

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

恒林股份(603661)

投资评级 无评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 恒林股份：外部影响减弱，跨境电商&区域扩张贡献成长动能

2025年05月07日

## 报告内容摘要：

**事件：公司发布2024年报&2025一季报。**2024全年公司实现收入110.29亿元(同比+34.6%)，归母净利润2.63亿元(同比-0.02%)，扣非归母净利润2.81亿元(同比+19.5%)；单Q4收入32.18亿元(同比+33.0%)，归母净利润-0.03亿元(23Q4亏损1.03亿元)，扣非归母净利润0.16亿元(23Q4亏损1.03亿元)。25Q1收入26.54亿元(同比+12.7%)，归母净利润0.52亿元(同比-49.5%)，扣非归母净利润0.53亿元(同比-48.9%)。Q4利润承压主要系年末资产&信用减值集中计提(合计损失约2.1亿)，其中厨博士商誉减值为0.79亿元(厨博士商誉已计提完毕)。我们预计Q1跨境电商扩张驱动收入稳健增长，盈利能力环比已稳定修复。

**跨境高增，基本盘稳定。**24年办公家具/软体家居/板式家居/新材料地板/其他板块收入分别为35.5/14.3/10.22/15.33/34.63亿元(同比分别+2.4%/+10.8%/-8.8%/+2.9%/+331.1%)，我们预计其他板块高增主要系跨境电商表现靓丽。拆分来看：

**跨境电商：**公司24年持续完善线上销售渠道&北美仓储配布局，我们预计Q2海外供应链发货比例持续提升且公司提价对冲关税扰动，跨境盈利有望稳步修复。展望未来，公司提出集中资源扶持跨境电商业务、建立全球分销体系，我们预计25年跨境业务有望维持稳健增长。

**制造：**越南基地24年实现收入24.94亿元(同比+24.7%)，我们预计目前越南产能已可充分覆盖公司美国代工订单，整体关税影响或有限。此外，伴随产能利用率提升，越南基地净利率提升1.6pct至9.3%。展望25年，我们预计公司凭借越南稀缺产能有望加速抢占全球份额，且公司计划积极开拓非美市场和国内市场，办公椅&沙发代工有望平稳增长。此外，新材料地板行业短期竞争加剧，但公司海外产能充沛&新品迭代加速，我们预计25年收入&盈利保持平稳。

**品牌：1)**LO24年收入为9.98亿元(同比-7.3%)，毛利率为30.8%(同比-0.1pct)，我们预计表现略承压主要受海外需求影响，25年有望延续平稳趋势。**2)**厨博士：根据厨博士减值判断，我们预计24年其收入&利润延续下滑，但目前商誉已计提完毕，未来对报表影响趋弱。

**盈利能力稳定，短期费用提升。**25Q1公司毛利率为16.3%(同比-10.4pct)，净利率为2.0%(同比-3.3pct)，期间费用率为13.2%(同比-6.8pct)，其中销售/研发/管理/财务费用分别为7.3%/1.7%/3.6%/0.6%(同比-5.4/-0.4/-1.2/+0.1pct)。毛利率/销售费用率波动主要系尾程配送费及折扣促销重分类所致。

**现金流短暂承压，营运能力稳定。**25Q1公司经营性现金流为-0.55亿元(同比-2.13亿元)，承压主要系票据到期支付增加所致。营运能力方面，存货/应收/应付周转天数分别为85.7/62.6/66.9天(同比-8.2/+5.6/-11.2天)。

**盈利能力：**我们预计2025-2027年公司净利润分别为4.0、4.7、5.3亿元，对应PE估值分别为9.3X、8.0X、7.1X。

**风险提示：**贸易摩擦加剧，竞争加剧，人民币汇率超预期波动。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8,195	11,029	12,117	13,492	14,673
增长率 YoY %	25.8%	34.6%	9.9%	11.3%	8.8%
归属母公司净利润 (百万元)	263	263	400	466	529
增长率 YoY%	-26.6%	0.0%	52.1%	16.4%	13.5%
毛利率%	23.8%	18.6%	17.0%	17.2%	17.5%
净资产收益率ROE%	7.7%	7.1%	10.1%	10.9%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	1.89	1.89	2.88	3.35	3.80
市盈率 P/E(倍)	14.17	14.17	9.31	8.00	7.05
市净率 P/B(倍)	1.10	1.01	0.94	0.88	0.81

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 05 月 07 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	5,484	6,204	7,845	8,525	9,421	
货币资金	1,340	1,660	1,867	2,094	2,692	
应收票据	0	0	3	1	2	
应收账款	1,473	1,805	2,029	2,298	2,453	
预付账款	62	73	105	106	113	
存货	1,821	2,326	2,953	3,144	3,365	
其他	786	340	888	882	797	
<b>非流动资产</b>	4,099	4,654	4,517	4,319	4,079	
长期股权投资	22	14	14	14	14	
固定资产(合计)	2,330	2,450	2,336	2,166	1,953	
无形资产	463	436	413	390	367	
其他	1,284	1,754	1,754	1,749	1,745	
<b>资产总计</b>	9,583	10,858	12,362	12,843	13,500	
<b>流动负债</b>	4,400	5,319	6,541	6,721	7,042	
短期借款	1,372	1,325	1,325	1,325	1,325	
应付票据	321	756	688	760	890	
应付账款	1,660	1,909	2,433	2,682	2,802	
其他	1,047	1,329	2,095	1,955	2,025	
<b>非流动负债</b>	1,735	1,786	1,795	1,795	1,795	
长期借款	1,269	812	812	812	812	
其他	465	975	983	983	983	
<b>负债合计</b>	6,135	7,106	8,336	8,516	8,837	
少数股东权益	49	56	60	72	80	
归属母公司股东权益	3,399	3,696	3,967	4,256	4,583	
<b>负债和股东权益</b>	9,583	10,858	12,362	12,843	13,500	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	8,195	11,029	12,117	13,492	14,673	
同比(%)	25.8%	34.6%	9.9%	11.3%	8.8%	
归属母公司净利润	263	263	400	466	529	
同比(%)	-26.6%	0.0%	52.1%	16.4%	13.5%	
毛利率(%)	23.8%	18.6%	17.0%	17.2%	17.5%	
ROE%	7.7%	7.1%	10.1%	10.9%	11.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.89	1.89	2.88	3.35	3.80	
P/E	14.17	14.17	9.31	8.00	7.05	
P/B	1.10	1.01	0.94	0.88	0.81	
EV/EBITDA	10.14	6.45	7.52	6.32	5.19	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业总收入</b>	8,195	11,029	12,117	13,492	14,673	
营业成本	6,246	8,973	10,059	11,169	12,100	
营业税金及附加	34	37	47	51	54	
销售费用	675	779	860	958	1,042	
管理费用	421	432	424	459	499	
研发费用	221	226	242	270	323	
财务费用	25	39	44	48	51	
减值损失合计	-165	-199	0	0	0	
投资净收益	-14	-23	0	0	0	
其他	-51	6	31	32	34	
<b>营业利润</b>	344	327	471	569	639	
营业外收支	-11	-5	0	0	0	
<b>利润总额</b>	333	322	471	569	639	
所得税	55	56	67	91	101	
<b>净利润</b>	278	266	404	478	537	
少数股东损益	15	3	4	12	8	
<b>归属母公司净利润</b>	263	263	400	466	529	
EBITDA	809	980	759	866	940	
EPS(当年)(元)	1.91	1.92	2.88	3.35	3.80	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金</b>	447	951	422	569	923	
净利润	278	266	404	478	537	
折旧摊销	365	468	243	248	250	
财务费用	43	73	114	114	114	
投资损失	6	0	0	0	0	
营运资金变动	-479	-50	-340	-272	22	
其它	235	194	1	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-716	-240	-98	-50	-10	
资本支出	-309	-181	-100	-50	-10	
长期投资	-364	-51	0	0	0	
其他	-42	-8	2	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	347	-667	-139	-291	-315	
吸收投资	63	0	0	0	0	
借款	581	-505	0	0	0	
支付利息或股息	-232	-90	-266	-291	-315	
<b>现金流净增加额</b>	131	97	207	227	598	

## 研究团队简介

**姜文锬**，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

**李晨**，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

**曹馨茗**，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

**骆峥**，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

**陆亚宁**，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

**龚轶之**，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。