

(1999.HK)

点评报告

行业公司研究  
家具行业

证券研究报告

# 募集资金以扩建产能&搭建数字化平台，稳健扩张

## ——敏华控股点评报告

✍ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008  
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 ☎ 联系人：傅嘉成、姜文镗  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

HK\$16.20

### 报告导读

公司计划配售 1.5 亿股股份，占扩大后股本 3.79%，每股配售价为 15.85 港元，较前日收市价折让 8%；预计所得款项净额约 23.63 亿港元，将用于扩展中国工厂生产设施、信息化新零售、增加店面数量以及一般企业用途。

### 投资要点

#### □ 内销稳健扩张，募集资金以扩建产能&搭建数字化平台

伴随国内功能沙发渗透率加速提升，公司线下渠道加速扩张&线上持续兑现高增，内销增长曲线向上，募集资金主要用于扩建产能&搭建数字化平台以保障中长期成长。

现有实际产能处于饱和状态：公司现有内销沙发产能 116 万套，预计全年销量近 70 万套，对应产能利用率约 60%，剩余 40% 产能仍处于设备增配、人工招聘阶段，因此公司内销实际接近满产。

预期 1 年内扩产 70 万套产能：募集资金中 15 亿人民币用于已开工工厂的扩建，其中惠州扩建 15 万方、吴江 32 万方、重庆 22 万方，对应扩建 70 万套沙发产能，预期一年内陆续完工。

后续产能规划：1 年内产能扩建至 116+70=186 万套产能，后续西安预期 2-3 年内完成一期 30 万套产能扩建项目，1-2 年内武汉新建工厂完善全国布局，合计规划总产能约 300 万套总产能。

信息化平台搭建：引入前微软大中华地区企业服务部总经理、IBM 全球企业咨询服务部副总裁及高级合伙人冯国华先生，加快数字化运营布局，目前团队搭建顺利，有望推动产业链自动化、零售终端数据化，从而优化生产&配送效率，且零售管理趋于细致、精准。

#### □ 内销加速下沉，同店增长靓丽

截至 2020 年 3 月，公司在国内共开设 2874 家品牌门店，较去年增加 260 家；21 财年公司加速渠道下沉，通过装修补贴费用减免等方式补贴经销商开店，截至 2020 年 9 月，公司在国内共开设 3532 家门店，新增 658 家，加快对二三线城市的全面覆盖。此外，公司通过经销商精细管理、扩大门店面积、增加 SKU 等措施提高同店坪效，预期 21H1 同店坪效+30% (FY20 同店坪效+8%)，明显高于同行。

#### □ 外销订单持续向上，越南基地基本满产

美国低利率、低库存及高景气推动地产景气延续，敏华外销表现靓丽；公司订单口径持续高增，出货受海运影响相对平稳，预期收入低双位数增长。目前公司越南工厂产能 3200 柜/月，基本满产；由于中小出口厂商不具备海外布局能力，外销订单将加速向敏华集中。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计公司未来 3 个财年分别实现收入 150.08 亿港元 (+23.58%)、189.19 亿港元 (+26.06%)、230.95 亿港元 (+22.07%)；实现归母净利润 18.17 亿港元



### 相关报告

- 1 《【浙商轻工】敏华控股：收购格调家私、丰富产品矩阵，向综合家居龙头迈进》2020.12.20
- 2 《【浙商轻工】敏华控股：内销放量驱动成长，线下开店超预期、线上维持高增》2020.11.15
- 3 《【浙商轻工】敏华控股：引入职业经理人，管理颗粒度细化，行业渗透率有望加速提升》2020.11.05

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成、姜文镗

(+10.91%)、24.01 亿港元 (+32.14%)、30.62 亿港元 (+27.56%)；对应当前市值 PE 为 34.08X、25.79X、20.22X，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

原材料价格大幅上涨、市场竞争加剧、对外贸易环境恶化、疫情再次反复

#### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	12144.30	15007.65	18918.70	23094.56
(+/-)	7.87%	23.58%	26.06%	22.07%
净利润	1638.07	1816.79	2400.67	3062.26
(+/-)	20.11%	10.91%	32.14%	27.56%
每股收益(元)	0.43	0.48	0.63	0.81
P/E	37.62	33.92	25.67	20.12

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5666	8285	10578	14299	<b>营业收入</b>	12144	15008	18919	23095
现金	2020	4119	5450	8248	营业成本	7727	9752	12182	14781
交易性金融资产	205	246	224	225	营业税金及附加	0	0	0	0
应收账款	1211	1558	2017	2387	营业费用	2002	2551	3087	3613
其它应收款	472	649	836	972	管理费用	622	780	984	1201
预付账款	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0
存货	1731	1632	1951	2396	财务费用	152	150	189	231
其他	28	82	101	70	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7548	7139	7684	7598	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	30	20	27	26	其他经营收益	471	430	442	438
固定资产	3922	4096	4219	4246	<b>营业利润</b>	2109	2203	2917	3707
无形资产	216	223	205	189	营业外收支	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	2109	2203	2917	3707
其他	3380	2800	3233	3137	所得税	417	349	473	599
<b>资产总计</b>	13214	15424	18262	21896	<b>净利润</b>	1692	1854	2445	3107
<b>流动负债</b>	5120	5518	5892	6417	少数股东损益	54	38	44	45
短期借款	3278	3278	3278	3278	<b>归属母公司净利润</b>	1638	1817	2401	3062
应付款项	967	1087	1324	1702	<b>EBITDA</b>	2572	2612	3390	4242
预收账款	0	0	0	0	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.43	0.48	0.63	0.81
其他	875	1153	1290	1438	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	862	819	838	840		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	702	702	702	702	<b>成长能力</b>				
其他	160	117	136	138	营业收入	7.87%	23.58%	26.06%	22.07%
<b>负债合计</b>	5981	6337	6730	7257	营业利润	22.91%	4.47%	32.40%	27.06%
少数股东权益	529	566	610	656	归属母公司净利润	20.11%	10.91%	32.14%	27.56%
归属母公司股东权益	6704	8521	10922	13984	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	13214	15424	18262	21896	毛利率	36.38%	35.02%	35.61%	36.00%
					净利率	13.93%	12.36%	12.92%	13.46%
					ROE	23.49%	22.26%	23.29%	23.40%
					ROIC	16.93%	15.24%	16.87%	17.74%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	45.26%	41.08%	36.85%	33.14%
					净负债比率	66.53%	62.80%	59.13%	54.83%
					流动比率	1.11	1.50	1.80	2.23
					速动比率	0.77	1.21	1.46	1.85
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.92	1.05	1.12	1.15
					应收帐款周转率	9.64	10.84	10.58	10.49
					应付帐款周转率	9.48	9.49	10.10	9.77
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.43	0.48	0.63	0.81
					每股经营现金	0.71	1.72	1.30	2.19
					每股净资产	1.77	2.24	2.87	3.68
					<b>估值比率</b>				
					P/E	37.80	34.08	25.79	20.22
					P/B	9.22	7.27	5.67	4.43
					EV/EBITDA	9.14	23.78	17.95	13.70

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>