

【广发轻工&海外】敏华控股 (01999.HK)

内销提速、盈利改善，下半财年北美市场好转在即

核心观点：

● **公司披露 2020 财年中中期业绩，验证两大因素：内销转好、盈利改善**
 公司披露 2020 财年中中期业绩，报告期内公司实现营业收入 55.93 亿港元 (YoY+1.92%)，归母净利润 7.06 亿港元 (YoY+6.07%)。公司金融资产公允价值变动及汇兑损益产生其他收益 7680 万港元，增厚公司净利润。

分市场来看，中国市场收入为 28.95 亿港元 (YoY+11.8%)，北美市场收入 16.26 亿港元 (YoY-22.9%)，欧洲及其他海外市场收入 4.32 亿港元 (YoY+10.7%)，Home Group 收入 3.55 亿港元 (YoY-10.2%)，此外报告期内公司销售住宅物业等产生额外收入 2.84 亿港元。

原材料方面，由于下游鞋革、汽车革等需求相对低迷，因此真皮价格降到历史低位；而化学品、钢材等大宗商品，由于全球经济发展的不确定性，报告期内呈现明显的回落，预计未来也将持续保持低位。根据公司中期业绩披露，真皮、铁架、化学品平均单位成本下降幅度超 10%，包装材料下降幅度达到 27.4%。盈利能力方面，受益于原材料价格同比下降，公司 2020H1 综合毛利率为 35% (同比-2.8pct)。具体而言，中国市场业务毛利率 39.3% (同比+1.4pct)，北美市场业务毛利率 31.9% (同比+3.8pct)。

● **下半年核心关注越南产能释放，对美订单回升增长转正**

美国功能沙发需求依然大量依赖于我国产能供给，中短期难以找到其他可替代的大规模生产地。敏华控股纵向一体化成本优势领先，在越南建设产能抵御冲击，在贸易格局变化中与中小厂商拉开差距，通过抢占其他中小厂商份额，有望在出口中取得更高份额。截止报告期末，公司已转移大半对美产能至越南，预计 2020 财年末完成绝大部分产能转移。

● **盈利预测与投资建议**

长期看好公司产品的全球竞争力，预计公司 2020-2022 财年的归母净利润为 15.2、17.7、20.7 亿港元，11 月 15 日最新收盘价对应 PE 13.2、11.3、9.7 倍。公司 2020 财年各项因素好转，预计财年末公司对美市场产能基本全部转移至越南后，估值压制因素逐步消除，PE 倍数逐步向历史估值方向修复。参考公司历史估值水平，上调公司合理估值至 2020 年 14 倍 PE，对应合理价值 5.60 港元/股，维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

汇率大幅波动和原材料价格大幅波动影响公司利润率的风险；新业务拓展不及预期；贸易争端演化具有不确定性的风险。

盈利预测：

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	10,027	11,258	11,931	13,507	15,206
增长率(%)	28.9%	12.3%	6.0%	13.2%	12.6%
总股本(百万股)	3,823	3,823	3,814	3,814	3,814
归母净利润(百万港元)	1,536	1,364	1,519	1,773	2,072
增长率(%)	15.3%	12.1%	12.7%	13.1%	13.6%
EPS(港元/股)	0.402	0.357	0.398	0.465	0.543
市盈率 (P/E)	13.04	14.69	13.16	11.27	9.65

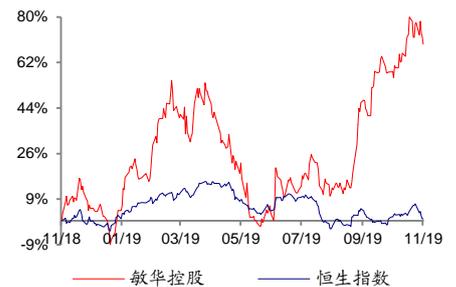
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；注：表中年份为公司会计财年

公司评级

买入

当前价格	5.24 港元
合理价值	5.60 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-11-18

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外】敏华控股 (01999.HK):积极应对变化，内销拥抱细分，外销重塑格局	2019-06-11
【广发海外】敏华控股 (01999.HK):贸易争端重塑格局，原材料降价贡献弹性	2019-03-21

联系人：

徐成

xucheng@gf.com.cn

一、公司披露 2020 财年中中期业绩，验证两大因素：内销转好、盈利能力改善

公司披露 2020 财年中中期业绩，报告期内公司实现营业收入 55.93 亿港元 (YoY+1.92%)，归母净利润 7.06 亿港元 (YoY+6.07%)。收入端，公司报告期内销售住宅物业等业务产生额外收入 2.84 亿港元，扣除该项业务后主营业务收入实现 53.08 亿港元 (YoY-3.26%)。利润端，公司金融资产公允价值变动及汇兑损益产生其他收益 7680 万港元，增厚公司净利润从而实现同比正增长。

图1：公司营业收入与增速

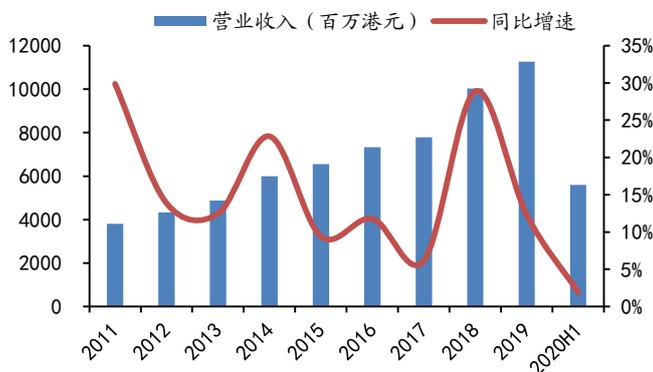
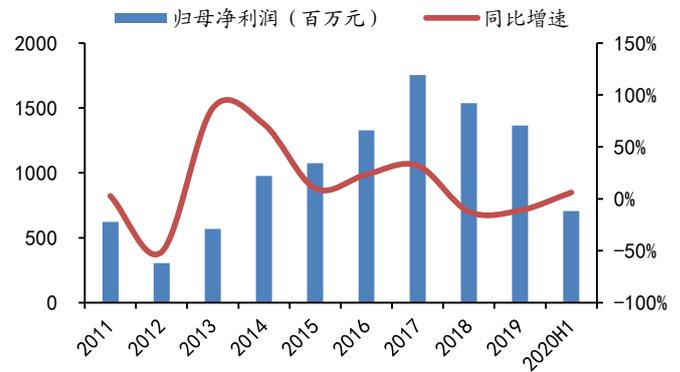


图2：公司归母净利润与增速



数据来源：公司各年年报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司各年年报、广发证券发展研究中心

分市场来看，中国市场收入为 28.95 亿港元 (YoY+11.8%)，北美市场收入 16.26 亿港元 (YoY-22.9%)，欧洲及其他海外市场收入 4.32 亿港元 (YoY+10.7%)，Home Group 收入 3.55 亿港元 (YoY-10.2%)，此外报告期内公司销售住宅物业等产生额外收入 2.84 亿港元。

表1：公司 2020 上半财年分市场收入

	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
中国市场收入 (百万港元)	2087.7	2743.4	2590.2	2898.5	2894.9
北美市场收入 (百万港元)	1772.8	1817.5	2111.5	2036.8	1626.2
欧洲及其他市场收入 (百万港元)	375.2	359	390.2	406.9	431.9
Home Group 收入 (百万港元)	391.1	479.9	395.6	428.1	355.3
其他业务收入 (百万港元)					284.3

数据来源：公司 2020 财年中中期业绩简报、广发证券发展研究中心

中国市场收入改善显著，主要系公司在品牌矩阵、产品设计上的改变取得成效。1) 针对分化的市场需求，公司将品牌矩阵重新划分，尤其推出意斯特子品牌来针对国内高端市场；2) 产品方面，公司推出欧式沙发，规格小型化、配色年轻化、外观更美观（脚挡板实现隐形，设计美感与传统沙发媲美）。

图3: 公司欧式沙发产品



数据来源: 芝华士天猫官网、广发证券发展研究中心

报告期内公司各项原材料成本显著下滑, 预计未来也将继续保持低位。根据公司中期业绩披露, 真皮、铁架、化学品平均单位成本下降幅度超10%, 包装材料下降幅度达到27.4%。真皮方面, 由于下游鞋革、汽车革等需求相对低迷, 因此价格降到历史低位; 而化学品、钢材等大宗商品, 由于全球经济发展的不确定性, 报告期内呈现明显的回落, 预计未来也将持续保持低位。

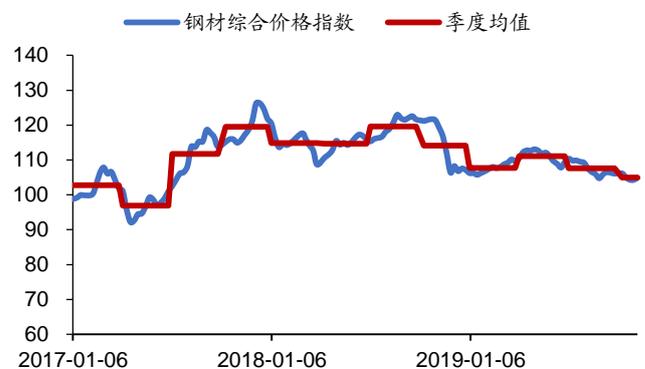
盈利能力方面, 受益于原材料价格同比下降, 公司2020H1综合毛利率为35%(同比-2.8pct)。具体而言, 中国市场业务毛利率39.3%(同比+1.4pct), 北美市场业务毛利率31.9%(同比+3.8pct), 欧洲及其他海外市场业务毛利率26.8%(同比+0.5pct), Home Group业务毛利率26.4%(同比+3pct)。从毛利率改善幅度来看, 北美市场业务改善较大; 而中国市场业务由于公司推广策略“让利给消费者以抢占市场份额”, 因此改善幅度略低于北美市场。

图4: 国内TDI现货价格



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 钢材综合价格指数(单位: 1994年4月为基数100)



数据来源: Wind、中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

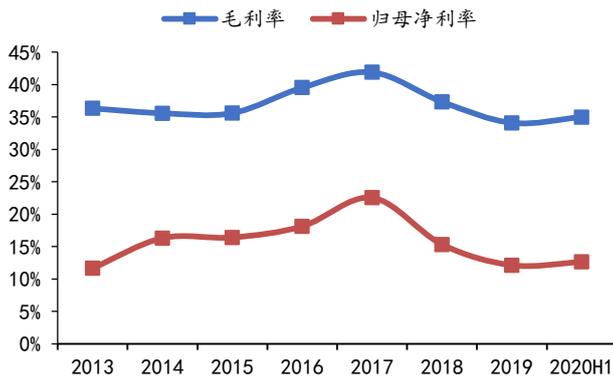
表 2: 公司 2018-2020H1 财年平均单位成本变动 (同比)

主要原材料	FY2018	FY2019	FY2020H1
真皮	-1.30%	-1.20%	-12.20%
钢材	28.90%	3.50%	-10.80%
木夹板	3.20%	2.00%	-2.70%
印花布	-1.70%	-3.90%	-5.00%
化学品	27.30%	6.10%	-18.90%
包装材料	34.80%	-0.60%	-27.40%

数据来源: 公司 2018 年报、2019 年报、2020 中期业绩、广发证券发展研究中心

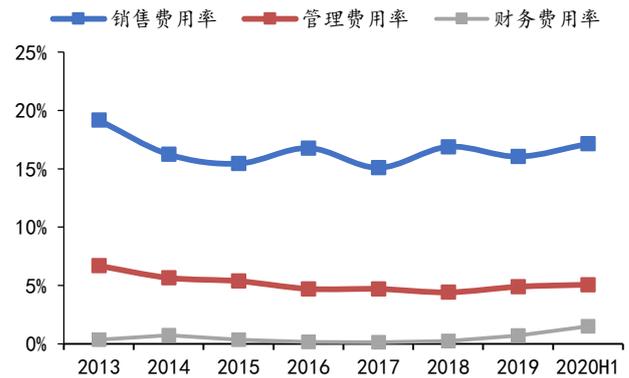
期间费用率方面, 公司 2020H1 销售/管理/财务费用率分别为 17.14%/5.06%/1.49%, 相较于历史水平, 销售费用率、财务费用率均有一定程度提升。销售费用率上升, 主要系中美贸易摩擦加征关税, 公司报告期内缴纳关税 64.21 百万港元; 财务费用率提升, 主要系公司扩建越南产能等动作贷款增加, 致使财务成本短期增加。

图 6: 公司毛利率、归母净利率



数据来源: 公司各年年报、广发证券发展研究中心

图 7: 公司期间费用率



数据来源: 公司各年年报、广发证券发展研究中心

二、下半年核心关注越南产能释放, 对美订单回升增长转正

1) 国内市场虽然竞争较为激烈, 但公司通过品牌矩阵划分强化、产品设计改善等方式, 取得良好成效。我们认为, 公司品牌实力、产品改善均具备持续性, 预计未来几年将保持稳健良好的增长水平。2) 美国市场方面报告期内虽受到冲击, 但反转在望。报告期内, 由于 5 月份软体类出口美国关税由 10% 加征至 25%, 致使北美市场收入受到较大冲击, 2020H1 公司北美市场收入同比 -22.9%。随着公司越南产能逐步释放, 公司对美出口的竞争优势将会充分体现, 预计订单增长、收入增长将会逐步转好。

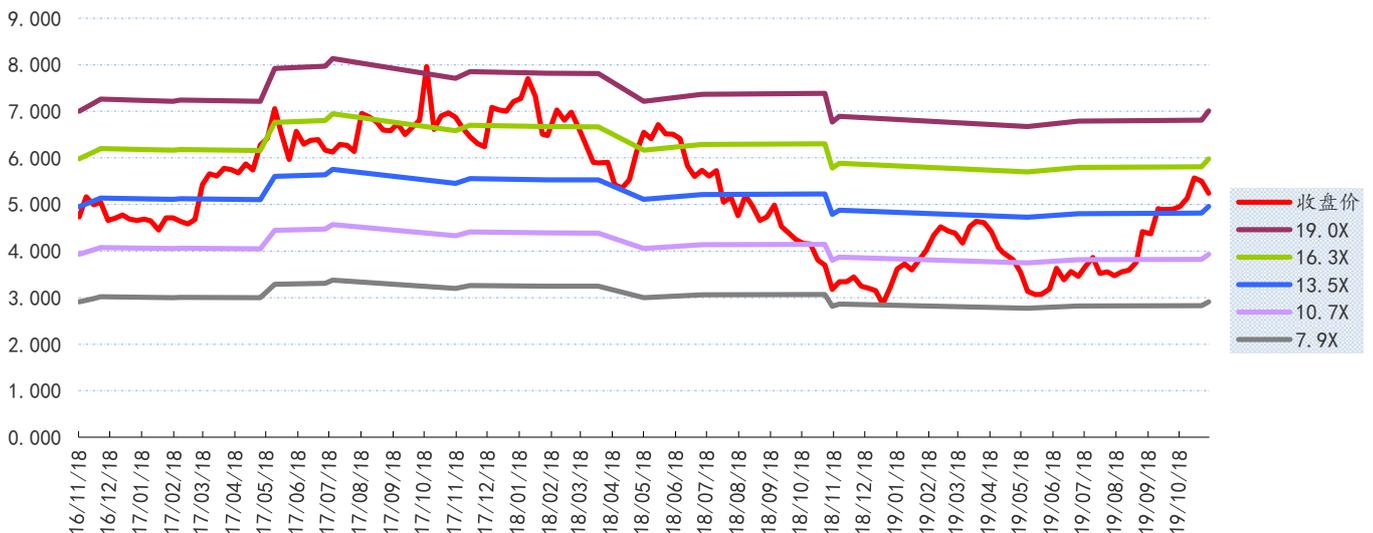
中小企业难承压，公司在对美出口中的市占率有望提升。国内广东、浙江等省份集聚了大量外向型家居制造公司，该类企业大多规模有限且议价能力较弱，合规成本增长叠加贸易战关税，盈利能力受到冲击较大。而敏华控股，凭借成本管控能力、纵向一体化、议价能力，盈利能力与中小企业拉开差距。行业内部分企业后续面临无利可图的行业境地，或将陆续被迫关闭产能，敏华控股在出口中的市场占有率有望不断提升。

公司越南产能逐步落地，产能转移缓解贸易战对盈利能力冲击，同时也加深客户信任。根据公司2018年6月12日《自愿性公布于越南收购功能沙发业务》，公司收购的越南沙发业务，包括约13万平方米的工厂及一块约30万平米的租赁土地。公司接受越南工厂后，持续推进产能扩张建设，逐步转移惠州工厂产能。根据公司2020财年中期简报披露，公司新厂房已于8月完成建设，目前人员招聘顺利，公司积极将惠州工厂产能转移至越南。我们预计，到2020财年末，公司能够转移绝大部分美国市场需求至越南工厂，从而规避贸易摩擦限制。

四、盈利预测与投资建议

海外市场，贸易争端改善出口格局，公司在出口中的占有率有望提升，下半财年预计北美市场增速反转向上；国内市场，公司产品革新、品牌革新，打开内销稳健增长空间；原材料价格走低助力公司盈利能力回升。长期看好公司在功能沙发领域的技术壁垒、品牌效应，预计公司2020~2022财年的归母净利润为15.2、17.7、20.7亿港元，11月15日最新收盘价对应PE 13.2、11.3、9.7倍。公司2020财年各项因素好转，预计财年末公司对美市场产能基本全部转移至越南后，估值压制因素逐步消除，PE倍数逐步向历史估值方向修复。参考公司历史估值水平，上调公司合理估值至2020年14倍PE，对应合理价值5.60港元/股，维持公司“买入”评级。

图8：公司PE Band (TTM) (单位：港元)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

风险提示：汇率大幅波动和原材料价格大幅波动影响公司利润率的风险；新业务拓展不及预期；贸易争端演化具有不确定性的风险。

损益表						资产负债表					
单位: 百万港元						单位: 百万港元					
至3月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至3月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,027	11,258	11,931	13,507	15,206	长期股权投资	0	31	31	31	31
增长率	28.9%	12.3%	6.0%	13.2%	12.6%	固定资产	3,168	3,799	4,663	5,462	5,533
营业成本	-6,284	-7,421	-7,674	-8,653	-9,717	无形资产	246	222	194	165	137
%销售收入	-62.7%	-65.9%	-64.3%	-64.1%	-63.9%	商誉	394	526	526	526	526
毛利	3,743	3,837	4,257	4,854	5,489	其他	1,107	2,993	2,993	2,993	2,993
%销售收入	37.3%	34.1%	35.7%	35.9%	36.1%	非流动资产	4,914	7,570	8,407	9,177	9,220
销售及分销费用	-1,693	-1,806	-2,026	-2,217	-2,439	货币资金	1,415	1,577	2,113	2,024	3,239
%销售收入	-16.9%	-16.0%	-17.0%	-16.4%	-16.0%	经营类应收款	956	1,310	1,201	1,359	1,530
行政费用	-442	-550	-585	-662	-745	融资类应收款	397	555	555	555	555
%销售收入	-4.4%	-4.9%	-4.9%	-4.9%	-4.9%	存货	1,067	1,414	1,283	1,446	1,624
研发费用	0	0	0	0	0	预付款	8	13	13	13	13
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期金融资产	330	274	274	274	274
融资成本	-23.5	-79.3	-215.9	-162.1	-118.1	流动资产	4,557	5,575	5,437	5,671	7,234
%销售收入	-0.2%	-0.7%	-1.8%	-1.2%	-0.8%	资产总计	9,471	13,146	13,844	14,848	16,454
其他收入	365	421	437	441	447	短期借款	1,317	2,893	1,759	741	0
%销售收入	3.6%	3.7%	3.7%	3.3%	2.9%	应付票据及应付账款	754	663	733	826	928
其他费用	0	0	0	0	0	合约负债	50	568	587	662	743
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他应付款	0	0	0	0	0
其他收益及亏损	-26	-103	64	0	0	其他流动负债	821	514	568	586	605
%销售收入	-0.3%	-0.9%	0.5%	0.0%	0.0%	流动负债	2,942	4,638	3,647	2,815	2,276
除税前溢利	1,923	1,716	1,932	2,254	2,634	长期借款	24	1,660	1,660	1,660	1,660
%销售收入	19.2%	15.2%	16.2%	16.7%	17.3%	应付债券	0	0	0	0	0
所得税	-369	-311	-367	-428	-501	其他长期负债	60	132	132	132	132
%除税前溢利	-19.2%	-18.1%	-19.0%	-19.0%	-19.0%	负债	3,026	6,430	5,438	4,607	4,068
年内溢利	1,554	1,405	1,565	1,826	2,134	普通股股东权益	5,963	6,223	7,867	9,650	11,733
%销售收入	15.5%	12.5%	13.1%	13.5%	14.0%	少数股东权益	481	493	538	591	654
本公司股东	1,536	1,364	1,519	1,773	2,072	负债股东权益合计	9,471	13,146	13,844	14,848	16,454
%销售收入	15.3%	12.1%	12.7%	13.1%	13.6%						

现金流量表					
单位: 百万港元					
至3月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	1,923	1,716	1,932	2,254	2,634
非现金支出	208	265	364	430	457
非经营收益	-21	113	-295	-182	-144
营运资金变动	-303	-646	332	-146	-157
所得税及其他	-345	-319	66	-428	-501
经营活动现金净流	1,462	1,129	2,398	1,928	2,290
资本开支	-1,059	-3,326	-1,200	-1,200	-500
投资	-43	-112	0	0	0
其他	0	0	130	30	36
投资活动现金净流	-1,101	-3,438	-1,070	-1,170	-464
股权融资	-50	-14	0	0	1
债权融资	253	3,213	-995	-1,018	-741
其他	-1,029	-689	341	172	128
筹资活动现金净流	-825	2,510	-654	-846	-612
现金净流量	-465	201	674	-88	1,214
汇率变动对现金的影	64	-170	0	0	0
期初现金	1,808	1,407	1,438	2,113	2,024
期末现金	1,407	1,438	2,113	2,024	3,239

财务分析					
至3月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
回报率					
净资产收益率	25.8%	21.9%	19.3%	18.4%	17.7%
总资产收益率	16.2%	10.4%	11.0%	11.9%	12.6%
投入资本收益率	38.3%	22.4%	26.9%	27.7%	30.9%
增长率					
营业总收入增长率	28.9%	12.3%	6.0%	13.2%	12.6%
EBIT 增长率	-5.6%	-7.7%	19.6%	12.5%	13.9%
净利润增长率	-12.4%	-11.2%	11.4%	16.7%	16.9%
总资产增长率	26.3%	38.8%	5.3%	7.3%	10.8%
资产管理能力					
应收账款及应收票据周转天数	29	37	37	37	37
存货周转天数	53	61	61	61	61
应付票据及应付账款周转天数	34	35	35	35	35
总资产周转天数	309	367	413	388	376
偿债能力					
资产负债率	32.0%	48.9%	39.3%	31.0%	24.7%
流动比率	1.55	1.20	1.49	2.01	3.18
速动比率	1.19	0.90	1.14	1.50	2.46

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：资深分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。