

买入

加速开店，内销占比持续提升，业绩好于预期

敏华控股 (1999.HK)

2020-11-16 星期一

投资要点

目标价：**16.74 港元**
 现价：13.82 港元
 预计升幅：21.10 %

➤ 公司上半年收入保持高增速：

公司实现收益 66.37 亿港元，同比增长 18.67%；毛利 23.22 亿港元，同比增长 18.71%；公司权益拥有人应占期内溢利 7.49 亿港元，同比增长 6.18%，基本每股盈利 19.73 港仙，拟派中期息每股 10.0 港仙。

重要数据

日期	2020-11-16
收盘价 (港元)	13.82
总股本 (百万股)	3,802
总市值 (百万港元)	52,600
净资产 (百万港元)	7,874
总资产 (百万港元)	14,802
52 周高低 (港元)	15.28/3.57
每股净资产 (港元)	2.07

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 沙发收入增长超预期：

收入拆分来看，沙发及配套产品收入 46.41 亿港元，同比增长 21.2%，超出我们预期，主要是中国市场带动；其他产品(包括床具产品、智能家具零部件及向商业客户销售的其他家具产品)收入 14.95 亿港元，同比增长 33.2%；Home 集团的收入约 3.33 亿港元，同比下降 6.2%；来自房地产、酒店及家居商场业务收入约 1.68 亿港元，同比下降约 40.8%。

➤ 渠道扩张加速，沙发内销占比提升：

公司上半财年净开店 658 家，截至 2020 年 9 月 30 日门店数量达到历史新高的 3674 家(芝华仕头等舱专卖店、芝华仕五星床垫专卖店以及芝华仕布料专卖店)。同时，沙发内销收入同比增长 47%，占沙发收入比重由去年同期的 52.1% 提升至 63.2%。我们认为，公司抓住疫情带来的机遇开店加速，市场拓展稳步进行。

主要股东

敏华投资有限公司	(65.03%)
上海东方证券资产管理有限公司	(5.97%)

➤ 维持买入评级，目标价 16.74 港元：

综合来看，公司内销占比提高，开店加速，沙发收入增速强劲，我们持续看好公司发展。我们上调公司 FY2021~2023 年收入预测至 144.32 (+11%)、171.31 (+13%) 和 207.40 (+16%) 亿元人民币，归母净利润 18.50 (+12%)、21.22 (+11%) 和 25.68 (+11%) 亿元。给予 2022 财年 30 倍 PE，对应股价为 16.74 港元/股，较现价有 21.1% 的上升空间。维持“买入”评级。

相关报告

首发报告-20201111

百万港元	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业额	11257.79	12144.30	14431.87	17130.75	20739.66
同比增长 (%)	12.28%	7.87%	18.84%	18.70%	21.07%
毛利率	34.08%	36.38%	36.74%	36.52%	36.80%
归母净利润	1363.80	1638.07	1849.50	2121.49	2567.86
同比增长 (%)	-11.21%	20.11%	12.91%	14.71%	21.04%
归母净利润率	12.11%	13.49%	12.82%	12.38%	12.38%
每股盈利	0.36	0.43	0.49	0.56	0.68
PE@13.82HKD	38.54	32.09	28.42	24.77	20.47

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

研究部

研究员：高翔

SFC CE No. BMV271

电话：0755-21519155

Email: gaoxiang@gyzq.com.hk

报告正文

公司上半年业绩情况：

业绩超预期：截至2020年9月30日止6个月，公司实现收益66.37亿港元，同比增长18.67%；毛利23.22亿港元，同比增长18.71%；公司权益拥有人应占期内溢利7.49亿港元，同比增长6.18%，基本每股盈利19.73港仙，拟派中期息每股10.0港仙。

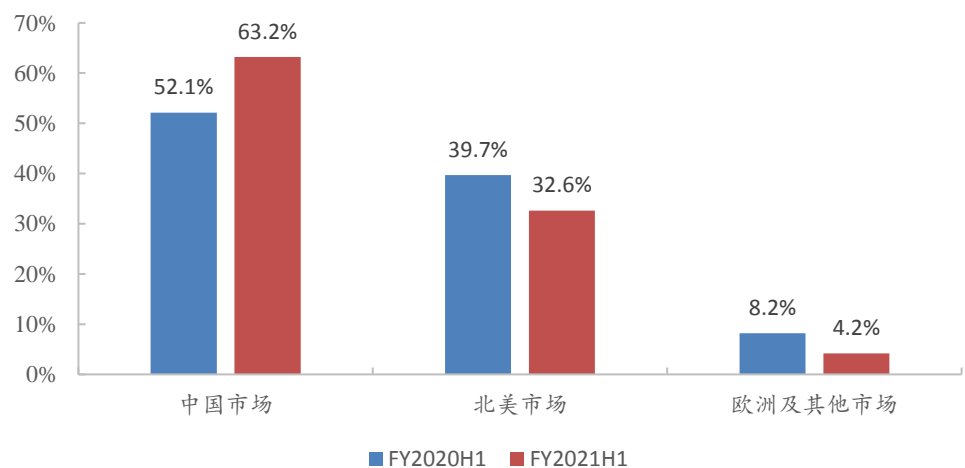
收入拆分，沙发板块增长强劲：

收入拆分来看：沙发及配套产品业务共实现收入约46.41亿港元，较上年同期增长约21.2%；来自于其他产品(包括床具产品、智能家具零部件及向商业客户销售的其他家具产品)的收入达到约14.95亿港元，较上年同期增长约33.2%；来自Home集团的收入达到约3.33亿港元，较上年同期下降约6.2%；集团来自房地产、酒店及家居商场业务收入达到约1.68亿港元，较上年同期下降约40.8%。

沙发内销大幅提高：

内销同比提高47%，占比沙发总收入从去年同期的52.1%提升至63.2%，符合我们此前的判断。不包括Home集团业务，集团生产沙发产品约662千套(2020财政年度上半年：约562千套)，增加了约17.8%(按照每六个座位等于一套计算，在计算沙发套数时，未包括向商业客户销售的座椅及其他产品)，其中在中国销售的沙发产品生产套数增加了57.5%，而出口销售的沙发产品套数下降了7.2%。

图 1：公司沙发收入中各个市场占比



资料来源：敏华公告、国元证券经纪(香港)整理

渠道擴張加速：

公司上半財年淨開店 658 家，截至 2020 年 9 月 30 日門店數量達到歷史新高的 3674 家（芝華仕頭等艙專賣店、芝華仕五星床墊專賣店以及芝華仕布料專賣店）。我們認為，公司抓住疫情帶來的機遇開店加速，市場拓展穩步進行，線下擴張迎來機遇期。

維持買入評級，靜待業績回升：

綜合來看，公司內銷占比提高，開店加速，沙發收入增速超預期。我們上調公司 FY2021~2023 年收入預測至 144.32（+11%）、171.31（+13%）和 207.40（+16%）億元人民幣，歸母淨利潤 18.50（+12%）、21.22（+11%）和 25.68（+11%）億元。給予 2022 財年 30 倍 PE，對應股價為 16.74 港元/股，較現價有 21.1% 的上升空間。維持“買入”評級。

财务报表摘要

资产负债表

单位: 百万港元	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流动资产	5575.32	5666.18	6116.03	10096.38	14974.29
现金	1438.34	2020.25	1826.47	5437.51	9748.60
应收账款	1309.69	1210.75	1497.98	1826.31	2143.81
其他应收款	554.82	470.34	512.58	491.46	502.02
存货	1413.56	1532.99	1686.29	1854.92	2040.41
其他	858.91	431.84	592.70	486.19	539.45
非流动资产	7570.47	7547.63	7159.08	7410.32	7410.45
固定资产-物业, 厂房及:	3798.75	3949.99	3638.88	3795.87	3794.91
投资性房地产	485.11	455.22	383.73	441.35	426.76
于合营公司的投资-非溢	30.86	29.67	30.27	29.97	30.12
无形资产	525.90	524.05	524.98	524.51	524.74
其他	2729.85	2588.70	2581.23	2618.62	2633.91
资产总计	13145.79	13213.80	13275.10	17506.70	22384.74
流动负债	4637.90	5119.56	3336.00	3467.44	3783.71
短期借款	2892.70	3277.50	1325.16	1351.67	1378.70
应付账款	663.43	967.09	1018.09	1181.91	1441.71
合同负债	567.74	260.86	414.30	337.58	375.94
应交税费	58.38	133.20	95.79	114.49	105.14
其他	455.65	480.92	482.66	481.79	482.22
非流动负债	1791.82	861.55	832.78	832.40	832.59
长期借款	0.00	701.79	701.79	701.79	701.79
递延税项负债-非流动	130.09	128.90	129.49	129.19	129.34
其他	1661.74	30.87	1.50	1.42	1.46
负债合计	6429.72	5981.11	4168.78	4299.83	4616.30
股本	1529.25	1518.38	1523.81	1521.09	1522.45
储备	4693.99	5185.77	7071.83	11166.16	15730.84
少数股东权益	492.83	528.55	510.69	519.62	515.15
归属于母公司所有者权益	6223.24	6704.15	8595.64	12687.25	17253.29
负债及权益合计	13145.79	13213.80	13275.10	17506.70	22384.74

利润表

单位: 百万港元	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	11257.79	12144.30	14431.87	17130.75	20739.66
营业成本	(7420.69)	(7726.60)	(9129.61)	(10873.77)	(13106.45)
毛利	3837.10	4417.70	5302.25	6256.98	7633.21
销售费用	(1806.18)	(2001.75)	(2381.26)	(2826.57)	(3422.04)
管理费用	(550.24)	(622.08)	(739.26)	(877.51)	(1062.38)
营业利润	1799.50	2264.39	2557.67	2941.32	3560.42
财务收入/(费用)净额	(79.35)	(155.95)	(185.32)	(219.98)	(266.32)
应占共同控制实体损	(4.13)	0.81	0.81	0.81	0.81
利润总额	1716.03	2109.24	2373.15	2722.15	3294.90
所得税	(311.35)	(417.25)	(462.76)	(530.82)	(642.51)
净利润	1404.68	1692.00	1910.39	2191.33	2652.40
少数股东损益	40.88	69.84	84.54	28.48	39.05
归属于母公司净利润	1363.80	1638.07	1849.50	2121.49	2567.86
EPS (元)	0.36	0.43	0.49	0.56	0.68

现金流量表

单位: 百万港元	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
经营活动现金流	1129.07	2682.45	2128.30	2624.15	3302.83
除税前溢利	1716.03	2109.24	2373.15	2722.15	3294.90
折旧摊销	92.25	93.17	94.10	0.00	0.00
利息收入	(53.20)	(58.90)	(47.81)	(53.30)	(53.34)
无形资产摊销	31.79	32.22	29.53	31.18	30.98
营运资金变动	(646.24)	489.15	(370.35)	(267.72)	(200.91)
其它	(11.54)	17.56	49.68	191.85	231.20
投资活动现金流	(3438.21)	(686.30)	301.72	305.80	309.64
资本支出	(2671.71)	(835.93)	0.00	0.00	0.00
其他投资	(766.50)	149.63	301.72	305.80	309.64
筹资活动现金流	2510.22	(1284.88)	(2545.27)	806.95	809.87
借款变动	3213.41	(522.83)	(1952.34)	1351.67	1378.70
股利分配	(689.38)	(496.49)	(592.94)	(544.72)	(568.83)
其他	(13.81)	(265.55)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	201.09	711.27	(115.25)	3736.90	4422.34
现金期初金额	1406.96	1438.34	2020.25	1826.47	5437.51
现金期末金额	1438.34	2020.25	1826.47	5437.51	9748.60

主要财务比率

	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
年成长率					
营业收入	12.28%	7.87%	18.84%	18.70%	21.07%
营业利润	-7.53%	25.83%	12.95%	15.00%	21.05%
归母净利润	-11.21%	20.11%	12.91%	14.71%	21.04%
获利能力					
毛利率	34.08%	36.38%	36.74%	36.52%	36.80%
净利率	12.48%	13.93%	13.24%	12.79%	12.79%
归母净利率	12.11%	13.49%	12.82%	12.38%	12.38%
ROE	21.91%	24.43%	21.52%	16.72%	14.88%
ROIC	24.12%	19.17%	13.85%	15.17%	16.33%
偿债能力					
资产负债率	48.91%	45.26%	31.40%	24.56%	20.62%
负债权益比	95.74%	82.70%	45.78%	32.56%	25.98%
流动比率	120.21%	110.68%	183.33%	291.18%	395.76%
速动比率	89.73%	80.73%	132.79%	237.68%	341.83%
营运能力					
资产周转率	0.86	0.92	1.09	0.98	0.93
应收帐款周转率	9.94	9.64	10.66	10.31	10.45
应付帐款周转率	10.47	9.48	9.20	9.89	9.99
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.43	0.49	0.56	0.68
每股经营现金	0.30	0.71	0.56	0.69	0.87
每股净资产	1.64	1.76	2.26	3.34	4.54
每股股利	0.12	0.19	0.20	0.24	0.28
估值比率					
PE	38.54	32.09	28.42	24.77	20.47
PB	8.45	7.84	6.11	4.14	3.05

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>