



买入（首次）

所属行业：轻工制造/家居用品
当前价格(元)：39.83

证券分析师

毕先磊

资格编号：S0120524030001

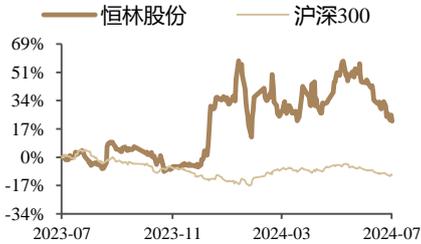
邮箱：bixl3@tebon.com.cn

宋妹旺

资格编号：S0120524060004

邮箱：songsw@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.22	-18.21	-11.41
相对涨幅(%)	-12.16	-11.78	-8.45

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

恒林股份：代工修复可期，自主品牌跨境电商迎来高速发展

投资要点

• **办公家具领先企业，持续布局大家居赛道。**公司成立于1998年，并于2017年于A股主板上市，回顾公司发展，早于02年开始公司便进军外贸市场，10年被认定为“国家高新技术企业”，12年产值突破10亿，并于19年起先后收购Lista Office、厨博士、永裕家居等子公司，推进自身“大家居”赛道布局；20年起公司大力推动跨境电商发展，不断提升自有品牌竞争力。2017-23年公司营收、归母净利润复合增长27.6%、8.0%至81.9、2.6亿元，营收保持持续快速增长，利润增速整体慢于营收。23年跨境电商增长及永裕全年收入并表，全年实现营收同增25.8%，利润端受厨博士商誉减值计提等影响同比下滑26.6%。

• **代工基本盘：多因素催化海外需求向上，代工业务修复可期。**据CSIL数据，我国家居自产自销的比例高达98%，而家具消费大国美国自产比例仅占61%，39%源于进口，全球前十大家具消费国中欧美等发达地区占据6席且仍有较大比例源于进口，而我国目前是全球最大的家具生产、出口国，拥有最大的消费市场，中国家具、家居出海企业有望迎来发展新机遇。家居零售与批发为地产后周期，受益于海外经济修复、补贴政策及20年海运运费高涨等催化，美国21年家居需求高涨，进入22年受加息周期及前期高基数影响，家具销售进入库存消化阶段，23年3月以来美国家居需求增长进一步放缓，叠加高通胀和持续加息对耐用消费品的挤出效应，库销比整体处于相对低位，终端需求开始进入补库阶段。

传统代工修复可期，收购永裕拓展新材料地板领域有望增厚利润。公司代工业务约占主营业务收入的6成，21-23年公司传统代工业务受高通胀挤压需求及前期海外库存高企和需求疲软等影响复合增速为-4.9%，前面我们探讨海外加息周期结束、地产销售持续修复带动地产后周期相关产品出口续升、挤出效应缓解及新一轮换新周期的到来，公司传统代工业务有望充分受益，迎来修复。22年公司拓展了专注于地板、墙板及竹家居等家居产品研发、生产和销售的永裕家居并于同年11月并表，22、23年永裕分别贡献营收2.28亿元、15.0亿元，占主营业务收入比3.4%、18.2%，分别贡献公司合报利润为0.86和1.68亿元，23年其利润率明显修复。

• **自主品牌业务：乘跨境电商行业东风，公司自主品牌&跨境电商业务阔步前行。**据eMarketer Forecast数据，2021-23年全球电商零售额CAGR8.1%至5.8万亿美元，预计27年行业规模将增8.0万亿美元，24-27年CAGR达7.9%。当下海外通胀下欧美消费或更趋向于性价比和线上消费，电商渠道天然具备便利性和价格优势，据欧睿数据，23年全球家居用品最大消费市场欧洲线上渗透率提升至15.8% (VS. 2018年9.7%)，而美国线上渗透率23年提升至27.5% (VS. 2018年18.1%)，随着互联网和物流行业的蓬勃发展，线上渠道销售占比逐年上升。同时，据艾瑞咨询，17-22年中国跨境出口电商行业CAGR25.1%至6.6万亿元，预计25年我国跨境出口电商行业规模将达10.4万亿元，其依靠国内完善的供应链及电商行业积累的领先优势实现快速发展，牢牢占据跨境电商交易结构的大头，已成为国际贸易新动能。

外延并购自主品牌带动内销成长，推进跨境电商加速自主品牌出海。公司拥有“恒林、Lista Office L0 (间接持股100%)、厨博士 (直接持股100%)、NOUHAUS”等品牌。2021-23年公司OBM业务规模CAGR达28.2%，其中公司内生品牌 (恒林&NOUHAUS&跨境电商)、L0、厨博士业务营收CAGR分别达54.8%、19.7%、3.7%，23年贡献营收比分别为19.8%、13.2%、8.1%。跨境电商方面，公司覆盖Amazon、Wayfair、

Walmart 等美国线上零售平台，目前以美国亚马逊平台为主，23 年完成 Tiktok shop、shein 等平台的入驻，同时布局 Facebook、Instagram 等社交媒体，多平台布局有望打开成长空间。23 年公司电商业务实现营收 16.2 亿元、同增 60.5%，贡献收入比重约 20%，24Q1 增至 30%以上；据雨果跨境数据，23 年在 Tiktok 平台实现家居类目第一的销量。

- **盈利预测与投资建议。**根据以上假设，我们预计公司 24-26 年营收分别为 104.8/126.0/151.2 亿元，24-26 年 EPS 分别为 3.56/4.40/5.27 元/股，参照 2024 年 7 月 10 日收盘价 39.83 元/股，对应 PE 分别为 12 倍、9 倍、8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**海外需求衰退风险、国际贸易摩擦风险、原材料价格波动风险、人民币汇率波动及出口退税政策变动风险、大客户集中风险、新品类开拓不及预期风险、跨境电商业务发展不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	139.07		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	139.07	营业收入(百万元)	6,515	8,195	10,483	12,602	15,125
52 周内股价区间(元):	29.83-51.77	(+/-)YOY(%)	12.8%	25.8%	27.9%	20.2%	20.0%
总市值(百万元):	5,539.04	净利润(百万元)	358	263	495	612	732
总资产(百万元):	10,130.73	(+/-)YOY(%)	6.1%	-26.6%	88.1%	23.6%	19.7%
每股净资产(元):	25.14	全面摊薄 EPS(元)	2.58	1.89	3.56	4.40	5.27
资料来源:公司公告		毛利率(%)	21.8%	23.8%	23.9%	24.0%	24.0%
		净资产收益率(%)	10.9%	7.7%	12.7%	13.6%	14.0%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

一、恒林速览：办公家具领先企业，持续布局大家居赛道.....	6
1.1. 发展历程：国内办公家具引领者，持续扩容大家居赛道.....	6
1.2. 业务简析：营收快速增长，并表永裕&发力跨境电商增厚营收、利润.....	8
二、代工基本盘：多因素催化海外需求向上，代工业务修复可期.....	10
2.1 办公&软体家具行业：消费市场集中在欧美且依赖进口，中国出口额大&供应链优势凸显.....	10
2.2 地产修复&拉动式补库&换新周期，出口多因素向上共振.....	13
2.3 代工出口业务成长可期，收购永裕涉足新材料地板有望增厚业绩.....	15
三、乘跨境电商行业东风，自主品牌业务阔步前行.....	17
3.1 跨境电商市场规模持续增长，家具家居电商出口景气向上.....	17
3.2 外延并购自主品牌，带动内销成长.....	19
3.3 全方位推进跨境电商建设，积极布局自有品牌出海.....	20
四、盈利预测与投资建议.....	22
五、风险提示.....	23

图表目录

图 1: 公司发展大事记.....	6
图 2: 公司业务布局.....	6
图 3: 恒林股权结构图 (截至 2024Q1)	7
图 4: 公司员工持股计划.....	7
图 5: 公司营收及增速.....	8
图 6: 公司归母净利润及增速.....	8
图 7: 分产品营收占主营业务收入比情况 (2023 年)	9
图 8: 公司历年各细分产品贡献主营业务收入比情况.....	9
图 9: 公司代工业务占比约 6 成.....	9
图 10: 公司境内外营收及增速情况.....	9
图 11: 公司历年毛利率、净利率	10
图 12: 公司各业务毛利率情况.....	10
图 13: 全球办公家具行业市场规模及增速.....	10
图 14: 2022 年全球办公家具市场消费国家占比.....	10
图 15: 2021 年全球办公家具行业产品结构占比情况	11
图 16: 办公家具生产高度集中, 中国占比约 32% (2022 年)	11
图 17: 全球办公椅市场规模	11
图 18: 2019 年中国办公椅企业出口份额占比.....	11
图 19 中国办公椅出口额及增速.....	12
图 20: 欧美国家为主要家具进口目的地 (2022 年)	12
图 21 美国仍是软体家具第一大消费国 (2021 年数据)	13
图 22: 中国是软体家具第一大生产国 (2022 年数据)	13
图 23: 全球前十大家具消费国销售额 (2019 年)	13
图 24: 中国家具及其零件出口金额当月值及当月同比.....	13
图 25: 30 年期抵押贷款利率和美国住房销售基本呈负相关.....	14
图 26: 美国新建住房销售承压、成屋销售缓慢修复.....	14
图 27: 中国对主要发达经济体出口同比增速情况.....	14
图 28: 21 年家居消费高增、22Q1 加息后家居消费放缓.....	14
图 29: 24 年挤出效应&拉动式补库+换新周期, 出口复苏.....	15
图 30: 办公家具出口月度同比情况.....	15
图 31: 公司传统代工业务营收、增速及永裕营收情况.....	16
图 32: 23 年公司前五大客户销售占比为	16

图 33: 永裕家居主要产品介绍.....	16
图 34: 永裕家居历年营收、净利润情况.....	17
图 35: 永裕大客户资源丰富	17
图 36: 永裕 ABA 共挤三层专利结构	17
图 37: 永裕海外销售 50 多个国家和地区	17
图 38: 全球电商零售市场规模	18
图 39: 部分国家电商渗透率情况	18
图 40: 中国跨境出口电商交易额及增速	18
图 41: 全球家具、家居行业电商渠道销售占比	18
图 42: 英/德/法家具与家居电商渗透率仍有较大提升空间	19
图 43: 美国家具家居品电商渗透率低、提升空间大 (2023 年数据)	19
图 44: 公司自主品牌营收情况	20
图 45: LO 开放空间工作场所效果图	20
图 46: 全球购物者最近一次跨境购物平台	20
图 47: 23 年亚马逊美国电商业务增速反弹	20
图 48: 亚马逊 VC 模式与 SC 模式对比	21
图 49: TikTok Shop 与 SHEIN、Temu 有较高的客户流动性.....	22
图 50: Temu、SHEIN 美国用户访问量快速增长 (百万次)	22
图 51: 恒林股份收入拆分及预测	23
图 52: 恒林股份可比公司估值表	23

一、恒林速览：办公家具领先企业，持续布局大家居赛道

1.1. 发展历程：国内办公家具引领者，持续扩容大家居赛道

公司是目前国内领先的健康坐具开发企业和国内最大的办公椅制造商和出口商之一，连续 13 年办公椅行业出口第一，年销售额约 82 亿元，产品出口遍布全球。恒林家居成立于 1998 年，并于 2017 年于 A 股主板上市，回顾公司发展，早于 02 年开始公司便进军外贸市场，10 年被认定为“国家高新技术企业”，12 年产值突破 10 亿，并于 19 年起先后收购 Lista Office、厨博士、永裕家居等子公司，推进自身“大家居”赛道布局；此外，20 年起公司亦大力推动跨境电商发展，旨在提升自有品牌竞争力。

图 1：公司发展大事记



资料来源：公司官网、公司公告，德邦研究所

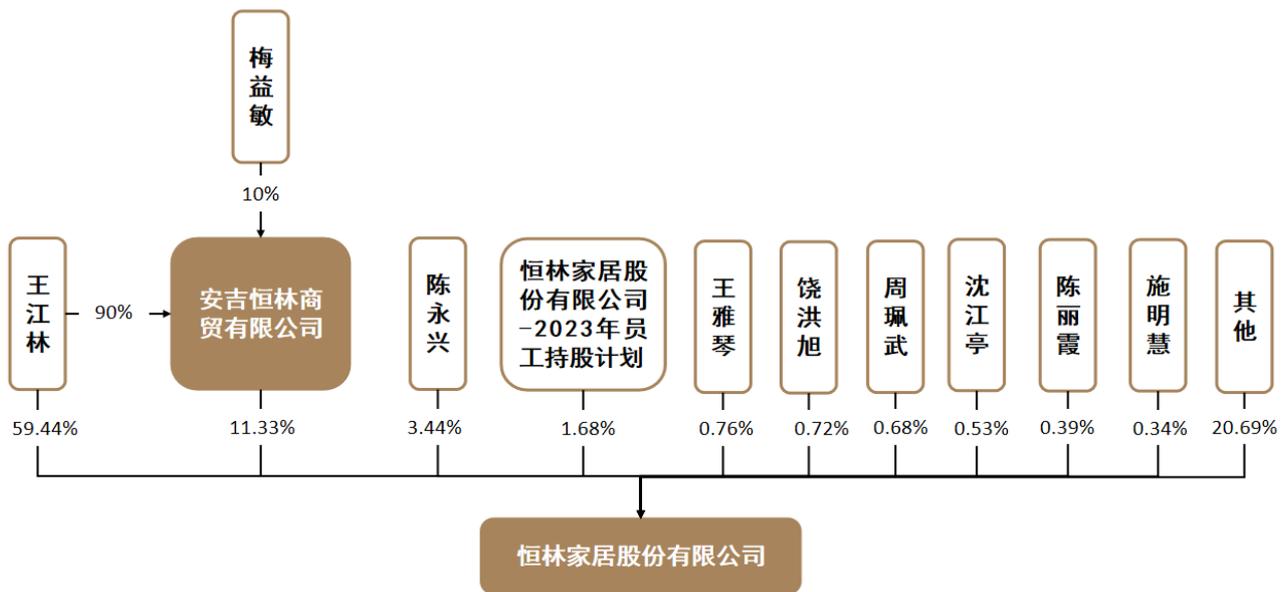
图 2：公司业务布局

产品类别	图示	产品营收体量&占主营业务收入比 (22年)	业务模式	布局形式	布局时间	产品介绍
办公椅		25.1亿元 38.9%	ODM&OEM+跨境电商	自有业务	/	具备良好的支撑性、可调节性、稳定性，可均匀分布身体各部位压力。产品持续荣获德国红点奖、德国 IF 设计奖、美国 IDEA 奖及中国优秀工业设计奖 (CEID)、日本 G-Mark 设计奖等国际著名奖项，2023 年公司 Tony 办公椅荣获“2023 年度优秀设计创新产品”奖、中国办公家具创新设计大奖办公坐具 TOP 10。
沙发		10.3亿元 16.0%			/	依托于自有金属配件子公司，实现功能的不断创新，沙发制作的所有工序都由集团工厂严格控制以确保上乘的产品质量
按摩椅		2.2亿元 3.4%			/	提供放松、深度、睡眠、头颈、腰部、座部等多功能自动程序，支持智能组合按摩方式，椅身前清完全零靠墙设计，丰富客户生活，告别空间约束
系统办公		8.4亿元 13.1%	外延收购	Lista Office	2019年	融合设计感、舒适性与空间效率，解决方案涵盖智能、灵活的办公家具，包括办公桌、休闲桌、存储系统、座椅、会议用品等
板式家具		11.2亿元 13.7%		厨博士	2021年	专注于定制家居业务，提供橱柜、浴柜、木门、防火门等木作产品的研发、设计、生产、销售、安装及售后服务，致力于为地产商和业主提供一站式木作产品解决方案。自 2013 年起，厨博士已连续 10 年成为“万科集团”室内木制品的最大供应商之一
新材料地板		14.9亿元 18.2%		永裕家居	2022年	涵盖 SPC、VSPC、LSPC 地板及竹地板等，SPC 多层石晶地板曾获得“2022 世界地板业工商峰会金奖产品”称号，位列“首选装饰材料类品牌-石晶 (SPC) 地板类”TOP10，成功中标杭州第 19 届亚运会官方健康驿站项目，2023 年户外硅化竹产品荣获“技术研发创新产品”提名

资料来源：公司官网、公司公告，德邦研究所（注释：板式、新材料营收及占比数据均为 23 年数据）

公司大股东持股比例高，整体经营稳健。截止至 2024Q1，公司实际控制人王江林先生直接持股 59.44%，并与配偶梅益敏女士间接通过安吉恒林商贸有限公司持有 11.33% 的股权，王江林、安吉恒林商贸有限公司、王雅琴为一致行动人，合计控股比例约 71.53%，公司股权结构较为集中。公司创始人王江林先生现任公司董事长兼总经理，并担任浙江省椅业协会会长、湖州市政协委员、浙江省家具行业协会副会长、湖州市工商联席副主席等社会职务，具备丰富的行业经验和多年家具行业管理经验，将助力公司持续向上发展。

图 3：恒林股权结构图（截至 2024Q1）



资料来源：公司公告，德邦研究所，（股权穿透截止至 2023 年报）

鼓励员工以事业合伙人身份同心创业，激发业务线新活力，助力公司长期稳定发展。公司积极推进激励机制，2023 年 8 月落地员工持股计划，激励对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用和影响的董监高和管理及业务骨干人员在内的 208 人，股权受让价格为 16.63 元/股，拟授予股份数量为 233.24 万股，占彼时公司股本总额股本 13906.7 万股的 1.68%。本次员工持股将进一步完善员工、股东利益共享机制，促进公司长期、持续、健康发展；本激励计划分为三批（23、24、25 年），根据考核目标测算即公司 23-25 年每年营收或扣非净利同比增速达 10%。

图 4：公司员工持股计划

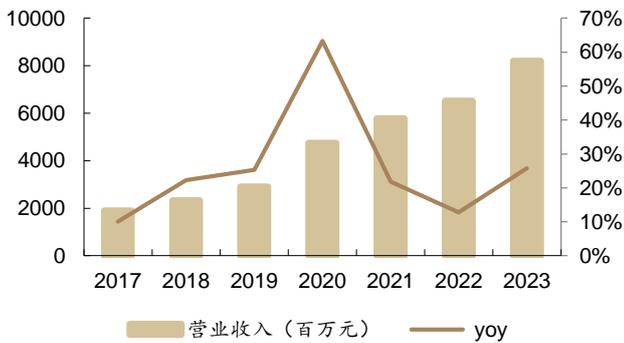
归属期	归属比例	归属时点	考核目标
第一批2023年	40%	自公司公告最后一笔标的股票过户至员工持股计划之日起满12个月	2023年营业收入达到71.67亿元或2023年扣非净利润达到3.48亿元
第二批2024年	30%	自公司公告最后一笔标的股票过户至员工持股计划之日起满24个月	2023-2024年营业收入累计达到150.50亿元或2023-2024年扣非净利润累计达到7.30亿元
第三批2025年	30%	自公司公告最后一笔标的股票过户至员工持股计划之日起满36个月	2023-2025年营业收入累计达到237.21亿元或2023-2025年扣非净利润累计达到11.51亿元

资料来源：公司 2023 年员工持股计划管理办法（修订稿），德邦研究所

1.2. 业务简析：营收快速增长，并表永裕&发力跨境电商增厚营收、利润

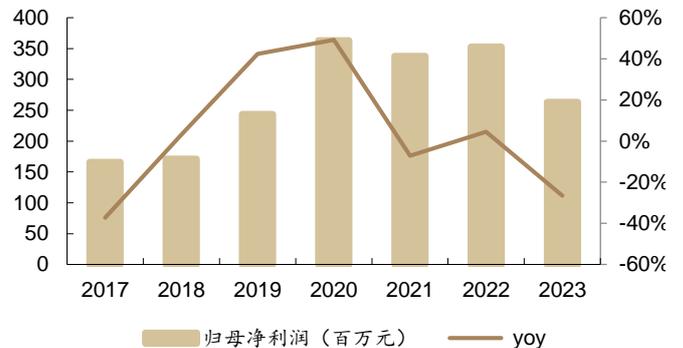
2017-23 年公司营收复合增长 27.6%至 81.9 亿元，营收保持持续快速增长；其中 20 年营收增速高达 63.3%，系疫情下境外国家常态化办公模式推动公司办公椅等产品需求显著提升叠加自身跨境电商业务增长贡献。21 年面对疫情反复、大宗商品价格屡创新高、海运运力紧张及地缘政治局势紧张等影响公司实现营收增长 21.8%，22 年公司积极应对需求收缩和经济发展预期减弱等多重压力，持续高质量发展，营收同增 12.8%，实现了韧性成长。23 年公司坚决推进从“制造型”企业向“制造+服务型”企业转型，坚持“大家居”战略，不断扩张市场新版图并积极拥抱电商等多平台，营收同增 25.8%，系跨境电商业务增长及永裕全年收入并表贡献。

图 5：公司营收及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 6：公司归母净利润及增速

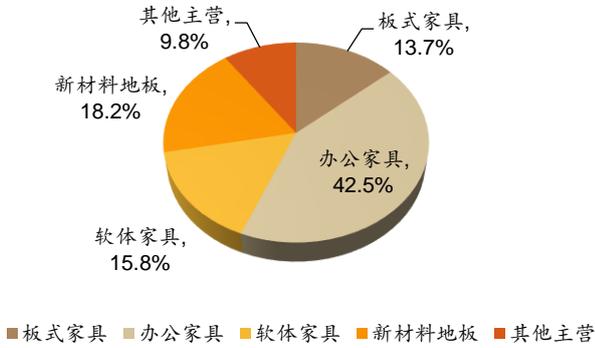


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

公司持续优化和丰富产品矩阵，产品涵盖办公家具（办公椅、系统办公）、软体家具（沙发、按摩椅）、新材料地板、板式家具等，23 年以上产品贡献主营业务收入比分别为 42.5%、15.8%、18.2%、13.7%，其中办公家具、软体家具是公司主要核心业务，二者 2017-23 年复合增速分别达 22.0%、11.5%。公司办公家具包括系统办公和办公椅，19 年公司引入瑞士排名前列的高端系统办公品牌（L0）成功拓展系统办公领域，2017-22 年办公解决方案营收 CAGR37.8%至 8.4 亿元，保持高速发展，传统核心代工业务办公椅 2017-22 年营收复合增速为 18.9%，亦保持良好快速发展势头，贡献营收比约 4 成左右，仍是公司最主要的核心产品。

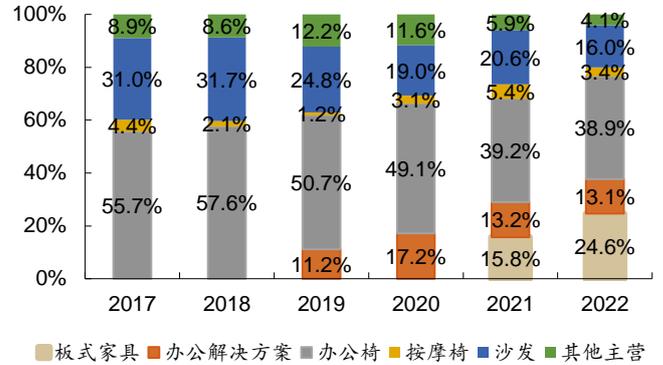
新材料地板则主要为 PVC 地板，公司于 22 年拓展了专注于地板、墙板及竹家具等家居产品研发、生产和销售的永裕家居，23 年公司新材料地板实现营收 14.9 亿元，贡献营收比达 18.2%。2021 年公司发展了家庭橱柜、衣柜、木门等产品，丰富了自身的家居业务线，2021-23 年公司板式家具营收 CAGR11.6%至 11.2 亿元。

图 7：分产品营收占主营业务收入比情况（2023 年）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 8：公司历年各细分产品贡献主营业务收入比情况

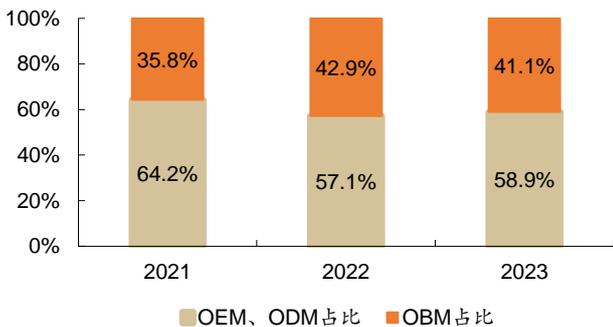


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

分销售模式看，2021-23 年公司 ODM&OEM 和 OBM 业务复合增速分别达 14.6%、28.2%，二者贡献营收占比分别约 60%、40%，公司主要以 ODM 模式为主，近年来在 ODM 业务基础上增加 OBM 业务，以实现代工业务和自主品牌双轮驱动，目前公司拥有“恒林、Lista Office LO、厨博士、NOUHAUS”等品牌，高毛利自主品牌的快速发展也有望带动公司盈利提升。公司基本盘制造业务深耕欧美市场并主动营销，成功将市场延伸至中东、南美等地区，产品 and 市场结构得到进一步丰富，23 年公司 OEM、ODM 业务营收同增 29.1%，OBM 业务也实现 20%以上的增速。

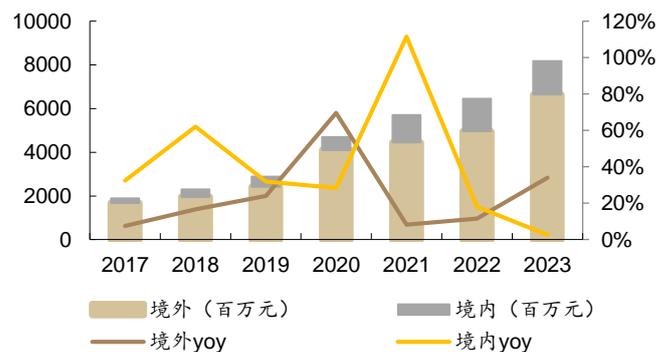
分地区看，2017-23 年公司境内、境外业务复合增速分别为 38.4%、25.8%，23 年二者贡献主营业务收入占比分别为 18.7%、81.3%，境外是公司主要的市场。近年来外销快速增长主要得益于公司国际市场开拓和海外电商增长贡献，而内销增长则主要系自主品牌发展及收并购等贡献。

图 9：公司代工业务占比约 6 成



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所（注释：图中为主营业务收入占比）

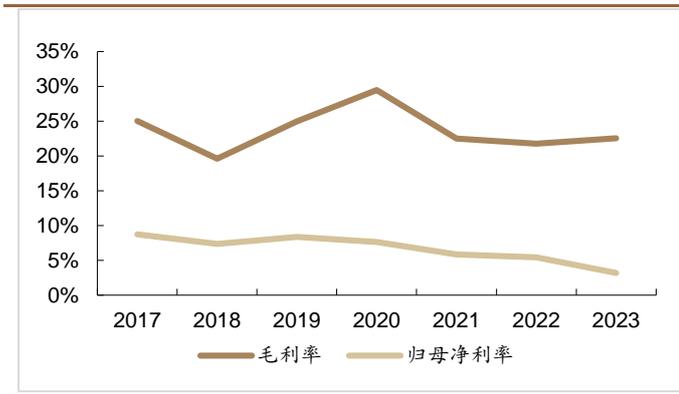
图 10：公司境内外营收及增速情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

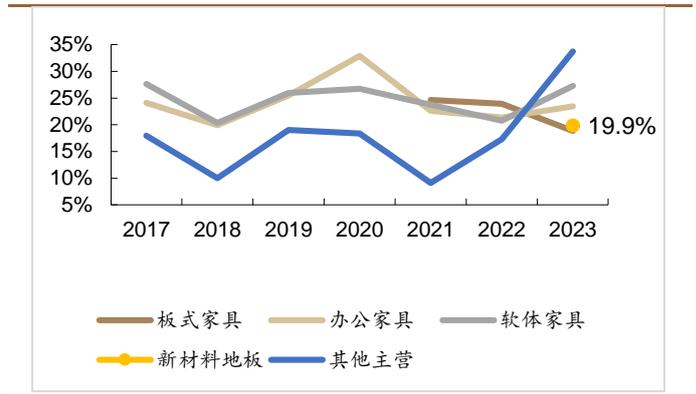
盈利能力看，2017-23 年公司归母净利复合增速达 8.0%，增速整体慢于营收端，其中 21 年归母净利增速转负主要系大宗原材料价格上涨影响所致，23 年公司归母净利润同比下滑 26.6% 主要系厨博士商誉减值计提等影响。公司整体毛利率水平维持在 22% 左右波动，净利率近年来有所走低我们分析系海外仓及跨境电商等尚处于投入期。分产品看，公司核心产品办公家具、软体家具毛利率中枢分别约为 24.3%、24.6% (2017-23 年平均)，新业务板式家具和新材料地板毛利率水平分别约为 22.5% (2021-23 年平均) 和 19.9% (2023 年数据)，综合看，公司核心产品盈利能力仍相对其他产品领先。

图 11：公司历年毛利率、净利率



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 12：公司各业务毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

二、代工基本盘：多因素催化海外需求向上，代工业务修复可期

2.1 办公&软体家具行业：消费市场集中在欧美且依赖进口，中国出口额大&供应链优势凸显

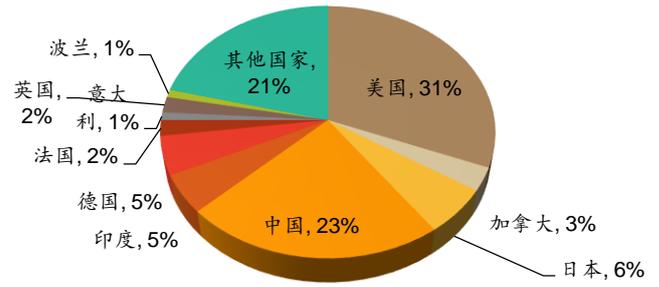
全球办公家具市场规模超 500 亿美元，欧美是主要消费地区，办公椅和办公桌为主要品类。据 CSIL 数据，2015-22 年全球办公家具市场规模由 464 亿美元 CAGR1.3% 至 506 亿美元 (22 年约占全球家具消费额的 11%)，市场保持整体增长态势。区域分布看，美洲和欧洲是前两大消费市场，其中美国是办公家具第一大消费市场，22 年消费金额占比约为 31%，美国办公家具市场的景气度对行业影响巨大。从办公家具行业产品结构看，21 年全球办公家具中办公桌和办公椅合计市场份额达 75%，其中办公椅占整个办公家具市场份额最大、占比约为 31%；其次是系统家具、占比约 29%，文件柜和办公桌占比均 10% 及以上，储物柜占比约 7%。

图 13：全球办公家具行业市场规模及增速

图 14：2022 年全球办公家具市场消费国家占比



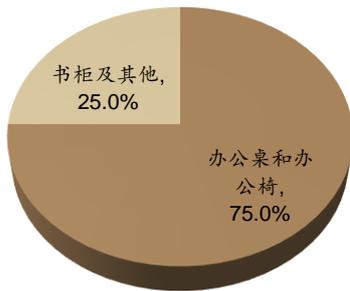
资料来源: CSIL, 公司 2022 年年报, 德邦研究所



资料来源: statista, 华经产业研究院, 德邦研究所

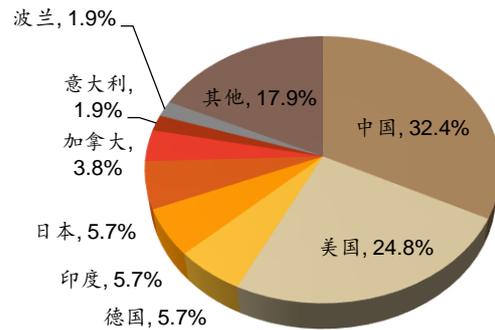
然而办公家具的生产高度集中，据 CSIL 数据，22 年中国、美国、德国、印度、日本、加拿大、意大利、波兰这 8 个国家办公家具产量之和约占全球总产品的 80%，中国是第一大生产国，占比达 32%，中国是办公家具最大的产能和出口国。

图 15: 2021 年全球办公家具行业产品结构占比情况



资料来源: statista, 华经产业研究院, 德邦研究所

图 16: 办公家具生产高度集中，中国占比约 32% (2022 年)

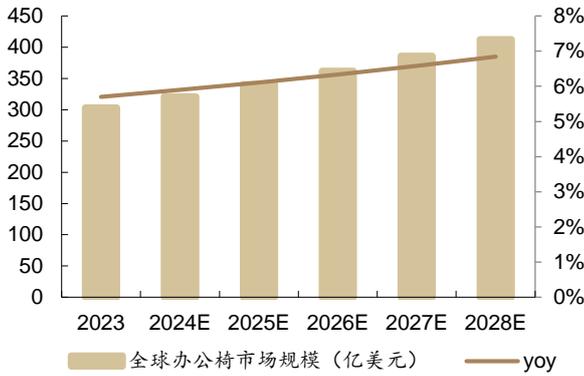


资料来源: CSIL, 公司 2022 年年报, 德邦研究所

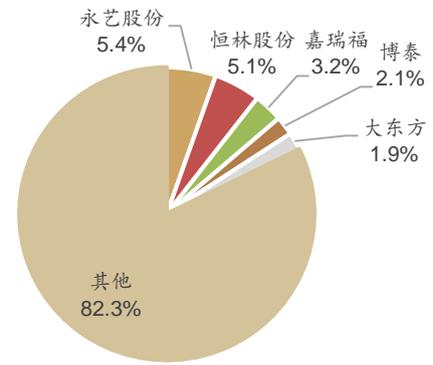
全球办公椅行业前景广阔，市场有望持续扩容，中国办公椅市场潜力大且出口额已初具规模。根据 Technavio 数据，2023 年全球办公椅市场规模为 303 亿美元，同比增长 5.7%，全球办公空间的增长以及员工人数的增加将进一步推动市场规模增长，预计 2023-28 年市场规模将 CAGR6.4% 至 412 亿美元；美国是全球最大办公椅市场，据华经产业研究院数据，2021 年中国对美国出口的办公椅金额已达 12.0 亿美元。

图 17: 全球办公椅市场规模

图 18: 2019 年中国办公椅企业出口份额占比



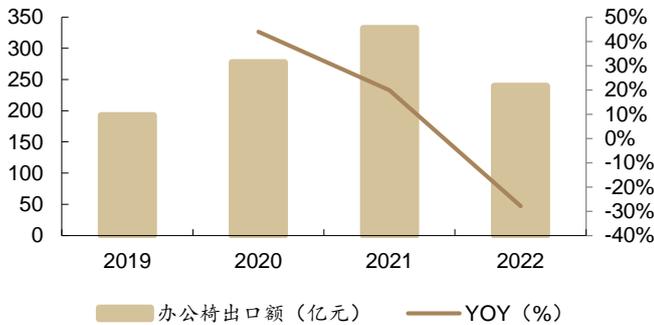
资料来源: Technavio, 《Office Furniture Market Analysis APAC, North America, Europe, South America, Middle East and Africa - US, China, Japan, Germany, France - Size and Forecast 2024-2028》, 德邦研究所



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

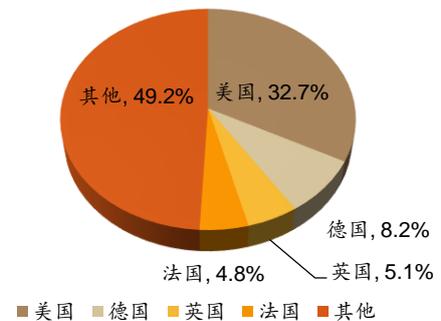
中国的办公椅规模仅次于美国是全球第二大办公椅消费市场, 且出口比重较大。据海关总署数据, 2022 年我国办公椅出口额达 231.4 亿元, 同比下滑 28.3%, 主要系海外通胀、需求短期收缩及前期海运拥堵导致欧美进口商库存高企影响, 2019-22 年办公椅出口额 CAGR 达 6.3%。国内龙头企业主要以做外销为主, 2019 年, 外销出口额 CR5 为 17.7%, 其中永艺、恒林市占率分别为 5.4%和 5.1%, 同时据华经产业研究院整理数据显示, 22 年永艺、恒林办公椅产品出口市占率分别约为 12%、10%, 我们认为随着国内品牌的发展壮大, 其将逐渐在国内外市场获得更多知名度和市场份额, 行业集中度有望进一步提升。

图 19 中国办公椅出口额及增速



资料来源: 海关总署, 德邦研究所

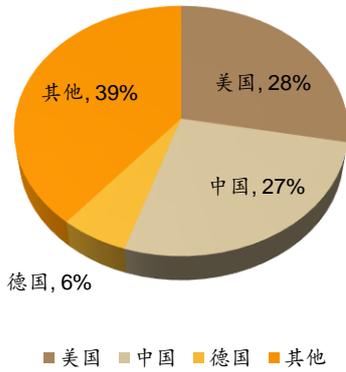
图 20: 欧美国家为主要家具进口目的地 (2022 年)



资料来源: statista, 德邦研究所

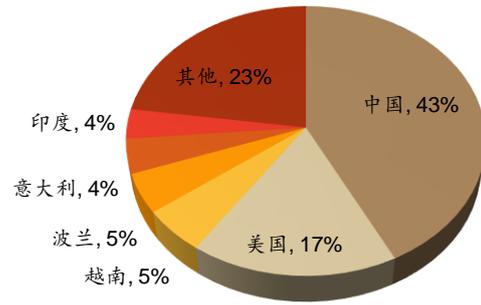
美国是软体家具最大消费国, 而中国是软体家具第一大生产国。软体家具也是家具市场中增长最快的细分领域之一, 软体家具包含沙发、床垫等产品。据 CSIL 数据, 截至 23 年, 全球软体家具的消费市场高达 800 亿美元, 约占整个家具市场的 16%, 其中亚太 (占比 37%) 和北美 (占比 32%) 是软体家具的主要市场, 合计占比约 70%。从销售量角度看, 据 CSIL 数据, 前三大消费市场主要是美国、中国和德国, 占比依次为 29%、25%、5%; 从生产量角度看, 22 年中国、美国、越南、波兰、意大利、印度是主要的软体家具生产国。据 CSIL 统计, 我国不仅是全球最大的软体家具生产和消费国, 而且是全球最大的软体家具出口国。

图 21 美国仍是软体家具第一大消费国 (2021 年数据)



资料来源: CSIL, 公司 2022 年年报, 德邦研究所

图 22: 中国是软体家具第一大生产国 (2022 年数据)



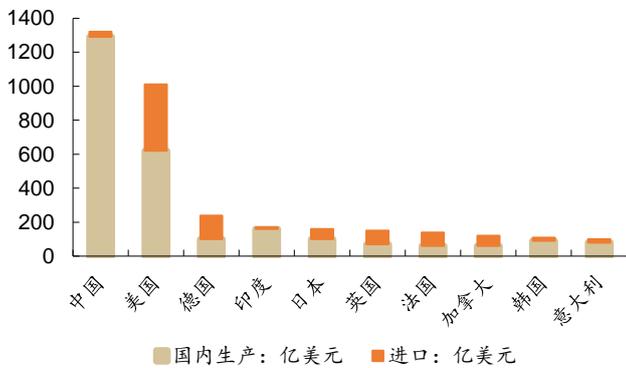
资料来源: CSIL, 公司 2023 年年报, 德邦研究所

2.2 地产修复&拉动式补库&换新周期, 出口多因素向上共振

欧美等发达地区仍较依赖进口, 中国家具、家居出海企业迎来发展新机遇。据 CSIL 数据, 我国家居自产自销的比例高达 98%, 而家具消费大国美国自产比例仅占 61%, 39% 源于进口, 全球前十大家具消费国中欧美等发达地区占据 6 席且仍有较大比例源于进口, 而我国目前是全球最大的家具生产、出口国, 拥有最大的消费市场。

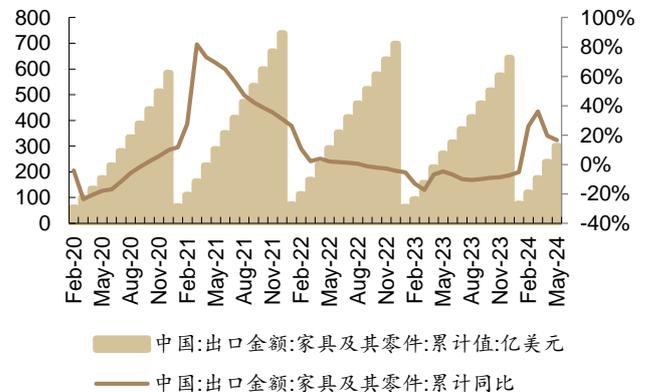
家居出口前期承压改善, 单月及累计家居出口增速呈持续回升态势。根据海关总署统计, 24 年 4 月中国家具及其零件出口金额当月值为 62.6 亿美元, 同比 +8.7%。24 年 4 月中国家具及其零件出口金额累计值达 237.2 亿美元, 累计同比 +16.5%, 累计增速自 24 年以来呈现持续高增态势, 1-4 月累计同比增速分别为 25.9%、36.1%、19.6%、16.5%。

图 23: 全球前十大家具消费国销售额 (2019 年)



资料来源: 公司 2019 年年报, 德邦研究所

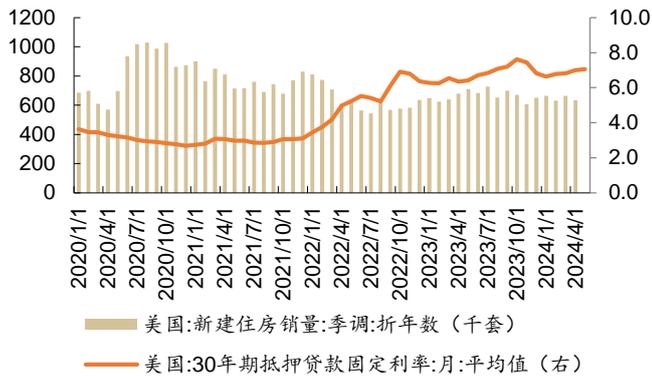
图 24: 中国家具及其零件出口金额当月值及当月同比



资料来源: wind, 海关总署, 德邦研究所

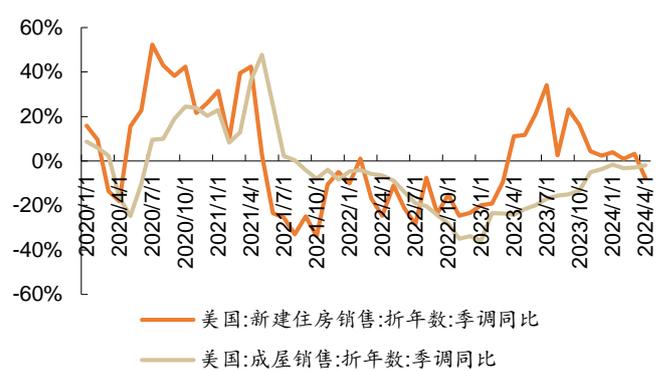
美国住宅销售方面，24 年 4 月美国新建住宅销售同比-7.7%（前值+3.3%），成屋销售同比-1.9%（前值-3.0%），美国地产新房销售仍承压、但成屋销售环比呈现改善。美国住房销售和 30 年期抵押贷款固定利率高度相关，伴随着美国 30 年期抵押贷款利率自 23 年 11 月份走低，房主对于出售房屋意愿增强，成屋销售（二手房）等数据向上改善。美国地产市场的缓慢修复有望带动补库进而带动我国对美出口回升，4 月我国对美出口金额同比-2.8%（前值-15.9%）。

图 25：30 年期抵押贷款利率和美国住房销售基本呈负相关



资料来源：wind，德邦研究所

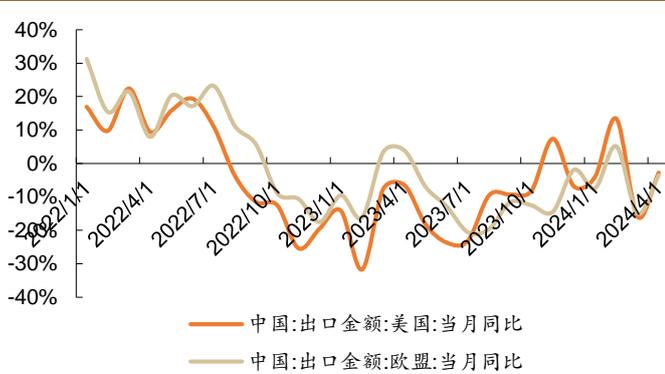
图 26：美国新建住房销售承压、成屋销售缓慢修复



资料来源：wind，德邦研究所

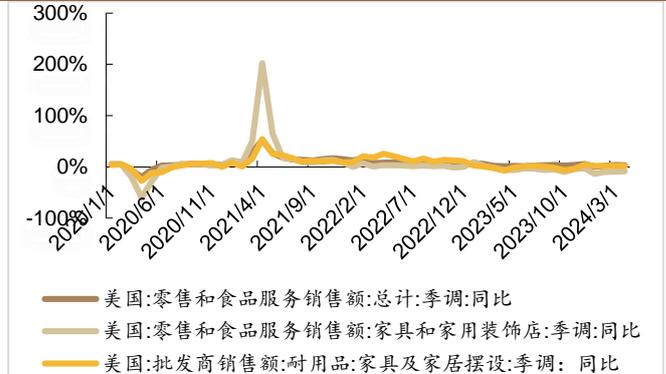
家居零售与批发为地产后周期，受益于海外经济修复、补贴政策及 20 年海运费高涨等催化，美国 21 年家居需求高涨，家具和家用装饰店销售同比增速翻倍以上，美国批发商库存也持续创新高，库存持续挤压库销比上行。22 年受加息周期及前期高基数影响，家具销售进入库存消化阶段，增速回落甚至出现负增长，库销比开始回落；23 年 3 月以来美国家居需求增长进一步放缓，叠加高通胀和持续加息对耐用消费品的挤出效应，整体库销比处于相对低位，终端需求逐渐开始进入补库阶段。

图 27：中国对主要发达经济体出口同比增速情况



资料来源：wind，德邦研究所

图 28：21 年家居消费高增、22Q1 加息后家居消费放缓

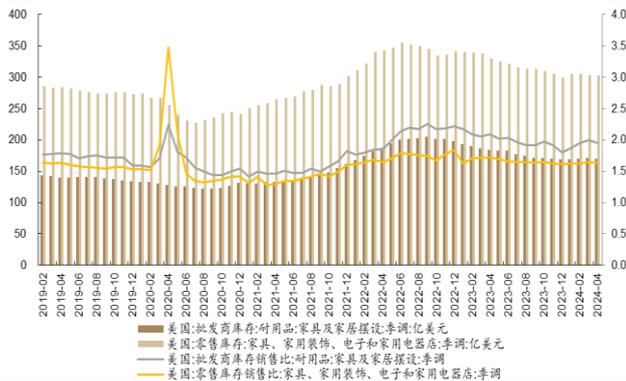


资料来源：wind，德邦研究所

展望 24 年，我们认为随着加息周期结束预期、地产销售整体缓慢修复带动地

产后周期相关产品出口续升、挤出效应缓解及新一轮换新周期的到来，短期内外需仍具备韧性。以办公家具出口为例，据 wind 数据，24 年 4、5 月办公室用木家具出口金额为 1.5、2.0 亿美元，同比+30.4%、+91.6%，5 月出口平均单价 70.6 美元/个，环比+9.7%；办公室用金属家具 24 年 4、5 月出口金额 1.2、1.3 亿美元，同比分别+43.2%、+59.2%，5 月出口平均单价 55.3 美元/个，环比-0.5%。整体看，24 年以来我国办公家具出口同比明显修复，海外需求势头向好。

图 29：24 年挤出效应&拉动式补库+换新周期，出口复苏



资料来源：wind，德邦研究所

图 30：办公家具出口月度同比情况

所属行业	海关名称	单位：亿美元	24M5	环比	24M4	24M3	
办公桌&办公椅	办公室用木家具	出口金额 (亿美元)	当月值	2.0	35.5%	1.5	0.9
		当月同比		91.6%		30.4%	-4.3%
	出口平均单价 (美元/个)	当月值	70.6	9.7%	64.3	52.5	
	办公室用金属家具	出口金额 (亿美元)	当月值	1.3	14.6%	1.2	0.8
		当月同比		59.2%		43.2%	-3.4%
		出口平均单价 (美元/个)	当月值	55.3	-0.5%	55.6	36.9

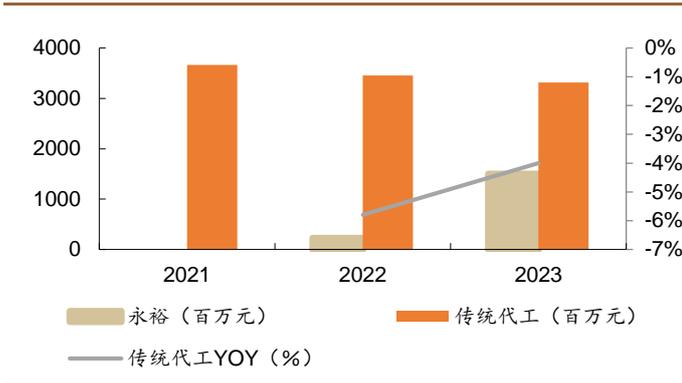
资料来源：wind，德邦研究所

2.3 代工出口业务成长可期，收购永裕涉足新材料地板有望增厚业绩

公司主要客户为国外大中型家居批发商和零售商，产品销售遍布全球，凭借丰富的办公家具设计和制造经验，准时的订单交付，与 IKEA、NITORI、SHAW、Office Depot、Staples、Home Depo 等国际知名客户群体建立了长期稳定合作关系，并被多次评选为优质供应商，积累了丰富的海外客户资源和国际销售经验。此外，公司目前在国内、越南、瑞士等地都建有生产基地，持续扩大总体产能的同时能够实现客户需求的快响应和灵活交付，为公司持续获得客户订单提供了有力支持。2020-23 年公司前五大客户贡献销售比分别为 36.2%、36.0%、27.3%、43.7%，其中 22 年占比下滑或系新客户及新业务拓展，公司围绕“大家居”战略，持续升级产品体系和丰富产品品类，拓展销售渠道，在保证战略客户持续稳定合作的基础上积极开拓新市场及培育新增长点。

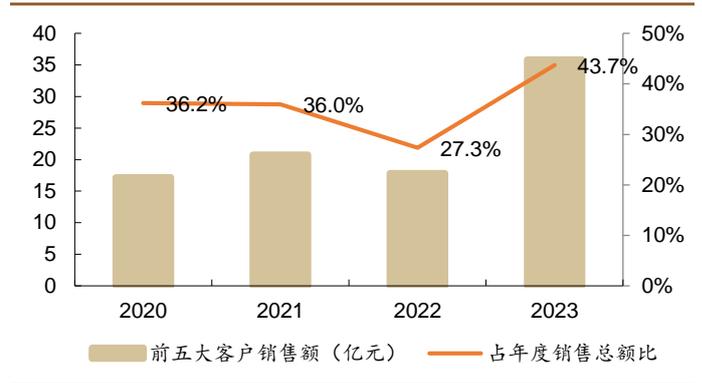
代工业务是公司基本盘，23 年公司代工业务占主营业务收入比为 58.9%，我们将公司代工业务进一步拆分为传统代工（以办公椅、沙发等产品的代工出口为主）和子公司永裕的贡献，2021-23 年公司传统代工业务受高通胀挤压需求及前期海外库存高企和需求疲软等影响复合增速为-4.9%，我们前面探讨海外加息周期结束预期、地产销售缓慢修复带动地产后周期相关产品出口续升、挤出效应缓解及新一轮换新周期的到来，短期看外需仍具备韧性，因此公司传统代工业务有望充分受益，迎来新一轮修复。子公司永裕于 22 年 11 月并表，22、23 年分别贡献营收 2.28 亿元和 15.0 亿元，占主营业务收入比分别为 3.4%和 18.2%，保持良好势头。

图 31: 公司传统代工业务营收、增速及永裕营收情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 32: 23 年公司前五大客户销售占比为



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

收购永裕拓展新材料地板领域，业绩释放有望增厚利润。2022 年公司拓展了专注于地板、墙板及竹家居等家居产品研发、生产和销售永裕家居，显著提升了公司在行业内的综合竞争力。22 年公司以现金收购永裕家居 52.6% 的股份，收购完成后，公司持有永裕家居的股份比例提升至 94.7%。23 年公司又以现金收购了永裕家居少数股东持有的 4.72% 的股份，截至 23 年公司持有永裕家居股份比例增至 99.4%。

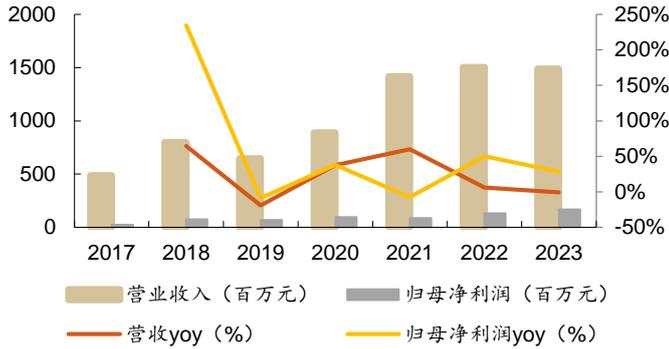
永裕家居主营 SPC 地板、竹地板等地板产品以及竹家具等家居产品的研发、生产和销售，公司始创于 2000 年，目前坐拥 5 大产学研联盟，国内外 9 大生产基地，产品远销国内外 50 多个国家和地区，年出口地板近 2000 万平方米。SPC 地板作为可再生的新型环保建材产品，符合消费者追求的绿色、环保、安全、高效、经济的生活理念，且较传统地板更具备性价比和安装简便优势，将得到广泛应用，永裕作为行业内领先企业业绩有望充分受益。

图 33: 永裕家居主要产品介绍

产品类别	SPC 超级地板	VSPC 地板	LSPC 地板	竹地板	户外硅化板	墙板
图示						
简介	永裕 spc 地板采用环保新材、ABA 共挤多层专利结构，提高稳定性和寿命。永裕 spc 石晶地板是行业中真正的 ABA 共挤地板，拥有美国专利证书，产品销往 50 多个国家。	不仅具有 SPC 产品的优势特点，又有实木、竹木的触感，一般有山核桃、橡木、重竹、相思木、枫木等纹路。	中间发泡结构更稳定，轻松适应地暖环境，稳定性强。LSPC 地板在原 SPC 地板基础上通过技术将 ABA 共挤层进行升级，使其更轻、稳定性更强、降低运输成本。	深度呈现原木纹理质感，色泽饱满亮丽，防水耐磨，持久如新，打造健康品质生活。	永裕新一代仿生技术，在竹材内部形成硅化结晶体，从而使制造出的户外墙板防腐、高强度、防霉变。	永裕木饰面板是装饰层 PVC、PET、布面、木皮和竹纤维基材在高温高压下一次热压成型，材质结构稳定，色彩及纹理丰富。
特性	共挤芯、抗变形、ABA 共挤、多层稳定结构	防水、抗变形、ABA 共挤	质量轻	环保楠木地板、色泽亮丽、防水耐磨	防霉变、防褪色、抗变形	抗污、耐磨、耐划、耐蒸汽、耐老化

资料来源: 永裕家居官网, 德邦研究所

图 34: 永裕家居历年营收、净利润情况



资料来源: 公司公告, 公司投资者交流纪要, 永裕家居年报, 德邦研究所

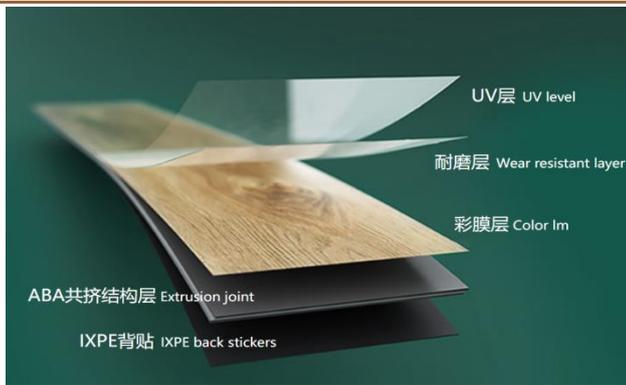
图 35: 永裕大客户资源丰富



资料来源: 永裕官网, 德邦研究所

自身优质客户资源和 9 大生产基地优势助力市场开拓，净利率修复有望增厚业绩。生产制造端，永裕家居坐拥国内外 9 大生产基地，浙江安吉四大生产基地、湖南桂东生产基地以及越南四大生产基地，拥有大大小小设备超千台及上千名生产技术员，支撑公司近 5 年 5 千万平方米的地板出口。客户方面，公司与 SHAW、HOME DEPOT、FLOOR AND DECO、CALI 等外国大型企业达成合作，同时持续开拓新客户。22 年永裕整体实现营收 15.03 亿元，净利润 1.31 亿元，22 年 11 月浙江永裕合并报表，当年并入恒林合并报表净利润为 0.86 亿元。23 年永裕实现营收 15.0 亿元，利润 1.68 亿元，23 年永裕利润率为 11.3%，较 22 年明显改善。

图 36: 永裕 ABA 共挤三层专利结构



资料来源: 永裕官网, 德邦研究所

图 37: 永裕海外销售 50 多个国家和地区



资料来源: 永裕官网, 德邦研究所

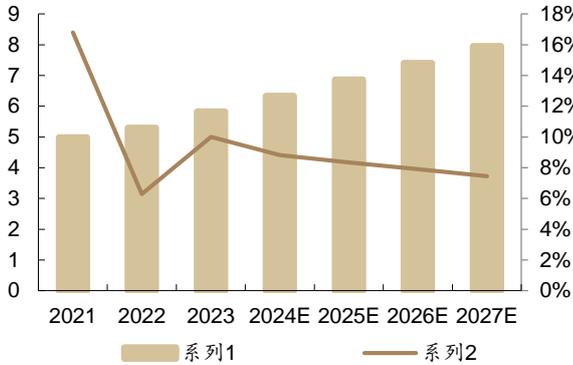
三、乘跨境电商行业东风，自主品牌业务阔步前行

3.1 跨境电商市场规模持续增长，家具家居电商出口景气向上

海外电商快速发展，中国跨境出口迅速成长且已成为国际贸易新动能。据 eMarketer Forecast 数据，受益于电商零售自身便捷化、多元化、移动化等诸多优势，2021-23 年全球电商零售额 CAGR 8.1% 至 5.8 万亿美元，随着零售线上化趋势进一步发展，预计 27 年行业规模将增 8.0 万亿美元，24-27 年 CAGR 达 7.9%。

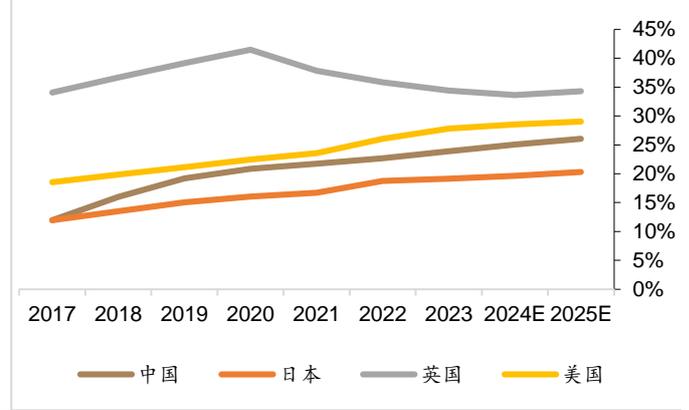
据 eMarketer Forecast 数据，17-23 年中国、日本、英国、美国跨境电商渗透率分别+11.9%、+7.2%、+0.3%、+9.3%至 23.9%、19.2%、34.4%、27.8%，海外良好的电子商务生态为我国跨境出口提供了广阔发展空间。

图 38：全球电商零售市场规模



资料来源：eMarketer Forecast, 德邦研究所

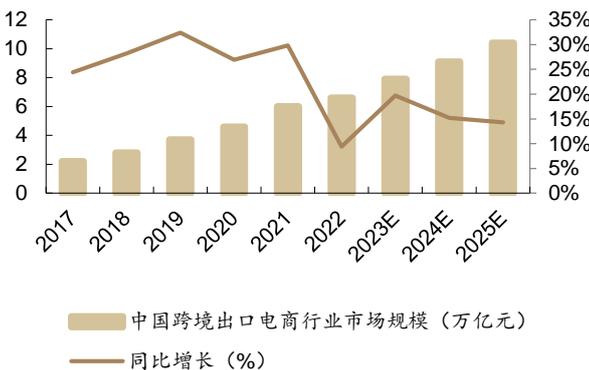
图 39：部分国家电商渗透率情况



资料来源：eMarketer Forecast, 德邦研究所

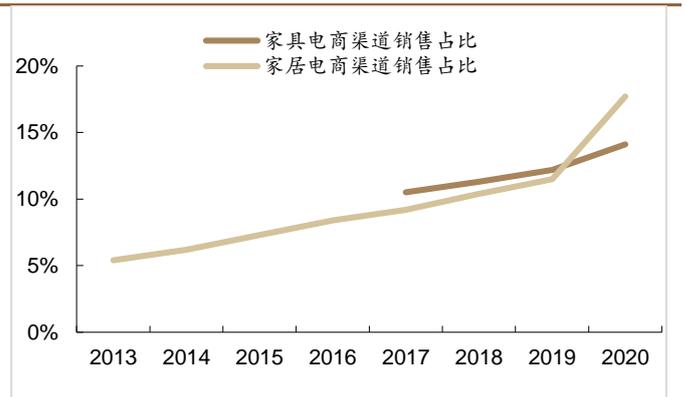
据艾瑞咨询数据，17-22 年中国跨境出口电商行业 CAGR25.1%至 6.6 万亿元，预计至 25 年我国跨境出口电商行业规模将达 10.4 万亿元，其依靠国内完善的供应链及电商行业积累的领先优势实现快速发展，牢牢占据跨境电商交易结构的大头；同时据亚马逊发布的《2023 年中国出口跨境电商白皮书》显示，中国出口跨境电商加速增长，23H1 中国出口跨境电商同比增长 19.9%，增速是 22 年全年中国出口跨境电商增速的 2 倍，中国跨境电商已成为国际贸易新动能。

图 40：中国跨境出口电商交易额及增速



资料来源：艾瑞咨询, 海关总署, 德邦研究所

图 41：全球家具、家居行业电商渠道销售占比

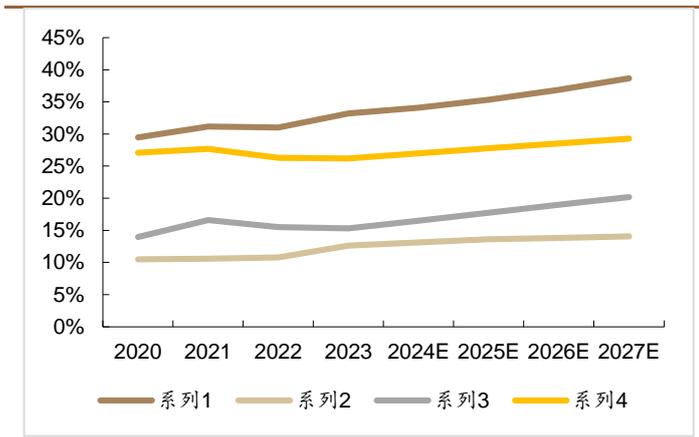


资料来源：欧睿、statista, 德邦研究所

欧美高通胀催化性价比需求增长和线上渗透率提升，家具家居出口景气良好。我国家居主要的出口地区是欧美，据 Wind 数据，21 年初以来欧美地区 CPI 及核心 CPI 增速持续走高，22 年到达峰值后开始逐步回落，目前看欧美地区通胀压力仍存，通胀下欧美消费或更趋向于性价比和线上消费，电商渠道的便利性与更具

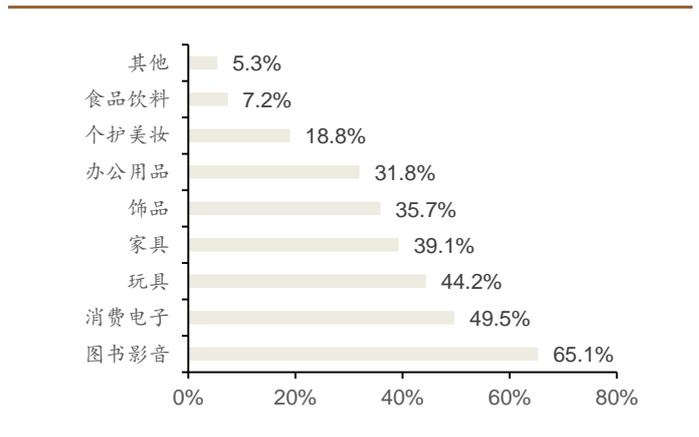
竞争力的价格优势推动家具与家居电商渠道销售占比持续扩大，据欧睿数据，23年全球家居用品最大消费市场欧洲线上渗透率提升至 15.8% (VS. 2018 年 9.7%)，而美国线上渗透率 23 年提升至 27.5% (VS. 2018 年 18.1%)；随着互联网和物流行业的蓬勃发展，线上渠道销售占比逐年上升。同时据 eMarketer Forecast 数据，英国、德国、法国等欧洲主要家具进口国 24 年家具与家居电商渗透率分别为 13.1%、16.5%、27.0%，对比家居进口大国美国 34.1% 的渗透率看仍有较大提升空间。

图 42：英/德/法家具与家居电商渗透率仍有较大提升空间



资料来源：eMarketer Forecast，德邦研究所

图 43：美国家具家居品电商渗透率低、提升空间大 (2023 年数据)



资料来源：eMarketer Forecast，德邦研究所

此外，不同于一些小件品类，家具家居属于低频、耐用消费品，且具备单件大、运输难等特性，因而并不具备线上销售的天然性，企业运营难度较大，行业进入门槛较高，据 eMarkter 数据，对比消费电子、玩具、图书等小件，家居品类电商渗透率偏低，随着海外电商渗透率提升，及部分家居家具跨境电商企业供应链升级、仓储物流完善，具备较强供应链管理等先发优势的跨境电商企业更有望享受线上渗透率提升的红利。

3.2 外延并购自主品牌，带动内销成长

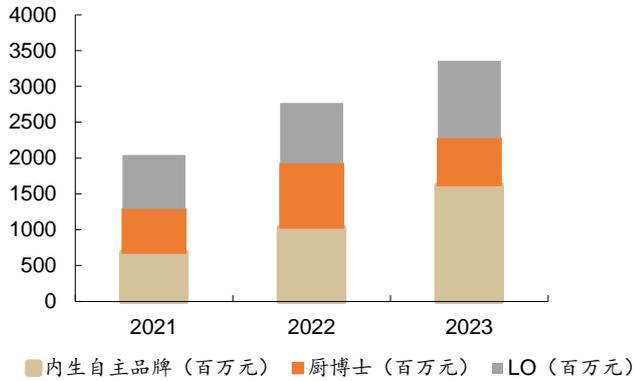
公司拥有“恒林、Lista Office LO(间接持股 100%)、厨博士(直接持股 100%)、NOUHAUS”等品牌，自主培育的 NOUHAUS、恒林等品牌主要通过跨境电商的形式销售自主品牌的办公椅、按摩椅、沙发等产品，LO 是高端系统办公品牌，NOUHAUS 是时尚、智能、健康的家庭座具品牌，而厨博士是定制家具品牌。

2021-23 年公司 OBM 业务规模 CAGR 达 28.2%，23 年 OBM 业务实现营收 33.6 亿元，同增 21.3%。公司 OBM 业务大致分为内生（恒林、NOUHAUS）和并购（LO、厨博士），拆分看，2021-23 年公司内生、LO、厨博士业务营收 CAGR 分别达 54.8%、19.7%、3.7%，23 年贡献主要业务收入比例分别为 19.8%、13.2%、8.1%。

子公司 LO 于 1945 年成立于瑞士，是瑞士领先的办公环境解决方案提供商及办公家具制造商，“LO”品牌在办公家具市场享有较高的品牌知名度，以 25% 的市占率位居行业第一，是瑞士全方案办公环境服务领导品牌。厨博士则拥有超 20 年定制家具精装配套的经验，自 13 年起已连续 10 年成为“万科集团”室内木制品

的最大供应商。2021 年公司购买厨博士拓展定制家具业务进入精装修配套领域，并于同年 7 月并表，22、23 年厨博士实现营收 8.98、6.58 亿元，贡献营收比为 13.5%、8.1%。

图 44：公司自主品牌营收情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 45：LO 开放空间工作场所效果图



资料来源：LO 官网，德邦研究所

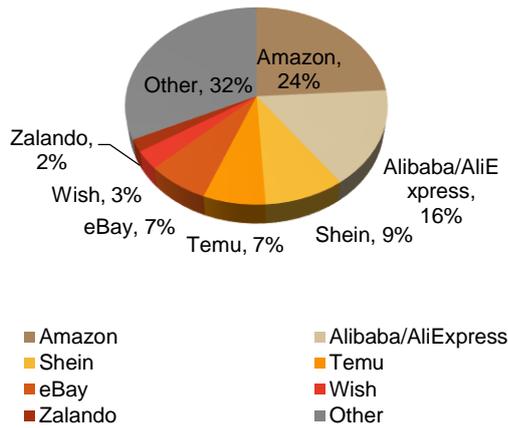
3.3 全方位推进跨境电商建设，积极布局自有品牌出海

电商积极拥抱多平台，营收实现高增。公司跨境电商销售渠道覆盖 Amazon、Wayfair、Walmart 等美国线上零售平台，目前公司跨境电商体系以美国亚马逊平台为主，并在 2023 年完成 Tiktok shop、shein 等平台的入驻，同时布局 Facebook、Instagram 等社交媒体，多平台布局有望打开成长空间。2023 年公司的电商业务实现营收 16.2 亿元、同增 60.5%，23 年跨境电商贡献收入比约 20%，24Q1 增至 30% 以上。同时，公司已在北美设立 5 个仓储配送中心，已覆盖公司跨境电商终端消费者产品配送范围，降低跨境物流运输成本。23 年 9 月 TikTok Shop 美国站上线，根据雨果跨境数据，公司 23 年在 Tiktok 平台实现家居类目第一的销量。

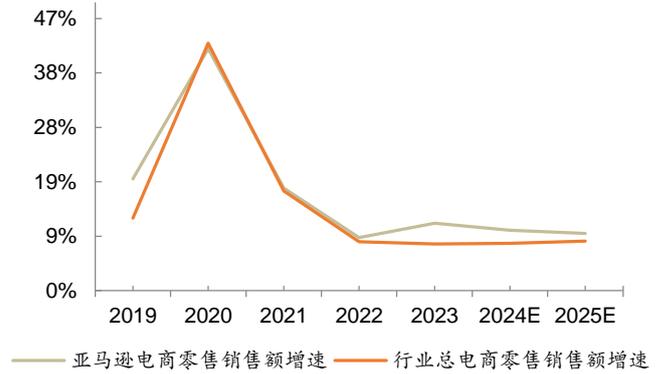
1) 电商龙头亚马逊保持稳健增长，公司深耕亚马逊 VC 保持自身性价比优势。亚马逊是目前全球最大跨境电商平台，据 Statista 数据，全球 24% 购物者最近一次跨境购物平台为亚马逊，远超同类竞争者。近年来，亚马逊的美国电商业务难以持续获得市场份额，并显示出接近天花板的迹象，但通过搭建会员体系、完善物流运输环节、优化自身云计算服务等方式不断为电商业务注入新动能，该业务在 23 年出现反弹，据 eMarketer Forecast 数据，23 年亚马逊在美国电商销售额 +11.7%，高出美国总电商销售额增速 3.6pct，并占据全美电商零售市场 39.6% 份额，继续保持行业龙头地位，预计 25 年，亚马逊将保持稳健增长，占据全美电商零售市场份额 40.9%。

图 46：全球购物者最近一次跨境购物平台

图 47：23 年亚马逊美国电商业务增速反弹



资料来源: Statista, 德邦研究所



资料来源: eMarketer Forecast, 德邦研究所

目前亚马逊为公司主要跨境电商销售渠道,公司在亚马逊采取 VC 运营模式,VC 模式与公司的优势高度契合,充分发挥了公司提前布局的优势。VC 模式下尾程物流由亚马逊负责,虽然 FBA 定价较高,但亚马逊的规模优势下实际运输成本仍具有优势,且公司拥有自己的仓储体系,这相比于其他采用 VC 模式的企业进一步降低了成本。此外,VC 模式相较于 SC 可降低销售费用,VC 模式下的广告将获得亚马逊 Vine 计划支持且可使用 AMS 创建广告优先级较高,营销成本较低,从而进一步降低了经营成本。综上,VC 渠道在成本和性价比方面具有明显优势并可适配公司自建海外仓降本增效,公司通过与电商渠道龙头深度合作,有望享受渠道龙头规模优势红利。

图 48: 亚马逊 VC 模式与 SC 模式对比

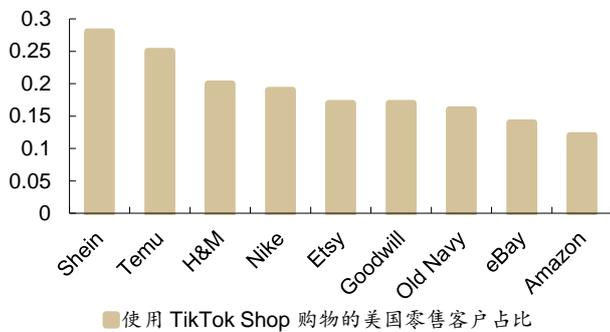
特点	卖家中心(Seller Central)	供应商中心(Vendor Central)
用户类型	第三方卖家(零售商)	第一方卖家(制造商)
参与方式	任何人都可以注册	仅限亚马逊邀请
销售管理	卖家管理店铺	亚马逊管理销售、运输和定价
物流责任	卖家可以选择自行管理或使用亚马逊物流(FBA)	亚马逊负责物流
产品设置	卖家列出产品,专业版用户可访问分析数据	团队或代理机构设置产品
数据访问	可访问分析数据(仅限专业版用户)	可访问亚马逊零售分析数据(ARA)
产品数量	卖家控制产品列表和库存发货	卖家可以销售更多产品,亚马逊批量购买
资金到账时间	销售后约两周到账	销售后约两到三个月到账
广告优先级	广告优先级低	广告优先级高,使用亚马逊营销服务(AMS)创建广告
客户服务	卖家负责客户服务和退货管理	亚马逊负责客户服务和退货管理
自主权	高,自行管理税务、广告、库存和订单	低,亚马逊管理所有事务
会员专属功能	无	Vine、Subscribe 和 Save
适用商家	适用于创业者和小型商家	适用于成熟品牌和大公司
定价权	卖家自行决定	亚马逊决定
优劣势	1、VC 渠道下卖家的定价权被削弱; 2、VC 尾程派送由平台负责,商家负责仓储环节,适合自身具有仓储能力的商家; 3、SC 注册无限制,VC 主要为邀请制,门槛较高; 4、VC 广告优先级较高	

资料来源: sagemailer, sellerapp, 德邦研究所

加速布局 TikTok Shop、Temu、Shein 等新兴电商平台，把握平台上升红利。近年来，跨境出口电商平台在出海过程中形式逐渐丰富，新流量平台逐步兴起，公司随之扩展渠道矩阵以触达更多的消费群体。TikTok Shop 主要依靠独特的营销模式和活跃的社群氛围，依托丰富的服务生态和庞大的用户基础影响消费者购买意愿，帮助品牌塑造品牌影响力，并提高客户粘性。Temu 则专注低价格带商品，在北美成功复制拼多多模式，依靠性价比快速实现流量和规模扩张，23 年已覆盖全球 48 个国家和地区。SHEIN 作为全球生活方式类电商龙头，旗下品牌生态丰富，聚焦特定客群与品类，形成了强大完善的供应链体系。TikTok Shop 与 SHEIN、Temu 等新兴电商平台增速均较快且有较高的客户流动性，易形成渠道合力，同时也能补齐 Amazon 平台局限性，扩大品牌客群覆盖范围。公司结合平台特点与自身特性，加速拓展新兴电商平台，加强品牌渠道竞争力。

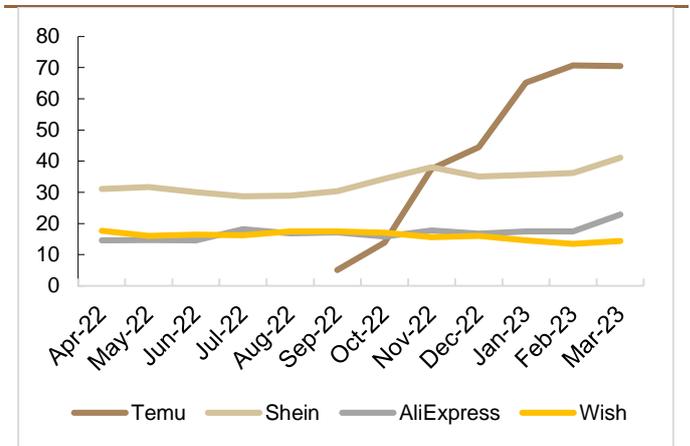
图 49: TikTok Shop 与 SHEIN、Temu 有较高的客户流动性

使用 TikTok Shop 购物的美国零售客户占比



资料来源: eMarketer Forecast, 德邦研究所
注释: 数据统计范围为 2023 年 2 月-2024 年 2 月

图 50: Temu、SHEIN 美国用户访问量快速增长 (百万次)



资料来源: eMarketer Forecast, 德邦研究所

四、盈利预测与投资建议

关键假设:

ODM/OEM (代工业务): 分拆来看, **1) 传统代工方面**, 23 年受海外高通胀、持续加息及前期库存消化周期等影响承压, 24 年以来, 美国地产销售呈现向上修复态势, 地产销售持续修复带动地产后周期相关产品出口续升, 我国单月及累计家具出口增速持续回升, 叠加海外加息周期结束及新一轮换新周期的到来, 短期看外需仍具备韧性, 因此公司传统代工业务 24 年有望迎来修复, 预计 24-26 年分别实现营收 34.9/38.4/41.5 亿元, 同比分别+5%/+10%/+8%。**2) 永裕家居方面**, 公司 SPC 新材料地板产品力、品牌力及客户资源优势明显, 且伴随着海外新材料地板渗透率提升及应用场景的拓宽, 预计维持平稳增长, 预计 24-26 年分别实现营收 16.1/17.4/18.3 亿元, 同比分别+8%/+8%/+5.5%。

OBM (自主品牌业务): 分拆来看, **1) 内生方面 (含跨境电商)**, 19 年公司开始发力跨境电商, 加速布局 TikTok Shop、Temu、Shein 等新兴电商平台, 把握平台上升红利, 多平台布局有望打开成长空间, 且自身海外仓储配送中心能够有效降低成本, 预计内生自主品牌方面 24-26 年分别实现营收 37.3/57.8/78.0 亿元,

分别同比+130%/+55%/+35%。**2)LO 方面**, LO 是瑞士全方案办公环境服务领导品牌, 以 25%的市占率位居行业第一, 预计其将持续稳健增长, 24-26 年预计分别实现营收 11.3/12.2/13.2 亿元, 同比分别+5%/+8%/+8%。**3)厨博士方面**, 受房地产行业景气度影响, 厨博士业务有所承压, 我们预计 24-26 年营收分别为 5/0/0 亿元。

根据以上假设, 我们预计公司 24-26 年营收分别为 104.8/126.0/151.2 亿元, 24-26 年 EPS 分别为 3.56/4.40/5.27 元/股, 参照 2024 年 7 月 10 日收盘价 39.83 元/股, 对应 PE 分别为 12 倍、9 倍、8 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图 51: 恒林股份收入拆分及预测

亿元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	82.0	104.8	126.0	151.2
yoy	25.8%	27.9%	20.2%	20.0%
毛利率	23.8%	23.9%	24.0%	24.0%
ODM/OEM	48.2	51.0	55.8	59.8
营收占比	58.8%	48.7%	44.3%	39.5%
yoy	30.8%	5.9%	9.4%	7.2%
毛利率	20.2%	19.7%	19.3%	18.8%
传统代工	33.3	34.9	38.4	41.5
yoy	-3.7%	5.0%	10.0%	8.0%
占比	40.6%	33.3%	30.5%	27.4%
永裕家居	14.9	16.1	17.4	18.3
yoy	4.4%	8.0%	8.0%	5.5%
占比	18.2%	15.4%	13.8%	12.1%
OBM	33.6	53.6	70.0	91.2
营收占比	41.0%	51.1%	55.6%	60.3%
yoy	21.3%	59.7%	30.6%	30.3%
毛利率	28.3%	27.7%	27.4%	27.2%
跨境电商	16.2	37.3	57.8	78.0
yoy	60.5%	130.0%	55.0%	35.0%
占比	19.8%	35.6%	45.9%	51.6%
LO	10.8	11.3	12.2	13.2
yoy	27.9%	5.0%	8.0%	8.0%
占比	13.1%	10.8%	9.7%	8.7%
厨博士	6.6	5.0	0.0	0.0
yoy	-26.7%	-24.1%		
占比	8.0%	4.8%		
其他业务	0.2	0.2	0.2	0.2

资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所预测

图 52: 恒林股份可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
永艺股份	603600.SH	10.88	36	0.95	1.01	1.24	11	11	9
致欧科技	301376.SZ	19.54	78	1.08	1.24	1.52	18	16	13
乐歌股份	300729.SZ	14.36	45	2.03	1.43	1.64	7	10	9
平均值							12	12	10
恒林股份	603661.SH	39.83	55.39	1.91	3.56	4.40	21	12	9

资料来源: wind, 德邦研究所预测 (收盘价为 2024 年 7 月 10 日)

备注: 可比公司估值来源于 wind 一致预期

五、风险提示

海外需求衰退风险、国际贸易摩擦风险、原材料价格波动风险、人民币汇率波动及出口退税政策变动风险、大客户集中风险、新品类开拓不及预期风险、跨境电商业务发展不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.91	3.56	4.40	5.27
每股净资产	24.44	28.00	32.40	37.67
每股经营现金流	3.22	7.98	5.00	9.20
每股股利	0.72	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	23.34	11.62	9.41	7.86
P/B	1.82	1.48	1.28	1.10
P/S	0.70	0.55	0.46	0.38
EV/EBITDA	10.14	6.69	6.13	4.97
股息率%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.8%	23.9%	24.0%	24.0%
净利润率	3.4%	4.7%	4.9%	4.8%
净资产收益率	7.7%	12.7%	13.6%	14.0%
资产回报率	2.7%	4.3%	4.8%	5.1%
投资回报率	5.5%	7.1%	7.9%	8.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	25.8%	27.9%	20.2%	20.0%
EBIT 增长率	43.1%	40.5%	22.0%	19.7%
净利润增长率	-26.6%	88.1%	23.6%	19.7%
偿债能力指标				
资产负债率	64.0%	65.5%	64.0%	63.4%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7
现金比率	0.3	0.3	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	55.1	48.1	50.1	51.1
存货周转天数	101.0	107.4	109.1	105.8
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	3.5	4.0	4.4	5.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	263	495	612	732
少数股东损益	15	0	0	0
非现金支出	647	505	511	586
非经营收益	2	59	62	63
营运资金变动	-479	52	-489	-103
经营活动现金流	447	1,110	695	1,279
资产	-309	-736	-865	-821
投资	-364	-64	-16	-42
其他	-42	10	13	15
投资活动现金流	-716	-789	-868	-848
债权募资	592	107	107	76
股权募资	63	0	0	0
其他	-308	-71	-77	-81
融资活动现金流	347	36	31	-5
现金净流量	131	357	-142	425

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 10 日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,195	10,483	12,602	15,125
营业成本	6,246	7,974	9,581	11,495
毛利率%	23.8%	23.9%	24.0%	24.0%
营业税金及附加	34	47	57	68
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	675	922	1,103	1,323
营业费用率%	8.2%	8.8%	8.8%	8.8%
管理费用	421	566	680	824
管理费用率%	5.1%	5.4%	5.4%	5.5%
研发费用	221	367	441	529
研发费用率%	2.7%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	444	623	760	909
财务费用	25	44	43	50
财务费用率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-165	-6	-6	-6
投资收益	-14	10	13	15
营业利润	344	585	725	870
营业外收支	-11	1	1	1
利润总额	333	586	726	871
EBITDA	809	1,122	1,265	1,490
所得税	55	91	115	139
有效所得税率%	16.6%	15.5%	15.8%	16.0%
少数股东损益	15	0	0	0
归属母公司所有者净利润	263	495	612	732

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,340	1,697	1,555	1,981
应收账款及应收票据	1,474	1,347	2,180	2,134
存货	1,821	2,935	2,873	3,885
其它流动资产	849	1,062	1,284	1,391
流动资产合计	5,484	7,041	7,893	9,390
长期股权投资	22	72	85	111
固定资产	2,330	2,604	2,832	3,001
在建工程	218	79	170	182
无形资产	463	509	532	562
非流动资产合计	4,099	4,396	4,768	5,048
资产总计	9,583	11,437	12,661	14,438
短期借款	1,372	1,479	1,586	1,662
应付票据及应付账款	1,981	2,678	2,917	3,765
预收账款	3	4	6	6
其它流动负债	1,044	1,597	1,862	1,982
流动负债合计	4,400	5,759	6,371	7,415
长期借款	1,269	1,269	1,269	1,269
其它长期负债	465	465	465	465
非流动负债合计	1,735	1,735	1,735	1,735
负债总计	6,135	7,494	8,106	9,150
实收资本	139	139	139	139
普通股股东权益	3,399	3,894	4,506	5,238
少数股东权益	49	49	49	49
负债和所有者权益合计	9,583	11,437	12,661	14,438

信息披露

分析师简介

毕先磊：轻工组组长，曾任职于招商证券，所在团队获得 2023 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 3 名，2022 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 4 名、轻工制造水晶球第 4 名。

宋姝旺：轻工分析师，曾任职于华西证券，悉尼大学硕士，主要覆盖家居、木门、卫浴、出口跨境、文具、包装及纺织制造等板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。