

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2018年06月13日

市场数据

| | |
|---------------|-----------|
| 目前股价（港元） | 7.21 |
| 总市值（亿港元） | 276.32 |
| 流通市值（亿港元） | 276.32 |
| 总股本（亿股） | 38.32 |
| 流通股本（亿股） | 38.32 |
| 12个月最高/最低（港元） | 8.62/5.51 |

分析师

杨超 0755-83663214

Email:ychao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

联系人（研究助理）：

张潇 0755-83881635

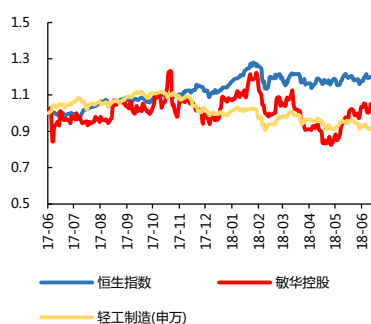
Email:xiaozhang@cgws.com

从业证书编号:S1070118050044

林彦宏 0755-83881635

Email:linyh@cgws.com

从业证书编号:S1070117010015

股价表现


数据来源：Wind

相关报告

《“芝华仕”功能沙发龙头优势彰显，逐鹿软体家居空间可期——敏华控股（1999.HK）公司深度报告》2018.06.04

收购越南工厂布局全球供应链，有效缓解贸易战和成本掣肘

——敏华控股（1999.HK）公司动态点评

盈利预测

| 单位：百万港元 | FY2019E | FY2020E | FY2021E |
|---------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 11,952.35 | 14,165.78 | 16,810.08 |
| (+/-%) | 19.2% | 18.5% | 18.7% |
| 净利润 | 2,043.21 | 2,357.91 | 2,714.85 |
| (+/-%) | 31.1% | 15.3% | 15.0% |
| 摊薄 EPS | 0.54 | 0.62 | 0.71 |
| PE | 13.41 | 11.63 | 10.11 |

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**敏华控股公告，公司已于6月12日签订协议，拟6800万美元收购一间位于越南的功能沙发企业，股权转让将于2018年6月15日完成，目标集团主要从事功能沙发的生产和销售，并出口至海外市场。
- 收购越南工厂，短期有助于缓解贸易战担忧情绪：**由于FY16/FY17/FY18敏华北美市场收入占比高达54.5%/45.0%/35.8%，因此前期中美贸易战扩大的担忧成为压制公司股价的因素。此次收购越南工厂，预计能在1-2年内覆盖惠州外销厂（年产能76.7万套）6-7成的产能，估算为46-54万套。能在贸易战最极端的情形下保证公司外销业务供货，有助于消减短期情绪担忧。
- 中期来看，越南生产将有效缓解中国本土生产成本上涨的压力：**根据前期草根调研，越南基础设施完善、税收极具吸引力、而人工成本仅约为中国的1/3。沙发生产由于软体部件较多使得自动化程度较低，依然属于劳动力密集型产业。公司FY16/FY17/FY18的人工成本占比为12.50%/12.95%/14.50%，FY18年排除并表HG因素，人均工资上升幅度约为5%。越南建厂将有利于公司在中期缓冲劳动力成本上升，使得公司在出口业务中保持成本优势。
- 投资建议：**我们认为本次收购越南工厂是敏华控股功能沙发全球供应链布局的重要一步，有助于缓解贸易战和成本的掣肘。重申敏华【强烈推荐】评级。预计FY19/FY20/FY21 EPS 0.54/0.62/0.71，对应PE 3.4x/11.6x/10.2x。
- 风险提示：**原材料价格大幅上涨，人民币升值，国内开店速度不及预期，中美贸易战升级，房地产销量低于预期。

投资要点

核心观点

- 1、公司是国内功能沙发的绝对龙头，剑指软体全品类，市场空间广阔。
- 2、中国市场成为利润中心，公司从 ODM 制造商，转型“芝华仕头等舱”品牌消费品公司的进程已经基本完成，但估值还没有反映。
- 3、越南布局工厂，应对中美贸易战风险。

毛利率敏感测试

| 情形一 | FY19 | FY20 | FY21 |
|-----|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 36% | 38% | 40% |
| EPS | 0.46 | 0.57 | 0.78 |
| 情形二 | FY19 | FY20 | FY21 |
| 毛利率 | 39.5% | 40.5% | 42.0% |
| EPS | 0.55 | 0.64 | 0.85 |
| 情形三 | FY19 | FY20 | FY21 |
| 毛利率 | 42.0% | 44.0% | 46.0% |
| EPS | 0.61 | 0.75 | 0.99 |

关键假设

海外收入及毛利：预测 FY2019-2021 收入增速分别为 19.2%、18.5%、18.7%。其中 FY2019 中国市场收入同比增速为 17.4%。预计 FY2019-2020 毛利率提升至 39.1%、39.7%，FY2021 呈现均值回归，约为 38.1%，期间费用率预计为 20.6%、21.2%、19.5%。

门店数量：公司保持高速的渠道扩张，预计未来 FY2019-2021 芝华仕门店每年增加 400 家，其中芝华仕沙发/床垫门店增量为 280/120 家。另外，FY2019-2021 HG 门店每年增量为 60 家。

单店销售额：我们看好“芝华仕”品牌效应，预计 FY2019-21 沙发单店收入增速 10% 以上，床垫单店收入增速约为 30% 以上。

估值分析

预计 FY19/FY20/FY21 EPS 0.54/0.62/0.71，对应 PE 3.4x/11.6x/10.2x。

与市场预期差

国内市场增长趋势良好，原材料价格/汇率向公司有利方向变动的概率分布显著右偏。

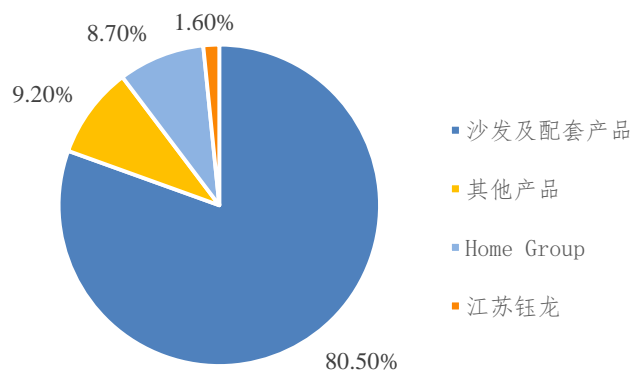
公司简介

敏华控股是中国功能沙发绝对龙头企业，全球出货量最大的功能沙发制造商。公司以功能沙发为核心拓展产品矩阵，旗下拥有“芝华仕”头等舱知名品牌。功能沙发领域，2017 年公司在国内市占率第一，美国市占率第三。FY2018 实现实现营收 100.27 亿港元，归母净利润 15.36 亿港元，内销是第一大市场，利润端贡献约 6-7 成。年销售功能沙发 109.7 万套，国内生产基地分布在惠州、天津、吴江、重庆（预计 2018 年投产）；海外并购东欧软垫家具生产 Home Group（在波兰、乌克兰等国经营五家工厂），未来将在越南设有工厂，扩大产能的同时应对中美贸易战、原材料上涨等风险。

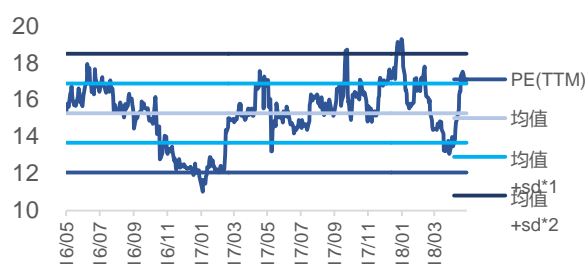
简要行业分析

软体行业上游为皮料、海绵、铁架等原材料，下游为经销商及终端客户，国内软体行业 2015 年市场规模约为 2000 亿人民币，远期潜在规模达 4000 亿人民币，提升空间广大。

重要图表：公司收入结构



过去 2 年股价 P/E 区间



附：盈利预测表

| 利润表 (百万港元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 主要财务指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 7,779.02 | 10,027.00 | 11,952.35 | 14,165.78 | 16,810.08 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 4,520.83 | 6,284.00 | 7,275.15 | 8,535.71 | 10,412.70 | 营业收入增长 | 6.16% | 28.90% | 19.20% | 18.52% | 18.67% |
| 销售费用 | 1,173.88 | 1,693.00 | 1,912.38 | 2,379.85 | 2,538.32 | 营业成本增长 | 2.01% | 39.00% | 15.77% | 17.33% | 21.99% |
| 管理费用 | 365.44 | 442.00 | 525.90 | 594.96 | 706.02 | 营业利润增长 | 30.44% | -7.29% | 39.84% | 18.60% | 18.75% |
| 财务费用 | 10.27 | 24.00 | 23.90 | 28.33 | 33.62 | 利润总额增长 | 37.74% | -6.30% | 32.81% | 16.13% | 16.60% |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长 | 31.30% | -11.66% | 31.48% | 15.40% | 15.14% |
| 营业利润 | 1,708.59 | 1,584.00 | 2,215.01 | 2,626.93 | 3,119.41 | 盈利能力 | | | | | |
| 营业外收支 | 343.75 | 339.00 | 339.00 | 339.00 | 339.00 | 毛利率 | 41.88% | 37.33% | 39.13% | 39.74% | 38.06% |
| 利润总额 | 2,052.35 | 1,923.00 | 2,554.01 | 2,965.93 | 3,458.41 | 销售净利率 | 22.61% | 15.50% | 17.09% | 16.65% | 16.15% |
| 所得税 | 293.22 | 369.00 | 510.80 | 608.02 | 743.56 | ROE | 36.22% | 28.58% | 32.48% | 33.12% | 35.97% |
| 少数股东损益 | 6.75 | 18.00 | 18.00 | 18.00 | 18.00 | ROIC | 4.18% | 4.27% | 6.00% | 6.23% | 7.60% |
| 净利润 | 1,765.88 | 1,572.00 | 2,061.21 | 2,375.91 | 2,732.85 | 营运效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 销售费用/营业收入 | 15.09% | 16.88% | 16.00% | 16.80% | 15.10% |
| 流动资产 | 3820.97 | 4556.94 | 4192.78 | 5187.72 | 5252.79 | 管理费用/营业收入 | 4.70% | 4.41% | 4.40% | 4.20% | 4.20% |
| 货币资金 | 1808.30 | 1406.96 | 1542.30 | 1585.85 | 1511.70 | 财务费用/营业收入 | 0.13% | 0.24% | 0.20% | 0.20% | 0.20% |
| 应收账款 | 876.55 | 1361.05 | 1223.10 | 1613.13 | 1704.25 | 投资收益/营业利润 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 应收票据 | 236.87 | 404.95 | 266.82 | 302.88 | 324.89 | 所得税/利润总额 | 14.29% | 19.19% | 20.00% | 20.50% | 21.50% |
| 存货 | 749.25 | 1450.55 | 1097.67 | 1655.79 | 1703.15 | 应收账款周转率 | 12.65 | 12.57 | 12.50 | 12.50 | 12.50 |
| 非流动资产 | 3678.18 | 4913.80 | 5047.54 | 5258.36 | 5439.90 | 存货周转率 | 6.67 | 5.71 | 5.71 | 6.20 | 6.20 |
| 固定资产 | 2652.31 | 3167.90 | 3367.90 | 3547.90 | 3727.90 | 流动资产周转率 | 2.34 | 2.39 | 2.73 | 3.02 | 3.22 |
| 资产总计 | 7499.15 | 9470.74 | 9240.33 | 10446.08 | 10692.69 | 总资产周转率 | 1.18 | 1.18 | 1.28 | 1.44 | 1.59 |
| 流动负债 | 2025.36 | 2942.05 | 2209.33 | 2511.51 | 2875.13 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期借款 | 1047.64 | 1316.80 | 871.48 | 1078.64 | 1088.97 | 资产负债率 | 23.11% | 30.22% | 28.43% | 24.84% | 26.28% |
| 应付款项 | 427.78 | 753.90 | 701.13 | 721.49 | 1013.96 | 流动比率 | 1.89 | 1.55 | 1.90 | 2.07 | 1.83 |
| 非流动负债 | 77.46 | 84.21 | 84.21 | 84.21 | 84.21 | 速动比率 | 1.52 | 1.06 | 1.40 | 1.41 | 1.23 |
| 长期借款 | 27.29 | 23.91 | 23.91 | 23.91 | 23.91 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 负债合计 | 2025.36 | 2942.05 | 2209.33 | 2511.51 | 2875.13 | EPS | 0.46 | 0.41 | 0.54 | 0.62 | 0.71 |
| 股东权益 | 5396.33 | 6444.48 | 6946.79 | 7850.37 | 7733.36 | 每股净资产 | 1.41 | 1.68 | 1.81 | 2.05 | 2.02 |
| 股本 | 1530.26 | 1531.51 | 1531.51 | 1531.51 | 1531.51 | 每股经营现金流 | 0.45 | 0.40 | 0.54 | 0.62 | 0.70 |
| 留存收益 | 5038.54 | 5963.22 | 6667.76 | 7477.67 | 7355.70 | 每股经营现金/EPS | 0.99 | 0.98 | 1.00 | 1.00 | 0.98 |
| 少数股东权益 | 357.78 | 481.27 | 279.02 | 372.69 | 377.66 | 估值 | | | | | |
| 负债和权益总计 | 7499.15 | 9470.74 | 9240.33 | 10446.08 | 10692.69 | PE | 15.65 | 17.58 | 13.41 | 11.63 | 10.11 |
| 现金流量表 | | | | | | PEG | 2.54 | 0.61 | 0.70 | 0.63 | 0.54 |
| 经营活动现金流 | 1,740.43 | 1,533.39 | 2,062.24 | 2,364.19 | 2,671.22 | PB | 5.12 | 4.29 | 3.98 | 3.52 | 3.57 |
| 其中营运资本减少 | (206.46) | (103.50) | (130.50) | (167.20) | (186.30) | EV/EBITDA | 16.06 | 17.32 | 12.39 | 10.44 | 8.79 |
| 投资活动现金流 | (937.07) | (600.51) | (613.41) | (716.99) | (764.55) | EV/SALES | 3.53 | 2.74 | 2.30 | 1.94 | 1.63 |
| 其中资本支出 | 647.56 | 564.77 | 534.54 | 582.29 | 681.44 | EV/IC | 3.92 | 3.17 | 3.24 | 2.85 | 2.87 |
| 融资活动现金流 | (421.34) | (810.83) | (907.55) | (981.51) | (1,038.70) | ROIC/WACC | 63.19% | 64.45% | 91.21% | 95.37% | 117.42% |
| 净现金总变化 | 396.66 | 144.54 | 564.96 | 685.95 | 890.12 | REP | 0.95 | 1.01 | 0.82 | 0.70 | 0.65 |

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

李双红：0755-83699629, lishuanghong@cgws.com
程曦：0755-83516187, chengxi@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com
佟曦：0755-83661411, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, zhaodong@cgws.com
王媛：010-88366060-8807, wyuan@cgws.com
褚颖：010-88366060-8795, chuying@cgws.com
王耽棋：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com
张好元：021-31829699, zhangyuyuan@cgws.com
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@cgws.com
徐文婷：021-31829711, xuwenting@cgws.com
吴曦：021-31829712, wuxi@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层