



# 恒林股份 (603661.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 跨境电商延续规模扩张、盈利修复， 计提减值轻装上阵

### 业绩简评

4月29日公司披露2025&26Q1业绩，25年收入116.77亿元(同比+5.9%)；归母净利1.64亿元(同比-37.7%)。其中25Q4收入31.90亿元(同比-0.9%)，归母净利-1.15亿元(同比-3834.2%)；26Q1收入32.18亿元(同比+21.3%)，归母净利0.59亿元(同比+13.7%)。

### 经营分析

贸易环境大幅波动背景下，跨境电商业务实现强韧增长。分产品看，办公家具/软体家具/板式家具/新材料地板/综合家居及其他25年营收分别同比-20.5%/+5.4%/-12.5%/-20.7%/+50.9%至28.3/15.0/8.9/12.2/52.2亿元。其中25H2办公家具/软体家具/板式家具营收13.8/8.2/5.1亿元，同比分别-17.8%/+8.2%/-10.7%。分区域看，境内/境外25A收入8.4/108.3亿元，同比分别-24.8%/+9.5%。25A代工/OBM业务收入47.9/68.7亿元，同比分别-5.3%/+15.7%；其中25H2代工/OBM业务收入分别同比-6.0%/+8.5%。贸易政策动荡背景下，公司跨境电商业务保持增长势头，25A线上销售收入同比+32.4%至57.3亿元。26Q1收入同比+21.3%，主因去年同期公司跨境电商业务降价去库致基数偏低。

售价回暖带动毛利率回升，汇兑损失致业绩增速低于收入。25年毛利率同比-0.1pct至18.6%，主因25Q1促销去库导致毛利率承压下滑；收缩促销力度+新品售价调整，25Q4/26Q1毛利率分别+1.7/+2.5pct至20.6%/18.7%。费用率方面，25A公司销售/管理+研发/财务费用率分别+0.3/-0.3/+0.6pct，其中财务费用率提升主因25年产生汇兑损失约0.15亿，而24年产生汇兑收益约0.62亿。26Q1销售/管理+研发/财务费用率分别+1.4/-0.5/+1.8pct，毛利率回升+信用减值冲回使净利率2pct至2.37%。

厨博士相关资产计提减值后轻装上阵，26年有望迎来业绩释放。

受国内房地产行业持续下行影响，子公司厨博士经营承压，影响归母净利润约1.8亿元。公司已主动对厨博士业务实施大幅收缩，并且25年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。截至25年末，厨博士账面净资产降至1.86亿元，未来对公司整体财务状况影响弱化，为26年增长奠定基础。

### 盈利预测、估值与评级

公司坚持制造与品牌出海并行，跨境电商业务带动增长。预计公司26-28年归母净利3.6/5.3/6.2亿元，同比+119%/+48%/+17%，当前股价对应PE估值12/8/7X，维持“买入”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧、原材料，汇率和海运费波动、贸易政策变化等风险

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：唐执敬 (执业 S1130525020002)

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：30.53 元

相关报告：

- 《恒林股份公司点评：逆势增长业绩亮眼，25Q3 利润端改善明显》，2025.10.29
- 《恒林股份公司点评：跨境电商业务亮眼，25Q2 盈利端已现边际修...》，2025.9.19



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	11,029	11,677	13,352	15,210	17,064
营业收入增长率	34.59%	5.88%	14.34%	13.91%	12.19%
归母净利润(百万元)	263	164	358	532	624
归母净利润增长率	-0.02%	-37.72%	118.68%	48.43%	17.36%
摊薄每股收益(元)	1.892	1.178	2.576	3.824	4.488
每股经营性现金流净额	6.84	6.77	7.80	8.05	7.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.12%	4.50%	9.30%	12.75%	13.73%
P/E	16.20	27.17	11.85	7.98	6.80
P/B	1.15	1.22	1.10	1.02	0.93

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)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,195</b>	<b>11,029</b>	<b>11,677</b>	<b>13,352</b>	<b>15,210</b>	<b>17,064</b>
增长率		34.6%	5.9%	14.3%	13.9%	12.2%
主营业务成本	-6,246	-8,973	-9,511	-10,795	-12,187	-13,620
%销售收入	76.2%	81.4%	81.5%	80.9%	80.1%	79.8%
毛利	1,949	2,056	2,166	2,557	3,022	3,444
%销售收入	23.8%	18.6%	18.5%	19.1%	19.9%	20.2%
营业税金及附加	-34	-37	-35	-40	-46	-51
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-675	-779	-856			
%销售收入	8.2%	7.1%	7.3%	7.5%	7.8%	8.1%
管理费用	-421	-432	-460	-534	-608	-683
%销售收入	5.1%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-221	-226	-206	-240	-274	-307
%销售收入	2.7%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	598	582	609	741	908	1,021
%销售收入	7.3%	5.3%	5.2%	5.5%	6.0%	6.0%
财务费用	-25	-39	-114	-159	-91	-69
%销售收入	0.3%	0.4%	1.0%	1.2%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-282	-201	-200	-56	-52	-53
公允价值变动收益	3	-2	1	3	3	3
投资收益	-14	-43	-12	-10	-10	-10
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	344	327	302	539	778	912
营业利润率	4.2%	3.0%	2.6%	4.0%	5.1%	5.3%
营业外收支	-11	-5	-4	-5	-5	-5
税前利润	333	322	299	534	773	907
利润率	4.1%	2.9%	2.6%	4.0%	5.1%	5.3%
所得税	-55	-56	-108	-118	-155	-181
所得税率	16.6%	17.4%	36.1%	22.0%	20.0%	20.0%
净利润	278	266	191	417	618	726
少数股东损益	15	3	27	58	87	102
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>263</b>	<b>263</b>	<b>164</b>	<b>358</b>	<b>532</b>	<b>624</b>
净利率	3.2%	2.4%	1.4%	2.7%	3.5%	3.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	278	266	191	417	618	726
少数股东损益	15	3	27	58	87	102
非现金支出	647	669	765	486	522	569
非经营收益	2	65	179	113	112	107
营运资金变动	-479	-50	-193	69	-132	-398
<b>经营活动现金净流</b>	<b>447</b>	<b>951</b>	<b>942</b>	<b>1,085</b>	<b>1,120</b>	<b>1,005</b>
资本开支	-309	-181	-96	-291	-310	-425
投资	-364	-51	-6	3	3	3
其他	-42	-8	18	-10	-10	-10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-716</b>	<b>-240</b>	<b>-84</b>	<b>-297</b>	<b>-317</b>	<b>-432</b>
股权募资	63	0	0	0	0	0
债权募资	592	-276	-596	-143	-215	49
其他	-308	-391	-425	-243	-313	-345
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>347</b>	<b>-667</b>	<b>-1,021</b>	<b>-386</b>	<b>-527</b>	<b>-296</b>
<b>现金净流量</b>	<b>131</b>	<b>97</b>	<b>-214</b>	<b>401</b>	<b>275</b>	<b>276</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,340	1,660	1,265	1,606	1,825	2,048
应收款项	2,064	1,906	2,127	2,287	2,605	3,063
存货	1,821	2,326	2,742	2,753	3,109	3,584
其他流动资产	259	313	235	291	302	314
流动资产	5,484	6,204	6,368	6,936	7,840	9,009
%总资产	57.2%	57.1%	59.0%	61.8%	65.8%	69.6%
长期投资	186	226	238	237	237	237
固定资产	2,547	2,481	2,301	2,212	2,051	1,959
	26.6%	22.8%	21.3%	19.7%	17.2%	15.1%
无形资产	867	765	714	716	717	718
非流动资产	4,099	4,654	4,433	4,285	4,075	3,936
%总资产	42.8%	42.9%	41.0%	38.2%	34.2%	30.4%
<b>资产总计</b>	<b>9,583</b>	<b>10,858</b>	<b>10,801</b>	<b>11,222</b>	<b>11,916</b>	<b>12,945</b>
短期借款	1,713	2,023	1,611	1,409	1,195	1,243
应付款项	2,103	2,773	3,184	3,376	3,812	4,261
其他流动负债	584	523	492	655	777	884
流动负债	4,400	5,319	5,286	5,440	5,784	6,388
长期贷款	1,269	812	773	873	873	873
其他长期负债	465	975	1,021	914	859	808
负债	6,135	7,106	7,081	7,228	7,517	8,069
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,399</b>	<b>3,696</b>	<b>3,638</b>	<b>3,853</b>	<b>4,172</b>	<b>4,546</b>
其中：股本	139	139	139	139	139	139
未分配利润	2,018	2,281	2,268	2,483	2,803	3,177
少数股东权益	49	56	82	141	227	329
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,583</b>	<b>10,858</b>	<b>10,801</b>	<b>11,222</b>	<b>11,916</b>	<b>12,945</b>

**比率分析**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.892	1.892	1.178	2.576	3.824	4.488
每股净资产	24.444	26.579	26.159	27.705	30.000	32.693
每股经营现金净流	3.217	6.839	6.774	7.800	8.052	7.224
每股股利	2.160	0.720	0.550	1.031	1.530	1.795
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.74%	7.12%	4.50%	9.30%	12.75%	13.73%
总资产收益率	2.75%	2.42%	1.52%	3.19%	4.46%	4.82%
投入资本收益率	7.70%	7.26%	6.34%	9.16%	11.18%	11.63%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	25.78%	34.59%	5.88%	14.34%	13.91%	12.19%
EBIT 增长率	66.18%	-2.64%	4.56%	21.65%	22.59%	12.42%
净利润增长率	-25.44%	-0.02%	-37.72%	118.68%	48.43%	17.36%
总资产增长率	8.98%	13.30%	-0.52%	3.89%	6.19%	8.63%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	55.9	54.3	60.7	60.0	60.0	63.0
存货周转天数	102.4	84.3	97.2	95.0	95.0	98.0
应付账款周转天数	85.3	72.6	87.9	88.0	88.0	88.0
固定资产周转天数	103.8	81.1	71.0	59.1	49.5	42.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	47.38%	31.31%	30.07%	16.93%	5.51%	1.39%
EBIT 利息保障倍数	24.1	14.8	5.3	4.7	10.0	14.8
资产负债率	64.02%	65.45%	65.56%	64.41%	63.08%	62.34%

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	0	1	1	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究