

恒林股份 (603661.SH)

强烈推荐 (维持)

前三季度稳健增长，大家居布局持续推进

事件：公司发布2022年三季报：2022年1-9月实现营业收入46.3亿元，同比增长16.6%；归母净利润2.95亿元，同比增长11.13%；扣非净利润3.22亿元，同比增长35.24%。

- **22Q1-3 营收利润稳健增长，毛利率同比回升。**公司前三季度实现营业收入46.3亿元，同比增长16.6%，单Q3实现营业收入16.78亿元，同比上升7.36%，整体实现稳健增长。前三季度实现归母净利润2.95亿元，同比增长11.13%，扣非净利润3.22亿元，同比增长35.24%；单Q3实现归母净利润8391.94万元，同比下降15.18%，扣非净利润1.05亿元，同比上升10.28%，非经常性损益主要系公司持有金融资产投资损失2786.13万元，受营收增长及美元升值带来的汇兑损益增加，整体扣非净利润呈现良好增势。得益于公司大家居战略的推进，预计传统代工业务保持稳定、跨境电商拉动自主品牌业务高速增长，公司在整体环境承压背景下取得逆势增长。
- **盈利能力方面，公司22Q1-3综合毛利率约为22.52%，同比下滑0.28pct，单Q3实现综合毛利率27.39%，同比增长2.14pcts。**费用率方面，公司22Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为13.77%/3.82%/3.07%/-1.75%，分别同比变动+3.62/+0.10/-0.26/-1.98pcts，其中销售费用率下滑主要系汇兑收益持续增加所致。综合来看，公司22Q1-3实现净利率6.23%，同比下降0.45pct，单Q3实现净利率4.91%。
- **收购永裕家居，持续推进大家居布局。**公司最新公告，拟以5.26亿元购买永裕家居52.5964%股份，交易完成后将持有永裕家居94.7%的股份，永裕家居将成为公司控股子公司，纳入公司合并报表范围。我们预计，永裕家居的PVC地板业务可以补充公司构建办公及家居整体服务的产品体系。本次交易系公司大家居战略布局中的重要一步，有助于进一步完善公司业务布局，全产业链的布局有助于提升公司的市场反应能力、风险抵御能力及持续经营能力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2022-2024年分别实现归母净利润3.84/4.52/5.29亿元，同比增长14%/18%/17%，对应22年PE为11.5X，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**下游需求波动风险，原材料价格上涨风险，人民币汇率波动风险。

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

当前股价：31.68元

基础数据

总股本(万股)	13907
已上市流通股(万股)	13907
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	44
每股净资产(MRQ)	23.1
ROE(TTM)	11.4
资产负债率	57.8%
主要股东	王江林
主要股东持股比例	59.44%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	38	24
相对表现	7	46	48



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4743	5778	6752	8016	9490
同比增长	63%	22%	17%	19%	18%
营业利润(百万元)	441	378	431	511	600
同比增长	57%	-14%	14%	18%	17%
归母净利润(百万元)	363	338	384	452	529
同比增长	49%	-7%	14%	18%	17%
每股收益(元)	2.61	2.43	2.76	3.25	3.80
PE	12.1	13.0	11.5	9.7	8.3
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3106	4114	4304	5099	5801
现金	912	958	635	762	682
交易性投资	371	82	82	82	82
应收票据	0	14	16	19	23
应收款项	688	665	755	896	1061
其它应收款	153	220	257	305	361
存货	853	1688	1989	2358	2791
其他	129	488	571	677	802
非流动资产	2143	3354	3532	3694	3840
长期股权投资	320	494	494	494	494
固定资产	1167	1412	1643	1851	2039
无形资产商誉	278	483	434	391	352
其他	378	964	960	957	955
资产总计	5249	7468	7836	8793	9641
流动负债	2006	3386	3739	4365	4826
短期借款	514	1157	1313	1536	1524
应付账款	1218	1403	1661	1969	2331
预收账款	62	427	506	600	710
其他	212	399	260	261	261
长期负债	359	1053	1053	1053	1053
长期借款	258	619	619	619	619
其他	100	434	434	434	434
负债合计	2364	4439	4792	5418	5879
股本	100	100	100	100	100
资本公积金	1287	1150	1150	1150	1150
留存收益	1410	1774	1794	2131	2524
少数股东权益	87	4	(0)	(6)	(12)
归属于母公司所有者权益	2797	3024	3044	3381	3774
负债及权益合计	5249	7468	7836	8793	9641

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	688	96	389	392	445
净利润	378	334	379	447	522
折旧摊销	114	149	192	209	225
财务费用	96	100	109	117	123
投资收益	(77)	(95)	(118)	(118)	(118)
营运资金变动	177	(398)	(180)	(272)	(317)
其它	1	7	7	8	9
投资活动现金流	(589)	(699)	(256)	(256)	(256)
资本支出	(416)	(461)	(373)	(373)	(373)
其他投资	(173)	(238)	118	118	118
筹资活动现金流	239	686	(456)	(9)	(270)
借款变动	548	950	17	223	(11)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(67)	(137)	0	0	0
股利分配	(164)	(360)	(364)	(115)	(136)
其他	(78)	233	(109)	(117)	(123)
现金净增加额	339	83	(323)	127	(81)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4743	5778	6752	8016	9490
营业成本	3344	4478	5300	6284	7439
营业税金及附加	15	20	23	27	32
营业费用	550	377	440	523	619
管理费用	222	282	329	391	463
研发费用	140	202	236	280	331
财务费用	91	87	109	117	123
资产减值损失	(39)	(73)	0	0	0
公允价值变动收益	0	6	6	6	6
其他收益	22	29	29	29	29
投资收益	77	83	83	83	83
营业利润	441	378	431	511	600
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	441	378	432	511	600
所得税	62	44	52	64	77
少数股东损益	15	(4)	(4)	(5)	(6)
归属于母公司净利润	363	338	384	452	529

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	63%	22%	17%	19%	18%
营业利润	57%	-14%	14%	18%	17%
归母净利润	49%	-7%	14%	18%	17%
获利能力					
毛利率	29.5%	22.5%	21.5%	21.6%	21.6%
净利率	7.7%	5.8%	5.7%	5.6%	5.6%
ROE	13.7%	11.6%	12.7%	14.1%	14.8%
ROIC	13.4%	9.2%	9.3%	10.2%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	45.0%	59.4%	61.2%	61.6%	61.0%
净负债比率	14.9%	25.6%	24.7%	24.5%	22.2%
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.1	0.7	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转率	5.3	3.5	2.9	2.9	2.9
应收账款周转率	7.5	8.5	9.3	9.5	9.5
应付账款周转率	3.7	3.4	3.5	3.5	3.5
每股资料(元)					
EPS	2.61	2.43	2.76	3.25	3.80
每股经营净现金	4.95	0.69	2.80	2.82	3.20
每股净资产	20.11	21.75	21.89	24.31	27.14
每股股利	1.67	2.62	0.83	0.98	1.14
估值比率					
PE	12.1	13.0	11.5	9.7	8.3
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.7	12.4	10.0	8.8	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300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指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。