

公司研究

公司跨境电商高速增长，25Q4 一次性计提大额减值后有望轻装上阵

——恒林股份（603661.SH）2025 年报及 2026 年一季报点评

买入（维持）

当前价：30.53 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

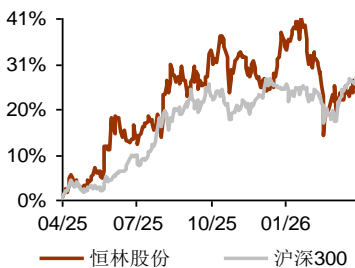
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.39
总市值(亿元)	42.46
一年最低/最高(元)	25.14/35.80
近3月换手率	39.72%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.15	-13.40	-6.71
绝对	-1.13	-11.25	20.78

资料来源：Wind

相关研报

基本面筑底向上，价值洼地值得重视——恒林股份（603661.SH）投资价值分析报告（2026-03-11）

要点

事件：

公司发布 2025 年报和 2026 年一季报。公司 2025 年实现收入 116.8 亿元，同比+5.9%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比-37.7%，其中 1Q/2Q/3Q/4Q2025 分别实现营收 26.5/26.9/31.4/31.9 亿元，同比+12.7%/+9.9%/+4.4%/-0.9%，实现归母净利润 0.5/1.3/1.0/-1.1 亿元。1Q2026 公司实现营收 32.2 亿元，同比+21.3%，实现归母净利润 5898 万元，同比+13.7%。

点评：

跨境电商业务持续高速增长，驱动公司单季收入再创新高：2025 年，分产品看，公司办公家具/软体家具/板式家具/新材料/综合家居地板分别实现收入 28.3/15.0/8.9/12.2/52.2 亿元，同比-20.5%/+5.4%/-12.5%/-20.7%/+50.9%。受分类口径调整影响，2025 年公司办公家具业务表现收入同比有所下滑。分业务模式看，公司大宗/线上业务分别实现收入 59.4/57.3 亿元，同比-11.0%/+32.4%。

1Q2026，公司跨境电商业务实现收入约 16 亿元，同比增长 50%以上；代工业务实现收入约 16 亿元，同比保持稳定。

公司坚持“制造出海与品牌出海”双轮驱动战略，2025 年公司 OBM 业务营收占比已达 58.9%，同比提升 5.1pcts。

Q4 一次性计提大额减值后有望轻装上阵，一季度毛利率已明显提升：2025 年公司毛利率为 18.5%，同比-0.1pcts；归母净利率为 1.4%，同比-1.0pcts。分产品看，2025 年，公司办公家具/软体家具/板式家具/新材料/综合家居地板毛利率分别为 22.9%/23.3%/19.0%/12.4%/16.2%，同比+0.9/+3.0/+0.4/-2.7/+0.5pcts。

2025 年公司归母净利率同比下滑，主要原因系：一方面，公司主动收缩厨博士业务，2025 年针对厨博士相关资产计提减值准备 1.19 亿元，预提相关费用 0.19 亿元；另一方面，2025 年公司汇兑损失约 0.15 亿元，相较 2024 年汇兑收入 0.62 亿元增加 0.77 亿元的损失。

1Q2026 公司毛利率为 18.7%，同比+2.5pcts。公司电商业务降低了促销力度，毛利率同比明显提升，拉动公司整体毛利率同比提高。

2025 年公司期间费用率为 14.0%，同比+0.6pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.3%/3.9%/1.8%/1.0%，同比+0.3pcts/持平/-0.3/+0.6pcts。公司财务费用率提高主要原因系汇兑损失增加所致。1Q2026 公司期间费用率为 15.8%，同比+2.6pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.7%/3.5%/1.3%/2.3%，同比+1.4/-0.1/-0.4/+1.7pcts。

跨境电商业务高速增长，利润弹性有望快速释放：考虑到人民币升值导致的汇兑损失、以及美伊冲突引发的原材料价格上涨，我们下调 2026-2027 年归母净利润分别至 3.6/4.5 亿元（下调幅度为 29%/30%），并新增 2028 年归母净利润预测为 5.8 亿元，折合 EPS 分别为 2.62/3.26/4.17 元，当前股价对应 PE 分别为 12/9/7 倍。

公司为国内百亿收入办公家具龙头，一方面，厨博士资产减值计提完毕后，公司轻装上阵，资产质量得以进一步提升；另一方面，公司跨境电商业务保持高速增长，且毛利率处在逐步修复回升的趋势中，公司利润弹性较高，当前估值处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：海外宏观需求不及预期，原材料价格波动风险，海运价格波动风险，跨境电商发展不及预期，国际贸易政策波动风险，汇率波动风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	11,029	11,677	13,928	16,160	18,440
营业收入增长率	34.59%	5.88%	19.28%	16.02%	14.11%
净利润（百万元）	263	164	364	453	580
净利润增长率	-0.02%	-37.72%	122.13%	24.44%	27.99%
EPS（元）	1.89	1.18	2.62	3.26	4.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.12%	4.50%	9.27%	10.70%	12.53%
P/E	16	26	12	9	7
P/B	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,029	11,677	13,928	16,160	18,440
营业成本	8,973	9,511	11,365	13,161	14,955
折旧和摊销	271	549	560	574	589
税金及附加	37	35	41	48	55
销售费用	779	856	1,017	1,180	1,346
管理费用	432	460	529	614	701
研发费用	226	206	251	291	332
财务费用	39	114	101	97	87
投资收益	-23	-9	-8	-8	-8
营业利润	327	302	579	718	916
利润总额	322	299	576	715	913
所得税	56	108	208	258	330
净利润	266	191	368	457	584
少数股东损益	3	27	4	4	4
归属母公司净利润	263	164	364	453	580
EPS(元)	1.89	1.18	2.62	3.26	4.17

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	951	942	538	854	979
净利润	263	164	364	453	580
折旧摊销	271	549	560	574	589
净营运资金增加	110	254	701	512	524
其他	308	-24	-1,087	-685	-713
投资活动产生现金流	-240	-84	-438	-463	-438
净资本支出	-181	-96	-430	-430	-430
长期投资变化	14	13	0	0	0
其他资产变化	-73	-1	-8	-33	-8
融资活动现金流	-667	-1,021	143	-149	-294
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-147	-451	321	95	-25
无息负债变化	1,119	426	382	626	628
净现金流	97	-214	244	242	247

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	18.6%	18.5%	18.4%	18.6%	18.9%
EBITDA 率	9.9%	11.4%	9.5%	9.2%	9.2%
EBIT 率	7.3%	6.6%	5.5%	5.7%	6.0%
税前净利润率	2.9%	2.6%	4.1%	4.4%	5.0%
归母净利润率	2.4%	1.4%	2.6%	2.8%	3.1%
ROA	2.5%	1.8%	3.1%	3.6%	4.2%
ROE (摊薄)	7.1%	4.5%	9.3%	10.7%	12.5%
经营性 ROIC	11.3%	8.4%	7.6%	8.5%	9.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	65%	66%	66%	66%	66%
流动比率	1.17	1.20	1.22	1.26	1.31
速动比率	0.73	0.69	0.70	0.72	0.76
归母权益/有息债务	1.30	1.53	1.45	1.51	1.67
有形资产/有息债务	3.53	4.21	4.06	4.28	4.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	10,858	10,801	11,796	12,826	13,830
货币资金	1,660	1,265	1,508	1,750	1,997
交易性金融资产	0	1	2	3	4
应收账款	1,805	2,078	2,492	2,891	3,299
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	2,326	2,742	3,162	3,645	4,127
其他流动资产	335	208	208	208	208
流动资产合计	6,204	6,368	7,463	8,603	9,755
其他权益工具	167	179	179	179	179
长期股权投资	14	13	13	13	13
固定资产	2,450	2,271	2,091	1,908	1,734
在建工程	31	31	83	122	137
无形资产	436	393	402	411	420
商誉	305	305	305	305	305
其他非流动资产	101	69	69	69	69
非流动资产合计	4,654	4,433	4,332	4,224	4,075
总负债	7,106	7,081	7,784	8,505	9,108
短期借款	1,325	1,133	1,999	2,094	2,069
应付账款	1,909	2,672	2,841	3,290	3,739
应付票据	756	421	568	658	748
预收账款	5	4	0	0	0
其他流动负债	6	17	17	17	17
流动负债合计	5,319	5,286	6,118	6,839	7,442
长期借款	812	773	656	656	656
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	56	49	49	49	49
非流动负债合计	1,786	1,783	1,666	1,666	1,666
股东权益	3,752	3,720	4,012	4,322	4,722
股本	139	139	139	139	139
公积金	1,239	1,248	1,248	1,248	1,248
未分配利润	2,281	2,268	2,556	2,862	3,259
归属母公司权益	3,696	3,638	3,925	4,231	4,628
少数股东权益	56	82	86	90	94

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	7.06%	7.33%	7.30%	7.30%	7.30%
管理费用率	3.91%	3.94%	3.80%	3.80%	3.80%
财务费用率	0.36%	0.98%	0.73%	0.60%	0.47%
研发费用率	2.05%	1.76%	1.80%	1.80%	1.80%
所得税率	17%	36%	36%	36%	36%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.72	0.55	1.06	1.31	1.68
每股经营现金流	6.84	6.77	3.87	6.14	7.04
每股净资产	26.58	26.16	28.23	30.42	33.28
每股销售收入	79.31	83.97	100.16	116.20	132.60

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	16	26	12	9	7
PB	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	5.1	5.3	4.8	4.2
股息率	2.4%	1.8%	3.5%	4.3%	5.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼