2020 年 10 月 30 日

证券研究报告•2020 年三季报点评

恒林股份（603661）轻工制造

买入（维持）

当前价：70.74 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

跨境电商持续发力，业绩强势增长

投资要点

- **业绩总结：**2020 年前三季度公司实现营业收入 32.3 亿元，同比增长 65.2%；归母净利润 3 亿元，同比增长 38.4%；扣非后净利润 2.8 亿元，同比增长 61.9%。其中，Q3 单季度营收为 14.4 亿元，同比增长 87.1%；归母净利润达到 1.5 亿元，同比增长 57.5%；扣非后归母净利润达到 1.4 亿元，同比增长 63.8%。受益于疫情下海外办公家居需求增长，公司业绩快速放量。
- **跨境电商放量带来自主品牌规模提升，毛利率稳步上行。**2020 年前三季度公司毛利率同比上涨 5.0pp 至 30.8%，一方面由于公司发力建设跨境电商品牌，毛利率较高的自有品牌销售占比提升，拉动主营产品办公椅业务毛利率快速上升；另一方面由于公司凭借自身研发制造优势，自有品牌产品品类和价格带逐渐丰富，覆盖更多消费群体需求，人体工学座椅、按摩椅等中高端价格带产品销量有所增长，利润空间打开。费用方面，前三季度期间费用率为 20.4%，同比上升 6.1pp。销售费用率为 11.5%，同比增长 6.1pp，主要由于市场推广及海外仓租金等投入上升；管理费用 4.8%，同比下降 0.3pp；研发费用 3.1%，同比下降 0.7pp；财务费用率 1%，同比增长 1.6pp。综合毛利率和费用率的影响来看，净利率同比降低 1.8pp 至 9.4%。我们认为随着公司海外出单量持续增长，规模效应扩大，前期投入的销售费用逐渐转化为长期优势，盈利能力有望稳步提升。
- **跨境电商加速布局，渠道力逐渐增强。**前三季度海外电商渗透率提升，居家办公需求大幅增长，公司抓住机遇加速布局跨境电商，取得了一定先发优势。渠道建设方面，公司较早布局数字化贸易业务，抓住办公椅、按摩椅等产品跨境电商需求的市场机会，发展跨境电商自有品牌，取得了较好的曝光率，在亚马逊等平台销售排名较为靠前。同时加快海外仓储物流基地部署。目前公司在美国已经投入使用 2 个海外仓，另外有 3 个海外仓已经开始布局，预计明年开始陆续投入使用，仓储物流成本有望进一步下降，跨境电商的物流及交付效率有望大幅提升。整体来看，公司跨境电商的快速放量成为业绩的重要支撑，未来随着公司独立站、亚马逊电商平台等新的流量带动，公司跨境电商渗透面有望进一步拓宽。
- **研发制造基础扎实，支撑长期需求保持稳健。**受海外疫情期间居家办公常态化影响，第三季度海外办公家具需求爆发，但我们认为疫情后办公家具需求仍有望保持稳健，主要是公司的产品研发和制造能力有助于品牌粘性提升，长期看跨境电商流量入口拓宽后，需求有望保持稳健增长。制造力方面，公司全球化产能格局逐渐完备，已形成国内生产基地、越南生产基地以及瑞士 Lista office 办公家具生产基地的布局。目前越南生产基地利用原有收购的厂房开始生产出货；公司“年产 300 万套健康坐具生产线项目”已开始投产，产能瓶颈消除后业绩有望继续放量。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 3.92 元、5.36 元、6.76 元，对应 PE 为 18 倍、13 倍和 10 倍。考虑到跨境电商业务处于快速成长期，且公司未来三年归母净利润将保持 40%的复合增速，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率大幅波动的风险；成本大幅波动的风险；终端销售放缓的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2903.74	4453.28	5558.54	6574.07
增长率	25.28%	53.36%	24.82%	18.27%
归属母公司净利润（百万元）	243.39	392.10	536.33	676.35
增长率	42.38%	61.10%	36.78%	26.11%
每股收益 EPS（元）	2.43	3.92	5.36	6.76
净资产收益率 ROE	9.52%	13.77%	16.37%	17.70%
PE	29	18	13	10
PB	2.81	2.52	2.19	1.87

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

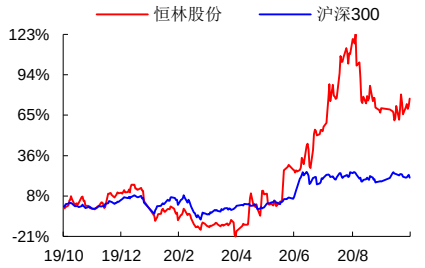
分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通 A 股(亿股)	0.29
52 周内股价区间(元)	31.68-89.0
总市值(亿元)	70.74
总资产(亿元)	47.43
每股净资产(元)	27.32

相关研究

1. 恒林股份(603661)：居家办公需求提升，业绩逆势高增 (2020-08-20)

关键假设：

假设 1：出口跨境电商行业保持高增长，未来三年复合增速维持在 10%以上。

假设 2：随着产品结构优化，高毛利率的人体工学办公椅产品占比提升，办公椅毛利率有望成稳步提升态势，预计公司 2020-2022 年办公椅毛利率分别为 33%、34%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入	2,903.7	4,453.2	5,558.5	6,574.0
yoy	25.3%	53.4%	24.8%	18.3%
营业成本	2,178.6	3,152.8	3,871.4	4,510.1
毛利率	25.0%	29.2%	30.4%	31.4%
办公椅				
收入	1,462.5	2413.1	3016.4	3619.7
yoy	10.2%	65%	25%	20%
成本	1,110.4	1616.8	1990.8	2352.8
毛利率	24.1%	33%	34%	35%
沙发				
收入	716.8	731.1	753.1	790.7
yoy	-1.9%	2.0%	3.0%	5.0%
成本	536.4	548.4	564.8	585.1
毛利率	25.2%	25%	25%	26%
按摩椅				
收入	33.3	116.6	174.8	227.3
yoy	-29.6%	250%	50%	30%
成本	19.0	64.1	96.2	125.0
毛利率	42.9%	45%	45%	45%
办公环境解决方案				
收入	321.9	804.8	1207.1	1508.9
yoy	-	150%	50%	25%
成本	219.6	555.3	832.9	1041.1
毛利率	31.8%	31%	31%	31%
其他				
收入	369.2	387.7	407.0	427.4
yoy	73.5%	5%	5%	5%
成本	312.2	368.3	386.7	406.0
毛利率	15.4%	5%	5%	5%

数据来源：Wind，西南证券

我们选择主营办公家具出口永艺股份和乐歌股份作为公司的可比公司，考虑到公司跨境电商业务处于快速成长期，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

公司代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
300729	乐歌股份	59.89	1.17	1.57	1.92	51.40	38.08	31.20
603600	永艺股份	15.61	0.84	1.09	1.32	18.52	14.29	11.80
平均值						34.96	26.19	21.50

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2903.74	4453.28	5558.54	6574.07
营业成本	2178.56	3152.84	3871.44	4510.16
营业税金及附加	14.65	27.18	31.72	45.36
销售费用	195.23	543.30	694.82	841.48
管理费用	163.19	267.20	333.51	394.44
财务费用	-6.58	8.93	6.91	0.30
资产减值损失	-9.01	0.00	0.00	0.00
投资收益	38.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	6.85	1.14	1.71	2.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	280.17	454.98	621.86	784.70
其他非经营损益	6.39	-1.56	-0.69	0.20
利润总额	286.56	453.41	621.17	784.90
所得税	39.09	55.48	76.53	98.21
净利润	247.47	397.93	544.64	686.69
少数股东损益	4.07	5.84	8.31	10.34
归属母公司股东净利润	243.39	392.10	536.33	676.35

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	247.47	397.93	544.64	686.69
折旧与摊销	57.46	138.38	145.43	148.28
财务费用	-6.58	8.93	6.91	0.30
资产减值损失	-9.01	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	875.46	-242.16	-192.39	-139.95
其他	-878.57	-11.16	1.63	-3.49
经营活动现金流净额	286.22	291.93	506.21	691.83
资本支出	-634.36	-50.00	-50.00	-40.00
其他	269.18	99.27	-14.64	-5.80
投资活动现金流净额	-365.18	49.27	-64.64	-45.80
短期借款	18.27	127.78	-105.96	-80.10
长期借款	223.97	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-28.00	-63.50	-107.65	-134.91
其他	7.43	-82.19	-6.91	-0.30
筹资活动现金流净额	221.68	-17.90	-220.51	-215.30
现金流量净额	146.42	323.29	221.05	430.73

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	567.36	890.66	1111.71	1542.43
应收和预付款项	690.53	1019.13	1287.99	1524.60
存货	418.68	557.71	717.23	829.56
其他流动资产	221.97	137.57	163.71	180.89
长期股权投资	275.99	275.99	275.99	275.99
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1082.02	1015.02	940.98	854.09
无形资产和开发支出	159.25	139.29	119.33	99.37
其他非流动资产	328.38	326.96	325.53	324.11
资产总计	3744.19	4362.34	4942.48	5631.04
短期借款	58.27	186.05	80.10	0.00
应付和预收款项	729.35	946.32	1185.88	1397.11
长期借款	223.97	223.97	223.97	223.97
其他负债	132.34	115.75	125.31	130.95
负债合计	1143.94	1472.10	1615.25	1752.03
股本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	1353.96	1353.96	1353.96	1353.96
留存收益	1022.54	1351.14	1779.81	2321.25
归属母公司股东权益	2520.94	2805.09	3233.77	3775.21
少数股东权益	79.31	85.15	93.46	103.80
股东权益合计	2600.25	2890.24	3327.23	3879.01
负债和股东权益合计	3744.19	4362.34	4942.48	5631.04

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	25.28%	53.36%	24.82%	18.27%
营业利润增长率	37.25%	62.39%	36.68%	26.19%
净利润增长率	43.15%	60.80%	36.87%	26.08%
EBITDA 增长率	48.68%	81.93%	28.54%	20.55%
获利能力				
毛利率	24.97%	29.20%	30.35%	31.39%
三费率	12.12%	18.40%	18.62%	18.80%
净利率	8.52%	8.94%	9.80%	10.45%
ROE	9.52%	13.77%	16.37%	17.70%
ROA	6.61%	9.12%	11.02%	12.19%
ROIC	10.64%	17.14%	19.89%	22.53%
EBITDA/销售收入	11.40%	13.52%	13.93%	14.20%
营运能力				
总资产周转率	0.88	1.10	1.19	1.24
固定资产周转率	4.48	4.51	5.68	7.32
应收账款周转率	5.77	6.39	5.94	5.73
存货周转率	6.13	6.09	5.83	5.63
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.36%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	30.55%	33.75%	32.68%	31.11%
带息债务/总负债	24.67%	27.85%	18.82%	12.78%
流动比率	2.26	2.23	2.50	2.82
速动比率	1.77	1.75	1.96	2.25
股利支付率	11.50%	16.20%	20.07%	19.95%
每股指标				
每股收益	2.43	3.92	5.36	6.76
每股净资产	25.21	28.05	32.34	37.75
每股经营现金	2.86	2.92	5.06	6.92
每股股利	0.28	0.64	1.08	1.35

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	331.05	602.29	774.19	933.28
PE	29.06	18.04	13.19	10.46
PB	2.81	2.52	2.19	1.87
PS	2.44	1.59	1.27	1.08
EV/EBITDA	19.05	10.26	7.54	5.70
股息率	0.40%	0.90%	1.52%	1.91%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn