

敏华控股(1999.HK)

报告日期: 2020 年 11 月 15 日

内销放量驱动成长, 线下开店超预期、线上维持高增 ——敏华控股点评报告

✎ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S12305200800008
分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎ 联系人: 傅嘉成、姜文镭
✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2021 上半财年业绩: 报告期内实现营业收入 66.37 亿港元 (+18.67%), 归母净利润 7.49 亿港元 (+6.18%); 扣除汇兑及房地产影响, 主营净利润增长约 33%, 表现靓丽! 公司提高派息比率至 50.7% (+12.8pct), 中期每股派息 0.10 港元。

投资要点

□ 内销: 线下渠道加速开店, 线上渠道维持高增

剔除房地产销售等其他收入的影响 (1.68 亿港元), 报告期内公司 中国市场实现收入 41.93 亿港元, 同比增长 32%; 中国市场 (不含铁架) 收入为 38.05 亿港元, 较去年同期增长 53.2% (人民币口径增长 54.7%)。其中, (1) **线下渠道**: 实现营收 28.84 亿港元 (不考虑江苏钰龙铁架业务同比+49.8%、人民币口径+51.2%), 期间公司净增加门店 658 家至 3532 家, 通过装修费用减免等方式补贴经销商开店, 渠道加速下沉且公司同店表现优异 (门店面积扩大, 预期单店收入增速超过 30%)。 (2) **线上渠道**: 实现营收 9.20 亿港元 (同比+65.0%、人民币口径+66.6%), 占收入比重由 22.5%提高至 24.2%, 线上增速维持靓丽表现; 得益于疫情期间加大电商渠道建设力度、并在线上主推性价比、年轻风格产品 (如爆款单椅), 覆盖淘宝、京东以及抖音、直播等新零售渠道, 合作薇娅、李佳琦等众多千万大 V 直播。 (3) **毛利率**: 21H1 毛利率为 36.8%, 同比下降 2.5pct, 主要系公司补贴经销商开店装修和折扣返点合计超 2 亿直接冲减收入所致, 若调回对应公司毛利率同比提升 2.5pct (内销收入增速达到 60%+)。 (4) **下半财年展望**: 公司线下加速开店逻辑顺畅、预期全年净开店数量或达千家, 且下半年经销商开店补贴取消、产品提价 5%对冲原材料价格上涨, 叠加线上渠道持续高增, 预期收入、利润端表现均有更好表现。

□ 外销: 外销回暖, 越南基地基本覆盖对美出口

(1) **北美市场**: 为应对贸易战对美国区业务的压力, 期内公司对越南工厂进行扩建 (设计产能 3600 柜/月)、目前产能 3200 柜/月, 基本满足对美出口需求; 而国内大亚湾工厂 (原出口美国产能) 用于生产出口美国的高端功能沙发订单, 目前月产能 1600 柜/月。期内外销实现收入 15.96 亿港元 (-1.8%), 其中美国市场收入下降 1.0%, 主要系 Q2 疫情影响, 疫情后对美出口订单已快速恢复, 且中长期来看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。 (2) **欧洲及其他海外地区**: 实现收入 3.47 亿港元 (-19.8%), 主要系疫情及英国脱欧影响。 (3) **Home 集团**: 实现收入 3.33 亿港元 (-6.2%)。 (4) **毛利率**: 北美市场 32.0% (+0.1pct), 欧洲及其他海外市场 22.8% (-4.0pct), Home group 业务 35.3% (+8.9pct)。 (5) **下半财年展望**: 公司 7 月起外销转正且出货、销售端快速回暖, Q3 增速十分靓丽。考虑海外需求向好, 且份额进一步向具有海外产能布局的龙头集中, 预期下半年外销增速较上半年大幅回暖。

□ 分品类: 沙发内销销售表现稳健, 床具销售高增

(1) **沙发及配套产品业务**: 实现收入 46.40 亿元 (+21.2%), 销量 66.2 万套 (+17.84%), 其中内销销售 34.25 万套 (+57.47%), 美国销售 27.48 万套

评级

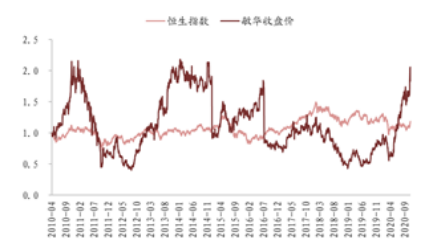
买入

上次评级

买入

当前价格

HK\$13.42



公司简介

功能沙发绝对龙头, 线下加速下沉, 线上持续高增, 进入较好成长阶段

相关报告

- 1 《【浙商轻工】敏华控股: 功能沙发王者, 供应链优势凸显、新零售迸发活力》2020.08.26
- 2 《【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》2020.11.04

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成、姜文镭

(+1.93%)，欧洲市场销售 4.51 万套 (-39.86%)；整体单价 7005.83 港元/套 (+2.81%)，预计系公司人民币升值的口径差异。(2) **其它产品(床具、智能家居部件等)**：实现收入 14.94 亿元(+33.2%)，其中床具内销收入约 10 亿元(约+80%)；(3) **其他新业务**：包括物业销售、酒店营运及家具商场业务，收入下降为 1.68 亿元 (-40.8%)。

□ 原材料跌价利好毛利率上升，扩张期营销投入加大

报告期内毛利率为 35.0%，较去年同期持平，若剔除经销商补贴、折扣返点等影响，毛利率提升 3.5pct，主要系期内原材料平均价格下跌：真皮变化率-8.4%、铁架 3.9%、木夹板-8.8%、印花布-0.7%、化学品-8.5%、包装纸-0.5%。报告期内公司期间费用率小幅下降 0.21pct 至 23.47%，其中销售费用率为 17.52% (+0.39pct)，主要系扩张期广告、品牌建设费用大幅提升，21H1 投入 2.05 亿港元(+51.86%)；管理费用率小幅上升 0.06pct 至 5.12%；财务费用率下降-0.66pct 至 0.83%，主要系利息支出减少所致；公司其他损失（主要为汇兑）约 0.77 亿港元，对应净利率下降 1.3pct 至 11.3%。此外，公司存货周转天数较期初下降 8.39 天至 74.95 天；应收账款周转天数较期初小幅下降 0.45 天至 36.91 天，营运效率小幅提升。

□ 供应链优势凸显、线下渠道加速扩张，内销增长曲线向上

公司研发制造优势明显，在铁架、马达、海绵、弹簧等核心部件方面基本完全自产，从而通过供应链垂直整合，使得公司较同行有明确的成本优势。伴随零部件供给的工艺优化以及销售渠道的营销投入，国内功能沙发渗透率加速提升，叠加公司加大营销投入推广，对应敏华内销市场线下渠道加速下沉、线上渠道持续高增。同时，公司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，预期敏华将持续推进供应链信息化、营销精准化带动销售效率提升。

□ 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 150.43 亿港元 (+23.87%)、199.03 亿港元 (+32.30%)、251.56 亿港元 (+26.39%)；实现归母净利润 18.77 亿港元 (+14.58%)、25.32 亿港元 (+34.90%)、32.88 亿港元 (+29.85%)；对应当前市值 PE 为 27.19X、20.16X、15.52X，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	15043.70	19902.99	25155.78
(+/-)	7.87%	23.87%	32.30%	26.39%
净利润	1638.07	1876.97	2532.01	3287.84
(+/-)	20.11%	14.58%	34.90%	29.85%
每股收益(元)	0.43	0.49	0.67	0.86
P/E	31.16	27.19	20.16	15.52

图 1：敏华控股半年度数据一览

单位：亿港元	17/18H1	17/18H2	17/18A	18/19H1	18/19H2	18/19A	19/20H1	19/20H2	19/20A	20/21H1
营业收入	46.27	54.00	100.27	54.88	57.70	112.58	55.93	65.52	121.44	66.37
YOY	28.77%	28.99%	28.89%	18.60%	6.86%	12.28%	1.92%	13.54%	7.87%	18.67%
营业成本	28.54	34.29	62.84	37.19	37.02	74.21	36.36	40.90	77.27	43.15
YOY	38.59%	39.33%	38.99%	30.31%	7.94%	18.10%	-2.22%	10.49%	4.12%	18.66%
原材料成本	23.45	27.95	51.40	30.42	29.26	59.68	29.59	32.86	62.45	34.74
YOY	38.1%	43.9%	41.2%	29.7%	4.7%	16.1%	-2.7%	12.3%	4.6%	17.4%
员工成本	4.00	5.11	9.11	5.09	5.91	11.00	5.05	6.29	11.34	6.38
YOY	42.0%	21.6%	29.8%	27.1%	15.8%	20.7%	-0.8%	6.4%	3.1%	26.4%
生产开支	1.08	1.24	2.32	1.68	1.84	3.52	1.73	1.76	3.48	2.02
YOY	36.3%	24.4%	29.7%	55.1%	48.2%	51.4%	2.7%	-4.4%	-1.0%	17.0%
毛利率(%)	38.31%	36.49%	37.33%	32.23%	35.84%	34.08%	34.98%	37.57%	36.38%	34.99%
三费率(%)	20.67%	22.27%	21.53%	20.55%	22.66%	21.63%	23.69%	22.21%	22.89%	23.47%
销售费用率	16.0%	17.6%	16.9%	15.3%	16.7%	16.0%	17.1%	15.9%	16.5%	17.5%
销售费用	7.41	9.53	16.93	8.41	9.65	18.06	9.58	10.43	20.02	11.63
YOY	43.4%	44.9%	44.2%	13.6%	1.3%	6.7%	14.0%	8.1%	10.8%	21.3%
/收入	16.0%	17.6%	16.9%	15.3%	16.7%	16.0%	17.1%	15.9%	16.5%	17.5%
(1) 境外运输&港口开支	3.01	3.11	6.11	3.01	2.96	5.97	2.75			2.79
YOY	56.4%	28.4%	40.8%	0.0%	-4.7%	-2.4%	-8.5%			1.3%
/收入	6.5%	5.8%	6.1%	5.5%	5.1%	5.3%	4.9%			4.2%
(2) 出口至美国关税	-	-	-	0.16	0.84	0.99	0.64	0.44	1.09	
YOY	-	-	-				308.9%	-47.0%	9.2%	
/收入	-	-	-	0.3%	1.5%	0.9%	1.1%	0.7%	0.9%	
(2) 广告、品牌建设费	0.80	1.51	2.30	1.08	1.03	2.11	1.35	1.48	2.84	2.05
YOY	35.6%	115.1%	78.8%	35.9%	-31.9%	-8.4%	24.9%	44.5%	34.4%	51.9%
/收入	1.7%	2.8%	2.3%	2.0%	1.8%	1.9%	2.4%	2.3%	2.3%	3.1%
(3) 员工工资福利	1.31	1.65	2.95	1.16	1.68	2.84	1.46	1.88	3.34	1.81
YOY	41.0%	29.5%	34.3%	-10.8%	1.6%	-3.9%	25.7%	12.1%	17.7%	23.9%
/收入	2.8%	3.1%	2.9%	2.1%	2.9%	2.5%	2.6%	2.9%	2.8%	2.7%
(4) 其他(未披露、租金物业水电)	2.29	3.27	5.56	3.15	3.99	7.14	4.01	7.07	13.84	4.97
YOY	32.8%	49.6%	42.2%	37.5%	22.1%	28.4%	27.3%	77.3%	93.8%	23.9%
/收入	5.0%	6.0%	5.5%	5.7%	6.9%	6.3%	7.2%	10.8%	11.4%	7.5%
管理费用率	4.5%	4.4%	4.4%	4.8%	5.0%	4.9%	5.1%	5.2%	5.1%	5.1%
财务费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	1.0%	0.7%	1.5%	1.1%	1.3%	0.8%
其他损益(含汇兑)	-0.30	0.08	-0.22	-0.26	0.25	-0.01	0.77	-0.20	0.57	-0.77
归母净利润	7.93	7.43	15.36	6.65	6.99	13.64	7.06	9.32	16.38	7.49
YOY	-10.25%	-14.49%	-12.35%	-16.10%	-5.95%	-11.19%	6.06%	33.44%	20.09%	6.14%
净利率	17.1%	13.8%	15.3%	12.1%	12.1%	12.1%	12.6%	14.2%	13.5%	11.3%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：敏华控股内外销拆分

	17/18H1	17/18H2	17/18A	18/19H1	18/19H2	18/19A	19/20H1	19/20H2	19/20A	20/21H1
营业收入	46.27	54.00	100.27	54.88	57.70	112.58	55.93	65.52	121.44	66.37
YOY	28.78%	29.00%	28.90%	18.61%	6.85%	12.28%	1.92%	13.55%	7.87%	18.67%
中国市场	20.88	27.43	48.31	25.90	28.98	54.89	31.70	37.84	69.55	43.61
YOY	40.64%	46.09%	43.68%	24.07%	5.65%	13.61%	22.40%	30.57%	26.71%	37.55%
占比	45.12%	50.80%	48.18%	47.20%	50.23%	48.75%	56.69%	57.76%	57.27%	65.71%
毛利率	44.30%	43.60%	43.90%	37.90%	38.47%	38.20%	39.30%	40.22%	39.80%	36.80%
线下渠道			38.98			37.39	19.26	19.83	39.09	28.84
YOY			33.22%			-4.09%			4.54%	49.80%
门店数量	2188	2399	2399	2516	2614	2614	2713	2874	2874	3532
净开店数量	213	211		117	98		99	161		658
线上渠道			5.49			8.57	5.58	9.50	15.08	9.20
YOY			119.72%			156.02%			75.95%	65.03%
其中：江苏玉龙	1.54	1.54	3.00	3.00	6.00		6.87	8.51	15.39	5.57
剔除江苏玉龙	25.89	46.77	22.90	25.98	48.89		24.83	29.33	54.16	38.04
YOY	37.88%	39.10%	9.70%	0.35%	4.52%		8.42%	12.87%	10.79%	53.20%
其中：其他业务 (房地产销售)							2.84	5.08	7.92	1.68
剔除其他业务							28.86	32.77	61.63	41.93
YOY							11.42%	13.06%	12.29%	32.24%
外销市场	25.39	26.57	51.96	28.98	28.72	57.69	24.22	27.67	51.90	22.76
YOY	20.43%	15.10%	17.65%	14.12%	8.09%	11.04%	-16.41%	-3.63%	-10.05%	-6.04%
占比	54.88%	49.20%	51.82%	52.80%	49.77%	51.25%	43.31%	42.24%	42.73%	34.29%
北美市场	17.73	18.17	35.90	21.12	20.37	41.48	16.35	18.73	35.08	15.96
YOY	2.10%	4.07%	3.60%	19.11%	12.07%	15.54%	-22.56%	-8.04%	-15.43%	-1.80%
毛利率	36.50%	31.36%	33.90%	28.10%	36.86%	32.40%	31.90%	36.21%	34.20%	32.00%
欧洲及其他地区	3.75	3.59	7.34	3.90	4.07	7.97	4.32	5.06	9.38	3.47
YOY	8.75%	-11.17%	-1.99%	4.00%	13.38%	8.58%	10.70%	24.30%	17.64%	-19.80%
毛利率	29.10%	22.76%	26.00%	26.30%	22.38%	24.30%	26.80%	24.57%	25.60%	22.80%
HG集团	3.91	4.80	8.71	3.96	4.28	8.24	3.55	3.89	7.44	3.33
YOY	16.70%	137.00%	330.14%	1.15%	-10.79%	-5.43%	-10.20%	-9.17%	-9.66%	-6.21%
毛利率	23.60%	25.41%	24.60%	23.40%	26.29%	24.90%	26.40%	29.84%	28.20%	35.30%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5666	8332	10858	14924
现金	2020	4207	5411	8442
交易性金融资产	205	246	224	225
应收账款	1211	1561	2122	2600
其它应收款	472	650	879	1059
预付账款	0	0	0	0
存货	1731	1586	2122	2528
其他	28	82	101	70
非流动资产	7548	7139	7684	7598
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	30	20	27	26
固定资产	3922	4096	4219	4246
无形资产	216	223	205	189
在建工程	0	0	0	0
其他	3380	2800	3233	3137
资产总计	13214	15471	18542	22522
流动负债	5120	5505	5980	6626
短期借款	3278	3278	3278	3278
应付款项	967	1073	1370	1820
预收账款	0	0	0	0
其他	875	1155	1332	1528
非流动负债	862	819	838	840
长期借款	702	702	702	702
其他	160	117	136	138
负债合计	5981	6324	6818	7466
少数股东权益	529	566	610	656
归属母公司股东权	6704	8581	11113	14401
负债和股东权益	13214	15471	18542	22522
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2682	2693	1862	3578
净利润	1692	1915	2576	3333
折旧摊销	311	259	283	304
财务费用	152	150	199	252
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	456	(198)	(332)	18
其它	72	568	(864)	(329)
投资活动现金流	(686)	(356)	(460)	(295)
资本支出	(152)	(432)	(406)	(330)
长期投资	31	81	(64)	16
其他	(565)	(5)	11	20
筹资活动现金流	(1285)	(2736)	(891)	(252)
短期借款	385	0	0	0
长期借款	(958)	0	0	0
其他	(711)	(2736)	(891)	(252)
现金净增加额	711	(398)	511	3032

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12144	15044	19903	25156
营业成本	7727	9618	12607	15811
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	2002	2475	3189	3936
管理费用	622	858	1134	1434
研发费用	0	0	0	0
财务费用	152	150	199	252
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	471	430	442	438
营业利润	2109	2372	3214	4161
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	2109	2372	3214	4161
所得税	417	458	638	828
净利润	1692	1915	2576	3333
少数股东损益	54	38	44	45
归属母公司净利润	1638	1877	2532	3288
EBITDA	2572	2781	3696	4716
EPS (最新摊薄)	0.43	0.49	0.67	0.86
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	7.87%	23.87%	32.30%	26.39%
营业利润	22.91%	12.47%	35.48%	29.46%
归属母公司净利润	20.11%	14.58%	34.90%	29.85%
获利能力				
毛利率	36.38%	36.07%	36.66%	37.15%
净利率	13.93%	12.73%	12.94%	13.25%
ROE	23.49%	22.92%	24.26%	24.55%
ROIC	16.93%	16.25%	18.30%	19.42%
偿债能力				
资产负债率	45.26%	40.87%	36.77%	33.15%
净负债比率	66.53%	62.93%	58.36%	53.30%
流动比率	1.11	1.51	1.82	2.25
速动比率	0.77	1.23	1.46	1.87
营运能力				
总资产周转率	0.92	1.05	1.17	1.23
应收帐款周转率	9.64	10.85	10.81	10.65
应付帐款周转率	9.48	9.43	10.32	9.91
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.49	0.67	0.86
每股经营现金	0.71	1.77	1.23	2.36
每股净资产	1.77	2.26	2.92	3.79
估值比率				
P/E	31.16	27.19	20.16	15.52
P/B	7.60	5.95	4.59	3.54
EV/EBITDA	9.14	18.39	13.53	9.97

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“本公司”）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