

敏华控股 (01999.HK) 深度研究报告

复盘北美功能沙发巨头乐至宝成功之路，以观敏华“头等舱”加速航行

强推 (维持)

目标价: 目标价 8.0HKD

当前价: 4.40 HKD

- ❖ 乐至宝 (La-Z-Boy) 是全球领先的功能沙发生产商，以及美国第二大住宅家具制造批发商，乐至宝 Galleries 集合店是美国第三大单品牌零售商。乐至宝在美国功能沙发市场的市占率 2017 年达到 18.1%，系美国功能沙发绝对龙头，纵观其成功之路，可分为三个阶段“乘行业东风，快速扩张期”、“行业调整，转型蓄力期”、“行业回暖，新动能增长期”，三个阶段的发展重点各有侧重，分别为：1) 功能沙发行业先行者享受行业红利，并通过收购扩充产品类型；2) 行业衰退，加大投入品牌建设、产品研发、产品营销，打造核心竞争力；3) 进入新一轮上涨周期，打造多产品矩阵，利用乐至宝主品牌价值带动木制家具品牌发展；打造多元化渠道，深耕自营 Furniture Galleries 集合店，提升店铺运营质量。
- ❖ 乐至宝核心优势：品牌价值打头阵，全球产能布局 & 产品矩阵扩展 & 多元渠道渗透。1) 爆款产品带来品牌知名度，产品设计完美贴合使用需求。对比敏华，芝华仕“头等舱”形象深入人心，品牌力强大，同时芝华仕功能沙发的一直以“舒适、高质、高端”为主要特征，产品力强大，绝对龙头标志绝对竞争力；2) 产能合理布局，垂直一体化生产铸就成本优势。对比敏华，敏华致力将功能沙发生产做极致化，公司打通功能沙发生产上中游产业链，拥有沙发铁架、电动马达、海绵、弹簧等核心原材料基本完全自主生产的能力。公司垂直一体化程度高，产业链整合能力强。因此相对于同行有成本优势。3) 扩展品类矩阵，利用品牌效应带动其他品牌销售收入。对比敏华，2014 年推出了非功能沙发的芝华仕都市系列休闲款沙发，横向拓宽产品品类，公司的床垫品牌“爱蒙床垫”2016 年更名为“芝华仕五星床垫”，借助芝华仕品牌效应吸引客流；4) 多渠道发展，提升对终端的控制力。对比敏华，主要渠道为经销商，公司直营门店大都位于一二线城市，主要起树立品牌形象的作用，单店收入随着客流量增加、客单价增长以及转化率的提升逐渐增加，芝华仕沙发的单店收入由 2012 年 316.49 港万元增长至 2017 年的 594.22 港万元，CAGR 达 13.43%。
- ❖ 中美功能沙发市场对比：美国沙发市场规模 2017 年达 142 亿美元，增速依然高达 13.6%，功能沙发渗透率高，市场集中度高，步入稳定增长阶段。2017 年中国功能沙发的市场渗透率为 12.4%，美国功能沙发的市场渗透率为 40.3%，增长空间巨大。我们测算得出我国功能沙发 2017 年市场规模约 65 亿元，预计 2018 年功能沙发行业的市场规模可达 71 亿元，2022 年可达 141 亿元。
- ❖ 乐至宝、敏华经营业绩对比：敏华控股处于快速增长阶段，毛利率敏华控股高于乐至宝，但 18 财年受原材料上涨、人民币贬值、收购 Home 集团的影响有所下降；销售管理费用方面，乐至宝受拓展市场影响逐年小幅上涨，敏华控股费用管控能力强大。
- ❖ 我们维持预计 FY2018-FY2020 净利润为 18.52/22.15/25.3 亿港元，对应当前市值 PE 分别为 9.1/7.6/6.7 倍，随着功能沙发国内渗透率提升，看好敏华控股作为行业龙头的成本和渠道优势，维持“强推”评级及 8.0HKD 的目标价。
- ❖ 风险提示：宏观经济不振导致需求下滑，软体家具行业格局发生重大改变。

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收(百万港元)	10,027	11,424	13,122	15,081
同比增速(%)	28.9%	13.9%	14.9%	14.9%
净利润(百万港元)	1,536	1,852	2,215	2,530
同比增速(%)	-12.4%	20.6%	19.6%	14.2%
每股盈利(港元)	0.40	0.48	0.58	0.66
市盈率(倍)	11.0	9.1	7.6	6.7
市净率(倍)	2.8	2.2	1.7	1.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2018 年 10 月 12 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 董广阳

电话: 021-20572598

邮箱: dongguangyang@hcyjs.com

执业编号: S0360518040001

联系人: 郭庆龙

电话: 010-63214658

邮箱: guoqinglong@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	383327
已上市流通股(万股)	283327
总市值(亿港元)	169
流通市值(亿港元)	169
资产负债率(%)	32.0
每股净资产(港元)	1.6
12个月内最高/最低价	8.60/4.13

市场表现对比图(近 12 个月)



目 录

一、乐至宝 (La-Z-Boy) ——北美功能沙发巨头的成功之路.....	5
(一) 发展历程: 三个阶段, 三种战略布局铸就今日北美家具制造龙头.....	5
1、1987-2000 年: 乘行业东风, 快速发展期.....	6
2、2001-2009 年: 行业衰退调整, 公司转型蓄力.....	7
3、2010-2018 年: 行业回暖, 扩充产品矩阵, 打造多渠道.....	9
(二) 乐至宝核心优势: 品牌价值打头阵, 全球产能布局&产品矩阵扩展&多元渠道渗透.....	13
1、爆款产品带来品牌知名度, 产品设计完美贴合使用需求.....	13
2、产能合理布局, 垂直一体化生产铸就成本优势.....	14
3、扩展品类矩阵, 利用品牌效应带动其他品牌销售收入.....	14
4、多渠道发展, 提升对终端的控制力.....	15
二、中美功能沙发市场发展对比.....	16
(一) 外销市场: 美国功能沙发渗透率高, 沙发行业步入稳定增长阶段.....	16
1、美国功能沙发渗透率高, 市场集中度较高.....	16
2、美国新屋完工总量与销售总量持续增长, 沙发行业步入稳定增长阶段.....	17
(二) 内销市场: 国内功能沙发渗透率快速提升, 未来发展前景广阔.....	18
1、城镇化推动地产行业发展, 人均可支配收入增加引爆家居行业消费升级.....	18
2、我国功能沙发市场规模约 65 亿元, 渗透率 12.4%, 对标美国市场增长前景广阔.....	19
三、乐至宝、敏华控股业绩对比: 敏华控股增势强劲, 盈利能力强.....	22
四、以乐至宝为鉴, 看好敏华控股在功能沙发领域的发展潜力.....	24
五、风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 乐至宝旗下主要品牌及产品.....	5
图表 2: 乐至宝发展历程的三个阶段.....	6
图表 3: 乐至宝产品品类扩张历程.....	6
图表 4: 2001-2009 乐至宝销售及管理费用上升.....	7
图表 5: 营业开支占比提升, 主要为销售费用的提升.....	7
图表 6: 乐至宝被《HFN》杂志评为全球家具知名度最高的品牌.....	8
图表 7: 乐至宝在杂志上针对女性的广告宣传.....	8
图表 8: 乐至宝在老友记中的广告植入.....	8
图表 9: 乐至宝对 LADD 分部的收购品牌整合之路.....	9
图表 10: 乐至宝 2000-2008 年员工人数下降 11543 人.....	9
图表 11: 乐至宝三项主营业务各自的覆盖范围.....	10
图表 12: 乐至宝三项业务收入情况.....	10
图表 13: 乐至宝三项业务营业利润率情况.....	10
图表 14: 乐至宝三类主要渠道各自的覆盖范围.....	11
图表 15: 乐至宝三种渠道销售收入占比.....	11
图表 16: 乐至宝 Galleries 集合店自营及非自营数量.....	12
图表 17: 乐至宝三种主要渠道店铺数量.....	12
图表 18: 乐至宝主品牌沙发销售坪效高于其他品牌.....	12
图表 19: 乐至宝自营 Galleries 集合店单店收入上升.....	12
图表 20: 乐至宝生产基地或销售贸易公司所覆盖的国家.....	13
图表 21: 乐至宝 iclean 面料为布艺沙发打开市场.....	14
图表 22: 乐至宝 duo 系列产品销售业绩高.....	14
图表 23: 芝华仕直营门店单店收入高 (港元).....	15
图表 24: 直营门店数量下降, 优化管理提升效率.....	15
图表 25: 美国沙发市场规模快速增长.....	16
图表 26: 美国功能沙发市场增速稍高于沙发市场.....	16
图表 27: 美国功能沙发渗透率逐年增长.....	17
图表 28: 敏华在美国功能沙发市场制造商位列前三甲.....	17
图表 29: 美国 GDP 总量稳步上升.....	17
图表 30: 美国新屋完工总量.....	17
图表 31: 美国新屋销售总量.....	18
图表 32: 美国消费者信心提升.....	18

图表 33: 2017 年我国城镇化人口占比 58.52%.....	18
图表 34: 商品房销售面积逐年增长.....	18
图表 35: 我国居民可支配收入稳定增长.....	19
图表 36: 我国城镇居民人均可支配收入持续增长.....	19
图表 37: 我国功能沙发市场渗透率提升空间大.....	19
图表 38: 功能沙发市场规模测算.....	19
图表 39: 我国功能沙发市场规模约 65 亿元.....	20
图表 40: 我国功能沙发市场集中度高.....	20
图表 41: 传统沙发.....	21
图表 42: 功能沙发.....	21
图表 43: 乐至宝&敏华控股主营业务收入及增长率 (百万美元).....	22
图表 44: 乐至宝主营业务收入来源 (百万美元).....	22
图表 45: 敏华控股主营业务收入来源 (百万美元).....	22
图表 46: 乐至宝毛利率不断上涨.....	23
图表 47: 敏华控股销售管理费用率低于乐至宝.....	23
图表 48: 两公司净利润水平及增长率 (百万美元).....	23
图表 49: 敏华控股净利率水平高于乐至宝.....	23

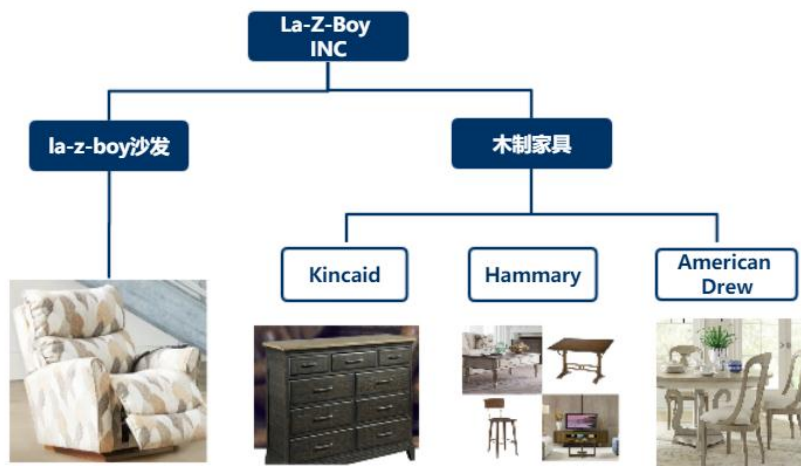
一、乐至宝 (La-Z-Boy) —— 北美功能沙发巨头的成功之路

乐至宝在美国功能沙发市场的市占率 2017 年达到 18.1%，系美国功能沙发绝对龙头，纵观其成功之路，可分为三个阶段“乘行业东风，快速扩张期”、“行业调整，转型蓄力期”、“行业回暖，新动能增长期”，三个阶段的发展重点各有侧重，分别为：1) 功能沙发行业先行者享受行业红利，并通过收购扩充产品类型；2) 行业衰退，加大投入品牌建设、产品研发、产品营销，打造核心竞争力；3) 进入新一轮上涨周期，打造多产品矩阵，利用乐至宝主品牌价值带动木制家具品牌发展；打造多元化渠道，深耕自营 Furniture Galleries 集合店，提升店铺运营质量。

(一) 发展历程：三个阶段，三种战略布局铸就今日北美家具制造龙头

乐至宝 (La-Z-Boy) 是全球领先的功能沙发生产商，以及美国第二大住宅家具制造批发商，乐至宝 Galleries 集合店是美国第三大单品牌零售商。公司于 1927 年在美国密歇根州创立，1987 年场内上市交易。乐至宝是美国功能沙发的创立者和领导者，创立之初主要产品即为摇椅式功能沙发 (reclining sofa)，之后通过收购的方式拓展普通休闲沙发、休闲座椅、木制家具等品类。乐至宝追求产品的高质量与极致舒适体验，以“舒适生活 (live life comfortably)”为品牌代名词，是美国家具市场最具影响力的品牌之一。

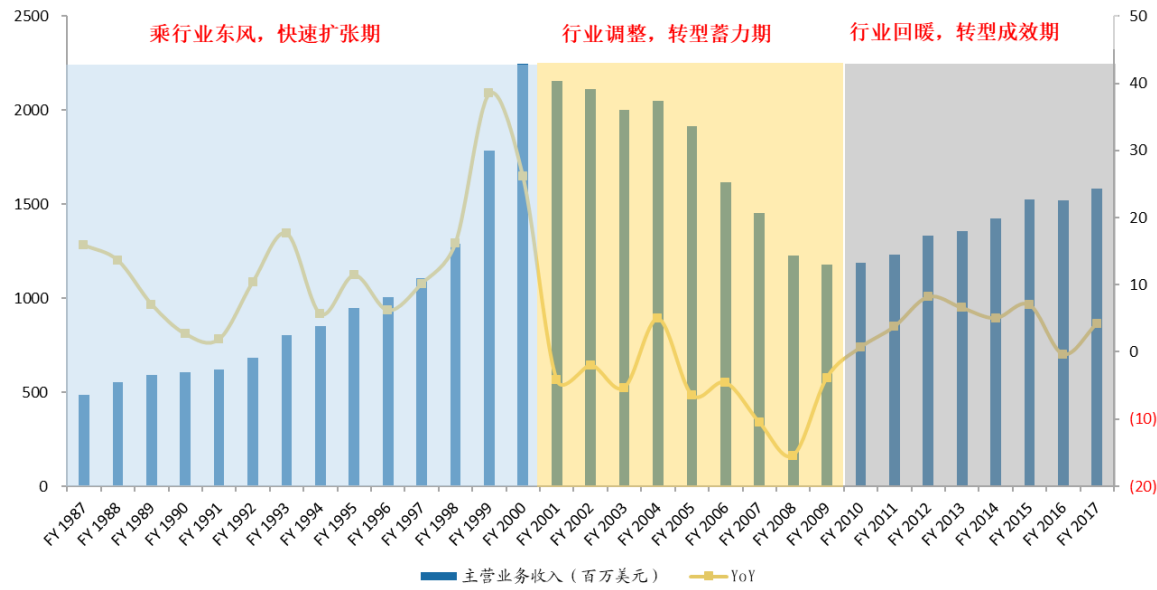
图表 1：乐至宝旗下主要品牌及产品



资料来源：公司官网，华创证券整理

纵观乐至宝的发展历程，可分为三个阶段。分别为“乘行业东风，快速扩张期”、“行业调整，转型蓄力期”、“行业回暖，新动能增长期”。

图表 2: 乐至宝发展历程的三个阶段

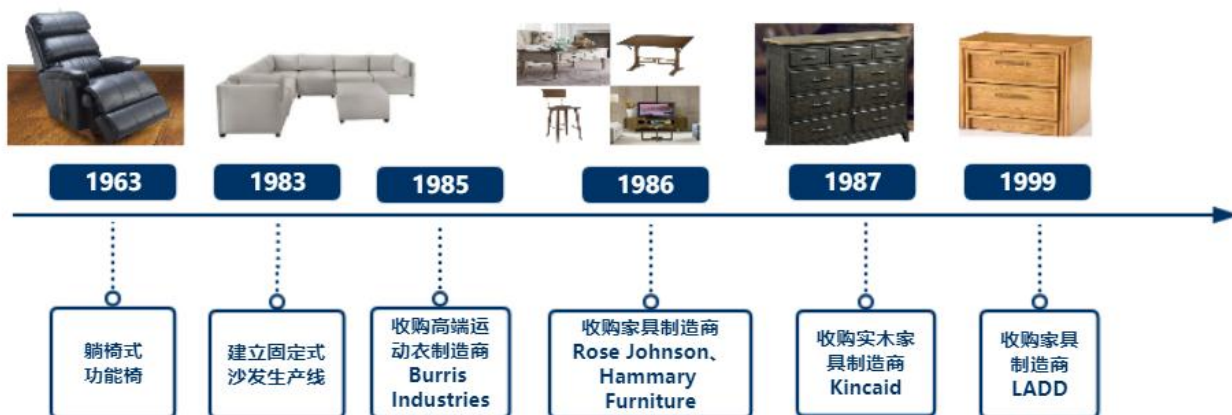


资料来源: Bloomberg, 华创证券整理

1、1987-2000年: 乘行业东风, 快速发展期

1987-2000年: 乘行业东风快速发展期, 拓展产品矩阵。公司由两表兄弟 Edward M.Knabusch (爱德华) 和 Edwin J.Shoemaker (艾德文) 创立于 1926 年, 最初名为“花城家具”, 公司最初的产品就是躺椅。迈入 20 世纪 50 年代, 公司除日益流行的躺椅外, 1961 年, 公司推出了摇摆功能椅, 一个兼具摇摆椅及躺椅两种功能的革命性产品, 并很快就供不应求, 从 1961-1971 年期间, 仅仅靠这款椅子的销售额就从 200 万美元增加至 5000 万美元。而后公司拓展产品品类, 1983 年增添了多人座固定式沙发、套件组合式沙发、休闲椅等产品的生产线, 后续增添了住宅家具的生产线。

图表 3: 乐至宝产品品类扩张历程



资料来源: 公司官网, 华创证券整理

90 年代末乐至宝的销售规模已经达到软体家具行业最高水平, 公司为进一步巩固自身行业龙头地位开始启动收购策略, 采取收购的策略也是希望能够给公司带来新的业绩增长点, 95 年前后公司的营收增速有所下滑, 基本为单位数

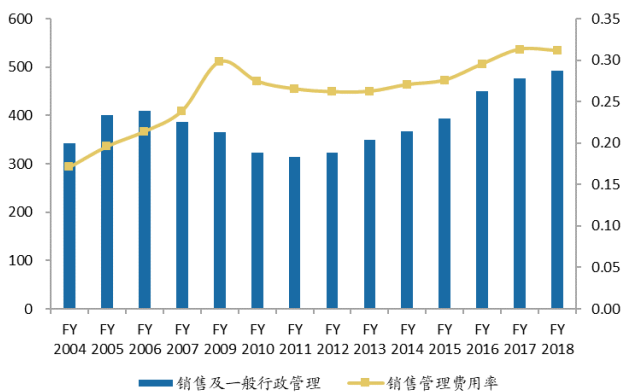
增长。1999 年公司通过 1.98 亿美元股权与 1.02 亿美元债权收购 LADD (Lea, America Drew, Daystron) 三个家具品牌的组合制造商, LADD 当时是全美第七大家具制造商, 2000 财年并表后乐至宝整体营收达到 17.83 亿美元, 增速高达 38.5%, 约是之前年份增速的 2 倍多。乐至宝也跃升为全美最大的两家家具品牌制造商之一, 品牌价值明显提升, 另一家是家具品牌国际有限公司。公司旗下除主品牌外还拥有多品牌, 分别是 American Drew, American of Martinsville, Barclay, Clayton Marcus, Lea, Pennsylvania House and Pilliod。除 LADD 外的品牌均在 1980-1997 之间收购的, 1985 年公司收购高端运动椅制造商 Burriss Industries, 1986 年收购多品种家具制造商 Rose Johnson Incorporated、Hammary Furniture, 1988 年收购木制 (实木) 家具制造商 Kincaid。

2、2001-2009 年: 行业衰退调整, 公司转型蓄力

2001-2009 年: 行业衰退调整, 公司转型蓄力。同样是在 1999 年, 美国经济开始下滑, 家具市场受制于低迷的房地产市场以及消费信贷的收缩, 加之中国家具制造商的冲击, 乐至宝对 LADD 收购后在 2000 年并没有达到 20 亿美元营收的市场预期。与此同时, 乐至宝合作的渠道零售商蒙哥马利沃德商店 (Montgomery Ward) 的破产, 从而导致公司销售额在 20 年内首次下降。预计 2000 年收入不佳, 该公司开始了自身的转型之路。

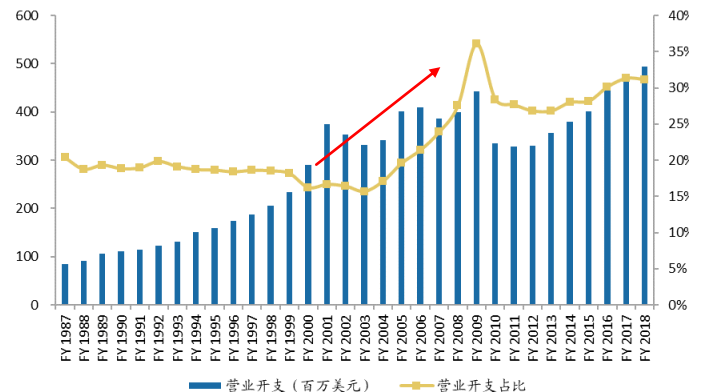
(1) 持续塑造品牌影响力, 作为业绩提升的突破口。即使是在行业、公司业务不景气的背景下, 公司加大力度营销品牌, 力求利用品牌价值带领公司突出重围。从营业开支规模来看, 2001-2009 年期间增速明显加大, 主要是由于销售管理费用的增加。公司加大广告投入, 2000 年投入的广告费用达到 5000 万美元, 占营收比重 2.8%。在 2001 年《今日家具》全球最具影响力的家具制造零售商中, 乐至宝排名第 6 位, 之后几年排名一直居高不下, 乐至宝已有极高的品牌价值。根据美国杂志《HFN》调查, 乐至宝在全球家具知名度排名靠前。

图表 4: 2001-2009 乐至宝销售及管理费用上升



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 5: 营业开支占比提升, 主要为销售费用的提升



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 6: 乐至宝被《HFN》杂志评为全球家具知名度最高的品牌

The Brand Report		and opinionated According to HFN's exclusive survey of 100,000 consumers
TOP FURNITURE BRANDS	BRAND	BRAND OWNER
1	La-Z-Boy	La-Z-Boy
2	Ethan Allen	Ethan Allen Interiors
3	Thomasville	Furniture Brands International
4	Broyhill	Furniture Brands International
5	Ashley	Ashley Furniture Industries
6	Bassett	Bassett Furniture Industries
7	Lane	Furniture Brands International
8	Martha Stewart	Martha Stewart Living Omnimedia
9	Better Homes & Gardens	Meredith Publishing
10	Drexel-Heritage	Furniture Brands International
11	Lawson Dutch Lane	Davis Dutch Lane

资料来源: 京东商城产品介绍

(2) 品牌宣传针对高层次女性, 提升并逐渐明确品牌定位。公司的广告投入主要集中在女性阅读量较高的杂志上, 并不是电视广告, 主要系将主要客群定位为层次较高、收入较高的女性群体, 据调查, 这部分女性往往在购买家具的过程中享有决策权。同时, 该公司加大产品端投入, 强调设计感, 并开始迎合女性特征, 使得产品的设计更加小巧、时尚。此外, 公司提升品牌形象, 将受众群修定为更富裕、年轻的买家。并且在宣传产品形象时, 公司极力向消费者普及, 自己除躺椅式功能沙发以外, 还有很多其他品类产品的存在, 力求以自身强大的品牌力拉动其他品类的发展。

图表 7: 乐至宝在杂志上针对女性的广告宣传



资料来源: Bionic Disco 网站

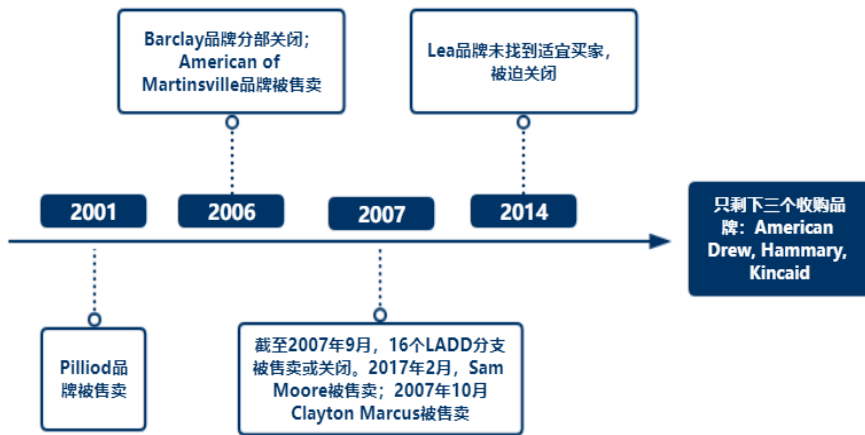
图表 8: 乐至宝在老友记中的广告植入



资料来源: kknews.cc 网站

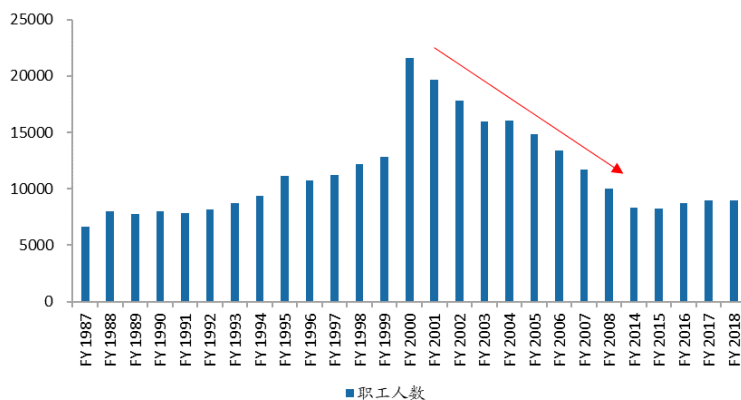
(3) 削减制造部门, 出售品牌及非核心资产, 为主品牌、主业务发展减负。公司在 2000 年中期开始了整合之路, 除主品牌外的 7 个品牌有 5 个出售或者直接关闭, 最终只留下 American Drew 和 Lea 两部分 (Lea 在 2014 年关闭)。九月公司将在业务分为木制家具和内饰软体两个部门, 并将 LADD 系列纳入这两个部门并逐步淘汰 LADD 名称。此外, 由于 9 月 11 日的恐怖袭击事件及其对住宅家具需求的影响, 乐至宝不得不关闭转移生产线位置, 期间导致员工失业, 同时乐至宝为节省开支实行较大规模的裁员。在此阶段, 将生产仓库从 12 个降低为 5 个。

图表 9: 乐至宝对 LADD 分部的收购品牌整合之路



资料来源: 公司公告, 华创证券整理

图表 10: 乐至宝 2000-2008 年员工人数下降 11543 人



资料来源: Bloomberg, 华创证券

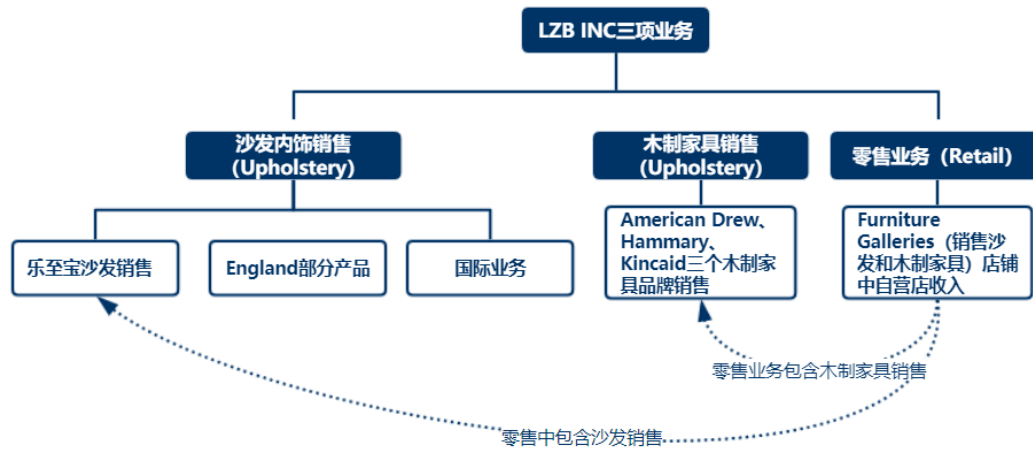
(4) 进行渠道改革, 增加集合店提升品牌力, 开设展览店拓展消费人群。2006 年后的行业寒冬之际, 公司提出增加专卖店, 提升品牌力。由于宏观和行业环境较差, 公司于 2008 年大量开设 comfort studio 店, 相比集合店产品价格相对较低, 拓展消费人群, 适应宏观环境, 刺激业务回暖。

3、2010-2018 年: 行业回暖, 扩充产品矩阵, 打造多渠道

(1) 多元化业务重新起航, 零售业务高速增长

2010-2018 年: 行业回暖, 公司重视零售品牌价值的挖掘, 积极布局营销渠道及零售业务发展, 逐渐享受转型成效。公司在上一阶段的行业调整中, 被动的放弃了一些收购家具制造品牌, 暂时搁置打造家具产品矩阵的路线, 将主要注意力放置于品牌打造和产品设计上, 2009 年之后行业回暖, 公司营收重新开始增长, 危机过后公司重新开始打造产品矩阵, 并逐渐重视对渠道的管控能力。公司将自身的业务分为三个部分, 主要包括乐至宝品牌沙发销售 (Upholstery)、木制家具销售 (Casegoods)、零售业务 (Retail)。

图表 11: 乐至宝三项主营业务各自的覆盖范围



资料来源: 公司公告, 华创证券整理

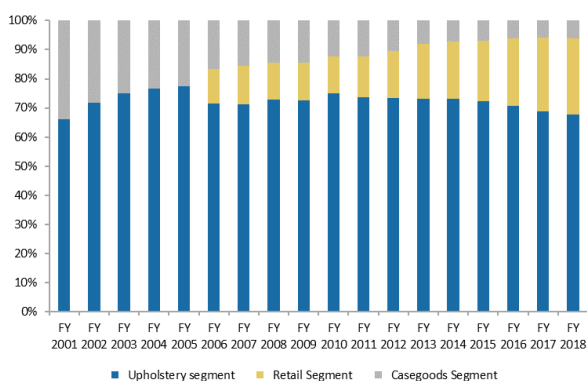
Upholstery——内饰部门主要生产及进口软垫家具, 如躺椅和可调式家具、沙发、双人沙发、桌椅、转角沙发、模组式家具、椅子及沙发床, 并通过 La-Z-Boy 家具专卖店及 Comfort Studios 直营店、经销商及其他零售商销售产品; 主要包括乐至宝品牌销售收入及国际业务销售收入。

Casegoods——橱柜家具部门, 主要生产、进口、销售和分销橱柜家具, 包括卧室、餐厅系列、休闲娱乐中心和套装配件、内饰家具等, 其经销品牌包括: American Drew、Hammary、Kincaid 等; 主要包括三个木制家具品牌的销售收入。公司所有销售的木制家具都是依靠进口成品, 进口主要来自于中国, 少部分来自于其他国家, 公司在香港建立全球贸易公司, 以管理在亚洲的供应链。

Retail——通过其零售网络向终端客户销售软垫家具、橱柜和其他配件, 这部分主要是其 Furniture Gallery 店铺中自营的店铺销售收入。

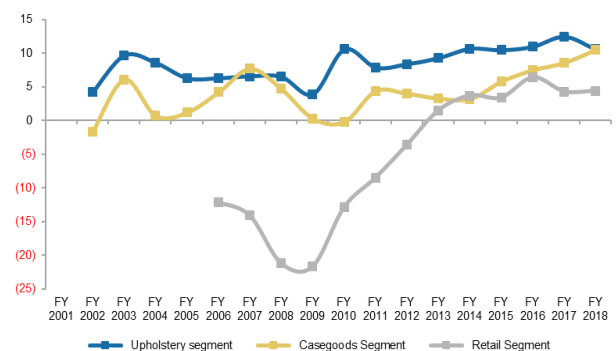
三项业务中乐至宝沙发销售及国际销售收入部分依然是最主要的业务构成, 占比约为 70%, 零售业务占比逐渐提升, 从 2006 财年的 12.6% 提升至 2018 财年的 30%, 木制家具业务有所下滑, 考虑到木制家具业务销售范围与零售业务有一定重合, 不能轻易判断木制家具业务发展不善。从营业利润上来看, 公司自营店铺销售的营业利润在 2012 年扭亏为盈, 此后逐渐提升, 此外定制家具营业利润上升幅度明显, 2018 财年水平基本与沙发业务持平。

图表 12: 乐至宝三项业务收入情况



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 13: 乐至宝三项业务营业利润率情况

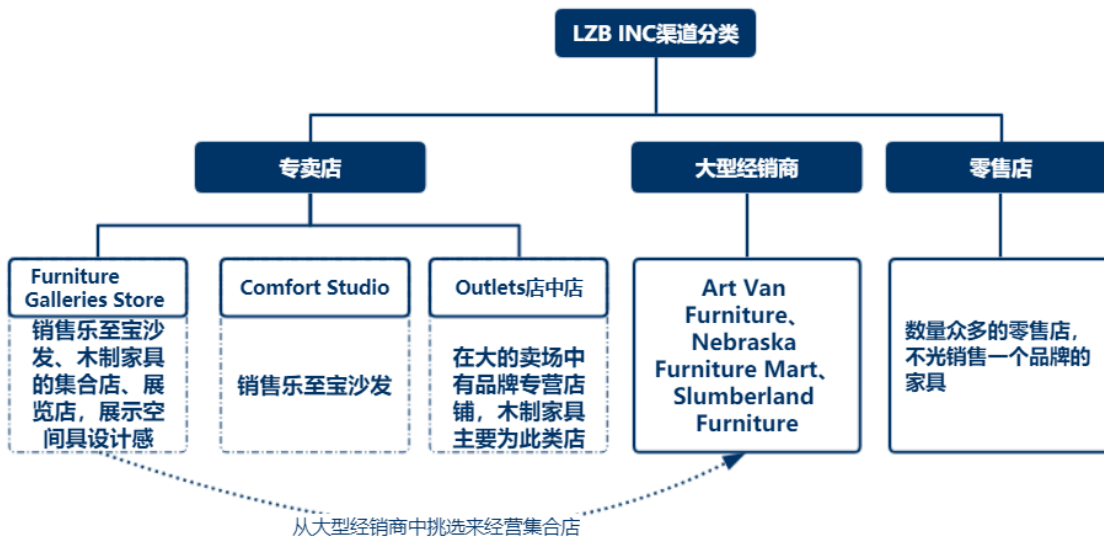


资料来源: Bloomberg, 华创证券

(2) 多元化渠道扩张市场，重点发展集合店

公司最主要的销售渠道是买断式零售商，多为奥特莱斯店，即零售商从公司生产厂商手中买断产品再另行销售，公司生产厂商销售给买断式零售商之后即确认收入。公司逐渐改善渠道结构，从单一渠道逐渐发展为多元渠道，目前除传统的经销商、零售商以外，还有专卖店、直营店，专卖店包括 Furniture Galleries、Comfort Studio 两类店铺，还包含卖场中的一些店中店，木制家具品牌多以此种方式拓展销售渠道。多元渠道有助于降低渠道风险，并实现多轨道并行的渠道扩张局面，另外，不同的渠道针对不同的客群从而分发不同的销售产品，有针对性的进行营销。

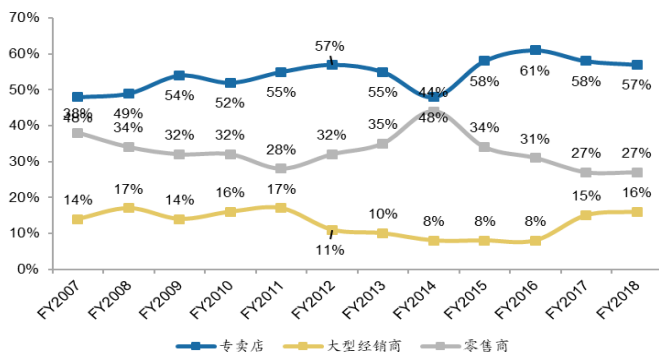
图表 14: 乐至宝三类主要渠道各自的覆盖范围



资料来源：公司公告，华创证券整理

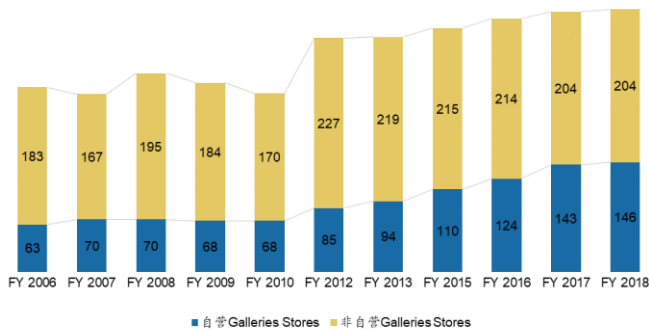
目前，销售收入占比最高的销售模式是专卖店，2018 财年占比达到 57%，且该模式在 4-4-5 增长计划下从 2014 年起占比逐步提升，4-4-5 增长计划即：2014-2019 财年五年期间，Furniture Galleries 门店实现单店销售 400 万美元、门店扩展至 400 家。从 Furniture Galleries 店铺数量来看，集合店作为公司主要发展的店铺类型数量增长迅速，从 2011 财年的 304 家上升到 2018 财年的 350 家，且 2014 年后自营店实现较快速度的上涨，2018 财年已经达到 146 家，基本占据集合店总数的一半。同时，从各类型店铺的总数上来看，经营三个木制家具品牌的奥特莱斯数量下降，公司发展战略明显，调整零售店铺数量并逐渐转向单店面积更大、环境更好、装潢更具设计感的集合店、展览店，提高专卖店比例。

图表 15: 乐至宝三种渠道销售收入占比



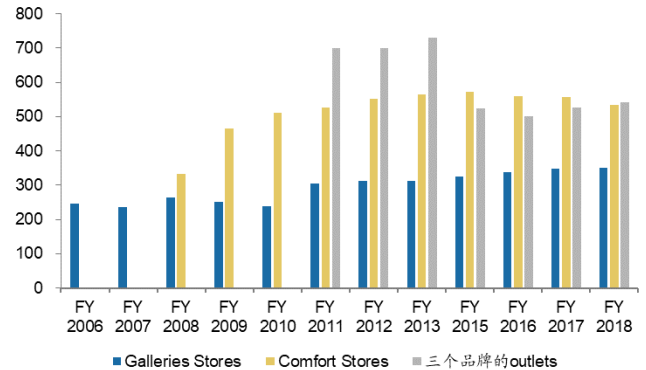
资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 16: 乐至宝 Galleries 集合店自营及非自营数量



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 17: 乐至宝三种主要渠道店铺数量

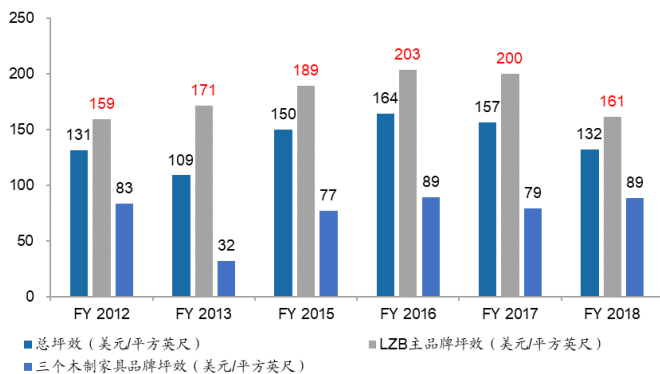


资料来源: Bloomberg, 华创证券

公司大力发展 Furniture Galleries 集合店及其他其中的自营店业务, 自营店铺收入越来越多, 主要系:

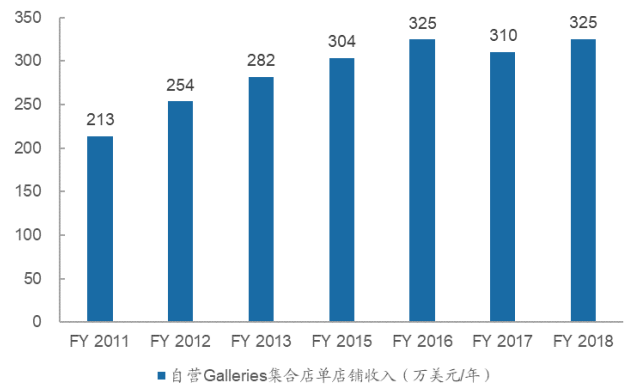
- 1) 加大对终端的管控能力, 避免再次出现 2001 前后由于公司合作的渠道零售商蒙哥马利沃德商店 (Montgomery Ward) 破产, 从而导致公司销售额下降的情况。
- 2) Furniture Galleries 集合店销售主品牌乐至宝沙发产品及其他木制家具产品, 店面设计时尚高档, 有助于提升品牌形象;
- 3) Furniture Galleries 集合店的开设目的主要是主品牌的品牌价值、认可度来提升同店销售的其他木制家具产品, 也是对木制家具业务发展的推动, 可见木制家具业务营业利润率快速提升, 乐至宝高端品牌对其他品牌定位也有提升作用, Hammary 木制家具品牌中有接近一半的销售收入是来自于 Furniture Galleries 集合店。从品牌销售的坪效来看, 主品牌坪效明显高于其他三个品牌的坪效水平, 主品牌将对三个品牌的销售起到带动作用。
- 4) 集合店有产品展示区, 一般面积较大, 产品类别较多, 可满足不同消费者的需求, 吸引客流量较多, 且便于统一协调管理, 有助于提升店效, 提升运营效率, 从集合直营店的单店收入来看, 从 2011 年后一直处于上升趋势中, 从 2011 财年的 213 万美元/年上升到 2018 财年的 325 万美元/年。

图表 18: 乐至宝主品牌沙发销售坪效高于其他品牌



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 19: 乐至宝自营 Galleries 集合店单店收入上升



资料来源: Bloomberg, 华创证券

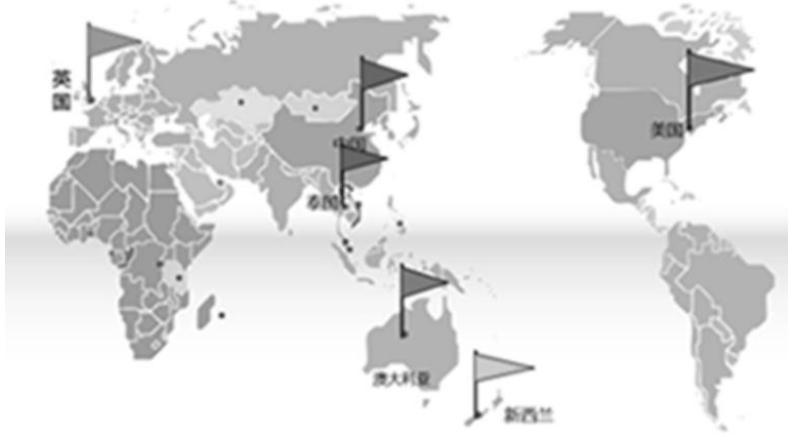
利用收购的方式拓展电商渠道：线上渠道发展迅速，对公司的销售造成一定的负面影响，公司收购 joybird 以应对线上渠道竞争。乐至宝 2018 年宣布收购 Joybird，该公司是一家专注电商业务的多品类家具零售商和制造商，2017 年收入达到 5500 万美元，该收购将促进未来公司电商业务的发展。Joybird 将继续保持经营的独立性，其领导团队将继续经营公司，乐至宝将以其强大的采购、生产能力与 Joybird 合作，Joybird 将为乐至宝带来分销渠道从而降低销售成本，同时乐至宝将受益于此次并购，电商业务将得到大力发展，将有效提升销售群体渗透率，提升收入。

(3) 国际化分工明确，节约生产成本、提升生产效率

国际化部署明确，不同地区子公司有不同的主要功能：公司是全球领先的躺椅生产商，以及美国第二大住宅家具制造批发商，乐至宝集合店是美国第三大单品牌零售商。在美国有 7 个生产基地、6 个区域配送中心，在墨西哥的配送中心支持快速配送到店，专门成立批发零售办事处管理英国、爱尔兰零售业务，在泰国有两家合资公司来支持国际业务，一家是生产工厂，一家是销售办事处。香港有一家国际贸易公司，主要进行亚洲供应链的管理和维护，另外公司的木制家具业务是完全依赖进口，也在发展亚洲的供应商。公司销售产品到美国、加拿大等全球 60 个国家。在拓展国外销售市场时，主要是采用当地的家具类生产、销售商代理的模式，迅速打开当地市场。

根据顾家家居公告，乐至宝与顾家家居于 2012、2013 年签署了相关战略合作协议，指定顾家为中国市场（除上海市）的独家经销商，有权决定乐至宝产品的转售价格，顾家销售的乐至宝产品一部分来自于进口买断，一部分来自于贴牌生产，截至 2015 年底，乐至宝在中国专卖店数量已经超过 100 家，扩张速度较快。

图表 20：乐至宝生产基地或销售贸易公司所覆盖的国家



资料来源：京东商城产品介绍

公司充分利用中国原材料供应商的成本优势。原材料主要包括沙发外皮（布料、皮革），内填充物等，公司采取与有限供应商进行合作的模式，在一家供应商采购的外皮就占公司总采购量的近 50%。四个中国皮革供应商共计 95% 以上的皮革，三个中国布料供应商供应占比 90% 以上的外皮布料。如是有任何主要供应商出现不能按时交付的情况，公司的生产经营会收到影响，于是在香港建立全球贸易公司，来协调管理亚洲的供应链。通过公司全球化的供应交付体系，可以实现 175 种风格和 1000 种皮艺及布艺面料的任意组合，产品丰富性得到满足。

(二) 乐至宝核心优势：品牌价值打头阵，全球产能布局&产品矩阵扩展&多元渠道渗透

1、爆款产品带来品牌知名度，产品设计完美贴合使用需求

公司依靠躺椅式功能沙发起家，功能沙发的极致舒适性对传统沙发市场造成一定的冲击，产品需求空间巨大，1961 年公司推出的摇椅式沙发爆款产品，使得公司在 1961-1971 十年期间销售额就从 200 万美元增加至 5000 万美元。之后公司不断贴合消费者需求制作爆款产品，如 1960 年末的 Reclina-Rocker 躺椅、Reclina-Way 壁椅等均受欢迎，爆

款带来品牌知名度的提升, 近些年又分别推出了 iclean 防污渍的布料、外形类似固定沙发的躺椅式沙发 duo 系列等, 都非常贴合消费者的需求, 主要系公司充分利用大数据来分析市场。品牌力与产品力相辅相成, 成为打开市场最根本的竞争力, 2017 年乐至宝在美国功能沙发市场市占率约为 18.1%。

图表 21: 乐至宝 iclean 面料为布艺沙发打开市场



资料来源: 京东商城产品介绍

图表 22: 乐至宝 duo 系列产品销售业绩高



资料来源: 公司官网

敏华控股旗下的芝华仕沙发起源于上个世纪九十年代, 一直专注于功能沙发领域, 是功能沙发行业的绝对龙头。敏华在美国的功能沙发市场中占据着重要的地位, 2017 年占美国功能沙发市场份额的比例为 9.8%, 位列第三位, 芝华仕占国内功能沙发市场份额为 44.8%, 为第二名美国功能沙发龙头 La-Z-Boy 市场份额的五倍。芝华仕“头等舱”形象深入人心。公司很早就提出了“芝华仕沙发, 头等舱带回家”的概念, 品牌力强大, 同时芝华仕功能沙发的一直以“舒适、高质、高端”为主要特征, 产品力强大, 绝对龙头标志绝对竞争力。

2、产能合理布局, 垂直一体化生产铸就成本优势

在美国有 7 个生产基地、6 个区域配送中心, 在墨西哥的配送中心支持快速配送到店, 专门成立批发零售办事处管理英国、爱尔兰零售业务, 在泰国有两家合资公司来支持国际业务, 一家是生产工厂, 一家是销售办事处。香港有一家国际贸易公司, 主要进行亚洲供应链的管理和维护, 另外公司的木制家具业务是完全依赖进口, 也在发展亚洲的供应商。公司销售产品到美国、加拿大等全球 60 个国家。在拓展国外销售市场时, 主要是采用当地的家具类生产、销售商代理的模式, 迅速打开当地市场。原材料和零件方面, 皮革和织物 95% 来自中国, PU FOAM (海绵原材料) 主要来自美国, 其它原材料也来源于墨西哥等原材料成本较低的国家, 全球化布局、一体化生产形成了公司的成本优势。

3、扩展品类矩阵, 利用品牌效应带动其他品牌销售收入

公司在 2000 年前就通过收购家具品牌制造商拓宽产品品类, 只是在 2001-2009 年的行业调整中被动放弃了一些收购品牌, 2009 年危机过后公司重新开始打造产品矩阵, 充分利用主品牌价值带动三个木制家具制造商的销售, 主要通过开设 Furniture Galleries 集合店将乐至宝、三个木制家具品牌产品进行混售, 发挥消费的连带效应。木制家具业务营业利润率快速提升, Hammary 木制家具品牌中有接近一半的销售收入是来自于集合店。从品牌销售的坪效来看, 主品牌坪效明显高于其他三个品牌的坪效水平, 主品牌将对三个品牌的销售起到带动作用。

敏华一直以芝华仕功能沙发为主要沙发产品, 不断深耕芝华仕品牌价值, 在 2014 年推出了非功能沙发的芝华仕都市系列休闲款沙发, 横向拓宽产品品类。另外, 公司的床垫品牌“爱蒙床垫”2016 年 3 月更名为“芝华仕五星床垫”, 床垫业务借助芝华仕品牌效应吸引客流, 未来将会作为新的收入和利润增长点持续为公司贡献营收。

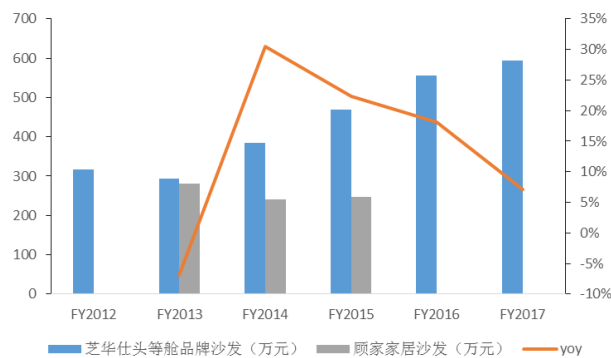
4、多渠道发展，提升对终端的控制力

乐至宝逐渐拓宽渠道类别，从单一的买断式零售商渠道逐渐发展为多元渠道，目前除传统的经销商、零售商以外，还有专卖店、直营店，专卖店包括 Furniture Galleries、Comfort Studio 两类店铺，还包含卖场中的一些店中店，木制家具品牌多以此种方式拓展销售渠道。多元渠道有助于降低渠道风险，并实现多轨道并行的渠道扩张局面，另外，不同的渠道针对不同的客群从而分发不同的销售产品，有针对性的进行营销。

公司大力发展 Furniture Galleries 集合店及其他其中的自营店业务，加大对终端的管控能力，集合店有产品展示区，一般面积较大，产品类别较多，可满足不同消费者的需求，吸引客流量较多，且便于统一协调管理，有助于提升店效，提升运营效率，且店面装修精致有助于提升品牌形象。公司致力于提升直营店运营效率，从集合直营店的单店收入来看，从 2011 年后一直处于上升趋势中，从 2011 财年的 213 万美元/年上升到 2018 财年的 325 万美元/年。

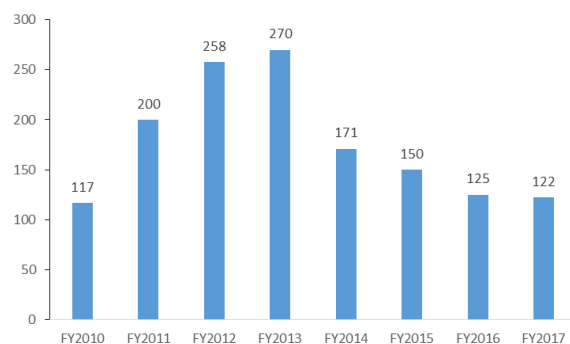
敏华主要以经销商渠道为主，经销商渠道营业收入占比达 7 成以上。截止 2018 财年，敏华控股在中国地区的门店数量为 2399 家，其中芝华仕头等舱品牌沙发和五星床垫的门店数量为 2357 家，Fleming 北欧宜居的门店数量为 42 家。公司直营门店大都位于一二线城市，主要起示范、树立品牌形象的作用，单店收入随着客流量增加、客单价增长以及转化率的提升也逐渐增加，芝华仕头等舱沙发的单店收入由 2012 年 316.49 港万元增长至 2017 年的 594.22 港万元，CAGR 达 13.43%。芝华仕五星床垫直营门店的单店收入也从 2014 年的 153.27 港万元增长至 2017 财年 220.98 万港元。

图表 23: 芝华仕直营门店单店收入高 (港元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 24: 直营门店数量下降, 优化管理提升效率



资料来源: 芝华仕官网, 华创证券

二、中美功能沙发市场发展对比

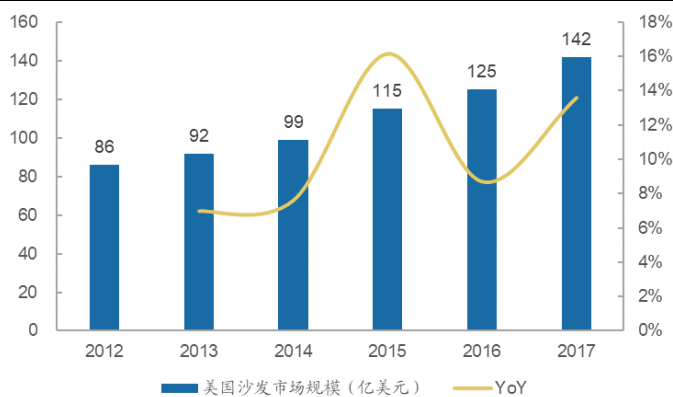
美国沙发市场规模 2017 年达到 142 亿美元，增速依然高达 13.6%，**功能沙发渗透率高，市场集中度较高**，新屋完工总量与销售总量持续增长，沙发行业步入稳定增长阶段，美国大部分无品牌的家具厂商通过 ODM 或者 OEM 形式借助零售商的品牌影响力贴牌出售。2017 年中国功能沙发的市场渗透率为 12.4%，同期美国功能沙发的市场渗透率为 40.3%，增长空间巨大，城镇化推动地产行业发展，人均可支配收入增加引爆家居行业消费升级。我们对中国软体沙发的市场规模进行测算，得出**我国功能沙发 2017 年市场规模约 65 亿元**，预计 2018 年功能沙发行业的市场规模能够达到 71 亿元，2022 年预计达到 141 亿元。

(一) 外销市场：美国功能沙发渗透率高，沙发行业步入稳定增长阶段

1、美国功能沙发渗透率高，市场集中度较高

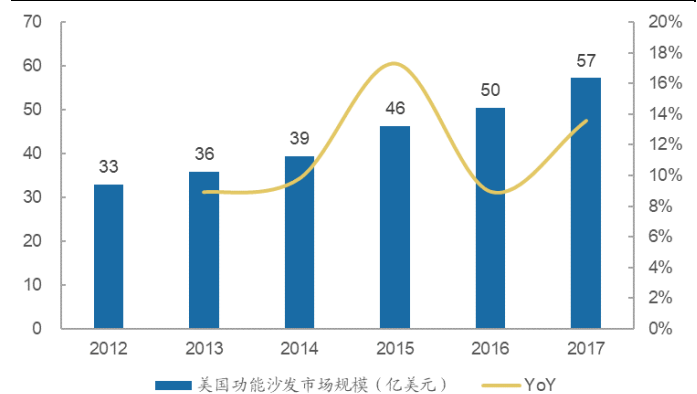
美国沙发市场规模 2017 年达到 142 亿美元，增速依然高达 13.6%，市场规模高速扩展，功能沙发在美国发展历史长，至今已有逾 30 年的历史，沙发企业已经培养起消费者对功能沙发的消费习惯，因而功能沙发的渗透率高，从市场规模增速上看，功能沙发市场规模增速高于整体沙发市场。根据 Euromonitor International 市场调查报告显示，2018 年美国功能沙发占整体沙发市场的份额已经达到了 40.3%，每两套销售的沙发中就有一套是功能沙发。美国功能沙发市场集中度高，前五位功能沙发销售厂商占比为 53.6%。敏华在美国的功能沙发市场中占据着重要的地位，2017 年占美国功能沙发市场份额的比例为 9.8%，位列第三位，美国第一大品牌 La-Z-Boy 市占率 18.1%，第二名 Ashley 为 10.9%，敏华市场份额与第二名 Ashley 相差不大，仍有提升空间。为提升美国市场占比，敏华未来会拓展功能沙发外的品类，把客户从大型零售商向中小客户渗透，拓展网上渠道等。

图表 25：美国沙发市场规模快速增长



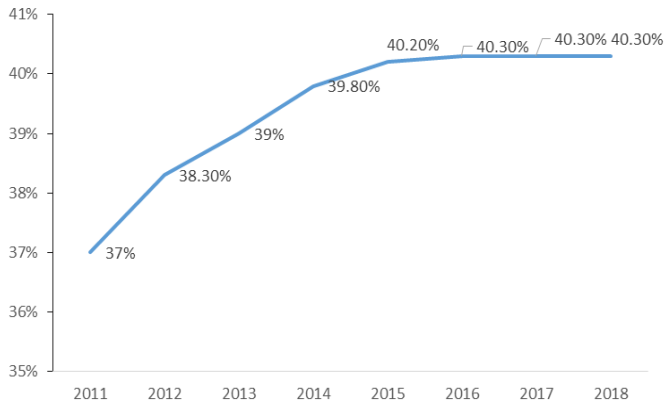
资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

图表 26：美国功能沙发市场增速稍高于沙发市场



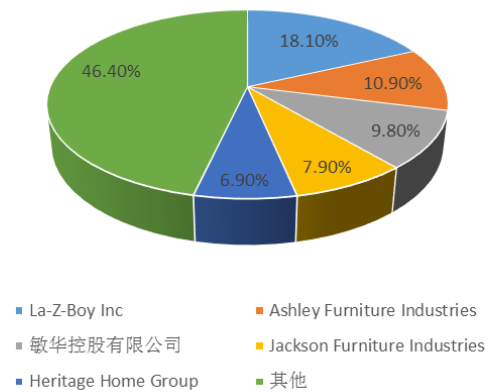
资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor International，华创证券整理

图表 27: 美国功能沙发渗透率逐年增长



资料来源: Euromonitor International, 华创证券

图表 28: 敏华在美国功能沙发市场制造商位列前三甲



资料来源: 2018 年公司简报, 华创证券

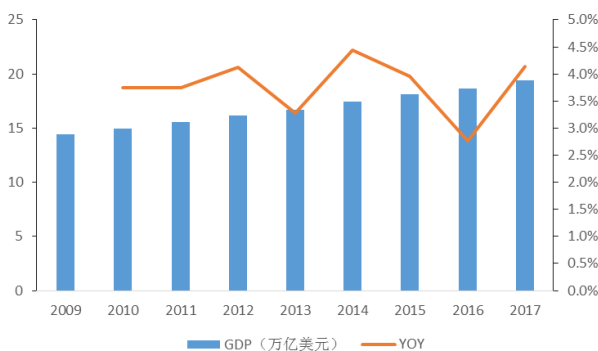
美国大部分无品牌的家具厂商通过 ODM 或者 OEM 形式借助零售商的品牌影响力贴牌出售。有品牌的家具厂商从第三方国家采购产品贴牌或者采购原材料、部件再自己加工, 通过自营零售或者经销商分销, 例如 La-Z-Boy 和 Ashley, 敏华控制采用两种方式相结合, 主要通过 ODM 形式销售, 部分也采用 Cheers (芝华仕) 的品牌进行销售。在 ODM 形式中, 敏华在美客户主要是前 100 名零售商, 渗透率为 50% 左右, 最大的美国客户 Room to GO 收入占比在 7% 左右, 美国市场客户相对分散。

2、美国新屋完工总量与销售总量持续增长, 沙发行业步入稳定增长阶段

美国宏观环境逐渐好转, GDP 总量和新屋完工总量、新屋销售总量都在逐步回升。2017 年, 美国名义 GDP 总量达 19.39 万亿元, 同比增长 4.14%, GDP 连续 10 年增长, 增速在 3%-4% 左右, 整体宏观环境向好。危机之后, 美国政府借利率下降协助稳定房地产市场, 新屋完工总量与新屋销售总量持续增长。

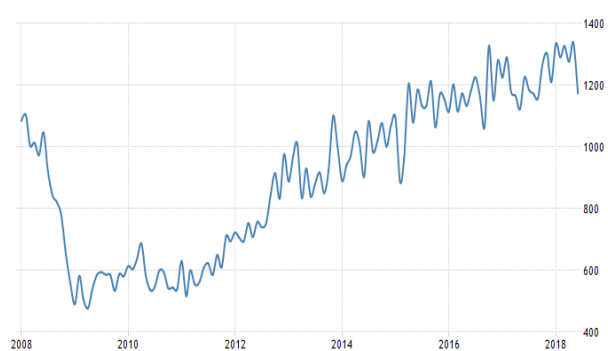
根据 Trading Economics 和美国商务部的数据显示, 2017 年全年美国私人业主新屋完工总量较 2016 年上升约 8.8%。与此同时, 2017 年全年新屋销售较二零一六年增长约 9.7%。2018 年 5 月新屋销售环比上涨 6.7% 至 68.9 万户, 为 2017 年 11 月以来最高。特朗普政府的减税政策让美国家庭收入切实增长, 加之就业增加和购买力提升, 消费者信心大增, 美国 2018 年 6 月密歇根大学消费者信心指数初值为 99.3, 好于预期的 98.5 和 5 月前值 98, 创三个月新高。同比涨幅也高于前几个月, 至 4.5%, 居民对未来消费充满信心有利于其对房地产进行投资。

图表 29: 美国 GDP 总量稳步上升



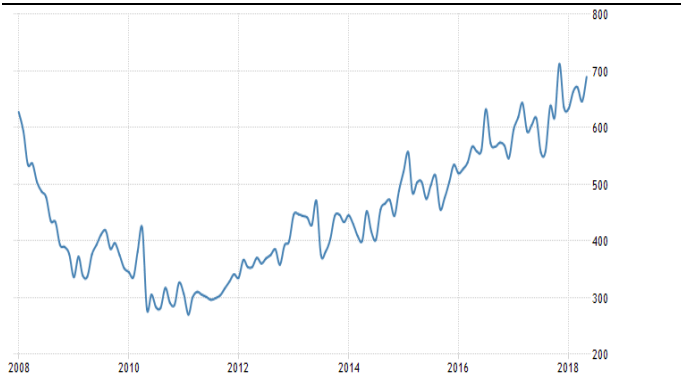
资料来源: Wind, 华创证券

图表 30: 美国新屋完工总量



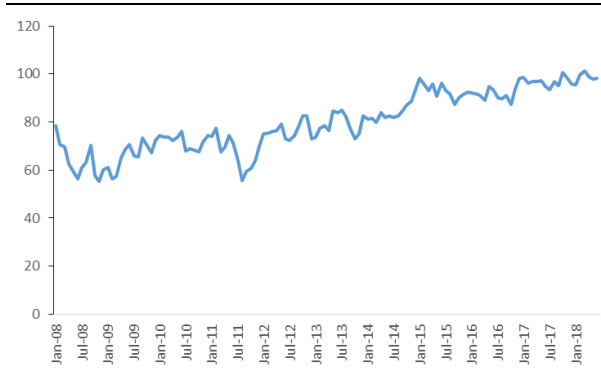
资料来源: Trading Economics, 华创证券

图表 31: 美国新屋销售总量



资料来源: Trading Economics, 华创证券

图表 32: 美国消费者信心提升



资料来源: University of Michigan, 华创证券

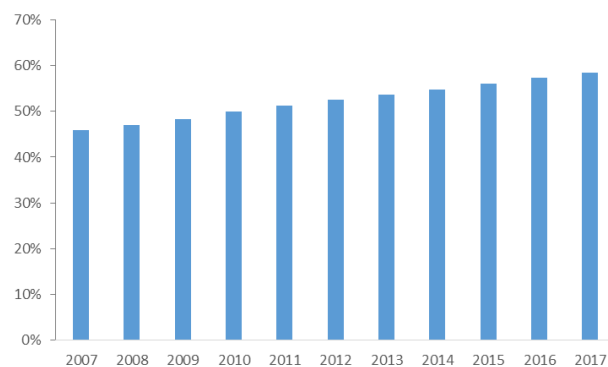
(二) 内销市场: 国内功能沙发渗透率快速提升, 未来发展前景广阔

随着我国城镇化水平逐步提升以及国内消费者对于功能沙发接受度逐渐提升, 国内功能沙发市场渗透率快速提升, 未来功能沙发在国内发展前景广阔。

1、城镇化推动地产行业发展, 人均可支配收入增加引爆家居行业消费升级

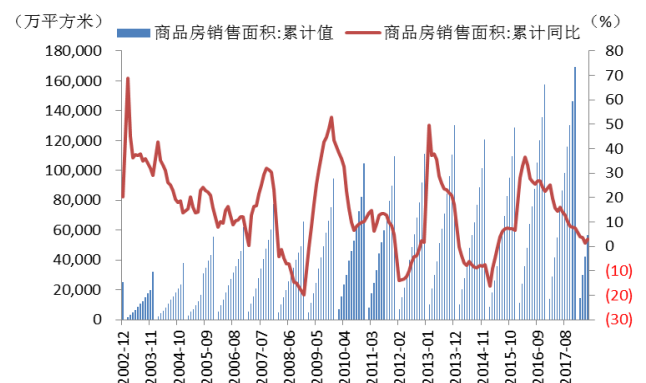
从历史上长期的商品房销售面积数据上, 可以看出城镇化程度和房地产行业呈现出很强的同步性。2007 年, 我国的城镇人口数量 6.06 亿人, 占比 45.89%。到 2017 年, 城镇人口发展到 8.13 亿人, 数量年复合增长 2.98%, 占比 58.52%, 目前城镇化建设仍处于继续推进的状态。2000 年末我国商品房销售面积累计值共 1.7 亿平方米, 在 2000 年-2011 年期间, 我国商品房销售面积累计值同比增速基本保持在 15% 以上, 除 2008 年金融危机影响以外, 同比增速均为正数。2011 年以后, 受到房地产本身市场调整和国家政策调控等多方面影响, 商品房销售面积增速保持每隔一年一反转的规律。自 2016 年以来, 商品房销售面积增速转正, 2017 年在房地产去库存的影响下, 增速逐渐回落。家具行业作为典型的房地产后周期行业, 有望受益于城镇化持续推动带来的需求。

图表 33: 2017 年我国城镇化人口占比 58.52%



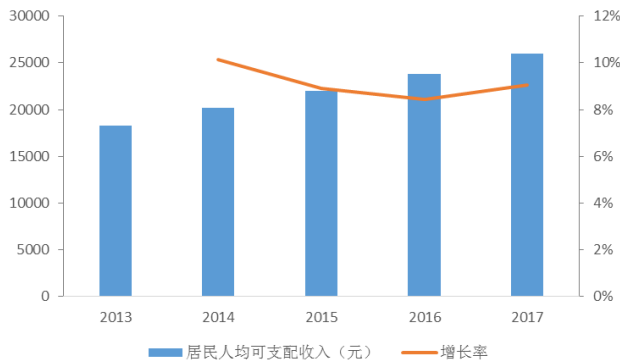
资料来源: Wind, 华创证券

图表 34: 商品房销售面积逐年增长

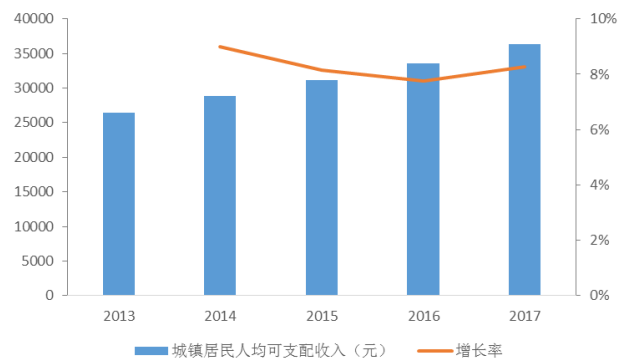


资料来源: Wind, 华创证券

根据国家统计局数据显示, 2013 年到 2017 年, 我国居民人均可支配收入持续增长, 从 2013 年 18311 元增长至 2017 年 25974 元, CAGR 为 7.24%。与此同时, 作为消费升级主力军的城镇居民人均可支配收入也才持续增长, 从 2013 年 26467 元增长至 2017 年的 36396 元, CAGR 为 6.58%。居民人均可支配收入提高为扩大消费金额、丰富消费品的行为奠定了基础, 居民可支配收入的增加为消费升级、家具翻新置换带来了新的需求。

图表 35: 我国居民可支配收入稳定增长


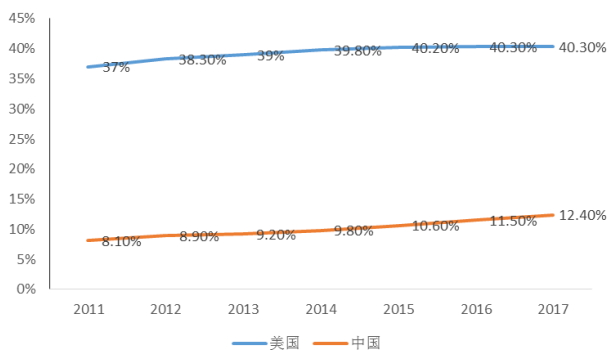
资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 36: 我国城镇居民人均可支配收入持续增长


资料来源: 国家统计局, 华创证券

2、我国功能沙发市场规模约 65 亿元，渗透率 12.4%，对标美国市场增长前景广阔

根据 Euromonitor International 数据显示，2017 年中国功能沙发的市场渗透率为 12.4%，同期美国功能沙发的市场渗透率为 40.3%，增长空间巨大。

图表 37: 我国功能沙发市场渗透率提升空间大


资料来源: Euromonitor International, 华创证券

我们假设沙发行业市场规模由房地产市场新增住房套数和存量住房套数（按每年 1% 的存量房装修计算）决定。按照每套房 100 平米计通过住宅销售面积确定新房销售套数。软体沙发的渗透率 2017 年为 80%，之后以 1% 的增速增长；假设沙发单价为 0.3 万元，每年以 5% 的价格增长；功能沙发市场渗透率在 2017 年以后每年增加 0.8pct。我们对中国软体沙发的市场规模进行测算，得出我国功能沙发 2017 年市场规模约 65 亿元，预计 2018 年功能沙发行业的市场规模能够达到 71 亿元，2022 年预计达到 141 亿元。

图表 38: 功能沙发市场规模测算

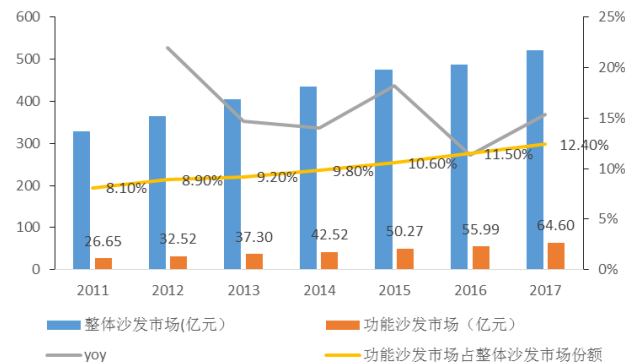
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
住宅销售面积 (万平方米)	169408.00	157549.44	162275.92	167144.20	172158.53	177323.28
住宅销售增速		-7%	3%	3%	3%	3%
商品房销售套数 (万套)	1694.08	1575.49	1622.76	1671.44	1721.59	1773.23
二手房销售套数 (万套)	236.33	302.79	387.95	497.06	636.86	815.98
新增购房销售套数 (万套)	1930.41	1878.29	2010.71	2168.51	2358.45	2589.21
存量房套数 (万套)	24312	24798.24	25294.20	25800.09	26316.09	26842.41

存量房增速		2%	2%	2%	2%	2%
二次装修套数 (1%, 万套)	243.12	247.98	252.94	258.00	263.16	268.42
总体装修房套数 (万套)	2173.53	2126.27	2263.65	2426.51	2621.61	2857.64
软体沙发						
软体沙发渗透率	80%	81%	82%	83%	84%	85%
沙发单价 (元/套)	3000	3150.00	3244.50	3341.84	3442.09	3545.35
沙发行业市场规模 (亿元)	521.65	542.52	602.24	673.05	758.00	861.16
yoy		4.00%	11.01%	11.76%	12.62%	13.61%
功能沙发行业市场渗透率	12.40%	13.20%	14%	14.80%	15.60%	16.40%
功能沙发行业市场规模 (亿元)	64.68	71.61	84.31	99.61	118.25	141.23

资料来源: Wind, 国家统计局, 产业信息网, Euromonitor International, 华创证券测算

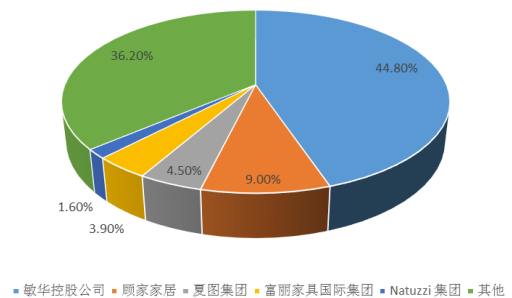
我国功能沙发领域集中度较高, CR5 为 63.7%, 敏华控股市场份额为 44.8%, 占据功能沙发市场绝对龙头地位。2017 年, 敏华控股旗下的芝华仕占国内功能沙发市场份额为 44.8%, 第二名为顾家家居代理的美国功能沙发龙头 La-Z-Boy, 市场占有率仅为 9%, 第三名夏图集团旗下的品牌 Milano&Design (4.5%), 第四名富丽家具旗下的法雷尔 (3.9%), 第五名为 Natuzzi 集团旗下的意迪森 (1.5%), 其中夏图和 Natuzzi 为意大利沙发品牌。

图表 39: 我国功能沙发市场规模约 65 亿元



资料来源: Euromonitor International, 华创证券

图表 40: 我国功能沙发市场集中度高



资料来源: 2018 年公司简报, 华创证券

据 2016 年的《中国客厅白皮书》, 71.5% 的被调查者表示, 客厅沙发的舒适程度直接影响使用者对于整个客厅空间的幸福指数。在关于沙发舒适程度的调查中, 51% 的被调查者认为, 大多数沙发的内在材质区别不大, 舒适度主要还是皮质沙发与布艺沙发的区别。62% 的被调查者偏向于皮质沙发, 认为其更加贴合身体, 躺在上面很享受。另外, 有 25.5% 的被调查者则认为布艺沙发坐感更柔软舒适。功能沙发以舒适度为最突出的特征, 未来将是沙发市场主流发展方向。

功能沙发用户可以随时调整靠背/脚椅, 调整沙发时, 用户需要扳动扳机, 由直立式调节成斜靠式。功能沙发能够使得消费者坐躺时更加舒适, 提升消费者的家居生活质量。与传统沙发相比, 功能沙发具有以下的特点: 1) 旋转幅度多变。功能沙发可以让消费者从标准的坐式调整至具有预定倾斜度的倾斜式, 同时升级版的产品可以使得消费者在坐式和平躺之间的任一角度进行调节。2) 旋转摇摆: 这类沙发可以使得沙发循环转动并且前后摆动。3) 可组合: 将单个一座沙发拼成多座, 比较适合客厅等空间。

图表 41: 传统沙发



资料来源: 敏华官网

图表 42: 功能沙发



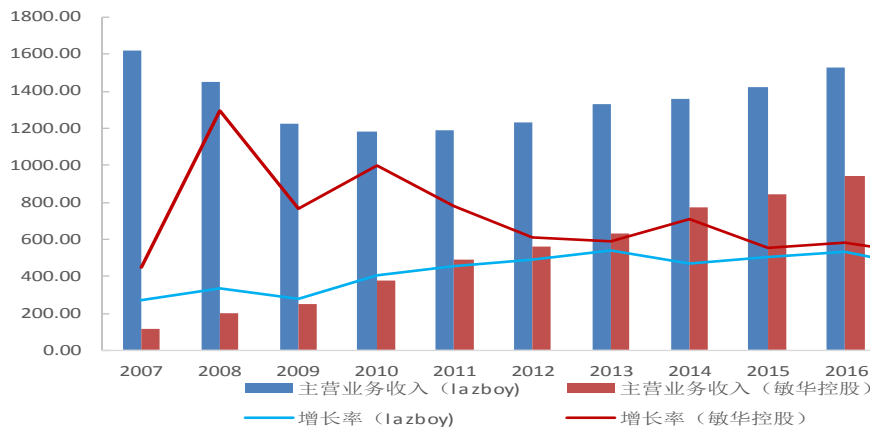
资料来源: 敏华官网

三、乐至宝、敏华控股业绩对比：敏华控股增势强劲，盈利能力强

敏华控股处于快速增长阶段，毛利率高于乐至宝，且体现出强大的费用管控能力。主营业务收入方面，乐至宝稳中微增，敏华控股高速增长；从主营业务构成上来看，乐至宝自营业务稳步增长，敏华控股拓展沙发业务、床垫等新业务助收入高增；毛利率方面，乐至宝快速提升且增势稳健，敏华控股处于高值但 18 财年受原材料上涨、人民币贬值、收购 Home 集团的影响有所下降；销售管理费用方面，乐至宝受拓展市场影响逐年小幅上涨，敏华控股费用管控能力强大。

主营业务收入方面乐至宝稳中微增，敏华控股高速增长。作为美国沙发领域的龙头，自 2012 至 2018 财年，乐至宝主营业务收入保持在 12 亿美元以上，每年均以个位数速度增长，增速维持在 1%-8% 之间，呈稳步上升趋势，是成熟期典型代表；敏华控股主营业务收入于 2018 财年达到 12.78 亿美元，同比增长 28.89%，是发展期典型代表，处于快速增长阶段。

图表 43：乐至宝&敏华控股主营业务收入及增长率（百万美元）



资料来源：Bloomberg, wind, 华创证券

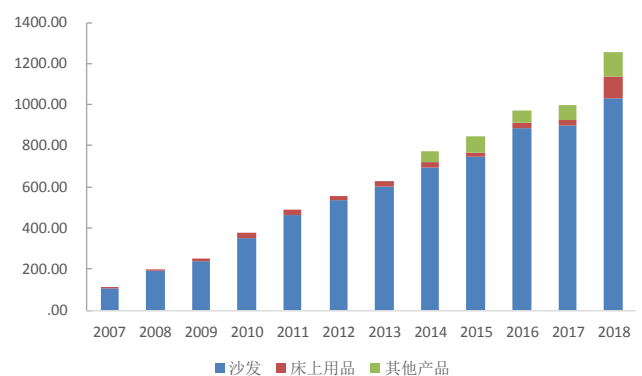
从主营业务构成上来看，乐至宝自营业务稳步增长，敏华控股拓展沙发业务、床垫等新业务助收入高增。乐至宝主营业务收入约 67% 来源于沙发销售，且此部分基本维持不变；零售业务 (Furniture Galleries 自营店铺销售收入) 增长最快，业务额从 2007 财年 2.20 亿美元发展到 2018 财年 4.74 亿美元并且有进一步扩张趋势，2018 财年占总收入约 25%，占比最少的为木制家具业务年收入约 1.1 亿美元。敏华控股以沙发为主要收入来源，同时也拓展产品品类，床垫等床上用品销售增长迅速，2014 财年起，公司开展其他配套商品并取得可观收益，从 2015 财年 0.5 亿发展到 2018 财年 1.2 亿。

图表 44：乐至宝主营业务收入来源（百万美元）



资料来源：Bloomberg, 华创证券

图表 45：敏华控股主营业务收入来源（百万美元）

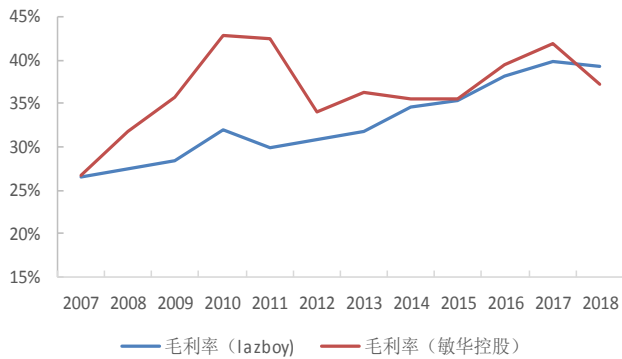


资料来源：wind, 华创证券

毛利率方面,乐至宝快速提升且增势稳健,敏华控股处于高值但18财年受原材料上涨、人民币贬值、收购 Home 集团的影响有所下降。从2007财年起,乐至宝受益于其成熟的产业链及稳定的市场地位,在成本端实现较好控制,即使经历次贷危机在主营收入大幅下滑的情况下仍保持高达25%的毛利率水平且以年均2%增速不断上涨,除成本控制因素外,主要系公司品牌力、产品力带来的良好的议价能力;2013财年-2018财年毛利率维持在35%-40%左右,稳中有升,2017财年毛利率水平达到近年来最高值41.88%,原因在于主要原材料(皮革、木架板、印花品等)成本下降、人民币贬值带来成本减少以及集团运营效率的提升。2018财年受压于原材料(化工、钢材、包装材料中的纸板)价格上涨、人民币兑美元升值、收购了毛利率低于敏华集团主体的 Home 集团的影响,毛利率下跌至37.33%。

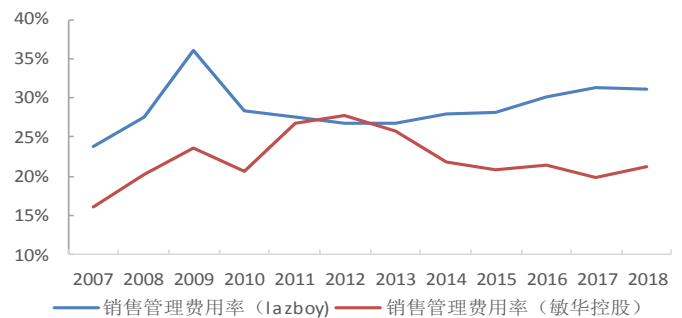
销售管理费用方面,乐至宝逐年小幅上涨,敏华控股费用管控能力强大。从2007财年到2017财年,乐至宝除次贷危机时期有较大上涨趋势外,近10年以年增0.5%的趋势小幅上涨,2018财年达31%;内部管理效率高,对于费用控制能力强。近年来公司逐渐将部分直营店转换为加盟店,以费用较低的经销商加盟模式扩张,直营店主要起到展示作用,因此销售费用率和管理费用率随规模扩张而逐渐降低,2018财年销售费用率、管理费用率分别为16.89%和4.41%(2013财年为19.16%和6.68%),敏华控股在费用管控上更具优势。

图表 46: 乐至宝毛利率不断上涨



资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

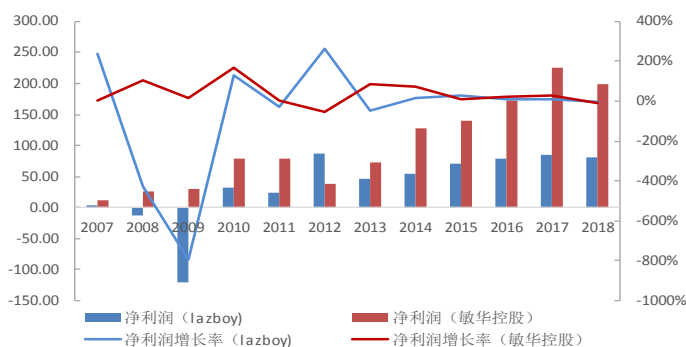
图表 47: 敏华控股销售管理费用率低于乐至宝



资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

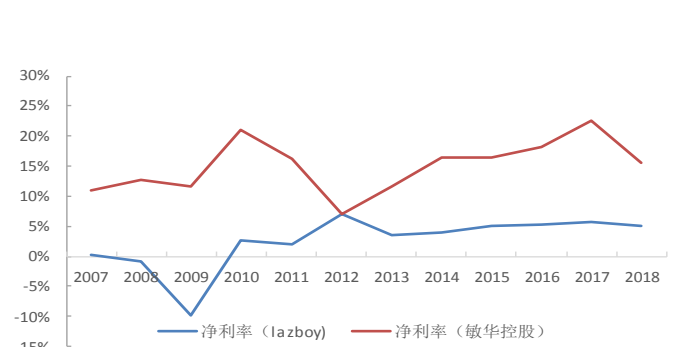
在净利润方面,乐至宝基本维稳且处于低位,敏华控股2018财年跟随毛利率变化有所回调。2008年次贷危机过后,乐至宝净利润有3年高速上涨期,一方面受益于其成本端控制,另一方面此阶段销售管理费用也出现大幅下滑,但2013财年之后基本稳定在0.8亿美元;敏华控股净利润率和毛利率走势相当,在2017财年达到了最高值22.53%,除当年毛利率水平高以外,销售费用率低、汇兑收益对净利润有较大贡献。2018财年由于毛利率水平下降、销售费用率变高、存在汇兑损失等原因,净利率下降至15.32%。

图表 48: 两公司净利润水平及增长率(百万美元)



资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

图表 49: 敏华控股净利率水平高于乐至宝



资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

四、以乐至宝为鉴，看好敏华控股在功能沙发领域的发展潜力

从乐至宝的发展历程上来看，乐至宝的核心优势为：品牌价值打头阵，产品矩阵扩展、多元渠道布局双轨并行。对比敏华，我们认为敏华在诸多方面具备了进一步成就家具行业龙头的发展潜力。

- 1) **爆款产品带来品牌知名度，产品设计完美贴合使用需求。**对比敏华，芝华仕“头等舱”形象深入人心，品牌力强大，同时芝华仕功能沙发的一直以“舒适、高质、高端”为主要特征，产品力强大，绝对龙头标志绝对竞争力；
- 2) **产能合理布局，垂直一体化生产铸就成本优势。**对比敏华，敏华致力将功能沙发生产做极致化，公司打通功能沙发生产上中游产业链，拥有沙发铁架、电动马达、海绵、弹簧等核心原材料基本完全自主生产的能力。公司垂直一体化程度高，产业链整合能力强。沙发的最核心部件铁架由公司自己生产，中间环节的利润直接被公司获取，在满足自身功能沙发所需要的铁架以外，公司有近一半的铁架卖给其他的沙发厂家；公司是中国最大的海绵制造商。除此之外，公司也与上游供应商建立有长期稳定的合作关系，材料若上涨涨幅比外界小。因此相对于同行有成本优势。
- 3) **扩展品类矩阵，利用品牌效应带动其他品牌销售收入。**对比敏华，一直深耕芝华仕品牌价值，2014年推出了非功能沙发的芝华仕都市系列休闲款沙发，横向拓宽产品品类，公司的床垫品牌“爱蒙床垫”2016年更名为“芝华仕五星床垫”，床垫业务借助芝华仕品牌效应吸引客流；
- 4) **多渠道发展，提升对终端的控制力。**对比敏华，主要渠道为经销商，公司直营门店大都位于一二线城市，主要起示范、树立品牌形象的作用，单店收入随着客流量增加、客单价增长以及转化率的提升也逐渐增加，芝华仕头等舱沙发的单店收入由2012年316.49港万元增长至2017年的594.22港万元，CAGR达13.43%。

从业绩来看，敏华控股处于快速增长阶段，毛利率高于乐至宝，且体现出强大的费用管控能力。综合以上，我们看好敏华控股作为行业龙头的成本和渠道优势，看好其未来在功能沙发领域的发展潜力。我们维持预计FY2018-FY2020年净利润分别为18.52/22.15/25.3亿港元，对应当前市值PE分别为10.8/7.6/6.7倍，维持“强推”评级及8.0HKD的目标价。

五、风险提示

宏观经济不振导致需求下滑，软体家具行业格局发生重大改变。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万港元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,407	4,565	6,872	9,535
应收票据	0	0	0	0
应收账款	956	1,089	1,251	1,438
预付账款	0	78	78	78
存货	1,451	1,619	1,844	2,102
其他流动资产	743	743	743	743
流动资产合计	4,557	8,095	10,788	13,896
其他长期投资	211	211	211	211
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,168	3,388	3,489	3,580
在建工程	0	0	0	0
无形资产	246	221	177	124
其他非流动资产	1,290	1,290	1,290	1,290
非流动资产合计	4,914	5,109	5,166	5,204
资产合计	9,471	13,204	15,954	19,101
短期借款	1,317	1,317	1,317	1,317
应付票据	0	0	0	0
应付账款	754	842	958	1,093
	0	1,650	1,895	2,178
预收款项				
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	871	993	1,140	1,311
流动负债合计	2,942	4,801	5,311	5,898
长期借款	24	24	24	24
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	60	60	60	60
非流动负债合计	84	84	84	84
负债合计	3,026	4,886	5,395	5,983
归属母公司所有者权益	5,963	7,815	10,030	12,559
少数股东权益	481	503	529	559
所有者权益合计	6,444	8,318	10,559	13,118
负债和股东权益	9,471	13,204	15,954	19,101

现金流量表

单位: 百万港元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,258	3,666	2,767	3,165
现金收益	1,439	1,822	2,279	2,659
存货影响	-701	-169	-224	-259
经营性应收影响	-316	-211	-162	-187
经营性应付影响	326	1,738	362	417
其他影响	510	486	512	535
投资活动现金流	-1,406	-502	-382	-373
资本支出	-1,177	-475	-356	-347
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-229	-26	-26	-26
融资活动现金流	-253	-7	-78	-130
借款增加	266	0	0	0
财务费用	-24	-7	-78	-130
股东融资	-506	0	0	0
其他长期负债变化	10	0	0	0

利润表

单位: 百万港元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,027	11,424	13,122	15,081
营业成本	6,284	7,015	7,986	9,107
营业税金及附加	0	114	131	151
销售费用	1,693	1,851	1,968	2,262
管理费用	442	457	525	603
财务费用	24	7	78	130
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-26	-26	-26	-26
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,558	1,954	2,408	2,802
营业外收入	365	365	365	365
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1,923	2,318	2,772	3,166
所得税	369	445	532	607
净利润	1,554	1,874	2,241	2,559
少数股东损益	18	22	26	30
归属母公司净利润	1,536	1,852	2,215	2,530
NOPLAT	1,299	1,606	2,030	2,390
EPS(摊薄)(港元)	0.40	0.48	0.58	0.66

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	28.9%	13.9%	14.9%	14.9%
EBIT 增长率	-6.5%	23.6%	26.4%	17.8%
归母净利润增长率	-12.4%	20.6%	19.6%	14.2%
获利能力				
毛利率	37.3%	38.6%	39.1%	39.6%
净利率	15.5%	16.4%	17.1%	17.0%
ROE	25.8%	23.7%	22.1%	20.1%
ROIC	17.9%	17.6%	17.9%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	32.0%	37.0%	33.8%	31.3%
债务权益比	21.7%	16.8%	13.3%	10.7%
流动比率	154.9%	168.6%	203.1%	235.6%
速动比率	105.6%	134.9%	168.4%	200.0%
营运能力				
总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.8
应收帐款周转天数	34	34	34	34
应付帐款周转天数	43	43	43	43
存货周转天数	83	83	83	83
每股指标(港元)				
每股收益	0.40	0.48	0.58	0.66
每股经营现金流	0.33	0.96	0.72	0.83
每股净资产	1.56	2.04	2.62	3.28
估值比率				
P/E	11.0	9.1	7.6	6.7
P/B	2.8	2.2	1.7	1.3
EV/EBITDA	10	8	7	6

资料来源: 公司公告, 华创证券预测 注: 2017 财年, 财务报告日为 2018 年 3 月 31 日

轻工组团队介绍

研究员：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiaoyin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyding@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系 (基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500