

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

事项:

公司公布 2022 年半年报。22H1 公司实现营收 29.52 亿，YoY+22.60%；归母净利润 2.11 亿，YoY+26.78%。单 Q2 公司实现营收 15.51 亿，YoY+12.78%；归母净利润 1.38 亿，YoY+38.60%。

评论:

- ❖ **自主品牌厨博士并表，拉动带动营收增长。**分品类，22H1 办公家具营收 15.80 亿，YoY+5.64%；软体家具 6.94 亿，YoY+25.90%；板式家具 5.27 亿，YoY+272.55%，板式家具收入高增主要系新收购的厨博士业务并表（厨博士于 21 年 7 月并入报表，2022H1 厨博士收入 3.22 亿元，占集团总收入 10.92%，合并净利润 0.20 亿元，占集团净利润 9.73%）；其他业务 1.21 亿，YoY+41.90%。分销售模式，22H1 公司 OEM/ODM 实现营收 17.61 亿，YoY+4.20%；OBM 业务实现营收 11.61 亿，YoY+72.35%，自主品牌表现亮眼，我们认为一方面系厨博士直接并表、增厚收入，另一方面系公司自有品牌在境内外社交电商销售平台的开拓成效显著。分地区，22H1 境外营收 22.59 亿，YoY+6.78%；境内 6.63 亿，YoY+135.48%。
- ❖ **汇兑收益增厚利润，Q2 净利率环/同比均增。**22H1 公司毛利率 19.76%，YoY+1.46pct。费用端，22H1 销售\管理\研发\财务费用率 5.60%\4.98%\3.25%\-0.25%，YoY+0.06pct\+0.27pct\+0.40pct\+2.32pct。销售、管理和研发费用率保持稳定，财务费用降低主要系人民币贬值，汇兑收益冲抵财务费用，带动 22H1 净利率 7.14%，YoY+0.24%。公司单 Q2 毛利率 18.36%，YoY+1.76pct，QoQ-2.93pct；Q2 净利率 8.90%，YoY+1.66pct，QoQ+3.71pct。Q2 毛利率及净利率的分化表现主要系 Q2 财务费用率环比降低 5.35pct。
- ❖ **坚定践行大家居战略，智能制造+渠道拓展并进。**公司坚持国内国际市场双循环的大家居战略，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。OEM/ODM 业务方面，公司持续增强研发和智能制造能力，独创动态平衡系统，引进 ACE 精益生产管理体系，依托信息化系统，增强信息化管控，提升生产效率。自有品牌方面，公司已经形成包括恒林、Lista Office LO、厨博士、NOUHAUS 等品牌的品牌矩阵，实现差异化客群覆盖及市场定位。与此同时，自有品牌加速建设线上线下的销售渠道，与亚马逊、天猫、京东等逐步建立深度合作关系，并且积极开拓 Facebook、抖音、小红书等社交电商销售平台。
- ❖ **看好大家居战略长期发展，维持“推荐”评级。**随着大家居战略推进，公司业务板块逐步从座具拓展为办公与民用家具，长期看业务边界拓展逻辑明确，有望稳定增量。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 4.1/5.2/5.8 亿元，对应当前股价 PE 为 10/8/7 倍。采用 DCF 估值法，给予公司目标价 45.0 元/股，对应 2023 年 12 倍 PE，2024 年 11 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

	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	5,778	6,351	7,224	8,252
同比增速(%)	21.8%	9.9%	13.8%	14.2%
归母净利润(百万)	338	412	515	575
同比增速(%)	-7.1%	22.1%	24.8%	11.6%
每股盈利(元)	3.38	2.97	3.70	4.13
市盈率(倍)	9	10	8	7
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2022 年 8 月 25 日收盘价

推荐（维持）

目标价：45.0 元

当前价：30.85 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

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)	42.90
流通市值(亿元)	42.90
资产负债率(%)	60.12
每股净资产(元)	31.39
12个月内最高/最低价	43.52/26.49

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《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

《恒林股份（603661）2020 年报点评：整体表现符合预期，跨境电商表现亮眼》

2021-04-22

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	958	884	1,729	2,047
应收票据	14	9	12	11
应收账款	665	1,025	1,119	1,190
预付账款	48	74	83	84
存货	1,688	1,188	1,478	1,809
合同资产	20	6	8	12
其他流动资产	741	1,370	981	1,199
流动资产合计	4,114	4,550	5,402	6,340
其他长期投资	6	6	6	6
长期股权投资	494	494	494	494
固定资产	1,412	1,432	1,449	1,466
在建工程	367	367	367	367
无形资产	301	271	244	219
其他非流动资产	774	769	767	764
非流动资产合计	3,354	3,339	3,327	3,316
资产合计	7,468	7,889	8,729	9,656
短期借款	1,157	1,157	1,157	1,157
应付票据	181	205	279	358
应付账款	1,222	1,225	1,433	1,667
预收款项	1	0	0	0
合同负债	426	469	533	609
其他应付款	70	70	70	70
一年内到期的非流动负债	139	139	139	139
其他流动负债	191	217	254	289
流动负债合计	3,387	3,482	3,865	4,289
长期借款	619	619	619	619
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	434	434	434	434
非流动负债合计	1,053	1,053	1,053	1,053
负债合计	4,440	4,535	4,918	5,342
归属母公司所有者权益	3,024	3,350	3,807	4,310
少数股东权益	4	4	4	4
所有者权益合计	3,028	3,354	3,811	4,314
负债和股东权益	7,468	7,889	8,729	9,656

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	96	132	1,007	510
现金收益	570	609	712	780
存货影响	-835	500	-290	-331
经营性应收影响	50	-365	-92	-56
经营性应付影响	204	27	281	314
其他影响	106	-639	397	-198
投资活动现金流	-699	-150	-150	-150
资本支出	-596	-154	-153	-152
股权投资	-174	0	0	0
其他长期资产变化	71	4	3	2
融资活动现金流	686	-95	-12	-42
借款增加	1,135	0	0	0
股利及利息支付	-43	-77	-95	-108
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-406	-18	83	66

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,778	6,351	7,224	8,252
营业成本	4,478	4,938	5,563	6,357
税金及附加	20	28	29	31
销售费用	377	414	471	538
管理费用	282	310	352	402
研发费用	202	222	252	288
财务费用	87	33	34	45
信用减值损失	-23	0	0	0
资产减值损失	-49	-15	-15	-15
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资收益	83	50	50	50
其他收益	29	25	25	25
营业利润	378	467	583	650
营业外收入	0	0	0	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	378	467	583	651
所得税	44	55	68	76
净利润	334	412	515	575
少数股东损益	-4	0	0	0
归属母公司净利润	338	412	515	575
NOPLAT	411	441	545	614
EPS(摊薄) (元)	3.38	2.97	3.70	4.13

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	21.8%	9.9%	13.8%	14.2%
EBIT 增长率	-12.6%	7.4%	23.6%	12.7%
归母净利润增长率	-7.1%	22.1%	24.8%	11.6%
获利能力				
毛利率	22.5%	22.2%	23.0%	23.0%
净利率	5.8%	6.5%	7.1%	7.0%
ROE	11.2%	12.4%	13.6%	13.4%
ROIC	10.8%	10.8%	12.1%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	59.4%	57.8%	56.6%	55.5%
债务权益比	77.6%	70.9%	62.3%	54.9%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.7	1.0	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	42	48	53	50
应付账款周转天数	86	89	86	88
存货周转天数	102	105	86	93
每股指标(元)				
每股收益	3.38	2.97	3.70	4.13
每股经营现金流	0.69	0.95	7.24	3.67
每股净资产	21.74	24.09	27.38	30.99
估值比率				
P/E	9	10	8	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	10	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	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	包青青	高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@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
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	周玮	销售助理		zhouwei@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@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