

拟收购华达利 60%股权，提升产业议价能力； 后续双方协同值得期待

敏华控股 (01999. HK)

评级:	买入	股票代码:	01999
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	8.68/3.28
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	329
最新收盘价(港元):	8.65	自由流通市值(亿港元)	329
		自由流通股数(百万)	3799

事件概述

7月12日，公司披露重大交易公告，公司与宜华生活子公司理想家居及担保人于7月10日订立框架协议，在满足某些条件前提下，公司同意以最多0.6亿美元购买华达利60%的股权，并提供最多为0.57亿美元的额外现金向部分银行及华达利集团其他债权人作出还款。与收购事项和华达利集团应付款项有关的最大现金支出为0.94亿美元。

分析判断:

► 华达利是国际领先的皮革软体家居企业，本次收购性价比高。

华达利是国际领先的家具制造公司，主要从事沙发与皮革相关家具产品的研发设计、生产与销售，拥有“DOMICIL”、“CORIUM ITALIA”、“MUSE”、“RELAX STUDIO”等国际知名皮革软体家具品牌。公司产品销往全球，在新加坡、美国、韩国、日本、澳大利亚、德国、法国、意大利、英国和中国等地区拥有良好的销售渠道。2019年华达利营收约4.42亿美元，税后净利润约0.39亿美元，净资产约为1.61亿美元。本次按0.6亿美元对价收购60%股权，对应2019年PB约为0.6倍，估值远低于A股申万家具行业整体3倍PB，收购性价比比较高。

► 收购完成后，销售、产品&品牌、产能端将逐渐发挥协同效应，马太效应突显。

本次收购完成后，我们认为将在销售、产品、品牌及生产方面有效协同。1) 销售端：华达利具有多年海外销售经验和渠道，终端市场主要为欧洲、美国、澳洲和日韩等国家或地区，其中，欧洲地区收入占比一半左右。本次收购完成后，将进一步提高敏华海外尤其是欧洲市场销售规模。其次，内销方面，华达利有望借助敏华在国内销售渠道优势，迅速提高其国内市场份额；2) 品牌&产品端：华达利拥有多个国际知名功能沙发品牌，产品定位高端，拥有全球化研发及设计师团队，品牌及产品优势较为显著。本次收购完成后，敏华品牌及产品系列将得以丰富，协同优势逐渐发挥；3) 产能端：华达利拥有位于中国、新加坡、澳大利亚、日本、意大利等国家的多个生产基地。本次收购完成后，将进一步提高敏华整体尤其是海外产能，有助于部分覆盖敏华欧洲及北美订单，有效缓解贸易争端带来的风险。

► 短期基本面改善，长期产业议价能力与市占率有望持续提升。

短期来看，敏华基本面改善：1) 国内业务：疫情期间，公司通过线上平台发力，快速带动线上成交订单，有效对冲线下客流下降带来的影响；随着疫情改善，敏华自身在产品结构优化和渠道竞争力的提升，预计Q2国内收入同比有明显提升；2) 海外业务：2019年上半年越南工厂投产，转移部分北美订单，缓解贸易争端带来的关税增加风险。随着海外疫情改善，公司出口目前也在改善中。长期来看，公司市占率有望持续提升：1) 国内业务：公司通过线下门店扩展及线上营销发力，结合差异化价格战略，有望进一步提高市占率；2) 海外业务：海外疫情及贸易摩擦迫使部分小企业退出，外销市场份额有望逐步集中。敏华作为行业龙头，积极布局海外产能，本次收购完成后，海外产能将进一步提升，成本优势领先，外销市场份额有望提升。

投资建议

我们看好敏华控股内销稳健发展、海外布局下外销回暖前景以及本次并购带来的协同效应。暂不考虑并购华达利，维持此前盈利预测，预计敏华控股 FY2021-2023 EPS 分别为 0.45、0.52、0.58 港元，对应 PE 分别为 19 倍、17 倍、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

需求增长不及预期；原材料价格大幅波动风险；贸易环境恶化风险；短期疫情影响超预期；港股市场风险。

盈利预测与估值

财务摘要	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入(百万港元)	11,257.79	12,144.30	12,532.92	14,625.91	16,278.64
YoY	12.28%	7.87%	3.20%	16.70%	11.30%
归母净利润(百万港元)	1,363.80	1,638.07	1,702.35	1,974.77	2,220.33
YoY	-11.21%	20.11%	3.92%	16.00%	12.43%
毛利率	34.08%	36.38%	35.60%	35.50%	35.40%
每股收益(港元)	0.36	0.43	0.45	0.52	0.58
ROE	20.31%	22.65%	19.57%	18.50%	17.25%
市盈率	24.03	20.06	19.31	16.64	14.80

资料来源：Wind，华西证券研究所（注：FY2020，公司2020财政年度截至2020年3月31日止十二个月，其它同理）

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。