

未评级

敏华控股 (1999.HK)**海外销售平稳增长，开拓非功能沙发新业务****市场数据**

报告日期	2014.12.17
收盘价 (港元)	11.94
总股本 (亿股)	9.83
总市值 (亿港元)	117
总资产 (亿元)	52.72
每股净资产 (港元)	5.10

数据来源：彭博

事件：

我们于 12 月 16 日与敏华控股的首席财务官王总交流了公司最新的经营状况。

主要观点：

- **收入增长稳定：**中国功能沙发的渗透率每年会上升 0.5%，农村城市化进程带来更换家具的需求，三四线城市开店还有空间，国内这几年收入有 20% 的增长；欧洲，基数低，占总销售 15% 不到，除了英国比较多其他都很少，收入增长多取决于销售团队；北美是相对稳定的市场，客户黏性高，销售额很难突涨突降，每年估计高单位数的增长。总体而言，公司收入方面未来三年能够保持至少 10% 的年增长率。
- **行业集中度分散，功能沙发占比低：**中国沙发行业集中度非常分散，公司作为最大的沙发厂商，仅占不到 3% 的市场份额，公司目前的主要收入来自功能沙发，而中国功能沙发的比例仅占全部总量的 10%，国外是 40% 的占比。公司将受益于行业集中度的提升和功能沙发占比的提升。
- **开拓新业务，进入非功能沙发领域：**公司扩建天津的厂房，进行非功能沙发的生产和销售，中国非功能沙发的占比是 90%，市场广阔而集中度低，公司垂直一体化的生产能力和对质量的重视，以及已经成熟的销售渠道和管理体系，将使公司在切入这个业务后能够得到较好发展。
- **较高的分红水平，一送一红股有利于提升流通性：**公司每年不低于 40% 的分红率。公司于 12 月 31 号实行一股送一红股的政策，此举将有利于提升公司股票的流通性。
- **估值：**目前股价对应 2015 财年市盈率 10.5 倍。

兴证香港研究部
电话：852-3509 5999
86-755-23826013
邮箱：research@xyzq.com.hk

会议要点:

1. 每年推出新款情况?

每年新款大约 1000 个。公司在每年宣讲会推出一些新款，每年四次宣讲，每次大约展出 30-40 款新产品。展会是预约式，接待一些大客户，不允许外来人员拍照。

2. 在家居行业中敏华每年的新品数量算是比较多的?

敏华每年推出新品并不是刻意的追求多的数量，而是追求命中率。命中率是指，比如在美国市场推出 100 款产品，通常有 50 款产生销售，另外 50 款公司认为不适合推广销售，那命中率就是 50%，这在家居行业已经是一个比较理想的数字了。这 50 款中还有部分款式成为经典款。很多公司的研发部在不断的设计新产品，最后成功投入市场的可能只有少数几款，而敏华在这方面的命中率是比较高的，而剩下的不推广的一半样品也可以被公司内部员工购买，做到尽量不浪费。

3. 敏华是怎么做到命中率这么高?

因为敏华一线的销售团队成员同时也是研发团队的成员，他们更接近市场，了解客户的需求，不是盲目的闭门造车。敏华研发团队根据市场新面料、新功能等底层的信息出发，针对不同国家、地区，设计不同的尺寸、面料，将各种参数组合到一起，不断总结、完善，最终形成竞争力。

4. 敏华有 0.1%的股份由管理层持股?

算入期权就不止了，管理层大约持有几千万股期权，但是很多还没有行权。

5. 公司的订单是怎么形成的?

敏华会提供各种检测报告，产品材料不含有害物质，符合国家标准，这个要请第三方的检测机构进行检测，然后客户会下一个小批量的测试订单，可能只有一个集装箱，客户尝试在店面销售敏华的产品，如果销售情况乐观，客户就会逐步加大订单。比如梅西百货，从开始买到成为敏华前五大供应商用了两年的时间。这期间每半年可能就要到公司进行各种测试。所以争取一个新的客户其实是很不容易的，但一旦争取到了，客户的粘性也会很高。

6. 同款产品添加物流等成本后，国内国外价格一样?

价格比较接近，但是总体国内会偏贵一些。一是国内有 17% 的增值税，而国外

没有；二是国内涨价会更频繁一些，每年大约涨 5%，而国外 2%-3%，国内的利润更高。

7. 敏华给国外供货的价格和国内经销商差不多？

大体上是一样的。如果是梅西百货需要我们供货，公司要负责把货物运送到梅西百货的仓库，所以要负责中国到美国，甚至是内陆卡车的运费。背后的运营是很复杂的，从运输、报关、订货船舱位，到协商运费价格，还有内陆和美国卡车运输、在美国的清关等一系列流程是很复杂的。

8. 在美国有分公司？在美国广告宣传是怎么做的？

有的。广告是向我们订货的百货公司等零售商自己去做。

9. 产品毛利率？

沙发的毛利率，在欧洲 24%-25%（离岸价），美国 34%-35%（到岸价），在国内如果卖给经销商，大约是 38%-39%。床垫的毛利率会更高一些，有 45% 以上。如果是自营店销售，可以在上面的基础上多 30%。

10. 产品在美国的电商销售情况？

现在敏华将货物卖给零售商，他们自己已经开始在电商平台上销售了。美国市场比较分散，每个大型百货都会自己运营自己的电商。百货公司也会自己负责仓储和物流。

11. 家具适合在电商平台上销售么？产品在天猫上销售情况？

我们在网上销售时，会将尺寸标得很精确。国内在天猫上销售最多的是单人位的沙发，单人的比较适合网上购买，如果是三人位可能更需要家庭一起到卖场选购。公司在天猫销售了 3 年多（接近 4 年），一年销售额能接近 1 亿港币。

12. 国内经销商的利润率？

经销商店址等因素对利润的影响其实是很大的，平均来看利润率大约是 10%。一家标准店平均一年营业额 300 多万，每年赚 30 多万。

13. 公司在一线城市都是自营店？

广州、深圳、上海都是，北京是例外。成都、西安也是自营店。

14. 公司的产能是多少？

目前年产能是 130 多万套，明年公司考虑将天津的工厂扩产。产能利用率大约 70%。

15. 国内房地产增速下降对国内市场有影响么？

确实是有影响的。家具市场需求分为新增需求和更换需求，房地产对于更换的需求影响不大。

16. 估计一年新增和更换的需求比例？

大一些的城市更换需求稍大，小城市新增的更多，整体而言是各自 50%。

17. 公司新开店的情况？

目前大部分新店是开在三四线城市，因为在一二线城市已经基本覆盖了。三四线城市沙发以布艺为主，皮具稍少。

18. 订单提前下订的时间？

海外是订单补货制。比如沃尔玛会根据销售预测和库存情况确定订货数量，公司从生产到供货需 2 个月，所以至少要提前 2 个月下订单，生产一个月，海运一个月，国外销售会给 45 天的账期。

19. 公司自营店的比例未来会下降？

是的，未来不打算再开自营店。最近还将一些自营店转为加盟店。

20. 公司的主要风险？

前些年有两方面，一是真皮原材料价格大幅上涨，二是船运公司形成价格联盟，海运价格上涨 30%。这两个因素的影响敏华现在已经基本消化。

21. 如果海外客户比较强势，我们如何制定我们的价格？

外商在中国采购，小的零售商找小厂，而大的零售商找小厂无法满足其需求。公司年能做 30000 多个集装箱，剩下的最多一年能做 1-2 千个集装箱。公司的链条其实很长，影响销售的往往不是市场价格。在不断的优化链条，还有很多空间。例如，在雇用人工的问题上，有时为了节省成本缩减雇员和季节性订单增加的冲突没有很好的协调。因此很多类似的问题得到解决后，即使

不依靠市场，销售也会有很多提升的空间。再例如，如果我们能保证在淡季坚持加人，虽然人工成本会多付几百万，但总体销售会提升更多。

22. 与其他企业比较，公司的竞争能力主要在哪里？

首先是产品的研发能力；其次是制造能力，大规模制造的能力；再次是渠道，例如很多别人进不了的海外渠道我们能进去；然后公司的团队很国际化。

23. 上半年在欧洲的销售额放缓？

主要因为在欧洲最大的客户的订单在上半年有减少。但该客户并没有离开，仍是欧洲最大的客户。由于客户换了新 CEO，政策上在调整。公司预期其下半年会提升订单，但公司对其依赖也不算大。

24. 公司的费用方面，随着产能的增加会减小到什么程度？

前两年销售费用和管理费用的占比是 28%，每年在下降，今年中报又下降了 0.9%，现在的占比是 20%。费用率的降低并不完全是由于规模效应，有的是因为运费控制、后台部门做了很多指标的分解，精确到每个部门都要降低费用等。

25. 国外与国内经销商账期？

国外平均 45 天的账期，而国内先付款后发货。在春节关厂期间问题上，在前两个月账期调整为 90 天，让经销商自己扩大库存提前采购。偶尔会有小的客户出现付不了钱由保险公司赔付的案例，大公司没有出现过此类情况。

26. 国外多是补单形式，是否愿意拿这么大的库存？万一卖不掉怎么办？

不会有这种问题，相反，目前外商投诉更多的是断货。他们都会做销售预算，按照预算调整库存，愿意接受多一点库存。

27. 对收入、利润等的估计？未来大概会增长多少？

销售增长 10 个点问题不大。收入方面：中国，功能沙发的渗透率每年会上升 0.5%、农村城市化更换家具的需求（我们内部的标准：假设一个 1000 万人的城市，只要有 1% 的家庭换家具，我们的销售就会翻一倍）都是驱动因素；国内这几年收入有 20% 的增长，三四线城市开店空间大；欧洲市场的基数低，占总销售 15% 不到，除了英国比较多其他都很少，所以不好预测，多取决于销售团队；北美是相对稳定的市场，客户黏性高，销售额很难突涨突降，每年估

计 10 个多点或高单位数的增长（北美除去加拿大占总销售额的 55%）。未来希望中国的占比能提高和北美的差不多，目前中国的销售额是北美的六成，但贡献的利润与北美相当，中国的利润率更高。

28. 未来的一些其他可能增长点？

产品储备：固定沙发，公司从 9 月份开始制作，目前贡献销售额可以忽略不计；按摩椅，公司有完整的生产线，从研发、生产到销售都一直在进行；床，目前市场份额较低；定制的衣柜，公司比索菲亚更早更成熟，十年前到现在一直在香港做，但目前在内地一分钱都没有卖，精力不够。综合来看，公司不再做收购，就已经有很多产品储备。

B2B 的销售：用于商务车、高铁车厢、机场候车室、高端影院、世博会等的座椅；南方航空一年座椅更换 10 亿美元现在在国外购买，公司做过研究认为很有机会接过该市场，已经详细沟通过。

29. 公司在国内的市场份额大小？

在细分功能上我们占国内份额确实不小，我们占功能沙发的 27% 的市场份额。

30. 功能沙发和非功能沙发为什么分开卖？

公司分开卖的原因是，卖沙发时灯光地毯等的配合上有所讲究，两种沙发店装修氛围的不同，不能在一个店里卖。

31. 山寨情况？

有，与很多公司打过官司，去年查封过一个连标牌都是仿制的小工厂。

32. 进口皮的比例？

原皮全部是进口，皮的处理在中国和意大利。

33. 一张沙发需要多少头牛、价格如何？

一套沙发六个座位需要六头牛。一平方英尺的价格大概两美元。

34. 营业成本怎么细分，皮、制造、人工分别占多少？

皮的比例越来越低，公司不断的用新面料，加大布的比例，而布不太受整体价格波动的影响，且成本低毛利更高，卖到三四线城市和欧美更好。布的价格 1 万多，皮的价格 2 万块，布是皮价格的一半。

35. 投资者福利？

投资者买入公司一手股票，到公司网站打印凭证，到店享受7折优惠。（相当于给经销商的价格）。公司股票10送10，希望能够扩大流动性。

36. 公司销售与房地产行业关系？

没有太大关系，欧美虽然地产行业不好，但是增长的仍然很好。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。