

**买入**
**公司回购提振信心，期待未来利润弹性释放**
**敏华控股 (1999.HK)**

2021-12-31 星期五

**投资要点**

目标价:	<b>15.0 港元</b>
现价:	11.92 港元
预计升幅:	25.8%

**➤ 公司回购提振信心，未来利润弹性值得期待，看好长期增长：**

公司于今年以来多次回购，12月16日以来陆续开展回购，回购股份合计1200万股，共动用1.43亿港元。我们认为，公司持续的股票回购和管理层的持续增持，彰显管理层对公司未来发展的信心。今年以来受原材料价格上升影响，公司多次提价，于FY22H1报告期公司合计两次提价，综合提价9%。未来原材料价格与海运费压力有望缓解，预计盈利能力具备向上弹性，期待明后年利润弹性释放。

**重要数据**

日期	2021/12/30
收盘价 (港元)	11.92
总股本 (亿股)	39.53
总市值 (亿港元)	471.1
净资产 (亿港元)	122.0
总资产 (亿港元)	185.7
52周高低 (港元)	22.75/9.71
每股净资产 (港元)	0.36

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

**➤ 地产政策悲观预期筑底修复，估值迎修复空间：**

近日中央经济工作会议对房地产业表述积极，房地产行业除延续房住不炒、因城施策、推进保障性住房、发展长租房市场等既往表述，还提出了“加强预期引导，探索新的发展模式”、“支持商品房市场更好满足合理住房需求”、“促进房地产业良性循环和健康发展”的重要新表述。我们认为当前时点地产政策筑底回升信号明朗，后续信贷等配套政策修复可预期。地产政策预期修复的背景下，敏华控股作为软体龙头当前估值下配置价值凸显。

**主要股东**

敏华投资有限公司	59.69%
----------	--------

**➤ 维持买入评级，目标价 15.0 港元：**

**我们的观点：**当前功能沙发渗透率仅约6%，离美国等成熟市场50%以上的渗透率仍有较大提升空间。公司是中国功能沙发行业龙头，市占率高达50%以上，主品牌“芝华仕”认知度高。公司供应链纵向一体化布局，是全球最大的智能铁架生产商，实现核心零部件铁架与电机自产自研，具备优秀的成本管控能力；产品设计灵活性强，产品性价比具备竞争力。

公司内销渠道处于快速扩张期，逐步拓展品牌矩阵和品类，床具业务快速增长。预计FY22E至24E营收分别为220/270/324亿港元，同比+34.1%/+22.7%/+20.0%；毛利率35.2%/36.2%/36.4%；归母净利润分别为23.8/29.9/35.4亿港元，同比+23.9%/+25.3%/+18.5%。维持买入评级，目标价15港元，对应22E财年PE约25倍。

**相关报告**
**研究部**

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

百万港元	FY2020A	FY2021A	FY22E	FY23E	FY24E
主营业务收入	12,144	16,434	22,031	27,023	32,430
同比增长 (%)	7.9%	35.3%	34.1%	22.7%	20.0%
毛利率	36.4%	36.1%	35.2%	36.2%	36.4%
归母净利润	1,638	1,925	2,384	2,988	3,540
同比增长 (%)	20.1%	17.5%	23.9%	25.3%	18.5%
归母净利率	13.5%	11.7%	10.8%	11.1%	10.9%
每股收益 (港元)	0.43	0.51	0.60	0.76	0.90
PE@11.92HKD	27.7	23.6	19.8	15.8	13.3

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### 公司回购提振信心，未来利润弹性值得期待，看好长期增长：

公司于今年以来多次回购，12月16日以来陆续开展回购，回购股份合计1200万股，共动用1.43亿港元。我们认为，公司持续的股票回购和管理层的持续增持，彰显管理层对公司未来发展的信心。今年以来受原材料价格上升影响，公司多次提价，于FY22H1报告期公司合计两次提价，综合提价9%。未来原材料价格与海运费压力有望缓解，预计盈利能力具备向上弹性，期待明后年利润弹性释放。

**表 1：公司回购股票统计**

日期	回购数量	回购金额（港元）	最高价	最低价	年初至今回购数
2021-12-20	2,000,000	23,718,800	11.98	11.68	19,964,000
2021-12-17	5,000,000	60,908,500	12.4	11.92	17,964,000
2021-12-16	5,000,000	58,643,000	12	11.18	12,964,000
2021-10-08	5,400,000	59,543,100	11.3	10.66	7,964,000
2021-08-02	406,400	6,260,836	15.5	15.3	2,564,000
2021-07-30	1,769,600	27,078,596	15.5	15.04	2,157,600
2021-07-29	388,000	5,868,151	15.2	14.98	388,000
2020-03-25	1,650,400	6,864,968	4.2	4.12	22,552,800
2020-03-24	4,865,600	19,146,488	3.95	3.87	20,902,400
2020-03-18	2,000,000	8,957,260	4.6	4.3	16,036,800
2020-03-17	3,500,000	15,929,808	4.6	4.29	14,036,800
2020-03-16	5,000,000	22,867,256	4.72	4.45	10,536,800
2020-01-17	640,000	4,175,600	6.53	6.51	5,536,800
2020-01-16	778,000	4,995,216	6.43	6.38	4,896,800
2020-01-14	486,800	2,970,608	6.13	6.09	4,118,800
2020-01-13	80,000	480,800	6.01	--	3,632,000
2020-01-08	3,552,000	19,860,788	5.65	5.41	3,552,000

资料来源：公司公告、Wind、国元证券经纪（香港）整理

### 地产政策悲观预期筑底修复，估值迎修复空间：

近日中央经济工作会议对房地产业表述积极，房地产行业除延续房住不炒、因城施策、推进保障性住房、发展长租房市场等既往表述，还提出了“加强预期引导，探索新的发展模式”、“支持商品房市场更好满足合理住房需求”、“促进房地产业良性循环和健康发展”的重要新表述。我们认为当前时点地产政策筑底回升信号明朗，后续信贷等配套政策修复可预期。地产政策预期修复的背景下，敏华控股作为软体龙头当前估值下配置价值凸显。

**维持买入评级，目标价 15.0 港元：**

**我们的观点：**当前功能沙发渗透率仅约 6%，离美国等成熟市场 50% 以上的渗透率仍有较大提升空间。公司是中国功能沙发行业龙头，市占率高达 50% 以上，主品牌“芝华仕”认知度高。公司供应链纵向一体化布局，是全球最大的智能铁架生产商，实现核心零部件铁架与电机自产自研，具备优秀的成本管控能力；产品设计灵活性强，产品性价比具备竞争力。

公司内销渠道处于快速扩张期，逐步拓展品牌矩阵和品类，床具业务快速增长。预计 FY22E 至 24E 营收分别为 220/ 196/ 234 亿港元，同比+34.1%/ +22.7%/ +20.0%；毛利率 35.2%/ 36.2%/ 36.4%；归母净利润分别为 23.8/ 29.9/ 35.4 亿港元，同比+23.9%/ +25.3%/ +18.5%。维持买入评级，目标价 15 港元，对应 22E 财年 PE 约 25 倍。

**风险提示：**

房地产政策调控超预期、出口政策变动、终端需求不及预期、新品类孵化不及预期、原材料价格大幅上涨等。

## 财务报表摘要

### 资产负债表

单位：百万港元	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
<b>流动资产</b>	5,666	8,492	9,070	9,847	10,594
现金	2,020	2,404	2,542	2,586	2,645
应收账款	1,211	1,681	2,017	2,420	2,904
其他应收款	470	701	586	643	614
存货	1,533	2,004	2,304	2,535	2,788
其他	432	1,703	1,622	1,663	1,643
<b>非流动资产</b>	7,548	8,947	9,841	11,079	12,483
固定资产-物业、厂房及设备	3,950	4,774	5,729	6,875	8,250
投资性房地产	455	482	474	470	476
于合营公司的投资-非流动	30	56	56	56	56
无形资产	524	561	561	561	561
其他	2,589	3,074	3,021	3,117	3,141
<b>资产总计</b>	<b>13,214</b>	<b>17,439</b>	<b>18,911</b>	<b>20,926</b>	<b>23,077</b>
<b>流动负债</b>	5,120	5,882	6,075	6,428	6,639
短期借款	3,277	3,589	3,589	3,589	3,589
应付账款	967	971	1,165	1,398	1,538
合同负债	261	363	312	338	325
应交税费	133	186	160	173	166
其他	481	773	849	931	1,021
<b>非流动负债</b>	862	152	152	152	152
长期借款	702	1	1	1	1
递延税项负债-非流动	129	129	129	129	129
其他	31	22	22	22	22
<b>负债合计</b>	<b>5,981</b>	<b>6,034</b>	<b>6,226</b>	<b>6,580</b>	<b>6,791</b>
股本	1,518	1,584	1,551	1,567	1,559
储备	5,186	9,158	10,350	11,844	13,614
少数股东权益	529	664	784	935	1,113
归属于母公司所有者权益	6,704	10,741	11,901	13,411	15,173
<b>负债及权益合计</b>	<b>13,214</b>	<b>17,439</b>	<b>18,911</b>	<b>20,925</b>	<b>23,077</b>

### 利润表

单位：百万港元	FY2020	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
<b>营业收入</b>	12,144	16,434	22,031	27,023	32,430
营业成本	(7,727)	(10,505)	(14,267)	(17,237)	(20,614)
毛利	4,418	5,929	7,764	9,786	11,816
销售费用	(2,002)	(3,119)	(4,186)	(5,080)	(6,097)
管理费用	(622)	(778)	(980)	(1,216)	(1,459)
其他	471	418	569	512	512
<b>营业利润</b>	<b>2,264</b>	<b>2,451</b>	<b>3,166</b>	<b>4,001</b>	<b>4,772</b>
财务收入/(费用)净额	(156)	(96)	(88)	(108)	(130)
应占共同控制实体损益	1	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>2,109</b>	<b>2,360</b>	<b>3,084</b>	<b>3,899</b>	<b>4,648</b>
所得税	(417)	(337)	(580)	(760)	(930)
净利润	1,692	2,023	2,504	3,139	3,718
少数股东损益	120	151	28	39	37
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,638</b>	<b>1,925</b>	<b>2,384</b>	<b>2,988</b>	<b>3,540</b>
EPS (元)	0.43	0.51	0.60	0.76	0.90

### 现金流量表

单位：百万港元	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
<b>经营活动现金流</b>	2,682	1,922	2,843	3,329	3,767
除税前溢利	2,109	2,360	3,084	3,899	4,648
折旧摊销	278	390	477	573	687
利息收入	(59)	(48)	(53)	(53)	(52)
无形资产摊销	32	33	32	33	33
营运资金变动	489	(654)	(156)	(351)	(626)
其它	(168)	(160)	(542)	(771)	(923)
<b>投资活动现金流</b>	(686)	(2,723)	(1,437)	(1,693)	(1,923)
资本支出	(836)	(1,430)	(1,001)	(1,193)	(1,423)
其他投资	150	(1,294)	(436)	(500)	(500)
<b>筹资活动现金流</b>	(1,285)	1,113	(1,192)	(1,547)	(1,769)
借款变动	(523)	(442)	0	(53)	1
股利分配	(496)	(836)	(1,192)	(1,494)	(1,770)
其他	(266)	2,392	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	711	312	213	89	75
<b>现金期初金额</b>	1,438	2,020	2,404	2,542	2,586
<b>现金期末金额</b>	2,020	2,404	2,542	2,586	2,645

### 主要财务比率

	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
<b>年成长率</b>					
营业收入	7.9%	35.3%	34.1%	22.7%	20.0%
营业利润	25.8%	8.2%	29.2%	26.4%	19.3%
归母净利润	20.1%	17.5%	23.9%	25.3%	18.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.4%	36.1%	35.2%	36.2%	36.4%
净利率	13.9%	12.3%	11.4%	11.6%	11.5%
归母净利率	13.5%	11.7%	10.8%	11.1%	0.0%
ROE	24.4%	17.9%	20.0%	22.3%	23.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.3%	34.6%	32.9%	31.4%	29.4%
负债权益比	82.7%	52.9%	49.1%	45.9%	41.7%
流动比率	110.7%	144.4%	149.3%	153.2%	159.6%
速动比率	80.7%	110.3%	111.4%	113.8%	117.6%
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.9	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	9.6	11.4	11.9	12.2	12.2
应付账款周转率	9.5	10.8	13.4	13.4	14.0
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.43	0.51	0.60	0.76	0.90
每股经营现金	0.71	0.51	0.72	0.84	0.95
每股净资产	1.76	2.82	3.01	3.39	3.84
<b>估值比率</b>					
PE	27.7	23.6	19.8	15.8	13.3
PB	6.8	4.2	4.0	3.5	3.1

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>