中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·上市公司简评　　家用轻工

结构化与成本致毛利下降，内外收入仍快增

敏华控股(01999)

维持　　买入

花小伟
huaxiaowei@csc.com.cn
010-85156325
执业证书编号：S1440515040002
香港牌照：BJU617
孙金琦
sunjinqi@csc.com.cn
执业证书编号：S1440517050002
研究助理：罗乾生
luoqiansheng@csc.com.cn
研究助理：王泽选
wangzexuan@csc.com.cn

发布日期：　2018 年 11 月 14 日

股价表现

相关研究报告

18.05.16	敏华控股（1999.HK）：H2 收入略超预期，净利已触底，内销新引擎
18.03.12	敏华控股（1999.HK）：沙发深度三——从乐至宝壮大记，看国内沙发龙头崛起
18.01.16	敏华控股（1999.HK）：功能龙头，底部向上

事件

11 月 13 日，公司发布 2019 财年上半年业绩报告。2019 财年上半年公司实现主营业务收入 54.88 亿港元，同比增长 18.61%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.65 亿港元，同比下降 16.14%。

我们的分析与判断

沙发稳健增长，中国市场强劲，北美及欧洲市场继续复苏

2019 财年上半年，公司得益于多元化的市场分布，通过充分抓住有利的市场机遇，不断提高产品研发能力，提供丰富的产品线，投身业务模式创新，继续保持了整体收入的稳定增长。

（1）分区域来看：中国市场保持强劲，欧洲及北美市场继续回暖，收入增长符合预期。

作为公司第一大销售市场，中国地区收入占比继续提升。1HFY2019 公司在中国市场实现主营业务收入 25.90 亿港元，占比同比提升 2.1pct 至 47.20%；外销收入 28.97 亿港元，占比 52.80%。具体来看：

在中国市场，公司 1HFY2019 实现收入 25.9 亿港元，同比增长 24.1%。截至 2018 年 9 月 30 日，公司在中国总共拥有 2516 间“芝华仕头等舱”品牌沙发及“芝华仕五星床垫”专卖店以及芝华仕布艺专卖店，其中 2019 财年上半年净增长 117 间。2017 年 12 月 27 日，敏华控股以 2.4 亿元人民币收购铁架生产商江苏钰龙 80%的股权，进一步拓展公司的家具铁架业务，降低铁架成本，加速产业链的垂直整合。江苏钰龙已于 2018 年 1 月 1 日开始并表。

在北美市场，由于整体市场竞争仍然非常激烈，公司通过调整产品结构，加强销售团队建设，推出快速交货计划，北美市场取得稳定的销售增长。1HFY2019 公司在北美市场实现收入 21.1 亿港元，同比增长 19.1%，其中来自于美国的销售上升 19.3%，来自于加拿大的销售上升 16.7%。

欧洲及其他海外市场，尽管 2019 财年上半年受到经济增长缓慢、英国脱欧等影响，但 1HFY2019 剔除 Home 集团业务，欧洲及其他海外市场实现收入 3.9 亿港元，同比增长 4.0%，收入仍有所上升。其中沙发业务收入同比下降 3.1%，当中来自于欧洲的沙发销售同比下降 10.5%。但于欧洲销售的其他产品

（包括智能家具零部件）同比大幅提升 54.0%，抵销了沙发销售的下降。

（2）分品类看：沙发及配套产品业务增长稳健，1HFY2019 实现收入 41.44 亿港元，同比增长 8.6%，占比达到 75.5%，毛利率同比减少 5.6pct 至 35.0%；

其它产品销售持续发力，1HFY2019 其他产品销售 9.48 亿港元，同比增长 125.6%，营收占比 17.3%，毛利率同比减少 7.7pct 至 23.9%；

Home 集团继续贡献增量。Home 集团业务于 1HFY2019 实现收入 3.96 亿港元，营收占比 7.2%，毛利率 23.4%。此外公司收购的铁架生产商江苏钰龙于 2018 年 1 月 1 日并表。

原材料价格上涨等多因素致毛利率承压，派息比例有所下降

毛利率方面，公司总体毛利率由去年同期的 38.3%下降至 32.2%。一方面是由于原材料价格上涨，其中化工产品、钢材、包装纸 1HFY2019 平均单位成本分别上升 12.7%、3.8%、24.0%，最终致使公司生产成本同比增加 30.3%。；另一方面是由于公司有意转向聚焦批发业务，将零售业务转让给经销商。同时，新收购的江苏钰龙业务相对较低的毛利率亦拉低本集团的毛利率。

期间费用方面，1HFY2019 公司销售及分销开支占比由 1HFY2018 的 16.0%下降至 15.3%，主要是由于境外运费、租金物业费及销售人员工资等有所下降；行政开支占比由 1HFY2018 的 4.5%上升至 4.8%，主因是员工工资福利及折旧摊销费增加。

此外，1HFY2019 公司其他损益亏损约 0.19 亿港元，上年同期亏损则为 0.35 亿港元，其他损益主要来自于透过损益按公平值列账的金融资产之公平值变动亏损及汇兑收益净额。而由于公司持有 0.2 亿美元（约 1.57 亿港元）债券的发行人近期发生拖欠付款事件，公司本财务期内录得有关投资之公平值变动亏损 244.8 万美元（约 0.19 亿港元）。

净利率方面，由于毛利率下降及持作买卖投资之公平值变动产生亏损，公司 1HFY2019 净利率由 1HFY2018 的 17.1%下降至 12.1%。

根据公告，公司董事会宣派每股 6.0 港仙的 2019 财年中期股息，合计约 2.30 亿港元，占公司权益拥有人应占溢利的约 35%。另外，公司于 2018 年 10 月以总额 4334.89 万港元回购 1027.80 万股普通股，均价 4.22 港元/股，购回的普通股已被注销。

贸易战短期影响，多举并措、海外建厂有效对冲。

美国对 2500 亿美元中国商品加征关税，短期冲击轻工行业。但敏华控股作为 H 股沙发龙头，国内拓展卓有成效，目前公司主要销售市场已由北美转向中国，且公司国内功能沙发市场份达到 44.8%，继续稳居第一。同时，敏华控股一方面海外建厂对冲，另一方面多举并措、通过各类方式来抵御负面影响。

具体来看：（1）积极通过产能转移，消化贸易战的影响。如公司在越南的产能布局，投资的 Timberland Company Limited 新厂房项目已开工，工厂新厂房总建筑面积约为 24.3 万平方米，加上约 13 万平方米的现有厂房（已经可生产 8 万套，且产能爬坡率持续提升），预计新厂房 2019 年第四季度投产使用后总建筑面积达到 37.3 万平方米、年沙发生产产能将超 60 万套；（2）由于敏华近年稳居美国功能沙发行业三甲，产业链议价能力相对较强，可通过与供应商、客户合作让利来共面时艰。

投资建议：

敏华控股专注于功能沙发的生产与销售，目前国内市占率 44.8%排名第一，且继续逐年提高。公司还在积极扩展其他沙发品类。我们预计公司 FY2019（2018.03~2019.03）、FY2020（2019.03~2020.03）净利润为 15.00

亿港元、18.08 亿港元，同比增-2.34%和 20.50%，对应 PE 分别为 8.9x 和 7.4x。考虑到公司内销比例快速提升，我们认为公司的估值存在上修空间，维持“买入”评级。

风险因素：

房地产销售大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格、人民币汇率大幅波动；贸易战持续升温。

图表 1：敏华控股主要财务指标（分年度）

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	1HFY2019
营业总收入(亿港元)	66.06	73.82	78.41	103.65	56.71
同比（%）	9.36	11.75	6.22	32.19	17.64
净利润（亿港元）	10.75	13.27	17.52	15.36	6.65
同比（%）	10.05	23.45	32.03	-12.35	-16.11
毛利率（%）	35.59	39.52	41.88	37.33	32.23
净利率（%）	16.41	18.15	22.43	14.99	12.01
销售费用率（%）	15.32	16.65	14.97	16.34	14.83
管理费用率（%）	5.33	4.67	4.66	4.26	4.66
财务费用率（%）	0.34	0.16	0.13	0.23	0.39

资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 2：敏华控股主要财务指标（分半年度）

	H1FY2016	H2FY2016	H1FY2017	H2FY2017	H1FY2018	H2FY2018	1HFY2019
营业总收入（亿港元）	37.83	35.99	36.64	41.77	48.21	55.44	56.71
同比（%）			-3.15	6.22	31.58	32.19	17.64
净利润（亿港元）	6.14	7.13	8.84	8.68	7.93	7.43	6.65
同比（%）			43.97	32.03	-10.29	-12.33	-16.11
毛利率（%）	37.02	39.96	42.68	42.34	38.31	39.37	32.23
净利率（%）	16.58	17.98	24.21	22.34	16.59	14.82	12.01

资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 3：敏华控股分部门业绩拆分表

	FY2016	FY2017	FY2018	1HFY2019
沙发及配套产品(亿港元)	68.83	69.82	80.75	41.44
同比（%）			15.70	8.60
占比（%）	93.90	89.80	80.50	75.50
毛利率（%）		43.00	40.10	
其他产品(亿港元)	4.45	5.95	9.20	9.48
同比（%）	18.10	33.80	55.70	125.70
占比（%）	6.10	7.60	9.20	17.30
毛利率（%）	34.30	33.80	28.10	
home 集团业务(亿港元)		2.02	8.71	3.96
占比（%）		2.60	8.70	7.20

毛利率（%）	27.40	24.60
江苏钰龙业务(亿港元)		1.54
占比（%）		1.60
毛利率（%）		20.30

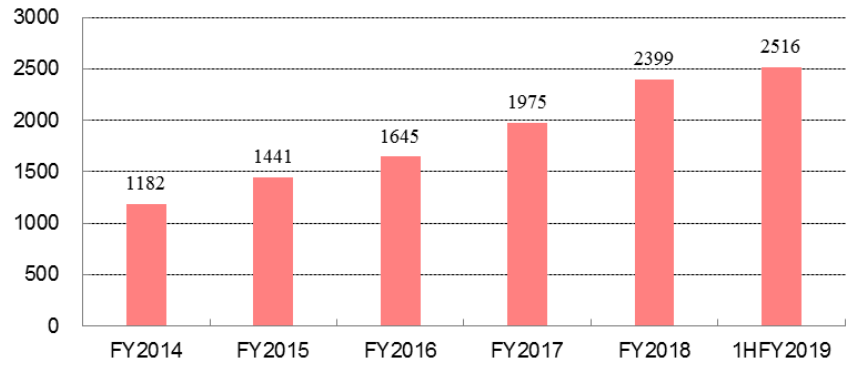
资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 4：敏华控股沙发业务分地区收入及占总营收比例

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	1HFY2019
中国	**17.33**	**20.98**	**28.73**	**38.90**	**25.90**
同比（%）		21.10	36.90	35.40	24.10
占比（%）	26.40	28.60	36.90	37.50	47.20
北美	**35.37**	**39.95**	**34.71**	**35.60**	**21.10**
同比（%）	7.60	12.90	-13.10	2.60	19.10
占比（%）	54.00	54.50	44.60	34.30	38.50
欧洲及其他	**9.08**	**7.89**	**6.37**	**6.25**	**7.90**
同比（%）	-4.10	-13.00	-19.40	1.90	2.50
占比（%）	13.90	10.80	8.20	6.00	14.30

资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 5：FY2014-1HFY2019 公司品牌零售店数量



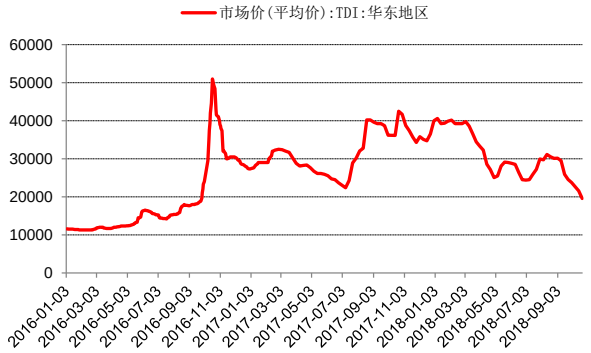
资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 6：主要软体家居公司财务数据（亿元）

	梦百合		顾家家居		喜临门		敏华控股	
	2017 年	2018H1	2017 年	2018H1	2017 年	2018H1	FY2018	1HFY2019
营业总收入（亿元 RMB）	23.39	12.83	66.65	40.49	31.87	18.44	81.12	49.90
同比(%)	35.74	22.96	39.02	30.15	43.76	55.62	29.11	17.64
归母净利润（亿元 RMB）	1.56	0.38	8.22	4.83	2.84	1.23	12.31	5.85
同比(%)	-22.23	-66.32	43.02	24.36	39.18	29.55	-12.35	-16.11
销售毛利率(%)	29.54	28.42	37.26	35.98	34.70	31.20	37.33	32.33
销售净利率(%)	6.56	3.29	12.47	12.43	8.86	7.05	15.35	12.01

资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 7：TDI 华东地区市场平均价（元/吨）



资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 8：MDI 华东地区市场主流价（元/吨）

资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 9：敏华控股 FY2012-1HFY2019　股东回馈情况（亿港元）

股东回馈	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	1HFY2019	合计
归母净利润	6.22	3.03	5.68	9.77	10.75	13.27	17.52	15.36	6.65	88.25
派息金额	2.56	1.21	2.49	4.65	12.36	6.76	10.70	9.54	2.30	52.57
派息比率	41%	40%	44%	48%	115%	51%	61%	62%	35%	60%
回购开支	0.00	1.31	1.79	1.61	2.73	2.98	3.42	1.68	0.43	15.95
派息及回购合计	2.56	2.52	4.28	6.26	15.09	9.74	14.12	11.22	2.73	68.52
合计回馈	41.16%	83.17%	75.35%	64.07%	140.37%	73.40%	80.59%	73.05%	41.05%	77.64%

资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事 轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 罗乾生：中国人民大学管理学硕士，2016 年加入中信建投。

研究助理 王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859