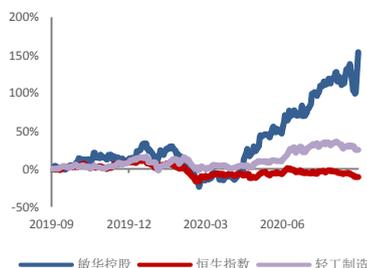


投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年11月15日
市场数据

| | |
|-----------|------------|
| 目前股价（港元） | 13.42 |
| 总市值（亿港元） | 510.37 |
| 流通市值（亿港元） | 510.37 |
| 总股本（万股） | 380,304.12 |
| 流通股本（万股） | 380,304.12 |
| 12个月最高/最低 | 14.4/3.62 |

分析师

分析师：张潇 S1070518090001
 ☎ 0755-83881635
 ✉ xiaozhang@cgws.com
 分析师：林彦宏 S1070519060001
 ☎ 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：贝格数据

相关报告

内销加码渠道扩张收入超预期，外销复苏态势良好

——敏华控股（1999.HK）FY21 中报点评
盈利预测

| | FY2019 | FY2020 | FY2021E | FY2022E | FY2023E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万港元） | 11,257.8 | 12,144.3 | 15,544.2 | 19,185.9 | 23,822.8 |
| (+/-%) | 12.3% | 7.9% | 27.9% | 23.1% | 24.3% |
| 净利润（百万港元） | 1,363.23 | 1,638.06 | 1,917.20 | 2,332.94 | 2,818.83 |
| (+/-%) | -11.9% | 20.2% | 17.0% | 21.7% | 20.8% |
| 摊薄 EPS（港元/股） | 0.36 | 0.43 | 0.50 | 0.61 | 0.74 |
| PE | 37.7 | 31.4 | 26.8 | 22.0 | 18.3 |

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- FY21H1 业绩超预期，渠道加速扩张高增长有望延续。** FY21 上半年，公司实现营业收入 66.36 亿港元，同比+18.7%；实现归母净利润 7.49 亿港元，同比+6.2%；扣非后归母净利润 8.1 亿港元，同比+14.9%；剔除非经常性损益及汇兑损益后归母净利润同比+26.3%。公司积极把握后疫情下宅经济机会，收入端加速增长。截至 FY21 上半年末，公司国内门店数量总计 3532 家，较 FY20 年末净增加 658 家。疫情下中小品牌加速出清，商场空置率较高，公司在此窗口期下加码线下渠道布局，抢占优势店铺位置，门店数量提升有望驱动未来一年收入端保持较高增长。
- 内销靓丽表现有望延续，看好外销持续修复全年实现双位数增长。** 分产品看，上半财年沙发总收入 46.41 亿港元，同比+21.2%；其他产品（床具、铁架等）收入 14.95 亿港元，同比+33.2%。分区域看，内销上半财年实现收入 41.93 亿港元，同比+44.8%。内销软体实现收入 38.04 亿港元，同比+53.2%；其中线下收入 28.84 亿港元，同比+49.8%；电商业务收入 9.20 亿港元，同比+65%。上半财年中国区沙发销量 34.25 万套，同比+57.5%。外销方面，对美出口 15.96 亿港元，同比-1.8%；美国市场沙发销量 27.48 万套，同比+2%。疫情后对美出口订单快速修复，越南产能迅速爬坡。欧洲及其他海外市场收入 3.46 亿港元，同比-19.8%；欧洲市场沙发销量 4.51 万套，同比-40%。HG 集团收入 3.33 亿港元，同比-6.2%。上半财年内销增速大超预期，外销 Q3 起已恢复正增长，全年看外销有望实现双位数增长。
- 整体盈利水平稳定，增加经销商补贴力度加速开拓国内市场。** 上半财年公司综合毛利率为 35.0%，较去年同期持平。其中，中国市场毛利率较去年-2.5pp 至 36.8%，北美市场毛利率较去年+0.1pp 至 32.0%，欧洲及其他海外市场业务毛利率-4.0pp 至 22.8%，HG 集团业务毛利率+8.9pp 至 35.3%。国内业务毛利率下滑主要受增加经销商补贴力度影响，剔除该因素后国内毛利率稳定上行。公司着眼长远，提升经销商扶持力度以鼓励开店，在行业较为低迷的时期快速抢占优质终端资源，以短期利润换取长期

增长空间，体现出公司前瞻性的战略眼光。整体来看，剔除汇兑损益及非经后，公司净利率水平与去年同期持平。后续来看，外销方面越南产能稀缺性将带给公司较高议价权，内销方面品牌壁垒深化提升溢价空间，预计公司盈利水平将呈上行趋势。

- **国内基地持续扩建未来产能无虞，越南基地爬坡顺利可基本覆盖对美出口。**国内产能方面，公司现有天津、吴江、惠州响水河、重庆四大产能基地，设计产能合计 115 万套，当前产能约 68.5 万套，公司当前国内产能储备充足，可支撑未来 2-3 年收入端增长。在建产能方面，目前西安基地正在筹备中，一期设计产能 30 万套。西安基地建设完成将标志着公司国内基地布局趋于完善，提升物流效率和市场覆盖度。此外，天津、吴江、重庆基地二/三期产能也处于建设中，未来产能无虞。海外市场主要从惠州大亚湾及越南两处工厂出货，其中惠州大亚湾设计产能 2000 柜，当前产能爬坡率约 80%；越南工厂设计产能 3600 柜，当前产能爬坡率约 88%，可基本实现对美出口的覆盖。
- **投资建议：**公司在后疫情时期充分把握“宅经济”机会，内销持续改善，外销也开始快速恢复。短期内主要原材料 TDI、聚醚价格已开始回落，成本端扰动可控。中长期看，公司在功能沙发细分行业已形成产品、品牌、渠道全方位护城河，引入职业经理人后管理精细化程度有望进一步提升，国际化互联网企业管理思维将提升公司管理现代化、国际化程度。预计 FY21/22 EPS 为 0.50/0.61 港元，对应 PE27、22X，维持【强烈推荐】评级。
- **风险提示：**原材料价格持续上涨，国内开店速度不及预期，中美贸易战升级，行业竞争加剧等。

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。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 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

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>