

恒林股份（603661）2022年报及2023年一季报点评

## 跨境电商表现亮眼，看好23年经营改善

### 事项:

- 22年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 65.2/3.5/3.2 亿，同比+12.8%/+4.5%/+10.2%；22Q4 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 18.9/0.6/-0.1 亿，同比+4.3%/-19.8%/-112.0%；23Q1 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 16.9/0.8/0.8 亿，同比+20.8%/+7.5%/+12.6%。

### 评论:

- 22Q4 营收暂承压，跨境电商业务亮眼。**永裕家居 2022 年 11 月 3 日办理完毕工商变更，纳入公司财务报表，22Q4 并表期间内永裕实现收入 2.3 亿，剔除并表影响，预计 22Q4 公司营收同比-8.3%，下滑主要系海外通胀压制消费需求、下游客户仍在去库周期。另一方面，公司积极应对市场环境变化，加强对电商新模式、新渠道研究，自建跨境电商团队，深入推进产销结合的经营理念，充分发挥海外基地的制造&关税优势。电商销售模式也由 to C 延展至向亚马逊直营直供，团队精力聚焦产品迭代&拓展，22 年跨境电商业务实现收入 10.1 亿，同比+58.31%。
- 业务结构优化，23Q1 毛利率改善。**预计 23Q1 永裕实现收入约 3 亿，剔除永裕并表，23Q1 公司营收基本持平，其中跨境电商业务高增趋势延续。23Q1 毛利率同比+3.6pct 至 24.9%，主要系高毛利率的电商业务占比提升，以及高毛利率的永裕家居并表。23Q1 净利率同比-0.3pct 至 4.9%，主要跨境电商营销投入加大，销售费用率同比+2.4pct，以及永裕收入并表后，净利率核算的分母扩大。
- 全产业链布局优势扩张，经营改善&跨境电商表现可期。**公司基于过去积累的制造体系优势，业务边界有序扩张，制造、渠道、物流仓储的全产业链布局红利有望逐步兑现，支撑永裕家居&跨境电商业务持续贡献业绩增量，对冲外部环境变化。同时，随越南基地扩建完成、外部厂房租金合约结束，订单逐步回暖、产能利用率修复，越南基地等项目今年或实现扭亏，提供利润弹性。
- 调整盈利预期，维持“推荐”评级。**考虑海外需求复苏节奏的不确定性，我们调整公司盈利预期，预计公司 2023-2025 年归母净利润 4.9/5.8/6.8 亿元（23-24 年前值 5.2/5.8 亿元），对应当前股价 PE 为 10/9/8 倍。采用 DCF 估值法，给予公司目标价 43.4 元/股，对应 2023 年 12 倍 PE，2024 年 10 倍 PE，维持“推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格波动，市场竞争加剧等。**

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	6,515	8,160	9,247	10,469
同比增速(%)	12.8%	25.3%	13.3%	13.2%
归母净利润(百万)	353	493	577	677
同比增速(%)	4.5%	39.6%	17.2%	17.3%
每股盈利(元)	2.54	3.54	4.15	4.87
市盈率(倍)	15	10	9	8
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

## 推荐（维持）

目标价：43.4 元

当前价：36.84 元

### 华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

联系人：毛宇翔

邮箱：maoyuxiang@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	13,906.70
已上市流通股(万股)	13,906.70
总市值(亿元)	51.23
流通市值(亿元)	51.23
资产负债率(%)	62.43
每股净资产(元)	24.15
12 个月内最高/最低价	42.96/26.49

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《恒林股份（603661）2022 年中报点评：品类扩张成效显著，汇率贡献盈利改善》

2022-08-26

《恒林股份（603661）2021 年报及 2022 年一季报点评：盈利边际企稳，大家居战略持续推进》

2022-05-04

《恒林股份（603661）2020 年报&2021 年一季报点评：跨境电商驱动高速增长，表现符合预期》

2021-04-29

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,245	830	783	1,026
应收票据	4	12	11	15
应收账款	1,036	1,256	1,324	1,494
预付账款	67	91	90	102
存货	1,682	1,814	2,224	2,622
合同资产	13	11	16	22
其他流动资产	596	577	748	925
流动资产合计	4,642	4,591	5,195	6,206
其他长期投资	67	67	67	67
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	1,947	2,182	2,466	2,688
在建工程	473	456	419	394
无形资产	487	530	583	641
其他非流动资产	1,096	1,108	1,119	1,129
非流动资产合计	4,151	4,424	4,735	5,000
<b>资产合计</b>	<b>8,793</b>	<b>9,015</b>	<b>9,930</b>	<b>11,206</b>
短期借款	1,359	759	359	359
应付票据	354	360	464	465
应付账款	1,260	1,623	1,866	2,084
预收款项	4	5	5	6
合同负债	394	493	559	633
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	310	310	310	310
其他流动负债	666	259	296	338
流动负债合计	4,346	3,809	3,858	4,195
长期借款	702	1,020	1,382	1,735
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	429	429	429	429
非流动负债合计	1,131	1,450	1,811	2,164
<b>负债合计</b>	<b>5,477</b>	<b>5,259</b>	<b>5,669</b>	<b>6,359</b>
归属母公司所有者权益	3,279	3,735	4,262	4,880
少数股东权益	37	21	-2	-33
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,316</b>	<b>3,756</b>	<b>4,261</b>	<b>4,847</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,793</b>	<b>9,015</b>	<b>9,930</b>	<b>11,206</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>631</b>	<b>394</b>	<b>601</b>	<b>491</b>
现金收益	553	746	866	1,006
存货影响	6	-132	-410	-398
经营性应收影响	-335	-232	-37	-155
经营性应付影响	145	370	347	221
其他影响	262	-357	-165	-183
<b>投资活动现金流</b>	<b>-330</b>	<b>-513</b>	<b>-584</b>	<b>-579</b>
资本支出	-1,047	-501	-570	-559
股权投资	413	0	0	0
其他长期资产变化	304	-13	-14	-20
<b>融资活动现金流</b>	<b>-235</b>	<b>-296</b>	<b>-64</b>	<b>330</b>
借款增加	455	-281	-39	353
股利及利息支付	-169	-86	-101	-117
股东融资	6	6	6	6
其他影响	-527	66	70	88

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>6,515</b>	<b>8,160</b>	<b>9,247</b>	<b>10,469</b>
营业成本	5,096	6,308	7,120	8,019
税金及附加	27	32	34	40
销售费用	510	639	724	820
管理费用	324	406	460	521
研发费用	197	247	280	325
财务费用	-9	29	39	48
信用减值损失	-31	-27	-26	-27
资产减值损失	-44	-21	-28	-32
公允价值变动收益	-14	-2	-1	-2
投资收益	85	66	70	76
其他收益	20	20	20	20
<b>营业利润</b>	<b>383</b>	<b>533</b>	<b>624</b>	<b>731</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>379</b>	<b>529</b>	<b>620</b>	<b>727</b>
所得税	38	53	62	73
<b>净利润</b>	<b>341</b>	<b>476</b>	<b>558</b>	<b>654</b>
少数股东损益	-12	-17	-19	-23
<b>归属母公司净利润</b>	<b>353</b>	<b>493</b>	<b>577</b>	<b>677</b>
NOPLAT	333	502	593	697
EPS(摊薄) (元)	2.54	3.54	4.15	4.87

**主要财务比率**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	12.8%	25.3%	13.3%	13.2%
EBIT 增长率	-20.4%	50.8%	17.9%	17.6%
归母净利润增长率	4.5%	39.6%	17.2%	17.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.8%	22.7%	23.0%	23.4%
净利率	5.2%	5.8%	6.0%	6.2%
ROE	10.8%	13.2%	13.5%	13.9%
ROIC	7.6%	11.1%	12.0%	12.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.3%	58.3%	57.1%	56.7%
债务权益比	84.4%	67.0%	58.2%	58.5%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	47	51	50	48
应付账款周转天数	88	82	88	89
存货周转天数	119	100	102	109
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.54	3.54	4.15	4.87
每股经营现金流	4.54	2.83	4.32	3.53
每股净资产	23.58	26.86	30.65	35.09
<b>估值比率</b>				
P/E	15	10	9	8
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	13	9	8	7

## 轻工纺服组团队介绍

### 组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 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。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522