

敏华控股 (01999)

功能沙发大师，稳健迈向百亿级软体家具企业

证券研究报告

2017 年 05 月 10 日

投资评级

行业 非日常生活消费品/耐用消费品与服装

6 个月评级 买入 (维持评级)

当前价格 7.01 港元

目标价格 8.74 港元

上次目标价 7.88 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 3,832.40
港股总市值(百万港元) 26,865.13
每股净资产(港元) 1.33
资产负债率(%) 18.89
一年内最高/最低(港元) 12.40/4.59

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110004
jiangh@tfzq.com

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002
hepiannian@tfzq.com

张潇 联系人
zhangxiao@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《敏华控股-公司深度研究:功能沙发龙头, 受益于消费升级》 2017-04-10
- 2 《敏华控股-公司点评:北美业务有望回暖, 国内业务快速发展, 给予买入评级》 2017-03-20

国内功能沙发品类增长的最大受益者、市场领导者。

目前功能沙发的品类在国内处在低渗透, 高增长的红利期。功能沙发起源于美国, 在 70-80 年代在美国完成了高速渗透, 目前渗透率均衡维持在 40%。在国内的市场从 2010 年开始加速, 渗透率目前仅为 10%。我们看好未来 4 个因素催化功能沙发产品的渗透率加速提升: 第一, 消费者有意愿购买: 国内消费者逐渐开始认识了解功能沙发产品; 第二, 消费者有能力购买: 国内消费者购买力提升、需求升级, 更加愿意为高端休闲体验支付溢价; 第三, 人口趋势带动: 60 后婴儿潮老引来退休高峰, 派生出室内休闲的新需求。第四, 有环境购买: 房价持续高位, 不断提升室内沙发需求的高端化、精致化。

敏华是功能沙发品类大师, 引领品类的国内增长。

敏华旗下的芝华仕头等舱沙发市占率 29.5%, 芝华仕头等舱功能沙发拥有三大重大优势: 第一, 设计本土化: 产品适应香港及一线城市的小户型, 做出了本土优化设计; 第二, 产品具有高性价比口碑: 根据我们的草根调研, 敏华的功能沙发价格仅相当于一二线品牌普通沙发售价, 质量口碑良好, 具有超高性价比。第三, 供应链垂直整合带来的巨大效率优势。敏华产量全国最大, 一年出货约 90 万套功能沙发, 产能上具有规模效应。是国内唯一做到自产核心部件功能铁架的沙发厂商。未来计划布局东欧低成本区域建厂, 并利用智能制造进一步优化产能效率。渠道和营销方面, 敏华在 1000 家门店的战略渠道布局达成之后, 开始稳步大量投放广告及明星代言, 确保收割消费者教育的果实。

头等舱沙发内销保持高增速, 看好三大效应提升估值。

内销单店增长驱动, 保持 30%以上的高收入增长。内销占比不断提升, 有望在 FY17-FY18 成为收入占比最大的市场。效应一: 国内高增速将拉动总收入加速, 提升估值; 效应二: 国内享有品牌溢价, 盈利能力超过海外 ODM, 净利润增速有望超过收入增速。效应三: 从海外成熟市场的 ODM 代工厂, 到新兴市场加速渗透产品的龙头, 将享受估值溢价。长期来看, 看好公司对普通真皮沙发 (都市系列)、普通布艺沙发 (Fleming 北欧宜居) 及床品 (芝华仕五星床垫及智能床) 的软体扩品类布局, 小公司、大行业空间广阔。

估值: 北美市场已经稳定, FY18 年预计海外收入将向上修复; 国内经销商加盟意愿强烈, 单店销售加速。采用 SOTP 估值: 国内业务 30x, 外销 ODM 12x, 床垫 10x。目标价 8.74。

风险提示: 皮革价格上涨带来的毛利率压缩风险, 北美贸易政策风险, 跨国并购业务整合风险, 新开门店培育期高于预期的风险。

财务数据和估值	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E	FY2019E
营业收入(百万港币)	6,554.81	7,327.59	7,658.28	9,127.28	11,155.08
增长率(%)	9.4	11.8	4.5	19.2	22.2
净利润(百万港币)	1,075.16	1,327.24	1,768.49	2,008.34	2,353.69
增长率(%)	10.1	23.4	33.2	13.6	17.2
EPS(港元/股)	0.28	0.35	0.46	0.52	0.62
市盈率(P/E)	24.9	20.2	15.2	13.4	11.4
市销率(P/S)	4.1	3.7	3.5	2.9	2.4

资料来源: wind, 天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com