2020 年 08 月 19 日
证券研究报告•2020 年中报点评
恒林股份（603661）轻工制造

买入（首次）
当前价：81.16 元
目标价：103.50 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

居家办公需求提升，业绩逆势高增

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2020 年中报，上半年实现营业收入 17.9 亿元，同比增长 51.1%；归母净利润 1.6 亿元，同比增长 24.4%；扣非后净利润 1.4 亿元，同比增长 60.2%。其中，Q1/Q2 单季度营收增速分别为 7.5%、93.5%；归母净利润同比分别下降 35.4%、增长 59.5%；扣非后归母净利润同比分别下降 32.7%，增长 133.6%。受益于全球疫情催化下居家办公需求上涨带动订单放量，公司 2020Q2 收入和利润均明显提升，业绩逆势增长。

- **多品类齐发力，创亮眼业绩。**上半年受益于居家办公需求的爆发，公司办公家具实现逆势增长，其中办公椅销售收入 9.1 亿元，同比增长 31.3%，贡献营收 51%，是业绩增长的主要推力；按摩椅贡献销售收入 4660.7 万元，同比增长 197.7%；新增业务办公系统解决方案实现销售收入 3.7 亿元，占比达到 20.4%，提升较快；沙发品类实现销售收入 3 亿元，同比下降 8.5%。目前来看，海外疫情尚未有明显改善趋势，居家办公在一段时期内或成为常态，家庭办公家具市场迎来新一轮增长空间，出口额将进一步提升，带动公司业绩持续放量。

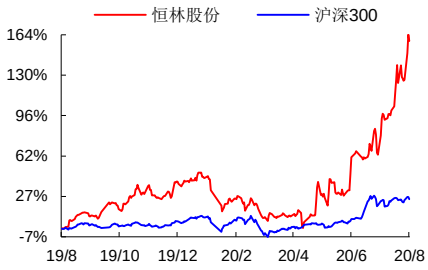
- **自有品牌及新业务逐渐放量，毛利率稳步提升。**2020 年上半年公司毛利率同比上涨 7.0pp 至 30.7%，涨幅较大，主要由于 1）核心业务毛利率增长较快。办公椅、沙发和按摩椅的毛利率分别达到 33.3%、27.2%和 50.0%，同比分别增加 7.5/3.0/19.1 个百分点，新业务办公系统解决方案毛利率达到 31.8%。办公椅业务毛利率有所提升，主要是公司发力建设跨境电商品牌，使毛利率较高的自有品牌销售占比提升所致；按摩椅毛利率增长较快，主要由于公司自有高端按摩椅品牌 NOUHAUS 开始逐渐贡献业绩；新业务方面，2019 年 8 月并表 Lista Office 后公司办公环境解决方案收入占比提升，毛利率为 31.8%，高于公司以往整体的毛利率，产品结构向好。2）人民币贬值，汇兑收益增加。费用方面，上半年期间费用率有所上升。销售/管理/财务费用率分别为 12.3%，5.5%和-0.2%，同比分别上涨 6.9pp/0.3pp/0.0pp，销售费用率增长主要为运杂费、销售人员工资、市场推广费、海外仓租金等费用增加。综合毛利率和费用率的影响来看，净利率同比降低 1.9pp 至 8.8%。我们认为随着公司跨境电商渠道和全球化生产制造基地建设完成，公司将进一步实现“降本提质增效”，盈利能力有望稳步提升。

- **全球化产能布局+跨境电商发力，构筑核心竞争力。**公司海外产能和渠道同步扩张，“走出去”步伐不断加快。**产能布局方面，**公司全球化产能格局逐渐完备，已形成国内各品类子公司生产基地、越南办公椅和沙发生产基地以及瑞士 Lista office 办公家具生产基地的生产制造布局。目前越南项目厂房建设已完成一期投入，建筑面积 6.4 万平，未来计划新增生产建筑面积 18 万平；公司“年产 300 万套健康坐具生产线项目”已开始投产，未来产能释放将带来业绩快速增长。**渠道建设方面，**大力发展跨境电商业务（如亚马逊平台）。公司较早布局数字化贸易业务，2020H1 公司抓住办公椅、沙发等产品跨境电商爆发性需求市场机会，引进跨境电商运营团队，发展跨境电商自有品牌，并加快海外仓储物流基地部署。疫情发生后电商渠道爆发增长，为公司贡献了重要的业绩增量。预计疫情

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)	31.49-82.82
总市值(亿元)	81.16
总资产(亿元)	42.83
每股净资产(元)	25.92

相关研究

将加速欧美消费者购物习惯的改变，进一步促进公司线上零售业务发展。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 3.45 元、4.56 元、5.39 元，对应 PE 为 24 倍、18 倍和 15 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 30%的复合增速，给予公司 2020 年 30 倍估值，对应股价 103.5 元，首次覆盖，给予“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。

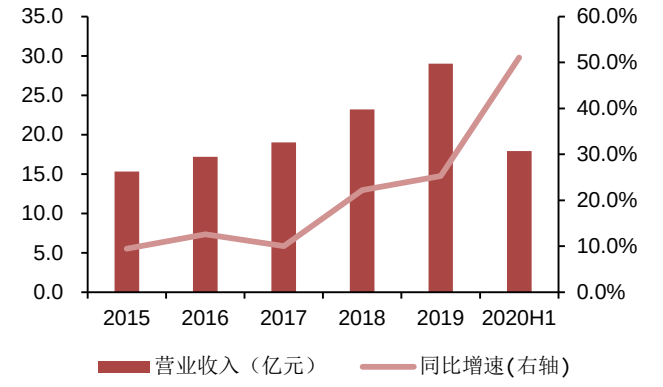
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2903.74	4035.16	5135.04	6069.95
增长率	25.28%	38.96%	27.26%	18.21%
归属母公司净利润（百万元）	243.39	344.72	456.27	539.16
增长率	42.38%	41.63%	32.36%	18.17%
每股收益 EPS（元）	2.43	3.45	4.56	5.39
净资产收益率 ROE	9.52%	12.32%	14.43%	15.03%
PE	34	24	18	15
PB	3.29	3.00	2.66	2.34

数据来源：Wind，西南证券

1 多品类齐发力，创亮眼业绩

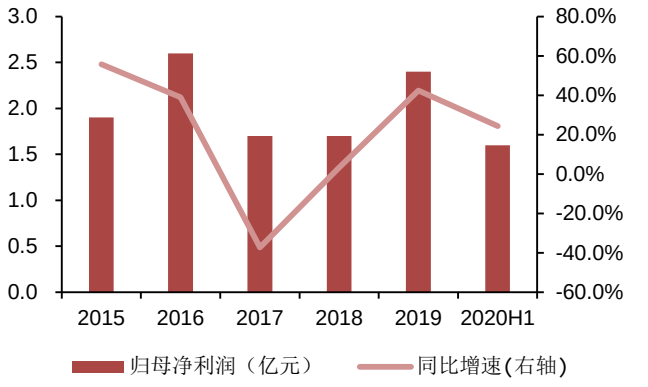
受益于居家办公需求的爆发，公司办公家具业务推动收入实现逆势增长。2015-2020 年上半年公司营业收入和净利润均稳步提升，2019 年公司实现营业收入 29 亿元，同比增长 25.3%，2015-2019 年 CAGR 为 17.3%；2019 年公司实现归母净利润 2.4 亿元，同比增长 42.4%，2015-2019 年 CAGR 为 6.0%。2020H1 公司实现营收 17.9 亿元，同比增长 51.1%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 24.4%。公司业绩高增长，主要受益于：1）疫情带动居家办公家具需求上升，公司主要产品办公椅、沙发、按摩椅等健康坐具与疫情期间“宅经济”的需求相吻合，使公司多年在坐具品类的产品及渠道优势得以厚积薄发；2）跨境电商渠道在疫情催化下集中放量。公司早期开始布局跨境电商和国内电商，2018 年开始陆续在美国建立海外仓储物流基地，美国海外仓面积约为 8 万平方米，具备一定先发优势。预计疫情将加速欧美消费者购物习惯的改变，进一步促使国际贸易数字化和零售线上发展。

图 1：2015-2020H1 公司营业收入及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

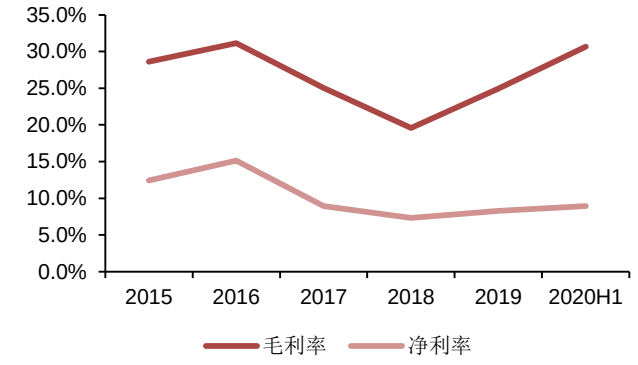
图 2：2015-2020H1 公司归母净利润及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

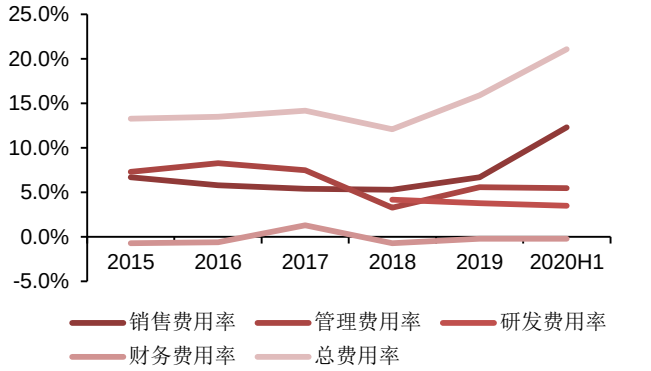
毛利率增长较快，净利率企稳回升。2015-2020 年上半年公司毛利率和净利率整体稳定，尽管 2018 年前后受中美贸易摩擦影响，毛利率和净利率有所下滑，但近年公司毛利率和净利率都有回升趋势，主要由于：**1）公司自主品牌的增长和外延收购公司 Lista Office 放量。**2020 年上半年公司借力跨境电商，建设跨境电商自主品牌并通过线上渠道对外销售，毛利较高的自主品牌占比提升带动利润率提升。除此之外，瑞士子公司 Lista Office 在 2020 年上半年也集中放量。Lista Office 是瑞士领先的专业办公系统解决方案提供商及办公家具制造商，为客户提供办公家具的设计、研发、制造和集成一体化办公系统解决方案，以 25%的市场占有率位居行业第一，是瑞士全方位办公环境服务领导品牌。2019 年 8 月并表 Lista Office 后公司办公环境解决方案收入占比提升，毛利率为 31.8%，高于公司以往整体的毛利率，产品结构向好；**2）产能全球布局，对贸易摩擦的抵御能力增强。**公司已形成了总部 A+B+C 区的生产基地（生产制造办公椅、沙发、按摩椅）和各地金属配件、海绵、定制家具、板式家具、办公家具等部件和品类的生产基地，并着手建设智能工厂，产能和制造能力均稳步提升，生产效率逐渐提高，成本控制能力加强。

图 3：公司毛利率及净利率变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司各项费用率变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

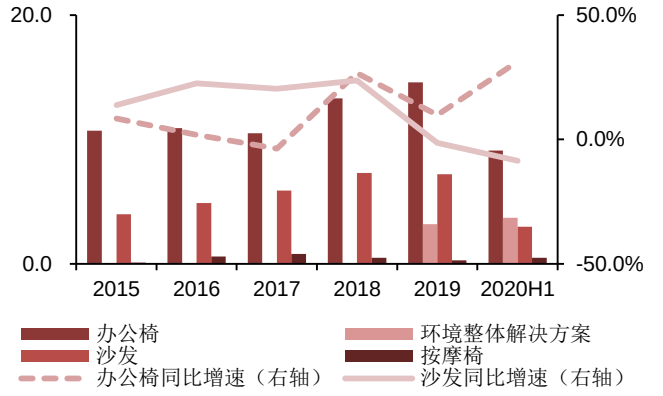
办公家具业务增长迅速，环境解决方案放量贡献重要增量。

1）办公椅业务占公司营收的比例最高，受疫情催化需求增长较快。近两年办公椅收入保持逐步提升的态势，2019 年、2020 年上半年办公椅业务分别实现营收 14.6 亿元、9.1 亿元，同比增长 9.8%、31.3%，分别实现毛利率 24.1%、33.3%，毛利率上升主要是公司发力建设跨境电商品牌，使毛利率较高的自有品牌销售占比提升。目前来看，海外疫情尚未有明显改善趋势，居家办公在一段时期内或成为常态，家庭办公家具市场迎来新一轮增长周期，出口额将进一步提升，带动公司业绩持续放量。

2）办公环境解决方案收入占比在 2019 年 8 月并表 Lista Office 后迅速提升，在 2020 年上半年贡献重要收入和利润增长。并表以来办公环境解决方案收入增长较快，2019 年和 2020 年上半年分别达到 3.2 亿元/3.7 亿元，毛利率分别为 31.8%/31.8%，2020 年上半年的毛利润贡献率超过 20%，已成为公司重要的业务组成。预计伴随公司深入整合海外客户资源及供应链后，协同作用将进一步显现。

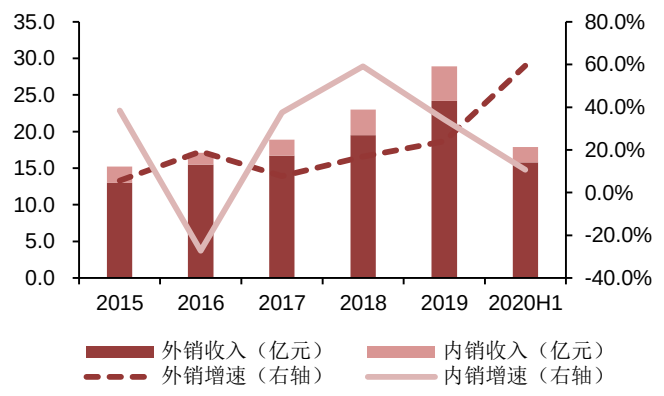
3）按摩椅收入占比不高，但随着公司自有高端按摩椅品牌 NOUHAUS 开始逐渐放量，毛利率明显提升。2019 年 和 2020 年上半年按摩椅收入分别为 0.3 亿元、0.5 亿元，同比增速分别为-29.6%/197.7%。2019 年和 2020 年上半年按摩椅毛利率分别为 43%、50%。沙发收入受疫情和市场竞争加剧影响有所下降，2019 年和 2020 年上半年沙发收入分别为 7.2 亿元/3.0 亿元，同比下降 1.9%/8.5%；毛利率分别为 25.2%/27.2%。

图 5：公司分业务收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司分地区收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

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，高毛利率产品占比提升，毛利率有望成稳步提升态势，预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 28.5%、28.9%、29%。

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：分业务收入成本预测

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入	2,903.7	4,035.1	5,135.0	6,069.9
yoy	25.3%	39.0%	27.3%	18.2%
营业成本	2,178.6	2,885.3	3,649.3	4,311.4
毛利率	25.0%	28.5%	28.9%	29.0%
办公椅				
收入	1,462.5	2047.5	2661.8	3194.1
yoy	10.2%	40%	30%	20%
成本	1,110.4	1392.3	1836.6	2235.9
毛利率	24.1%	32%	31%	30%
沙发				
收入	716.8	695.3	709.2	744.7
yoy	-1.9%	-3.0%	2.0%	5.0%
成本	536.4	514.5	510.6	521.3
毛利率	25.2%	26%	28%	30%
按摩椅				
收入	33.3	99.9	149.9	194.8
yoy	-29.6%	200%	50%	30%
成本	19.0	54.9	82.4	107.1
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外销业务的永艺股份和乐歌股份作为公司的可比公司，可比公司 2020 年平均估值为 28 倍，考虑到公司跨境电商业务处于快速成长期，且未来三年归母净利润将保持 30%的复合增速，给予公司 2020 年 30 倍估值，对应股价 103.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

公司代码	公司名称	最新价（2020.8.19）	EPS（元）			PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
603600.SH	永艺股份	18.33	0.69	0.85	1.04	26.52	21.52	17.57
300729.SZ	乐歌股份	66.29	1.52	1.94	2.38	43.55	34.25	27.87
平均值						35.03	27.89	22.72

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	4035.16	5135.04	6069.95
营业成本	2178.56	2885.36	3649.30	4311.50
营业税金及附加	14.65	24.62	29.30	41.88
销售费用	195.23	496.32	641.88	758.74
管理费用	163.19	221.93	282.43	333.85
财务费用	-6.58	7.48	4.76	0.56
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	400.58	529.07	625.79
其他非经营损益	6.39	-1.56	-0.69	0.20
利润总额	286.56	399.02	528.39	625.99
所得税	39.09	48.82	65.10	78.33
净利润	247.47	350.20	463.29	547.67
少数股东损益	4.07	5.48	7.02	8.51
归属母公司股东净利润	243.39	344.72	456.27	539.16

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	247.47	350.20	463.29	547.67
折旧与摊销	57.46	138.38	145.43	148.28
财务费用	-6.58	7.48	4.76	0.56
资产减值损失	-9.01	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	875.46	-177.84	-186.15	-122.45
其他	-878.57	-11.16	1.63	-3.49
经营活动现金流净额	286.22	307.06	428.96	570.56
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	27.58	-44.94	-40.91
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	-94.64	-114.77
其他	7.43	-80.74	-4.76	-0.56
筹资活动现金流净额	221.68	-116.66	-144.34	-156.24
现金流量净额	146.42	239.67	219.98	368.52

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	567.36	807.03	1027.01	1395.53
应收和预付款项	690.53	924.01	1191.34	1410.65
存货	418.68	508.32	674.48	791.84
其他流动资产	221.97	133.87	159.96	176.42
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	4130.49	4714.63	5328.00
短期借款	58.27	85.85	40.91	0.00
应付和预收款项	729.35	865.31	1115.80	1331.21
长期借款	223.97	223.97	223.97	223.97
其他负债	132.34	112.85	122.80	128.77
负债合计	1143.94	1287.99	1503.48	1683.96
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	1303.75	1665.38	2089.77
归属母公司股东权益	2520.94	2757.71	3119.33	3543.72
少数股东权益	79.31	84.79	91.81	100.32
股东权益合计	2600.25	2842.50	3211.15	3644.04
负债和股东权益合计	3744.19	4130.49	4714.63	5328.00

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	25.28%	38.96%	27.26%	18.21%
营业利润增长率	37.25%	42.98%	32.08%	18.28%
净利润增长率	43.15%	41.51%	32.29%	18.21%
EBITDA 增长率	48.68%	65.06%	24.31%	14.04%
获利能力				
毛利率	24.97%	28.49%	28.93%	28.97%
三费率	12.12%	17.99%	18.09%	18.01%
净利率	8.52%	8.68%	9.02%	9.02%
ROE	9.52%	12.32%	14.43%	15.03%
ROA	6.61%	8.48%	9.83%	10.28%
ROIC	10.64%	15.56%	17.87%	19.05%
EBITDA/销售收入	11.40%	13.54%	13.23%	12.76%
营运能力				
总资产周转率	0.88	1.02	1.16	1.21
固定资产周转率	4.48	4.09	5.25	6.76
应收账款周转率	5.77	6.13	5.99	5.73
存货周转率	6.13	5.85	5.91	5.67
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%	31.18%	31.89%	31.61%
带息债务/总负债	24.67%	24.05%	17.62%	13.30%
流动比率	2.26	2.42	2.55	2.74
速动比率	1.77	1.90	1.99	2.16
股利支付率	11.50%	18.42%	20.74%	21.29%
每股指标				
每股收益	2.43	3.45	4.56	5.39
每股净资产	25.21	27.58	31.19	35.44
每股经营现金	2.86	3.07	4.29	5.71
每股股利	0.28	0.64	0.95	1.15

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	331.05	546.45	679.26	774.63
PE	34.03	24.03	18.15	15.36
PB	3.29	3.00	2.66	2.34
PS	2.85	2.05	1.61	1.36
EV/EBITDA	22.70	13.49	10.44	8.62
股息率	0.34%	0.77%	1.14%	1.39%

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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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