

恒林股份 (603661.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

跨境电商业务亮眼，25Q2 盈利端已现边际修复

业绩简评

恒林股份旗下品牌在亚马逊平台 8 月表现亮眼，据 sorftime, Sweetcrispy/Smug/Olixis/Nouhaus/Colamy/Dumos 品牌 25 年 Q2 及 8 月在亚马逊平台销售总额达 93.0/39.8 百万美元，同比分别 +19.4%/+22.4%。公司 25H1 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 +11.30%/-17.55%/-20.61% 到 53.47/1.81/1.75 亿元。单 25Q2 来看，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 +9.92%/+10.42%/+4.28% 到 26.94/1.30/1.22 亿元。

经营分析

综合家居板块表现优良，跨境电商持续增长驱动 OBM 业务发展。公司上半年收入端实现稳健增长得益于综合家居板块（源于办公文具中跨境电商渠道销售部分重分类）。25H1 办公家具/软体家具/板式家具/新材料地板营收同比分别 -22.8%/+2.2%/-14.8%/-13.5% 达 14.5/6.8/3.8/6.3 亿元，而综合家居板块 25H1 实现收入 15.3 亿元。从业务结构来看，OBM 增长较优主因跨境电商业务表现良好，展现出较优增长潜力，25H1 公司 ODM/OEM 业务与 OBM 业务实现收入 23.6/29.6 亿元，同比各 -4.4%/+19.9%。

海运费回落助力跨境电商利润端修复，费用优化发展趋势向好。公司 25H1 毛利率同比 -3.3pct 至 17.9%，预计主因 25Q1 跨境电商促销降价影响，毛利率同比 -8.5pct 至 16.3%；而 25Q2 盈利能力改善，毛利率增长由负转正，同比 +1.8pct 至 19.5%，预计主因 Q2 海运费回落。同时，公司主动优化费用，预计跨境电商盈利能力进一步修复。25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -2.3/-0.3/-0.1/-0.2pct 至 6.7%/3.9%/2.0%/0.2%。25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.4/-0.5/+0.0/-0.4pct 至 6.1%/4.1%/2.3%/-0.3%，财务费用下降源于汇兑收益增加。

跨境电商系收入增长重要引擎，盈利改善有望持续。收入端，跨境电商增长势头良好，全球化产能布局、海外仓建设提供增长有效支撑，考虑后续美国降息预期，公司把握市场需求提振机遇，未来可期。盈利端，跨境电商规模效应将逐渐显现，叠加海外仓利用率提升，费用边际改善将延续盈利能力提升趋势。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 2.75/3.59/4.04 元，当前股价对应 PE 为 12/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料大幅上涨；海运费大幅上涨；人民币汇率大幅波动。

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：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.48 元

相关报告：

1. 《恒林股份公司点评：利润短期承压，期待后续高质量发展》，2025.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,195	11,029	11,129	12,173	13,519
营业收入增长率	25.78%	34.59%	0.91%	9.38%	11.06%
归母净利润(百万元)	263	263	382	499	562
归母净利润增长率	-25.44%	-0.02%	45.19%	30.60%	12.71%
摊薄每股收益(元)	1.892	1.892	2.746	3.587	4.043
每股经营性现金流净额	3.22	6.84	7.01	8.31	8.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.74%	7.12%	9.40%	11.10%	11.31%
P/E	23.56	16.20	11.79	9.03	8.01
P/B	1.82	1.15	1.11	1.00	0.91

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,515	8,195	11,029	11,129	12,173	13,519
增长率		25.8%	34.6%	0.9%	9.4%	11.1%
主营业务成本	-5,096	-6,246	-8,973	-8,706	-9,516	-10,544
%销售收入	78.2%	76.2%	81.4%	78.2%	78.2%	78.0%
毛利	1,419	1,949	2,056	2,423	2,657	2,975
%销售收入	21.8%	23.8%	18.6%	21.8%	21.8%	22.0%
营业税金及附加	-27	-34	-37	-37	-41	-45
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-510	-675	-779	-1,002	-1,150	-1,352
%销售收入	7.8%	8.2%	7.1%	9.0%	9.5%	10.0%
管理费用	-324	-421	-432	-501	-511	-541
%销售收入	5.0%	5.1%	3.9%	4.5%	4.2%	4.0%
研发费用	-197	-221	-226	-300	-304	-324
%销售收入	3.0%	2.7%	2.0%	2.7%	2.5%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	360	598	582	582	650	713
%销售收入	5.5%	7.3%	5.3%	5.2%	5.3%	5.3%
财务费用	9	-25	-39	-62	-71	-69
%销售收入	-0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-76	-282	-201	-87	-13	-4
公允价值变动收益	-14	3	-2	0	0	0
投资收益	85	-14	-43	1	1	1
%税前利润	22.5%	n.a	n.a	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	383	344	327	449	587	661
营业利润率	5.9%	4.2%	3.0%	4.0%	4.8%	4.9%
营业外收支	-4	-11	-5	0	0	0
税前利润	379	333	322	449	587	661
利润率	5.8%	4.1%	2.9%	4.0%	4.8%	4.9%
所得税	-38	-55	-56	-67	-88	-99
所得税率	10.0%	16.6%	17.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	341	278	266	382	499	562
少数股东损益	-12	15	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	353	263	263	382	499	562
净利率	5.4%	3.2%	2.4%	3.4%	4.1%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	341	278	266	382	499	562
少数股东损益	-12	15	3	0	0	0
非现金支出	396	647	669	416	379	416
非经营收益	-92	2	65	213	181	182
营运资金变动	-15	-479	-50	-36	97	90
经营活动现金净流	631	447	951	974	1,155	1,251
资本开支	-399	-309	-181	-369	-580	-680
投资	-36	-364	-51	-250	0	0
其他	105	-42	-8	1	1	1
投资活动现金净流	-330	-716	-240	-618	-579	-679
股权募资	6	63	0	-13	0	0
债权募资	91	592	-276	281	68	128
其他	-332	-308	-391	-169	-251	-266
筹资活动现金净流	-235	347	-667	99	-184	-139
现金净流量	201	131	97	456	392	433

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,245	1,340	1,660	1,861	2,034	2,260
应收款项	1,510	2,064	1,906	2,246	2,391	2,583
存货	1,682	1,821	2,326	2,352	2,442	2,563
其他流动资产	205	259	313	368	379	393
流动资产	4,642	5,484	6,204	6,827	7,247	7,800
%总资产	52.8%	57.2%	57.1%	59.3%	59.0%	58.6%
长期投资	290	186	226	226	226	226
固定资产	2,419	2,547	2,481	2,573	2,683	2,811
%总资产	27.5%	26.6%	22.8%	22.4%	21.8%	21.1%
无形资产	968	867	765	841	991	1,192
非流动资产	4,151	4,099	4,654	4,685	5,039	5,506
%总资产	47.2%	42.8%	42.9%	40.7%	41.0%	41.4%
资产总计	8,793	9,583	10,858	11,512	12,286	13,306
短期借款	1,669	1,713	2,023	2,303	2,371	2,498
应付款项	2,075	2,103	2,773	2,673	2,922	3,238
其他流动负债	603	584	523	826	924	1,028
流动负债	4,346	4,400	5,319	5,803	6,216	6,764
长期贷款	702	1,269	812	812	812	812
其他长期负债	429	465	975	778	709	702
负债	5,477	6,135	7,106	7,392	7,736	8,278
普通股股东权益	3,279	3,399	3,696	4,065	4,494	4,973
其中：股本	139	139	139	139	139	139
未分配利润	1,882	2,018	2,281	2,663	3,092	3,571
少数股东权益	37	49	56	56	56	56
负债股东权益合计	8,793	9,583	10,858	11,512	12,286	13,306

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.537	1.892	1.892	2.746	3.587	4.043
每股净资产	23.578	24.444	26.579	29.229	32.316	35.758
每股经营现金净流	4.537	3.217	6.839	7.006	8.307	8.992
每股股利	0.260	0.720	0.720	0.000	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	10.76%	7.74%	7.12%	9.40%	11.10%	11.31%
总资产收益率	4.01%	2.75%	2.42%	3.32%	4.06%	4.23%
投入资本收益率	5.64%	7.70%	7.26%	6.84%	7.15%	7.26%
增长率						
主营业务收入增长率	12.76%	25.78%	34.59%	0.91%	9.38%	11.06%
EBIT 增长率	-14.27%	66.18%	-2.64%	-0.01%	11.60%	9.64%
净利润增长率	4.50%	-25.44%	-0.02%	45.19%	30.60%	12.71%
总资产增长率	17.75%	8.98%	13.30%	6.03%	6.72%	8.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.6	55.9	54.3	52.0	50.0	48.0
存货周转天数	120.7	102.4	84.3	100.0	95.0	90.0
应付账款周转天数	88.9	85.3	72.6	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	109.1	103.8	81.1	80.1	73.7	67.2
偿债能力						
净负债/股东权益	33.94%	47.38%	31.31%	30.43%	25.23%	20.88%
EBIT 利息保障倍数	-41.4	24.1	14.8	9.4	9.1	10.4
资产负债率	62.29%	64.02%	65.45%	64.21%	62.97%	62.21%

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	0	2	2	2	7
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.33	1.33	1.33	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-06-30	买入	42.21	59.00~59.00
2	2025-04-26	买入	26.92	N/A

来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 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