



买入(维持)

所属行业: 轻工制造/家居用品
当前价格(元): 30.43

证券分析师

毕先磊
资格编号: S0120524030001

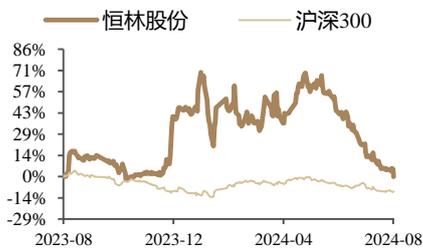
邮箱: bixl3@tebon.com.cn

宋姝旺
资格编号: S0120524060004

邮箱: songsw@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.09	-30.49	-36.33
相对涨幅(%)	-12.75	-25.68	-26.63

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《恒林股份: 代工修复可期, 自主品牌跨境电商迎来高速发展》, 2024.7.11

恒林股份(603661.SH): 营收快速增长, 自主品牌加速出海

投资要点

- 事件概述:** 公司发布24年中报, 2024H1公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为48.04/2.20/2.20/6.47亿元, 同比增长31.86%/-16.17%/-9.17%/+152.19%; 2024Q2公司收入/归母净利/扣非净利分别为24.51/1.17/1.17亿元, 同比增长25.68%/-36.30%/-29.23%。上半年收入增长主要系公司制造拓客+品牌出海计划效果逐步呈现, 跨境电商销售增长贡献; 利润下滑受新品推广营销投入较大、海运费同比上涨及股份支付费用影响, 以及去年同期公司有部分固定资产处置利得及汇兑收益较多。经营性现金流较多且高于归母净利主要系本期增加票据支付所致。
- 跨境电商加速自主品牌出海, 推进企业从“制造”向“制造+服务”转型。** 24H1公司制造业务(OEM/OEM)营收同增10.62%至24.61亿元, 近年来公司在OEM/ODM业务的基础上增加了OBM业务, 24H1公司的OBM业务占总营收的48.61%。24H1跨境电商同增240.89%至16.86亿元、同比增加了11.92亿元, 目前公司拥有Sweet Furniture、Colamy等跨境电商品牌, 产品覆盖人体工学椅、升降桌、收纳柜、功能沙发等。公司跨境电商销售渠道覆盖Amazon、Walmart、Temu、Tiktok等境内外主流的第三方线上电商平台, 同时布局Facebook、Instagram等社交媒体, 打造多维度线上营销网络, 已成为公司第二成长曲线, 公司在美国新泽西州等五大区域设立面积合计35万平方米的仓储配送中心, 提高终端销售配送时效且降低跨境物流运输成本。分产品看, 24H1公司办公家具/软体家具/板式家具/新材料地板/其他主营业务营收分别同比增长14.9%/18.5%/-10.2%/5.3%/410.8%, 以上业务占主营业务收入占比分别达39.0%/13.9%/9.3%/15.3%/22.5%。
- Q2毛利率受海运上涨等影响下滑, 净利率下降毛利率下降及财务费用增长等影响。** 24H1公司毛利率21.16%, 同比下降2.55pct; 净利率5.02%, 同比下降2.47pct。从费用端来看, 24H1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为8.94%/4.12%/2.13%/0.35%, 同比提升0.76/-1.20/-0.76/1.85pct。销售费用增加系销售推广费用增长所致, 财务费用增加较多主要系本期汇兑收益减少, 24H1公司汇兑收益为2648.11万元, 上年同期汇兑收益为9846.55万元。单季度来看, 24Q2公司毛利率17.66%, 同比下降5.02pct; 净利率5.19%, 同比下降4.57pct。费用端来看, 24Q2公司销售/管理/研发/财务费用率分别为4.66%/4.62%/2.27%/0.15%, 同比下降2.20/0.92/0.68/-4.83pct。
- 租赁海外仓强化竞争力, 助力自身跨境业务发展。** 公司8月15日发布《关于租赁海外仓的公告》, 为了更好地促进公司跨境业务的发展, 公司控股子公司eFulfill, Inc.拟向PELOTON INTERACTIVE, INC.租赁位于美国新泽西州林登市的仓库, 租赁面积25万平方英尺(约23,225平方米), 租赁金额1,731.35万美元(含税)(折合人民币约12,371.90万元), 保证金127.5万美元(折合人民币约911.1万元), 租赁期限53个月。过去12个月, 公司累计租赁7个海外仓(不含本次租赁), 面积合计约280万平方英尺(约26万平方米), 租金金额合计16,913.77万美元(含税)(折合人民币约12.09亿元), 各海外仓租赁期间从2023年10月1日至2032年4月30日不等, 公司通过布局海外仓有望持续提升自身在跨境业务的市场竞争力。

- **盈利预测与投资建议。**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 8 月 23 日收盘价 30.43 元/股，对应 PE 分别为 9 倍、7 倍、6 倍，维持“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):	4,231.81	净利润(百万元)	358	263	495	612	732
总资产(百万元):	10,454.02	(+/-)YOY(%)	6.1%	-26.6%	88.1%	23.6%	19.7%
每股净资产(元):	26.12	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

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	8.55	6.92	5.78
P/B	1.82	1.09	0.94	0.81
P/S	0.52	0.40	0.34	0.28
EV/EBITDA	10.14	5.33	4.93	3.95
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 8 月 23 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	14,437
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	14,437

信息披露

分析师与研究助理简介

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。

宋株旺：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。