

敏华控股(01999.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市价(港币): 16.280元

市场数据(港币)

收盘价(元)	16.280
流通港股(百万股)	3,803.60
总市值(百万元)	61,922.57
年内股价最高最低(元)	16.280/3.720
香港恒生指数	26498.60



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	39.62	113.65	202.04
相对香港恒生	31.27	106.12	206.97

相关报告

- 1.《内销加速成长,中报业绩超预期-敏华控股-中报点评》,2020.11.14
- 2.《软体世界里的“头等舱”-敏华控股-首次覆盖报告》,2020.9.22

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianhao@aiza.com.cn

收购格调家私,逆势扩张,彰显龙头雄心

主要财务指标

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,258	12,144	15,425	19,950	24,498
营业收入增长率	12.28%	7.87%	27.01%	29.34%	22.80%
归母净利润(百万元)	1,364	1,638	1,828	2,386	2,877
归母净利润增长率	-11.21%	20.11%	11.61%	30.51%	20.59%
摊薄每股收益(元)	0.359	0.431	0.481	0.627	0.756
每股经营性现金流净额	0.30	0.71	0.47	0.49	0.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.91%	24.43%	21.43%	21.85%	20.86%
P/E	45.40	37.80	33.87	25.95	21.52
P/B	9.95	9.24	7.26	5.67	4.49

来源:公司年报、国金证券研究所;货币单位为港元

事件:

- 2020年12月18日,敏华控股与格调家私签订股权转让协议,敏华控股收购格调家私,成为格调家私控股股东。格调家私目前在全国已拥有400-500家门店,旗下拥有“格调时代”高端休闲沙发、“色全色美”现代休闲布艺沙发、诺曼丽莎软床等系列,尤其在布艺沙发领域优势突出。

点评:

- **收购格调,完善产品线布局,协同效应值得期待:**格调家私年营收预计约3亿元,此次并购虽对公司业绩增量贡献有限,但将有力弥补公司在布艺&休闲沙发领域的相对短板。格调沙发主要定位中低端市场,消费客群大多是追求性价比兼时尚的年轻一代,依托格调沙发,敏华可进一步扩大消费群体。此外,公司依靠自身强大后端供应链能力可为格调深度赋能,提升生产运营效率,进一步增强格调盈利能力,两者协同效应值得期待。
- **加速开店+逆势收购,国内行业加速分化号角吹响:**疫情以来,公司对经销商进行大力扶持的同时,抓住机遇加速渠道扩张,进一步获取优质店面资源,今年4-9月,公司新开658家门店,截止9月底门店数已达3532家。此次又进一步逆势收购,在获取格调渠道资源的同时,也进一步扩大了自身产品覆盖面,依托自身优质供应链及规模优势,可进一步强化公司产品、产品及成本的优势,对中小品牌逐渐形成全面降维打击,疫情催化下行业加速分化已然来临,龙头份额有望加速提升。
- **美国地产短周期已来临,外销高增持续性可期:**从今年5月以来美国地产持续回暖,10月成屋/新屋销量分别同比+26.6%/+45.5%,成屋销售创出2015年以来新高,且抵押贷款利率(30年期2.7%)、房屋空置率(0.9%)已均处于近20年最低位,多维度推断美国地产短周期已来临,历史上看美国短周期跨度约3-5年,而这一轮周期从19年开始,故此轮景气周期预计可持续至2022年。中期维度来说在经历了11年去杠杆后,美国家庭部门负债水平已较为健康,美国地产也具备进入中期上行周期的基础。在此情况下,我们预计海外家具需求回暖持续性较强,公司外销持续高增可期。

投资建议

- 考虑到被并购标的对业绩的增厚,且公司内销依托强大的制造与品牌优势快速发展,外销持续受益于美国地产景气上行,我们预计公司FY2021-FY2023的EPS分别为0.48、0.63、0.76元,当前股价对应的PE分别为34X、26X、22X,维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅波动影响公司利润率的风险;内销开拓不及预期的风险;人民币升值;国内地产竣工恢复不及预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (港元百万元)							资产负债表 (港元百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	10,027	11,258	12,144	15,425	19,950	24,498	货币资金	1,719	1,659	2,225	2,259	2,644	3,250	
增长率	29%	12.3%	7.9%	27.0%	29.3%	22.8%	应收账款	1,361	1,877	1,683	2,204	3,069	4,083	
主营业务成本	6,284	7,421	7,727	9,934	12,723	15,556	存货	1,451	1,847	1,731	2,208	2,892	3,618	
%销售收入	-62.7%	-65.9%	-63.6%	-64.4%	-63.8%	-63.5%	其他流动资产	27	192	28	149	254	389	
毛利	3,743	3,837	4,418	5,490	7,227	8,942	流动资产	4,557	5,575	5,666	6,819	8,859	11,339	
%销售收入	37.3%	34.1%	36.4%	35.6%	36.2%	36.5%	%总资产	48.1%	42.4%	42.9%	44.1%	47.5%	50.8%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	31	30	30	30	30	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	3,136	3,770	3,922	4,269	4,983	5,654	
销售费用	1,693	1,806	2,002	2,591	3,312	4,067	%总资产	33.1%	28.7%	29.7%	27.6%	26.7%	25.4%	
%销售收入	-16.9%	-16.0%	-16.5%	-16.8%	-16.6%	-16.6%	无形资产	277	251	2,445	3,200	3,625	4,126	
管理费用	442	550	622	756	1,017	1,274	非流动资产	4,914	7,570	7,548	8,650	9,788	10,961	
%销售收入	-4.4%	-4.9%	-5.1%	-4.9%	-5.1%	-5.2%	%总资产	51.9%	57.6%	57.1%	55.9%	52.5%	49.2%	
研发费用	35	78	0	46	100	171	资产总计	9,471	13,146	13,214	15,469	18,647	22,300	
%销售收入	-0.3%	-0.7%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	短期借款	1,317	2,893	3,277	3,083	3,102	3,099	
息税前利润 (EBIT)	1,704	1,666	1,980	2,294	2,975	3,607	应付款项	754	663	967	1,258	1,631	2,020	
%销售收入	17.0%	14.8%	16.3%	14.9%	14.9%	14.7%	其他流动负债	871	1,082	875	1,141	1,397	1,592	
财务费用	-8	26	94	84	106	115	流动负债	2,942	4,638	5,120	5,482	6,130	6,712	
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	长期贷款	24	1,660	702	702	752	832	
投资收益	0	-4	1	0	0	0	其他长期负债	60	132	160	160	160	160	
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,026	6,430	5,981	6,344	7,042	7,703	
营业利润	1,697	1,688	2,074	2,378	3,081	3,722	普通股股东权益	5,963	6,223	6,704	8,532	10,919	13,796	
营业利润率	16.9%	15.0%	17.1%	15.4%	15.4%	15.2%	其中：股本	1,532	1,529	1,518	1,518	1,518	1,518	
营业外收支	210	80	222	70	175	200	未分配利润	4,338	5,006	6,038	7,867	10,253	13,130	
税前利润	1,923	1,716	2,109	2,280	3,043	3,693	少数股东权益	481	493	529	593	687	801	
利润率	19.2%	15.2%	17.4%	14.8%	15.3%	15.1%	负债股东权益合计	9,471	13,146	13,214	15,469	18,647	22,300	
所得税	-369	-311	-417	-388	-563	-702	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	19.2%	18.1%	19.8%	17.0%	18.5%	19.0%	每股指标							
净利润	1,554	1,405	1,692	1,893	2,480	2,991	每股收益	0.404	0.359	0.431	0.481	0.627	0.756	
少数股东损益	18	41	54	64	94	114	每股净资产	1.568	1.636	1.763	2.243	2.871	3.627	
归属于母公司的净利润	1,536	1,364	1,638	1,828	2,386	2,877	每股经营现金净流	0.384	0.297	0.705	0.475	0.495	0.572	
净利率	15.3%	12.1%	13.5%	11.9%	12.0%	11.7%	每股股利	0.120	0.060	0.120	0.120	0.120	0.120	
现金流量表 (人民币百万元)							回报率							
净利润	1,536	1,364	1,638	1,893	2,480	2,991	净资产收益率	25.76%	21.91%	24.43%	21.43%	21.85%	20.86%	
少数股东损益	18	41	54	64	94	114	总资产收益率	16.22%	10.37%	12.40%	11.82%	12.80%	12.90%	
非现金支出	200	257	311	398	461	528	投入资本收益率	17.56%	11.96%	13.97%	14.57%	15.52%	15.63%	
非经营收益	28	155	245	76	-34	-52	增长率							
营运资金变动	-303	-646	489	-562	-1,026	-1,289	主营业务收入增长率	28.89%	12.28%	7.87%	27.01%	29.34%	22.80%	
经营活动现金净流	1,462	1,129	2,682	1,805	1,882	2,178	EBIT增长率	-4.31%	-2.26%	18.85%	15.87%	29.68%	21.25%	
资本开支	-1,043	-2,776	-841	-1,500	-1,600	-1,700	净利润增长率	-12.35%	-11.21%	20.11%	11.61%	30.51%	20.59%	
投资	-66	-680	88	-10	-10	-10	总资产增长率	26.29%	38.80%	0.52%	17.07%	20.55%	19.59%	
其他	7	18	67	70	175	200	资产管理能力							
投资活动现金净流	-1,101	-3,438	-686	-1,440	-1,435	-1,510	应收账款周转天数	40.7	52.5	53.5	46.0	48.2	53.3	
股权募资	-67	-26	-129	0	0	0	存货周转天数	63.9	81.1	84.5	72.3	73.1	76.4	
债权募资	253	3,213	-659	0	50	80	应付账款周转天数	34.3	34.9	38.5	40.9	41.4	42.8	
其他	-1,011	-677	-496	-487	-214	-220	固定资产周转天数	104.9	112.0	115.6	96.9	84.6	79.2	
筹资活动现金净流	-825	2,510	-1,285	-487	-164	-140	偿债能力							
现金净流量	-401	31	582	24	374	596	净负债/股东权益	-5.87%	43.09%	24.26%	16.72%	10.43%	4.67%	
							EBIT利息保障倍数	-218.6	63.7	21.2	27.4	27.9	31.5	
							资产负债率	31.95%	48.91%	45.26%	41.01%	37.76%	34.54%	

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402