

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**报告日期：2020年12月20日**
**市场数据**

|           |            |
|-----------|------------|
| 目前股价（港元）  | 16.28      |
| 总市值（亿港元）  | 619.2      |
| 流通市值（亿港元） | 619.2      |
| 总股本（万股）   | 380,359.76 |
| 流通股本（万股）  | 143,574.36 |
| 12个月最高/最低 | 16.46/3.62 |

**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**

# 收购格调家私深化布艺休闲沙发布局，看好内销持续高增

**——敏华控股（1999.HK）公司动态点评**
**盈利预测**

|              | FY2019    | FY2020    | FY2021E   | FY2022E   | FY2023E   |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万港元）   | 11,257.79 | 12,144.30 | 15,734.47 | 19,995.74 | 25,395.77 |
| (+/-%)       | 12.27%    | 7.87%     | 30.87%    | 25.39%    | 27.13%    |
| 净利润（百万港元）    | 1,363.23  | 1,638.06  | 1,988.19  | 2,597.73  | 3,252.98  |
| (+/-%)       | -11.89%   | 20.16%    | 21.37%    | 30.66%    | 25.22%    |
| 摊薄 EPS（港元/股） | 0.36      | 0.43      | 0.52      | 0.68      | 0.85      |
| PE           | 45.8      | 38.1      | 31.4      | 24.0      | 19.2      |

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 事件：收购格调家私，加强布艺及休闲沙发布局。**12月18日，公司与深圳市格调家私有限公司签订股权转让协议，成为格调家私控股股东。格调家私主打布艺及休闲沙发，双方将在沙发领域展开深度合作。
- 进一步夯实沙发龙头地位，赋能制造端释放强协同。**格调家私成立于2000年，根据官网显示，公司目前拥有500多名员工及800多家终端门店。格调家私是布艺及休闲沙发领域标杆品牌，以“家居生活追求格调，缔造高尚生活元素”为品牌理念，目前拥有“色全色美”现代休闲布艺沙发、“格调时代”高端休闲沙发、“格调荣耀”现代休闲真皮沙发、“格调知布”意式简约沙发及“格调软床”“格调全屋定制”等多个系列。敏华核心产品以真皮沙发为主，收购格调家私将帮助公司深化在布艺及休闲沙发领域布局，拓展消费群体，进一步夯实公司在沙发行业的龙头地位。同时，公司制造端规模化生产优势将为格调家私赋能，降低制造成本，两者有望释放较强协同效应。
- 内销厚积薄发，今年把握“宅经济”机遇表现持续强劲。**今年以来，公司内销持续爆发，直接原因是后疫情时代“宅经济”兴起，而公司积极把握中小品牌出清机会，加速布局家居卖场核心位置，加速渠道拓展。同时加大营销投入，通过卖场中庭明星活动及机场安检框广告等方式持续进行品牌建设及消费者教育。而深层原因在于公司过去几年在渠道、产品及管理上持续打磨，核心能力提升明显。在渠道端，公司通过“敏华大学”持续进行终端销售人员培训，提升销售能力；同时加强信息化打造，提升经销商经营效率。多重赋能下，经销团队战斗力充足，扩店意愿较强，为公司渠道加速布局提供底层支撑。在产品端，公司通过产业链整合突破产品设计壁垒，并大幅降低制造成本，推出更多契合小户型和年轻人的功能沙发产品，降低消费门槛，促进功能沙发的普及并得到市场的广泛认可。在管理层面，公司持续扩充团队，引入年轻血液，更好贴近年轻消费群体需求并更好地拥抱直播电商等新兴机会。

- **管理步入新阶段，长期成长路径清晰。**11月公司首次设立 CEO 一职，引入具有丰富跨国互联网企业管理经验的冯国华先生，意味着公司从家族化管理模式走向基业长青的职业经理人管理体系。冯总的加盟将推动公司加速智能化、信息化转型，公司综合管理水平有望迈上新台阶。长期来看，随着产品力的提升及入门款价格带下移，功能沙发的渗透率有望在公司的推动下加速提升。同时，公司能力边界不断拓宽，在床品及布艺休闲沙发领域持续布局为长期增长提供充足动力，有望从功能沙发龙头成长为综合软体龙头。
- **投资建议：**短期看，公司内销持续高增，外销增长稳健，全球采购体系及较强议价能力平缓原材料波动对盈利能力的影响。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，并向床品及布艺休闲沙发领域拓展。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。上调公司盈利预测，预计 FY21/22 净利润分别为 19.9/26 亿港元，EPS 为 0.52/0.68，对应 PE31、24X，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，外销需求变化，行业竞争加剧等。

## 附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | FY2019    | FY2020    | FY2021E   | FY2022E   | FY2023E   |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入     | 11,257.79 | 12,144.30 | 15,734.47 | 19,995.74 | 25,395.77 |
| 营业成本     | 7,421.14  | 7,726.60  | 10,180.21 | 12,797.28 | 16,253.29 |
| 销售费用     | 1,806.18  | 2,001.75  | 2,596.19  | 3,299.30  | 4,190.30  |
| 管理费用     | 550.24    | 622.08    | 755.25    | 919.80    | 1,117.41  |
| 财务费用     | 79.34     | 155.95    | 94.41     | 119.97    | 152.37    |
| 投资净收益    | -4.13     | 0.81      | -         | -         | -         |
| 营业利润     | 1,400.89  | 1,637.92  | 2,108.42  | 2,859.39  | 3,682.39  |
| 营业外收支    | 318.82    | 470.51    | 413.79    | 413.79    | 413.79    |
| 利润总额     | 1,258.74  | 1,490.02  | 2,052.34  | 1,922.65  | 1,715.58  |
| 所得税      | 311.35    | 417.25    | 480.09    | 621.52    | 789.26    |
| 少数股东损益   | 41.00     | 53.93     | 53.93     | 53.93     | 53.93     |
| 净利润      | 1,363.23  | 1,638.06  | 1,988.19  | 2,597.73  | 3,252.98  |

  

| 资产负债表   | (百万港元)    |           |           |           |           |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 流动资产    | 5,575.31  | 5,666.18  | 7,426.81  | 7,541.68  | 10,296.84 |
| 货币资金    | 1,438.34  | 2,020.25  | 1,621.85  | 1,693.48  | 1,778.53  |
| 应收账款    | 1,877.02  | 1,683.04  | 2,536.31  | 2,602.18  | 3,662.46  |
| 应收票据    | 567.34    | 472.28    | 481.52    | 507.05    | 486.95    |
| 存货      | 1,847.03  | 1,730.63  | 2,983.13  | 2,942.42  | 4,583.37  |
| 非流动资产   | 7,570.47  | 7,547.63  | 7,446.48  | 7,505.10  | 7,491.52  |
| 固定资产    | 3,798.75  | 3,949.99  | 3,949.99  | 3,949.99  | 3,949.99  |
| 资产总计    | 13,145.79 | 13,213.80 | 14,873.29 | 15,046.78 | 17,788.35 |
| 流动负债    | 4,637.90  | 5,119.56  | 4,591.73  | 5,239.00  | 5,440.04  |
| 短期借款    | 2,892.70  | 3,277.50  | 2,495.67  | 2,888.62  | 2,887.26  |
| 应付款项    | 663.43    | 967.09    | 1,068.95  | 1,257.83  | 1,451.06  |
| 非流动负债   | 1,791.82  | 861.55    | 861.55    | 861.55    | 861.55    |
| 长期借款    | 1,660.07  | 701.79    | 701.79    | 701.79    | 701.79    |
| 负债合计    | 4,637.90  | 5,119.56  | 4,591.73  | 5,239.00  | 5,440.04  |
| 股东权益    | 6,716.06  | 7,232.70  | 5,604.88  | 5,503.49  | 5,554.18  |
| 股本      | 1,529.25  | 1,518.38  | 1,518.38  | 1,518.38  | 1,518.38  |
| 留存收益    | 6,223.24  | 6,704.15  | 5,076.33  | 4,974.94  | 5,025.63  |
| 少数股东权益  | 492.83    | 528.55    | 528.55    | 528.55    | 528.55    |
| 负债和权益总计 | 13,145.79 | 13,213.80 | 14,873.29 | 15,046.78 | 17,788.35 |

  

| 现金流量表    | (百万港元)    |           |           |           |           |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 经营活动现金流  | 1,129.07  | 1,510.29  | 1,821.75  | 2,544.20  | 3,230.40  |
| 其中营运资本减少 | -646.24   | -385.12   | -444.68   | -492.01   | -440.60   |
| 投资活动现金流  | -3,438.21 | -1,825.56 | -2,121.73 | -1,132.04 | -1,062.48 |
| 其中资本支出   | 2,775.93  | 1,488.70  | 1,769.08  | 681.44    | 682.44    |
| 融资活动现金流  | 2,510.22  | 411.86    | 866.40    | -480.25   | -481.58   |
| 净现金总变化   | 31.37     | 66.06     | 520.84    | 849.97    | 1,633.67  |

| 主要财务指标          | FY2019  | FY2020 | FY2021E | FY2022E | FY2023E |
|-----------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <b>成长性</b>      |         |        |         |         |         |
| 营业收入增长          | 12.27%  | 7.87%  | 30.87%  | 25.39%  | 27.13%  |
| 营业成本增长          | 18.10%  | 4.12%  | 31.76%  | 25.71%  | 27.01%  |
| 营业利润增长          | -11.57% | 16.92% | 28.73%  | 35.62%  | 28.78%  |
| 利润总额增长          | -10.77% | 22.95% | 19.58%  | 29.77%  | 25.14%  |
| 净利润增长           | -11.89% | 20.16% | 21.37%  | 30.66%  | 25.22%  |
| <b>盈利能力</b>     |         |        |         |         |         |
| 毛利率             | 34.08%  | 36.38% | 35.30%  | 36.00%  | 36.00%  |
| 销售净利率           | 12.47%  | 13.93% | 12.98%  | 13.26%  | 13.02%  |
| ROE             | 22.37%  | 25.34% | 33.75%  | 51.69%  | 65.06%  |
| ROIC            | 2.51%   | 3.44%  | 4.89%   | 6.14%   | 7.79%   |
| <b>营运效率</b>     |         |        |         |         |         |
| 销售费用/营业收入       | 15.78%  | 15.78% | 16.48%  | 16.50%  | 16.50%  |
| 管理费用/营业收入       | 4.89%   | 5.12%  | 4.80%   | 4.60%   | 4.40%   |
| 财务费用/营业收入       | 0.70%   | 1.28%  | 0.60%   | 0.60%   | 0.60%   |
| 投资收益/营业利润       | -0.29%  | 0.05%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   |
| 所得税/利润总额        | 18.15%  | 19.78% | 19.03%  | 18.99%  | 19.27%  |
| 应收账款周转率         | 9.94    | 9.64   | 9.64    | 9.64    | 9.64    |
| 存货周转率           | 4.50    | 4.32   | 4.32    | 4.32    | 4.32    |
| 流动资产周转率         | 2.22    | 2.16   | 2.40    | 2.67    | 2.85    |
| 总资产周转率          | 1.00    | 0.92   | 1.12    | 1.34    | 1.55    |
| <b>偿债能力</b>     |         |        |         |         |         |
| 资产负债率           | 41.81%  | 47.08% | 40.71%  | 38.62%  | 37.77%  |
| 流动比率            | 1.20    | 1.11   | 1.62    | 1.44    | 1.89    |
| 速动比率            | 0.80    | 0.77   | 0.97    | 0.88    | 1.05    |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |        |         |         |         |
| EPS             | 0.36    | 0.43   | 0.52    | 0.68    | 0.85    |
| 每股净资产           | 1.75    | 1.89   | 2.46    | 2.33    | 3.00    |
| 每股经营现金流         | 0.29    | 0.39   | 0.48    | 0.66    | 0.84    |
| 每股经营现金/EPS      | 0.83    | 0.92   | 0.92    | 0.98    | 0.99    |
| <b>估值</b>       |         |        |         |         |         |
| PE              | 45.77   | 38.09  | 31.38   | 24.02   | 19.18   |
| PEG             | 2.84    | 3.73   | 4.84    | 1.02    | 0.95    |
| PB              | 9.29    | 8.63   | 6.62    | 6.97    | 5.43    |
| EV/EBITDA       | 44.77   | 38.29  | 29.75   | 21.93   | 17.03   |
| EV/SALES        | 5.57    | 5.16   | 3.99    | 3.14    | 2.47    |
| EV/IC           | 5.05    | 5.18   | 6.39    | 6.19    | 6.19    |
| ROIC/WACC       | 7.60%   | 10.45% | 14.83%  | 18.61%  | 23.64%  |
| REP             | 14.83   | 12.15  | 7.01    | 4.82    | 2.98    |

### 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>