

**买入**
**盈利能力显著改善，静待内外销需求修复**
**敏华控股 (1999.HK)**

2022-11-25 星期五

**投资要点**

 目标价: **8.40 港元**  
 现价: 6.70 港元  
 预计升幅: 25.4%

**重要数据**

日期	2022/11/24
收盘价 (港元)	6.70
总股本 (亿股)	39.29
总市值 (亿港元)	262.5
净资产 (亿港元)	118.7
总资产 (亿港元)	190.2
52 周高低 (港元)	14.58/4.33
每股净资产 (港元)	2.78

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 60.33%

**相关报告**

 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

 敏华控股 (1999.HK) 更新报告: 夯实渠道及管理内功, 利润具备向上弹性-  
 20220523

**研究部**

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

**➤ FY23H1 受疫情及地产交付压力传导影响，短期基本面承压：**

期内公司中国市场收入同比-10.7%至 57.1 亿港元 (人民币口径-6.6%)，剔除铁架后的中国市场收入同比-7.9%至 53.4 亿港元 (人民币口径-3.6%)。期内中国市场业务毛利率同比+4.2pp 至 39.9%。(1) **分品类**，FY23H1 内销沙发/床垫分别实现收入 38.3/15.1 亿港元，同比分别-11.5%/+2.8% (人民币口径分别-7.4%/+7.6%)，沙发占内销收入为 71.8%。拆分沙发量及价，量同比-1.6%，ASP 同比约-5%。(2) **分渠道**，FY22 公司中国区线下/线上收入分别为 41.9/11.5 亿港元，同比分别-9.7%/-0.9% (人民币口径分别-5.5%/+3.7%)。电商渠道占内销收入 22%，其中电商中床垫和沙发的销售比例约为 3:7。线下较 3/31 环比净增 262 个至 6,230 个门店。期内关店 254 家，关店率 4.2%。(3) 公司在一线及强二线存量市场来自以旧换新的生意占比超 50%，未来将稳健推进并优化电商及下沉市场布局。随防控政策优化以及房企融资/保交楼政策的推进，内销有望触底回升。

**➤ 外销具备韧性，期内海运费高位回落：**

期内公司外销收入 35.1 亿港元，同比-4.6%，占总收入 37%。**分地域看**，其中美国市场收入同比+0.1%至 25.6 亿港元；欧洲及其他海外市场收入 6.7 亿港元，同比+2.1%；Home 集团收入受俄乌地缘冲突影响同比-40%至 2.8 亿港元。**销售量方面**，海外销售套数同比-1.5%至 33.4 万套，其中北美市场-19%，欧洲及其他海外市场+11%。**毛利率方面**，期内北美/欧洲及其他分别实现毛利率 40.5%/22.8%，同比+4.2pp/+1.4pp。海外出货由于通胀和北美零售商库存去化而相对疲弱。目前国际海运费已回落，公司东南亚产能布局完善，墨西哥产能建设推进中，为北美需求恢复蓄力。

**➤ 维持买入评级，目标价 8.40 港元：**

**我们的观点：**期内原材料成本下行驱动公司盈利端修复，随着防控政策优化以及房企融资/保交楼政策的推进，内销有望触底回升。公司东南亚产能布局完善，墨西哥产能建设推进中，为北美需求恢复蓄力。预计 FY23E 至 25E 营收分别为 208.7/236.7/271.6 亿港元，同比-2.9%/+13.4%/+14.7%；归母净利润分别为 24.8/28.4/33.0 亿港元，同比+10.3%/+14.7%/+16.2%。维持买入评级，目标价 8.40 港元，对应 FY23E PE 13 倍。

百万港元	FY 21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
主营业务收入	16,434	21,497	20,868	23,667	27,155
同比增长 (%)	35.3%	30.8%	-2.9%	13.4%	14.7%
毛利率	36.1%	36.7%	38.6%	38.4%	38.4%
归母净利润	1,925	2,247	2,479	2,843	3,303
同比增长 (%)	17.5%	16.8%	10.3%	14.7%	16.2%
归母净利润率	11.7%	10.5%	11.9%	12.0%	12.2%
每股收益(港元)	0.51	0.57	0.63	0.72	0.84
PE@6.70HKD	13.2	11.8	10.7	9.3	8.0

数据来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### 敏华控股公布 FY23H1 业绩，原材料成本下行驱动利润超预期：

于 FY23H1，公司实现主营收入 92.9 亿港元，同比-9.1%；毛利率 38.8%，同比提升 +2.6pp，净利率 11.8%，同比+2.1pp，归属于母公司净利润 10.9 亿港元，同比+10.5%（人民币口径+15.6%）。剔除美国 Raffle 专利诉讼事项的 8,453 万港币管理费用拨备后的扣非归母净利润为 11.3 亿港元，同比增长 14.4%（人民币口径+19.7%）。期内受益于原材料成本下行及制造环节效率优化，盈利表现超预期。

### FY23H1 受疫情及地产交付压力传导影响，短期基本面承压：

于 FY23H1，公司中国市场收入同比-10.7%至 57.1 亿港元（人民币口径-6.6%），剔除铁架后的中国市场收入同比-7.9%至 53.4 亿港元（人民币口径-3.6%）。期内中国市场业务毛利率同比+4.2pp 至 39.9%。

(1) **分品类**，FY23H1 内销沙发/床垫分别实现收入 38.3/15.1 亿港元，同比分别 -11.5%/+2.8%（人民币口径分别-7.4%/+7.6%），沙发占中国市场收入为 71.8%。拆分沙发量及价，全年中国区沙发销售套数为 41.9 万套，量同比-1.6%，ASP 同比约-5%。

(2) **分渠道**，FY22 公司中国区线下/线上收入分别为 41.9/11.5 亿港元，同比分别 -9.7%/-0.9%（人民币口径分别-5.5%/+3.7%）。电商渠道占内销收入 22%，其中电商中床垫和沙发的销售比例约为 3:7。**线下门店方面**，敏华在中国市场门店数同比+16.0%至 6,230 个门店（不含收购格调和普丽尼），较 3/31 环比净增 262 个。期内关店 254 家，关店率 4.2%。新开门店中床垫超过 100 家。我们测算得期内单店收入按港币口径下滑 20% 以上。

(3) **内销盈利端**随着原材料成本高位回落及制造端效率优化而提升。公司在一线及强二线存量市场来自以旧换新的生意占比超过 50%，未来将稳健推进并优化电商及下沉市场布局。**展望未来**，随着防控优化以及房企融资和保交楼政策推进，内销有望触底回升。

### 外销具备韧性，期内海运费高位回落：

于 FY23H1，公司外销收入 35.1 亿港元，同比-4.6%，占总收入 37%。**分地域看**，其中美国市场收入同比+0.1%至 25.6 亿港元；欧洲及其他海外市场收入 6.7 亿港元，同比+2.1%；Home group 收入受俄乌地缘冲突影响同比-40%至 2.8 亿港元。**销售量方面**，海外销售套数同比-1.5%至 33.4 万套，其中北美市场-19%至 27.5 万套，欧洲及其他海外市场+11%至 6 万套。**毛利率方面**，期内北美/欧洲及其他分别实现毛利率 40.5%/22.8%，同比+4.2pp/+1.4pp。海外出货由于通胀致终端需求转弱和北美零售商库存去

化而相对疲弱。**展望未来：**过往 2 年外销沙发在高海运费背景下，到岸价格增长 1 倍，高出的价格主要体现在船费。目前国际海运费已从高位回落，北美沙发终端销售价具备下行空间。公司东南亚产能布局完善，墨西哥产能建设推进中，为北美需求恢复蓄力。

**维持买入评级，目标价 8.40 港元：**

**我们的观点：**期内原材料成本下行驱动公司盈利端修复，随着防控政策优化以及房企融资/保交楼政策的推进，内销有望触底回升。公司东南亚产能布局完善，墨西哥产能建设推进中，为北美需求恢复蓄力。预计 FY23E 至 25E 营收分别为 208.7/ 236.7 / 271.6 亿港元，同比-2.9%/ +13.4%/ +14.7%；归母净利润分别为 24.8 / 28.4 / 33.0 亿港元，同比+10.3%/ +14.7%/ +16.2%。维持买入评级，目标价 8.40 港元，对应 FY23E PE 13 倍。

**表 1：敏华控股收入拆分**

收入拆分 (百万港元)	FY20	FY21	FY22	FY22H1	FY23H1
中国市场	6,163	9,976	13,193	6,400	5,713
yoy	12.3%	61.9%	32.3%	52.6%	-10.7%
占总收入比	50.7%	60.7%	61.4%	62.7%	61.5%
中国市场(不含铁架)	5,416	9,100	12,026	5,799	5,341
yoy	17.9%	68.0%	32.2%	52.4%	-7.9%
按产品：沙发	4,114	6,852	8,628	4,333	3,835
yoy	2.6%	66.5%	25.9%	47.7%	-11.5%
沙发占中国市场收入	76.0%	75.3%	71.7%	74.7%	71.8%
按产品：床垫	1,302	2,248	3,398	1,465	1,506
yoy	145.3%	72.6%	51.2%	68.2%	2.8%
按渠道：线下门店	3,909	6,910	9,201	4,634	4,187
yoy	4.5%	76.8%	33.1%	60.7%	-9.7%
按渠道：线上电商	1,508	2,189	2,826	1,165	1,155
yoy	76.0%	45.2%	29.1%	26.5%	-0.9%
电商占中国市场收入	27.8%	24.1%	23.5%	20.1%	21.6%
海外市场	5,190	6,220	7,933	3,684	3,514
yoy	-10.0%	19.9%	27.5%	61.9%	-4.6%
北美市场	3,507.9	4,579.5	5,667.5	2,562.3	2,564.1
yoy	-15%	31%	24%	0%	0%
欧洲及其他	937.6	876.6	1,374.5	656.5	670.1
yoy	18%	-7%	57%	89%	2%
Home Group	744.1	764.1	890.9	464.9	279.5
yoy	-10%	3%	17%	6%	7%
其他营业收入	791.8	238.3	371.1	131	62.1
主营收入总计	12,144	16,434	21,497	10,214	9,289
yoy	7.9%	35.3%	30.8%	53.9%	-9.1%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**表 2：敏华控股功能沙发销量及门店数量**

收入拆分 (百万港元)	FY20	FY21	FY22	FY22H1	FY23H1
沙发销量 (千套)	<b>1,267</b>	<b>1,648</b>	<b>1,897</b>	<b>820</b>	<b>754</b>
yoy	<b>3.3%</b>	<b>30.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>23.8%</b>	<b>-8.0%</b>
国内	503	786	883	425.8	419
yoy		56%	12%	24%	-2%
海外	764	862	1014	394.1	334
yoy		13%	18%	23%	-2%
其中：北美	588	746	892	340.2	274.6
yoy		27%	20%	24%	-19%
其中：欧洲及其他	176	116	121	53.9	60
yoy		-34%	4%	20%	11%
国内线下门店收入	<b>3,909</b>	<b>6,910</b>	<b>9,201</b>	<b>4,634</b>	<b>4,187</b>
yoy	5%	77%	33%	61%	-10%
门店数量	<b>2,874</b>	<b>4,122</b>	<b>5,968</b>	<b>5,369</b>	<b>6,230</b>
同比净增	260	1248	1846	1837	861
yoy	10%	43%	45%	52%	16%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**表 3：敏华控股财务费用率**

财务费用率	FY20	FY21	FY22	FY22H1	FY23H1
整体毛利率	<b>36.4%</b>	<b>36.1%</b>	<b>36.7%</b>	<b>36.2%</b>	<b>38.8%</b>
中国市场	39.8%	37.1%	36.1%	35.7%	39.9%
北美市场	34.2%	36.3%	40.5%	41.1%	41.8%
欧洲及其他市场	25.6%	21.4%	22.8%	24.2%	21.3%
HomeGroup	28.2%	34.7%	25.3%	25.6%	22.5%
销售费用率	16.5%	19.0%	19.5%	19.7%	19.8%
管理费用率	5.1%	4.7%	4.9%	5.2%	6.1%
有效税率	19.8%	14.3%	17.8%	18.8%	21.5%
归母净利润率	13.5%	11.7%	10.5%	9.7%	11.8%
归母净利润 (百万元)	<b>1,638</b>	<b>1,925</b>	<b>2,247</b>	<b>988</b>	<b>1,092</b>
yoy	20.1%	17.5%	16.8%	31.9%	10.5%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**风险提示：**

疫情反复超预期、内销终端需求不及预期、渠道开拓及新品类孵化不及预期、原材料成本大幅波动、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
<b>流动资产</b>	8,492	9,341	10,280	11,720	13,609
现金	2,404	2,826	3,009	3,583	4,501
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
<b>非流动资产</b>	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	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
<b>资产总计</b>	<b>17,439</b>	<b>20,521</b>	<b>22,259</b>	<b>24,230</b>	<b>26,519</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	<b>6,034</b>	<b>7,773</b>	<b>8,195</b>	<b>8,679</b>	<b>9,246</b>
股本	1,584	1,571	1,577	1,574	1,576
储备	9,158	10,138	11,378	12,800	14,451
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	12,955	14,374	16,027
<b>负债及权益合计</b>	<b>17,439</b>	<b>20,521</b>	<b>22,258</b>	<b>24,230</b>	<b>26,519</b>

### 现金流量表

单位: 百万港元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
<b>经营活动现金流</b>	1,922	2,324	2,966	3,368	3,841
除税前溢利	2,360	2,819	3,107	3,543	4,103
折旧摊销	390	531	605	665	678
利息收入	-48	-71	0	0	0
无形资产摊销	33	54	50	50	50
营运资金变动	-654	-776	-334	-382	-404
其它	-160	-234	-463	-508	-586
<b>投资活动现金流</b>	-2,723	-1,099	-1,600	-1,400	-1,300
资本支出	-1,430	-1,738	-1,200	-800	-800
其他投资	-1,294	638	-400	-600	-500
<b>筹资活动现金流</b>	1,113	-844	-1,240	-1,422	-1,652
借款变动	-442	718	0	0	0
股利分配	-836	-1,147	-1,240	-1,422	-1,652
其他	2,392	-415	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	312	380	127	546	889
<b>现金期初金额</b>	2,020	2,404	2,826	3,009	3,583
<b>现金期末金额</b>	2,404	2,826	3,009	3,583	4,501

### 利润表

单位: 百万港元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
<b>营业收入</b>	16,434	21,497	20,868	23,667	27,155
营业成本	-10,505	-13,606	-12,813	-14,579	-16,728
毛利	5,929	7,891	8,055	9,088	10,428
销售费用	-3,119	-4,190	-4,090	-4,568	-5,214
管理费用	-778	-1,053	-1,064	-1,183	-1,303
其他	418	242	291	291	291
<b>营业利润</b>	<b>2,451</b>	<b>2,890</b>	<b>3,192</b>	<b>3,628</b>	<b>4,202</b>
财务收入/(费用)净额	-96	-80	-94	-95	-109
应占共同控制实体损益	6	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>2,360</b>	<b>2,819</b>	<b>3,107</b>	<b>3,543</b>	<b>4,103</b>
所得税	-337	-503	-559	-631	-730
净利润	2,023	2,317	2,548	2,912	3,372
少数股东损益	69	28	39	37	0
<b>归母净利润</b>	<b>1,925</b>	<b>2,247</b>	<b>2,479</b>	<b>2,843</b>	<b>3,303</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.51</b>	<b>0.57</b>	<b>0.63</b>	<b>0.72</b>	<b>0.84</b>

### 主要财务比率

	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
<b>年成长率</b>					
营业收入	35.3%	30.8%	-2.9%	13.4%	14.7%
营业利润	8.2%	17.9%	10.5%	13.7%	15.8%
归母净利润	17.5%	16.8%	10.3%	14.7%	16.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.1%	36.7%	38.6%	38.4%	38.4%
净利率	12.3%	10.8%	12.2%	12.3%	12.4%
归母净利润率	11.7%	10.5%	11.9%	12.0%	12.2%
ROE	17.9%	19.2%	19.1%	19.8%	20.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.6%	37.9%	36.8%	35.8%	34.9%
负债权益比	52.9%	61.0%	58.3%	55.8%	53.5%
流动比率	144.4%	125.5%	131.1%	141.2%	154.1%
速动比率	110.3%	89.2%	92.2%	100.8%	112.3%
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0
应收帐款周转率	11.4	11.0	8.4	8.0	7.6
应付帐款周转率	10.8	12.8	10.1	9.6	9.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.51	0.57	0.63	0.72	0.84
每股经营现金	0.51	0.59	0.75	0.85	0.97
每股净资产	2.82	2.96	3.28	3.64	4.06
<b>估值比率</b>					
PE@6.70HKD	13.2	11.8	10.7	9.3	8.0
PB	2.4	2.3	2.0	1.8	1.7



# 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>