

买入
夯实渠道及管理内功，利润具备向上弹性
敏华控股 (1999.HK)

2022-5-23 星期一

投资要点

 目标价: **11.0 港元**
 现价: 7.81 港元
 预计升幅: 40.8%

重要数据

日期	2022/5/20
收盘价 (港元)	7.81
总股本 (亿股)	39.29
总市值 (亿港元)	306.8
净资产 (亿港元)	127.5
总资产 (亿港元)	205.2
52 周高低 (港元)	20.40/6.56
每股净资产 (港元)	2.98

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

敏华投资有限公司 59.69%

相关报告

敏华控股(1999.HK)更新报告-公司回购提振信心, 期待未来利润弹性释放-20211231

敏华控股 (1999.HK) 深度报告: 功能沙发龙头, 领跑赛道, 潜力仍大-20201111

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ FY22 内销快速拓店, 未来将进一步夯实渠道及管理内功:

公司中国市场收入同比+32%至 131.93 亿港元, 中国市场占总收入 61%; 其中 H1 和 H2 同比分别+ 53%和+17%。①分品类, FY22 公司沙发收入同比+25.9%至 86.3 亿港元, 沙发占中国市场收入为 71.7%; 床垫收入同比+51.2%至 34.0 亿港元。拆分中国区沙发量及价, 全年中国区沙发销售套数为 88.3 万套, 量同比+12%, 每套沙发收入同比+12%, 体现出报告期内 4 次提价顺畅落实。②分渠道, FY22 公司中国区线下收入同比+33%至 92.01 亿港元; 线上收入同比+29%至 28.26 亿港元, 电商占比 23%。③期末敏华在中国市场共拥有 5,968 个门店, 同比净增 1,846 个。根据业绩会, 公司报告期间关店约 300 家, 关店率在单位数以内, 在业内保持优秀水平。公司在期内新拓店以下沉市场为主, 新店贡献相对偏低。

➤ FY22 外销受需求拉动而录得优秀增长, H2 北美增长趋于平缓, 利润率具备修复空间:

① 北美市场收入同比增 23.8%至 56.7 亿港元, 北美市场占总收入比为 26.4%。其中 H1 和 H2 北美市场同比+60.5%和+4.1%, 上半财年北美高增主要是受到地产需求及消费刺激, 下半财年北美增长趋于平缓, 主要是因为自然年三季度受到越南疫情封锁影响、需求趋于平缓、海运延迟发货等因素。此外, 公司拟建产量约 3000-4000 柜/月的墨西哥工厂, 战略性提高北美市场响应速度, 降低海运对北美市场出货的影响。②欧洲及其他海外市场 (不含 Home 集团) 收入同比增 56.8%至 13.74 亿港元, 占收入比为 6.4%, 其中 H1 和 H2 同比增速分别为 89.4%和 35.5%。

➤ 维持买入评级, 目标价 11.0 港元:

我们的观点: 展望 FY23, 公司内销拓店节奏预计为 300-500 个门店, 主基调为夯实渠道内功及提升管理效率, 以功能沙发为核心并横向扩充床具及定制业务, 提升市场占有率。外销方面预计利润率具备向上空间, 以往利润率的压制因素有所缓和, 即原材料成本、海运、汇率及关税均在边际好转。预计 FY23E 至 25E 营收分别为 247/ 289/ 338 亿港元, 同比+15.1%/ +17.0%/ +16.6%; 归母净利润分别为 26.8 / 32.3 / 38.2 亿港元, 同比+19.4%/ +20.3%/ +18.3%。维持买入评级, 目标价 11.0 港元, 对应 23E 财年 PE 约 16 倍。

百万港元	FY 21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
主营业务收入	16,434	21,497	24,735	28,939	33,756
同比增长 (%)	35.3%	30.8%	15.1%	17.0%	16.6%
毛利率	36.1%	36.7%	37.1%	37.3%	37.4%
归母净利润	1,925	2,247	2,684	3,228	3,819
同比增长 (%)	17.5%	16.8%	19.4%	20.3%	18.3%
归母净利润率	11.7%	10.5%	10.8%	11.2%	11.3%
每股收益(港元)	0.51	0.57	0.68	0.82	0.97
PE@7.81HKD	15.4	13.7	11.5	9.6	8.1

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

FY2022 公司收入同比+30.8%至 215.0 亿港元，净利润同比+16.8%至 22.5 亿港元：

于 2022 财年，公司沙发及配套产品收入同比+25%至 146.2 亿港元，沙发销售套数同比+15.1%至 189.7 万套，ASP+8.3%，其中中国/北美/欧洲及其他海外市场沙发收入同比+25.9%/+23.7%/+16.3%。其他产品（中国区床具及智能家居部件）收入同比+51.5%至 56.2 亿港元。Home Group 收入同比+16.6%至 8.9 亿港元。其他业务（房地产销售等）收入同比+55.7%至 3.7 亿港元。

FY22 内销快速拓店，未来将进一步夯实渠道及管理内功：

于 2022 财年，公司中国市场收入同比+32%至 131.93 亿港元（不含房地产销售等其他收入），中国市场占总收入 61%；其中 H1 和 H2 同比分别+53%和+17%。

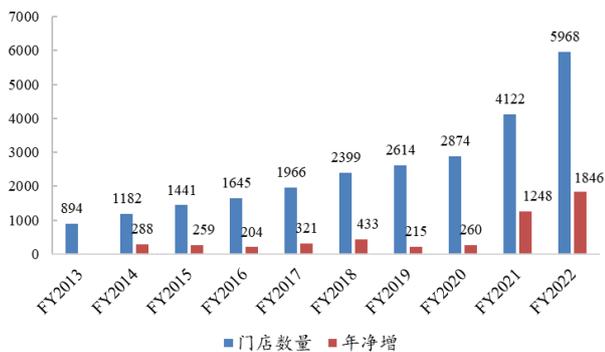
(1) 拆分中国区沙发、床具品类，FY22 公司中国区不含铁架口径的收入为 120.3 亿港元，同比+32%。FY22 公司沙发收入同比+25.9%至 86.3 亿港元，沙发占中国市场收入为 71.7%；床垫收入同比+51.2%至 34.0 亿港元，床垫占中国市场收入为 28.3%。拆分中国区沙发量及价，全年中国区沙发销售套数为 88.3 万套，量同比+12%，每套沙发收入同比+12%，体现出报告期内 4 次提价顺畅落实。

(2) 拆分中国区线下、电商渠道，FY22 公司中国区线下收入为 92.01 亿港元，同比+33.1%；线上收入为 28.26 亿港元，同比+29.1%；电商渠道收入占比为 23%。

(3) 渠道拓展方面，期末敏华在中国市场共拥有 5,968 个门店，同比净增 1846 个。根据业绩会，公司报告期末关店约 300 家，关店率在单位数以内，在业内保持优秀水平。公司在报告期内新拓店以下沉市场为主，因此新店贡献相对偏低。

(4) 考虑到当前疫情及内销市场消费疲软等压力，公司拓店节奏趋于稳健，未来 1 年主基调为夯实渠道内功，提升管理效率。根据业绩会，预计公司未来 1 年新开门店数约 300-500 个。渠道变革措施包括全面上线经销商管理系统，进一步打通销售前端与生产后端，更优地把控核心销售指标客流量、客单价、转化率等，提高周转效率。

图 1：敏华控股渠道数量



资料来源：公司公告、Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 2：敏华控股中国区沙发收入量价增长拆分

	FY20	FY21	FY22
中国沙发收入(百万港元)	4,114	6,852	8,628
YOY	2.6%	66.5%	25.9%
量：中国销售套数(千套)	503	786	883
YOY		56%	12%
价：每套沙发收入(港元)	8,179	8,717	9,771
YOY		7%	12%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

FY22 外销受需求拉动而录得优秀增长，H2 北美增长趋于平缓，利润率具备修复空间：

(1) 北美：于 2022 财年，北美市场收入同比增 23.8% 至 56.7 亿港元，北美市场占总收入比为 26.4%。其中 H1 和 H2 北美市场同比+60.5%和+4.1%，上半财年北美高增主要是受到地产需求及消费刺激，下半财年北美增长趋于平缓，主要是因为自然年三季度受到越南疫情封锁影响、需求趋于平缓、海运延迟发货等因素。

(2) 欧洲及其他海外市场（不含 Home 集团）收入同比增 56.8% 至 13.74 亿港元，占收入比为 6.4%，其中 H1 和 H2 同比增速分别为 89.4% 和 35.5%；Home Group 收入同比+16.6% 至 8.91 亿港元。

(3) 展望未来，预计外销利润率具备修复空间。尽管海运费、大宗商品价格仍居于高位，但 2022 年以来已渐趋稳定，原材料成本、海运、汇率及关税均在边际好转，以往利润率的压制因素均有所缓和。此外，公司拟建产量约 3000-4000 柜/月的墨西哥工厂，战略性提高北美市场响应速度，降低海运对北美市场出货的影响。

图 3：敏华控股分产品收入



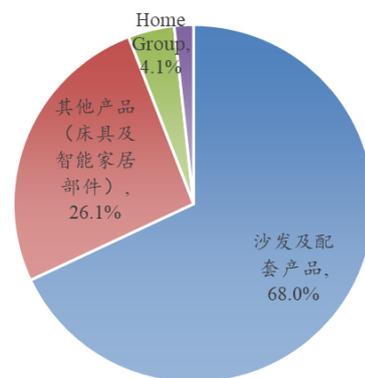
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 5：敏华控股分地区收入



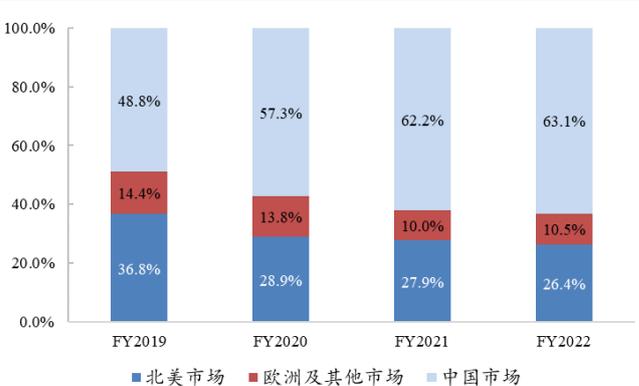
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：敏华控股分产品收入结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：敏华控股分地区收入结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

利润端：产品结构优化及提价落地对冲成本上涨，有效税率提升压制净利率水平：

2022 财年公司整体毛利率为 36.7%，同比+0.6pp，公司通过产品结构优化及提价有效对冲原材料成本上涨的影响；期内公司归母净利润率为 10.5%，同比-1.3pp，主要是因为澳门税收优惠结束导致有效税率同比+3.6pp 至 17.8%，预计未来有效税率将稳定在 17%-18%的水平。

原材料成本方面，2022 财年公司原材料成本占主营业务成本之比为 80.8%，主要原材料真皮/钢材/木夹板/化学品/包装主品平均单位成本同比分别+24.8%/+23.2%/+61.2%/+14.3%/+14.4%。期间费用率保持平稳，2022 财年公司销售费用率同比+0.5pp 至 19.5%，管理费用率同比+0.2pp 至 4.9%，财务费用率同比-0.2pp 至 0.4%。

图 7：敏华控股分品类毛利率

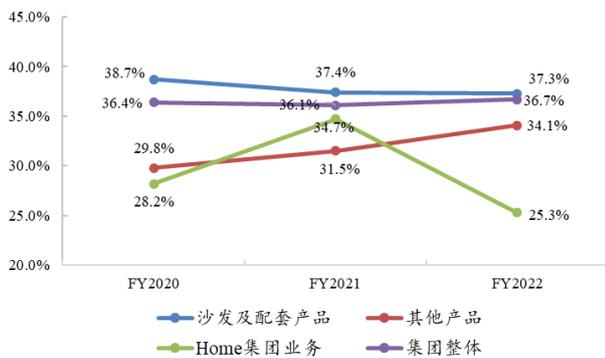
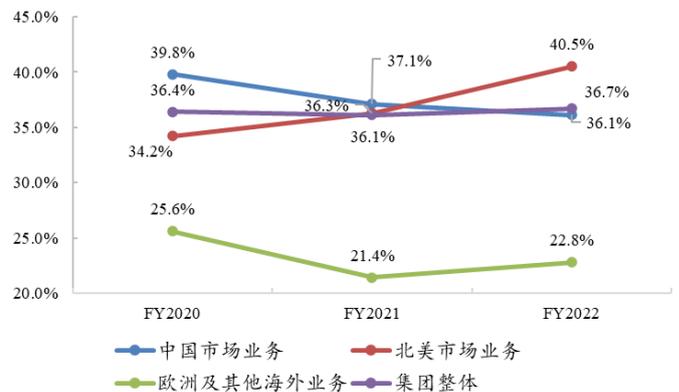


图 8：敏华控股分地区毛利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 9：敏华控股毛利率及净利率

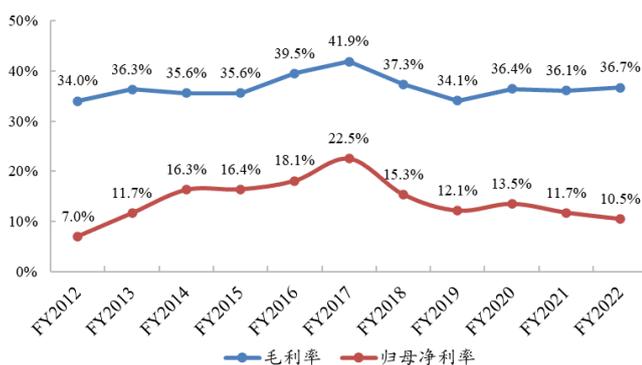
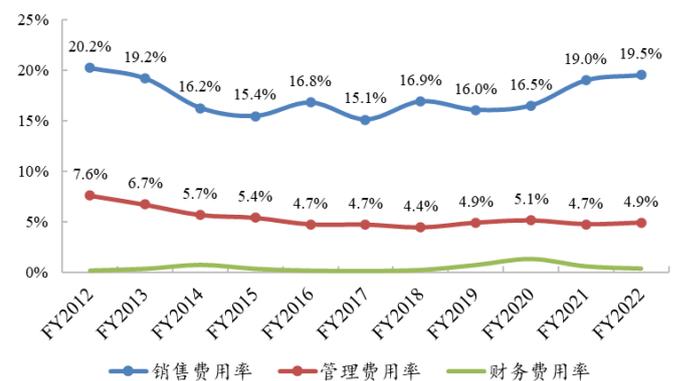


图 10：敏华控股费用率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 11.0 港元：

我们的观点： FY22 公司内销依靠强品牌力及产品力、线下渠道高速扩张、提价落地实现快速增长，功能沙发市场占有率进一步提升；全年外销受海外需求拉动亦实现优秀增长，2H 北美增长趋于平缓。**展望 FY23，** 公司内销拓店节奏预计为 **300-500 个门店**，主基调为夯实渠道内功及提升管理效率，以功能沙发为核心并横向扩充床具及定制业务，提升市场占有率。外销方面预计利润率具备向上空间，以往利润率的压制因素有所缓和，即原材料成本、海运、汇率及关税均在边际好转。

预计 FY23E 至 25E 营收分别为 247/ 289/ 338 亿港元，同比+15.1%/ +17.0%/ +16.6%；归母净利润分别为 26.8 / 32.3 / 38.2 亿港元，同比+19.4%/ +20.3%/ +18.3%。维持买入评级，目标价 11.0 港元，对应 23E 财年 PE 约 16 倍。

风险提示：

局部疫情反复超预期、终端需求不及预期、渠道开拓及新品类孵化不及预期、大宗商品价格超预期上涨、汇率波动等。

财务报表摘要

资产负债表

单位: 百万港元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
流动资产	8,492	9,341	10,382	12,014	14,161
现金	2,404	2,826	3,111	3,878	5,054
应收账款	1,681	2,245	2,694	3,233	3,880
其他应收款	701	775	738	757	747
存货	2,004	2,699	3,050	3,354	3,690
其他	1,703	796	789	793	791
非流动资产	8,947	11,181	11,979	12,510	12,910
固定资产-物业、厂房及设备	4,774	6,051	6,646	6,781	6,903
投资性房地产	482	496	496	496	496
于合营公司的投资-非流动	56	68	68	68	68
无形资产	561	1,003	1,003	1,003	1,003
其他	3,074	3,562	3,766	4,162	4,440
资产总计	17,439	20,521	22,361	24,524	27,071
流动负债	5,882	7,444	7,841	8,298	8,833
短期借款	3,589	4,335	4,335	4,335	4,335
应付账款	971	1,156	1,387	1,665	1,997
合同负债	363	355	359	357	358
应交税费	186	267	307	353	406
其他	773	1,331	1,454	1,588	1,736
非流动负债	152	329	354	381	413
长期借款	1	1	1	1	1
递延税项负债-非流动	129	161	186	213	246
其他	22	167	167	167	167
负债合计	6,034	7,773	8,195	8,679	9,246
股本	1,584	1,571	1,577	1,574	1,576
储备	9,158	10,138	11,480	13,095	15,004
少数股东权益	664	1,038	1,108	1,177	1,246
归属于母公司所有者权益	10,741	11,710	13,058	14,669	16,580
负债及权益合计	17,439	20,521	22,360	24,524	27,072

现金流量表

单位: 百万港元	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E
经营活动现金流	1,922	2,449	3,171	3,752	4,357
除税前溢利	2,360	2,819	3,350	4,013	4,733
折旧摊销	390	530	605	665	678
利息收入	-48	0	0	0	0
无形资产摊销	33	54	50	50	50
营运资金变动	-654	-537	-334	-382	-404
其它	-160	-418	-501	-594	-700
投资活动现金流	-2,723	-1,817	-1,600	-1,400	-1,300
资本支出	-1,430	-1,807	-1,200	-800	-800
其他投资	-1,294	-10	-400	-600	-500
筹资活动现金流	1,113	-210	-1,342	-1,614	-1,910
借款变动	-442	971	0	0	0
股利分配	-836	-1,182	-1,342	-1,614	-1,910
其他	2,392	0	0	0	0
现金净增加额	312	422	229	738	1,147
现金期初金额	2,020	2,404	2,826	3,111	3,878
现金期末金额	2,404	2,826	3,111	3,878	5,054

利润表

单位: 百万港元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入	16,434	21,497	24,735	28,939	33,756
营业成本	-10,505	-13,606	-15,558	-18,145	-21,131
毛利	5,929	7,891	9,177	10,794	12,625
销售费用	-3,119	-4,190	-4,823	-5,585	-6,447
管理费用	-778	-1,053	-1,212	-1,389	-1,620
其他	418	242	291	291	291
营业利润	2,451	2,890	3,432	4,111	4,848
财务收入/(费用)净额	-96	-80	-92	-107	-125
应占共同控制实体损益	6	10	10	10	10
利润总额	2,360	2,819	3,350	4,013	4,733
所得税	-337	-503	-598	-716	-844
净利润	2,023	2,317	2,753	3,298	3,888
少数股东损益	69	28	39	37	0
归母净利润	1,925	2,247	2,684	3,228	3,819
EPS (元)	0.51	0.57	0.68	0.82	0.97

主要财务比率

	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
年成长率					
营业收入	35.3%	30.8%	15.1%	17.0%	16.6%
营业利润	8.2%	17.9%	18.8%	19.8%	17.9%
归母净利润	17.5%	16.8%	19.4%	20.3%	18.3%
获利能力					
毛利率	36.1%	36.7%	37.1%	37.3%	37.4%
净利率	12.3%	10.8%	11.1%	11.4%	11.5%
归母净利率	11.7%	10.5%	10.8%	11.2%	11.3%
ROE	17.9%	19.2%	20.6%	22.0%	23.0%
偿债能力					
资产负债率	34.6%	37.9%	36.6%	35.4%	34.2%
负债权益比	52.9%	61.0%	57.9%	54.8%	51.9%
流动比率	144.4%	125.5%	132.4%	144.8%	160.3%
速动比率	110.3%	89.2%	93.5%	104.4%	118.6%
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	11.4	11.0	10.0	9.8	9.5
应付账款周转率	10.8	12.8	12.2	11.9	11.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.51	0.57	0.68	0.82	0.97
每股经营现金	0.51	0.62	0.80	0.95	1.10
每股净资产	2.82	2.96	3.31	3.71	4.20
估值比率					
PE@7.81HKD	15.4	13.7	11.5	9.6	8.1
PB	2.8	2.6	2.4	2.1	1.9

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>