

收购格调家私、丰富产品矩阵，向综合家居龙头迈进

——敏华控股点评报告

✍ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 ☎ 联系人: 傅嘉成、姜文铤
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

HK\$16.28

报告导读

据“格调家私”官网和公开信息: 12月18日敏华控股收购格调家私, 正式成为格调家私控股股东, 此次收购将有助于加强双方在沙发领域的合作, 有助于敏华拓宽产品矩阵, 提高布艺及休闲沙发市场份额, 进一步向一流综合家居龙头迈进。

投资要点

□ 收购格调家私, 拓宽产品矩阵, 向一流综合家居龙头迈进

深圳格调家私成立于2000年, 主营业务为布艺沙发、休闲沙发和软床, 布局中低端市场, 消费客群多为追求性价比兼时尚的年轻一代, 预计年销售收入约3亿元。格调品牌矩阵齐全, 旗下拥有现代休闲布艺沙发品牌“色全色美”、高端休闲沙发品牌“格调时代”、现代休闲真皮沙发品牌“格调荣耀”、意式简约布艺沙发品牌“格调知布”以及“格调软床”、“格调全屋定制”系列。格调家私休闲和布艺沙发产品矩阵丰富, 销售网点广泛, 预计门店数量超400家。敏华此次收购格调家私有助于拓宽公司产品矩阵, 进一步向一流综合家居龙头迈进。

□ 休闲&布艺沙发市场广阔, 格局分散, 敏华强大产业链赋能格调成长

根据中商产业研究院数据, 2015-2019年中国休闲&布艺沙发市场规模从429亿增长至490亿元, CAGR为3.38%, 市场空间广阔, 但行业竞争格局分散, CR4不足15%。依托敏华控股强大后端供应链能力可为格调家私赋能, 提升生产运营效率, 盈利能力有望提高, 且市场竞争力强化, 助力其提高市场份额。

□ 内销: 线下渠道加速扩张, 数字化赋能生产&零售, 增长曲线向上

伴随零部件工艺优化以及营销投入加大, 国内功能沙发渗透率加速提升。(1) **线下渠道:** 截止至2020年9月底, 公司线下门店达3532家(较20年3月底增加658家), 预计21财年开店超1000家, 22、23财年开店超800家, 供应链优势凸、门店加速下沉且同店表现优异(门店面积扩大, 上半财年单店收入增速超过30%)。(2) **线上渠道:** 得益于疫情期间加大电商渠道建设力度、并主推性价比高、年轻风格产品(如爆款单椅), 覆盖淘宝、京东以及抖音、直播等新零售渠道, 合作薇娅、李佳琦等众多千万大V直播。线上增速持续维持靓丽表现(上半财年同比+65%, 全年趋势延续)。此外公司引入前微软大中华地区企业服务部总经理、IBM全球企业咨询服务部副总裁及高级合伙人冯国华先生, 加快数字化运营布局, 有望推动产业链自动化、零售终端数据化, 从而优化生产&配送效率, 且零售管理趋于细致、精准。

□ 外销: 美国地产持续回暖, 越南基地基本覆盖对美出口

6月美国NAHB房地产市场指数重回荣枯线以上, 7月成屋销售及新屋开工增速回正, 7-10月新屋销售同比增速均保持40%上下, 美国地产销售持续回暖。目前美国抵押贷款利率为2.7%(30年期), 此外截至2020年10月美国新屋去库存时间降至3.3个月、成屋去库存时间降至2.5个月, 均为历史最低水平; 预期低利率、低库存及高景气推动美国地产景气延续, 敏华外销高增可期。此外, 公司越南工厂目前产能3200柜/月(设计产能3600柜/月), 基本满足对美出口



相关报告

- 1 《【浙商轻工】敏华控股: 内销放量驱动成长, 线下开店超预期、线上维持高增 201115》2020.11.15
- 2 《【浙商轻工】敏华控股: 引入职业经理人, 管理颗粒度细化, 行业渗透率有望加速提升 201105》2020.11.05
- 3 《【浙商轻工】敏华控股: 功能沙发王者, 供应链优势凸显、新零售迸发活力 200826》2020.8.26

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成、姜文铤

需求；由于中小出口厂商不具备海外布局能力，外销订单将加速向敏华集中。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司未来 3 个财年分别实现收入 150.08 亿港元 (+23.58%)、189.19 亿港元 (+26.06%)、230.95 亿港元 (+22.07%)；实现归母净利润 18.17 亿港元 (+10.91%)、24.01 亿港元 (+32.14%)、30.62 亿港元 (+27.56%)；对应当前市值 PE 为 34.08X、25.79X、20.22X，给予“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格大幅上涨、市场竞争加剧、对外贸易环境恶化、疫情再次反复

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	12144.30	15007.65	18918.70	23094.56
(+/-)	7.87%	23.58%	26.06%	22.07%
净利润	1638.07	1816.79	2400.67	3062.26
(+/-)	20.11%	10.91%	32.14%	27.56%
每股收益(元)	0.43	0.48	0.63	0.81
P/E	37.80	34.08	25.79	20.22

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5666	8285	10578	14299	营业收入	12144	15008	18919	23095
现金	2020	4119	5450	8248	营业成本	7727	9752	12182	14781
交易性金融资产	205	246	224	225	营业税金及附加	0	0	0	0
应收账款	1211	1558	2017	2387	营业费用	2002	2551	3087	3613
其它应收款	472	649	836	972	管理费用	622	780	984	1201
预付账款	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0
存货	1731	1632	1951	2396	财务费用	152	150	189	231
其他	28	82	101	70	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	7548	7139	7684	7598	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	30	20	27	26	其他经营收益	471	430	442	438
固定资产	3922	4096	4219	4246	营业利润	2109	2203	2917	3707
无形资产	216	223	205	189	营业外收支	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	利润总额	2109	2203	2917	3707
其他	3380	2800	3233	3137	所得税	417	349	473	599
资产总计	13214	15424	18262	21896	净利润	1692	1854	2445	3107
流动负债	5120	5518	5892	6417	少数股东损益	54	38	44	45
短期借款	3278	3278	3278	3278	归属母公司净利润	1638	1817	2401	3062
应付款项	967	1087	1324	1702	EBITDA	2572	2612	3390	4242
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.43	0.48	0.63	0.81
其他	875	1153	1290	1438	主要财务比率				
非流动负债	862	819	838	840		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	702	702	702	702	成长能力				
其他	160	117	136	138	营业收入	7.87%	23.58%	26.06%	22.07%
负债合计	5981	6337	6730	7257	营业利润	22.91%	4.47%	32.40%	27.06%
少数股东权益	529	566	610	656	归属母公司净利润	20.11%	10.91%	32.14%	27.56%
归属母公司股东权益	6704	8521	10922	13984	获利能力				
负债和股东权益	13214	15424	18262	21896	毛利率	36.38%	35.02%	35.61%	36.00%
					净利率	13.93%	12.36%	12.92%	13.46%
					ROE	23.49%	22.26%	23.29%	23.40%
					ROIC	16.93%	15.24%	16.87%	17.74%
					偿债能力				
					资产负债率	45.26%	41.08%	36.85%	33.14%
					净负债比率	66.53%	62.80%	59.13%	54.83%
					流动比率	1.11	1.50	1.80	2.23
					速动比率	0.77	1.21	1.46	1.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.92	1.05	1.12	1.15
					应收帐款周转率	9.64	10.84	10.58	10.49
					应付帐款周转率	9.48	9.49	10.10	9.77
					每股指标(元)				
					每股收益	0.43	0.48	0.63	0.81
					每股经营现金	0.71	1.72	1.30	2.19
					每股净资产	1.77	2.24	2.87	3.68
					估值比率				
					P/E	37.80	34.08	25.79	20.22
					P/B	9.22	7.27	5.67	4.43
					EV/EBITDA	9.14	23.78	17.95	13.70

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>