

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	36.84
总股本/流通股本(亿股)	1.39 / 1.39
总市值/流通市值(亿元)	51 / 51
52周内最高/最低价	42.96 / 26.49
资产负债率(%)	62.3%
市盈率	14.28
第一大股东	王江林
持股比例(%)	59.4%

研究所

分析师: 杨维维
 SAC 登记编号: S1340522090007
 Email: yangweiwei@cnpsec.com

恒林股份(603661)
大家居战略持续推进，跨境电商表现亮眼
● 事件：

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报：

公司 2022 年实现收入 65.15 亿元，同比+12.76%；归母净利润 3.53 亿元，同比+4.50%。其中，2022Q4 公司实现收入 18.85 亿元，同比+4.31%；归母净利润 0.58 亿元，同比-19.79%。2022 年公司收入实现稳健增长。

2023Q1 公司收入 16.94 亿元，同比+20.84%；归母净利润 0.78 亿元，同比+7.47%。2023Q1 收入高增，预计主要为永裕家居收入并表贡献。

● 大家居战略持续推进，办公椅业务稳步增长

分产品看，2022 年公司办公椅、沙发、按摩椅、系统办公、板式家具、其他产品分别实现收入 25.07、10.32、2.18、8.42、15.88、2.61 亿元，同比分别+12.17%、-12.03%、-29.62%、+11.94%、+76.38%、-22.18%，其中，办公椅传统业务保持稳步增长。

分销售模式来看，2022 年公司 OEM&ODM、OBM 业务分别实现收入 36.81、27.68 亿元，同比分别+0.35%、+35.61%，传统 OEM&ODM 业务收入稳健；OBM 业务收入增长靓丽，且收入占比达到 42%，其中，自有品牌“Nouhaus”、“L0”分别实现收入 3.55、8.42，同比分别-3.47%、+11.94%，“L0”品牌发展迅速。此外，公司 2022 年电商实现收入 10.10 亿元，同比+58.31%，跨境电商表现亮眼。

● 23Q1 毛利率同比改善，期间费用管控良好

2022 年毛利率、净利率分别为 21.78%、5.23%，同比分别-0.72pct、-0.54pct，盈利能力略有下滑；2023Q1 单季度公司毛利率、净利率分别为 24.90%、4.88%，同比分别+3.60pct、-0.26pct，毛利率提升明显，预计主要是高毛利率的跨境电商占比提升以及永裕并表贡献。

期间费用率方面，2022 年期间费用率为 15.70%，同比-0.70pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.83%、4.98%、3.03%、-0.13%，同比分别+1.31pct、+0.10pct、-0.47pct、-1.64pct，销售费用率同比有所增长，主要系公司加大业务推广力度；受益于人民币汇率贬值贡献汇兑收益，2022 年公司汇兑收益为 869.73 万元（上年同期汇兑损失 8722.50 万元）。2023Q1 公司期间费用率为 19.76%，同比+1.91pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 9.70%、5.09%、2.81%、2.15%，同比分别+2.40pct、+0.12pct、-0.21pct、-0.40pct，2023Q1 公司加大销售推广，销售费用率同比提升。

● **投资建议：**

公司是办公家具领域领先企业，近年来持续推进大家居战略，业务版图不断丰富。考虑到永裕并表贡献以及跨境电商发力，预计公司2023-2025年收入分别为81.55/92.63/104.05亿元，同比分别+25.2%/+13.6%/+12.3%；归母净利润分别为4.58/5.41/6.35亿元，同比分别+29.8%/+18.0%/+17.5%，对应PE分别为11/9/8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

海外大客户去库存进展不及预期风险；新客户拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6515	8155	9263	10405
增长率	12.76%	25.17%	13.60%	12.33%
EBITDA（百万元）	630	820	928	1051
归属母公司净利润（百万元）	353	458	541	635
增长率	4.50%	29.83%	17.99%	17.48%
EPS（元/股）	2.54	3.29	3.89	4.57
市盈率（P/E）	14.52	11.18	9.48	8.07
市净率（P/B）	1.56	1.37	1.20	1.04
EV/EBITDA	8.58	9.20	7.59	7.12

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	6515	8155	9263	10405	营业收入	12.8%	25.2%	13.6%	12.3%
营业成本	5096	6435	7293	8171	营业利润	1.4%	34.2%	19.3%	18.8%
税金及附加	27	37	46	62	归属于母公司净利润	4.5%	29.8%	18.0%	17.5%
销售费用	510	636	724	816	获利能力				
管理费用	324	408	459	499	毛利率	21.8%	21.1%	21.3%	21.5%
研发费用	197	253	287	323	净利率	5.4%	5.6%	5.8%	6.1%
财务费用	-9	0	0	0	ROE	10.8%	12.3%	12.6%	12.9%
资产减值损失	-44	-4	-4	-4	ROIC	4.6%	5.7%	6.2%	6.7%
营业利润	383	514	613	729	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	62.3%	61.3%	58.5%	57.5%
营业外支出	5	1	1	1	流动比率	1.07	1.02	1.03	1.05
利润总额	379	514	614	729	营运能力				
所得税	38	51	67	87	应收账款周转率	7.66	7.66	7.66	7.66
净利润	341	463	546	641	存货周转率	3.87	3.80	3.98	4.17
归母净利润	353	458	541	635	总资产周转率	0.80	0.88	0.92	0.94
每股收益(元)	2.54	3.29	3.89	4.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.54	3.29	3.89	4.57
货币资金	1245	271	777	331	每股净资产	23.58	26.87	30.76	35.33
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1040	1112	1333	1413	PE	14.52	11.18	9.48	8.07
预付款项	67	84	88	90	PB	1.56	1.37	1.20	1.04
存货	1682	2608	2051	2942	现金流量表				
流动资产合计	4642	4961	5094	5860	净利润	341	463	546	641
固定资产	1947	1994	2013	2004	折旧和摊销	320	409	437	465
在建工程	473	578	683	788	营运资本变动	-15	-786	482	-593
无形资产	487	627	717	757	其他	-16	-103	-122	-143
非流动资产合计	4151	4801	5324	5818	经营活动现金流净额	631	-17	1343	371
资产总计	8793	9762	10418	11678	资本开支	-399	-954	-854	-854
短期借款	1359	1359	1359	1359	其他	69	-2	17	37
应付票据及应付账款	1614	2104	2110	2611	投资活动现金流净额	-330	-956	-837	-816
其他流动负债	1373	1390	1493	1611	股权融资	6	0	0	0
流动负债合计	4346	4853	4963	5582	债务融资	91	0	0	0
其他	1131	1131	1131	1131	其他	-332	0	0	0
非流动负债合计	1131	1131	1131	1131	筹资活动现金流净额	-235	0	0	0
负债合计	5477	5983	6093	6712	现金及现金等价物净增加额	201	-974	506	-446
股本	139	139	139	139					
资本公积金	1213	1213	1213	1213					
未分配利润	1882	2271	2730	3270					
少数股东权益	37	42	47	53					
其他	46	115	196	291					
所有者权益合计	3316	3779	4325	4966					
负债和所有者权益总计	8793	9762	10418	11678					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048