

【广发轻工&海外】敏华控股 (1999.HK)

内销靓丽、外销回升，毛利率短期承压

● 内销靓丽、外销回暖，沙发稳健、其他品类发力，营收同比增长 18.6%

公司 2019 财年上半年实现营业收入 54.88 亿港元 (YoY+18.60%)。分产品来看，公司沙发及配套实现收入 41.44 亿港元 (YoY+8.61%)，其他产品(座椅、床垫、智能家居配件等)实现收入 9.48 亿港元 (YoY+125.65%)，Home Group 实现收入 3.96 亿港元 (YoY+1.15%)。分市场来看，中国市场收入同比增长约 24%，北美市场收入同比增长约 19.1%，欧洲及其他(不含 Home Group) 市场收入同比上升约 4%。

● 促销力度加强、原材料成本上涨，短期致使整体毛利率下滑 6.1pct

报告期内，公司整体毛利率 32.2% (同比-6.1pct)。分产品来看，沙发及配套品毛利率 35.0% (同比-5.6pct)，其他产品毛利率 23.9% (-7.7pct)，Home Group 毛利率 23.4% (-6.1pct)。1) 依据公司历年年报，原材料成本占总收入比例为 50%左右，估测包装纸、化学品等原材料上涨影响毛利率 1-3pct; 2) 国内竞争加剧，公司积极进行打折促销、推出低端产品等，推测影响毛利率 2-3pct; 3) 再加上公司收购的江苏钰龙毛利率较低，也略微拉低了整体毛利率。多因素下，公司整体毛利率下滑约 6pct。

● 盈利预测与投资建议

长期看好公司在功能沙发领域的技术壁垒、品牌效应。国内市场，2019H1 受直营转经销影响，公司新增门店 117 家略低预期，下半年有望加速开店。海外市场，短期贸易战压力仍然存在，中期有望受益产能转移。预计公司 2019~2021 财年的归母净利润为 13.9、16.8 和 19.8 亿港元，11 月 15 日最新收盘价对应 2019-2021 财年 8.8、7.3、6.2 倍 PE，参照未来预期业绩增速及同行业估值水平，维持“买入”评级。

● 风险提示

国外行情持续低迷，国内增速不及预期；原材料继续上涨导致公司毛利率继续下降；汇率波动带来的汇兑损益风险。

盈利预测:

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	7,779	10,027	11,936	13,625	15,427
增长率(%)	6.2%	28.9%	19.0%	14.2%	13.2%
EBITDA(百万港元)	1,939	1,905	1,859	2,262	2,682
净利润(百万港元)	1,752	1,536	1,394	1,680	1,978
增长率(%)	32.0%	-12.4%	-9.2%	20.5%	17.8%
EPS(港元/股)	0.457	0.401	0.364	0.438	0.516
市盈率(P/E)	7.0	8.0	8.8	7.3	6.2
市净率(P/B)	4.7	2.1	4.0	3.8	3.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

3.20 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-11-16

相对市场表现



分析师: 赵中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究:

【广发轻工&海外】敏华控股 2018-08-13

(1999.HK): 纵向整合+心智品牌, 功能沙发龙头的决胜之道

联系人: 徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

图1: 公司营业收入及增速



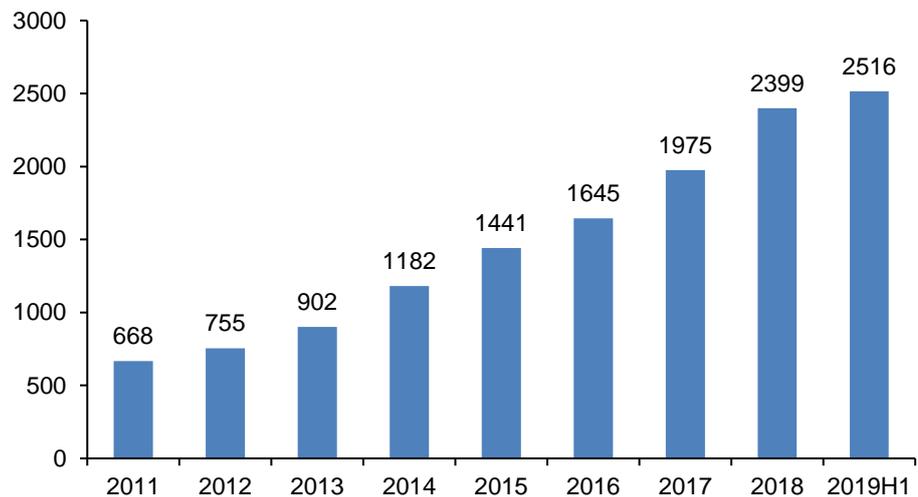
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 公司归母净利润及增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图3: 公司国内品牌零售门店数



数据来源: 公司年报/中报、广发证券发展研究中心

表 1: 公司 2019 平均单位成本变动

主要原材料	2019H1 平均单位成本变动
真皮	-0.60%
刚才	3.80%
PVC 仿皮	1.00%
木夹板	4.60%
印花布	-4.10%
包装纸	24.00%
化学品	12.70%

数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

表 2: 公司收入及业绩 (分产品)

(百万港元)	2018H1	2019H1	同比变化
外部销售			
沙发及配套产品	3815.81	4144.34	8.61%
其他产品	419.93	947.57	125.65%
Home Group	391.14	395.64	1.15%
总计	4626.88	5487.54	18.60%
分部业绩			
沙发及配套产品	951.50	744.29	-21.78%
其他产品	109.13	185.48	69.96%
Home Group	3.21	-2.99	-193.18%
总计	1063.84	926.77	-12.88%

数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万港元

至3月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,808	1,407	2,231	2,528	2,630
应收帐款	877	1,361	1,383	1,645	1,908
库存	749	1,451	1,710	1,952	2,210
其他流动资产	387	338	338	338	338
流动资产总计	3,821	4,557	5,663	6,463	7,087
固定资产	2,652	3,136	3,620	4,104	4,588
无形资产	307	639	639	639	639
其他长期资产	719	1,139	1,299	1,448	1,608
长期资产总计	3,678	4,914	5,558	6,191	6,835
总资产	7,499	9,471	11,221	12,654	13,922
应付帐款	492	827	1,023	1,162	1,298
短期债务	1,048	1,317	2,471	3,365	4,096
其他流动负债	485	798	798	798	798
流动负债总计	2,025	2,942	4,292	5,325	6,193
长期借款	27	24	24	24	24
其他长期负债	50	60	60	60	60
长期负债总计	77	84	84	84	84
股本	1,530	1,532	1,532	1,532	1,532
储备	3,508	4,432	4,832	5,232	5,632
股东权益	5,039	5,963	6,363	6,763	7,163
少数股东权益	358	481	481	481	481
总负债及权益	7,499	9,471	11,221	12,654	13,922
每股帐面价值	0.57	0.67	0.72	0.76	0.81
每股有形资产	0.30	0.35	0.41	0.46	0.52

现金流量表

单位: 百万港元

至3月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,052	1,923	1,747	2,100	2,470
折旧与摊销	158	200	345	394	443
净利息费用	-9	-8	-18	-17	-16
运营资本变动	-206	-303	-303	-302	-301
税金	-293	-369	-335	-403	-474
其他经营现金流	38	18	28	28	28
经营活动产生的现金流	1,740	1,462	1,464	1,801	2,151
购买固定资产净值	-644	-1,035	-1,035	-1,035	-1,035
投资减少/增加	-285	70	70	70	70
其他投资现金流	-8	-136	-136	-136	-136
投资活动产生的现金流	-937	-1,101	-1,101	-1,101	-1,101
净增权益	686	1,048	400	400	400
净增债务	1,168	923	1,350	1,033	867
支付股息	-899	-1,029	-753	-907	-1,068
其他融资现金流	-1,376	-1,768	-927	-1,398	-1,749
融资活动产生的现金流	-421	-825	70	-872	-1,549
汇率变动对现金影响	15	64	15	15	15
期初现金	397	-401	448	-158	-485
现金变动	1,412	1,808	1,407	2,231	2,528

主要财务比率

至3月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.9	19.0	15.6	16.6	17.4
息税前利润率(%)	22.9	17.0	12.7	13.7	14.5
税前利润率(%)	26.4	19.2	14.6	15.4	16.0
净利率(%)	22.5	15.3	11.7	12.3	12.8
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.5	1.3	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	(202.1)	(218.6)	(86.2)	(107.7)	(143.3)
净权益负债率(%)	(16.7)	(4.6)	11.4	15.5	22.9
速动比率(倍)	1.5	1.1	0.9	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	7.0	8.0	8.8	7.3	6.2
核心业务市盈率(倍)					
目标价对应核心业务市					
市净率(倍)	4.7	2.1	4.0	3.8	3.6
价格/现金流(倍)	16.4	19.4	19.4	15.8	13.2
企业价值/息税折旧前利	14.5	15.1	16.2	13.5	11.7
周转率					
存货周转天数	41.6	40.3	47.0	54.6	56.1
应收帐款周转天数	39.0	37.6	40.2	41.4	40.0
应付帐款周转天数	16.4	20.6	25.3	29.1	30.4
回报率					
股息支付率(%)	55.5	59.1	53.8	54.0	54.0
净资产收益率(%)	28.2	34.8	25.8	21.9	24.8
资产收益率(%)	0.28	0.35	0.26	0.22	0.25

利润表

单位: 百万港元

至3月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	7,779	10,027	11,936	13,625	15,427
销售成本	-4,521	-6,284	-7,907	-8,942	-10,055
经营费用	-6,060	-8,420	-10,421	-11,757	-13,188
息税折旧前利润	1,939	1,905	1,859	2,262	2,682
折旧及摊销	-158	-200	-345	-394	-443
经营利润(息税前利)	1,781	1,704	1,515	1,868	2,239
净利息收入/(费用)	9	8	18	17	16
其他收益/(损失)	262	210	215	215	215
税前利润	2,052	1,923	1,747	2,100	2,470
所得税	-293	-369	-335	-403	-474
少数股东权益	-7	-18	-18	-18	-18
净利润	1,752	1,536	1,394	1,680	1,978
归母净利润	1,752	1,536	1,394	1,680	1,978
每股收益(港元)	0.46	0.40	0.36	0.44	0.52
EBITDA	1939	1905	1859	2262	2682

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使⽤，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。