

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

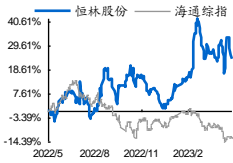
## 以研发创新为核心，家居产品线持续丰富

### 股票数据

05月11日收盘价(元)	34.43
52周股价波动(元)	26.00-43.33
总股本/流通A股(百万股)	139/139
总市值/流通市值(百万元)	4788/4788

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.7	-4.0	8.5
相对涨幅(%)	3.3	-4.6	11.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郭庆龙

Email: gq13820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师: 高翮然

Email: gpr14257@haitong.com

证书: S0850522030002

### 投资要点:

- **事件:** 公司22年实现营业收入65.1亿元, 同增12.8%; 归母净利润3.5亿元, 同增4.5%; 归母净利率5.4%, 同减0.5pct。
- 单季度看, 22Q1-23Q1分别实现营业收入14.0/15.5/16.8/18.8/16.9亿元, 同比变化35.7%/12.8%/7.4%/4.3%/20.8%; 归母净利润0.7/1.4/0.8/0.6/0.8亿元, 同比变化9.4%/38.5%/-15.1%/-19.4%/6.8%; 归母净利率5.2%/8.9%/5.0%/3.1%/4.6%, 同比变化-1.2%/1.7%/-1.3%/-0.9%/-0.6%。
- 22年综合毛利率为21.8%, 同减0.7pct。期间费用率为15.7%, 同减0.7pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为7.8%/5.0%/3.0%/-0.1%, 同比变化1.3pct/0.1pct/-0.5pct/-1.6pct。23Q1综合毛利率为24.9%, 同增3.6pct。期间费用率为19.8%, 同增1.9pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为9.7%/5.1%/2.8%/2.2%, 同比变化2.4pct/0.1pct/-0.2pct/-0.4pct。
- **分产品看,** 22年办公椅/沙发/环境整体解决方案/按摩椅/其他主营业务/其他业务分别实现营收25.1/10.3/8.4/2.2/2.6/0.7亿元, 占比38.9%/16.0%/13.1%/3.4%/4.1%/1.0%, 同比变化12.2%/-12.0%/11.9%/-29.6%/-22.2%/-7.1%。
- **分渠道看,** 22年线上销售/大宗业务渠道分别实现营收10.0/54.4亿元, 占比15.4%/83.6%, 同比变化57.3%/7.4%。**分地区看,** 22年国外/中国大陆/其他地区分别实现营收49.6/14.9/0.7亿元, 占比76.1%/22.9%/1.0%, 同比变化11.6%/18.0%/-7.1%。
- **以研发创新为核心, 家居产品线持续丰富。** 公司坚持以技术创新推动主业升级, 紧密结合市场需求, 自主研发多项产品大幅提升消费者体验, 同时持续强化科技管理工作, 不断增强企业的科研实力和核心竞争力。21至22年间, 公司先后收购厨博士、永裕家居, 将业务拓展至板式家具、新材料地板领域, 丰富家居环境产品线, 实现全场景谋求跨越式发展。同时, 公司持续加强对电商新模式、新渠道的研究, 以客户需求为导向, 调整产品结构, 努力提升线上渠道覆盖率和市场占有率。2022年电商实现营业收入10.10亿元, 同比增长58.31%。
- **风险提示。** 国际贸易风险、房地产增速未达预期、商誉减值、原材料和汇率大幅波动风险、新品拓展及技术创新风险。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	5778	6515	7930	8994	10003
(+/-)YoY(%)	21.8%	12.8%	21.7%	13.4%	11.2%
净利润(百万元)	338	353	457	547	643
(+/-)YoY(%)	-7.1%	4.5%	29.6%	19.6%	17.5%
全面摊薄EPS(元)	2.43	2.54	3.29	3.93	4.62
毛利率(%)	22.5%	21.8%	22.8%	23.8%	24.5%
净资产收益率(%)	11.2%	10.8%	12.2%	12.8%	13.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**主要盈利预测假设:**

- 我们预计,随着公司收购厨博士、永裕家居后赛道扩容,以及跨境电商业务线上渠道覆盖率和市场占有率不断提升,公司营收能力有望进一步提升。预计 23-25 年办公椅收入增速为 18%/12%/10%, 毛利率为 19.0%/20.0%/20.0%; 沙发收入增速为 13.0%/5%/3%, 毛利率为 19.0%/20.0%/21.0%; 系统办公收入增速为 15.0%/5%/5%, 毛利率为 30.0%/31.0%/32.0%; 按摩椅收入增速为 20.0%/15%/10%, 毛利率为 40.0%/41.0%/42.0%; 板式家具收入增速为 41.0%/25%/20%, 毛利率为 25.0%/26.0%/27.0%;
- 综合来看,我们预计 23-25 年收入分别为 79.30、89.94、100.03 亿元, 同比增速 21.7%/13.4%/11.2%; 归母净利润分别为 4.57/5.47/6.43 亿元, 同比增速 29.62%/19.60%/17.47%。

**表 1 分业务盈利预测表 (亿元)**

单位: 亿元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	29.04	47.43	57.78	65.15	79.30	89.94	100.03
yoy	25.3%	63.3%	21.8%	12.8%	21.7%	13.4%	11.2%
<b>办公椅</b>	14.63	23.08	22.35	25.07	29.59	33.14	36.45
yoy	10.2%	57.8%	-3.2%	12.2%	18%	12%	10%
of 营收	50.37%	48.67%	38.69%	38.49%	37.31%	36.85%	36.44%
<b>沙发</b>	7.17	8.94	11.73	10.32	11.66	12.24	12.61
yoy	-1.9%	24.8%	31.1%	-12.0%	13.0%	5%	3%
of 营收	24.69%	18.86%	20.30%	15.84%	14.70%	13.61%	12.60%
<b>系统办公</b>	3.22	8.08	7.52	8.42	9.68	10.17	10.68
yoy		150.9%	-6.9%	11.9%	15.0%	5%	5%
of 营收	11.09%	17.03%	13.02%	12.92%	12.21%	11.30%	10.67%
<b>按摩椅</b>	0.33	1.44	3.10	2.18	2.62	3.01	3.31
yoy	-29.6%	334.3%	114.7%	-29.6%	20.0%	15%	10%
of 营收	1.15%	3.04%	5.37%	3.35%	3.30%	3.35%	3.31%
<b>板式家具</b>			9.00	15.88	22.39	27.99	33.58
yoy				76.4%	41.0%	25%	20%
of 营收			15.58%	24.37%	28.23%	31.12%	33.57%
<b>归母净利润</b>	243.39	363.28	337.66	352.86	457.38	547.01	642.54
yoy		49.3%	-7.1%	4.5%	29.62%	19.60%	17.47%
归母净利率	8.38%	7.66%	5.84%	5.42%	5.77%	6.08%	6.42%

资料来源: wind, 海通证券研究所

- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 23-24 年归母净利润为 4.57、5.47 亿元, 同比变化 29.62%、19.60%, 对应当前 PE 分别为 10.47、8.75 倍。参考恒林股份的主营业务, 选取 A 股上市公司永艺股份 (从事办公椅和按摩椅研发、生产和销售)、顾家家居 (从事客厅及卧室家具产品研发、生产和销售) 及敏华控股 (制造和销售沙发及配套产品) 作为可比公司。公司在办公家具领域深耕多年, 积累了丰富的设计制造经验及客户资源, 在办公家具出口市场占据较大的市场份额。同时, 公司积极拓展国内市场、完善业务矩阵, 具有较高成长性。综合考虑以上因素, 给予公司 23 年 12-14 倍 PE, 对应合理价值区间为 39.47 - 46.05 元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 2 同类公司对比估值表

证券代码	上市公司	主营业务	总市值 (亿元)	PE (2023E, 倍)	PE (2024E, 倍)
603600.SH	永艺股份	从事办公椅和按摩椅研发、生产和销售	28.74	8.96	8.22
603816.SH	顾家家居	客厅及卧室家具产品研发、生产和销售	298.68	14.25	12.11
1999.HK	敏华控股	制造和销售沙发及配套产品	243.14	8.37	7.27
平均			190.18	10.53	9.20

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 5 月 11 日收盘价

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6515</b>	<b>7930</b>	<b>8994</b>	<b>10003</b>
每股收益	2.54	3.29	3.93	4.62	营业成本	5096	6125	6851	7549
每股净资产	23.58	26.87	30.80	35.42	毛利率%	21.8%	22.8%	23.8%	24.5%
每股经营现金流	4.54	6.05	0.18	10.31	营业税金及附加	27	28	33	38
每股股利	0.26	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	510	621	675	730
P/E	13.57	10.47	8.75	7.45	营业费用率%	7.8%	7.8%	7.5%	7.3%
P/B	1.46	1.28	1.12	0.97	管理费用	324	428	540	600
P/S	0.73	0.60	0.53	0.48	管理费用率%	5.0%	5.4%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	8.58	7.04	6.12	3.81	EBIT	310	404	483	573
股息率%	<b>0.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-9	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	21.8%	22.8%	23.8%	24.5%	资产减值损失	-44	0	0	0
净利润率	5.4%	5.8%	6.1%	6.4%	投资收益	85	116	126	139
净资产收益率	10.8%	12.2%	12.8%	13.0%	<b>营业利润</b>	<b>383</b>	<b>520</b>	<b>608</b>	<b>711</b>
资产回报率	4.0%	4.9%	5.3%	5.7%	营业外收支	-4	-1	-2	-1
投资回报率	4.6%	5.5%	6.1%	6.7%	<b>利润总额</b>	<b>379</b>	<b>518</b>	<b>606</b>	<b>710</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	630	750	839	936
营业收入增长率	12.8%	21.7%	13.4%	11.2%	所得税	38	62	68	78
EBIT 增长率	-17.7%	30.5%	19.4%	18.6%	有效所得税率%	10.0%	11.9%	11.2%	11.1%
净利润增长率	4.5%	29.6%	19.6%	17.5%	少数股东损益	-12	-1	-9	-11
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>353</b>	<b>457</b>	<b>547</b>	<b>643</b>
资产负债率	62.3%	59.5%	58.6%	56.3%					
流动比率	1.07	1.25	1.40	1.57	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.63	0.84	0.86	1.14	货币资金	1245	2200	2349	3919
现金比率	0.29	0.50	0.47	0.75	应收账款及应收票据	1040	990	1277	1297
<b>经营效率指标</b>					存货	1682	1577	2444	2036
应收账款周转天数	46.98	45.67	44.93	45.86	其它流动资产	676	745	889	965
存货周转天数	119.02	95.77	105.65	106.81	流动资产合计	4642	5513	6959	8217
总资产周转率	0.80	0.88	0.91	0.92	长期股权投资	81	81	81	81
固定资产周转率	3.88	4.30	5.57	7.47	固定资产	1947	1743	1486	1193
					在建工程	473	331	232	162
					无形资产	487	487	487	487
					非流动资产合计	4151	3805	3449	3086
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>8793</b>	<b>9318</b>	<b>10408</b>	<b>11304</b>
净利润	353	457	547	643	短期借款	1359	1359	1359	1359
少数股东损益	-12	-1	-9	-11	应付票据及应付账款	1614	1846	2132	2241
非现金支出	396	346	356	363	预收账款	4	2	3	4
非经营收益	-92	-114	-123	-137	其它流动负债	1369	1208	1472	1628
营运资金变动	-15	153	-746	576	流动负债合计	4346	4415	4966	5231
<b>经营活动现金流</b>	<b>631</b>	<b>841</b>	<b>25</b>	<b>1434</b>	长期借款	702	702	702	702
资产	-399	-2	-3	-2	其它长期负债	429	429	429	429
投资	-36	0	0	0	非流动负债合计	1131	1131	1131	1131
其他	105	116	126	139	<b>负债总计</b>	<b>5477</b>	<b>5545</b>	<b>6097</b>	<b>6362</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-330</b>	<b>114</b>	<b>123</b>	<b>137</b>	实收资本	139	139	139	139
债权募资	91	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3279	3736	4283	4926
股权募资	6	0	0	0	少数股东权益	37	36	27	16
其他	-332	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>8793</b>	<b>9318</b>	<b>10408</b>	<b>11304</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-235</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>201</b>	<b>955</b>	<b>148</b>	<b>1571</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 11 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业  
高翩然 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,思摩尔国际,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居,明月镜片,乖宝宠物

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。