

恒林股份 (603661)

证券研究报告

2023年05月31日

丰富产品完善渠道，持续赛道扩容

国内座椅行业龙头，聚焦大家居战略转型

公司专注座椅二十余年，连续十余年办公椅出口额全国排名第一，系国内领先健康坐具开发企业及办公椅制造商和出口商之一。公司当前践行国内国际市场双循环的大家居战略，自“制造型”企业向“制造+服务型”企业转型，2019年起至今先后收购 Lista Office、厨博士、永裕家居拓展业务，扩容“大家居”战略赛道。

公司规模持续增长，22年收入65亿同增13%

23Q1公司收入16.94亿，同比增长20.8%，剔除永裕后收入为14亿，与22Q1基本持平；归母净利润0.78亿元，同比增长7.5%。22年公司收入规模65.2亿，同比增长12.8%，一方面系并入厨博士销售收入所致，另一方面系国际市场开拓、海外电商业务增长；22年归母净利润3.53亿，同比增长4.5%。

分业务看，公司收入以办公椅为主，板式家具增长迅速。22年公司办公椅收入25.1亿同增12.2%，占总38.9%；沙发收入10.3亿同减12.0%，占总16%；板式家具收入15.9亿同增76.4%，占总24.6%；系统办公收入8.4亿同增12%，占总13.1%；按摩椅收入2.2亿同减30%，占总3.4%。

分地区看，22年公司七成以上收入来自海外，境内收入14.91亿，占总23.1%；境外收入49.57亿，占总76.9%。分业务模式看，目前仍以代工收入居多，同时自主品牌发展迅速，22年代工业务收入36.8亿，占总57.1%；自有品牌收入27.7亿，占总42.9%。

市场空间广阔，头部企业或受益行业集中度提升

2020年我国办公椅行业规模达265亿人民币，系全球最大家具制造国与出口国，主要向美国、日本、德国等国家出口。办公椅行业整体集中度较低，恒林与永艺系我国市场中份额较高的两大企业，据我们测算，二者对应市场份额分别约为8.7%、8.9%。同时我国也是全球最大的沙发生产国及消费国之一，据前瞻产业研究院，2025年我国沙发市场规模或将超千亿元。

我国办公椅、软体市场中小制造企业较多，行业呈分散化趋势，对标较为成熟的美国市场来看，市场集中度仍有较大提升空间，在当前消费者对产品要求更高、消费环境仍在复苏、环保要求更高等背景因素下，中小企业或将加速出清，头部企业有望受益集中度提升。

持续推进大家居战略，多业务协同发展

公司以大家居为战略方向，不断升级产品体系、丰富品类。继LO、厨博士之后，22年公司继续丰富家居环境产品线，继续收购永裕家居股份，完成后持股比例提升至约95%，公司业务板块新增SPC地板、竹地板等家居产品。

此外，公司加强国内及跨境电商团队，升级电商组织，以客户需求为导向调整产品结构，提升线上渠道覆盖率和市场占有率。22年电商实现营业收入10.1亿元，同比增长58.3%。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	34.03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)	4,732.45
流通A股市值(百万元)	4,732.45
每股净资产(元)	24.15
资产负债率(%)	62.43
一年内最高/最低(元)	43.33/26.00

作者

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

尉鹏洁 分析师
SAC执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

市场及客户资源优势领先，构建国内国际市场双循环

公司凭借多年丰富的家具设计及制造经验，准时稳定的订单交付，以及优质的产品与服务，与 IKEA、NITORI、Office Depot、Staples、Walmart 等国际行业知名客户群体建立了长期合作关系，并多次被评为优质供应商，优质的客户资源进一步带动代工业务品牌效应提升。

自主品牌方面，公司旗下拥有“恒林”及其子品牌“LO”、“Nouhaus”等品牌，定位不同市场，为消费者提供健康的办公和居家生活方式所需的专业和时尚的家具，持续提升产品及品牌知名度及美誉度；22 年 OBM 业务收入 27.7 亿，同比增长 35.6%，自主品牌业务占比提升有望带动公司整体毛利率提升。

首次覆盖，给予“买入”评级

公司坚持大家居战略，从“制造型”企业向“制造+服务型”企业转型，持续丰富产品品类，构建办公及家居整体服务的产品体系，由专注于座具的制造商发展为办公与民用家具的全场景服务，在办公椅传统优势品类稳步发展之上，板式家具、跨境电商等业务增量可期。

我们预计公司 2023-25 年收入分别为 82、95、110 亿，归母净利分别为 4.6 亿、5.5 亿、6.5 亿，对应 EPS 分别为 3.3、4.0、4.7 元/股。我们选择同行业永艺股份、志邦家居、顾家家居作为可比公司，参考可比均值，给予公司 23 年 12.5~13.5 倍 PE，对应目标价为 41.6~44.9 元。

风险提示：宏观政策及环境变化风险；房地产行业增速不及预期风险；商誉减值风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,777.80	6,514.93	8,248.47	9,504.54	10,955.66
增长率(%)	21.81	12.76	26.61	15.23	15.27
EBITDA(百万元)	901.38	852.25	855.52	962.83	1,071.49
归属母公司净利润(百万元)	337.66	352.86	462.90	551.60	647.20
增长率(%)	(7.05)	4.50	31.19	19.16	17.33
EPS(元/股)	2.43	2.54	3.33	3.97	4.65
市盈率(P/E)	14.13	13.52	10.30	8.65	7.37
市净率(P/B)	1.58	1.45	1.29	1.14	1.00
市销率(P/S)	0.83	0.73	0.58	0.50	0.44
EV/EBITDA	4.83	5.18	5.79	4.83	3.72

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 聚焦大家居扩容，业务规模持续增长	5
1.1. 国内座椅行业龙头，转型落地大家居战略	5
1.2. 公司股权集中，高管行业经验丰富	5
1.3. 内生业务稳步增长，并购助力规模扩张	6
2. 我国是全球主要办公及软体家具制造国之一，市场份额有望加速集中	9
2.1. 全球最大办公家具制造国及出口国，头部企业或受益集中度提升	10
2.2. 全球软体市场规模 2025 年有望突破千亿，我国沙发行业较为分散	12
3. 大家居战略转型，多业务协同发展	14
3.1. 办公家居：以办公椅为基本盘，收购 LO 扩张业务版图	14
3.2. 软体家居：海外需求旺盛，推出自主品牌扩大知名度	16
3.3. 板式家居：渠道快速扩张，大家居战略重要一环	18
3.4. 新业务：跨境电商助力 ToC 转型，成本优势驱动业绩增长	19
4. 盈利预测	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 2023/3/31）	5
图 3：2018-2022 年营业总收入（亿元）及同比	6
图 4：21Q1-23Q1 分季度营业总收入（亿元）及同比	6
图 5：2018-2022 年各品类营业总收入（亿元）	6
图 6：2018-2022 年分地区营业收入（亿元）	7
图 7：2018-2022 年各业务模式营业收入（亿元）	7
图 8：2018-2022 年归母净利润（亿元）及同比	7
图 9：2018-2022 年毛利率及归母净利率	8
图 10：2018-2022 年公司分品类毛利率	8
图 11：2020-2022 年公司分业务模式毛利率	9
图 12：2018-2022 年公司分地区毛利率	9
图 13：2018-2022 年公司各项费用率	9
图 14：2014-2026 年中国办公椅行业市场规模预测（亿元）	10
图 15：2020-2023 年中国办公椅出口额及增速（单位：亿元）	10
图 16：2021-2023 年 1-2 月三大出口国购买额（单位：万元）	11
图 17：2021-2023 年 1-2 月中国办公椅出口三大出口国购买额占比	11
图 18：2020 年中国办公椅行业市场份额（单位：%）	11
图 19：2020 年各国全球软体家具市场的生产总值占比	12
图 20：2020 年各国全球软体家具市场的消费总额占比	12
图 21：2014-2026 年中国沙发行业市场规模预测（单位：亿元）	12
图 22：2021-2023 年 1-2 月三大出口国购买额（单位：亿元）	13

图 23: 2021-2023 年 1-2 月中国沙发出口三大出口国购买额占比	13
图 24: 2020 年中国沙发市场竞争格局占比	13
图 25: 2017-2022 年办公椅销售收入	14
图 26: 2017-2022 年办公椅毛利率	14
图 27: 公司与全球行业龙头建立战略合作关系	14
图 28: 2017-2022 年公司前五大客户销售额及增长率	15
图 29: 2017-2022 年公司前五大客户销售额占比	15
图 30: 办公环境解决方案	15
图 31: 我国办公家具市场产品份额占比	15
图 32: 2019-2022 年环境整体解决方案销售收入	16
图 33: 2019-2022 年环境整体解决方案毛利率	16
图 34: 2018-2022 年沙发销售收入 (亿元)	16
图 35: 2018-2022 年沙发销量 (万个)	16
图 36: 国内电商平台开设旗舰店	16
图 37: 2017-2022 年按摩椅销售收入	17
图 38: 2017-2022 年按摩椅销售价格	17
图 39: 自有品牌 NOUHAUS 定位高端市场	17
图 40: 2021-2022 年板式家具销售收入	18
图 41: 厨博士主要合作伙伴	18
图 42: 2018-2022 年公司 OEM/ODM 与自有品牌收入及占比	19
图 43: 2017-2022 年公司综合毛利率	19
表 1: 公司主要业务收入分拆及预测	20
表 2: 可比公司 PE wind 一致预期 (截至 2023/5/30)	20

1. 聚焦大家居扩容，业务规模持续增长

1.1. 国内座椅行业龙头，转型落地大家居战略

公司专注座椅二十余年。1998 年公司成立，前身是安吉县恒林家具有限公司；2002 年，公司开始进入外贸市场；2010 年，公司被认定为“国家高新技术企业”；2017 年，公司在上交所 A 股主板上市，连续十年办公椅出口额全国排名第一，是国内领先的健康坐具开发企业及办公椅制造商和出口商之一；2019 年，公司正式更名为“恒林家居股份有限公司”，进行全球化布局，建立海外生产基地，同年收购瑞士家具品牌 Lista Office；2021 年，公司获评“国家级工业设计中心”，收购家具品牌厨博士，拓展定制家居业务；2022 年，公司收购永裕家居，扩容“大家居”战略赛道。

图 1：公司发展历程



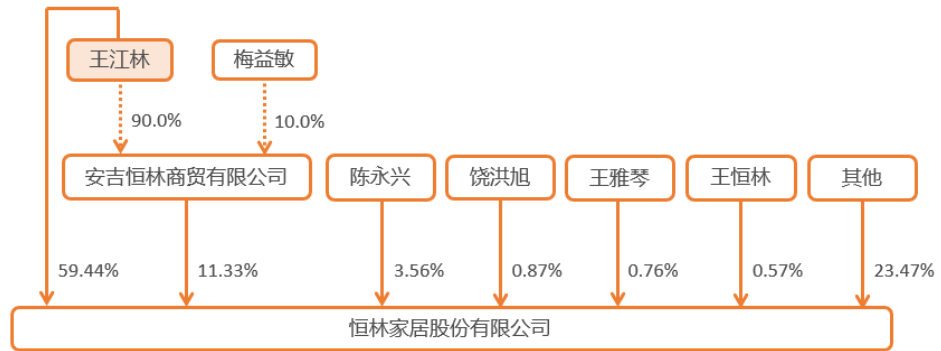
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司通过收购 LO、厨博士等企业逐步拓展赛道，目前主营业务可根据产品分为三大板块，包括办公家居、软体家居和板式家居，其中办公家居包括办公椅和 LO 系统办公家居；软体家居包括沙发和按摩椅；板式家居中，厨博士 22 年完全并表。2022 年公司收购永裕家居，业务覆盖 SPC、VSPC 等 PVC 地板以及竹家具等家居产品的研发、生产和销售，进一步拓宽“大家居”赛道。

1.2. 公司股权集中，高管行业经验丰富

公司股权高度集中。王江林先生为公司控股股东及实际控制人，截止至 2023 年 3 月 31 日，公司董事长兼任总经理王江林先生直接持有公司 59.44% 股份，并通过安吉恒林商贸有限公司间接控制公司 10.20% 股份，合计总控股占比为 69.64%。此外，副总经理王雅琴持股 0.76%，与王江林为姐弟关系。公司股权高度集中于实际控制人及其亲属手中，短期有利于提高公司的运营和决策效率，长期有助于公司战略的稳步实行。

图 2：公司股权结构（截至 2023/3/31）



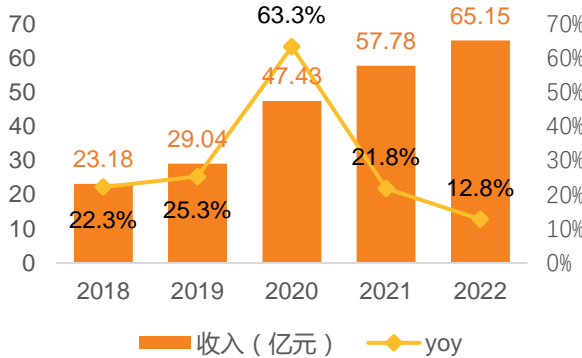
资料来源：公司公告，天风证券研究所

高管专业化背景出身，行业经验丰富。公司董事兼总经理王江林先生，为恒林家居股份有限公司创始人，长期从事家具行业研究和经营管理，担任浙江省椅业协会会长、浙江省贸易促进委员会副会长、浙江省家具协会副会长等社会职位，具有丰富的行业经验。此外，副总经理王郑兴、刘磊等人均为高级工程师，是多项国家专利的发明（设计）人，为公司核心技术人才，负责核心产品和关键技术的研发及创新。

1.3. 内生业务稳步增长，并购助力规模扩张

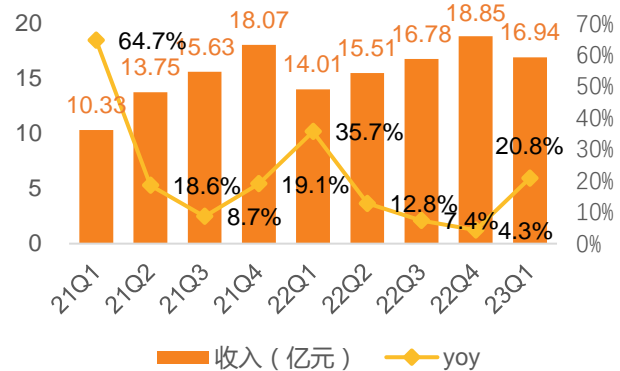
公司收入稳步增长，收并购带动规模扩张。公司 22 年收入 65.2 亿元，同比增长 12.8%，除永裕并表影响外，公司原有业务持续增长。分年度看，2018-2021 年，公司实现营业收入 23.18/29.04/47.43/57.78 亿元，CAGR 为 35.6%，2020 年受益于海外收入增长快速，营收同比高增 63.34%。23Q1 公司收入 16.94 亿，同比增长 20.8%，剔除永裕后收入为 14 亿，与 22Q1 基本持平。

图 3：2018-2022 年营业总收入（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

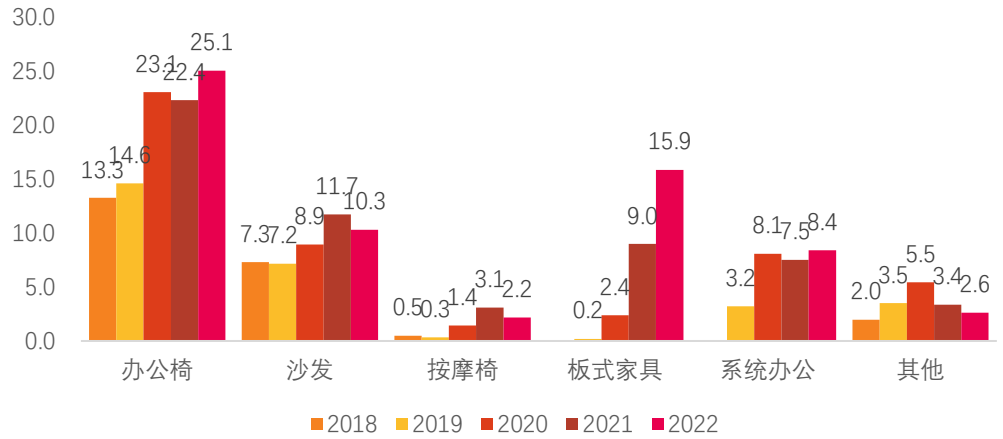
图 4：21Q1-23Q1 分季度营业总收入（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

办公椅业务规模最大，板式家具增长迅速。22 年办公椅业务收入 25.1 亿元同增 12.2%，占总营收 38.5%，2018-2022 年 CAGR 为 17.2%，收入占比从 2018 年的 57.6% 逐年下降至 22 年的 38.5%，主要系公司调整产品结构，加大对板式家具和软体家具的研发及销售渠道投入，提高板式家具和软体家具收入占比。公司通过收购实现板式家具业务的迅速扩张，2019-2022 年 CAGR 为 329.8%。

图 5：2018-2022 年各品类营业总收入（亿元）

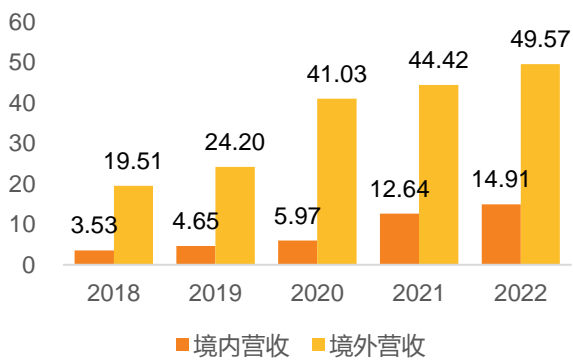


资料来源: wind, 天风证券研究所

公司销售模式以 OEM、ODM 为主，重点发力 OBM。2022 年公司 OEM、ODM 代工业务收入 36.8 亿，占总 57.1%；OBM 自主品牌业务收入 27.7 亿元，占总 42.9%，公司加大研发、产品设计及品牌建设投入，逐步提高 OBM 比例，实现代工与自主品牌双轮驱动。

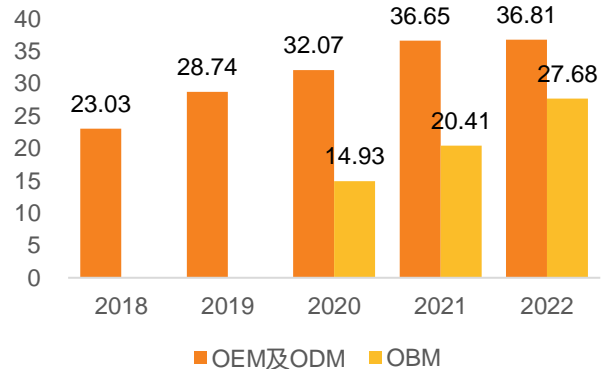
分地区看，公司境外收入超 7 成。22 年公司境外销售收入 49.6 亿元，占总 76.1%，同比增长 11.6%，主要系国际市场开拓、海外电商业务增长所致；境内营收 14.9 亿，占总 22.9%，同比增长 18%，主要系厨博士并表。

图 6: 2018-2022 年分地区营业收入（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

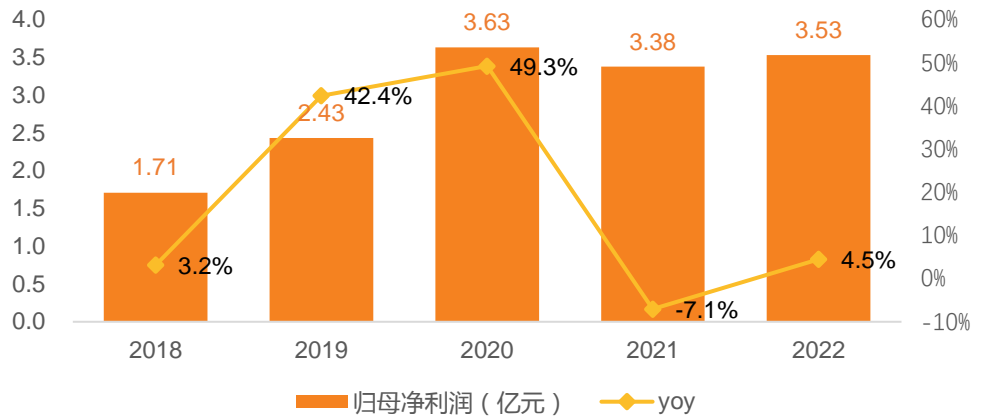
图 7: 2018-2022 年各业务模式营业收入（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

22 年归母净利 3.53 亿，同比增长 4.5%，2018-2022 年期间公司归母净利 CAGR 为 27.3%；23Q1 归母净利 0.78 亿元，同比增长 7.5%。

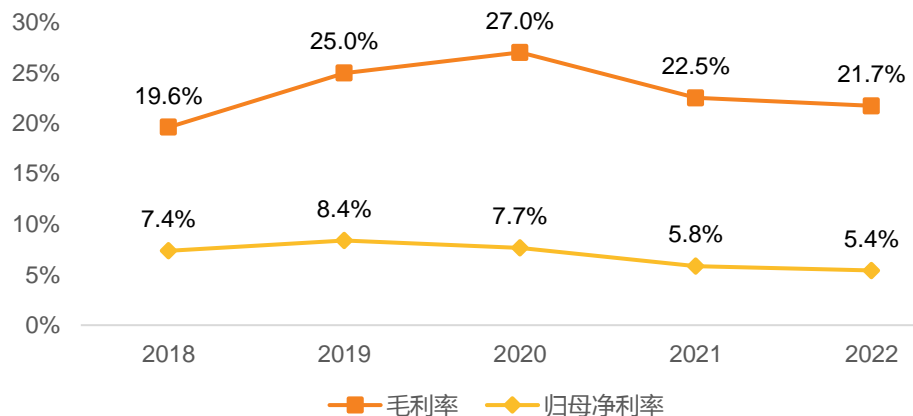
图 8: 2018-2022 年归母净利润（亿元）及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

22 年毛利率 21.7%，同比减少 0.8pct；归母净利率 5.4%，同比减少 0.4pct。公司 21 年毛利率下降主要系人民币汇率波动、原材料价格大幅度上涨所致。22 年公司毛利率 21.7%，同比-0.8pct；Q4 由于调整会计准则，将前三季度美国 Nouhaus 销售佣金与平台费调整计入成本，若还原该调整则毛利率同比基本持平。23Q1 毛利率 24.9%，同比增长 3.6pct，主要系毛利率相对高的跨境电商收入增长，带动整体毛利率提升。

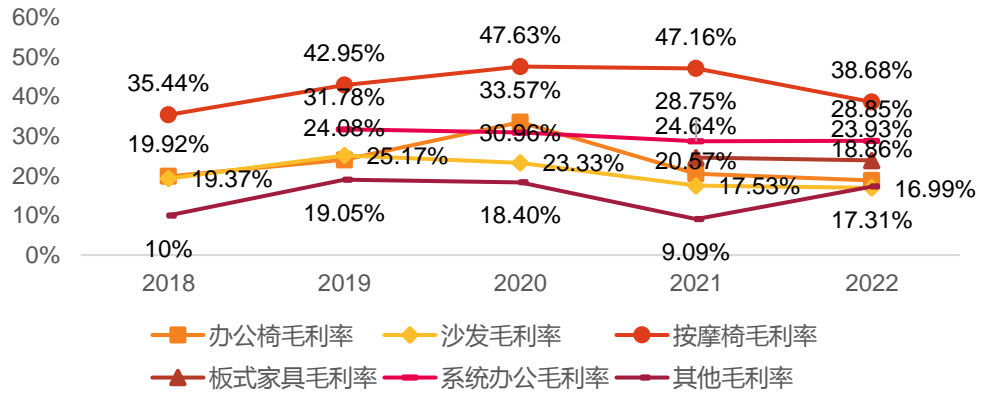
图 9：2018-2022 年毛利率及归母净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

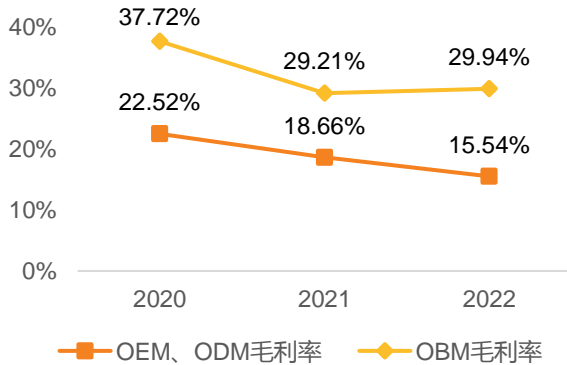
各品类毛利率整体稳定，OBM 自有品牌毛利较高，境内销售毛利持续上升。分产品看，按摩椅毛利率最高，22 年办公/沙发/按摩椅/板式/系统办公毛利率分别为 18.9%/17%/38.7%/23.9%/28.9%。分业务模式看，22 年代工/自主品牌毛利率分别为 15.5%/29.9%，同比分别-3.0pct/+0.7pct，自主品牌毛利率略有提升。

图 10：2018-2022 年公司分品类毛利率



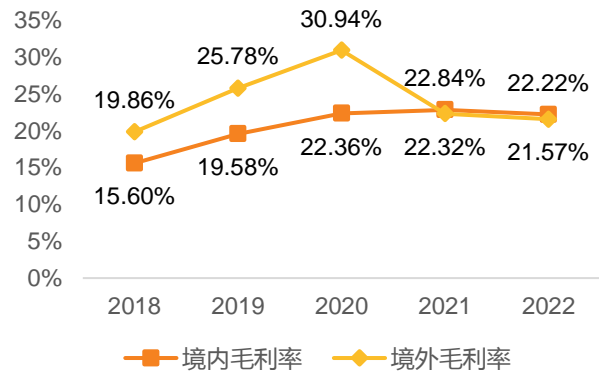
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 2020-2022 年公司分业务模式毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

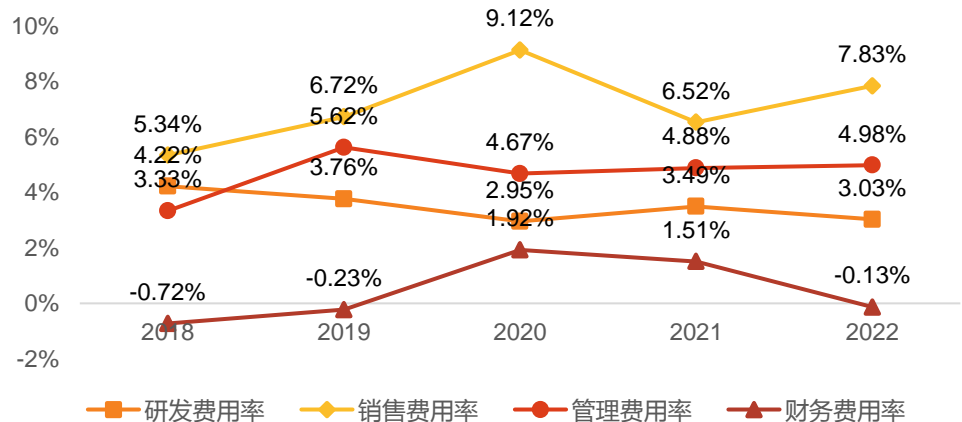
图 12: 2018-2022 年公司分地区毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司期间费率基本保持稳定。22 年公司期间费率 12.7%，同比减少 0.2pct，其中销售费率 7.8%，同比增长 1.3pct，增长较多主要系销售业务推广费用增长；23Q1 期间费率 19.8%，同比增长 1.9pct，其中销售费率增长 2.4pct，主要系公司大力扶持电商业务，加大相应营销投入，同时并表永裕，销售费用也有所提升。

图 13: 2018-2022 年公司各项费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 我国是全球主要办公及软体家具制造国之一，市场份额有望

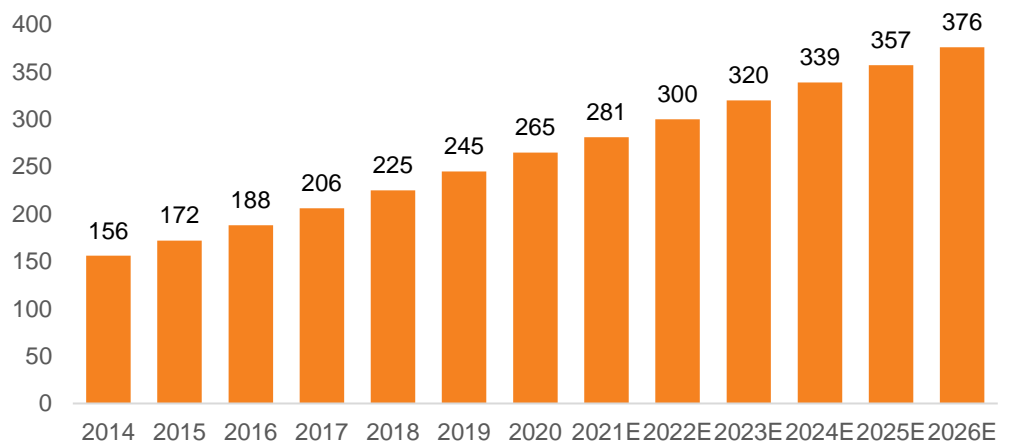
加速集中

2.1. 全球最大办公家具制造国及出口国，头部企业或受益集中度提升

中国办公家具总值约 190 亿美元，系全球最大家具制造国与出口国。根据米兰工业研究中心（CSIL）的数据，2021 年中国办公家具总产值约为 190 亿美元，占据全球办公家具总产值的 35%，中国是全球最大的办公家具制造国和出口国。

根据国家统计局和海关总署数据显示，2022 年上半年中国家具制造业规上企业实现营业收入总额 3,604 亿元，同比下降 4%，实现利润总额 174.8 亿元，同比增长 2.6%；家具及其零件出口额 2,264.7 亿元，同比增长 0.2%。

图 14：2014-2026 年中国办公椅行业市场规模预测（亿元）

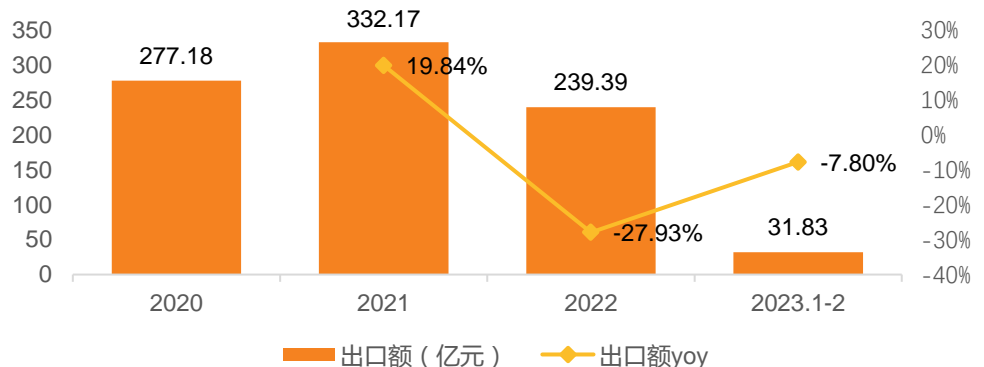


资料来源：永艺股份公告，前瞻产业研究院，天风证券研究所

办公座椅是中国办公家具出口的主要产品。根据米兰工业研究中心（CSIL）的资料，中国办公家具在 2021 年出口总额达 70 亿美元，相比 2015 年已增长 76%。而办公座椅出口量是中国办公家具出口增长的主要贡献因素，目前中国办公座椅出口额占全球办公座椅出口总额的比例高达 65%。

需求短期承压，我国办公椅出口额有所减少。2020 至 2021 年期间，中国办公椅出口呈上升趋势，从 2020 年的 277.18 亿元人民币增长至 2021 年的 332.17 亿元人民币，同比上涨 19.84%。然而，2022 年上半年受主要国家通胀率上升及前期刺激政策的加速退出影响，市场需求短期内出现收缩，叠加上年同期高基数的影响，国际贸易受到较大冲击，导致 2022 年出口额减至 239.39 亿元人民币，同比下降 27.93%。

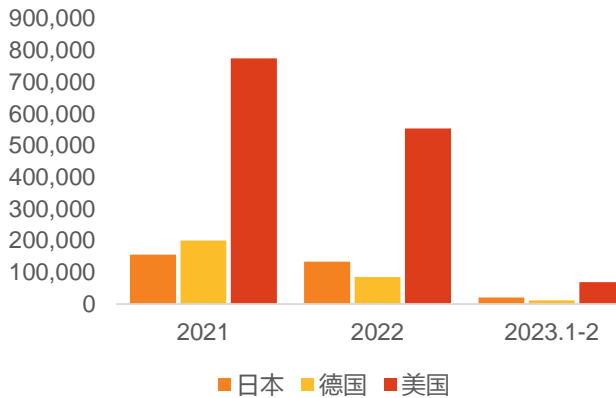
图 15：2020-2023 年中国办公椅出口额及增速（单位：亿元）



资料来源：海关统计数据查询平台，天风证券研究所

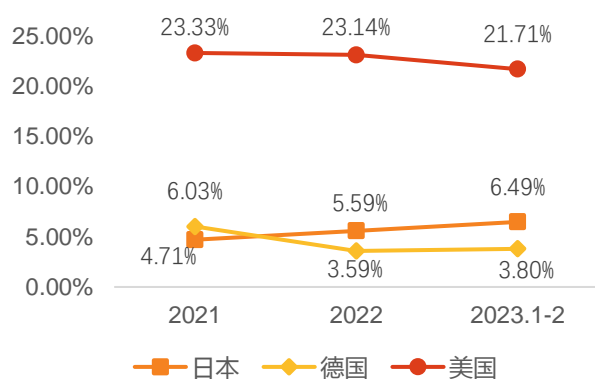
美国、日本、德国是中国办公椅主要出口国家。近年来美国一直是中国最大的办公椅出口国，占比均在 20%以上；21 年德国占比 6.03%为第二大，日本占比 4.71%为第三；22 年之后，日本占比上升 0.88pct 超过德国，和德国分列第 2-3，两者占比在 4%-7%之间。美国、日本、德国 2023 年 1-2 月出口额占比分别为 21.71%、6.49%、3.80%。

图 16：2021-2023 年 1-2 月三大出口国购买额（单位：万元）



资料来源：海关统计数据查询平台，天风证券研究所

图 17：2021-2023 年 1-2 月中国办公椅出口三大出口国购买额占比

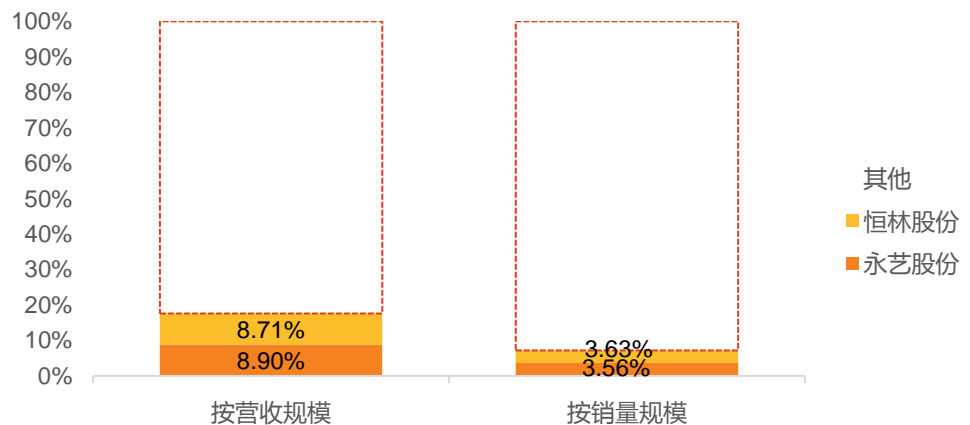


资料来源：海关统计数据查询平台，天风证券研究所

办公椅行业整体集中度较低。中国办公座椅企业数量众多，中小型生产企业技术创新能力和产品设计能力较弱，产品以中低端为主，同质化竞争明显，行业集中度较低，并且日益受到越南等低劳动力成本国家的竞争；但随着国际产业转移及中国产业转型升级，中国在全球座椅产业链中的重要性与时俱进。

永艺股份和恒林股份是市场中份额较高的两大头部企业。根据企业的披露信息和行业市场规模情况，据前瞻产业研究院测算，2020 年按营收规模看，永艺股份和恒林股份的市场份额分别为 8.90%和 8.71%；按销量规模看，永艺股份和恒林股份占比分别为 3.56%和 3.63%。

图 18：2020 年中国办公椅行业市场份额（单位：%）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

我国行业集中度仍有较大提升空间，头部办公椅企业有望受益。据 CSIL 研究报告，

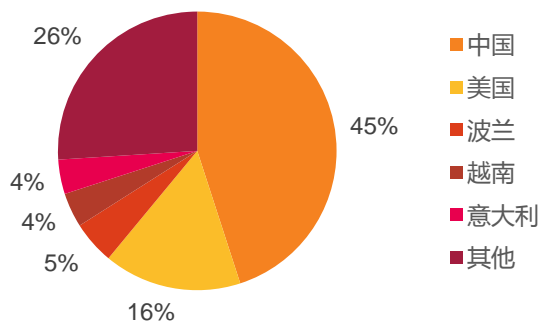
2020 年北美和欧洲前十大办公座椅企业市场份额分别达 77%和 57%，集中度较高，欧美成熟市场均经历了从分散到高度集中的发展历程。相比之下，中国前十大办公家具企业市场份额低于 15%，集中度仍有很大的提升空间，其中研发投入多、创新能力强、品牌知名度高的龙头企业逐渐成为中国座椅行业加快整合的主要推动力。

供应链稳定重要性认知提升，“碳中和”政策监管实施，未来市场集中度有望继续提高。此外，全球疫情客观上提高了抗风险更强的海外大企业在终端市场的份额，企业也更加意识到供应链稳定的重要性，因此他们采购中国龙头制造企业的份额也进一步提升。与此同时，全球“碳中和”行动要求生产制造环节更加注重绿色环保，产品也要更加低碳。近年来政府从严监管税务、土地、环保和安全生产等方面，企业合规成本增加，低小散企业的经营压力也加大，或将进一步提高市场集中度。

2.2. 全球软体市场规模 2025 年有望突破千亿，我国沙发行业较为分散

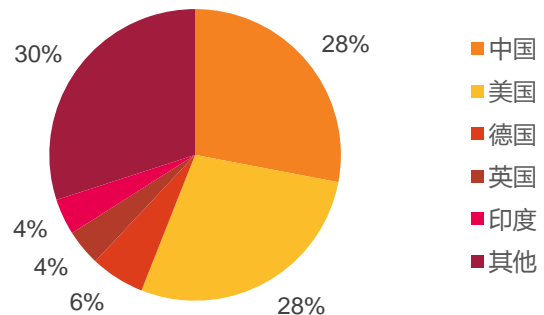
全球沙发市场规模持续扩大，我国是最大生产国及消费国之一。据 CSIL 统计，2020 年全球软体家具市场的生产总值达到 757 亿美元，最大的生产国为中国、美国、波兰、越南和意大利，分别占全球产量的 45%、16%、5%、4%和 4%。全球软体家具消费总额约为 672 亿美元，最大的市场为中国、美国、德国、英国、印度，分别占全球消费总额的 28%、28%、6%、4%、4%。

图 19：2020 年各国全球软体家具市场的生产总值占比



资料来源：CSIL，天风证券研究所

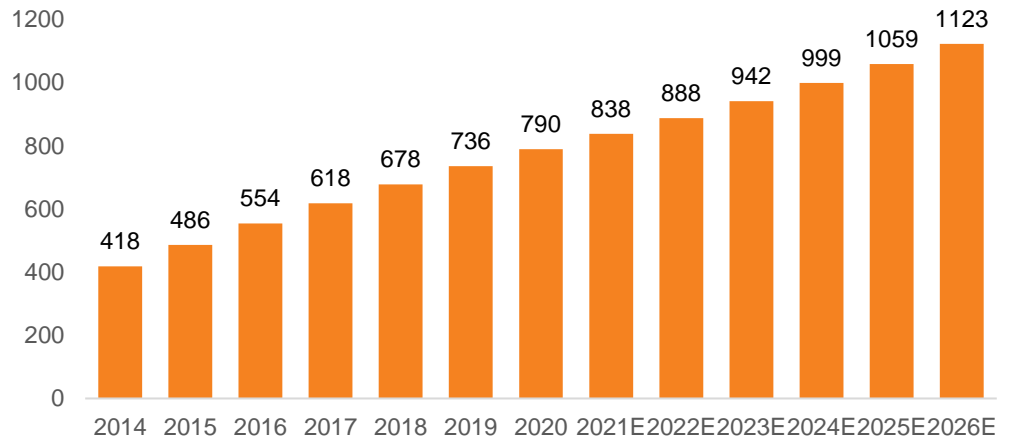
图 20：2020 年各国全球软体家具市场的消费总额占比



资料来源：CSIL，天风证券研究所

中国房地产装修需求扩大，中产阶级追求品质生活，2026 年沙发市场规模有望达 1123 亿元。就中国市场而言，新房的首次装修和旧房的二次装修都为中国沙发行业带来了较大的需求。同时，居民收入水平和消费意愿不断提升，特别是中产阶级群体逐渐扩大，对“美好生活”的诉求提升，或带动部分沙发市场消费升级。根据前瞻产业研究院的测算，2023 年中国沙发行业市场规模约为 942 亿元，预计到 2026 年市场规模有望达到 1123 亿元。

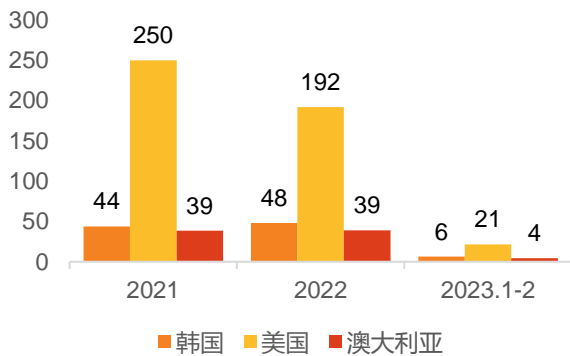
图 21：2014-2026 年中国沙发行业市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：永艺股份公告，前瞻产业研究院，天风证券研究所

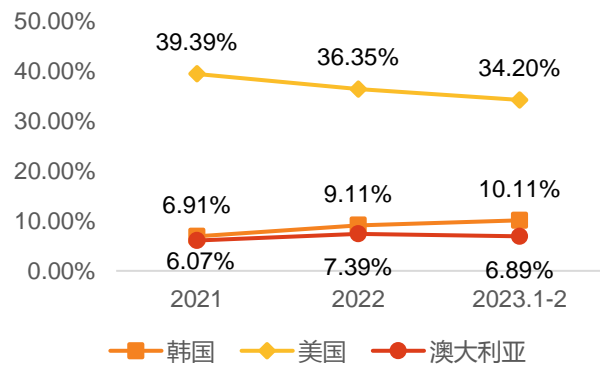
美国、韩国、澳大利亚是中国沙发主要出口国家。近年来美国一直是中国最大的沙发出口国，占比均在 30%以上；韩国和澳大利亚分列第 2-3，两者占比在 6%-10%之间。美国、韩国和澳大利亚 2023 年 1-2 月分别占中国该类产品出口总额为 34.20%、10.11%、6.89%。

图 22：2021-2023 年 1-2 月三大出口国购买额（单位：亿元）



资料来源：海关统计数据查询平台，天风证券研究所

图 23：2021-2023 年 1-2 月中国沙发出口三大出口国购买额占比

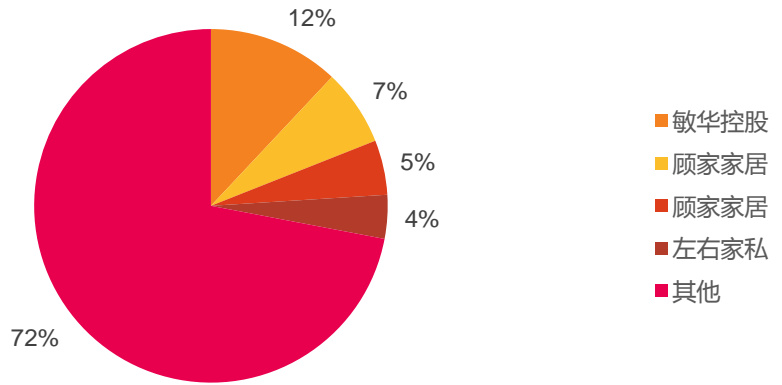


资料来源：海关统计数据查询平台，天风证券研究所

中国沙发行业呈现分散化趋势，市场集中度提升空间较大。中国沙发行业中小型企业居多，同质化竞争激烈，头部品牌市场份额较低。2020 年沙发行业品牌梯队中，敏华控股、顾家家居、全友家居和左右家私的市场份额分别为 12%、7%、5%、4%，其余品牌沙发占比达到 72%，CR4 仅为 28%左右。

相比之下，美国沙发行业已经进入成熟期，龙头企业占据了绝对的市场份额，CR4 指标已达到 50%左右。当前，消费者对沙发企业的研发设计、生产制造以及提供一站式服务解决方案的能力提出更高要求，企业间竞争的关键要素逐渐从价格升级到产品、渠道、品牌、管理等综合能力，在此背景下市场份额或加速向头部企业集中。

图 24：2020 年中国沙发市场竞争格局占比



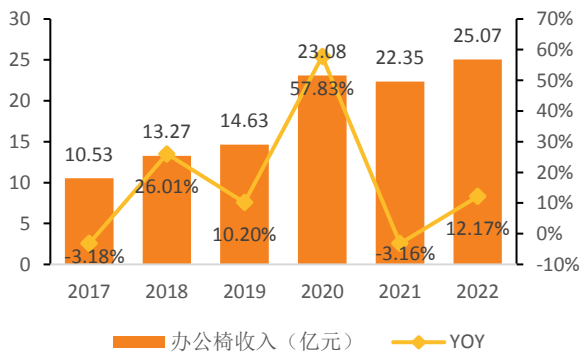
资料来源：观知海内信息网，天风证券研究所

3. 大家居战略转型，多业务协同发展

3.1. 办公家居：以办公椅为基本盘，收购 LO 扩张业务版图

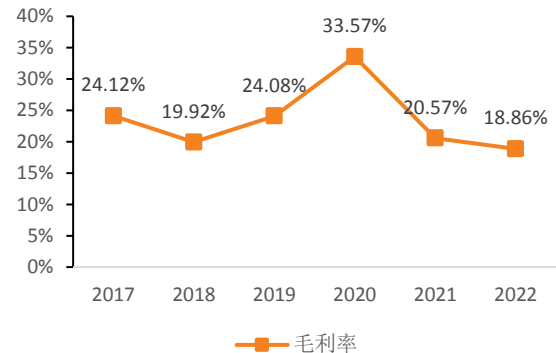
以办公椅为基本盘，办公椅出口额稳居行业第一。据海关总署全国海关信息中心统计数据，2008-2020 年公司办公椅年出口额稳居同行业第一，市场地位稳固。2017-2022 年公司办公椅实现营收由 10.53 亿元增长至 25.07 亿元，CAGR 达 18.94%，其中 2020 年新冠疫情带动海外办公家居需求增长，同比增长 57.83%；同期办公椅毛利率一直维持在 20-30% 左右，2020 年毛利率提升至 33.57%，2021 年下滑系大宗商品原材料价格上升所致。

图 25：2017-2022 年办公椅销售收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：2017-2022 年办公椅毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

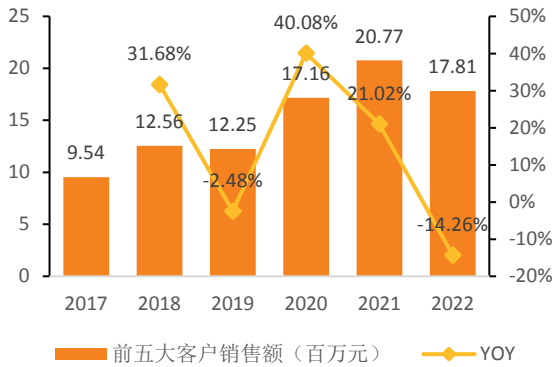
核心大客户收入稳定，前五大客户收入占比逐渐降低。公司经过多年经营，与全球知名企业 IKEA（宜家）、NITORI（似鸟）、OfficeDepot（欧迪办公）、Staples（史泰博）等建立了长期合作关系，合作方式以 ODM/OEM 为主。2017-2022 年前五大客户收入占比由 50.29% 降至 27.33%，公司不断开拓新客户，对前五大客户依赖度逐渐降低。

图 27：公司与全球行业龙头建立战略合作关系



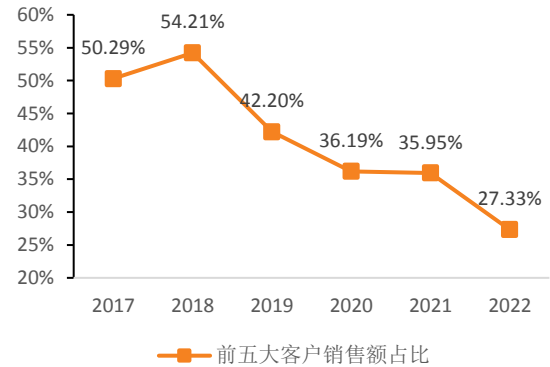
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 28：2017-2022 年公司前五大客户销售额及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：2017-2022 年公司前五大客户销售额占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

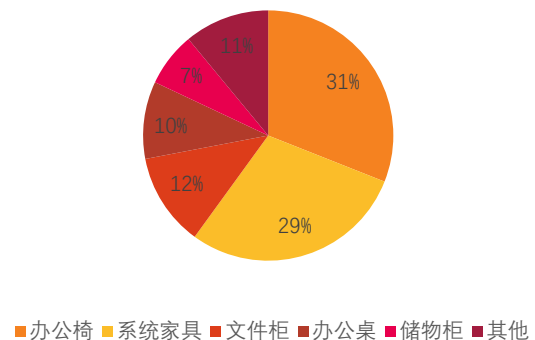
公司 2019 年收购瑞士 Lista Office，打开国内办公家居解决方案市场。LO 是瑞士领先的专业办公环境解决方案提供商及办公家具制造商，产品包括办公桌和休闲桌系列、存储系统、座椅、会议用品、隔间、休息室、照明等。系统家具是办公家具的重要组成部分，据前瞻产业研究院，我国办公家具市场中办公椅和系统家具分别占 31%和 29%，其次是文件柜、办公桌、储物柜等。

图 30：办公环境解决方案



资料来源：LO 官网，天风证券研究所

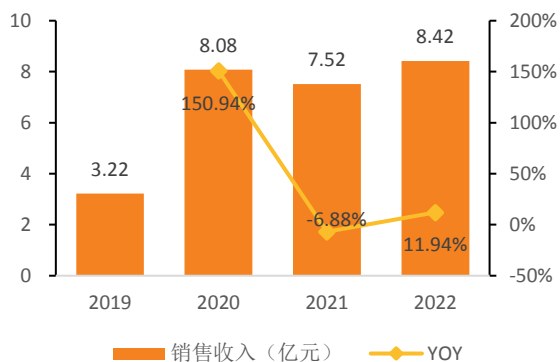
图 31：我国办公家具市场产品份额占比



资料来源：前瞻产业研究院公众号，天风证券研究所

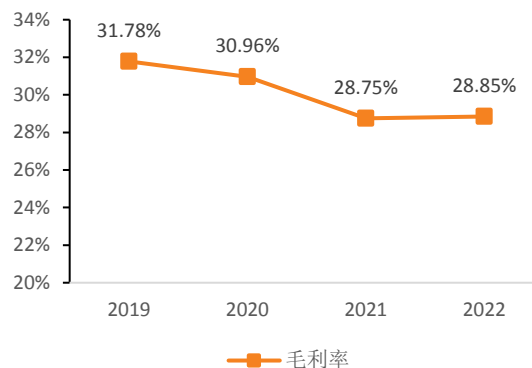
收入稳步提升，毛利率相对平稳。2019-2022 年环境整体解决方案实现营收为 3.22/8.08/7.52/8.42 亿元，20-22 年同比+150.94%/-6.88%/+11.94%，收入有望进一步提升。2019-2022 年环境整体解决方案毛利率为 31.78%/30.96%/28.75%/28.85%，维持在 30%左右。

图 32：2019-2022 年环境整体解决方案销售收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：2019-2022 年环境整体解决方案毛利率

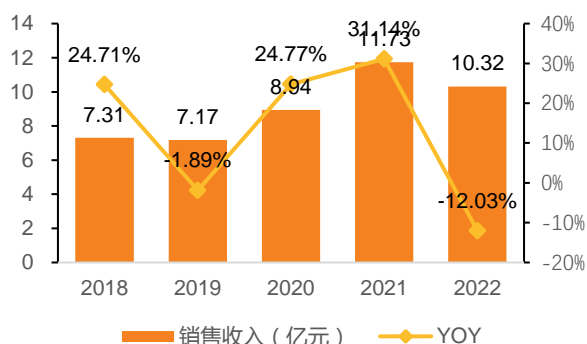


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 软体家居：海外需求旺盛，推出自主品牌扩大知名度

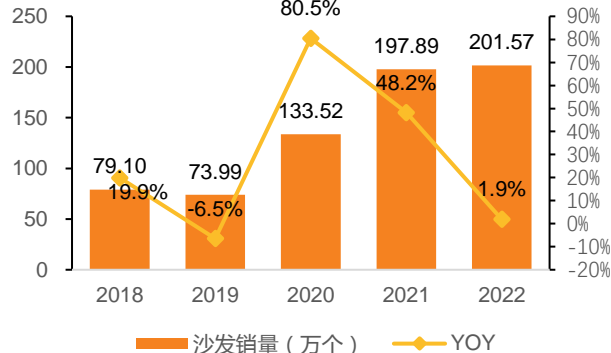
沙发以功能沙发为主，销量增速放缓。2017-2022 年公司沙发实现营收由 5.86 亿元增长至 10.32 亿元，18-22 年同比+24.71%/-1.89%/+24.77%/+31.14%/-12.03%，18-22 年销量为 79.10/73.99/133.52/197.89/201.57 万个，分别同比+19.9%/-6.5%/+80.5%/+48.2%/+1.9%，20-21 年销量上升较快，22 年增速逐渐放缓。

图 34：2018-2022 年沙发销售收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

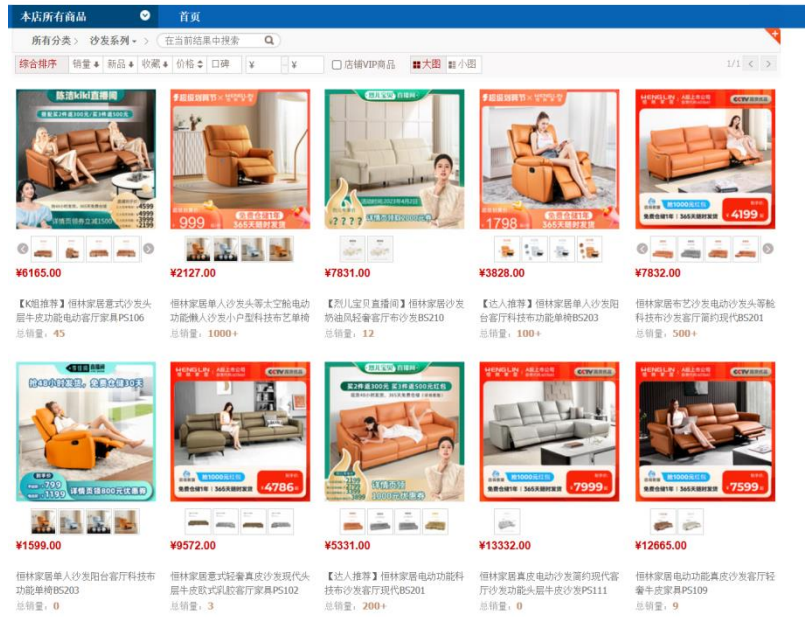
图 35：2018-2022 年沙发销量（万个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

跨境电商和国内电商同时发力。沙发与办公椅传统代工核心客户相互重叠，有望发挥协同效应。同时公司深度布局跨境电商，并在国内主流电商平台开设恒林家居旗舰店，销售沙发、床垫、餐桌椅等品类，ToC 市场拓展成效显著。

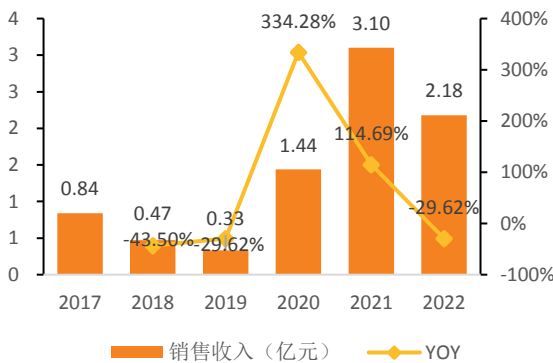
图 36：国内电商平台开设旗舰店



资料来源：天猫恒林家居旗舰店，天风证券研究所

按摩椅销售收入稳步提升，定价相对较高。公司 2014 年进入按摩椅行业，2017-2022 年按摩椅营收由 0.84 亿元增长至 2.18 亿元，18-22 年同比 -43.50%/-29.62%/+334.28%/+114.69%/-29.62%。2019 年公司推出自主品牌 NOUHAUS 按摩椅，定价高于传统代工产品。NOUHAUS 按摩椅单价普遍在 10000 元以上，定位高端市场，与传统代工产品价格带有明显差异，19 年推出后拉升了按摩椅整体售价，2019-2022 年公司按摩椅单价分别为 7957.56/3479.27/5337.93/5105.80 元，维持在 5000 元左右。

图 37：2017-2022 年按摩椅销售收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 38：2017-2022 年按摩椅销售价格



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：自有品牌 NOUHAUS 定位高端市场

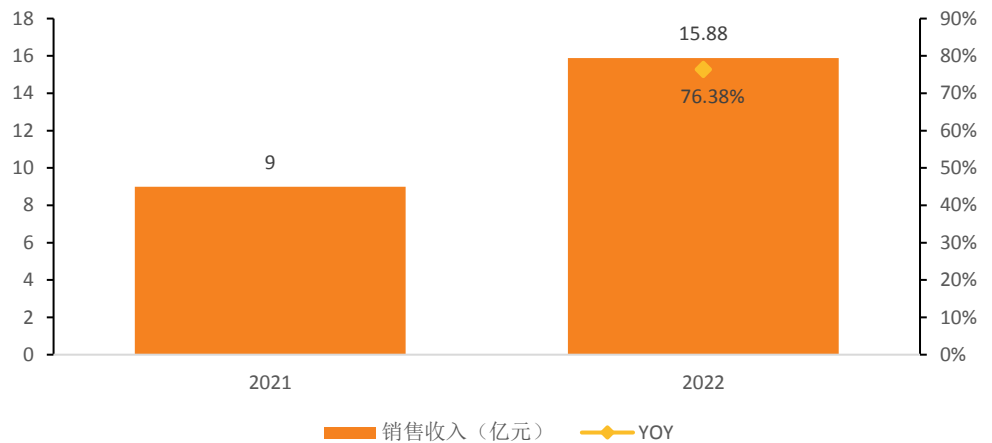


资料来源：天猫 NOUHAUS 努哈斯旗舰店，天风证券研究所
价格来源于天猫平台，仅供参考

3.3. 板式家居：渠道快速扩张，大家居战略重要一环

板式家居构成大家居战略重要一环。公司板式主要分为两类，以定制板式为主：（1）定制板式：收购厨博士进入房地产精装修领域；（2）代工板式：主要是子公司信诺为大客户宜家代工，可与传统代工业务协同发展。2021-2022 年板式家具营收分别为 9.00/15.88 亿元，22 年同比增长 76.38%，低基数下增速较快。

图 40：2021-2022 年板式家具销售收入



资料来源：wind，天风证券研究所

厨博士是国内房地产精装工程领域优秀企业。公司主营业务是为房地产全装修业务提供木作产品的设计、生产、安装、服务及精装修总承包的一站式专业解决方案，产品涵盖整体橱柜、衣柜、浴室柜、全屋定制及收纳家具、木门及防火门等。2013 年起厨博士已连续 10 年成为万科集团市内木制品最大供应商之一，除万科外，厨博士还与碧桂园、保利地产、中航里程地产、中海地产等国内著名地产商建立了优质合作关系。目前公司形成了以东莞为中心，向全国主要一二线城市辐射的营销网络。

图 41：厨博士主要合作伙伴



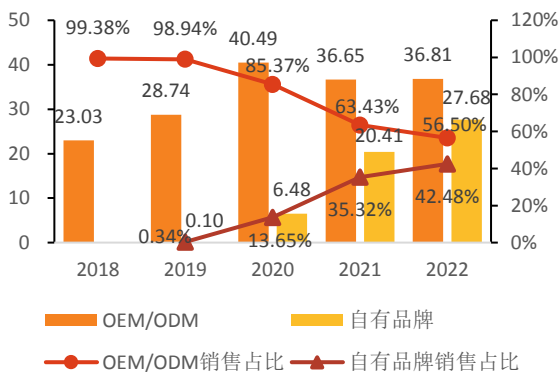
资料来源：wind，天风证券研究所

收购厨博士和永裕进军整装市场。2021年5月恒林股份以4.8亿元现金收购厨博士100%股权，正式进军整装市场，2022年10月公司又收购永裕家居52.6%的股权（收购后持股94.72%）。两次收购主要补充橱柜、地板等品类，可与公司办公椅、按摩椅、办公家具等传统业务形成协同，实现大家居战略愿景。

3.4. 新业务：跨境电商助力 ToC 转型，成本优势驱动业绩增长

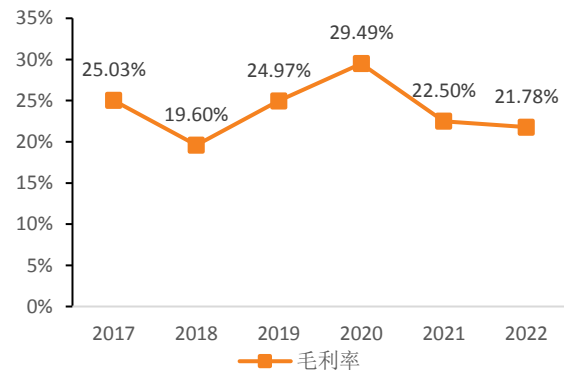
跨境电商助力传统代工向 ToC 转型，提升公司盈利能力。公司办公家具早期以 ODM/DEM 为主，2019 年开始以自主品牌方式布局跨境电商，截止 2022 年公司 OBM 收入占比已超过 40%。布局跨境电商有助于公司自主品牌尤其是高端自主品牌的销售，随着海外仓储物流的投入使用，物流成本有效降低，盈利能力持续提升。

图 42：2018-2022 年公司 OEM/ODM 与自有品牌收入及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 43：2017-2022 年公司综合毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测

公司持续推进大家居战略，拓展业务边界，大力扶持电商业务，几个主要收入分部中：

22 年部分品类受疫情等因素影响收入有所减少，我们预计 23 年起将在此前低基数上或有所恢复；同时受益公司电商业务快速发展，办公椅、沙发、按摩椅等品类或迎新增量，由此我们预计公司 2023-25 年办公椅收入分别为 30、34、38 亿，沙发收入分别为 14、18、23 亿，按摩椅收入分别为 2.9、3.6、4.4 亿；系统办公保持稳健增长，23-25 年收入分别为 10、11、12 亿。

板式家具方面，考虑板式仍为公司业务重心之一，未来将继续开拓新市场、新客户，且 23 年新增永裕并表，我们预计 23-25 年公司板式家具收入分别为 21、24、27 亿。

由此我们预计公司 23-25 年整体收入分别为 82、95、110 亿，同比增速分别为 27%、15%、

15%。

表 1: 公司主要业务收入分拆及预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
办公椅收入 (亿元)	23.1	22.4	25.1	30.3	33.9	38.3
占比 (%)	49%	39%	38%	37%	36%	35%
沙发	8.9	11.7	10.3	14.1	18.2	22.9
占比	19%	20%	16%	17%	19%	21%
板式家具		9.0	15.9	21.4	24.2	27.4
占比		16%	24%	26%	25%	25%
系统办公	8.1	7.5	8.4	9.8	10.9	12.3
占比	17%	13%	13%	12%	12%	11%
按摩椅	1.4	3.1	2.2	2.9	3.6	4.4
占比	3%	5%	3%	4%	4%	4%

资料来源: wind, 天风证券研究所

首次覆盖, 给予“买入”评级。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 4.6 亿、5.5 亿、6.5 亿, 对应 EPS 分别为 3.3、4.0、4.7 元/股。我们选择同行业永艺股份、志邦家居、顾家家居作为可比公司, 参考可比均值, 给予公司 23 年 12.5~13.5 倍 PE, 对应目标价为 41.6~44.9 元。

表 2: 可比公司 PE wind 一致预期 (截至 2023/5/30)

	23E	24E	25E
永艺股份	8.98	7.96	6.91
志邦家居	13.69	11.6	9.92
顾家家居	13.92	11.83	10.15
均值	12.2		

资料来源: wind 一致预期, 天风证券研究所

5. 风险提示

1) 宏观政策及环境变化风险

公司在国内、越南、瑞士等地均建有生产基地, 产品销售至 80 多个国家及地区, 境外收入占比较高, 若主要市场经济贸易政策等出现较大变动, 或对公司业绩产生影响。

2) 房地产行业增速不如预期

家具行业属于房地产后周期行业, 若未来宏观经济增速放缓、季节性调整等多重因素影响导致房地产景气度下滑, 家具企业或受影响。

3) 商誉减值风险

近年公司根据业务发展的需要, 通过增资、股权转让等方式相继收购了多家公司, 如未来被收购的子公司出现业绩大幅下滑, 公司仍存在计提商誉减值的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	957.81	1,245.06	1,154.47	1,202.58	1,540.79
应收票据及应收账款	678.94	1,039.93	957.60	1,443.02	1,282.51
预付账款	48.23	66.87	78.30	90.11	95.62
存货	1,687.98	1,681.73	1,204.37	2,583.13	2,043.79
其他	720.90	596.23	540.83	541.81	755.93
流动资产合计	4,093.86	4,629.83	3,935.56	5,860.65	5,718.63
长期股权投资	494.48	81.39	81.39	81.39	81.39
固定资产	1,412.32	1,946.85	1,984.00	1,969.06	1,915.58
在建工程	367.08	472.58	353.56	289.93	244.32
无形资产	300.72	487.30	464.71	442.11	419.51
其他	778.94	1,162.50	917.12	942.29	1,012.81
非流动资产合计	3,353.53	4,150.62	3,800.77	3,724.78	3,673.61
资产总计	7,467.58	8,793.04	7,736.34	9,585.43	9,392.24
短期借款	1,157.42	1,359.02	1,646.06	1,399.15	1,119.32
应付票据及应付账款	1,402.86	1,614.22	1,552.76	2,506.49	2,182.15
其他	399.57	979.16	534.23	1,163.86	934.52
流动负债合计	2,959.85	3,952.40	3,733.05	5,069.50	4,235.99
长期借款	619.01	701.69	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	433.95	429.08	261.18	306.10	357.58
非流动负债合计	1,052.96	1,130.77	261.18	306.10	357.58
负债合计	4,439.27	5,477.08	3,994.23	5,375.60	4,593.57
少数股东权益	4.08	36.99	36.08	28.40	17.98
股本	100.00	139.07	139.07	139.07	139.07
资本公积	1,250.36	1,212.55	1,212.55	1,212.55	1,212.55
留存收益	1,695.88	1,951.08	2,369.35	2,850.04	3,448.70
其他	(22.02)	(23.72)	(14.93)	(20.22)	(19.63)
股东权益合计	3,028.31	3,315.96	3,742.11	4,209.82	4,798.67
负债和股东权益总计	7,467.58	8,793.04	7,736.34	9,585.43	9,392.24

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	333.71	341.02	462.90	551.60	647.20
折旧摊销	148.83	220.69	221.15	230.82	238.96
财务费用	100.04	3.33	20.90	13.94	4.89
投资损失	(95.46)	(103.84)	(81.97)	(83.46)	(83.54)
营运资金变动	(951.40)	(141.87)	(2.34)	(295.13)	(131.75)
其它	560.24	311.61	(9.21)	(8.82)	(11.26)
经营活动现金流	95.96	630.95	611.44	408.95	664.51
资本支出	598.96	874.06	284.59	84.73	65.80
长期投资	174.27	(413.09)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,471.97)	(791.21)	(326.82)	(132.79)	(94.39)
投资活动现金流	(698.75)	(330.24)	(42.23)	(48.06)	(28.59)
债权融资	1,047.28	464.17	(624.06)	(237.71)	(250.62)
股权融资	(208.18)	(0.44)	(35.75)	(75.07)	(47.09)
其他	(153.15)	(698.24)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	685.95	(234.51)	(659.81)	(312.77)	(297.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	83.16	66.19	(90.59)	48.11	338.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,777.80	6,514.93	8,248.47	9,504.54	10,955.66
营业成本	4,477.82	5,096.04	6,409.06	7,356.52	8,435.85
营业税金及附加	19.75	27.10	29.32	35.27	41.72
销售费用	376.78	510.35	634.31	741.35	872.07
管理费用	281.75	324.27	400.05	466.67	542.30
研发费用	201.74	197.15	251.58	299.39	356.06
财务费用	87.22	(8.70)	20.90	13.94	4.89
资产/信用减值损失	(71.89)	(75.85)	(62.46)	(70.07)	(69.46)
公允价值变动收益	5.66	(13.87)	(8.20)	0.00	0.00
投资净收益	83.23	85.18	81.97	83.46	83.54
其他	(62.03)	(9.62)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	377.75	382.85	514.55	604.79	716.83
营业外收入	0.60	0.77	0.61	0.66	0.68
营业外支出	0.49	4.62	1.94	2.35	2.97
利润总额	377.85	379.00	513.22	603.09	714.54
所得税	44.14	37.98	51.32	60.31	78.60
净利润	333.71	341.02	461.90	542.78	635.94
少数股东损益	(3.95)	(11.84)	(1.00)	(8.82)	(11.26)
归属于母公司净利润	337.66	352.86	462.90	551.60	647.20
每股收益(元)	2.43	2.54	3.33	3.97	4.65

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	21.81%	12.76%	26.61%	15.23%	15.27%
营业利润	-14.31%	1.35%	34.40%	17.54%	18.53%
归属于母公司净利润	-7.05%	4.50%	31.19%	19.16%	17.33%
获利能力					
毛利率	22.50%	21.78%	22.30%	22.60%	23.00%
净利率	5.84%	5.42%	5.61%	5.80%	5.91%
ROE	11.17%	10.76%	12.49%	13.19%	13.54%
ROIC	18.88%	10.18%	12.89%	14.32%	15.83%
偿债能力					
资产负债率	59.45%	62.29%	51.63%	56.08%	48.91%
净负债率	31.61%	33.94%	16.38%	8.10%	-5.06%
流动比率	1.21	1.07	1.05	1.16	1.35
速动比率	0.72	0.68	0.73	0.65	0.87
营运能力					
应收账款周转率	8.46	7.58	8.26	7.92	8.04
存货周转率	4.55	3.87	5.72	5.02	4.74
总资产周转率	0.91	0.80	1.00	1.10	1.15
每股指标(元)					
每股收益	2.43	2.54	3.33	3.97	4.65
每股经营现金流	0.69	4.54	4.40	2.94	4.78
每股净资产	21.75	23.58	26.65	30.07	34.38
估值比率					
市盈率	14.13	13.52	10.30	8.65	7.37
市净率	1.58	1.45	1.29	1.14	1.00
EV/EBITDA	4.83	5.18	5.79	4.83	3.72
EV/EBIT	5.73	6.57	7.81	6.35	4.79

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com