

恒林股份(603661)

轻工制造

发布时间: 2023-05-14

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

跨境电商发力，自主品牌成新增长极

报告摘要:

国内办公椅出口龙头，多业务布局转型升级。公司连续多年办公椅出口额居同行业第一，目前业务模式以外销 OEM/ODM 为主，通过外延并购成长且向 OBM 转型，业务范围也拓展至软体家具、定制家具和办公家具环境解决方案提供。2022 年公司实现营收 65.15 亿元，同比增长 12.8%，2017-2022 年 CAGR 为 28.0%；归母净利润 3.5 亿元，同比增长 4.5%，2017-2022 年 CAGR 为 16.3%。

跨境电商发力，自主品牌成新增长极。2020 年疫情加速线上渗透率提升，公司进一步拓展自主品牌线上销售，引进跨境电商运营团队，重点建设跨境电商（如亚马逊平台）等新兴营销渠道，跨境电商业务爆发，办公椅、沙发等自主品牌销售占比提升，盈利能力大幅提高。2019 年公司收购瑞士 LO 并逐渐引入国内市场，发挥与公司市场、渠道、产品技术、生产运营等协同效应，满足国内市场系统办公趋势。品牌赋能下，市场渗透率提升可期。

办公家具出口市场广阔，多项优势夯实竞争壁垒。预计 2026 年全球办公家具市场规模 586 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 4.7%。公司具备多项竞争优势：(1) 产品矩阵充分且迭代速度快；(2) 区域产业链优势明显；(3) 渠道优势强，公司与全球知名企业 IKEA、NITORI、Office Depot、Staples 等均建立了长期合作关系，核心客户稳定；(4) 自动化率和上游产业链整合，持续强化成本优势。

收购永裕家居，加码布局 PVC 地板。2016-2021 北美 PVC 地板市场空间从 34.5 亿美元增至 64.4 亿美元，CAGR 为 16.9%。国内厂家主要从事低端产品，永裕家居是国内极少数主要生产并出口高端 SPC 地板的企业之一，2022 年实现营收 15.1 亿元，同比增长 6.1%；归母净利润 1.31 亿元，同比增长 9.2%。2022 年 11 月 4 日公司通过现金交易的方式完成永裕家居收购。

盈利预测与投资建议:预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.4/5.3/6.3 亿元，同比增长分别为+23.6%/+22.6%/+17.2%，对应 PE 分别为 11x/9x/8x，给予“买入”评级。

风险提示:出口和新业务不及预期，业绩预测和估值判断不达预期

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,778	6,515	8,104	10,019	12,007
(+/-)%	21.81%	12.76%	24.39%	23.63%	19.84%
归属母公司净利润	338	353	436	535	626
(+/-)%	-7.05%	4.50%	23.56%	22.60%	17.18%
每股收益 (元)	3.45	2.58	3.14	3.84	4.50
市盈率	11.80	11.03	11.02	8.99	7.67
市净率	1.35	1.21	1.28	1.12	0.97
净资产收益率 (%)	11.76%	11.23%	11.65%	12.41%	12.63%
股息收益率 (%)	2.89%	0.75%	1.45%	1.74%	2.03%
总股本 (百万股)	100	139	139	139	139

股票数据

2023/05/12

6 个月目标价 (元)	---
收盘价 (元)	34.56
12 个月股价区间 (元)	26.49-42.96
总市值 (百万元)	4,806.16
总股本 (百万股)	139
A 股 (百万股)	139
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	1%	9%	26%
相对收益	3%	12%	25%

相关报告

《恒林股份 (603661): 年报一季报大幅增长，跨境电商持续发力》

--20230504

《恒林股份 (603661): 上半年增长亮眼，家居战略成效显著》

--20220826

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001

021-20363260 tangkai@nesc.cn

目 录

1.	简介：办公家具行业领军者	5
1.1.	历史沿革和业务布局	5
1.2.	股权结构和管理层背景	6
1.3.	财务分析	7
2.	跨境电商发力，看好自有品牌建设	10
2.1.	消费模式转变，电商渗透率提升	10
2.2.	乘行业红利之风，B2C 电商模式崛起	12
2.3.	借力跨境电商，推进自有品牌建设	13
2.4.	持续优化跨境电商各个业务环节，构建竞争壁垒	16
2.5.	横向拓宽品类，持续优化跨境电商环节	17
3.	全球办公家具市场空间大，公司竞争优势持续强化	17
3.1.	全球办公家具市场空间广阔	17
3.2.	中国企业受益全球办公家具行业增长	19
3.3.	公司多项优势夯实竞争壁垒	21
4.	收购永裕家居，加码布局 PVC 地板领域	24
4.1.	PVC 材料地板简介	24
4.2.	PVC 材料地板全球市场格局	26
4.3.	永裕家居—国内 PVC 地板优质企业	28
4.3.1.	永裕家居核心竞争优势	28
5.	盈利预测	31

图表目录

图 1:	公司发展历程	5
图 2:	截止 2022 年底公司股权结构	6
图 3:	2017-2022 年公司营业收入及增速	8
图 4:	2017-2022 年公司归母净利润及增速	8
图 5:	2017-2022 年内外贸占比情况	8
图 6:	2017-2022 年公司境内外毛利率情况	8
图 7:	2017-2022 年公司内贸营收情况	9
图 8:	2017-2022 年公司外贸营收情况	9
图 9:	美元兑人民币近 5 年汇率走势	9
图 10:	公司业务结构和主要财务指标	10
图 11:	2015-2022 全球零售电商销售额及增速	11
图 12:	2015-2022 全球零售电商渗透率变化	11
图 13:	2015-2022 中国跨境电商行业交易规模及增速	11
图 14:	2019-2025 年各地区网购家具渗透率	12

图 15: 2021-2025 年全球网购家具渗透率最快的国家	12
图 16: 2016-2025E 年中国跨境出口 B2C 电商规模	13
图 17: 2016-2025E 年中国跨境出口 B2C 细分行业	13
图 18: 跨境电商经营模式矩阵	14
图 19: 2016-2025E 年中国跨境出口 B2C 电商规模	14
图 20: 2016-2025E 年中国跨境出口 B2C 细分行业	14
图 21: 2019-2022 年公司自有品牌营收情况 (万元)	15
图 22: 2022 年公司自有品牌及整体毛利率对比	15
图 23: 2018-2022 年公司销售模式占比变化情况	15
图 24: 2018-2022 年公司销售模式营收情况	15
图 25: 公司跨境电商业务模式	16
图 26: 全球办公家具市场规模	18
图 27: 2021-2026 年全球办公家具增长情况	18
图 28: 2021 年全球办公家具区域消费占比	18
图 29: 2021 年各国办公家具消费占比	18
图 30: 2018-2022 年美国人均可支配收入保持稳定增长	19
图 31: 2021 年美国购买办公家具的人群构成	19
图 32: 2020 年全球办公椅产能占比情况	20
图 33: 2020 年全球各国办公椅出口量占比	20
图 34: 2016-2021 年中国办公椅出口额及增速	20
图 35: 2021-2026 年全球办公家具增速最快的国家	21
图 36: 公司办公椅细分品类	21
图 37: 2020 年浙江安吉椅业销售在全国行业的占比	22
图 38: 公司主要下游合作客户	22
图 39: 公司主要客户合作时间	22
图 40: 公司上游产业链布局	23
图 41: 生产车间推动智能制造	23
图 42: 恒林和永艺毛利率比较	23
图 43: 2016-2020 年美国 PVC 地板销售额及增速	27
图 44: 2020 年美国各类地面装饰材料销售占比	27
图 45: 2020 年美国各类地面材料销售额 (亿美元)	27
图 46: 2015-2021 年中国 PVC 地板出口额及增速	28
图 47: 永裕家居中国数智化工厂	28
图 48: 永裕家居越南智造厂	28
图 49: 永裕家居无醛防水公寓地板	29
图 50: 永裕家居防烟烫静音酒店地板	29
图 51: 永裕家居少隔断静音办公地板	29
图 52: 永裕家居防滑抗菌医用地板	29
图 53: 永裕家居 SPC 地板 ABA 共挤技术结构图	29
图 54: 永裕家居 SPC 地板与其他品牌对比图	29
图 55: 2021 年永裕家居前五名客户销售金额情况 (亿元)	30
表 1: 公司产品品牌布局	6
表 2: 管理层引入多名职业经理人	7
表 3: 公司经营模式分析	15

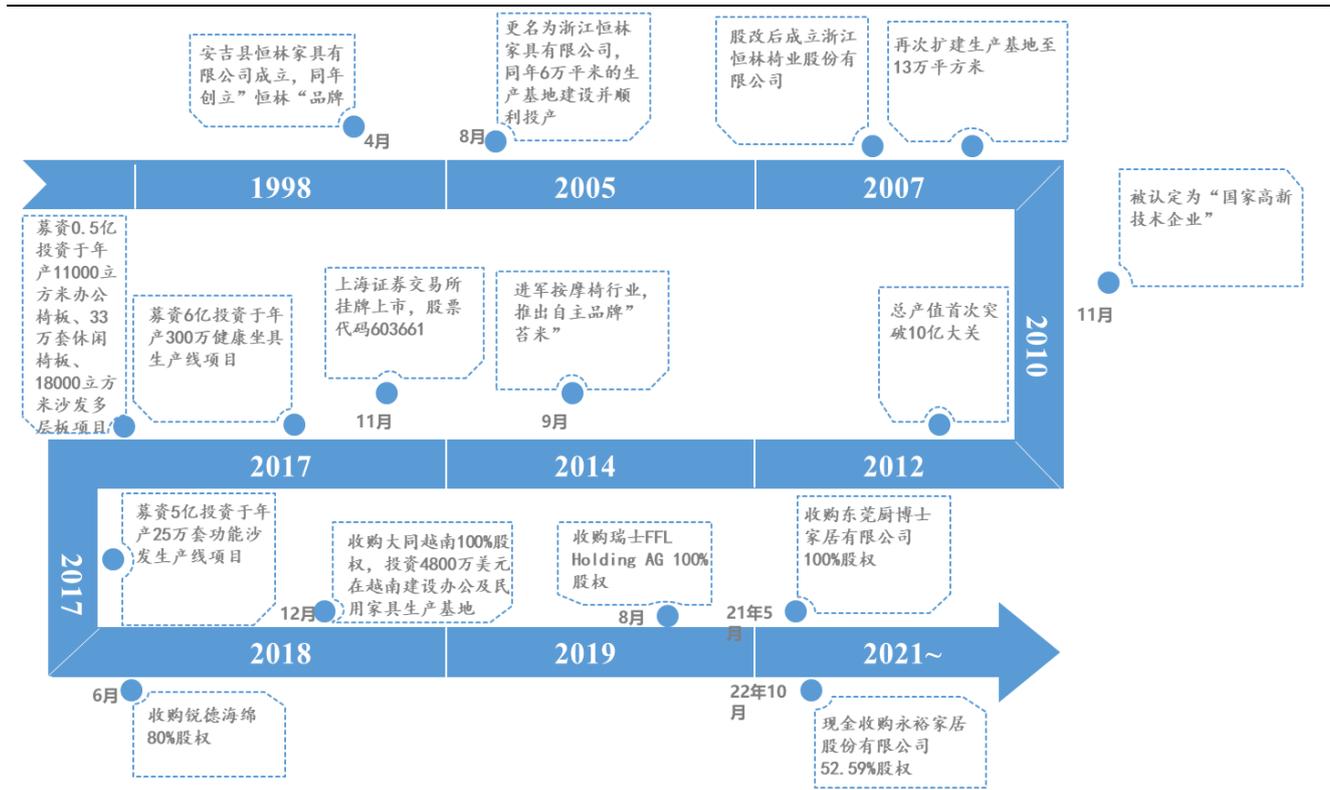
表 4: FBA/自有仓模式优劣势	17
表 5: 公司各车间自动化率	23
表 6: PVC 地板优点	24
表 7: 各类地面装饰材料特征	25
表 8: PVC 地板不同形式分类及品类优缺点	26
表 9: 各类地面装饰材料特征	30
表 10: 永裕家居外贸销售加征关税情况	31

1. 简介：办公家具行业领军者

1.1. 历史沿革和业务布局

国内办公家具行业领军企业。1998 年公司成立于浙江省安吉县，主业为全球办公场所提供办公椅、沙发等家具产品和服务。目前公司有生产流水线 30 条，年产能 350 万套，连续 13 年位居国内办公椅出口龙头。传统外销以 OEM/ODM 为主，核心客户包括 IKEA、NITORI、Staples、Office Depot 和 SourceByNet 等。目前公司依靠跨境电商转型至 OBM，通过“恒林（HENGLIN）”、“NOUHAUS”、“Lista Office LO”等自有品牌进行销售。2022 年公司 OEM/ODM 和 OBM 的营收分别为 36.8 亿元和 27.7 亿元，OBM 端较上年增长 35.6%，收购的 Lista Office LO 品牌在瑞士办公家具行业市占率第一，在欧洲市占率排第 13 名。公司凭借收购瑞士品牌以及欧洲市场搭建销售团队，叠加跨境电商赋能，有望与自有品牌形成协同优势，加快自主品牌在海外市场培育。

图 1：公司发展历程



数据来源：东北证券，公司官网，公司公告

加快外延并购，业务布局持续完善。2017 年至今，公司从上游整合、海外建厂和品类扩张三个方向着手，强化竞争优势：(1) **上游扩张方面**，2018 年 6 月收购锐德海绵 80% 股权，强化成本管控，平抑原材料价格波动对公司毛利率的影响，增加供应链稳定性；(2) **海外建厂方面**，2018 年 12 月收购大同越南公司，在越南投资建厂，利于公司规避国际贸易摩擦风险；2019 年 8 月收购瑞士办公行业龙头 Lista Office，进一步提高 OBM 业务量和品牌知名度；(3) **品类扩张方面**，2021 年 5 月收购东莞

厨博士家居有限公司，拓展公司板式定制家具业务；2022 年 10 月收购永裕家居股份有限公司，切入 PVC 地板业务，丰富家居环境产品线。

表 1：公司产品品牌布局

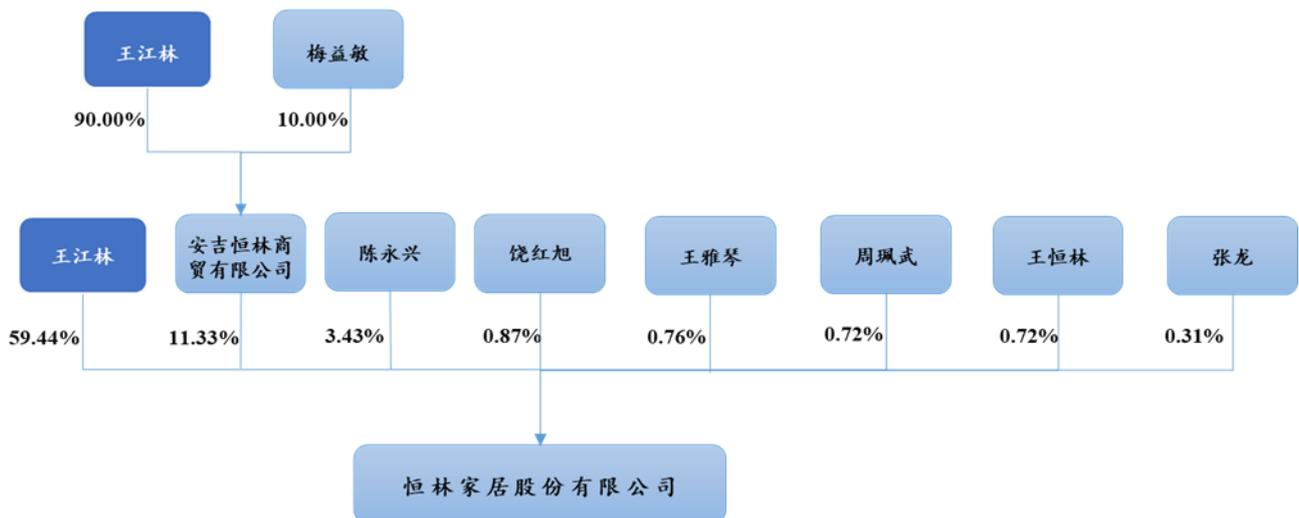
布局业务	相关布局	业务方向	布局方式与进展	2022 年营收 (亿元)
办公家居系列	恒林自主品牌	办公家居自主品牌	自主创立	1.70
	瑞士 LO	办公环境解决方案	收购 100% 股权	8.42
软体家居	Nouhaus	跨境电商品牌	全资子公司	3.55
板式定制家具	广德恒林	定制家居项目	全资子公司	
	安徽信诺	宜家供应链	全资子公司	
	厨博士	泛家居定制项目	收购 100% 股权	8.98
PVC 地板	永裕家居	PVC 地板	拟收购 94.7% 股权	15.03

数据来源：东北证券，公司公告

1.2. 股权结构和管理层背景

股权集中较高，持续引入职业经理人。王江林为公司实际控制人，公司股权集中度较高。据公司 2022 年报显示，董事长兼总经理王江林直接持有公司股权为 59.44%，并通过恒林商贸间接持有公司股权为 10.20%；配偶梅益敏女士持有恒林商贸股权为 10%，间接持有股权为 1.13%；原永裕家居董事长陈永兴持有公司股权 3.43%；副总经理王雅琴与王江林为姐弟关系，直接持有公司股权为 0.76%。自 2020 年起公司陆续引入职业经理人担任副总经理等职位，公司管理逐步迈向职业化经理人管理。

图 2：截止 2022 年底公司股权结构



数据来源：东北证券，公司官网，公司公告

表 2：管理层引入多名职业经理人

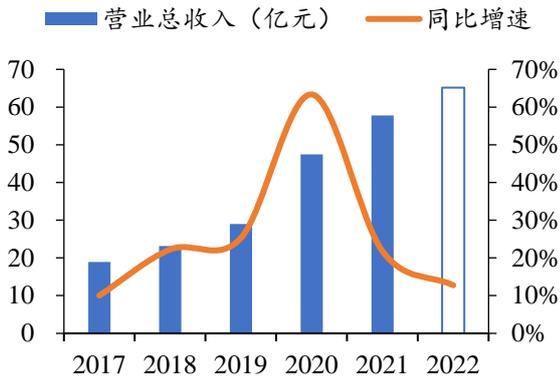
姓名	性别	年龄	学历	职务	履历
王江林	男	53	本科	董事长、总经理、法定代表人	1998 年创办安吉县恒林家具有限公司，并担任执行董事职务；担任的社会职务有浙江省椅业协会会长、湖州市政协委员和安吉县人大常委会等，现任公司董事长和总经理。
王雅琴	女	56	本科	副总经理	1998 年加入公司，历任财务、生产、供应链负责人；现任公司董事、副总经理，负责供应链管理。
王郑兴	男	48	硕士	副总经理	2008 年加入公司，历任研发部经理、董事。现任公司副总经理、恒林研究院院长、首席工程师，负责核心产品及关键技术的研发。
蔡彬	男	41	专科	副总经理	2012 年加入公司，历任公司 PMC 部经理、总经办经理、董事、总经办生产运营。现任公司副总经理，负责精益制造。
刘磊	男	38	本科	副总经理	2012 年加入公司，曾任杭州火虫工业设计股份有限公司等多家公司设计总监；历任公司设计总监。现任公司副总经理，负责产品的市场调研、开发及创新。
马恒辉	男	45	硕士	副总经理	2018 年加入公司，曾任宜家贸易服务中国有限公司制造专家、伊莱克斯全球采购中心供应链发展高级经理；历任公司生产副总经理。现任公司副总经理，负责宜家事业部。
王学明	男	50	硕士	财务负责人（财务总监）	2020 年加入公司，曾任霍尼韦尔综合科技(中国)有限公司等多家公司财务总监；历任公司财务副总监。现任公司财务总监。

数据来源：东北证券，公司公告

1.3. 财务分析

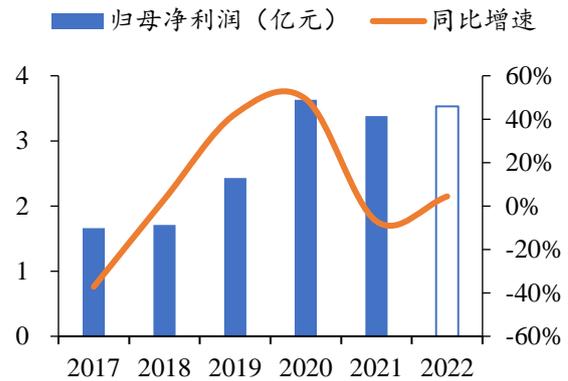
营收规模快速增长，归母净利润高增速可期。2017-2022 年公司营业收入分别为 18.96/23.18/29.04/47.43/57.78/65.15 亿元，五年 CAGR 为 28.0%。其中 2020 年营收同比增长 63.3%，主要受益于海外疫情和消费政策刺激，宜家、欧迪和史泰博等 B 端大客户订单及跨境电商等 C 端零售订单显著增加；2021 年在高基数效应下，公司营收同比增速仍保持 21.2%；2022 年办公家具行业出口承压，但公司办公椅业务仍优于行业，软体和板式业务保持较快增长；2022 公司实现营收 65.2 亿元，同比增长 12.8%。2017-2022 年公司归母净利润分别为 1.66/1.77/2.43/3.63/3.38/3.53 亿元，五年 CAGR 为 16.3%。其中 2021 年归母净利润同比下滑 7.1%，主要系汇率升值及原材料、海运费价格上升所致；2022 公司面临上述不利因素减少，净利润增速得到修复。

图 3：2017-2022 年公司营业收入及增速



数据来源：东北证券，Wind

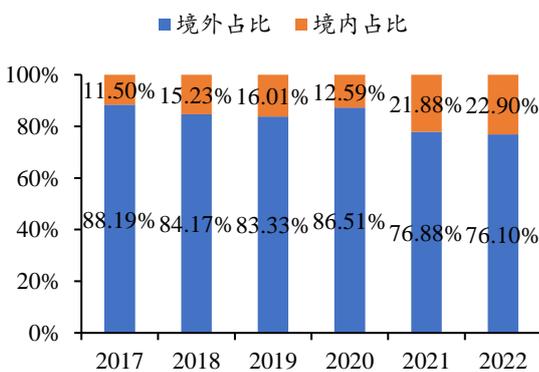
图 4：2017-2022 年公司归母净利润及增速



数据来源：东北证券，Wind

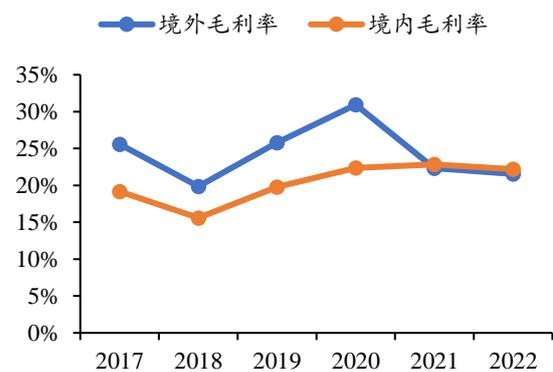
外销是驱动主力，内销提升空间大。2022 年公司境外/境内营业收入分别为 49.57/14.91 亿元，营收占比 76.1%/22.9%，同比增长 11.6%/18.0%。外销仍是业绩增长的主要动力，内销收入增速加快，未来公司有望从外贸驱动转型为内外贸双轮驱动。**外销业务从 ODM 转向 OBM：**公司依靠跨境电商加快培育自主品牌，2022 年 Nouhaus 品牌实现营收 3.55 亿元，较上年小幅下降。**内销业务以 ODM 和 OEM 为主：**2017-2022 年营业收入从 2.18 亿元增至 14.91 亿元，五年 CAGR 为 46.9%，未来公司将复制 Nouhaus 的海外成功经验，借助国内电商渠道进行组合推广，提高自有品牌收入占比。考虑到美元贬值已从底部修复，未来若美元兑人民币持续升值，利于公司外销业务增长。

图 5：2017-2022 年内外贸占比情况



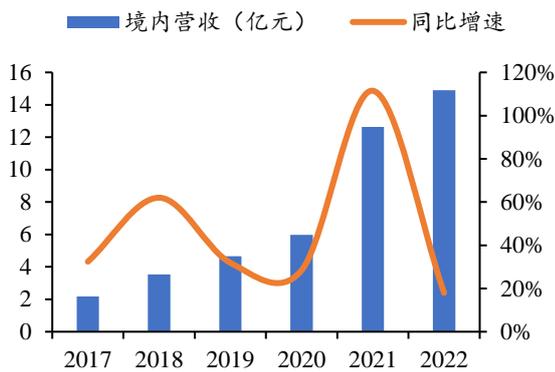
数据来源：东北证券，Wind

图 6：2017-2022 年公司境内外毛利率情况



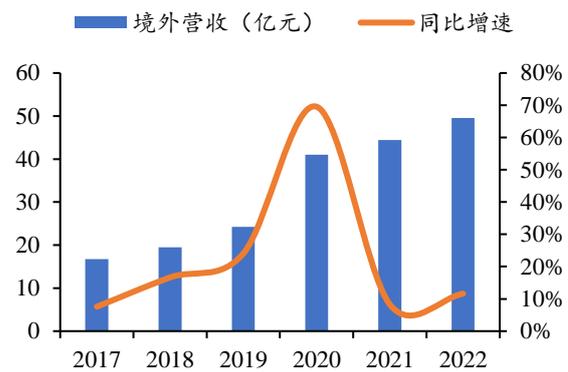
数据来源：东北证券，Wind

图 7：2017-2022 年公司内贸营收情况



数据来源：东北证券，Wind

图 8：2017-2022 年公司外贸营收情况



数据来源：东北证券，Wind

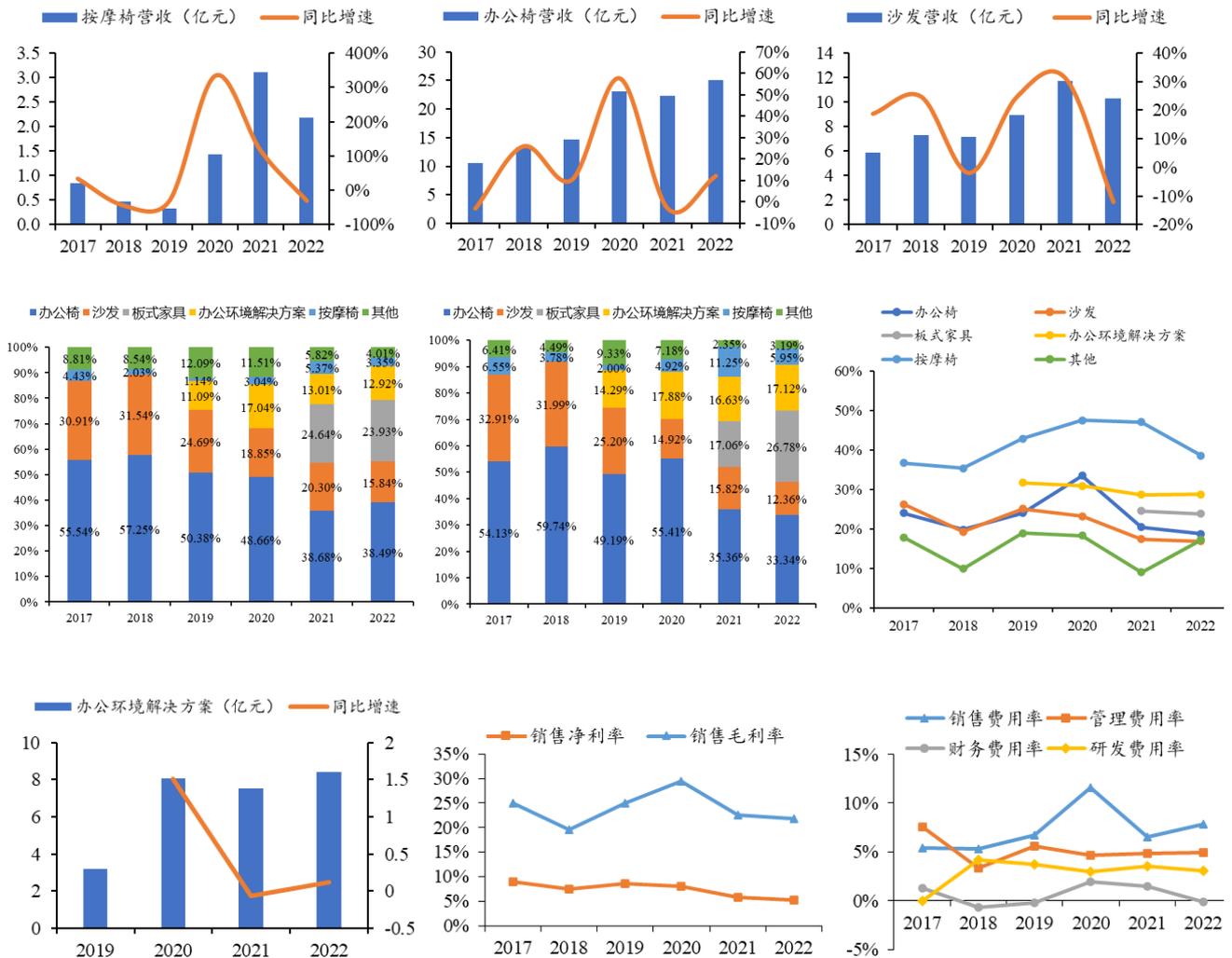
图 9：美元兑人民币近 5 年汇率走势



数据来源：东北证券，Wind

产品结构以办公椅和沙发为主，净利率和三费整体保持一致。2022 年公司办公椅持续稳定发展，全年实现营收 25.07 亿元，营收占比 38.49%；沙发业务实现营收 10.32 亿元，营收占比 15.84%。依靠立足办公椅和软体家具，公司逐步转向布局办公环境解决方案业务，2022 年营收 8.42 亿元，营收占比 12.92%。2022 年销售净利率为 5.23%，小幅下滑主要系原材料涨价，跨境电商降价去库存及越南工厂产能利用率不足所致。

图 10：公司业务结构和主要财务指标



数据来源：东北证券，Wind

2. 跨境电商发力，看好自有品牌建设

2.1. 消费模式转变，电商渗透率提升

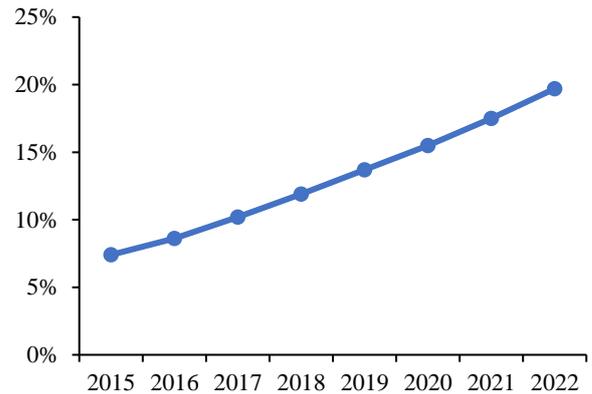
跨境电商呈现快速增长态势。全球疫情时期，各国“宅经济”成为主流，线上消费习惯加速培养，全球零售电子商务销售额与份额实现了双增长。据网经社数据显示，2015-2022年，全球零售电商销售额从1.55万亿美元增至5.70万亿美元，年均复合增速达20.47%，全球零售总额的电商份额由7.4%增长至19.7%。2015-2022年中国跨境电商行业交易规模CAGR为16.47%，2022年达15.7万亿元，同比增长10.6%。

图 11: 2015-2022 全球零售电商销售额及增速



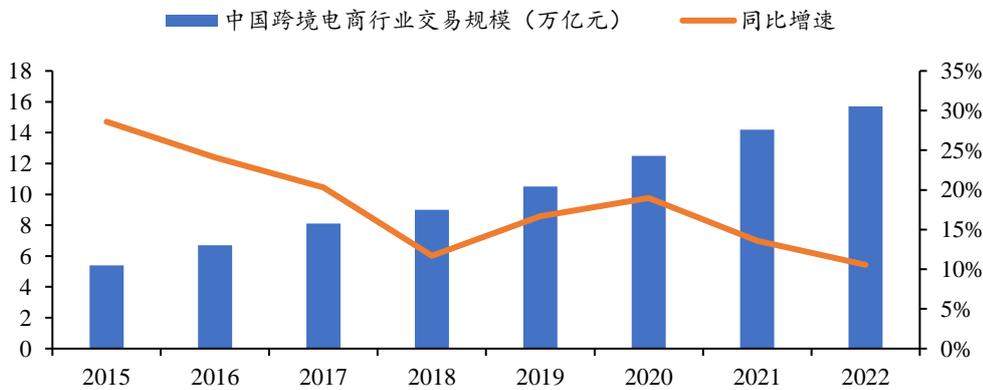
数据来源: 东北证券, 网经社

图 12: 2015-2022 全球零售电商渗透率变化



数据来源: 东北证券, 网经社

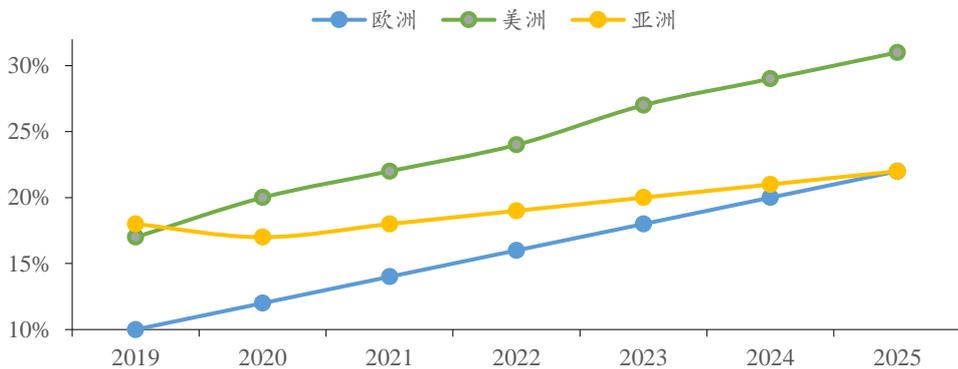
图 13: 2015-2022 中国跨境电商行业交易规模及增速



数据来源: 东北证券, 网经社

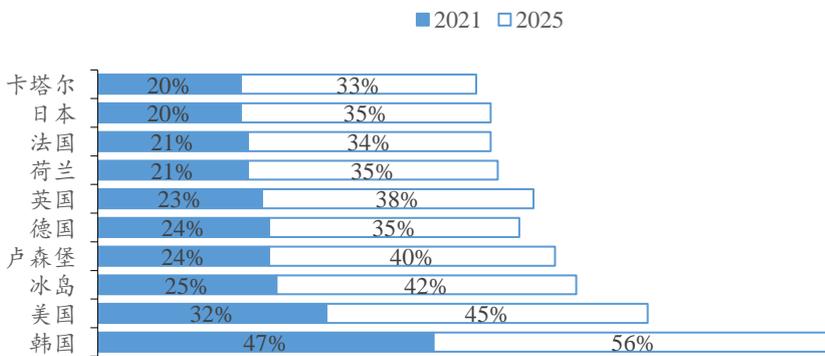
海外家具电商市场已成规模, 且逐年快速扩大。根据 Statista 数据, 欧美以及亚非地区家具电商市场逐年扩大。亚洲预测将成为家具电商最大的市场, 2025 年亚洲市场营收预计达 3000 亿美元, 同比增长 11.9%。非洲同比增长最快, 达 16.7%; 欧美地区网购家具渗透率逐年递增, 预计在 2025 年, 欧洲将追平亚洲比例达 22%, 美洲仍保持优势比例达 31%; 分国家而言, 预计 2025 年韩国将成为网购家具渗透率最高的国家, 达 56%。其次是美国的 45%。

图 14：2019-2025 年各地区网购家具渗透率



数据来源：东北证券，Statista

图 15：2021-2025 年全球网购家具渗透率最快的国家



数据来源：东北证券，Statista

多因素驱动跨境电商行业发展。(1) 从需求看，全球电商渗透率加速提升，我国跨境电商进出口需求强劲。(2) 政策上，我国跨境电商监管政策不断完善，制度体系逐步成熟，推动跨境电商行业规范发展。(3) 数字技术赋能，近年来数字技术快速渗透跨境电商产业各环节，成为推动跨境电商行业模式创新和效率变革的重要动力。随着跨境电商 SaaS、营销等新服务领域服务商的增加，建站成本降低，越来越多品牌开始转向自主搭建网站，独立站成为跨境电商行业发展新风向。

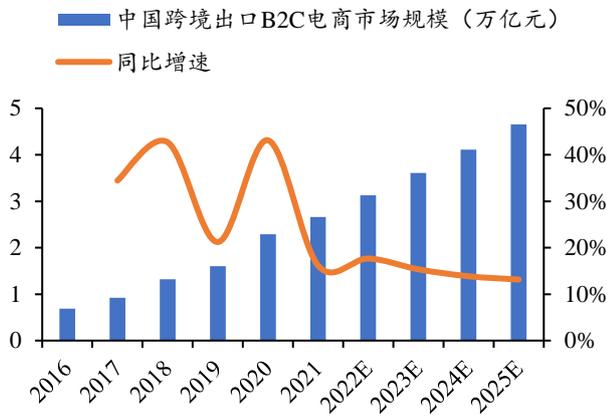
品牌化、多渠道布局有望成为跨境电商未来发展方向。品牌化运营能够积累高粘性的私域流量，推动卖家建立自有供应链体系，形成正向循环的持久竞争优势。在独立站模式下，商家能够通过原生内容和品牌曝光与消费者直接互动，同时获取用户数据，并以此为基础进行精准营销和用户深耕，从而实现品牌价值的积累。

2.2. 乘行业红利之风，B2C 电商模式崛起

我国出口跨境电商中 B2C 形式占比持续扩大。相比传统 B2B 模式，跨境电商 B2C 模式极大优化了跨境贸易链条，成为了新的海外出口贸易形式，根据中商情报网数据，2021 年中国跨境出口 B2C 电商市场规模达 2.66 万亿元，同比增长 16.5%，五

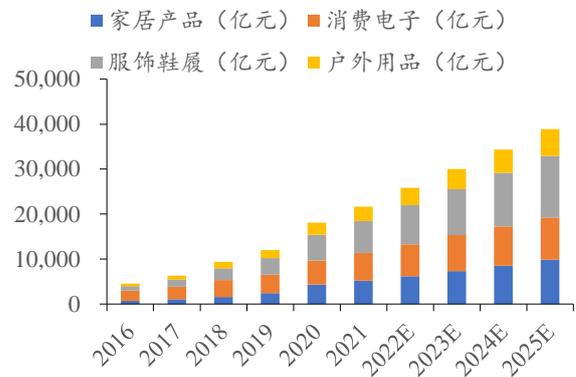
年 CAGR 为 30.3%，预计到 2025 年，国内跨境出口 B2C 电商市场规模将达到 4.65 万亿元。我国跨境出口细分行业中，按产品可分为消费电子、服饰及鞋履、家居产品及体育用品等，其中家居产品是跨境出口 B2C 电商业务的主要组成部分，2021 年占到跨境出口 B2C 电商规模的 19%。

图 16: 2016-2025E 年中国跨境出口 B2C 电商规模



数据来源：东北证券，中商情报网

图 17: 2016-2025E 年中国跨境出口 B2C 细分行业

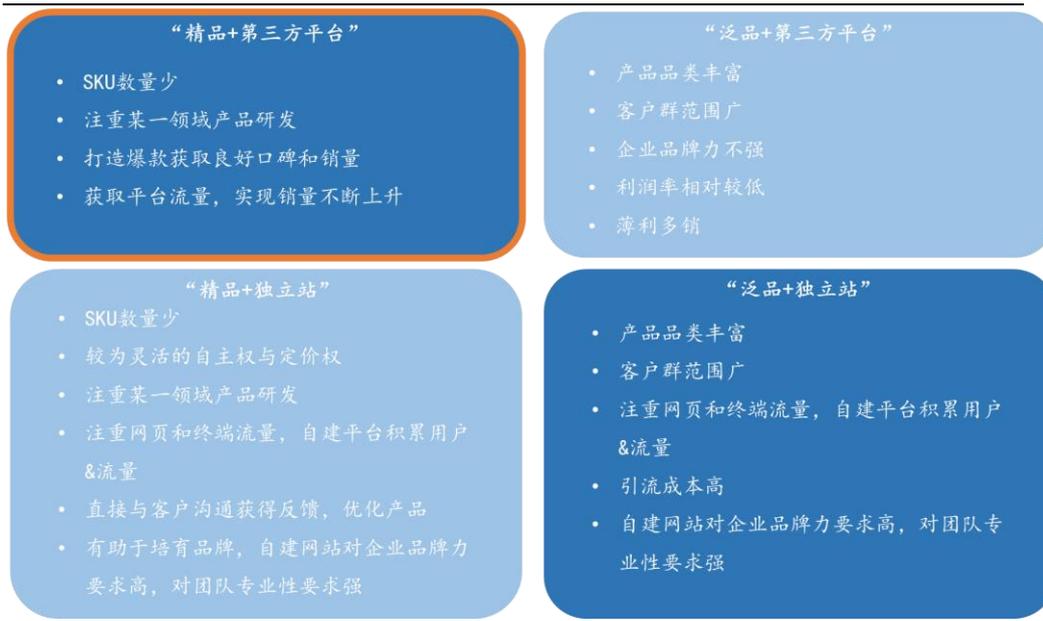


数据来源：东北证券，中商情报网

2.3. 借力跨境电商，推进自有品牌建设

深度理解“精品+第三方平台”模式，构建盈利逻辑闭环。目前跨境电商贸易的主要形式根据 SKU 丰富度和自营平台可简单分为四个模式：“精品+第三方平台”、“精品+独立站”、“泛品+第三方平台”和“泛品+独立站”。不同模式下，核心竞争力存在差异。公司在“精品+第三方平台”模式下，产品 SKU 数量较少，公司更加注重品牌力以及家具领域产品研发能力，通过自有品牌打造优秀爆款产品获取良好的口碑和第三方网站(Amazon)较高的排名，从而获得平台流量，提升产品销量，实现良性循环。该业务模式使得公司充分受益于平台推荐机制，亚马逊会为客户自动推荐评分较高的优质产品，导致平台马太效应显著，前 10%的卖家贡献了近 80%的销售量，市场份额加速向“精品”模式下的商家集中，因此公司作为家具领域头部品牌商家，有望长期享受跨境电商出海红利。

图 18：跨境电商经营模式矩阵



数据来源：东北证券整理

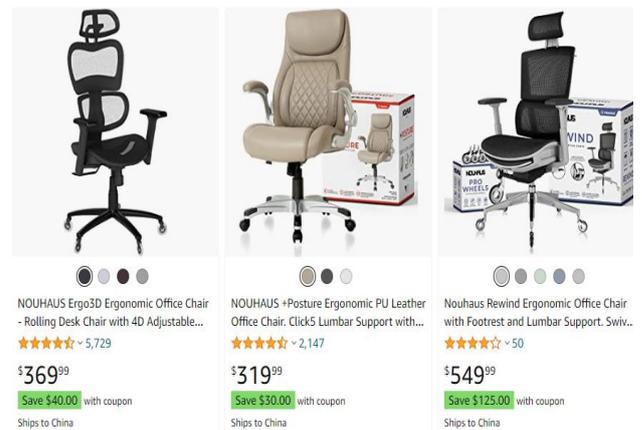
设立跨境电商品牌，推动自有品牌建设。公司早期便开始布局境内外电商渠道，2019年公司成立美国诺河有限公司 Nouhaus.Inc、诺河（韩国）有限公司 Nouhuas Co.,Ltd 跨境电商运营公司，在亚马逊（Amazon）等第三方跨境电商平台上销售自主品牌 Nouhaus，Nouhaus 定位中高端产品，主流价格在 200 美金以上。

图 19：2016-2025E 年中国跨境出口 B2C 电商规模



数据来源：东北证券，Amazon

图 20：2016-2025E 年中国跨境出口 B2C 细分行业

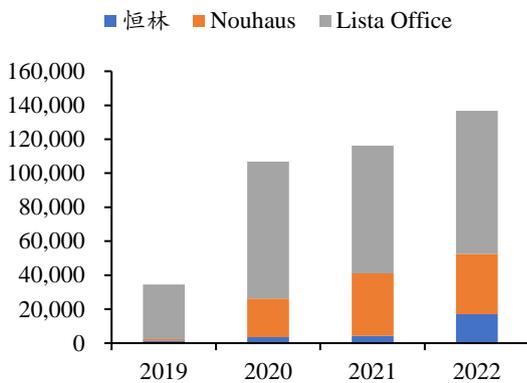


数据来源：东北证券，Amazon

跨境电商加速发展，自有品牌盈利提升。自 2020 年起全球各地受到疫情影响，境外国家开启居家办公的常态化办公模式，公司办公椅、按摩椅等产品需求显著提升，跨境电商业务放量增长，自有品牌逐渐形成知名度，提升产品附加值，增加了公司的营业收入。2022 年，公司 OEM/ODM 和 OBM 的营业收入分别为 36.8 亿元和 27.7 亿元，OBM 端较上年增长 35.6%；毛利率方面，公司三大自有品牌“恒林”、“Nouhaus”及“LO”毛利率分别为 30.0%/13.33%/30.08%，综合下高于公司整体毛利率水平。从盈利能力看，自有品牌（OBM 模式）的毛利率高于代工业务（ODM/OEM 模式），随着公司大力推广“恒林”、“Nouhaus”和“LO”的销售，业绩增量的持续扩张有

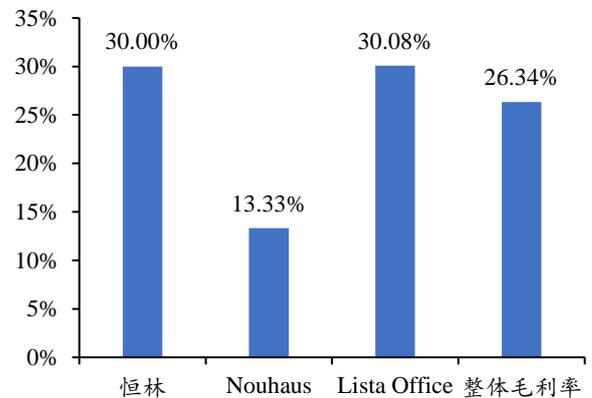
望提升整体盈利能力。

图 21：2019-2022 年公司自有品牌营收情况（万元）



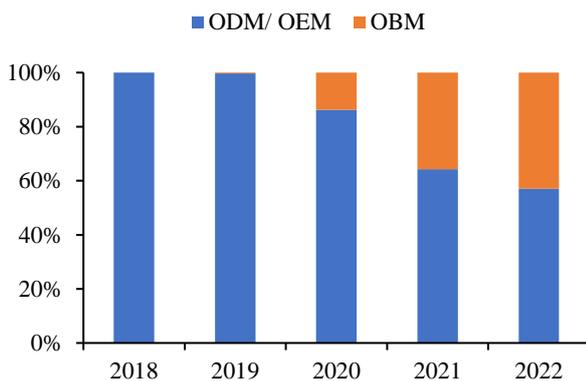
数据来源：东北证券，公司公告

图 22：2022 年公司自有品牌及整体毛利率对比



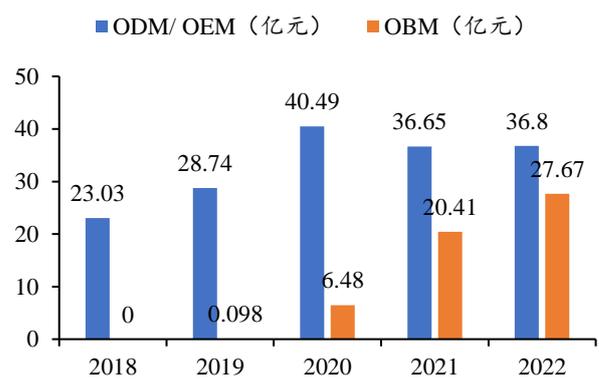
数据来源：东北证券，公司公告

图 23：2018-2022 年公司销售模式占比变化情况



数据来源：东北证券，公司公告

图 24：2018-2022 年公司销售模式营收情况



数据来源：东北证券，公司公告

表 3：公司经营模式分析

简称	全称	概述	毛利率
OEM	原始设备制造商（代工生产）	制造厂商没有自主品牌与销售渠道。根据品牌商的委托，依据样式生产制造产品，并销售给品牌商。	低
ODM	原始设计制造商（设计生产）	在制造加工的基础上承担部分设计任务，生产制造产品并销售给品牌商。	中
OBM	原始品牌制造商（自营品牌）	制造商拥有自主品牌，自主设计并自主自造产品，拥有完整业务链。	高

数据来源：东北证券，网络资料整理

2.4. 持续优化跨境电商各个业务环节，构建竞争壁垒

公司跨境电商各个业务环节模式成熟，成本优势显著。公司目前共有 3 个跨境电商团队，经过多年经验积累，公司通过自建海外仓在仓储、发货时效、发货准确率等方面优势凸显。我们预计各个环节成本约低于同行 5%-10%左右，叠加公司自有工厂能够控制生产成本，从而实现同类产品，相同质量，市场价格最低，最具竞争优势的特点。极具竞争力的产品使得公司出单量持续提高，规模效应的提升进一步帮助公司控制成本，实现良性循环。

图 25：公司跨境电商业务模式



数据来源：东北证券整理

仓储：

公司海外仓业务布局较早，租金成本拥有极大优势。海外仓储是跨境电商整个业务链条中最为重要的环节，同时也是成本占比最高的环节，公司自跨境业务开始之初就布局自建海外仓，目前公司除了 NOUHAUS 品牌使用 FBA 模式以外，其他品牌均使用自主海外仓模式，并由专业团队进行运营。截止 2022 年，公司在北美共有 5 个自主海外仓，分别位于：加州、新泽西、亚特兰大和德州。提早布局使得公司在租金成本方面拥有绝对的优势，例如：2022 年加州仓库的平均租金约为 1.6 美元/平方英尺，而公司位于加州的仓库于 2019 年布局，租期超过 5 年，租金低于市场均价，具备优势。

自建海外仓，有效规避存货风险。由于公司经营品类为办公家具，特点为体积大、重量大，FBA 模式不适用于公司经营的商品品类。FBA 模式即 Fulfilled By Amazon，商家将商品存放在平台的仓库中，由平台进行发货与售后工作，商家可省下物流、后勤等费用，但 FBA 仓对选品的尺寸、重量、类别有极为严苛的限制，FBA 仓选品偏向于体积小、利润高、质量好的产品。同时平台会对库存绩效指标进行评定，商家有概率受到被平台限制仓储的风险，且 FBA 模式备货较多，商家运营风险较大，且需要支付平台费。公司自建海外仓有效规避了上述风险。

系统&团队优势：

经验丰富的团队配合完善的系统，公司效率行业领先。公司 IT 系统稳定，满足公司对接多个电商平台实时运营需求。同时，团队拥有多年大件商品运营经验，目前发货准确率高达 99%，商品 24 小时之内发货率为 95%。

表 4: FBA/自有仓模式优劣势

	FBA 模式	自有仓模式
基本介绍	商品存放在 Amazon 的 Fulfillment Center 订单履行中心。订单由该中心直接打包、配送，同时由该中心负责售后服务。	公司在海外建立自有仓库，自主管理销售，物流，客服，售后等环节。
优势	<ol style="list-style-type: none"> 1. 商家可省下物流和后勤建设，使用 Amazon 的仓储服务以及运送服务。 2. 可提高 Amazon 平台上 Listing 的排名，获得更多流量，提高用户信任。 3. Amazon 仓库范围很广，能够第一时间发货，配送时间快。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 存货风险低。 2. 比 FBA 更直接，与客户可以直接沟通。 3. 比 FBA 发货渠道限制少。 4. 产品可选性比较广，可复制多家店铺操作。 5. 节省 FBA 仓库管理费用。
劣势	<ol style="list-style-type: none"> 1. FBA 仓库不会为卖家的头程发货提供清关服务。 2. 仓储规模取决于库存绩效指标分数，随时有被限制仓储的风险。 3. FBA 仓库备货较多，运营风险被放大。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 建立海外仓需投入一定初始成本。 2. 内部的操作系统、人员经验、服务水平、整体流程等软实力要求较高。

数据来源：东北证券，网络资料整理

2.5. 横向拓宽品类，持续优化跨境电商环节

基于渠道优势横向拓宽品类，提升规模效应持续优化公司成本。公司跨境电商在产品端持续拓展新品类，从原先最初的办公座椅逐步拓展至人体工学座椅、按摩椅、升降桌等产品。公司先前通过自主品牌打造爆品已经在市场上建立了良好的口碑，规模优势下，公司在生产端、物流端和仓储端成本优于同业竞争对手，因此公司拓展新产品品类拥有先天价格优势，市场竞争力较强。未来随着爆款增多，公司产品总销量持续上升，在规模效应的作用下，各个环节成本得到不断优化，形成良性循环。

3. 全球办公家具市场空间大，公司竞争优势持续强化

3.1. 全球办公家具市场空间广阔

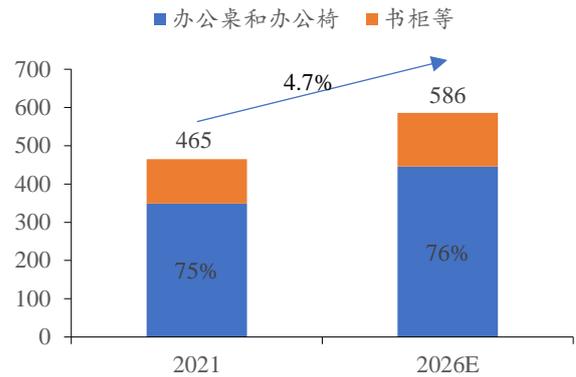
全球办公家具市场空间广阔，未来五年保持稳定增长。根据 Statista 数据显示，2013-2022 年全球办公家具市场规模由 346 亿美元增至 506 亿美元，八年 CAGR 为 4.3%，其中办公桌和办公椅在办公家具中占比为 75%，市场空间广阔。随着居家办公创造新应用场景，叠加新兴市场渗透率提升，市场规模持续增长，初步预计到 2026 年，全球办公家具市场规模将达到 586 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 4.7%。

图 26：全球办公家具市场规模



数据来源：东北证券，Statista

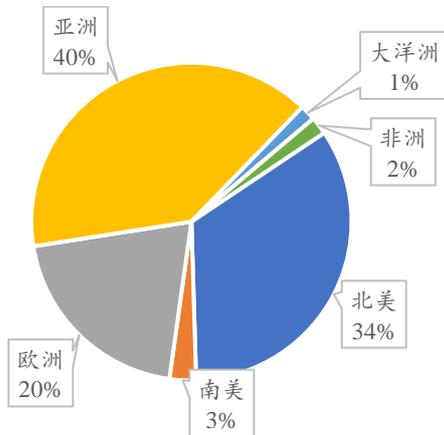
图 27：2021-2026 年全球办公家具增长情况



数据来源：东北证券，Statista

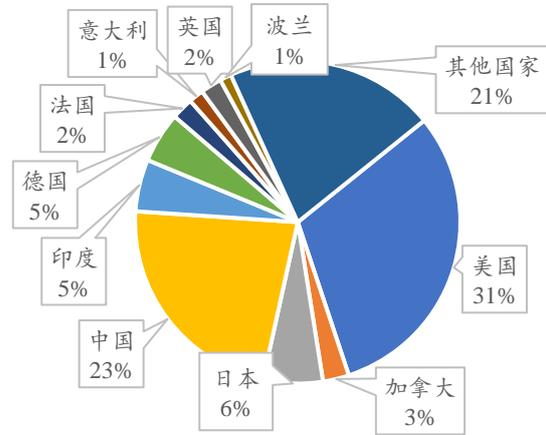
欧美市场是主要消费区域，美国是全球最大的市场。根据 Statista 数据显示，2022 年美洲和欧洲区域办公家具市场规模分别约 200 亿美元和 172 亿美元，占比 34%和 20%，两大消费市场合计占比 54%。从国别角度看，2022 年美国办公家具消费市场规模 171 亿美元，消费金额占全球比例为 31%，美国办公家具市场的景气度对行业影响巨大。

图 28：2021 年全球办公家具区域消费占比



数据来源：东北证券，Statista

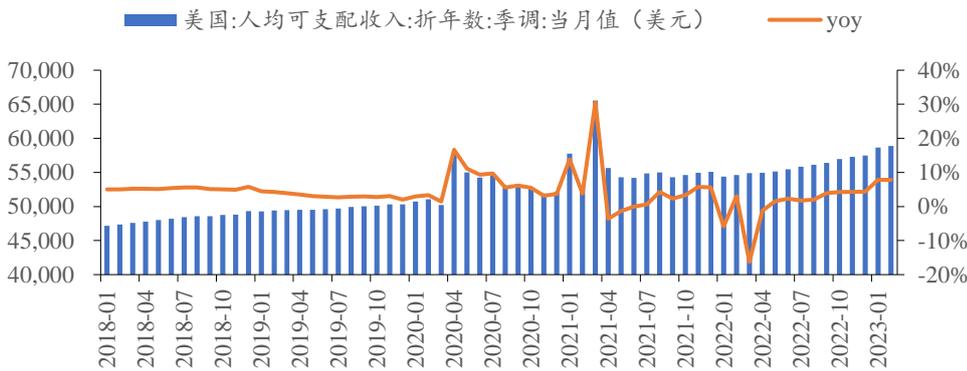
图 29：2021 年各国办公家具消费占比



数据来源：东北证券，Statista

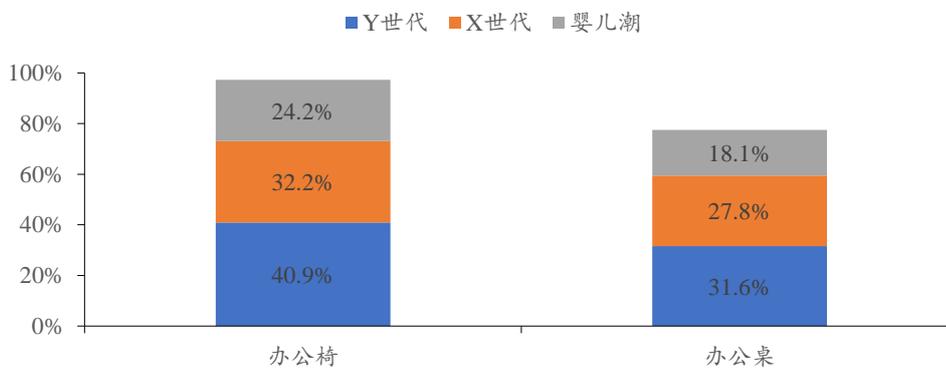
美国人均可支配收入稳步增长，利好办公家具行业消费修复。根据美国经济分析局数据显示，自 2022 年 1 月至 2023 年 2 月，美国人均可支配收入（折年数）已从 5.44 万美元增至 5.89 万美元。我们认为 2023 年美国办公家具消费有望修复，主要原因有两点：（1）美国年轻一代消费者消费欲望较强，2020 年疫情期间居家办公购买的家具产品已超过 2 年，新品办公家具的推出有望刺激产品置换；（2）目前美国人均可支配收入不断增长，消费能力持续得到修复。

图 30：2018-2022 年美国人均可支配收入保持稳定增长



数据来源：东北证券，美国经济分析局

图 31：2021 年美国购买办公家具的人群构成

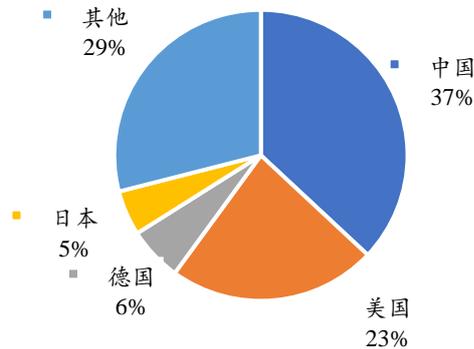


数据来源：东北证券，Statista

3.2. 中国企业受益全球办公家具行业增长

中国已成为全球办公椅的制造中心。我国自 2010 年取代美国成为全球最大的办公家具制造国，办公座椅行业整体生产制造能力稳步提升，产业配套设施日益齐全，生产成本存在比较优势，产业链综合优势日益强化。根据 CSIL 数据显示，2020 年全球办公椅总产值达 141.9 亿美元，产能高度集中于中国、美国、德国和日本，分别占全球总产值的 37%/ 23%/ 6%/ 5%。

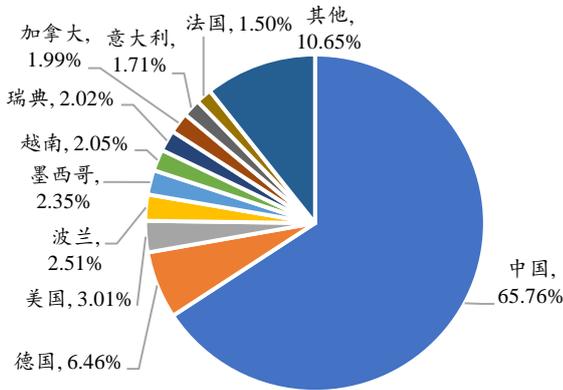
图 32：2020 年全球办公椅产能占比情况



数据来源：东北证券，CSIL

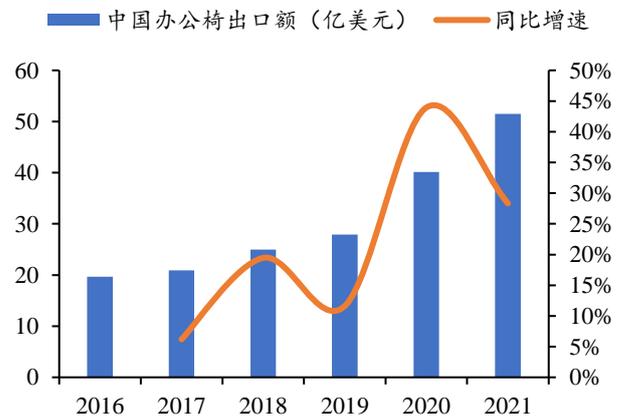
中国成为全球办公椅最大出口国。2020 年我国办公椅出口量共计 8339.9 万个，约占全球市场出口规模的 65%。据中国海关总署的数据显示，中国办公椅出口额从 2016 年的 19.7 亿美元增至 2021 年的 51.5 亿美元，五年 CAGR 为 12.3%；2020 年全球疫情加速居家办公趋势，国外办公椅零售市场消费需求增长较快，2019-2021 年 CAGR 为 35.9%。其中，美国、德国、日本、英国和澳大利亚是中国办公椅出口的前五大目的国。2021 年中国对美国、德国、日本、英国和澳大利亚出口的办公椅金额分别为 11.99/ 3.10/ 2.42/ 2.04/ 1.56 亿美元；从中国进口的办公椅占美国总进口额的 73.0%，占德国总进口额的 58.9%，占日本总进口额的 80.4%，占英国总进口额的 64.9%，占澳大利亚总进口额的 77.9%，占比均在 55% 以上。

图 33：2020 年全球各国办公椅出口量占比



数据来源：东北证券，中国海关总署

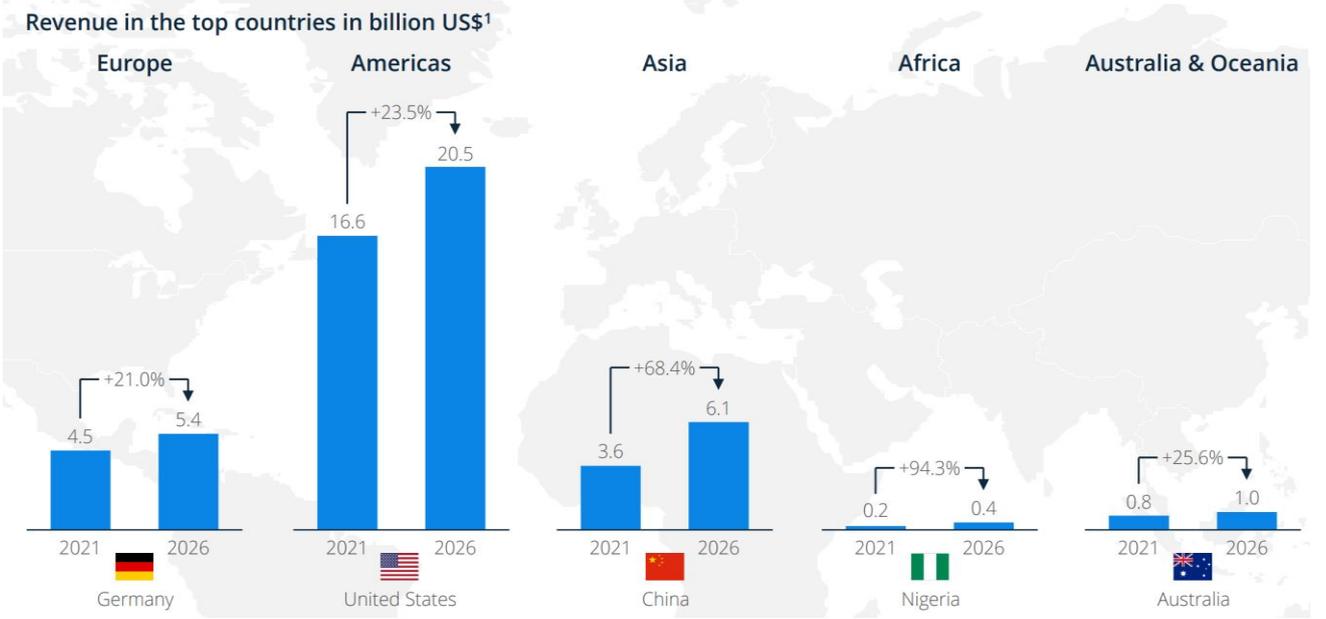
图 34：2016-2021 年中国办公椅出口额及增速



数据来源：东北证券，中国海关总署

中国企业将持续从办公家具行业增长中受益。结合消费端和生产端来看，随着全球办公家具市场消费复苏，市场空间和订单量有望持续增多，我国作为办公家具最大产能和出口国，体量远高于其他发展中国家，订单的流入将强化产业链协同和规模优势。根据 Statista 预测，我国也是 2021-2026 年办公家具市场增速最快的国家之一，内外双循环利好国内企业长期发展。

图 35：2021-2026 年全球办公家具增速最快的国家



数据来源：东北证券，Statista

3.3. 公司多项优势夯实竞争壁垒

品类研发优势——办公椅品类丰富，充分满足终端需求。公司深耕于办公椅业务多年，具备丰富的设计和制造经验，提供了包括人体工学椅、皮椅、网椅、会议椅、儿童椅、电竞椅等多种细分品类，以满足不同消费者的需求。此外，公司还拥有 20 多年的核心技术，能够跟踪国内外办公椅发展趋势和消费者需求变化，并在专业性基础上兼具实用性和体验感，贯彻执行“产品场景化”的设计理念。

图 36：公司办公椅细分品类

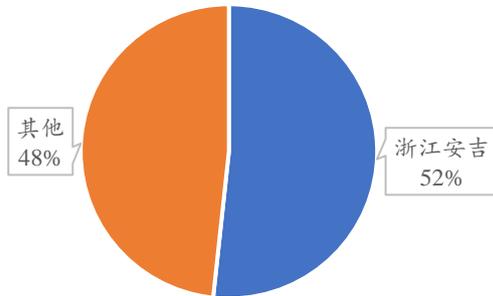


数据来源：东北证券，公司招股书

产业链集群优势——地处“椅业之乡”安吉，产业区位优势显著。浙江省安吉县是我国最大的坐具制造基地，截至 2022 年底，安吉县规模以上椅业企业 313 家，营业收入为 277.91 亿元；安吉县共有家具类出口企业 1000 余家，累计出口 193.1 亿元，占全县出口总额 46.5%。安吉县产业上下游配套齐全，生产效率高，基础设施和配套政策完备，有效的降低了原材料运输成本，提高采购实效性，地理区位优势优于

域外竞争对手。

图 37：2020 年浙江安吉椅业销售在全国行业的占比



数据来源：东北证券，前瞻研究院

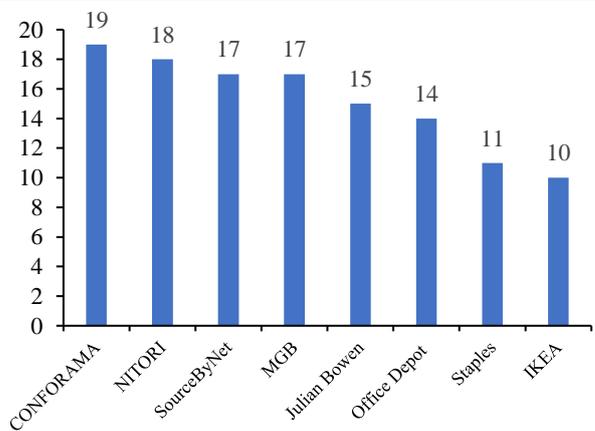
销售渠道优势——深度绑定核心客户，销售渠道稳定。公司与全球知名零售商企业 IKEA、NITORI、Office Depot、Staples、SourceByNet、Home Retail 等建立了长期合作关系，主要销售办公椅等办公家具系列产品，通过与高标准认证要求且在全球范围内拥有广阔销售渠道的优质客户合作，进而有效提升公司综合竞争力。目前，公司与各大零售商合作均超过 10 年，从前五大合作客户销售占比来看，2022 年公司前五大客户占比约为 27.33%。

图 38：公司主要下游合作客户



数据来源：东北证券，公司招股书

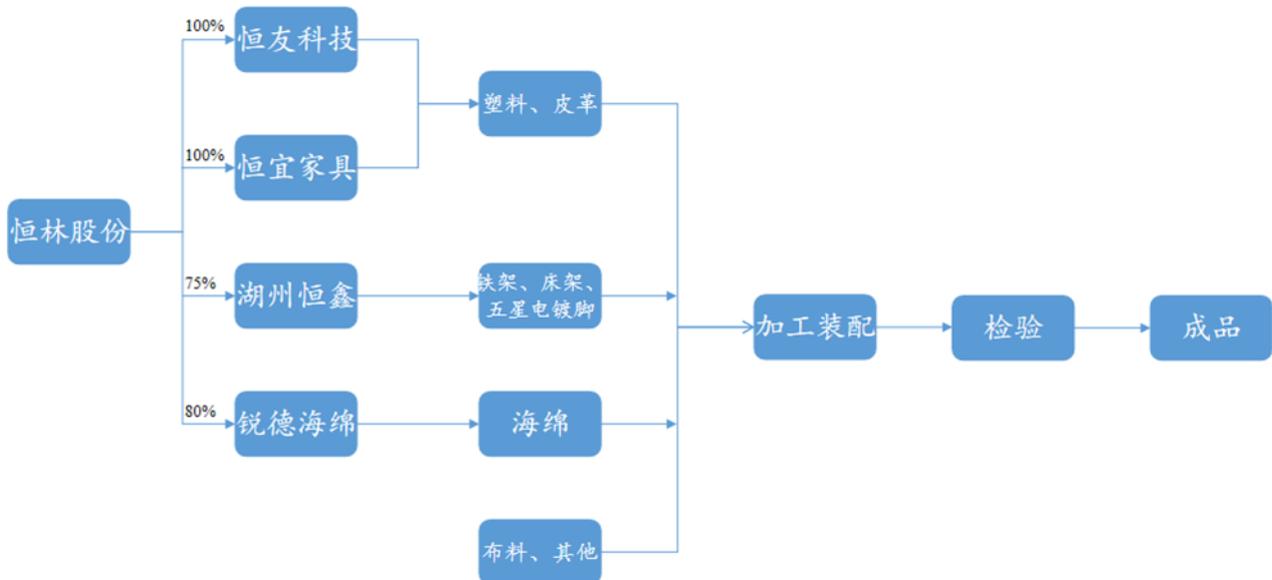
图 39：公司主要客户合作时间



数据来源：东北证券，公司招股书

成本优势——整合产业链上游，并提高生产自动化率。由于直接材料成本占比接近 80%，公司近年来持续整合产业链上游，覆盖了沙发伸缩铁架、床架、五星电镀脚、海绵和皮革等领域。垂直整合使公司能够更好地掌控供应链，降低采购成本，平抑原材料价格波动的风险，同时提高公司的成本管控能力。其次，公司生产自动化水平极高，目前木工车间自动化设备覆盖率达 100%，裁剪车间自动化设备覆盖率达 95%，缝纫车间自动化覆盖率为 50%，五金车间自动化生产覆盖率达 80%。此外，公司还拥有 15 万立方米的智能化仓库。高自动化水平的生产流程不仅能够提高生产效率，还能够减少人力成本和人为因素导致的误差，从而提高产品质量。

图 40：公司上游产业链布局



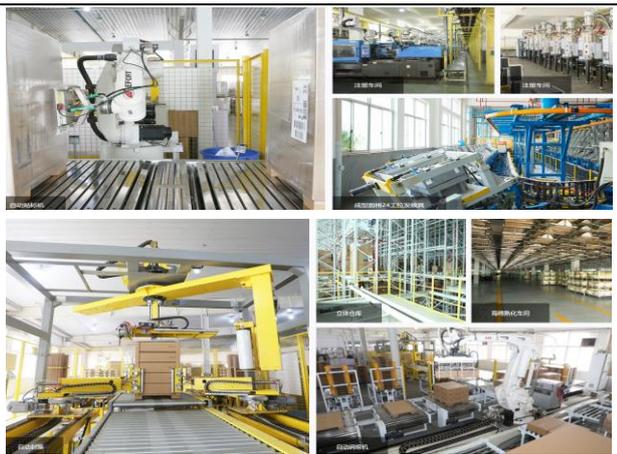
数据来源：东北证券，公司公告

表 5：公司各车间自动化率

车间名称	木工车间	裁剪车间	缝纫车间	五金车间
自动化设备覆盖率	100%	95%	50%	80%

数据来源：东北证券，公司公告

图 41：生产车间推动智能制造



数据来源：东北证券，公司官网

图 42：恒林和永艺毛利率比较



数据来源：东北证券，公司公告

4. 收购永裕家居，加码布局 PVC 地板领域

2022 年 11 月 4 日公司公告，恒林股份通过现金交易的方式已完成购买浙江永裕家居股份有限公司 52.60% 的股份，交易完成后，永裕家居将成为恒林股份的控股子公司，持股比例约为 94.72%。永裕家居主要从事 PVC 地板业务，产品主要销售市场多集中在北美、欧洲、澳洲等国家。是国内极少数主要生产并出口高端 SPC 地板的企业之一。

4.1. PVC 材料地板简介

PVC 地板在欧美起步较早。PVC 地板作为一种新型绿色环保地面装饰材料，最早起源于欧洲。在上世纪三十年代初，美国就已经开始对 PVC 地板进行工业化生产。由于其安装便捷、价格低廉以及环保耐用等优良特性，被广泛应用于商场、办公楼、酒店、市政建设及居民住宅等公共生活区域。

表 6: PVC 地板优点

特征	优点
无毒环保，可回收利用	聚氯乙烯作为 PVC 的主要原材料之一，具有无毒环保的特性，已被广泛应用于对环保要求极高的食品和医疗领域 PVC 地板安装后不会挥发甲醛等有害气体 PVC 地板在使用寿命到期时，可回收利用
防火、防水、防潮、防滑、抗冲击	PVC 地板具有较高的阻燃性，熔点高、不易燃烧 主要成分为乙烯基树脂，和水无亲和力，不会因湿度大而霉变 可根据客户定制，增加摩擦系数，具有防滑功能； 中底层增加了增塑剂，具有很好的韧性和弹性，对重物冲击有一定的恢复能力
吸音降噪	PVC 地板可通过加设基层达到其他地面装饰材料无法比拟的吸音效果 适用于安静的特殊环境（医院、图书馆、影剧院等）
耐磨、寿命长	具有经过特殊加工制成的透明耐磨层，适用于人流量大、摩擦较高的公共场所

数据来源：东北证券，海象新材招股书

PVC 地板具有传统地面装饰材料难以比拟的优势。传统的地面装饰材料如地毯、木质地板、石材地板和瓷砖地板等，经常存在刺激性气味、易遭受磨损或腐蚀、安全及环保性能较差、安装及维护程序复杂或价格不菲等部分问题。与其他各类地面装饰材料相比，PVC 地板具备安装简易、脚感舒适、使用寿命长及价格适中的特点。

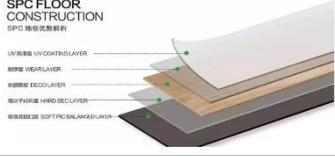
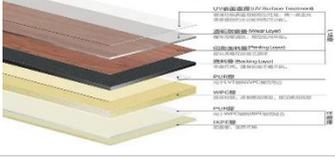
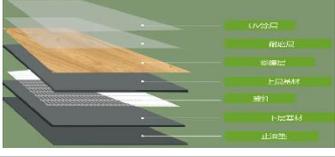
表 7：各类地面装饰材料特征

材料名称	实用耐用性	安全环保性	安装便利性	脚感舒适性	寿命	价格
地毯	耐磨易腐蚀、抗冲击性强	防滑但易燃、安全性低	安装简便	质地柔软、脚感舒适	短	高
木质地板	易磨易腐蚀、抗冲击性差	防滑但易燃、消耗木材多、安全性低	安装复杂	柔软舒适、冬暖夏凉	较长	高
石材地板	耐磨耐腐蚀、抗冲击性强	防滑性差、有放射性、安全性低	安装复杂	质地坚硬、脚感冰凉	长	高
瓷砖地板	耐磨耐腐蚀、抗冲击性强	防滑性差、生产能耗大、安全性低	安装复杂	质地坚硬、脚感冰凉	长	适中
PVC 地板	耐磨耐腐蚀、抗冲击性强	防滑防火、无毒无害、安全性高	安装简便	质地柔软、脚感舒适	长	适中

数据来源：东北证券，海象新材招股书

PVC 地板具有多种产品分类。根据 PVC 地板的物理形态上的不同可以将其分为质地柔软的卷材地板和相对坚固的片材地板，在片材地板中分为 SPC、WPC 和 LVT 地板；根据地板侧面结构的不同又可以将其分为多层复合型、同质透心型和半同质体型 3 种类型；根据地板拼装方式的不同也可以将其分为干底地板、锁扣地板和免胶地板 3 种类型；根据地板的耐磨程度还可以将其分成通用型和耐用型 2 种类型。

表 8: PVC 地板不同形式分类及品类优缺点

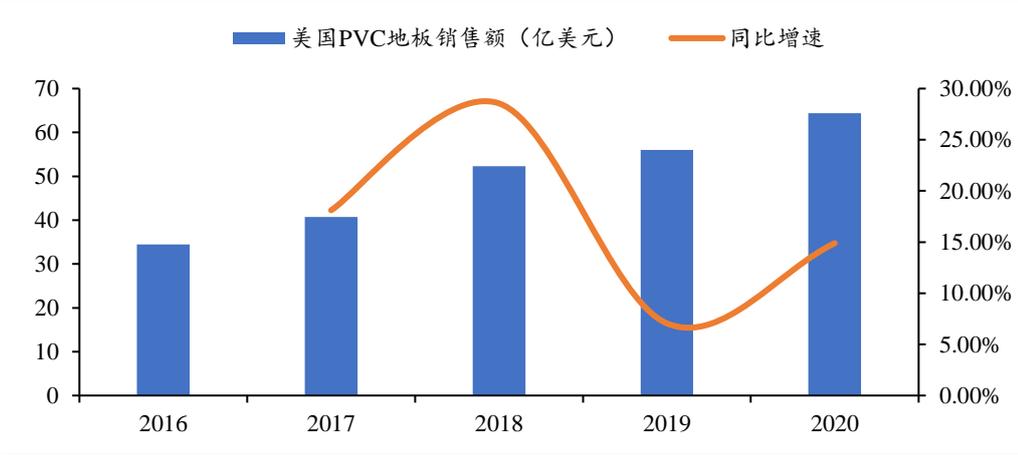
分类方式	材质品类	细分品类	具体样式	优缺点
按物理形态	片材类	SPC 材质		施工方便, 维护成本低; 防滑、防潮, 阻燃级别高; 可定制尺寸、花色等, 稳定性优于其他材质地板
		WPC 材质		施工方便, 维护成本低; 材质轻盈, 便于运输安装, 可假设基层提升隔音效果
		LVT 材质		施工方便, 维护成本较低; 材质偏软偏薄
按拼接方式	卷材类			安装接缝少, 尺寸稳定; 对于地面平整度和光滑度要求较高, 维护成本高
		干底地板		安装时需要使用胶水粘贴, 成本偏高
	锁扣地板		侧面带锁扣固定, 结构可实现精密连接; 安装便利、维护成本低	
	免胶地板		可直接铺于地面, 安装便利; 对地面平整度要求较高, 稳定性较差	

数据来源: 东北证券, 海象新材招股书

4.2. PVC 材料地板全球市场格局

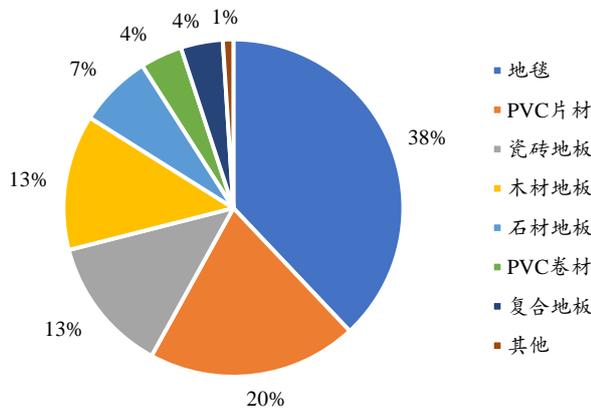
北美是 PVC 地板最大消费市场。北美地区是目前世界上最主要的 PVC 地板消费区域, 根据 Tarkett 集团 2020 年相关报告数据显示, 2019 年北美地区 PVC 地板的总销售量为 5.75 亿平方米, 约占全球 PVC 地板市场规模的 38.10%。PVC 地板在北美市场的销售额呈逐年上升趋势。以美国市场为例, 根据 Catalina Research 相关数据显示, 在 2020 年 PVC 片材地板在美国的销售金额较 2019 年增长了 23.30%, 销售面积较 2019 年增长了 34.10%, 而同期其它地板产品较去年的销售金额和面积均保持平稳甚至有所下降;PVC 地板销售金额由 2016 年的 34.46 亿美元迅速增长至 2020 年的 64.35 亿美元, 年均复合增长率达 16.90%。

图 43：2016-2020 年美国 PVC 地板销售额及增速



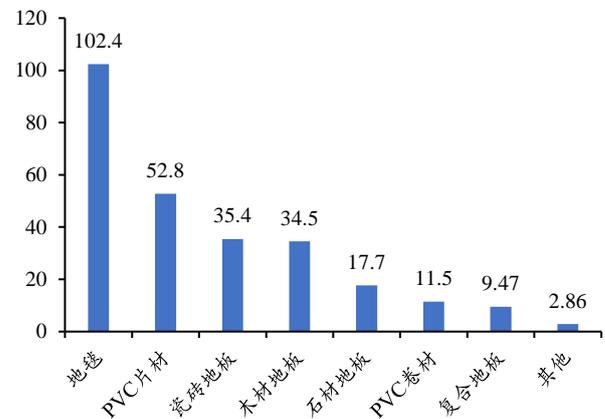
数据来源：东北证券，天振股份招股书

图 44：2020 年美国各类地面装饰材料销售占比



数据来源：东北证券，天振股份招股书

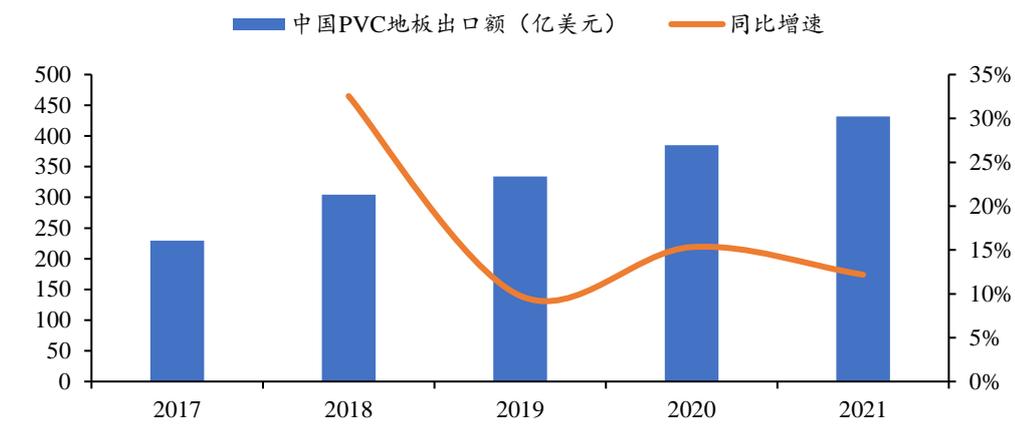
图 45：2020 年美国各类地面材料销售额 (亿美元)



数据来源：东北证券，天振股份招股书

中国为全球 PVC 地板最大出口国。近年来，PVC 地板在全球尤其是欧美发达国家和地区的需求持续放量，中国作为世界上规模最大的 PVC 地板出口国其出口规模也相应地不断增加。根据中国海关相关数据统计，2017 年至 2021 年我国出口 PVC 地板金额从 229.48 亿元上升至 432.02 亿元，年复合增长率达 17.14%；2022 年 1-6 月，我国 PVC 地板出口 219.61 亿元，同比增长 11.74%。其中，美国近五年为我国 PVC 地板出口第一大贸易伙伴，2021 年我国向美国出口 PVC 地板金额占出口总额比例为 51.79%。

图 46：2015-2021 年中国 PVC 地板出口额及增速



数据来源：东北证券，公司公告

4.3. 永裕家居—国内 PVC 地板优质企业

永裕家居成立于 2000 年，坐落于“中国竹乡”安吉，通过对上游 PVC、竹丝、竹板坯等原材料精加工成地板产品销售，**主要市场集中在北美、欧洲、澳洲等国家**。永裕家居自 2018 年涉入 SPC 材料及相关市场，凭借海外渠道优势迅速占领市场份额。在美国对华弹性地板的关税征收力度增强的预期下，永裕家居适时设立了海外生产基地，并在北美布局了海外营销渠道，巩固了现有市场地位，有望进一步抢占海外市场份额。

图 47：永裕家居中国数智化工厂



数据来源：东北证券，永裕家居官网

图 48：永裕家居越南智造厂



数据来源：东北证券，永裕家居官网

4.3.1. 永裕家居核心竞争优势

高端 SPC 地板具有先发优势。我国是世界 PVC 地板生产出口第一大国，但国内 PVC 地板生产企业数量较多，主要集中于低端 LVT 地板市场，生产及出口高端 SPC 地板、WPC 地板的企业相对较少，拥有自主设计、研发能力的企业数量极少。永裕家居是国内极少数主要生产并出口 SPC 地板的企业之一，公司生产的 SPC 地板已被应用于多个生活场景。

图 49：永裕家居无醛防水公寓地板



数据来源：东北证券，永裕家居官网

图 50：永裕家居防烟烫静音酒店地板



数据来源：东北证券，永裕家居官网

图 51：永裕家居少隔断静音办公地板



数据来源：东北证券，永裕家居官网

图 52：永裕家居防滑抗菌医用地板



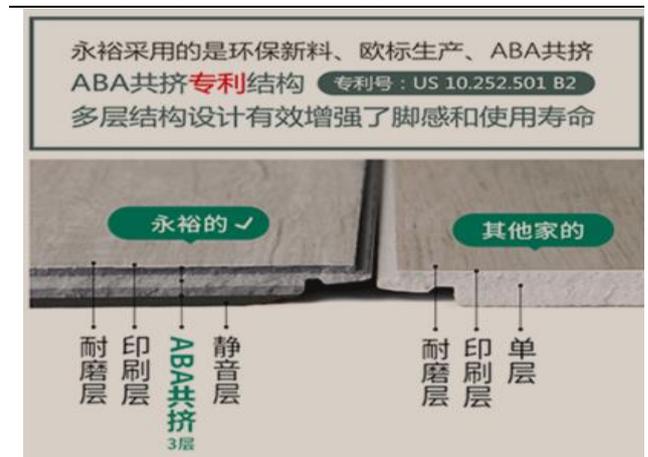
数据来源：东北证券，永裕家居官网

产品技术工艺优势。永裕家居的 SPC 地板主要为 ABA 共挤结构，即将 PVC 树脂粉、钙粉等主要原材料采用共挤技术进行加工，一次成型。与传统产品技术相比，可大大减少成品地板的裂开、翘曲、拱起等现象，使得 SPC 地板使用寿命更长，性能更加稳定。永裕家居对该制造技术具有自主知识产权。

图 53：永裕家居 SPC 地板 ABA 共挤技术结构图



图 54：永裕家居 SPC 地板与其他品牌对比图

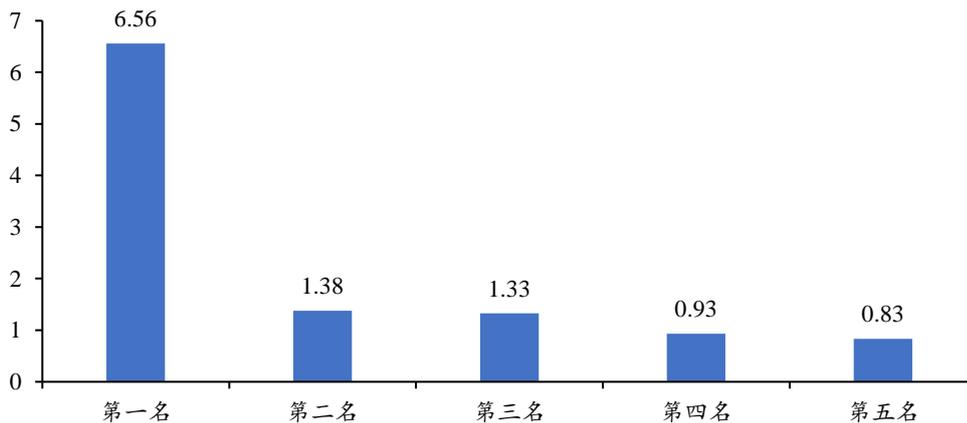


数据来源：东北证券，各公司公告

数据来源：东北证券，各公司公告

市场渠道优势。经过多年在竹地板及相关竹木制品行业的积累，永裕家居已经与 Shaw Industry 等美国地面装饰材料巨头，以及 THD、Floor&Decor 等国际大型建材销售公司建立了长期稳定的合作关系，使得永裕家居能够在报告期内形成 SPC 地板产能后迅速扩大了在北美市场的销售份额。此外，永裕家居现已和欧洲等地区的大型地面装饰材料企业建立了业务联系，迎来了继续拓展海外市场及渠道的发展机遇。

图 55：2021 年永裕家居前五名客户销售金额情况（亿元）



数据来源：东北证券，永裕家居公司公告

表 9：各类地面装饰材料特征

企业名称	地区	企业背景	主要产品	2021 年营收 (亿美元)
Shaw Industries Group. INC	美国	创建于 1946 年，是目前全球最大的地毯制造商，伯克希尔哈撒韦公司的子公司，在北美及墨西哥地区拥有超过 39000 家零售商客户。2012 年，Shaw 在江苏南通建立了中国生产基地。	簇绒地毯、木地板、瓷砖、层压板、塑木复合豪华乙烯基地板	55.1
The Home Depot. INC	美国	创建于 1978 年，是全球领先的家居建材用品零售商，美国第二大零售商，在北美地区拥有超过 2200 家零售门店。2006 年，THD 正式进军中国市场。	各类建筑材料、家具用品以及草坪花园产品	1511.7
Floor & Décor Holding. INC	美国	成立于 2000 年，是一家多渠道美国硬地地板及相关配件专业零售商。	瓷砖、木材、层压板和天然石材地板产品	34.34
Lumber Liquidators Holding. INC	美国	成立于 1994 年，是北美地区最大硬木地板专业零售商，公司通过提供高档价值和多样化的高质量硬木地板产品吸引客户。	硬木种类、工程硬木、层压板、弹性乙烯树脂、竹子和软木地板	11.52

数据来源：东北证券，公司公告，网络资料整理

海外布局优势。海外生产基地方面：2019 年公司在越南平阳省建立了海外生产基地即越南永裕，现已建成年产 65 万平方米 SPC 地板的产能。海外越南生产基地的建立，使得永裕家居可以为产品向境外客户交货提供可靠保障，并可免于受到关税加征的影响；**海外营销网络方面：**2016 年 1 月份公司成立永裕（美国）有限公司，建立起了自有的国外销售品牌和渠道。更快的响应北美市场客户和提供售后服务。

表 10：永裕家居外贸销售加征关税情况

出口国	商品	基本税率	加征税率	
			2019 年 5 月 10 日前	2019 年 5 月 10 日至 2021 年末
中国	实竹板	3.20%	10.00%	25.00%
	平压板	0.00%	10.00%	25.00%
	重竹地板	3.20%	10.00%	25.00%
	竹木复合地板	8.00%	10.00%	25.00%
	竹木复合地板 HDF	0.00%	10.00%	25.00%
	PVC 地板	5.30%	10.00%	25.00%
	塑料地板	5.30%	10.00%	25.00%
	侧压板	3.20%	0.00%	0.00%
	竖纹地板	0.00%	0.00%	0.00%
越南	重竹地板	3.20%	0.00%	0.00%
	竹木复合地板	8.00%	0.00%	0.00%
	竹木复合地板 HDF	0.00%	0.00%	0.00%
	PVC 地板	5.30%	0.00%	0.00%
	塑料地板	5.30%	0.00%	0.00%

数据来源：东北证券，公司公告

备注：截止 2022 年 4 月，国内销往美国产品仍加征 25% 关税，越南地区未加征关税。

5. 盈利预测

公司持续推进大家居战略，目前已形成办公、软体、板式三大业务板块协同发展新格局，传统代工业务依托客户、生产、研发优势保持稳健，自主品牌 Nouhaus 借助电商渠道带动国内外收入高增。随着收购永裕家居的落地，公司产品矩阵将进一步丰富，协同效应和盈利能力有望进一步增强。

预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.4/5.3/6.3 亿元，同比增长分别为+23.6%/+22.6%/+17.2%，对应 PE 分别为 11x/9x/8x，给予“买入”评级。

风险提示：出口不及预期，新业务不及预期，业绩预测和估值判断不达预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,245	1,607	1,735	2,111
交易性金融资产	0	17	32	29
应收款项	1,040	1,165	1,530	1,568
存货	1,682	1,619	1,690	1,701
其他流动资产	126	126	126	126
流动资产合计	4,642	5,294	5,950	6,657
可供出售金融资产				
长期投资净额	81	88	84	79
固定资产	1,947	1,996	1,999	2,001
无形资产	487	541	549	552
商誉	458	488	488	488
非流动资产合计	4,151	4,550	4,851	5,129
资产总计	8,793	9,844	10,801	11,786
短期借款	1,359	1,369	1,349	1,376
应付款项	1,614	1,561	1,875	1,728
预收款项	4	3	4	5
一年内到期的非流动负债	310	266	254	279
流动负债合计	4,346	4,235	4,832	5,014
长期借款	702	1,402	1,192	1,342
其他长期负债	429	424	426	421
长期负债合计	1,131	1,825	1,618	1,763
负债合计	5,477	6,060	6,450	6,777
归属于母公司股东权益合计	3,279	3,742	4,306	4,961
少数股东权益	37	41	45	48
负债和股东权益总计	8,793	9,844	10,801	11,786

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,515	8,104	10,019	12,007
营业成本	5,096	6,150	7,539	9,037
营业税金及附加	27	30	38	46
资产减值损失	-44	-48	-47	-42
销售费用	510	820	1,189	1,537
管理费用	324	365	401	426
财务费用	-9	56	52	64
公允价值变动净收益	-14	-3	5	-8
投资净收益	85	81	90	96
营业利润	383	498	606	693
营业外收支净额	-4	-1	-2	-2
利润总额	379	496	604	692
所得税	38	56	66	62
净利润	341	440	538	630
归属于母公司净利润	353	436	535	626
少数股东损益	-12	4	4	3

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	341	440	538	630
资产减值准备	76	75	76	70
折旧及摊销	320	399	429	445
公允价值变动损失	14	3	-5	8
财务费用	3	68	68	82
投资损失	-104	-81	-90	-96
运营资本变动	-15	-350	116	-204
其他	-5	2	3	3
经营活动净现金流量	631	557	1,135	937
投资活动净现金流量	-330	-788	-700	-676
融资活动净现金流量	-235	592	-308	115
企业自由现金流	718	-299	377	246

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标				
每股收益 (元)	2.58	3.14	3.84	4.50
每股净资产 (元)	23.58	26.91	30.96	35.67
每股经营性现金流量 (元)	4.54	4.01	8.16	6.74
成长性指标				
营业收入增长率	12.8%	24.4%	23.6%	19.8%
净利润增长率	4.5%	23.6%	22.6%	17.2%
盈利能力指标				
毛利率	21.8%	24.1%	24.8%	24.7%
净利润率	5.4%	5.4%	5.3%	5.2%
运营效率指标				
应收账款周转天数	46.98	48.52	47.95	45.98
存货周转天数	119.02	96.59	78.99	67.53
偿债能力指标				
资产负债率	62.3%	61.6%	59.7%	57.5%
流动比率	1.07	1.25	1.23	1.33
速动比率	0.63	0.82	0.83	0.94
费用率指标				
销售费用率	7.8%	10.1%	11.9%	12.8%
管理费用率	5.0%	4.5%	4.0%	3.6%
财务费用率	-0.1%	0.7%	0.5%	0.5%
分红指标				
股息收益率	0.8%	1.4%	1.7%	2.0%
估值指标				
P/E (倍)	11.03	11.02	8.99	7.67
P/B (倍)	1.21	1.28	1.12	0.97
P/S (倍)	0.61	0.59	0.48	0.40
净资产收益率	11.2%	11.7%	12.4%	12.6%

资料来源：东北证券

研究团队简介：

唐凯：美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士，武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森（上海）分析师，久谦咨询有限公司咨询师，东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

