

2022年05月05日

恒林股份 (603661.SH)

大家居战略稳步推进， 多业务跨领域协同发展

■事件：恒林股份发布2021年报和2022年一季报。2021年公司实现营业收入57.78亿元，同比增长21.81%；归母净利润3.38亿元，同比下降7.05%；扣非后归母净利润2.87亿元，同比下降11.24%。其中2021Q4当季公司实现营业收入18.07亿元，同比增长19.07%；归母净利润0.72亿元，同比增长18.05%；扣非后归母净利润0.49亿元，同比增长7.21%。

此外，2022年一季度公司实现营业收入14.01亿元，同比增长35.66%；归母净利润0.73亿元，同比增长9.13%；扣非后归母净利润0.68亿元，同比增长8.87%。

■大家居战略持续推进，内销增速表现靓丽

公司逐步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商。1)分产品看，2021年公司办公椅、沙发、按摩椅、系统办公分别实现收入22.35/11.73/3.10/7.52亿元，同比分别增长-3.16%/31.14%/114.69%/-6.88%。2)分渠道看，2021年公司大宗渠道业务实现营业收入50.68亿元，同比增长25.16%；线上渠道实现营业收入6.38亿元，同比下降2.02%。3)分地区看，2021年公司境外地区实现营业收入44.42亿元，同比增长8.27%；境内地区实现营业收入12.64亿元，同比增长111.51%。其中，外销增长主要系国际市场的开拓、海外电商业务增长所致，内销增长主要系并入厨博士销售收入所致。

■传统业务稳健增长，新业务拓展实现突破

2021年公司坚持传统优势业务与新发展业务双轮驱动战略，打造传统业务保持规模、新业务促进发展的业务格局。1)在传统办公转椅制造业务方面，公司继续维持市占率和综合实力在家具类外贸行业中第一梯队水平，传统代工业务实现营业收入36.65亿元，同比增长14.27%。2)在新增业务即板式家具业务方面，2021年公司购买厨博士100%股权，拓展定制家具业务，进入精装修配套领域。合并报表范围内，厨博士21年实现营业收入6.14亿元，归母净利润6615.55万元。通过合并厨博士，公司在定制家具领域实现突破，为公司未来发展成为跨领域协同的家具品牌奠定坚实基础。

■盈利能力短期承压，费用管控表现良好

盈利能力方面，21年公司综合毛利率为22.50%，同比下滑6.99pct，

公司快报

证券研究报告

其他轻工

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价：**38.76元**

股价(2022-04-29) **33.50元**

交易数据

总市值(百万元)	3,350.00
流通市值(百万元)	3,350.00
总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	100.00
12个月价格区间	31.67/62.81元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.38	-4.31	-30.14
绝对收益	-7.56	-13.66	-41.74

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002
luoqs1@essence.com.cn

主要系原材料价格上涨、人民币汇率波动所致。2022Q1 公司综合毛利率为 21.30%，同比下滑 6.05pct。

期间费用方面，21 年期间费用率为 16.40%，同比下降 4.75pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.52%/4.88%/3.49%/1.51%，同比分别 -5.08/+0.20/+0.54/-0.42pct。2022Q1 公司期间费用率为 17.85%，同比下滑 4.18pct。综合影响下，21 年公司净利率为 5.78%，同比下降 2.20pct；2022Q1 公司净利率为 5.13%，同比下降 1.36pct。随着系统办公、定制家居等高毛利新业务业绩稳健增长，公司整体盈利能力有望进一步提升。

■**投资建议：**恒林股份以传统业务为基础，持续推进软体、定制等业务，业务模块不断扩大。我们预计恒林股份我们预计恒林股份 2022-2024 年营业收入为 68.25、78.89、90.33 亿元，同比增长 18.12%、15.59%、14.50%；归母净利润为 4.01、4.81、5.79 亿元，同比增长 18.76%、19.95%、20.37%，对应 PE 为 8.4x、7.0x、5.8x，给予买入-A 的投资评级。

■**风险提示：**原材料价格、汇率大幅波动风险；新业务、新客户开拓不及预期风险；疫情反复扰动风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,743.1	5,777.8	6,825.0	7,889.0	9,033.0
净利润	363.3	337.7	401.0	481.0	579.0
每股收益(元)	3.63	3.38	4.01	4.81	5.79
每股净资产(元)	27.97	30.24	34.32	39.07	44.76
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	9.2	9.9	8.4	7.0	5.8
市净率(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.7
净利润率	7.7%	5.8%	5.9%	6.1%	6.4%
净资产收益率	13.0%	11.2%	11.7%	12.3%	12.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.2%	0.3%
ROIC	25.1%	18.9%	14.1%	20.7%	20.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034