

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019年11月17日

市场数据

目前股价（港元）	5.24
总市值（亿港元）	200
流通市值（亿港元）	200
总股本（亿股）	38.14
流通股本（亿股）	38.14
12个月最高/最低（港元）	5.66/2.74

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

联系人（研究助理）：林彦宏

S1070117010015

☎ 0755-83881635

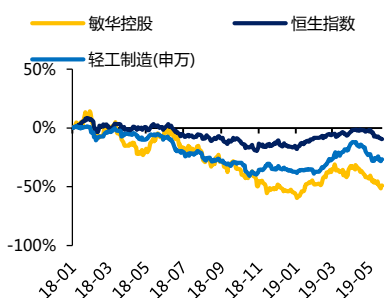
✉ linyh@cgws.com

联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

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

《敏华获银团1亿美元贷款，低利率融资彰显公司实力——敏华控股（1999.HK）公司动态点评》2018.12.11

《关税落地短空长多，底部配置价值将显——

“芝华仕”品牌内销逆势高增占比过半，品牌化再下一城看好估值提升

——敏华控股（1999.HK）FY2020H1 业绩深度点评

盈利预测

单位：百万港元	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	11,650.76	13,741.53	15,282.62
(+/-%)	3.49%	17.95%	11.21%
净利润	1,439.38	1,811.42	2,151.72
(+/-%)	5.59%	25.85%	18.79%
摊薄 EPS	0.38	0.47	0.56
PE	13.95	11.09	9.33

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **业绩符合预期，利润端增速转正，拐点已现。** FY20H1 公司实现营业收入 57.56 亿港元，同比+3.44%；实现归母净利润 7.06 亿港元，同比+6.17%；业绩符合预期。报告期内，中美贸易摩擦对公司出口业务的影响仍在延续，但通过产能转移及加强内销，收入端实现平稳增长，利润端增速由负转正，业绩拐点已现。
- **国内芝华仕品牌内销明显回暖，收入占比首次过半。** 中国市场（不含房地产业务）收入 28.95 亿港元，同比+12%；若剔除江苏钰龙和汇率因素，芝华仕品牌销售额有机同比增速达到 24.4%，表现靓丽。在 4-9 月地产竣工继续递延的背景之下，公司内销实现逆势高增，主要因为：1）过去 2 年积极拥抱线上新零售渠道的策略开始取得回报，FY20H1 线上同比增速超过 70%，电商渗透率超过 20%。后续来看，公司 11 月双十一表现依然保持高增长，新零售渠道的强劲表现有望持续全年；2）公司推出的七大新品表现良好，设计端实现年轻化，有效拉近芝华仕品牌和年轻消费者的距离，叠加性价比优势和营销策略，推动线下同店销售增速约 8%。同时，FY20H1 门店净增 99 间至 2713 间，渠道扩张维持健康的速度，而全年门店保持 200-300 间的新开店目标。芝华仕品牌销售的占比首次过半达到 52%，标志着公司从 ODM 代工厂转型品牌销售的战略再下一城，长期估值中枢有望提升。
- **外贸贸易战短空长多逻辑兑现，FY20H2 有望持续好转。** 北美市场收入 16.26 亿港元，同比-23%，除北美市场下滑外，其他区域收入均有稳健增长。北美收入下滑主要是因为 5 月起国内厂对美出口关税从 10%上调至 25%，前期市场已经预期充分。随着公司越南工厂产能爬坡，美国销售逐月改善，FY20H1 越南工厂对美出口覆盖率已达到 40%，FY20H2 预计能达到 70%以上。越南工厂产能长期规划充裕，中小企业缺少产能转移能力，对美贸易将受关税加征严重打击，公司相对议价力已经凸显，在 19Q3 顺利实现对美出货的提价。2018 年，公司在美国市场的占有率已达到 10.7%，同比提升了 0.9pcpts，中长期中小企业出清，北美市场中长期份额有望提

敏华控股(1999.HK)公司动态点评》2018.05.16

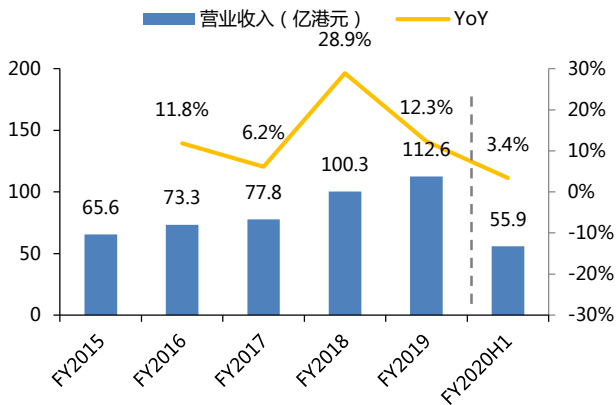
升。

- **按产品类型看，沙发总体外贸出货减少，空余产能由内销有效弥补。**沙发及配套产品收入 38.31 亿港元，同比-7.6%；FY20H1 外销沙发销售量 344 万套，同比下降了 76 万套。但国内销售量为 218 万套，同比上升了 52 万套。总体出货量略有下降，但产能利用率维持在效率区间内。随着品牌大众化战略及促销力度的加强沙发品牌销售的平均售价略有下降。其他产品（包括床具床品、江苏钰龙等）收入 11.23 亿港元，同比+18.5%，其中床具的销售量较去年有大幅增长，而线上引流策略使得床具客单价有所下降。Home 集团收入 3.55 亿港元，同比-10.2%，HG 同比去年已经扭亏。
- **增值税下调叠加原材料下跌提供较大利润空间，公司发挥生产端优势，在让利消费者追求市场份额的策略下，毛利率依然显著提升。**FY20H1 毛利率同比+2.8pcpts 至 35.0%，各项业务毛利率同比均有显著提升，其中沙发毛利率同比+2.8pcpts 至 37.8%；其他产品毛利率同比+5.1pcpts 至 29.0%。上半年除增值税下调之外，原材料价格下跌幅度提高了盈利能力。其中，原材料成本收入占比同比-2.53pcpts 至 52.91%，主要原材料真皮、钢材、木夹板、印花布、化学品、包装纸平均单位成本同比分别 -12.2pcpts、-10.8pcpts、-2.7pcpts、-5.0pcpts、-18.9pcpts、-27.4pcpts。由于宏观经济偏弱及中小厂对美出口受阻加剧国内竞争，公司积极发挥供应链优势，增加价格和促销力度，借行业出清的时机提高国内市场份额。
- **销售费用及财务费用增加较多，净利率同比略增 0.71pcpts 至 13.13%。**期间费用率同比+3.14pcpts 至 23.69%，其中销售费用率同比+1.81pcpts 至 17.14%；管理费用率同比+0.24pcpts 至 5.06%；财务费用率同比+1.08pcpts 至 1.48%。销售费用率的增加主要是部分由公司主动报关的美国销售关税增加的体现，同时广告宣传力度也有所增加：其中关税费用占比提升 0.8pcpts 至 1.1%，广告推广费用收入占比提升 0.4pcpts 至 2.4%。期间费用支出增加抵消毛利率上行的贡献，净利率受其他损益增加影响同比略增 0.5pcpts 至 12.6%。
- **中美贸易摩擦缓和，内销持续下沉，FY20H2 业绩有望继续好转。**外销方面，中美贸易摩擦有望于年内签署阶段性协议，并逐步取消已加征的关税，将对公司北美收入及利润率产生积极作用。截至 9 月末，公司约有 60% 对美出口产能已转移至越南工厂，预计明年初越南工厂可承载 90% 左右对美产能，即使贸易摩擦暂未缓和，对美销售也处在在合理提升轨道。内销方面，公司发挥产业链带来的性价比优势，一方面积极拥抱新零售渠道，在直播、抖音等流量带动下快速取得功能沙发品类渗透红利；另一方面设计端进化显著，3 月推出的七大新品终端销售达 30%，在市场出清的时刻逆势提升份额。FY20H1 公司业绩拐点已现，下半财年预计业绩将继续回暖。
- **投资建议：**我们从 6 月起精准提示公司业绩、情绪和股价的三重底机会。

目前 FY20H1 业绩已不断验证前期逻辑。我们预计公司下半财年将继续走上业绩回暖的轨道。芝华仕品牌销售的占比首次过半达到 52%，标志着公司从 ODM 代工厂转型品牌销售战略再下一城，长期估值中枢有望提升。公司功能沙发龙头地位稳固，估值位于底部，预计 FY20/FY21/FY22 EPS 分别为 0.38/0.47/0.56，对应 PE14/11/9X，维持【强烈推荐】评级。

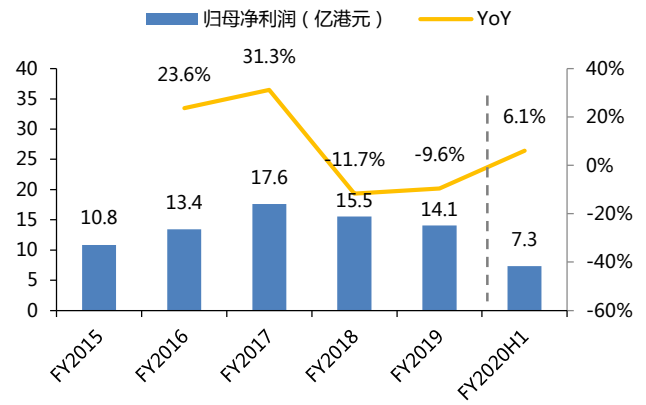
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨，人民币升值，国内开店速度不及预期，中美贸易战升级，房地产销量低于预期。

图 1: FY2015-FY2020H1 营业收入 (亿港元) 及增速



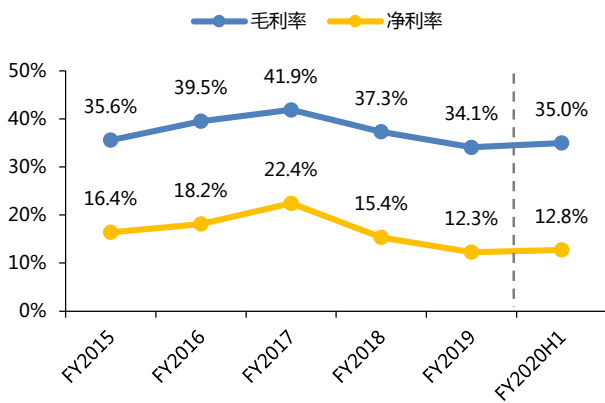
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 2: FY2015-FY2020H1 归母净利润 (亿港元) 及增速



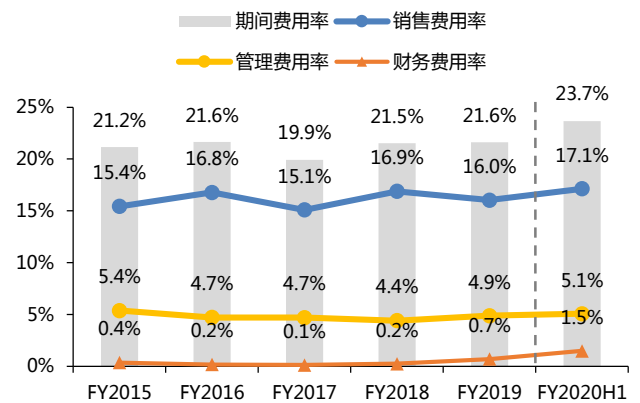
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 3: FY2015-FY2020H1 毛利率及净利率



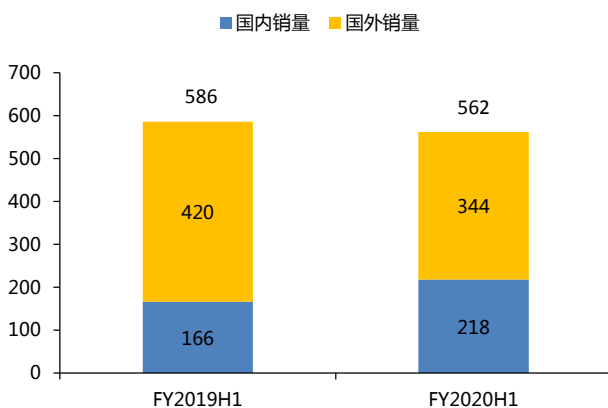
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 4: FY2015-FY2020H1 期间费用率



资料来源: 长城证券研究所

图 5: 沙发销售套数



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 6: 芝华仕新品猫单椅



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

图 7: 芝华仕新品沙发



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 8: 芝华仕新品沙发



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

图 9: 公司积极建设电商渠道



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

图 10: 公司越南工厂最新进展

項目地：越南平陽省
廠房面積：老廠房130,000 M²，
新建廠房243,000 M²
產能供給：美國市場
設計產能：3500櫃/月

- 新廠房在2019年8月建設完成，目前已快速投入使用
- 零部件生產逐漸本地化（海綿發泡、電機生產、鑄架組裝）
降低了運輸成本，提升了效率
- 嚴控產品品質，與大亞灣工廠同品質出產
- 人員招聘進展順利，產能爬坡迅速，逐步達到規模化生產



资料来源：公司公告，长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表 (百万)	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	主要财务指标	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	10,027.00	11,257.79	11,650.76	13,741.53	15,282.62	成长性					
营业成本	6,284.00	7,421.14	7,550.71	8,834.16	9,710.11	营业收入增长	28.90%	12.27%	3.49%	17.95%	11.21%
销售费用	1,693.22	1,806.18	1,980.63	2,308.58	2,521.63	营业成本增长	39.00%	18.10%	1.75%	17.00%	9.92%
管理费用	442.05	550.24	594.19	645.85	733.57	营业利润增长	-7.28%	-11.57%	-3.60%	34.44%	23.43%
财务费用	23.54	79.34	174.76	137.42	76.41	利润总额增长	-6.32%	-10.77%	7.86%	25.13%	18.37%
投资净收益	-	-4.13	-	-	-	净利润增长	-11.41%	-11.89%	5.59%	25.85%	18.79%
营业利润	1,584.19	1,400.89	1,350.48	1,815.53	2,240.91	盈利能力					
营业外收支	338.46	318.82	500.00	500.00	500.00	毛利率	37.33%	34.08%	35.19%	35.71%	36.46%
利润总额	1,153.69	1,258.74	1,490.02	2,052.34	1,922.65	销售净利率	15.50%	12.47%	12.71%	13.48%	14.35%
所得税	368.64	311.35	370.10	463.11	548.18	ROE	28.13%	22.37%	27.29%	41.86%	49.73%
少数股东损益	6.75	41.00	41.00	41.00	41.00	ROIC	4.26%	2.51%	4.05%	4.89%	5.65%
净利润	1,547.26	1,363.23	1,439.38	1,811.42	2,151.72	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	16.89%	16.04%	17.00%	16.80%	16.50%
流动资产	4,556.94	5,575.31	4,797.52	6,391.81	5,548.31	管理费用/营业收入	4.41%	4.89%	5.10%	4.70%	4.80%
货币资金	1,406.96	1,438.34	1,551.20	1,465.50	1,485.01	财务费用/营业收入	0.23%	0.70%	1.50%	1.00%	0.50%
应收账款	1,361.05	1,877.02	1,438.24	2,188.92	1,821.63	投资收益/营业利润	0.00%	-0.29%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	404.95	567.34	403.06	458.45	476.28	所得税/利润总额	19.17%	18.15%	20.00%	20.00%	20.00%
存货	1,450.55	1,847.03	1,508.12	2,417.33	1,897.35	应收账款周转率	12.57	9.94	9.94	9.94	9.94
非流动资产	4,913.80	7,570.47	7,343.42	7,382.80	7,421.95	存货周转率	5.71	4.50	4.50	4.50	4.50
固定资产	3,167.90	3,798.75	3,798.75	3,798.75	3,798.75	流动资产周转率	2.39	2.22	2.25	2.46	2.56
资产总计	9,470.74	13,145.79	12,140.94	13,774.61	12,970.25	总资产周转率	1.18	1.00	0.92	1.06	1.14
流动负债	2,942.05	4,637.90	3,428.56	3,842.31	4,197.30	偿债能力					
短期借款	1,316.80	2,892.70	1,752.38	1,987.29	2,210.79	资产负债率	30.22%	41.81%	46.07%	41.88%	43.46%
应付款项	753.90	663.43	846.71	920.12	1,021.90	流动比率	1.55	1.20	1.40	1.66	1.32
非流动负债	84.21	1,791.82	1,791.82	1,791.82	1,791.82	速动比率	1.06	0.80	0.96	1.03	0.87
长期借款	23.91	1,660.07	1,660.07	1,660.07	1,660.07	每股指标 (元)					
负债合计	2,942.05	4,637.90	3,428.56	3,842.31	4,197.30	EPS	0.40	0.36	0.38	0.47	0.56
股东权益	6,444.48	6,716.06	4,819.96	4,819.96	4,819.96	每股净资产	1.68	1.75	1.81	2.12	1.82
股本	1,531.51	1,529.25	1,529.25	1,529.25	1,529.25	每股经营现金流	0.38	0.39	0.41	0.51	0.60
留存收益	5,963.22	6,223.24	4,327.13	4,327.13	4,327.13	每股经营现金					
少数股东权益	481.27	492.83	492.83	492.83	492.83	/EPS	0.94	1.11	1.09	1.07	1.07
负债和权益总计	9,470.74	13,145.79	10,040.34	10,454.09	10,809.08	估值					
现金流量表	(百万)					PE	12.98	14.73	13.95	11.09	9.33
经营活动现金流	1,461.72	1,513.32	1,566.60	1,935.47	2,306.35	PEG	0.45	1.20	4.00	0.62	0.83
其中营运资本减少	-302.67	-87.70	-198.94	-196.44	-161.03	PB	3.12	2.99	2.90	2.47	2.88
投资活动现金流	-1,101.42	-780.37	-939.62	-940.47	-790.87	EV/EBITDA	13.11	14.83	15.38	11.44	9.27
其中资本支出	1,042.61	693.82	794.66	843.70	681.44	EV/SALES	2.07	1.85	1.78	1.51	1.36
融资活动现金流	-825.15	-918.27	-726.85	-821.15	-902.02	EV/IC	2.40	1.67	2.27	2.20	2.14
净现金总变化	-401.34	-147.97	-61.38	220.30	654.22	ROIC/WACC	36.60%	21.51%	34.78%	42.01%	48.47%
						REP	1.54	1.86	1.48	0.82	0.80

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
黄秋璐：0755-83515203, huangqiuyu@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com
佟骥：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
秦韵然：-, qinyunran@cgws.com
褚颖：010-88366060-8795, chuying@cgws.com
王旻：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com
陈钟山：021-31829712, chenzs@cgws.com
周申力：021-31829708, zhoushenli@cgws.com
张好元：021-31829699, zhangyuyuan@cgws.com
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@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