坐具、板式家具、PVC 地板等出口代工业务可能受到广泛影响。
- 3) **商誉减值风险。**截至 2024 年一季度公司商誉 3.84 亿元，若公司计提减值可能拖累业绩。
- 4) **汇率波动风险。**公司境外收入占比较高，若汇率波动加大可能对公司业绩产生影响。
- 5) **原材料价格上涨风险。**公司代工制造业务利润率受到上游原材料价格波动影响，若上游价格大幅上升可能侵蚀公司利润。
- 6) **股权质押风险：**公司实控人合计质押 2030 万股，占公司总股本的 14.6%。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	5,778	6,515	8,195	10,872	13,022	15,354	货币资金	958	1,245	1,340	1,791	2,159	2,551	
增长率	12.8%	25.8%	32.7%	19.8%	17.9%		应收款项	1,192	1,510	2,064	2,194	2,558	2,933	
主营业务成本	-4,478	-5,096	-6,246	-8,340	-10,022	-11,801	存货	1,688	1,682	1,821	2,253	2,572	2,869	
%销售收入	77.5%	78.2%	76.2%	76.7%	77.0%	76.9%	其他流动资产	276	205	259	371	394	418	
毛利	1,300	1,419	1,949	2,532	2,999	3,553	流动资产	4,114	4,642	5,484	6,609	7,683	8,772	
%销售收入	22.5%	21.8%	23.8%	23.3%	23.0%	23.1%	总资产	55.1%	52.8%	57.2%	60.7%	62.2%	62.9%	
营业税金及附加	-20	-27	-34	-43	-52	-61	长期投资	614	290	186	186	186	186	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,779	2,419	2,547	2,652	2,774	2,913	
销售费用	-377	-510	-675	-978	-1,237	-1,535	总资产	23.8%	27.5%	26.6%	24.4%	22.4%	20.9%	
%销售收入	6.5%	7.8%	8.2%	9.0%	9.5%	10.0%	无形资产	501	968	867	943	1,093	1,294	
管理费用	-282	-324	-421	-478	-547	-614	非流动资产	3,354	4,151	4,099	4,280	4,673	5,178	
%销售收入	4.9%	5.0%	5.1%	4.4%	4.2%	4.0%	总资产	44.9%	47.2%	42.8%	39.3%	37.8%	37.1%	
研发费用	-202	-197	-221	-283	-326	-368	资产总计	7,468	8,793	9,583	10,889	12,356	13,950	
%销售收入	3.5%	3.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	短期借款	1,296	1,669	1,713	1,829	1,966	2,045	
息税前利润 (EBIT)	420	360	598	749	838	973	应付款项	1,472	2,075	2,103	2,561	3,078	3,625	
%销售收入	7.3%	5.5%	7.3%	6.9%	6.4%	6.3%	其他流动负债	618	603	584	836	1,007	1,189	
财务费用	-87	9	-25	-49	-53	-53	流动负债	3,386	4,346	4,400	5,225	6,051	6,858	
%销售收入	1.5%	-0.1%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	长期贷款	619	702	1,269	1,269	1,269	1,269	
资产减值损失	-72	-76	-282	-85	-19	-8	长期应付款	434	429	465	400	434	502	
公允价值变动收益	6	-14	3	0	0	0	负债	4,439	5,477	6,135	6,894	7,754	8,629	
投资收益	83	85	-14	1	1	1	普通股股东权益	3,024	3,279	3,399	3,946	4,553	5,272	
%税前利润	22.0%	22.5%	n.a	0.2%	0.1%	0.1%	其中：股本	100	139	139	139	139	139	
营业利润	378	383	344	636	787	932	未分配利润	1,646	1,882	2,018	2,565	3,172	3,890	
营业利润率	6.5%	5.9%	4.2%	5.8%	6.0%	6.1%	少数股东权益	4	37	49	49	49	49	
营业外收支	0	-4	-11	0	0	0	负债股东权益合计	7,468	8,793	9,583	10,889	12,356	13,950	
税前利润	378	379	333	636	787	932	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	6.5%	5.8%	4.1%	5.8%	6.0%	6.1%	每股指标							
所得税	-44	-38	-55	-89	-110	-131	每股收益	3.377	2.537	1.892	3.931	4.866	5.767	
所得税率	11.7%	10.0%	16.6%	14.0%	14.0%	14.0%	每股净资产	30.242	23.578	24.444	28.375	32.741	37.907	
净利润	334	341	278	547	677	802	每股经营现金净流	0.960	4.537	3.217	9.412	8.339	9.921	
少数股东损益	-4	-12	15	0	0	0	每股股利	0.000	1.000	0.980	0.000	0.500	0.600	
归属于母公司的净利润	338	353	263	547	677	802	回报率							
净利率	5.8%	5.4%	3.2%	5.0%	5.2%	5.2%	净资产收益率	11.17%	10.76%	7.74%	13.85%	14.86%	15.21%	
							总资产收益率	4.52%	4.01%	2.75%	5.02%	5.48%	5.75%	
							投入资本收益率	7.45%	5.64%	7.70%	9.08%	9.19%	9.69%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	21.81%	12.76%	25.78%	32.67%	19.78%	17.91%	
							EBIT增长率	-11.06%	-14.27%	66.18%	25.13%	11.92%	16.15%	
							净利润增长率	-7.05%	4.50%	-25.44%	107.78%	23.78%	18.51%	
							总资产增长率	42.28%	17.75%	8.98%	13.63%	13.47%	12.90%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	42.7	47.6	55.9	52.0	50.0	48.0	
							存货周转天数	103.6	120.7	102.4	100.0	95.0	90.0	
							应付账款周转天数	86.7	88.9	85.3	85.0	85.0	85.0	
							固定资产周转天数	89.2	109.1	103.8	78.4	66.2	57.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	28.90%	33.94%	47.38%	32.54%	23.22%	14.19%	
							EBIT利息保障倍数	4.8	-41.4	24.1	15.3	15.7	18.3	
							资产负债率	59.45%	62.29%	64.02%	63.31%	62.76%	61.86%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	15	26	43
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.04	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究