

# 恒林股份 (603661)

证券研究报告  
2025年12月06日

## 以“制造出海与品牌出海”双轨并行策略破局

### 公司发布 2025 年三季报

公司 25Q3 营收 31 亿，同增 4%，归母净利 1 亿，同增 112%，扣非后归母净利 0.9 亿，同增 110%。

公司 25Q1-3 营收 85 亿，同增 9%，归母净利 2.8 亿，同增 5%，扣非后归母净利 2.7 亿，同增 1%。

公司业务分布主要在北美洲、欧洲、亚洲及大洋洲等地区，2025 年 1-9 月销售增长主要由美洲地区销售额增长驱动，该地区销售额同比增长 10%+；欧洲和大洋洲等其余市场也均实现销售同增。

25Q3 毛利率同比增长系跨境电商线上销售部分综合家具类产品售价增长，叠加海运等成本减少，助推该部分产品毛利率同比增长超 6%。

公司现已构建覆盖 Amazon、Walmart、TEMU 等主流电商平台的销售网络，并搭建独立站形成多维度线上营销体系。同时持续完善全球供应链布局，通过海外仓建设和全球供应链管理体系优化，为品牌出海注入新动能，有效提升线上渠道覆盖率和市场占有率。2025Q1-3 公司 OBM 营收占比超 55%。

目前，公司已在全球布局 11 个海外仓，有效覆盖主要销售区域，精准服务终端消费者，显著提升配送效率。越南生产基地与海外仓协同运作，构建了“越南生产—美国仓直发”的供应链模式，有效优化关税成本，增强供应链韧性。

以“制造出海与品牌出海”双轨并行的策略破局，遵循“制造出海--资本出海--品牌出海”路径，构建“高效生产—精准服务—持续创新”的良性循环，以求最终实现企业从成本驱动向价值驱动的跃迁

1) 持续推动全球化战略布局，在中国、越南、瑞士等国家建有科研开发、产品生产、市场销售一体的公司。子公司全方位发展跨境电商，布局海外仓，覆盖美东、美西等全美主要消费带，通过仓配一体化服务更好满足客户需求，搭建全球供应链管理体系，助推品牌出海。

2) 公司全面推行供应链集中管理模式，通过优化生产流程、建立战略供应商合作实现集中采购降本，前三季度销售费用率和管理费用率同比分别下降 0.52%和 0.18%。

3) 公司规模进一步扩大，产销能力稳步提升。公司以提高生产自动化、信息化和智能化水平为目标，不断改善和提高自身工艺和生产制程，充分发挥规模化生产优势，提升公司供应链智能运营水平。

4) 据公司三季度业绩交流会，从长期供需来看，海运费将保持平稳状态，同时，公司也与航运公司签订长期锁价合同，维持费用可控。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

基于 25Q1-3 财报，考虑公司跨境电商盈利能力提升，我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 3.83/4.86/5.87 亿元（前值分别为 4/4.8/5.8 亿元），对应 PE 分别为 12X/10X/8X。

**风险提示：**外贸环境变化，海外消费需求不及预期，海运成本上涨等

### 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	33.39 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	139.07
流通 A 股股本(百万股)	139.07
A 股总市值(百万元)	4,643.45
流通 A 股市值(百万元)	4,643.45
每股净资产(元)	27.26
资产负债率(%)	63.40
一年内最高/最低(元)	35.26/22.90

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

张彤 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110525100002  
zhangtong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《恒林股份-年报点评报告:跨境电商构建外贸发展新动能》2025-04-28
- 《恒林股份-季报点评:跨境电商规模成长延续》2024-11-05
- 《恒林股份-半年报点评:跨境电商增长强劲,预计 Q2 经营利润翻倍》2024-08-25

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,194.59	11,028.92	12,012.15	13,190.35	14,405.97
增长率(%)	25.78	34.59	8.91	9.81	9.22
EBITDA(百万元)	1,223.12	1,253.70	1,048.65	1,053.61	1,129.13
归属母公司净利润(百万元)	263.10	263.06	382.66	485.81	586.82
增长率(%)	(25.44)	(0.02)	45.46	26.96	20.79
EPS(元/股)	1.89	1.89	2.75	3.49	4.22
市盈率(P/E)	17.65	17.65	12.13	9.56	7.91
市净率(P/B)	1.37	1.26	1.19	1.10	1.01
市销率(P/S)	0.57	0.42	0.39	0.35	0.32
EV/EBITDA	5.89	3.25	4.19	3.76	2.90

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,340.42	1,659.56	1,904.01	2,140.67	2,695.49	营业收入	8,194.59	11,028.92	12,012.15	13,190.35	14,405.97
应收票据及应收账款	1,473.80	1,805.14	1,665.04	2,072.23	1,929.43	营业成本	6,245.57	8,973.23	9,756.66	10,715.72	11,678.07
预付账款	62.32	73.04	95.57	107.06	103.04	营业税金及附加	33.92	36.96	39.64	42.21	44.66
存货	1,821.46	2,325.81	2,173.10	2,589.45	2,471.05	销售费用	675.00	778.79	844.45	924.64	1,008.42
其他	777.08	335.27	633.65	479.23	702.80	管理费用	420.76	431.68	466.07	509.15	554.63
<b>流动资产合计</b>	<b>5,475.07</b>	<b>6,198.82</b>	<b>6,471.37</b>	<b>7,388.64</b>	<b>7,901.81</b>	研发费用	221.06	225.77	245.05	267.76	291.00
长期股权投资	21.87	14.16	8.86	6.26	2.06	财务费用	24.87	39.42	23.71	20.27	26.79
固定资产	2,329.71	2,449.75	2,295.94	2,125.38	1,957.34	资产/信用减值损失	(281.94)	(201.36)	(128.45)	(59.57)	(31.38)
在建工程	217.64	30.75	37.94	30.76	25.03	公允价值变动收益	2.74	(1.88)	0.00	0.00	0.00
无形资产	463.11	436.35	413.85	391.35	368.85	投资净收益	(13.61)	(22.78)	(18.20)	(20.49)	(19.34)
其他	1,066.40	1,723.10	1,143.06	1,193.76	1,257.91	其他	522.03	441.74	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,098.72</b>	<b>4,654.12</b>	<b>3,899.65</b>	<b>3,747.51</b>	<b>3,611.19</b>	<b>营业利润</b>	<b>344.18</b>	<b>327.35</b>	<b>489.92</b>	<b>630.54</b>	<b>751.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,583.01</b>	<b>10,857.75</b>	<b>10,371.02</b>	<b>11,136.16</b>	<b>11,513.00</b>	营业外收入	1.46	9.47	3.90	4.94	6.10
短期借款	1,371.95	1,325.02	1,270.90	1,135.70	1,046.80	营业外支出	12.55	14.57	10.58	12.56	12.57
应付票据及应付账款	1,980.74	2,664.97	2,321.77	2,976.56	2,992.23	<b>利润总额</b>	<b>333.08</b>	<b>322.25</b>	<b>483.24</b>	<b>622.91</b>	<b>745.22</b>
其他	740.28	1,078.71	1,037.25	997.16	1,106.18	所得税	55.14	56.06	96.65	124.58	149.04
<b>流动负债合计</b>	<b>4,092.97</b>	<b>5,068.70</b>	<b>4,629.92</b>	<b>5,109.42</b>	<b>5,145.21</b>	<b>净利润</b>	<b>277.94</b>	<b>266.20</b>	<b>386.59</b>	<b>498.33</b>	<b>596.17</b>
长期借款	1,269.43	811.66	809.40	785.40	779.00	少数股东损益	14.85	3.14	3.93	12.52	9.36
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>263.10</b>	<b>263.06</b>	<b>382.66</b>	<b>485.81</b>	<b>586.82</b>
其他	465.48	974.82	965.00	954.00	932.00	每股收益(元)	1.89	1.89	2.75	3.49	4.22
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,734.92</b>	<b>1,786.48</b>	<b>1,774.40</b>	<b>1,739.40</b>	<b>1,711.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>6,134.71</b>	<b>7,105.91</b>	<b>6,404.32</b>	<b>6,848.82</b>	<b>6,856.21</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	48.96	55.53	57.96	65.71	71.51	<b>成长能力</b>					
股本	139.07	139.07	139.07	139.07	139.07	营业收入	25.78%	34.59%	8.91%	9.81%	9.22%
资本公积	1,148.95	1,169.65	1,169.65	1,169.65	1,169.65	营业利润	-10.10%	-4.89%	49.66%	28.70%	19.21%
留存收益	2,087.72	2,350.78	2,587.79	2,888.68	3,252.14	归属于母公司净利润	-25.44%	-0.02%	45.46%	26.96%	20.79%
其他	23.60	36.81	12.23	24.22	24.42	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,448.30</b>	<b>3,751.84</b>	<b>3,966.70</b>	<b>4,287.33</b>	<b>4,656.79</b>	毛利率	23.78%	18.64%	18.78%	18.76%	18.94%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,583.01</b>	<b>10,857.75</b>	<b>10,371.02</b>	<b>11,136.16</b>	<b>11,513.00</b>	净利率	3.21%	2.39%	3.19%	3.68%	4.07%
						ROE	7.74%	7.12%	9.79%	11.51%	12.80%
						ROIC	8.24%	6.89%	11.71%	14.22%	17.60%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	资产负债率	64.02%	65.45%	61.75%	61.50%	59.55%
净利润	277.94	266.20	382.66	485.81	586.82	净负债率	47.61%	31.32%	13.28%	3.07%	-10.83%
折旧摊销	263.91	284.55	281.58	286.24	291.27	流动比率	1.25	1.17	1.40	1.45	1.54
财务费用	42.75	72.91	23.71	20.27	26.79	速动比率	0.83	0.73	0.93	0.94	1.06
投资损失	6.30	0.19	18.20	20.49	19.34	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(485.58)	57.03	264.46	(125.91)	70.29	应收账款周转率	6.52	6.73	6.92	7.06	7.20
其它	342.00	270.27	3.93	12.52	9.36	存货周转率	4.68	5.32	5.34	5.54	5.69
<b>经营活动现金流</b>	<b>447.34</b>	<b>951.15</b>	<b>974.53</b>	<b>699.42</b>	<b>1,003.86</b>	总资产周转率	0.89	1.08	1.13	1.23	1.27
资本支出	183.36	(418.81)	122.27	97.00	117.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(59.52)	(7.70)	(5.30)	(2.60)	(4.20)	每股收益	1.89	1.89	2.75	3.49	4.22
其他	(839.70)	186.39	(247.61)	(200.89)	(227.14)	每股经营现金流	3.22	6.84	7.01	5.03	7.22
<b>投资活动现金流</b>	<b>(715.86)</b>	<b>(240.12)</b>	<b>(130.65)</b>	<b>(106.49)</b>	<b>(114.34)</b>	每股净资产	24.44	26.58	28.11	30.36	32.97
债权融资	586.64	(186.84)	(427.70)	(178.57)	(107.99)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(116.41)	(66.21)	(171.73)	(177.70)	(226.72)	市盈率	17.65	17.65	12.13	9.56	7.91
其他	(123.16)	(414.26)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.37	1.26	1.19	1.10	1.01
<b>筹资活动现金流</b>	<b>347.07</b>	<b>(667.30)</b>	<b>(599.42)</b>	<b>(356.27)</b>	<b>(334.70)</b>	EV/EBITDA	5.89	3.25	4.19	3.76	2.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.40	4.14	5.73	5.16	3.90
<b>现金净增加额</b>	<b>78.55</b>	<b>43.72</b>	<b>244.46</b>	<b>236.66</b>	<b>554.82</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com