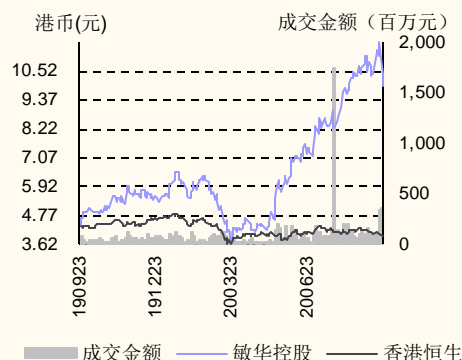


市价(港币): 9.940元
目标(港币): 12.90-12.90元

软体世界里的“头等舱”

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 3,801.99
总市值(百万元) 37,791.73
年内股价最高最低(元) 11.660/3.720
香港恒生指数 23716.85



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对 37.29 134.99 127.46
相对香港恒生 40.53 130.99 137.74

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

主要财务指标

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,258	12,144	14,906	17,925	20,778
营业收入增长率	12.28%	7.87%	22.74%	20.25%	15.92%
归母净利润(百万元)	1,364	1,638	1,748	2,039	2,444
归母净利润增长率	-11.21%	20.11%	6.72%	16.65%	19.84%
摊薄每股收益(元)	0.359	0.431	0.460	0.536	0.643
每股经营性现金流净额	0.30	0.71	0.44	0.48	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.91%	24.43%	20.68%	19.44%	18.89%
P/E	27.71	23.07	21.62	18.53	15.46
P/B	6.07	5.64	4.47	3.60	2.92

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **敏华控股是国内功能软体赛道领跑者，内销加速成长中。**公司于1992年在香港成立，以外销功能沙发起家，经过多年在品牌、供应链、内销市场的开拓，现已成长为内销驱动的功能软体消费品牌公司。2020财年，公司实现营业收入121.4亿港元，同比增长7.9%，实现净利润16.9亿港元，同比增长20.5%。
- **短期受益竣工回暖，中长期受益功能沙发加速渗透和市场集中。**尽管7、8月受洪灾天气等因素影响竣工进度，但我们认为竣工回暖的趋势不改，软体家具景气持续提升确定性很强。中长期看，阻碍功能沙发渗透率提升的因素在逐渐弱化，而目前功能沙发在国内市场渗透率较低，中国市场拥有巨大的成长红利亟待释放，敏华作为国内功能沙发行业的鼻祖，国内市占率超50%，有望率先受益行业成长红利。
- **敏华的核心壁垒主要体现在五个方面：**1、品牌认知度强；2、掌控核心关键零件，成本优势明显，毛利率高于同行3-10pct，同时款式定制能力强；3、全国及海外产能布局，降低运输成本，规避贸易摩擦风险；4、出色且领先的线上运营能力，FY2020电商营收15.1亿港元，CAGR5达到80%；5、自建物流体系，形成独具特色的经销商帮扶能力。
- **内循环背景下国内市场大发力，海外市场抢份额。**首先，在国内大力促进消费背景下，我们认为公司未来驱动在内销，在线下门店开拓仍有较大空间，当前线下店铺近2900家，预计未来两年开店增速在700-900家/年，同时有望借助线上扩平台以及品类补短板等方式进一步打开成长空间。其次，越南工厂已经可以承接惠州的产能，令敏华已经完全具备对关税“免疫”的能力，不仅如此，还将助力敏华抢夺国内中小家具企业对美出口订单，提升敏华在美国的市占率。

投资建议

- 我们预计公司FY2021-FY2023年EPS分别为0.46、0.54和0.64港元，当前股价对应PE分别为22倍、19倍和15倍，考虑公司所处赛道的成长性、以及公司自身在渠道下沉、产品改进、销售推广方面的加速推进，业绩有望保持中高速增长，我们给予敏华FY2021年28X合理估值，对应目标价12.9港元，给予“买入”评级。

风险提示

- 门店扩张不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；存货周转下滑的风险；海外疫情影响加剧的风险；汇率波动的风险

内容目录

投资要件	5
1、功能软体赛道领跑者，内销加速成长中	6
1.1、内销驱动营收端弹性，欧美市场份额保持稳定	7
1.2、功能沙发为基本盘，床垫及其他产品贡献收入增量	8
1.3、现金分红率超 55%，重视股东回报	8
2、短期受益竣工回暖，中长期受益功能沙发加速渗透	9
2.1、竣工回暖虽有波折，但趋势不改，软体家居景气将确定上行	9
2.2、解脱枷锁+低渗透率，国内功能沙发行业成长红利亟待释放	9
2.3、敏华作为头部企业，将确定享受行业成长红利	11
3、什么是敏华的核心竞争力？	12
3.1、品牌力：“头等舱”的品牌形象深入人心	12
3.2、供应链：锐迈&钰龙，制造端的两张王牌	13
3.3、产能布局：国内分散降成本，海外布局避风险	16
3.4、线上运营：组建优秀的团队+设计爆款的产品	18
3.5、自建物流体系：解决运输痛点，形成经销商帮扶特色	21
4、内循环背景下，国内市场加速发展，海外市场抢夺份额	22
4.1、内销：线下扩门店+线上扩平台+产品补短板	22
4.2、外销：短期受益美国房地产销售反弹，中长期受益于份额头部集中	26
5、从财务角度如何看待敏华的基本面？	28
6、盈利预测和投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	30
盈利预测	30
投资建议	32
风险提示	32

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：FY2010- FY 2020 敏华控股营收及增速	6
图表 3：FY 2010- FY 2020 敏华控股净利润及增速	6
图表 4：FY2013-FY2020 公司分地区营收占比	7
图表 5：FY2015-FY2020 敏华各地区营收（亿港元）	7
图表 6：FY2011-FY2020 敏华各地区营收增速	7
图表 7：FY2017-FY2020 敏华控股分品类营收占比	8
图表 8：FY2018-FY2020 公司沙发及配套品营收及增速	8
图表 9：FY2018-FY2020 公司其他产品营收及增速	8
图表 10：FY2018-FY2020 HOME 集团营收及增速	8
图表 11：公司经营性净现金流较充沛	9
图表 12：公司长期分红率较高	9

图表 13: 根据新开工数据预测竣工环比有望逐月改善.....	9
图表 14: 房地产竣工交付集中于四季度.....	9
图表 15: 中国的功能沙发渗透率为 14.6%.....	10
图表 16: 敏华中国地区营收增速远高于行业增速.....	10
图表 17: 年轻消费者更看重沙发的舒适度.....	10
图表 18: 功能沙发的舒适度强于普通沙发.....	11
图表 19: 芝华仕针对小户型空间进行设计改进.....	11
图表 20: 功能沙发品牌芝华仕通过多维度强化品牌曝光.....	11
图表 21: 功能沙发的行业集中度 (CR4) 更高.....	12
图表 22: 2019 年中国功能沙发行业竞争格局.....	12
图表 23: 芝华仕门店的“头等舱”、“飞机”标识明显.....	13
图表 24: 芝华仕通过持续品牌输出锁定用户心智.....	13
图表 25: 公司历年原材料成本占比均在 80%以上.....	13
图表 26: 真皮、铁架、海绵是主要原材料构成.....	13
图表 27: 公司上游一体化的过程.....	14
图表 28: 公司通过并购和合资设立的方式控制关键零部件的生产.....	14
图表 29: 公司主要原料部件及其自主生产公司.....	14
图表 30: 凯迪股份智能驱动系统单位成本呈下降趋势.....	15
图表 31: 永艺股份功能座椅配件单位成本呈下降趋势.....	15
图表 32: 铁架、电机单位成本下降幅度对出厂定价影响的敏感性分析.....	15
图表 33: 铁架、电机单位成本下降幅度对零售端定价影响的敏感性分析.....	15
图表 34: 敏华功能沙发可做到与中高端休闲时尚沙发同等价位.....	16
图表 35: 公司前五大供应商采购额比例整体下降.....	16
图表 36: 公司最大供应商占年度采购额比例.....	16
图表 37: 公司沙发及配套品毛利率竞争优势明显.....	16
图表 38: 敏华已完成全国产能布局.....	17
图表 39: 国内主要家居品牌商生产基地遍布全国.....	17
图表 40: FY2020 公司沙发产能达到 238 万套.....	18
图表 41: 中国家具电商渗透率低于电器.....	18
图表 42: 美国线上家具渗透率.....	18
图表 43: 中国线上家具零售业务处于成长期.....	19
图表 44: 软体家具企业天猫旗舰店成立时间.....	19
图表 45: 软体家具企业天猫旗舰店粉丝数量对比.....	19
图表 46: 电商收入占比逐年攀升.....	20
图表 47: 芝华仕在阿里全网沙发品类销售额稳居前两名.....	20
图表 48: 公司线上采取“爆款大单品策略”.....	20
图表 49: 芝华仕线上产品定价与线上主流价格带相契合.....	21
图表 50: 芝华仕电商迎合年轻人审美打造猫咪单椅.....	21
图表 51: 各品牌阿里最近一年线上销售情况对比.....	21

图表 52: 芝华仕全网线上销售额 (亿元人民币) 维持高增速.....	21
图表 53: 敏华及同行业公司物流运输费率对比.....	22
图表 54: 公司国内线下店铺持续扩张.....	22
图表 55: 2013 年以来公司线下渠道扩张提速.....	22
图表 56: 敏华线下店铺数量仍有提升空间 (单位: 家)	23
图表 57: 敏华与顾家线下门店净增加数量对比 (单位: 家)	23
图表 58: 公司已建立起多层次的产品矩阵.....	23
图表 59: 沙发品类的成熟品牌体系与成长品牌体系	24
图表 60: 床垫品类体系不断完善.....	24
图表 61: 线下单店收入影响因素拆分.....	24
图表 62: 阿里口径芝华仕床垫市场份额与沙发比仍有提升空间.....	25
图表 63: 阿里口径芝华仕床垫销售量与沙发相比有提升空间.....	25
图表 64: 芝华仕沙发在阿里线上份额.....	25
图表 65: 芝华仕双 11 线上销售额仍集中在天猫.....	25
图表 66: 公司 FY2020 床垫门店数量约占 20%.....	26
图表 67: 座椅、床垫及智能家居零部件营收体量及增速.....	26
图表 68: 床垫市场行业集中度低.....	26
图表 69: 美国新屋销售量复苏反弹明显.....	27
图表 70: 美国成屋销售量复苏反弹明显.....	27
图表 71: 6 月以来美国家具零售业进入恢复期.....	27
图表 72: 7-8 月中国家具及配件出口同比增速超 20%.....	27
图表 73: 芝华仕位居美国五大功能沙发厂商第二名.....	28
图表 74: 公司对前五大客户依赖度逐渐降低.....	28
图表 75: 敏华与同行业公司毛利率对比.....	28
图表 76: 敏华与同行业公司净利率对比.....	28
图表 77: 敏华与同行业公司销售费用率对比.....	29
图表 78: 敏华与同行业公司管理费用率对比.....	29
图表 79: 公司存货周转率 (次数) 处于同行中偏上位置.....	29
图表 80: 公司存货中产成品占比下滑.....	29
图表 81: 敏华外销业务营收占比逐渐下降.....	30
图表 82: 公司应收账款周转率 (次数) 好于同行家具外销企业.....	30
图表 83: 公司经营净现金流/净利润比率较同行业其他公司更稳定.....	30
图表 84: 公司主要业务营收及毛利预测.....	31
图表 85: 可比公司估值.....	32

投资要件

■ 关键假设

1、内销业务：

公司作为在品牌、供应链方面具有核心竞争壁垒的软体龙头，受益于在内销产品设计、渠道扩张、品类扩张的驱动，我们预计 FY2021-FY2023 中国市场营销收同比+40.9%/+28.2%/+20.3%，毛利率分别为 39.4%/40.0%/40.1%。其中，①线上：未来 3 年公司有望在电商平台持续发力，且在品类、平台发展上进一步突破，预计 FY2021-FY2023 电商渠道营收同比增长 68%/50%/33%，预计毛利率为 49%/48%/47%；②线下：门店扩张速度有望加快，FY2021-2023 新增门店 850/600/450 家，门店数量有望达到 3724/4324/4774 家，单店提货额同比增速为 5.5%/4.5%/4.0%。

2、外销业务：

①北美市场：受益于越南工厂建成后产能爬坡、贸易战环境下出口供应链集中度的提升，以及考虑到 4-6 月海外疫情导致的外销订单下滑，我们预计 FY2021-2023 北美市场营收同比 +6%/13%/12%，毛利率分别为 33%/32%/32%；②欧洲及其他海外市场：我们预计 FY2021-2023 营收增长 0%/7%/7%，毛利率分别为 25.5%/25.8%/26.0%。

综合内销和外销业务，公司 FY2021-2023 整体营收增速分别为 22.7%/20.2%/15.9%；毛利率分别为 36.4%/36.8%/37.1%。

3、费用预测

由于 FY2021 是公司渠道加速开拓的元年，公司会加速品牌推广和市场营销，我们预计 FY2021 销售费用率有所提升，FY2022 开始销售费用率缓慢下滑，预计 FY2021-2023 销售费用率为 18.1%/17.9%/17.5%，销售费用绝对值同比增量为 7.0 亿港元/5.1 亿港元/4.3 亿港元；预计 FY2021-2023 管理费用率为 4.8%/4.6%/4.6%，管理费用绝对值同比增量为 0.9 亿港元/1.1 亿港元/1.3 亿港元。

■ 我们区别于市场的观点

1、市场空间层面，我们认为功能沙发渗透快于普通工艺沙发，伴随龙头在解决关键零部件成本后带来的价格带下探、新零售传播方式下带来的 C 端认知度和接受度的加速提升、产品设计的改进等，功能沙发赛道的成长空间超过市场认知。

2、行业格局层面，功能沙发偏“电器”的产品属性下，兼具制造和品牌势能的龙头企业有望优先享受行业扩容红利；且先发者打通产业链构筑低成本优势，进一步抬升后来者进入门槛，功能沙发赛道原有的头部品牌有望率先享受行业红利。

3、公司层面，敏华作为内销功能沙发的主要推动者，在产品、品牌布局、供应链控制上具有长期积累的核心壁垒，伴随公司在全渠道的加速推进、品类开拓、越南产能的爬坡，公司有望实现内、外销市场份额的加速提升。

■ 股价上涨的催化因素

- 1、线下开店增速超预期
- 2、外销订单增速超预期
- 3、线上营销推广效果超预期

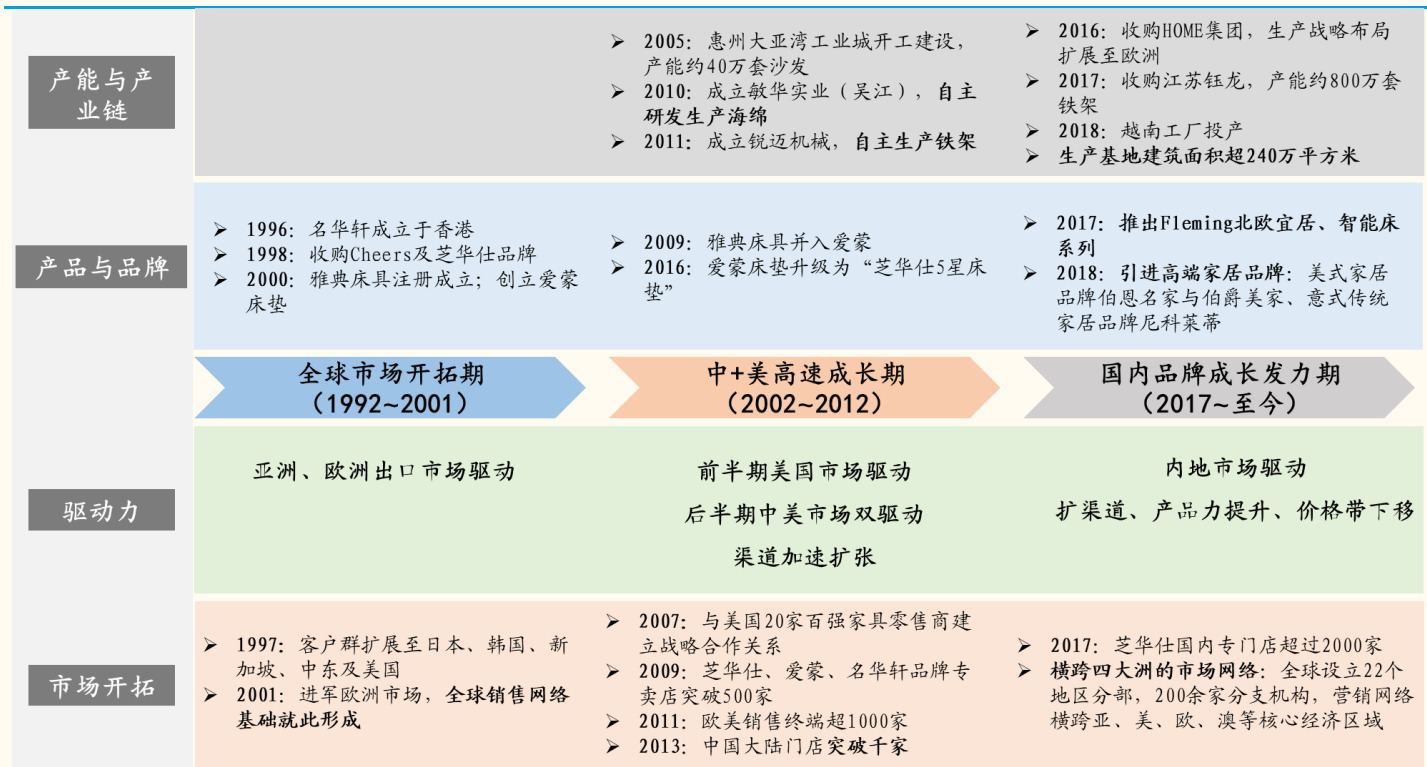
■ 估值和目标价格

我们选取可比公司相对估值法，并结合公司自身的成长性，认为 FY2021 公司合理的市盈率为 28 倍，对应目标价 12.9 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

1、功能软体赛道领跑者，内销加速成长中

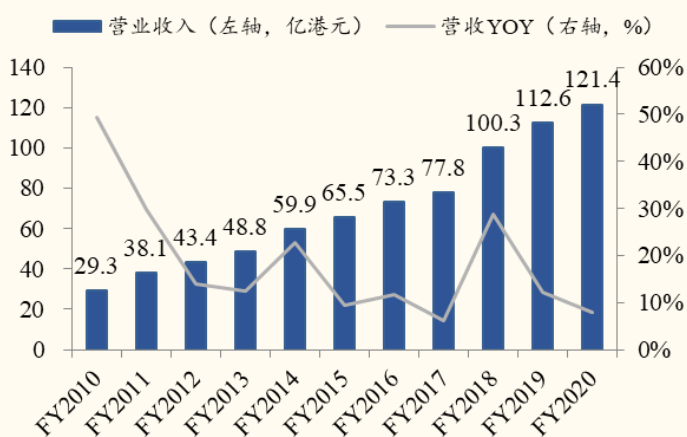
敏华控股 1992 年在香港成立，专注于沙发、床垫及智能家居的制造，公司凭出口起家，先后拓展东亚、欧洲、北美市场，以芝华仕品牌经营国内市场，自 2017 财年起，国内营收占比开始超过出口，国内市场成为驱动公司规模增长的主要发力点。2020 财年，公司实现营收 121.4 亿港元，同比增长 7.9%，实现净利润 16.9 亿港元，同比增长 20.5%。

图表 1：公司发展历程



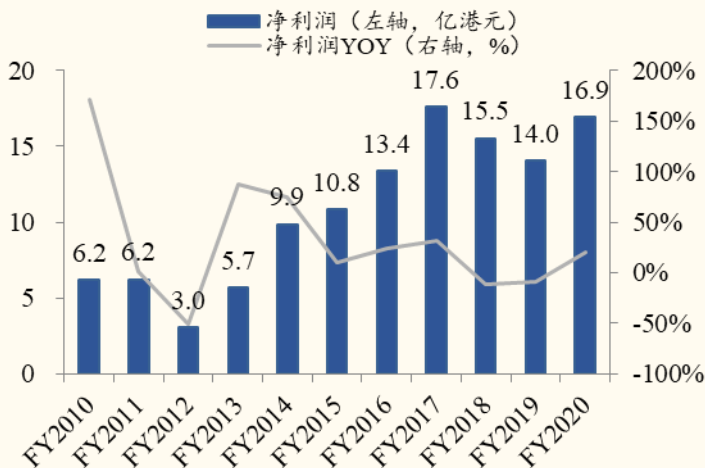
来源：敏华控股官网，芝华仕官网，国金证券研究所

图表 2：FY2010- FY2020 敏华控股营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：FY2010- FY2020 敏华控股净利润及增速

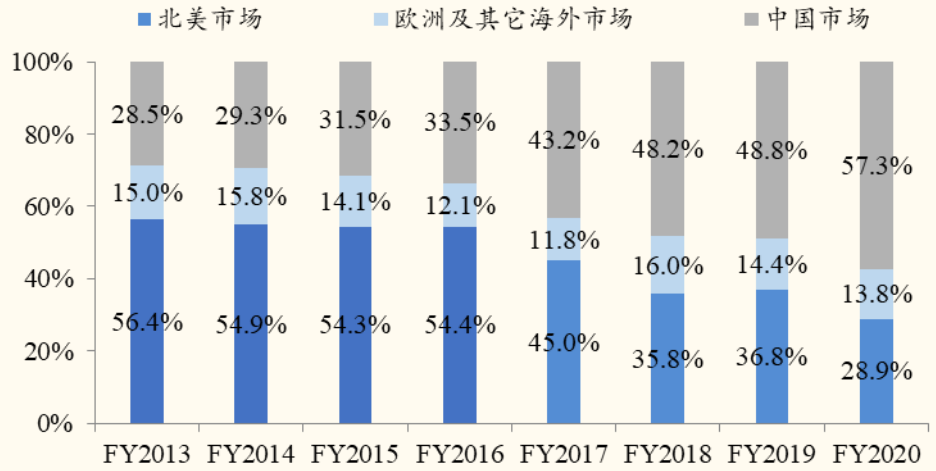


来源：公司公告，国金证券研究所

1.1、内销驱动营收弹性，欧美市场份额保持稳定

分区域看，2020 财年，中国/北美/欧洲及其他海外营收为 69.55/35.08/16.82 亿港元，营收占比分别为 57.3%/28.9%/13.8%，国内营收占比已经超过一半，成为驱动营收增长的重要因素。

图表 4: FY2013-FY2020 公司分地区营收占比



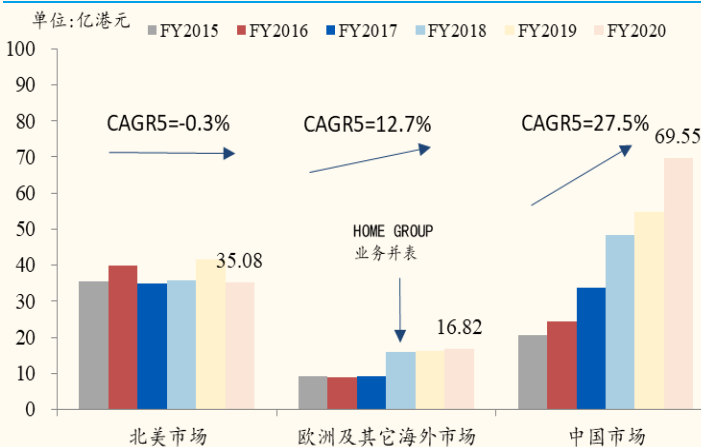
来源：公司公告，国金证券研究所

中国市场：品牌积累+全渠道扩张，是公司未来成长主轴线。 FY2015 至 FY2020 年，中国市场营销营收由 20.66 亿港元增长至 69.55 亿港元，过去五年营收 CAGR 为 27.5%，中国市场的营收占比由 31.5% 提升至 57.3%。

北美市场：提前布局越南产能，有望保持稳步增长。 FY2015 至 FY2020 年，北美市场营销营收由 35.62 亿港元略降至 35.08 亿港元，过去五年营收 CAGR-0.3%，营收占比由 54.3% 下降至 28.9%。2019 年敏华在美国功能沙发生产商中排名第二，市占率 10.8%，为规避贸易战对美国出口业务的影响，公司于 2018 年 6 月收购越南 Beyond 家具公司，受 2019 年上半年产能未完全转移及新冠疫情导致需求放缓的影响，2020 财年美国营收为 35.08 亿港元，同比下降 15.4%。伴随疫情减弱，美国需求呈逐月恢复。

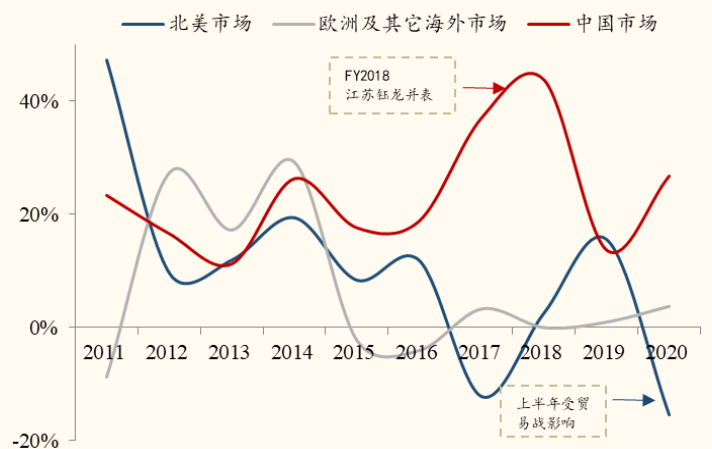
欧洲及其他海外市场：收购 HOME 集团稳固欧洲市场份额。 FY2015 至 FY2020 年，欧洲及其他海外市场营收由 9.26 亿港元增长至 16.82 亿港元，复合增速达 12.7%。公司 2016 年底收购欧洲的 Home 集团进行本地化生产销售，有力保证公司在欧洲市场的份额，目前欧洲及其他海外市场营收占比保持稳定。

图表 5: FY2015-FY2020 敏华各地区营收 (亿港元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6: FY2011-FY2020 敏华各地区营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、功能沙发为基本盘，床垫及其他产品贡献收入增量

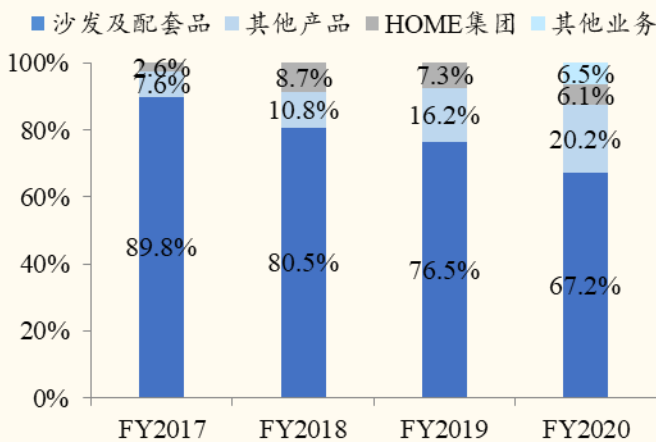
2020 财年，公司沙发及配套品/其他产品/HOME 集团的营收为 81.55/24.53/7.44 亿港元，营收占比分别为 67.2%/20.2%/6.1%。

沙发及配套品为基本盘。虽然受 2020 年初新冠疫情影响，增速由 2018 年 15.67% 下降至 2020 年 -5.34%，但国内市场在疫情后，重新开始高速增长，对美出口亦在美国复工复产之后，逐渐恢复增长。

床垫为代表的其他产品高速增长，过去 3 年复合增速 61.5%。其他产品主要为床垫、智能家居及功能铁架。目前，除沙发外，公司在软体等其他产品营收规模仍较小，此项业务未来增长弹性较大。

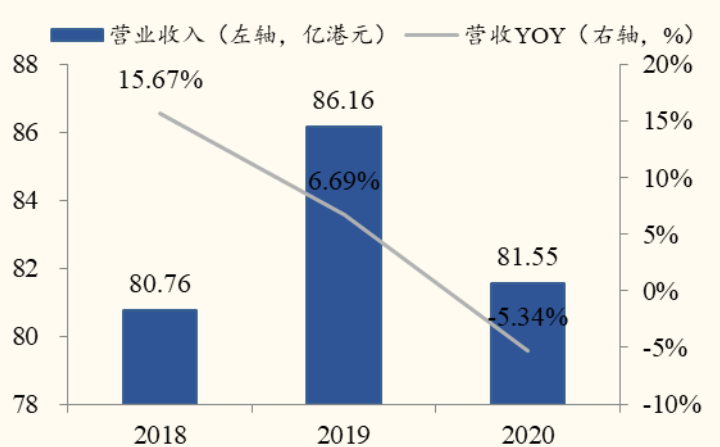
HOME 集团业务较为稳健。受欧洲新冠疫情影响，HOME 集团业务 2020 财年营收 7.44 亿港元，同比下降 9.66%，预计疫情恢复后，增速有望实现转正。

图表 7: FY2017-FY2020 敏华控股分品类营收占比



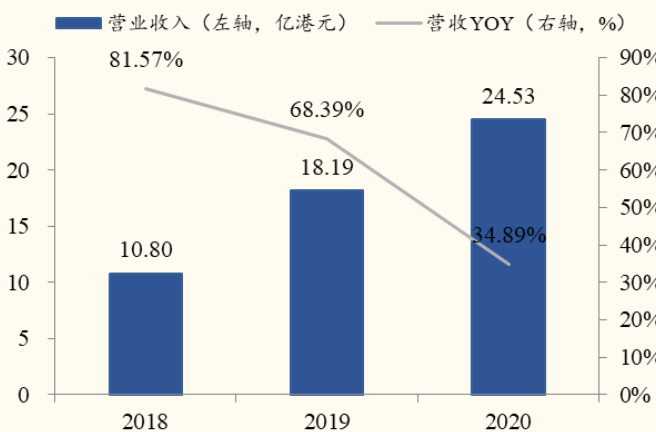
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8: FY2018-FY2020 公司沙发及配套品营收及增速



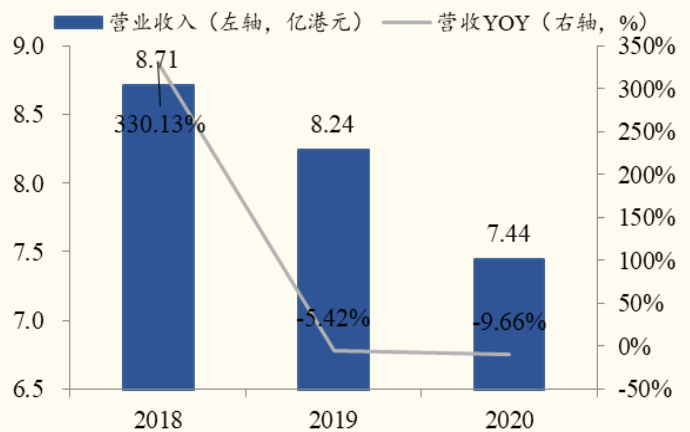
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9: FY2018-FY2020 公司其他产品营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10: FY2018-FY2020 HOME 集团营收及增速



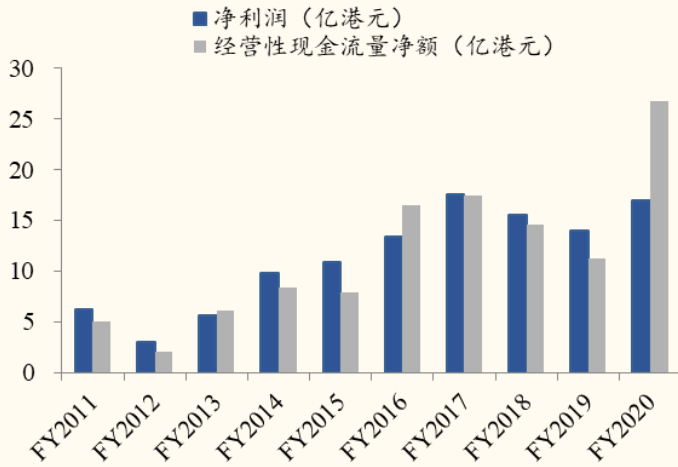
来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、现金分红率超 55%，重视股东回报

敏华经营性现金流较为充沛，且重视对股东的回馈。上市以来公司累计现金分红 67.9 亿港元，平均分红率 55.32%，这主要得益于公司整体稳健的投资风格，FY2019 公司分红率有所下降，主要原因是公司当期收购了越南工厂以及购买

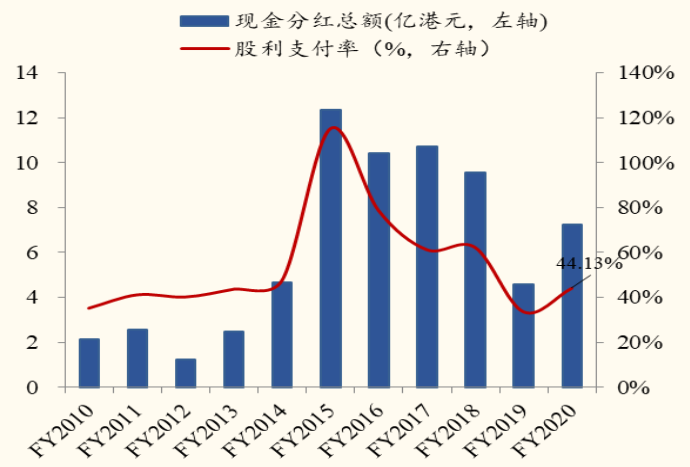
深圳前海土地，导致当期投资支出加大，负债率提升，现金分红降低，但FY2020 分红率有所回升。我们预计未来随着资产负债率的逐步降低，公司高分红率有望保持。

图表 11：公司经营净现金流较充沛



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：公司长期分红率较高



来源：公司公告，国金证券研究所

2、短期受益竣工回暖，中长期受益功能沙发加速渗透

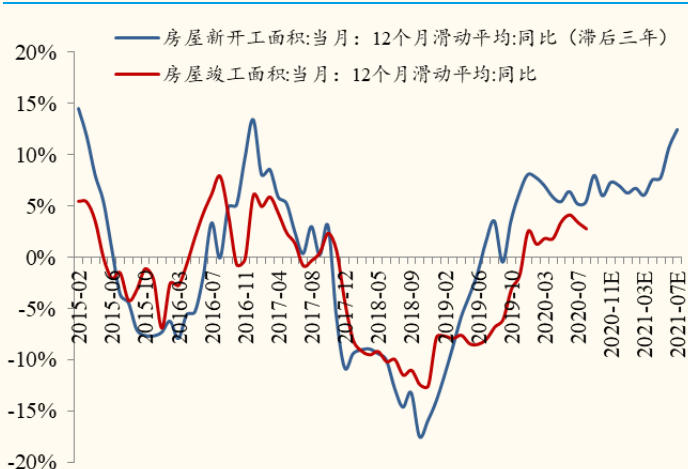
今年 6-8 月受洪灾天气等因素影响，竣工进程有所放缓，但我们认为国内房地产竣工回暖的趋势不会改变，预计自 9 月，施工进度恢复正常后，竣工数据将逐月向好，进一步提振国内家居产业的景气度。

中长期看，阻碍国内功能沙发渗透率提升的因素在弱化，而目前功能沙发在国内市场渗透率较低，我们认为功能沙发拥有巨大的成长红利亟待释放，敏华作为国内功能沙发行业的鼻祖，将充分受益。

2.1、竣工回暖虽有波折，但趋势不改，软体家居景气将确定上行

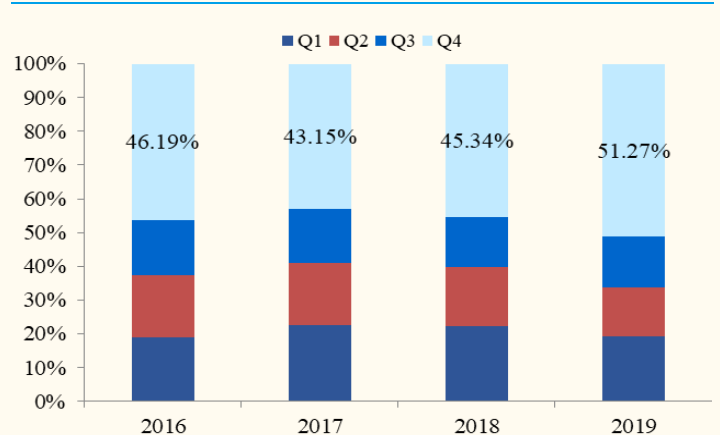
我们认为在当前景气度较为宽松的条件下，房地产商资金压力相对缓解，预计 Q3 有望开启竣工的持续复苏，且未来 2 年有望维持较好景气度。2020H1 行业低基数奠定 2021 年上半年行业良好增长基础。6-8 月受制于天气洪涝灾害等原因当月同比有所收缩，预计 9 月起竣工数据将重新向好，趋势不改。

图表 13：根据新开工数据预测竣工环比有望逐月改善



来源：WIND，国金证券研究所预测

图表 14：房地产竣工交付集中于四季度



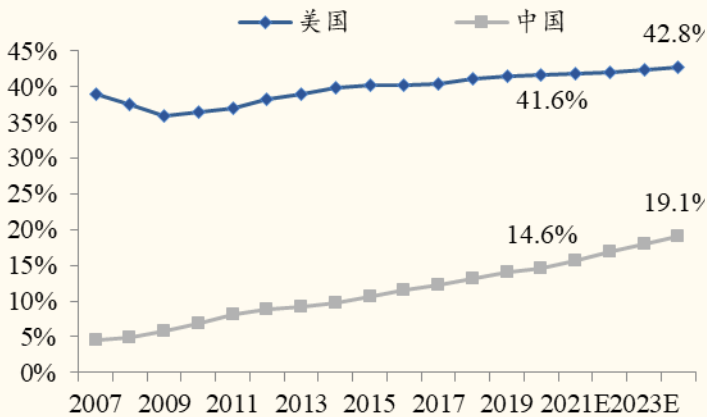
来源：WIND，国金证券研究所

2.2、解脱枷锁+低渗透率，国内功能沙发行业成长红利亟待释放

过往国内功能沙发的渗透率不及欧美主要存在三个问题：(1) 消费者培育时间短，“功能特征”认知度低。中国功能沙发品牌对消费者认知的培养始于 2010 年，而美国始于 20 世纪 60 年代。(2) 产品样式、尺寸与中国普通家庭匹配度低。源自欧美的功能沙发，体积过大，不适合中国的小户型住宅，而且欧美风设计偏贵气、厚重，与东方简约、含蓄的文化风格并不匹配；(3) 功能沙发价格过高，大众家庭难以承受。

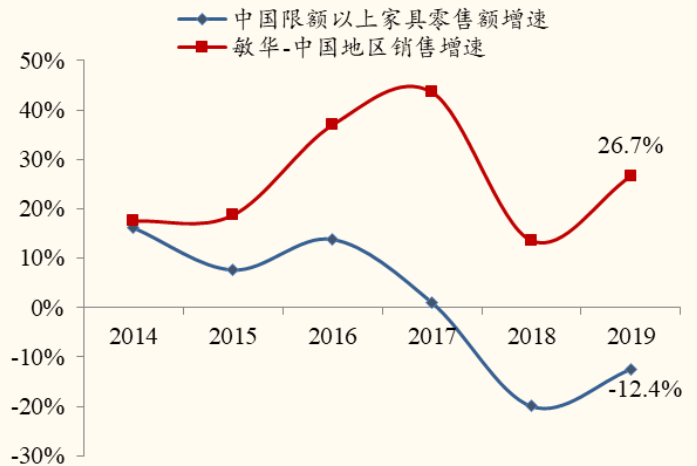
这些影响功能沙发行业在国内发展的不利因素正逐渐弱化，可支配收入上升带来家庭更强的购买力；功能沙发品牌增加以及强化营销宣传，令消费者认知度提升；而产品设计的中国化以及中低价系列的丰富，则令功能沙发完全具备了“飞入寻常百姓家”的能力。目前国内功能沙发的渗透率为 14.6%，而美国功能沙发渗透率已达 41.6%，考虑中美两国人口绝对规模和渗透率方面的巨大差异，国内功能沙发行业拥有巨大的成长潜力。

图表 15：中国的功能沙发渗透率为 14.6%



来源：沙利文，公司公告，国金证券研究所

图表 16：敏华中国地区营收增速远高于行业增速



来源：WIND，公司公告，国金证券研究所

2.2.1、需求端：功能沙发更能满足年轻群体对舒适的渴望

贝壳研究院发布的《2018 年全国购房者调查报告》显示，2018 年购房者平均年龄为 29.5 岁，国内买房年轻化趋势明显。作为房地产后周期产业，零售家具行业的主要客户群体也已转变为 **25-35 岁的青年消费者**。功能沙发与普通固定沙发最大的区别在于：功能沙发以“舒适”为卖点，具备姿态调整，形态变换等附加功能，而国内白领一族普遍存在“肩颈腰”等问题，功能沙发能够给消费者带来更舒适的体验感。随着国内人均收入的提升，我们认为年轻消费群体愿意在购买力增强的背景下，为“舒适”支付“溢价”，功能沙发的功能性拥有了良好的“变现基础”。

图表 17：年轻消费者更看重沙发的舒适度

区域	注重因素
工作区	桌椅类家具的高度比例
储物区	容量，对零散空间的利用
会客区	舒适度和美观度
睡眠区	接触面的舒适程度和材料安全性
饮食区	清洁的难易程度

来源：《一线城市青年群体的家具消费行为研究》，国金证券研究所

图表 18：功能沙发的舒适度强于普通沙发



来源：天猫，国金证券研究所

2.2.2、品牌商：产品“改进”+强化营销，扩大“群众”基础

以芝华仕为代表的功能沙发龙头企业通过强化品牌营销，以及外观和尺寸的设计本土化，丰富价格带，正在全面“拥抱”中国市场。

产品方面的改进主要体现在物理和价格两个维度：

- 物理方面：主要涉及外观、颜色和尺寸。①重新设计外观和颜色，适应中国本土的文化；②重新设计功能沙发的尺寸，适应中国房屋的面积。
- 价格方面：通过新材料应用，比如仿真皮和布艺替代真皮，降低材料成本，令功能沙发的价格带下移。

多渠道强化营销，例如敏华控股利用线下电梯植入广告的高频传播、时髦瘫大秀，线上进行综艺广告投放、抖音短视频挑战赛等方式，提升大众对于功能沙发和品牌的认知度。

图表 19：芝华仕针对小户型空间进行设计改进



来源：天猫，国金证券研究所

图表 20：功能沙发品牌芝华仕通过多维度强化品牌曝光



来源：抖音，国金证券研究所

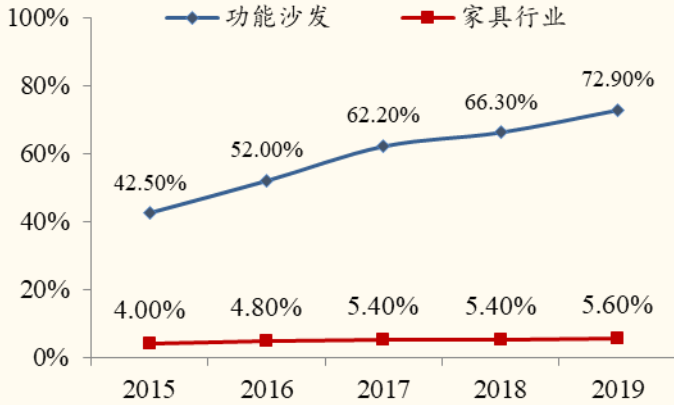
2.3、敏华作为头部企业，将确定享受行业成长红利

2015-2019 年，国内功能沙发行业的集中度呈现两个变化特征：1、集中度提升步伐很快；2、集中度可以达到很高水平。我们认为其内在核心逻辑是功能沙

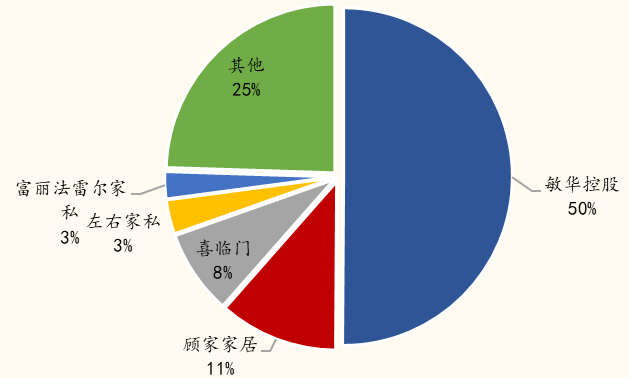
发行业的准入门槛显著高于家具行业整体，因此一旦功能沙发企业确立头部地位，则能连续、稳定地获取远超行业增速的发展。

2019年敏华控股在国内功能沙发行业占据半壁江山，超出第二名顾家的市占率接近40pcts，是当之无愧的头部中的头部企业，敏华在功能沙发行业已经构建了强大的竞争优势。我们认为一旦功能沙发行业增长突破临界点，敏华将最为受益。

图表 21：功能沙发的行业集中度 (CR4) 更高



图表 22：2019 年中国功能沙发行业竞争格局



来源：公司公告援引自 Euromonitor，国金证券研究所

来源：公司公告援引自 Euromonitor，国金证券研究所

3、什么是敏华的核心竞争力？

敏华在功能沙发行业构建起强大的竞争力，主要依托于五个方面：1、多年品牌营销投入，在功能沙发领域树立强品牌认知度；2、深度掌控供应链，构筑制造端低成本优势；3、全国及海外产能布局，降低运输成本，规避贸易摩擦风险；4、出色且领先的线上运营能力；5、独有的经销商帮扶能力。

3.1、品牌力：“头等舱”的品牌形象深入人心

标志性图案强化品牌形象，“把控”消费者心智。 芝华仕的商标选用“头等舱”、飞机的标识，令人引发飞机上“头等舱”舒适、高档场景联想，塑造出品牌高贵的形象。同时结合品牌口号，以头等舱的定位为出发点，开展“全民升舱日”的主题品牌营销活动。

多维度提升品牌曝光度， 由于沙发属于耐用消费品，下游消费者多为新用户，因此需要持续进行品牌的曝光。公司一方面通过在央视等主流媒体投放广告，布局机场安检框等措施增加曝光度，另一方面与北京卫视真人秀《向往的星居》进行合作，通过明星体验官设计家装、抖音短视频等方式，潜移默化地加强消费者对于功能沙发和芝华仕系列产品的认知。

图表 23: 芝华仕门店的“头等舱”、“飞机”标识明显



来源: 草根调研, 国金证券研究所

图表 24: 芝华仕通过持续品牌输出锁定用户心智

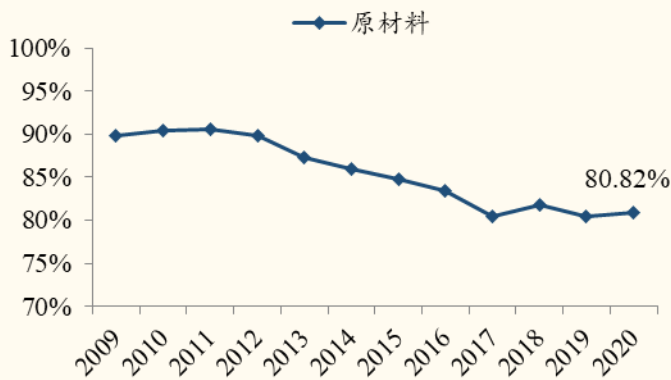


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2、供应链: 锐迈&钰龙, 制造端的两张王牌

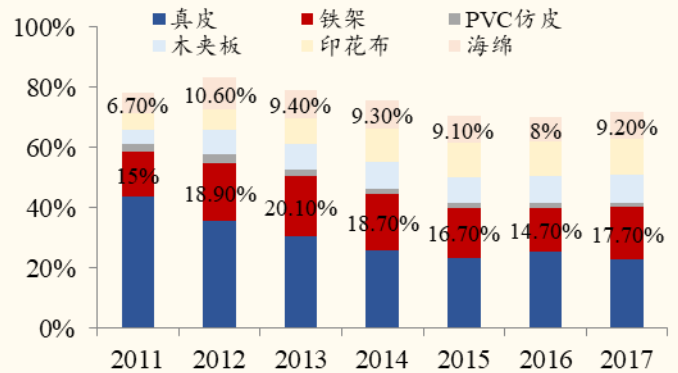
功能沙发的主要原料包括真皮/印花布, 铁架, 电机, 海绵等, 原材料成本占生产成本比重超过 80%, 其中铁架、电机是关键核心部件, 成本占总成本 20%以上。敏华于 2011 年自建江苏锐迈用于研发电机, 2018 年并购铁架公司江苏钰龙, 至此完全掌握最重要的核心零部件。通过掌控锐迈、钰龙, 敏华相较于同行, 具备了明显的成本优势, 更为重要的是, 敏华在产品定制化方面的优势独一无二, 2020 年敏华在电商渠道推出爆款单椅产品就是这种优势的完美诠释。

图表 25: 公司历年原材料成本占比均在 80%以上



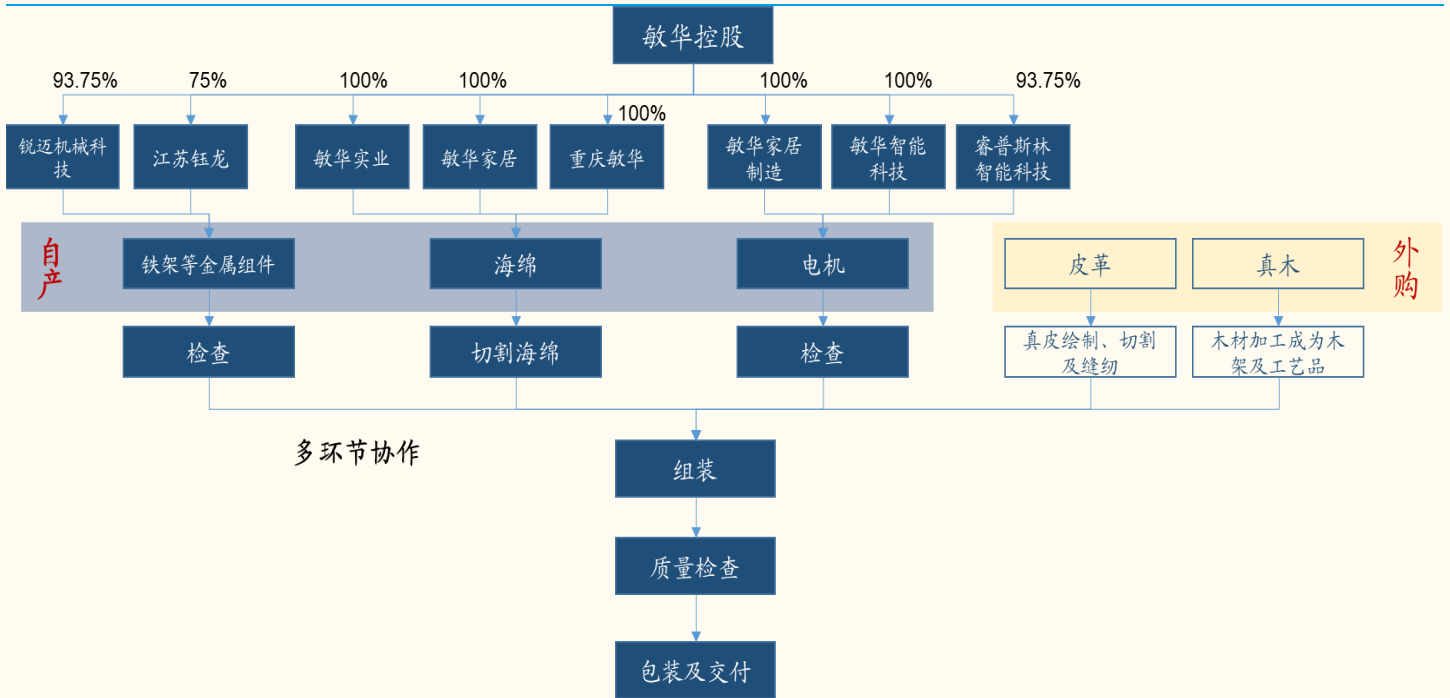
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 真皮、铁架、海绵是主要原材料构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27：公司上游一体化的过程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：公司通过并购和合资设立的方式控制关键零部件的生产

公司名称	方式	时间	出资额 (亿元 RMB)	持股比例	购买当期 P/E	主营业务
吴江锐迈	合资设立	2011/4/22	3.75	93.75%	-	电机、铁架
江苏钰龙	收购	2018/1/1	2.40	80.00%	4.91	铁架

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：公司主要原料部件及其自主生产公司

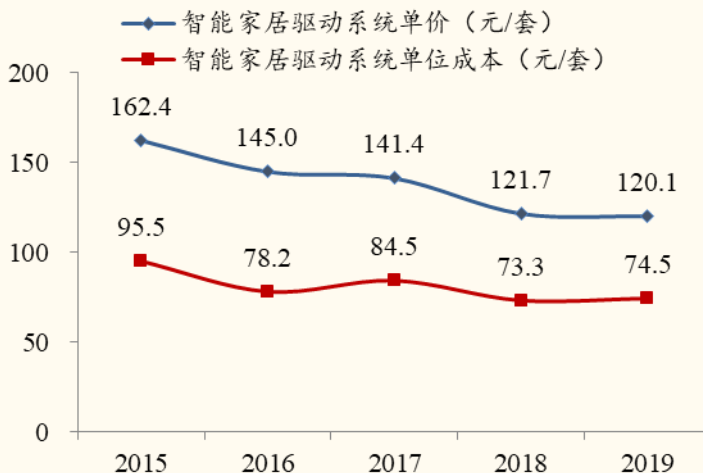
原材料种类	主要生产公司	技术/成本优势
铁架	锐迈机械科技 (吴江)，江苏钰龙 (FY2018 并表)	a. 全球最大的铁架供应商，吴江和泰州两个生产基地共拥有约 1600 万套铁架产能，不仅可以实现铁架 100% 自供； b. 公司自主研发的太空硅胶垫片及碳钢合金架，结实稳固，无噪音，可以经受 26 万次伸缩无折损。
海绵	敏华实业 (吴江)，敏华家居 (中国)，重庆敏华	公司通过自主研发，根据人体工程学设计，在沙发的不同部位填充不同密度海绵，极大地提高了产品的舒适程度
电机	锐迈机械科技 (吴江)	a. 公司已基本实现电机自供； b. 公司研发的电机欧洲标准检测 1700N 大推力

来源：公司年报，芝华仕官方旗舰店，国金证券研究所

根据上游电机线性驱动上市公司凯迪股份、功能沙发铁架配件上市公司永艺股份对外披露的单位电机、铁架成本，我们发现近年来随着技术的成熟与规模的扩大，上游配件成本整体呈下降趋势。根据我们的测算，假定品牌商的毛利率保持不变，若单位铁架、电机成本分别降低 20 元，出厂价可下调 188 元，零售定价可下调 341 元。过去功能沙发品牌受限于电机、铁架关键部件的高成本，

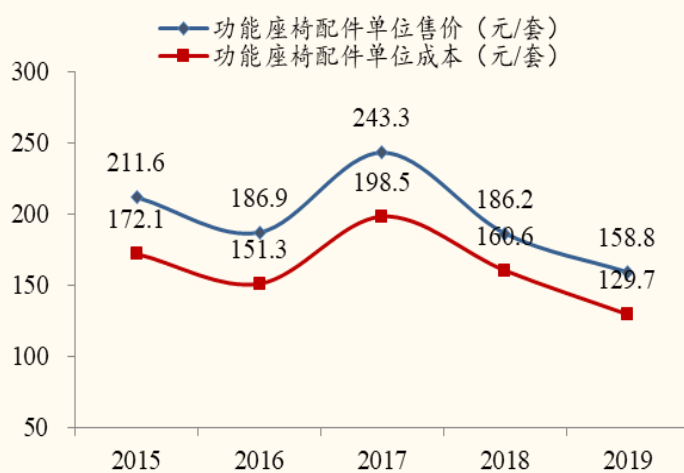
只能局限在高端定位。此次公司完成关键零部件的整合与自研，有助于中低端产品的开发，向下延展系列价格带，在成本端消除渠道下沉的阻碍。

图表 30：凯迪股份智能驱动系统单位成本呈下降趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：永艺股份功能座椅配件单位成本呈下降趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：铁架、电机单位成本下降幅度对出厂定价影响的敏感性分析

		铁架单位成本下降金额 (元/个)							
出厂价变化幅度		5	10	15	20	25	30	35	40
电机单位成本下降金额 (元/个)	5	47	70	94	117	141	164	188	211
	10	70	94	117	141	164	188	211	234
	15	94	117	141	164	188	211	234	258
	20	117	141	164	188	211	234	258	281
	25	141	164	188	211	234	258	281	305
	30	164	188	211	234	258	281	305	328
	35	188	211	234	258	281	305	328	352
	40	211	234	258	281	305	328	352	375

来源：国金证券研究所测算；假设：单套沙发包含三个铁架+三个电机，厂家毛利率 36%

图表 33：铁架、电机单位成本下降幅度对零售端定价影响的敏感性分析

		铁架单位成本下降 (元/个)							
零售价变化幅度		5	10	15	20	25	30	35	40
电机单位成本下降 (元/个)	5	85	128	170	213	256	298	341	384
	10	128	170	213	256	298	341	384	426
	15	170	213	256	298	341	384	426	469
	20	213	256	298	341	384	426	469	511
	25	256	298	341	384	426	469	511	554
	30	298	341	384	426	469	511	554	597
	35	341	384	426	469	511	554	597	639
	40	384	426	469	511	554	597	639	682

来源：国金证券研究所测算；假设：单套沙发包含三个铁架+三个电机，厂家毛利率 36%，下游经销商毛利率为 45%

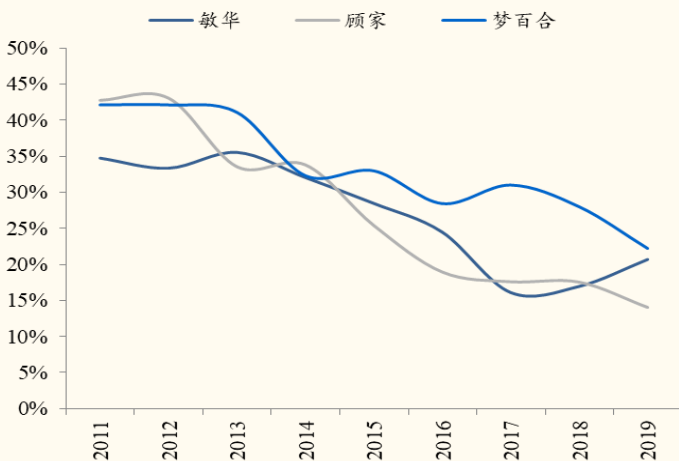
图表 34：敏华功能沙发可做到与中高端休闲时尚沙发同等价位

比较类型	品牌名称	价格 (元/套)	品类	比较款式	品牌名称	价格 (元/套)	品类
真皮沙发； 四人位+躺左	芝华仕	10499	功能沙发	布艺沙发； 三人位沙发	芝华仕	3499	功能沙发
	顾家家居	10299	普通时尚沙发		顾家家居	3299	普通时尚沙发
	左右家私	11039	普通时尚沙发		左右家私	3459	普通时尚沙发

来源：天猫，国金证券研究所

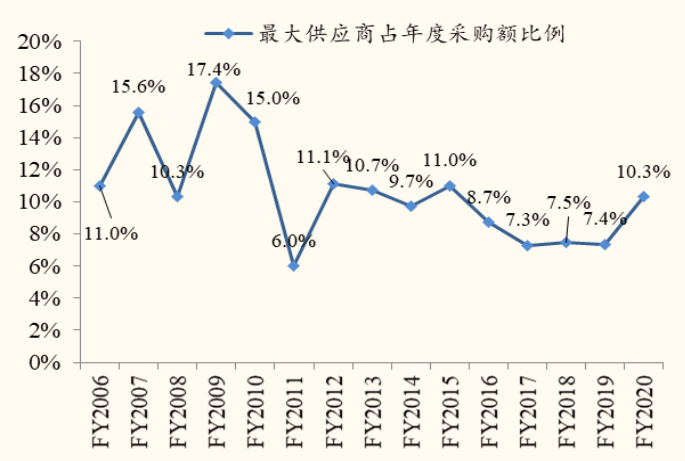
深度获取上游产业链价值，令敏华的毛利率较其它国内软体同行高 3-10pct，功能沙发上游铁架行业高度集中，公司的铁架市场份额超 50%，在满足自身功能沙发所需要的铁架之外，公司将自身 40%的铁架产能用于对外销售，不仅能获取上游的价值，在关键零部件上具有较强的议价能力，亦能通过对外销售铁架，及时掌握行业的发展脉络。

图表 35：公司前五大供应商采购额比例整体下降



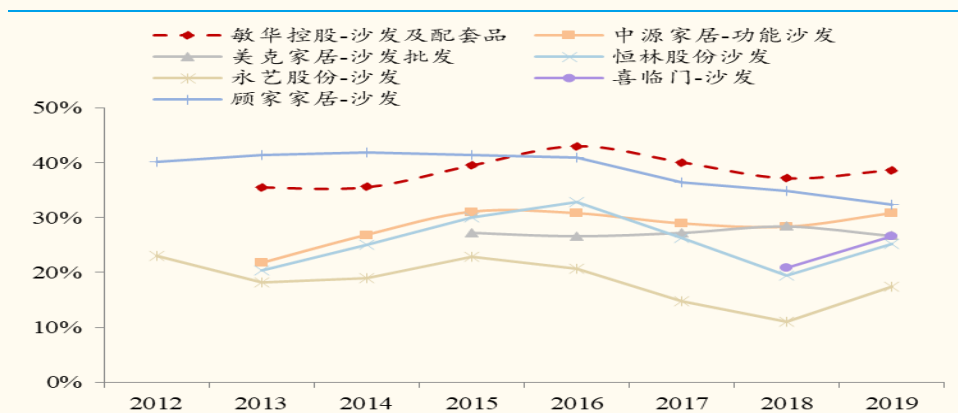
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：公司最大供应商占年度采购额比例



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：公司沙发及配套品毛利率竞争优势明显

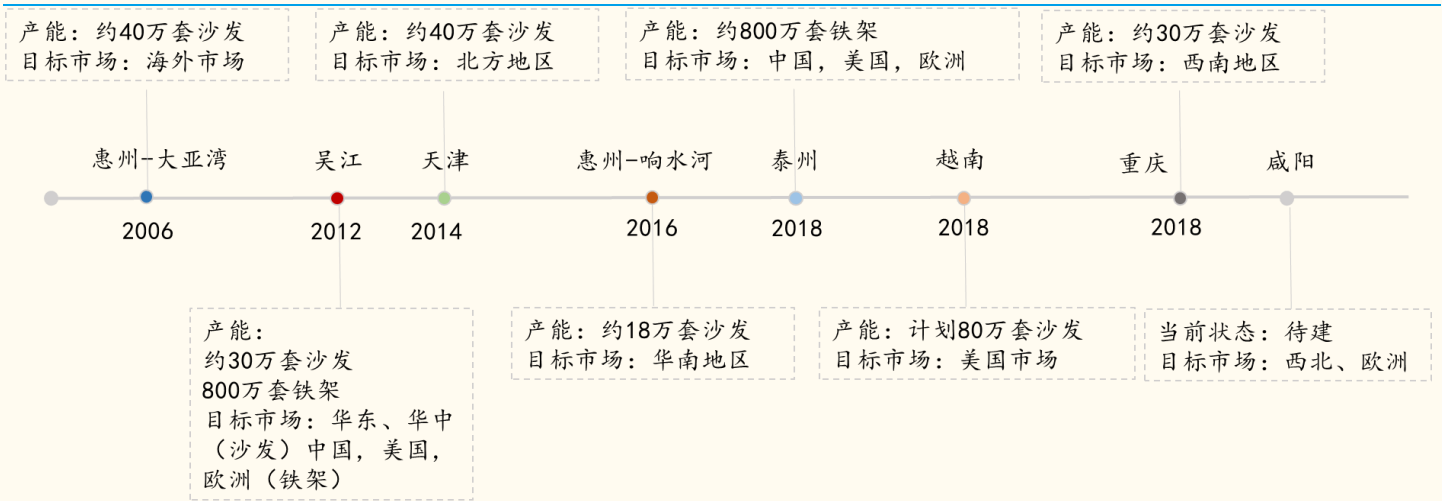


来源：公司公告，国金证券研究所；注：敏华由于 2015 年及之前沙发及配套品毛利率未披露，但该业务占整体营收比重超过 90%，故 2013-2015 年数据为整体毛利率

3.3、产能布局：国内分散降成本，海外布局避风险

产能布局方面，公司从广东惠州起家，目前已经在天津、吴江、重庆建立生产基地，形成了 158 万套沙发的产能，并计划在西北的咸阳建立生产基地，从而完全全国产能布局。

图表 38：敏华已完成全国产能布局



来源：公司公告，国金证券研究所

软体家居属于不可拆卸安装的大件商品，存在运输效率低、运输费用贵，容易破损等问题。因此全国性的产能布局，将降低运输成本，缩短产品交付周期以及降低产品在运输过程中破损的风险。

图表 39：国内主要家居品牌商生产基地遍布全国

公司名称	主营业务	营收规模 (亿元人民币)	生产基地 数量	生产基地分布	门店数量 (家)	线上官方旗舰店 粉丝数(万人)	公司成立时间
敏华控股	沙发、床垫、智能床	110.10	12	重庆, 天津, 惠州, 吴江, 泰州, 越南, 乌克兰, 波兰, 爱沙尼亚, 立陶宛	2874	252.2	2004
顾家家居	客厅及卧室家具, 包括沙发, 床, 餐桌, 椅等	110.9	6	杭州, 深圳, 嘉兴, 黄冈, 越南	4518	318	2006
欧派家居	整体橱柜, 衣柜, 卫浴, 定制木门	135.33	5	天津, 清远, 广州, 无锡, 成都	7095	77.4	1994
全友家私	板式套房家具、实木家具、床垫、沙发、软床	-	6	成都, 潜江, 苏州, 丹棱, 青神、珙县	3000+	507	1986
华达利	皮革、沙发制造生产	-	9	常熟, 昆山, 淮安, 扬州, 澳大利亚, 意大利, 日本	5000+	6	1989
左右家私	全品类家具	-	4	深圳, 惠州, 宿州, 成都	2900+	77.1	1995
喜临门	床垫, 软床	48.71	9	绍兴, 嘉兴, 香河, 成都, 佛山, 兰考, 泰国, 越南	2168	151	1996

来源：公司公告，国金证券研究所

海外方面，2016年11月收购欧洲 Home Group，以在地工厂服务欧洲市场。为应对中美贸易摩擦，公司收购越南工厂，规避关税影响。目前越南产能约 50 万套，已基本可以承载惠州工厂的产能转移。

2020 年公司总产能 238 万套沙发，其中国内产能约 188.6 万套，越南产能约 50 万套，年实际销量 126.7 万套，同比增长 3.4%。产能利用率持续提升。

图表 40: FY2020 公司沙发产能达到 238 万套

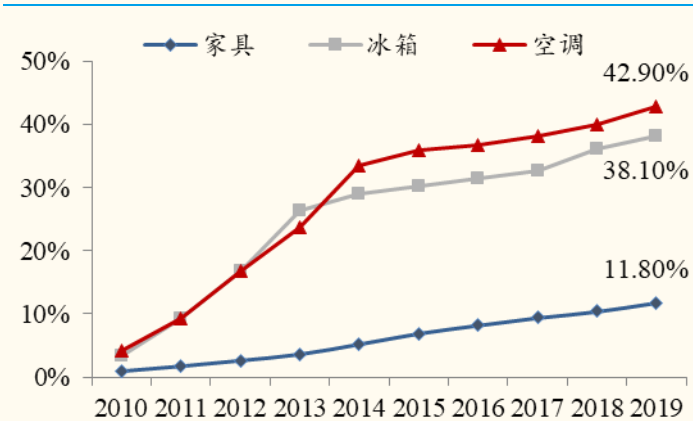
	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
沙发产能 (万套)	52	82	82	112	112	132	139	139	159	197	238
沙发销量 (万套)	41	50	54	61	78	86	94	96	110	123	127

来源：公司公告，国金证券研究所

3.4、线上运营：组建优秀的团队+设计爆款的产品

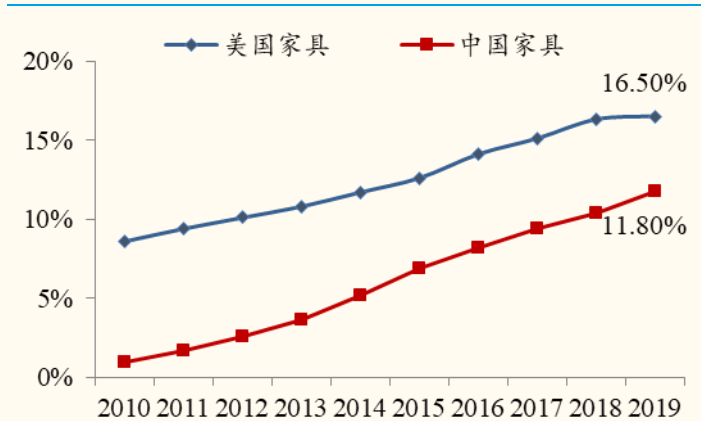
2019 年空调、冰箱等家用电器的线上渗透率目前已接近 40%，而家具行业整体渗透率仅为 12% 左右。与家用电器空调相比，整个家具的电商渠道渗透率仍处较低水平。其背后的主要原因在于：家居用品具备强体验特征，尤其是软体类家具，需要接触实物，综合考量产品与家庭装修风格匹配的问题，且更换过程繁琐，因此线上难以取代线下。美国目前家居行业的线上渗透率也仅 16.5%。

图表 41: 中国家具电商渗透率低于电器



来源：Euromonitor，国金证券研究所

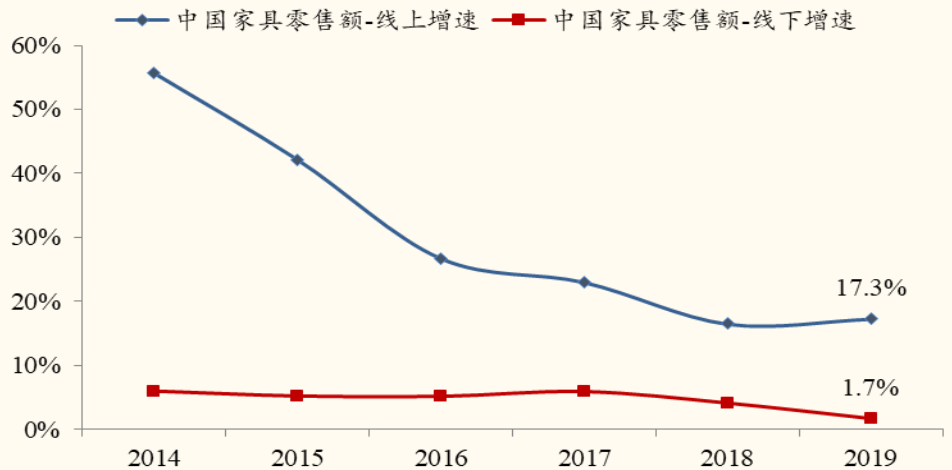
图表 42: 美国线上家具渗透率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

但随着各大电商平台对物流配送体系进行优化，提升售前售后服务能力，以及各个家居企业针对线上年轻消费群体，推出中低价产品系列，线上已经成为家居销售的重要渠道。尤其近年来，网络直播带货模式兴起，为消费者通过网络更加直观感受家居产品，提供了更加有效的解决方案，家居行业线上的发展前景更加美好。

图表 43：中国线上家具零售业务处于成长期



来源：Euromonitor，国金证券研究所

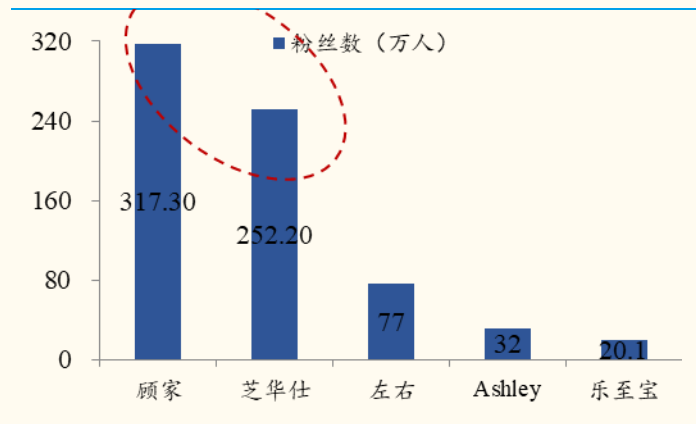
敏华虽然在国内线下渠道布局较晚，但线上于 2011 年就在天猫开设旗舰店，并且搭建了拥有 400 余人的新零售团队。公司电商渠道营收从 FY2015 的 0.8 亿港元增长至 FY2020 的 15.1 亿港元，复合增速 80%，在国内营收占比由 3.9% 提升至 21.7%，截止目前芝华仕天猫旗舰店粉丝数达 252 万，且销售额稳居阿里全网前两名。

图表 44：软体家具企业天猫旗舰店成立时间

品牌	成立时间
顾家	2011.1.14
芝华仕	2011.5.13
左右	2012.3.13
梦百合	2014.1.2
皇朝家私	2014.5.22
乐至宝	2017.3.8

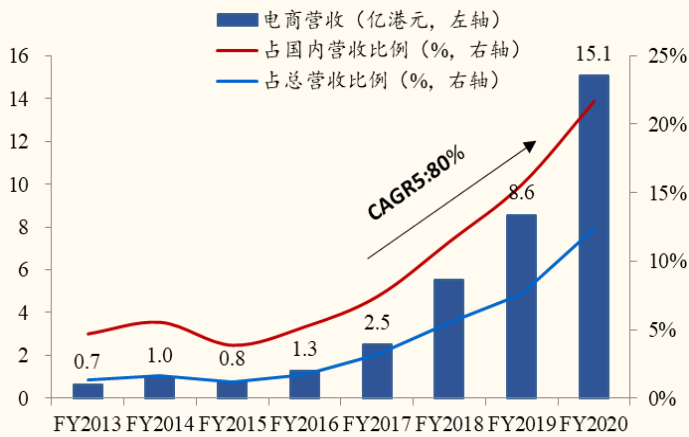
来源：天猫，国金证券研究所

图表 45：软体家具企业天猫旗舰店粉丝数量对比



来源：天猫，国金证券研究所

图表 46：电商收入占比逐年攀升



来源：公司年报，国金证券研究所（注：由于公司未披露 FY2018 电商数据，故 FY2018 电商收入为估算值）

图表 47：芝华仕在阿里全网沙发品类销售额稳居前两名

排名	1	2	3	4	5
2020M2	林氏木业	芝华仕	标爵	顾家	百纯
2020M3	林氏木业	芝华仕	顾家	全友	阑珊阁
2020M4	芝华仕	林氏木业	唯美诗	顾家	全友
2020M5	林氏木业	芝华仕	全友	源氏木语	慕伊晨
2020M6	芝华仕	林氏木业	全友	顾家家居	源氏木语
2020M7	林氏木业	芝华仕	全友	顾家家居	源氏木语

来源：天猫，国金证券研究所

公司在线上主要采取“爆款”产品高周转策略，借助直播等方式，凭借高性价比、优质的产品力成功出圈，具体运作方式如下：

产品策略：利用“爆款产品”策略亲近年轻一代，加速产品周转率。首先，受益上游供应链优势，公司有能力对线上品类进行个性化定制。其次，公司线上运营团队基于天猫消费者行为大数据，不断对产品种类风格进行优化。2019 年推出的猫咪外观设计搭配流行的糖果配色 K293 单椅，推出后迅速成为网红爆款，FY2020 累计销售 6.7 万件。

图表 48：公司线上采取“爆款大单品策略”

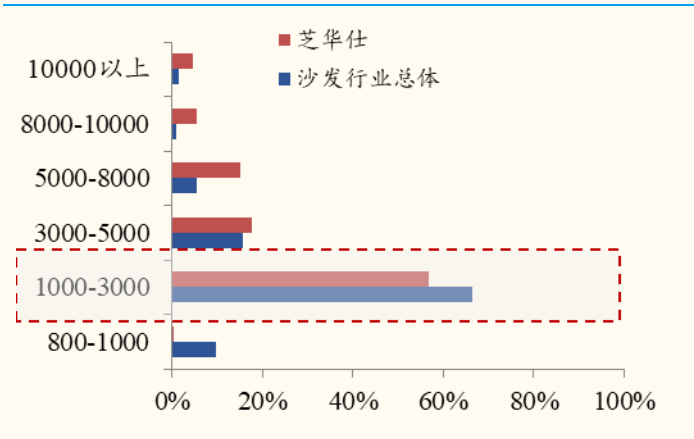
产品名称	时点段	销售量	销售金额	占品牌销售量比例	占品牌销售金额比例
芝华仕网红太空舱单椅 K621	2019 年 11 月	32520 套	8124.78 万元	38.8%	26.8%
	2020 年 6 月	11327 套	3137.68 万元	30.3%	20.1%

来源：淘数据、国金证券研究所（注：上述数据仅包括在天猫和淘宝平台销售的芝华仕品牌沙发）

定价策略：与线上沙发主流价格带相契合。过去一年（2019.8.1-2020.7.31），芝华仕品牌沙发在阿里平台上的平均售价为 3575 元，商品定价与天猫沙发行业主流价格带相契合。

直播引流策略：公司借助庞大且经验丰富的电商团队运营人员，巧妙借助薇娅、李佳琦等直播入口，主推单价较低、决策链条短的单椅功能沙发，并通过打造“爆款”单品引发冲动消费，逐步提升功能沙发渗透率，提升产品周转效率。2019 年“双 11”期间，网红单品太空舱单椅 K621 在阿里平台销量 3.3 万套，销售金额 8125 万元，占芝华仕品牌沙发在淘宝和天猫平台 11 月总销量 38.8%，总销售金额 26.8%。

图表 49：芝华仕线上产品定价与线上主流价格带相契合



来源：国金证券研究所整理（注：上述数据口径为天猫和淘宝平台 2019.8.1-2020.7.31 的销售量占比）

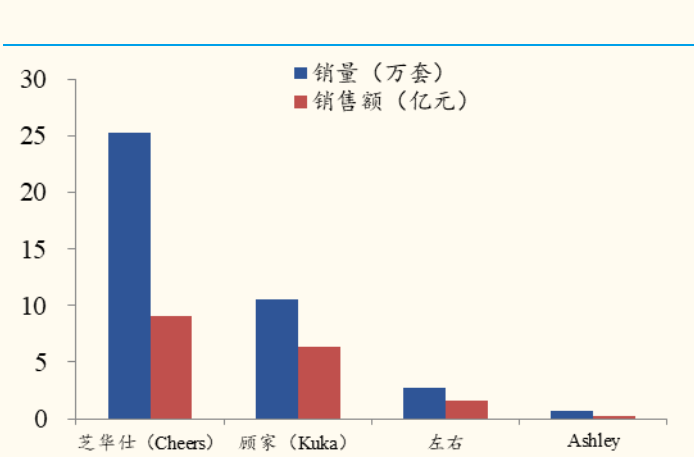
图表 50：芝华仕电商迎合年轻人审美打造猫咪单椅



来源：天猫，国金证券研究所

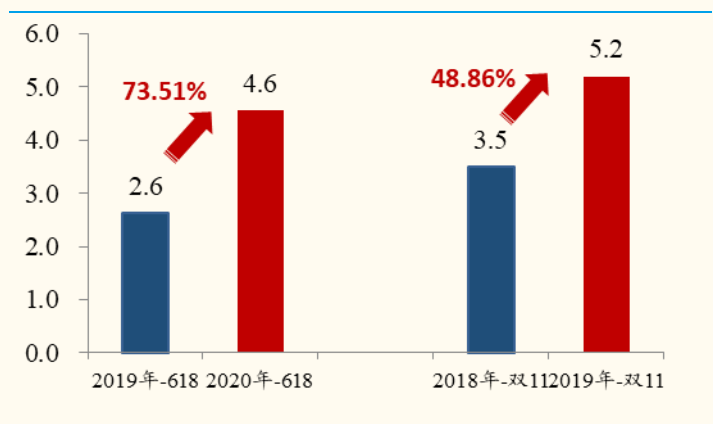
2020年618年中大促中，芝华仕线上销售额在天猫家具行业排名TOP4，连续9年蝉联618功能沙发品类冠军；在京东家具行业中排名TOP2，连续4年蝉联618功能沙发品类冠军。

图表 51：各品牌阿里最近一年线上销售情况对比



来源：国金证券研究所整理（注：该数据仅包括天猫和淘宝平台销售数据，统计的区间为 2019.8.1-2020.7.31）

图表 52：芝华仕全网线上销售额（亿元人民币）维持高速增长

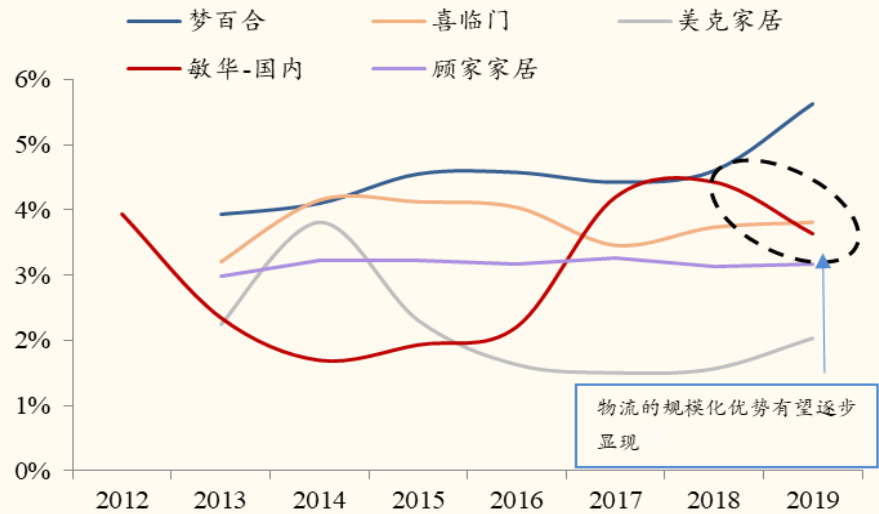


来源：芝华仕官网，国金证券研究所

3.5、自建物流体系：解决运输痛点，形成经销商帮扶特色

软体家居作为大件物品，存在运输费用高，效率低下，破损率高等问题，运输是软体经销商运营门店过程中的重要痛点，公司为了更好地帮扶经销商，组织超 300 辆专业物流车，构建自己的物流体系，为经销商提供免费送货到仓库的大力支持，解决经销商在运输方面的后顾之忧，降低经销商的运输成本，缩短产品从工厂到客户的交付周期。较重的物流体系令公司初期运输费率高于同行，但随着门店数量的增多，内销规模的扩大，我们认为公司自建物流体系的优势将逐渐显现。

图表 53：敏华及同行业公司物流运输费率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

4、内循环背景下，国内市场加速发展，海外市场抢夺份额

在国内大力促进消费背景下，我们认为公司内销将围绕着线下扩充门店，线上扩展平台，产品补掉短板的思路发展。海外方面，基于中美之间的贸易摩擦，公司在越南布局工厂，将规避掉关税的影响，通过成本优势，抢占一部分无法出海建厂的国内企业份额。

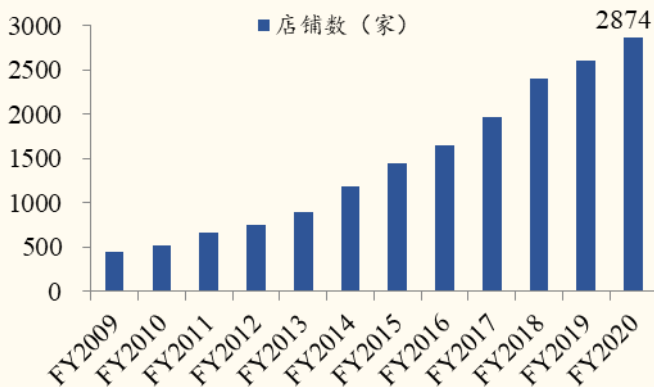
4.1、内销：线下扩门店+线上扩平台+产品补短板

公司在线下渠道端，仍有巨大的扩张红利，空白城市的开店+新系列补充的方式，将令敏华现在门店的扩张至少拥有一倍的空间。线上方面，公司目前主要依托于天猫平台，京东、唯品会等其他线上平台的切入对公司电商业务的发展将起到积极的作用。产品方面，公司目前的强项是功能沙发，目前正在积极拓展床具产品系列，补齐短板，发挥沙发带单优势，提升连带消费转化率，实现整体客单价的上移。

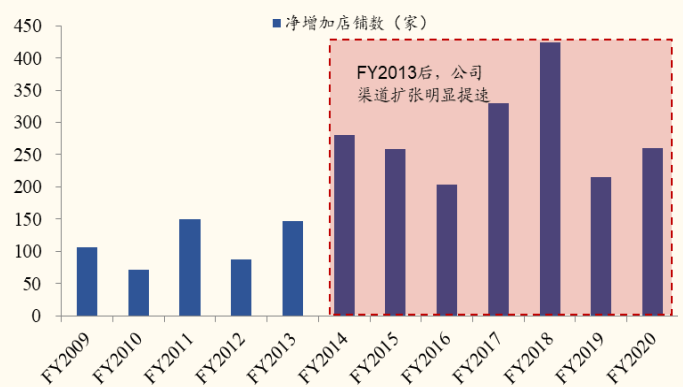
4.1.1、线下渠道：进军空白城市+现有城市加密，门店扩容潜力大

公司目前拥有门店接近 2900 家，虽然自 2013 年起，敏华加快了在国内开设门店的步伐，但当前仍有很多三四线城市处于空白状态，与此同时，敏华前期已经在产品系列方面做好了储备，拥有丰富的中低价产品系列，适应三四线城市的消费能力，我们看好敏华渠道下沉的潜力和前景。

图表 54：公司国内线下店铺持续扩张



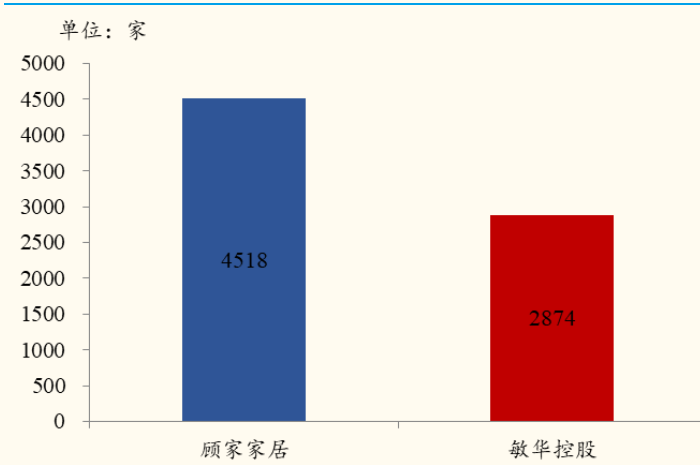
图表 55：2013 年以来公司线下渠道扩张提速



来源：公司公告，国金证券研究所；注：包括直营和经销店铺合计

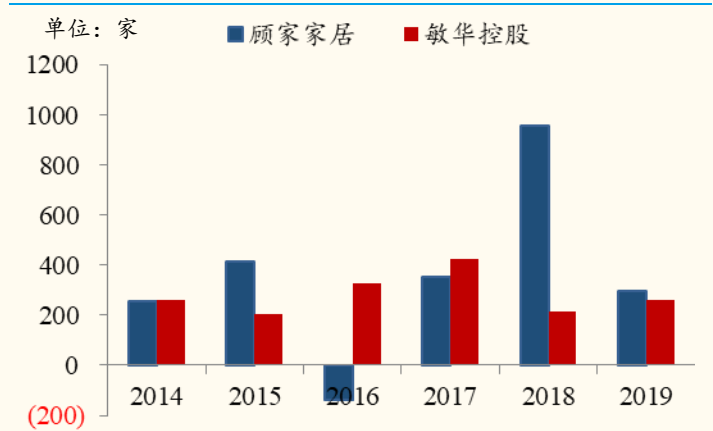
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 56：敏华线下店铺数量仍有提升空间（单位：家）



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表 57：敏华与顾家线下门店净增加数量对比（单位：家）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：由于顾家 2016 年末披露门店数据，故 2016 年数据用招股说明书中 2016.6.30 数据替代；其中 2014-2019 分别对应敏华 FY2015-FY2020 财报数据披露）

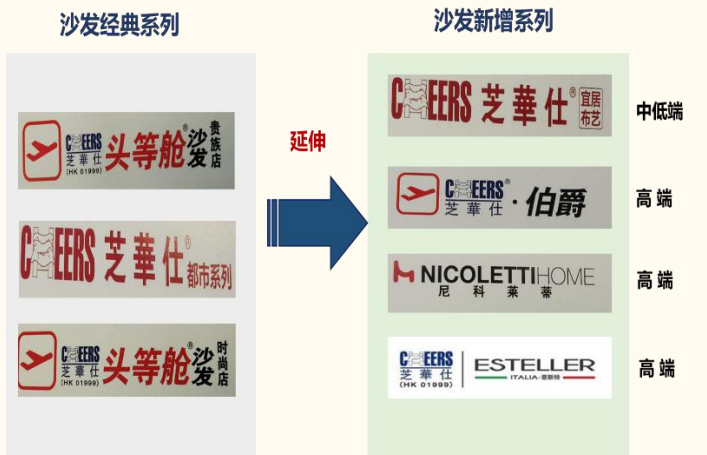
除进入空白城市之外，敏华在渠道端“加杠杆”的能力还体现为门店多系列化，即根据产品的风格、价格定位，开设不同产品系列的门店，以更好展示每个系列的各种产品，并提升渠道端销售产品的专业性。敏华目前拥有七个沙发系列、两个床具系列，宽价格带、丰富的设计风格，令敏华在已有城市具备很强的加密门店的能力。

图表 58：公司已建立起多层次的产品矩阵

自有/代理	品类	品牌	功能性	系列名称	风格	材料	定位	价格区间
自有品牌	沙发	芝华仕	功能沙发	贵族系列	现代	真皮	中高端	单人沙发：2000-10000 多人沙发：7000-57000
				伯爵系列	美式			多人沙发：15000-42000
			时尚系列	-	布艺	中低端	单人沙发：1500-2000 多人沙发：5000-17000	
		休闲沙发	都市系列	-	真皮	中高端	多人沙发：13000-26000	
	北欧宜居系列		北欧	布艺	中低端	多人沙发：5000-13000		
	智能床	意斯特	功能沙发	-	意式	真皮	中高端	20000-70000
	床垫	芝华仕五星	-	-	-	-	中高端	9000-27000
代理品牌	沙发	尼科莱蒂	功能沙发	-	意式	真皮	中高端	10000-40000
		伯恩名家	功能沙发	-	美式	真皮	高端	10000-40000
	家具	伯爵美家	-	-	美式	-	中高端	10000-40000

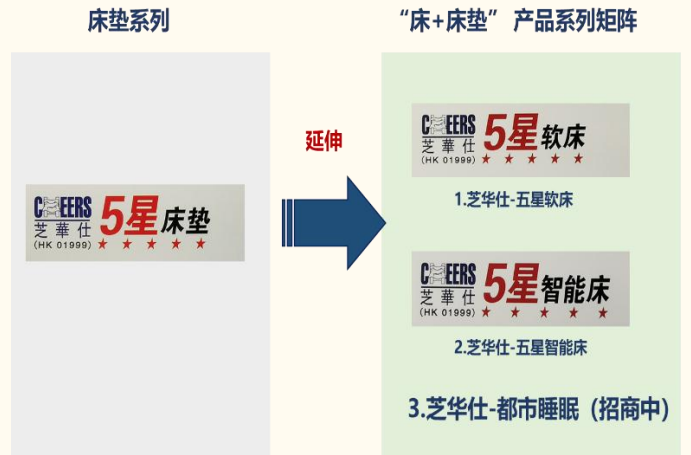
来源：芝华仕官网，国金证券研究所

图表 59：沙发品类的成熟品牌体系与成长品牌体系



来源：敏华招商手册，国金证券研究所

图表 60：床垫品类体系不断完善



来源：敏华招商手册，国金证券研究所

为了更好地提升线下门店的坪效，敏华控股了营销策划公司白马商业，积极与经销商门店开展落地促销活动，通过地上爆破活动提升进店转化率，帮助经销商精细化运营门店，提升进店转化率。

图表 61：线下单店收入影响因素拆分

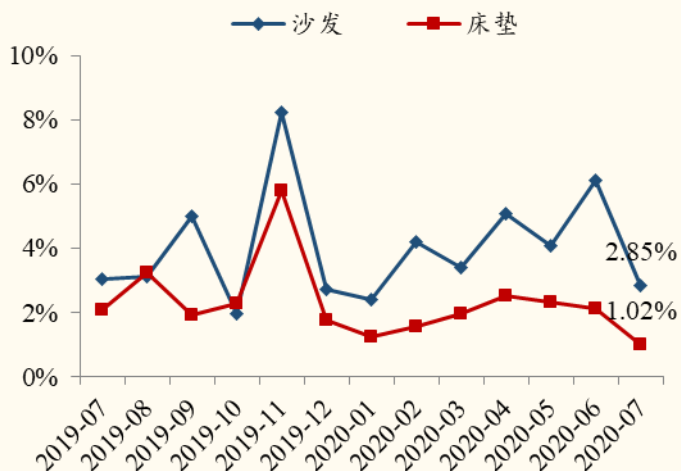


来源：国金证券研究所

4.1.2、线上渠道：扩充平台，加码风口

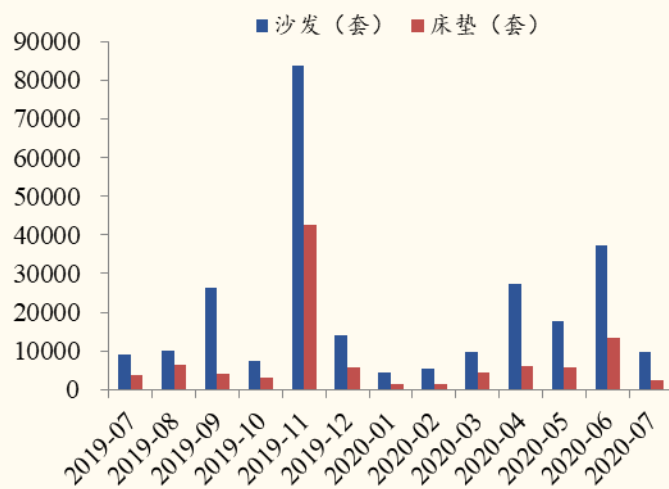
随着装修主力人群的年轻化，线上渠道对于家居销售的重要性越发凸显，是未来家居销售的风口。当前芝华仕沙发阿里线上份额保持在 4%-6%，床垫份额仅 1%-2%，无论沙发还是床垫，敏华在阿里平台都有较大的提升空间。我们预计公司将持续通过“爆款大单品”策略，加强线上新型营销推广力度，加快在阿里平台上的成长速度。

图表 62：阿里口径芝华仕床垫市场份额与沙发比仍有提升空间



来源：国金证券研究所整理

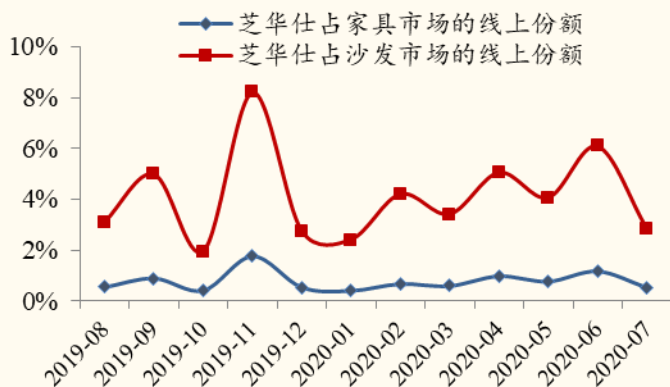
图表 63：阿里口径芝华仕床垫销售量与沙发相比有提升空间



来源：国金证券研究所整理

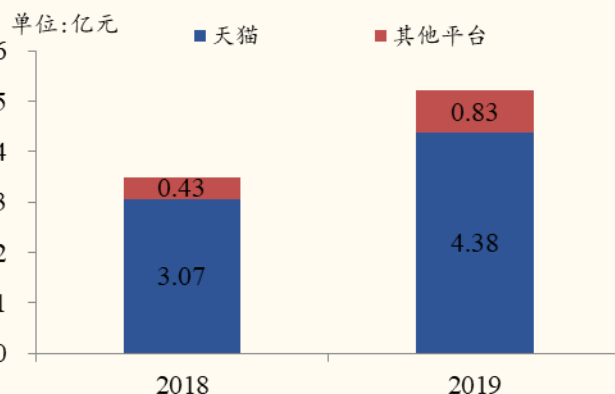
从销售来源的角度看，18和19年的双11期间，芝华仕天猫销售额占品牌全网销售85%左右，敏华的线上收入基本来自阿里，一旦公司后续发力京东、唯品会等平台，增长空间将再度被打开。

图表 64：芝华仕沙发在阿里线上份额



来源：国金证券研究所整理（上述数据仅包括阿里平台销售数据）

图表 65：芝华仕双11线上销售额仍集中在天猫



来源：芝华仕官网，国金证券研究所

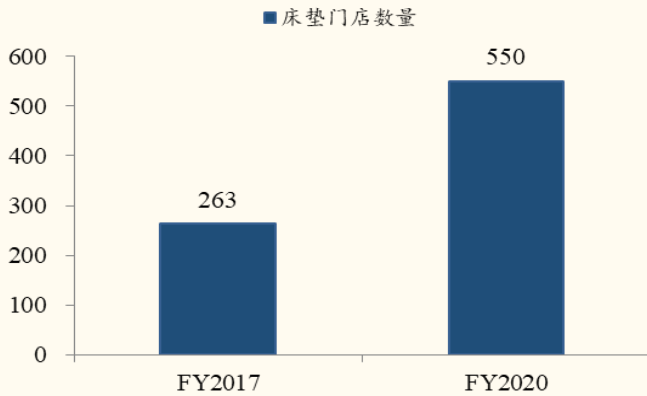
4.1.3、品类延展：将沙发流量入口的价值更加充分变现，提升整体客单价

虽然芝华仕座椅、床垫及智能家居零部件业务（床垫占高比例）营收由2015年的2.04亿港元增长至2020年的12.40亿港元，CAGR5达到43.4%，但从绝对数值看，敏华目前除沙发之外的餐厅椅、床具等软体部分仍规模较小，主要原因是敏华在除沙发之外的软体部分，发展时间较短，投入资源不足，当前公司床类店铺仅550家左右，占总门店数的比例约20%。

品类上的短板限制了敏华沙发为其他软体家居部分带单的能力，影响了客单价的提升。但国内目前床垫市场的CR4仅14%，除慕斯品牌影响力突出之外，并没有形成实力特别强大的头部企业，这是公司在床具领域“后发”的机遇。

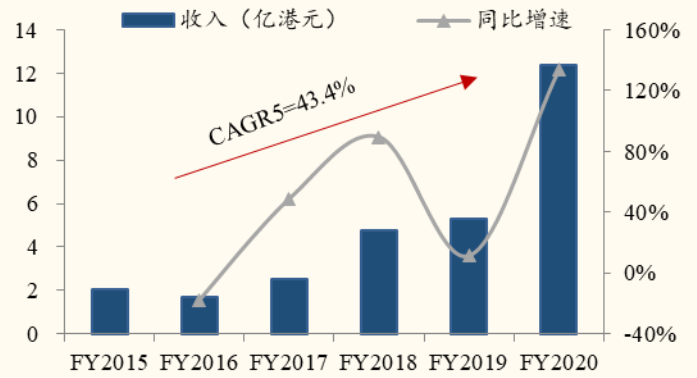
我们认为只要公司在床具和餐厅座椅部分持续加大研发力度，丰富产品种类和拉宽价格带隙，甚至通过外延方式进行补充，那么沙发部分的流量优势有望迅速转换为带单优势，提升公司的客单价。

图表 66：公司 FY2020 床垫门店数量约占 20%



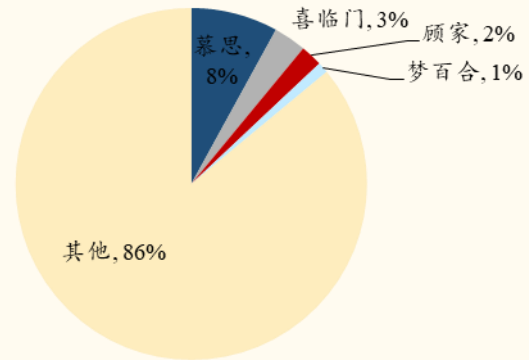
来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表 67：座椅、床垫及智能家居零部件营收体量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 68：床垫市场行业集中度低

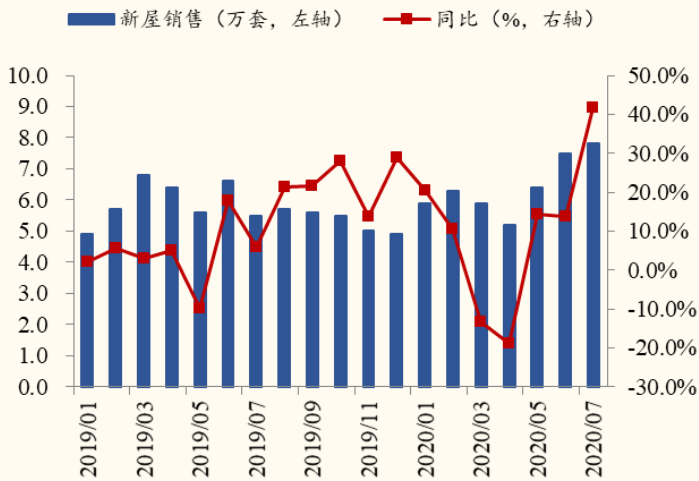


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

4.2、外销：短期受益美国房地产销售反弹，中长期受益于份额头部集中

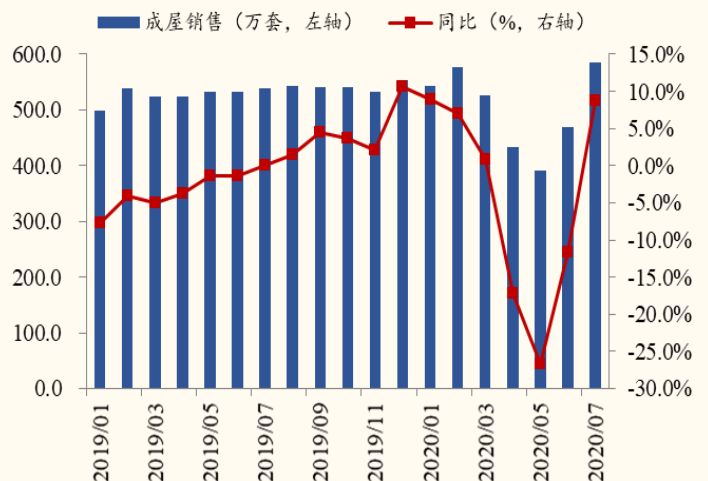
随着美国于二季度复工复产，以及释放大量流动性，美国的房地产市场强势回暖，令 7-8 月国内家具出口大幅增长，据海关署统计，7、8 月国内家居及其零件出口金额分别达 55.3、53.5 亿美元，同比增长 23%、24%。我们判断敏华三季度出口业务同比增速 25%+。

图表 69: 美国新屋销售量复苏反弹明显



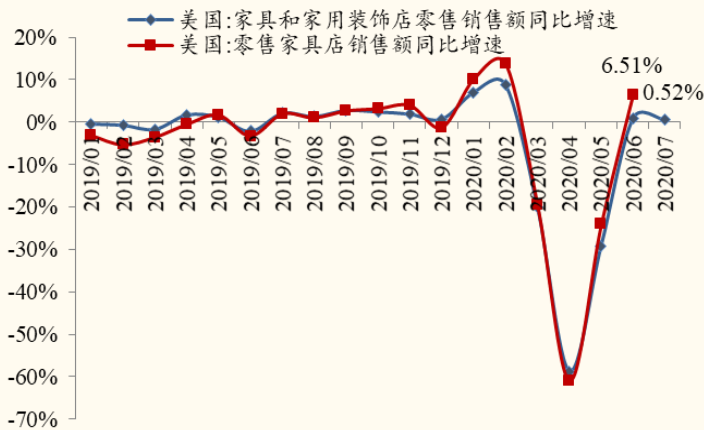
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 70: 美国成屋销售量复苏反弹明显



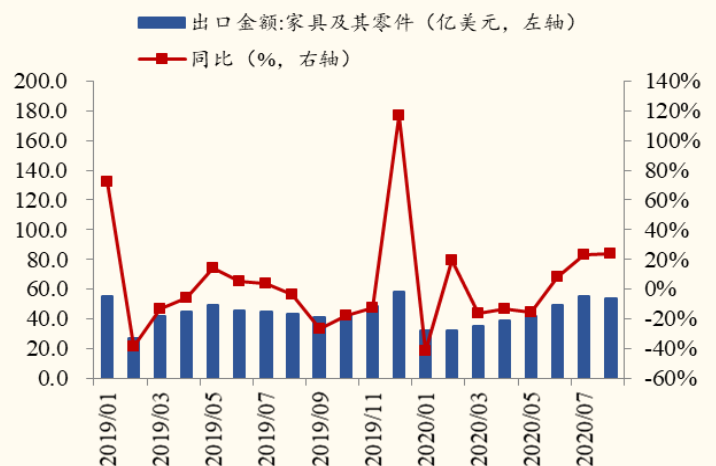
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 71: 6月以来美国家具零售业进入恢复期



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 72: 7-8月中国家具及配件出口同比增速超20%



来源: WIND, 国金证券研究所

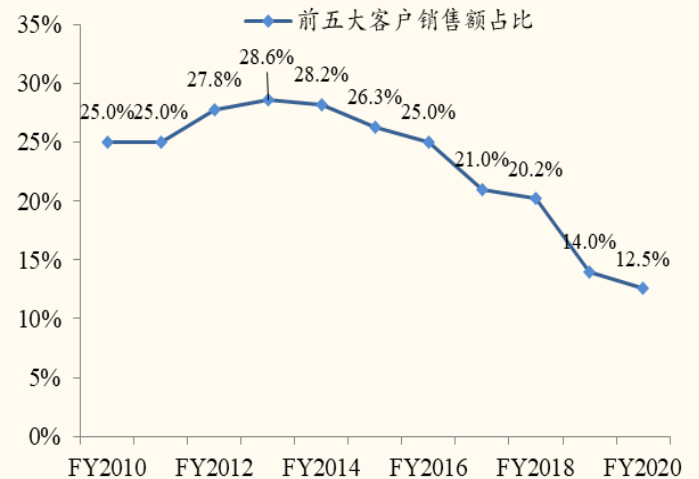
从中长期视角分析, 中美之间的摩擦难以彻底解决, 关税问题面临长期化。敏华在越南布局的工厂, 于 2020 财年已实现 90%的产能输出美国, 越南工厂将成为敏华未来规避中美贸易摩擦的“疫苗”。然而国内大量以出口为导向的中小家具企业并不具备出海建厂的能力, 同时美国的家具进口商亦将有意识将出口订单向东南亚人力成本较低的区域转迁的倾向, 因此我们认为越南工厂的构建将助力敏华抢夺国内部分中小企业的订单, 在美国市场获取更大的市占率。

图表 73: 芝华仕位居美国五大功能沙发厂商第二名

2019年美国五大功能沙发生产商排名 按公司市场占有率(%)		
公司名称		市场份额(%)
1	La-Z-Boy Inc	15.8%
2	敏华控股有限公司	10.8%
3	Ashley Furniture Industries	10.5%
4	Jackson Furniture Industries	7.9%
5	Franklin Corporation	6.6%
TOP5 N/A		51.6%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 74: 公司对前五大客户依赖度逐渐降低

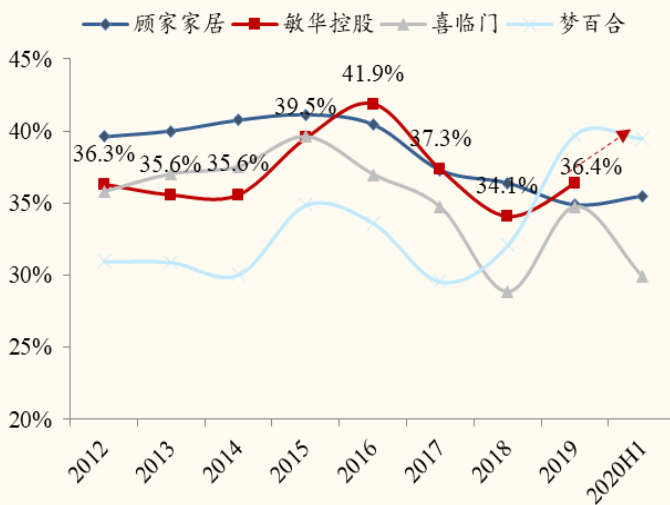


来源: 公司公告, 国金证券研究所

5、从财务角度如何看待敏华的基本面?

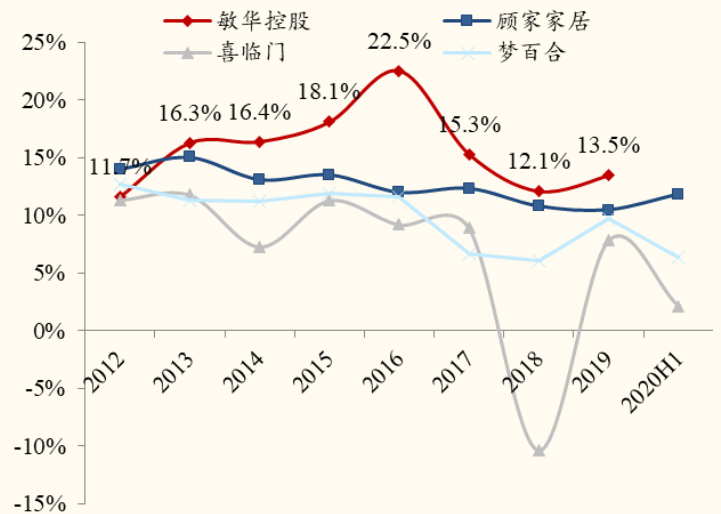
产品结构优化, 有望中长期提升盈利能力稳定性。敏华的毛利率位于中等偏上位置, 主要得益于公司优秀的成本控制能力、与下游大客户长期稳定的合作关系, FY2017-FY2018 受原材料成本涨价、低毛利的铁架业务的影响拉低整体毛利率, 我们认为随着内销沙发业务的快速发展, 毛利率较高的沙发及配套业务占比有望逐渐提升, 盈利能力有望稳中向好。

图表 75: 敏华与同行业公司毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

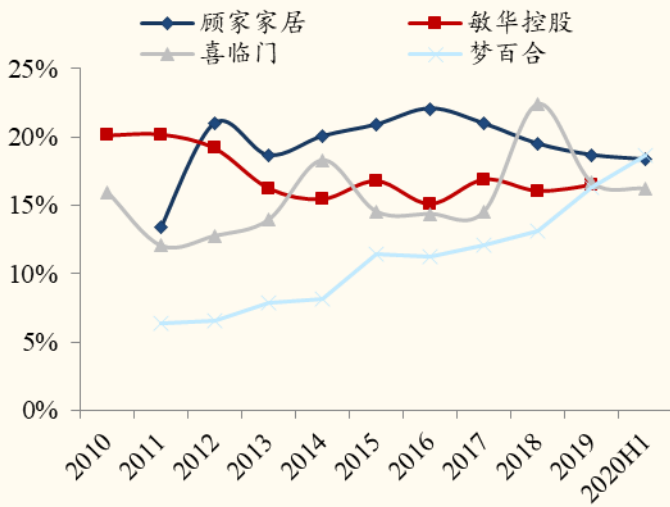
图表 76: 敏华与同行业公司净利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

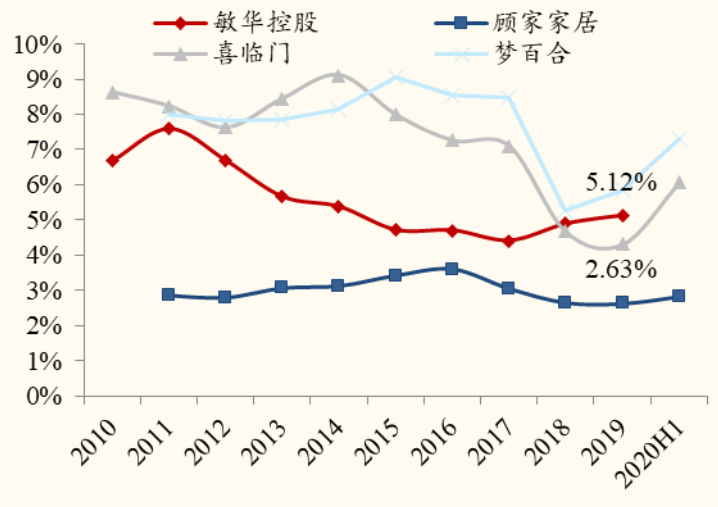
费用率表现优秀, 品牌塑造+渠道招商有望驱动未来销售费用率稳中有升。2020 年是敏华加速内销渠道开拓的元年, 我们认为未来三年公司在品牌宣传推广和招商方面的投入力度有较大的提升空间。

图表 77: 敏华与同行业公司销售费用率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

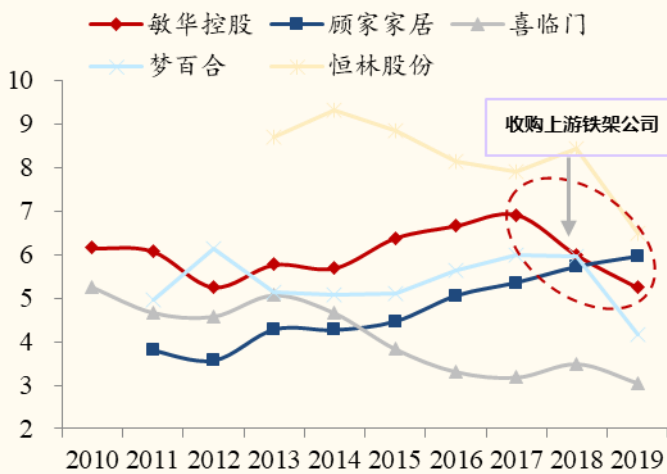
图表 78: 敏华与同行业公司管理费用率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

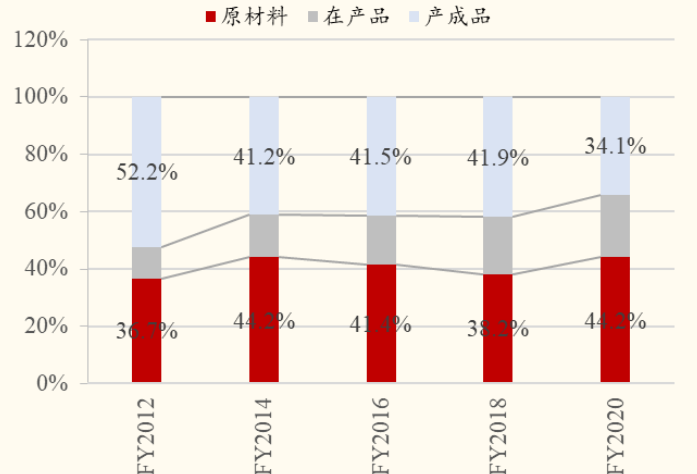
营运能力: 存货周转整体优于同业, 上游产业链并购导致周转略有下滑。2018年公司并购上游零部件公司江苏钰龙, 导致存货周转率有所下滑。公司的应收账款周转率优于其他软体外销出口企业, 我们认为随着内销业务占比的提升, 公司的整体应收款账期有望进一步缩短, 现金流有望进一步优化。

图表 79: 公司存货周转率(次数)处于同行中偏上位置



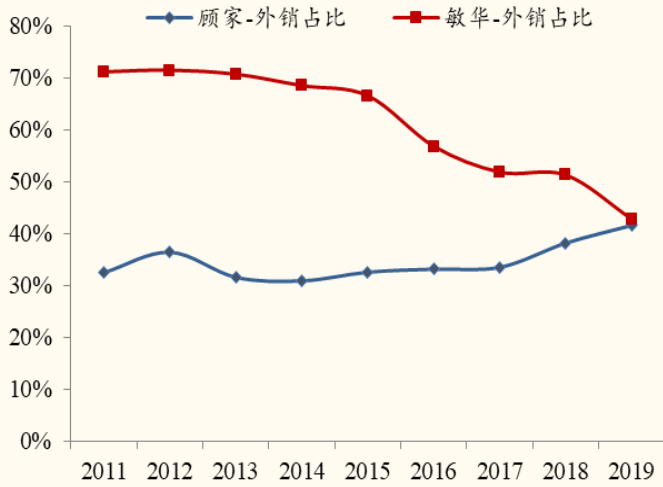
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 80: 公司存货中产成品占比下滑



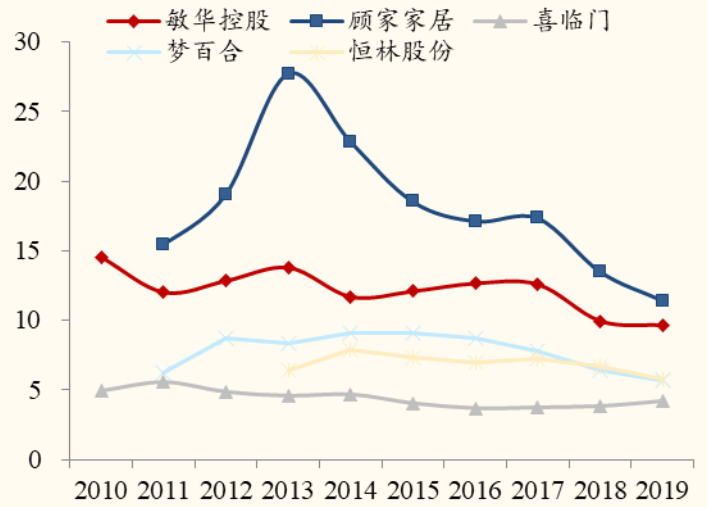
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 81: 敏华外销业务营收占比逐渐下降



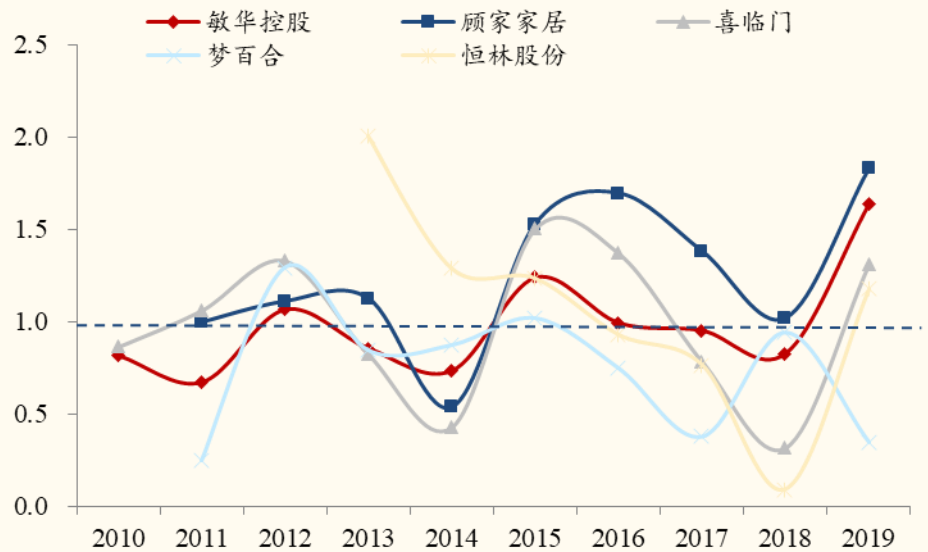
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 82: 公司应收账款周转率 (次数) 好于同行家具外销企业



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 83: 公司经营净现金流/净利润比率较同行业其他公司更稳定



来源: 公司公告, 国金证券研究所

6、盈利预测和投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

我们预计 FY2021-FY2023 年 EPS 分别为 0.46、0.54 和 0.64 港元, 当前股价对应 PE 分别为 22 倍、19 倍和 15 倍, 考虑公司所处赛道的成长性、以及公司自身在产品变革、渠道下沉、品牌推广的加速推进, 业绩有望保持快速增长, 结合公司在内销沙发品牌中具备的强品牌认知度, 我们给予敏华 FY2021 年 28X 合理估值水平, 对应目标价 12.9 港元, 给予“买入”评级。

盈利预测

■ 核心假设

1、内销业务:

1、内销业务：

公司作为在品牌、供应链方面具有核心竞争壁垒的软体龙头，受益于在内销产品设计、渠道扩张、品类扩张的驱动，我们预计 FY2021-FY2023 中国市场营销收同比+40.9%/28.2%/20.3%，毛利率分别为 39.4%/40.0%/40.1%。其中，①线上：未来 3 年公司有望在电商平台持续发力，且在品类、平台发展上有望进一步突破，预计 FY2021-FY2023 电商渠道营收同比增长 68%/50%/33%，预计毛利率为 49%/48%/47%；②线下：门店扩张速度有望加快，FY2021-2023 新增门店 850/600/450 家，门店数量有望达到 3724/4324/4774 家，单店提货额同比增速为 5.5%/4.5%/4.0%。

2、外销业务：

①北美市场：受益于越南工厂建成后产能爬坡、贸易战环境下出口供应链集中度的提升，以及考虑到 4-6 月海外疫情导致的外销订单下滑，我们预计 FY2021-2023 北美市场营销收同比增长 6%/13%/12%，毛利率分别为 33%/32%/32%；②欧洲及其他海外市场：我们预计 FY2021-2023 营收增长 0%/7%/7%，毛利率分别为 25.5%/25.8%/26.0%。

综合内销和外销业务，公司 FY2021-2023 整体营收增速分别为 22.7%/20.2%/15.9%；毛利率分别为 36.4%/36.8%/37.1%。

图表 84：公司主要业务营收及毛利预测

	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
收入（百万港元）	11257.8	12144.3	14906.4	17924.6	20778.1
1.中国市场	5488.6	6162.9	8682.8	11135.6	13397.8
1.1 线下经销门店	3738.6	3908.5	5343.0	6483.0	7444.0
店铺数量（家）	2614	2874	3724	4324	4774
新增店铺数量（家）	215	260	850	600	450
单店提货额	1.43	1.36	1.43	1.50	1.56
增速			5.5%	4.5%	4.0%
1.2 电商	857.0	1507.9	2563.4	3845.1	5114.0
1.3 其他	893.0	746.5	776.4	807.4	839.7
2.北美市场	4148.3	3507.9	3718.4	4201.8	4706.0
3.欧洲及其它海外市场	797.1	937.6	937.6	1003.2	1073.5
4.Home Group	823.7	744.1	744.1	744.1	744.1
同比增速	12.3%	7.9%	22.7%	20.2%	15.9%
1.中国市场	13.6%	12.3%	40.9%	28.2%	20.3%
1.1 线下经销门店		4.5%	36.7%	21.3%	14.8%
1.2 电商		76.0%	70.0%	50.0%	33.0%
1.3 其他		-16.4%	4.0%	4.0%	4.0%
2.北美市场	15.5%	-15.4%	6.0%	13.0%	12.0%
3.欧洲及其它海外市场	8.6%	17.6%	0.0%	7.0%	7.0%
4.Home Group	-5.4%	-9.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	34.1%	36.4%	36.4%	36.8%	37.1%
1.中国市场	38.2%	39.8%	39.5%	40.0%	40.1%
2.北美市场	32.4%	34.2%	33.0%	32.0%	32.0%
3.欧洲及其它海外市场	24.3%	25.6%	25.5%	25.8%	26.0%
4.Home Group	24.9%	28.2%	27.5%	27.5%	27.5%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

3、费用预测

由于 FY2021 是渠道加速开拓的元年，加速品牌推广和市场营销，我们预计 FY2021 销售费用率有所提升，FY2022 开始缓慢下滑，预计 FY2021-2023 销售费用率为 18.1%/17.9%/17.5%，销售费用绝对值同比增量为 7.0 亿港元/5.1 亿港元/4.3 亿港元；预计 FY2021-2023 管理费用率为 4.8%/4.6%/4.6%，管理费用绝对值同比增量为 0.9 亿港元/1.1 亿港元/1.3 亿港元。

投资建议

2020-2021 年，可比公司平均估值水平为 25 倍和 20 倍，相对应的敏华 FY2021-FY2022 估值分别为 22 倍和 19 倍，从估值水平看，敏华的估值低于同行业公司，尤其低于规模相当的 A 股家具公司顾家家居，我们认为未来公司内销受益于功能沙发行业渗透率提升，以及公司自身在产品、渠道下沉、销售推广的加速推进，业绩有望保持高速增长，结合公司在内销沙发品牌中具备的强品牌认知度，我们给予敏华控股 FY2021 年 28X 合理估值水平，对应目标价 12.9 港元，给予“买入”评级。

图表 85：可比公司估值

代码	公司简称	PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E
603816.SH	顾家家居	23.70	30.13	25.25	21.47
603008.SH	喜临门	15.91	14.17	11.89	10.00
603833.SH	欧派家居	26.73	32.83	27.81	24.39
002572.SZ	索菲亚	17.74	22.54	18.91	16.28
603600.SH	永艺股份	20.49	22.97	18.37	15.01
603313.SH	梦百合	18.85	21.01	14.55	11.68
603610.SH	麒盛科技	17.48	15.59	12.58	10.16
平均值		20.91	24.53	20.45	17.43
中位数		20.49	22.97	18.91	16.28
		FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
1999.HK	敏华控股	15.53	22.51	18.68	15.92

来源：WIND，国金证券研究所

风险提示

- 1、门店扩张不及预期的风险：若未来公司受到成本费用压力或线下经济恢复较慢，线下经销商由于租金、商场扣点等压力经营不善，招商速度放缓，门店扩张速度放缓，可能导致公司业绩不达预期。
- 2、原材料价格大幅波动的风险：若未来原材料价格或供应情况发生大幅波动，将导致公司的毛利率发生波动。
- 3、海外疫情影响加剧的风险：美国还未得到有效控制，欧洲疫情出现反弹，若海外疫情加剧，消费者需求放缓，将影响敏华北美、欧洲及其他海外市场的业绩。
- 4、汇率波动的风险：FY2020 公司海外市场营收占比 42.7%，若汇率出现波动，如人民币大幅升值，将直接影响公司综合收益。
- 5、费用控制不力的风险：公司处于内销加速扩张期，若销售费用控制不力，对公司的盈利能力产生影响。
- 6、存货周转、应收账款周转下滑的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (港元百万元)							资产负债表 (港元百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	10,027	11,258	12,144	14,906	17,925	20,778	货币资金	1,719	1,659	2,225	2,253	2,388	2,752	
增长率	29%	12.3%	7.9%	22.7%	20.2%	15.9%	应收账款	1,361	1,877	1,683	2,129	2,758	3,463	
主营业务成本	6,284	7,421	7,727	9,477	11,326	13,072	存货	1,451	1,847	1,731	2,164	2,716	3,204	
%销售收入	-62.7%	-65.9%	-63.6%	-63.6%	-63.2%	-62.9%	其他流动资产	27	192	28	142	227	327	
毛利	3,743	3,837	4,417	5,429	6,599	7,706	流动资产	4,557	5,575	5,666	6,688	8,088	9,746	
%销售收入	37.3%	34.1%	36.4%	36.4%	36.8%	37.1%	%总资产	48.1%	42.4%	42.9%	43.6%	44.8%	46.2%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	31	30	30	30	30	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	3,136	3,770	3,922	4,269	5,177	6,030	
销售费用	1,693	1,806	2,002	2,698	3,209	3,636	%总资产	33.1%	28.7%	29.7%	27.8%	28.6%	28.6%	
%销售收入	-16.9%	-16.0%	-16.5%	-18.1%	-17.9%	-17.5%	无形资产	277	251	2,445	3,200	3,625	4,126	
管理费用	442	550	622	716	825	956	非流动资产	4,914	7,570	7,548	8,650	9,982	11,337	
%销售收入	-4.4%	-4.9%	-5.1%	-4.8%	-4.6%	-4.6%	%总资产	51.9%	57.6%	57.1%	56.4%	55.2%	53.8%	
研发费用	35	78	0	45	54	62	资产总计	9,471	13,146	13,214	15,338	18,070	21,083	
%销售收入	-0.3%	-0.7%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	短期借款	1,317	2,893	3,277	3,083	3,102	3,099	
息税前利润 (EBIT)	1,704	1,666	1,980	2,157	2,698	3,237	应付款项	754	663	967	1,200	1,452	1,698	
%销售收入	17.0%	14.8%	16.3%	14.5%	15.1%	15.6%	其他流动负债	871	1,082	875	1,103	1,255	1,351	
财务费用	-8	26	94	89	119	140	流动负债	2,942	4,638	5,120	5,386	5,809	6,147	
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.8%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	长期贷款	24	1,660	702	752	952	1,102	
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	60	132	160	160	160	160	
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,026	6,430	5,981	6,297	6,921	7,409	
营业利润	1,697	1,688	2,074	2,245	2,817	3,377	普通股股东权益	5,963	6,223	6,704	8,452	10,492	12,935	
营业利润率	16.9%	15.0%	17.1%	15.1%	15.7%	16.3%	其中：股本	1,532	1,529	1,518	1,518	1,518	1,518	
营业外收支	210	80	222	150	50	50	未分配利润	4,338	5,006	6,038	7,786	9,826	12,270	
税前利润	1,923	1,716	2,109	2,218	2,629	3,148	少数股东权益	481	493	529	588	658	739	
利润率	19.2%	15.2%	17.4%	14.9%	14.7%	15.2%	负债股东权益合计	9,471	13,146	13,214	15,338	18,070	21,083	
所得税	-369	-311	-417	-410	-521	-623	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	19.2%	18.1%	19.8%	18.5%	19.8%	19.8%	每股指标							
净利润	1,554	1,405	1,692	1,808	2,109	2,525	每股收益	0.404	0.359	0.431	0.460	0.536	0.643	
少数股东损益	18	41	54	60	70	81	每股净资产	1.568	1.637	1.763	2.223	2.759	3.402	
归属于母公司的净利润	1,536	1,364	1,638	1,748	2,039	2,444	每股经营现金净流	0.384	0.297	0.706	0.440	0.478	0.589	
净利率	15.3%	12.1%	13.5%	11.7%	11.4%	11.8%	每股股利	0.120	0.060	0.120	0.120	0.120	0.120	
现金流量表 (人民币百万元)							回报率							
净利润	1,536	1,364	1,638	1,808	2,109	2,525	净资产收益率	25.76%	21.91%	24.43%	20.68%	19.44%	18.89%	
少数股东损益	18	41	54	60	70	81	总资产收益率	16.22%	10.37%	12.40%	11.40%	11.29%	11.59%	
非现金支出	200	257	311	398	467	545	投入资本收益率	17.56%	11.96%	13.97%	13.48%	14.09%	14.40%	
非经营收益	28	155	245	1	104	120	增长率							
营运资金变动	-303	-646	489	-533	-861	-952	主营业务收入增长率	28.89%	12.28%	7.87%	22.74%	20.25%	15.92%	
经营活动现金净流	1,462	1,129	2,682	1,674	1,819	2,238	EBIT增长率	-4.31%	-2.26%	18.85%	8.94%	25.11%	19.99%	
资本开支	-1,043	-2,776	-841	-1,500	-1,800	-1,900	净利润增长率	-12.35%	-11.21%	20.11%	6.72%	16.65%	19.84%	
投资	-66	-680	88	-10	-10	-10	总资产增长率	26.29%	38.80%	0.52%	16.08%	17.81%	16.67%	
其他	7	18	67	150	50	50	资产管理能力							
投资活动现金净流	-1,101	-3,438	-686	-1,360	-1,760	-1,860	应收账款周转天数	40.7	52.5	53.5	46.7	49.8	54.6	
股权募资	-67	-26	-129	0	0	0	存货周转天数	63.9	81.1	84.5	75.0	78.6	82.6	
债权募资	253	3,213	-659	50	200	150	应付账款周转天数	34.3	34.9	38.5	41.7	42.7	44.0	
其他	-1,011	-677	-496	-447	-88	-194	固定资产周转天数	104.9	112.0	115.6	100.3	96.2	98.4	
筹资活动现金净流	-825	2,510	-1,285	-397	112	-44	偿债能力							
现金净流量	-401	31	582	18	125	355	净负债/股东权益	-5.87%	43.09%	24.26%	17.50%	14.95%	10.60%	
							EBIT利息保障倍数	-218.6	63.7	21.2	24.4	22.7	23.2	
							资产负债率	31.95%	48.91%	45.26%	41.06%	38.30%	35.14%	

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH