

敏华控股 (01999.HK)
内销拓店提速+对美出口重回增长，龙头优势强化

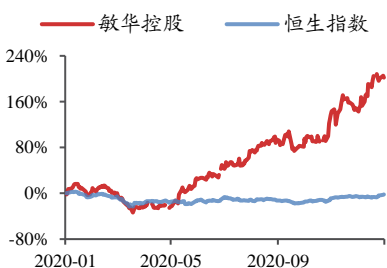
2021 年 01 月 05 日

——港股公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/1/5
当前股价(港元)	16.900
一年最高最低(港元)	17.420/3.620
总市值(亿港元)	642.86
流通市值(亿港元)	642.86
总股本(亿股)	38.04
流通港股(亿股)	38.04
近 3 个月换手率(%)	17.72

股价走势图


数据来源：贝格数据

● 全球功能沙发龙头，内销拓展全面提速，首次覆盖给予“买入”评级

公司专注软体家居领域，是全球功能沙发龙头，领先的产品矩阵、品牌力和营销力以及完整产业链构造稳固护城河，品类、渠道拓展带来持续发展动力。短期看国内开店红利快速释放，长期看功能沙发渗透率仍有提升空间。我们预测公司2021-2023 财年归母净利润为 18.48/22.87/28.36 亿港元，对应 EPS 为 0.49/0.60/0.75 港元，当前股价对应 PE 分别为 34.8/28.1/22.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 核心竞争力：丰富的品牌矩阵，领先的产品力和营销能力，完整产业链

公司自有品牌芝华士是全球功能沙发领先品牌，此外公司还代理伯恩名家、伯爵美家、尼科莱蒂等知名品牌。在产品品类上，除了功能沙发，公司逐渐延伸至床垫、按摩椅、智能床等领域。同时，通过建立合资公司锐迈机械、收购江苏锐龙，公司在功能沙发核心零部件方面拥有自主研发生产的能力，从而在制造端具有成本优势。在营销端，公司持续保持业内领先的营销投入，使品牌深入人心。

● 国内市场：功能沙发行业空间广阔，开店红利快速释放

全球软体家具市场规模稳步提升，中国已跃居最大的产销国。但从功能沙发品类看，国内渗透率较低，仍属于蓝海市场。公司旗下芝华士品牌在中国功能沙发的市场市占率达 50.1%，属于绝对龙头。并且，公司在内销市场正在加速开店以抢占市场份额。截至 2020 年 9 月 30 日，公司拥有线下门店 3532 家，对比 2020 财年末净增加 658 家门店，并且在未来两到三年内仍有望保持较快的开店速度。同时，公司积极推进新零售升级和精细化管理使门店效率不断提升，推动同店增长。

● 海外市场：短期受地产销售催化，疫情后对美出口订单恢复快速增长

欧美功能沙发市场相对成熟，需求较稳定。短期看，美国地产销售热潮有望带动后续家居需求增长。公司在美国市场与 La-Z-Boy 的差距逐渐缩小，并在疫情后对北美出口订单已恢复快速增长。而在欧洲市场，公司在 2016 年底认购了欧洲著名家具制造商 Home Group 50% 的股权，并拟收购家具龙头华达利的部分股权。

● 风险提示：海外疫情反复，国内开店速度不及预期，品类拓展不及预期等。
财务摘要和估值指标

指标	FY2019A	FY 2020A	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E
营业收入(百万港元)	11,258	12,144	14,487	17,711	21,683
YOY(%)	12.3	7.9	19.3	22.3	22.5
净利润(百万港元)	1,364	1,638	1,848	2,287	2,836
YOY(%)	12.1	13.5	12.8	23.7	24.0
毛利率(%)	91.0	36.4	36.1	36.2	36.4
净利率(%)	12.1	13.5	12.8	12.9	13.1
ROE(%)	21.9	24.4	25.1	24.3	23.8
EPS(摊薄/港元)	0.36	0.43	0.49	0.60	0.75
P/E(倍)	47.1	39.2	34.8	28.1	22.7
P/B(倍)	9.6	8.9	6.8	5.5	4.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 敏华控股：快速发展的全球功能沙发龙头	5
1.1、 发展历程：深耕功能沙发行业二十余载，跃居行业全球龙头	5
1.2、 财务分析：内销占比逐渐提升，品类拓展效果显现	6
1.2.1、 收入：总收入平稳增长，中国区收入保持较高增速	6
1.2.2、 盈利能力：毛利率处于业内较高水平，控费能力优秀	8
1.3、 股权结构集中稳定，管理层经验丰富，激励充分	9
2、 核心竞争力：品牌和产品力、完整供应链、营销能力	10
2.1、 品牌与产品：品牌矩阵丰富，产品体系完善	10
2.2、 产业链：完整产业链构筑成本优势、产能布局不断完善	11
2.3、 营销：营销投入规模优势显现，加码全渠道营销	13
3、 功能沙发内销市场大有可为，公司内销发展大幅提速	15
3.1、 行业：国内短期有望受竣工回补提振，长期规模提升空间大	15
3.1.1、 软体家具市场规模稳步提升，中国已跃居最大的产销国	15
3.1.2、 短期看：国内家居需求有望受竣工缺口回补提振	16
3.1.3、 长期：行业规模有望持续扩大，集中度有望继续提升	17
3.2、 发展动力：渠道快速扩张，经营质量持续提升	21
3.2.1、 从提高获客人数的角度，公司正在国内市场加速开店并逐步拓展线上渠道	21
3.2.2、 从提高转化率的角度，公司积极赋能经销商并发力新零售升级	23
3.2.3、 从提高客单价的角度，公司依靠功能沙发引流积极拓展新品类	24
4、 海外市场需求稳定，短期受美国地产销售催化	25
4.1、 北美市场：公司市占率提升，短期受美国地产销售带动	25
4.2、 欧洲市场：收购海外优质企业，带来协同优势	26
5、 盈利预测与投资建议	27
5.1、 关键假设	27
5.2、 盈利预测	27
6、 风险提示	28
附：财务预测摘要	29

图表目录

图 1： 敏华控股深耕功能沙发行业二十余载，跃居行业全球龙头	5
图 2： FY2021H1 公司收入增速回升	6
图 3： FY2021H1 公司归母净利润增速有所回落	6
图 4： FY2020H1 内销销售快速增长（亿港元）	7
图 5： 公司内销收入占比不断提升	7
图 6： 公司沙发内销市场稳步增长，床垫收入占比提高	7
图 7： FY2021H1 沙发增速回升（收入：亿港元）	7
图 8： FY2020 线上收入占比提升	8
图 9： FY2021H1 线下渠道增长提速（收入：亿港元）	8
图 10： FY2021H1 毛利率因加速开店有所下降	8
图 11： 沙发及配套产品毛利率较高	8
图 12： 公司各项费率相对保持稳定	9

图 13: 公司净利率处于行业较高水平	9
图 14: 公司股权结构稳定, 实际控制人为黄敏利、许慧卿夫妇	9
图 15: 公司产品种类丰富	11
图 16: 公司产品覆盖卧室和客厅空间	11
图 17: 原材料价格波动较大	11
图 18: 完整供应链使得原材料成本占比不断下降	11
图 19: FY2018-FY2020 公司产能储备大幅提升	12
图 20: 中国市场产能布局完备	12
图 21: FY2020 公司关税支出达 1.09 亿港元	13
图 22: 欧洲产能布局完善	13
图 23: 公司持续加大广告费用投入	13
图 24: 行业内竞争对手销售费用率接近	13
图 25: 公司积极投放广告	14
图 26: 公司打造全民升舱日品牌 IP	14
图 27: 公司通过抖音流量网红带货	14
图 28: 芝华仕官方直播间持续直播	14
图 29: 全球软体家具产销量稳步提升 (单位: 亿美元)	15
图 30: 中国软体家具产值 2011-2018 年 CAGR 为 9.56%	15
图 31: 2017 年中国软体家具产值占比达 47%	15
图 32: 中国超越美国成为第一大软体家具消费国	15
图 33: 中国沙发市场规模稳步提升 (单位: 亿元)	16
图 34: 中国床垫市场规模提升 (单位: 亿元)	16
图 35: 商品房销售呈现较强韧性	16
图 36: 2020 年 10-11 月, 竣工回暖提速	16
图 37: 房地产开发投资建筑工程完成额快速增长	17
图 38: 电梯产量同比增速维持高位	17
图 39: 城镇居民可支配收入稳步提升 (单位: 元)	17
图 40: 中国高净值人群数量稳步增长 (单位: 万人)	17
图 41: 沙发购置预算仍有较大提升空间	18
图 42: 家具更换频率有望加快	18
图 43: 消费者对沙发的功能需求有望提升	18
图 44: 75% 的 90 后人群睡眠质量差	18
图 45: 2018 年中国沙发行业 CR4 约 12.1%	19
图 46: 2018 年中国床垫行业 CR4 约 17.5%	19
图 47: 中美市场功能沙发渗透率差距较大	20
图 48: 我国功能沙发竞争格局集中 (2019 年)	20
图 49: 可将敏华内销收入拆解为获客人数*转化率*客单价	21
图 50: 敏华中国市场门店数量快速增加	21
图 51: 门店扩张迅速, 净增加数量有所提升	21
图 52: 红星美凯龙开店速度仍较快	22
图 53: 居然之家门店数量快速拓展	22
图 54: 对比行业其他龙头公司敏华线下门店数量仍然有提升空间 (单位: 家)	22
图 55: 公司线上渠道收入增速亮眼	23
图 56: FY2018 公司全面实现自营转经销	23
图 57: 公司定期培训经销商、门店负责人及导购	23

图 58: 公司积极推进信息化	24
图 59: 门店 VR 系统有助于提高门店成交率	24
图 60: 天猫床垫、按摩椅、配套产品增速均相对较高	24
图 61: 敏华线下单店收入逐步提升	24
图 62: 美国市场功能沙发渗透率预计不断提升	25
图 63: 2019 年, 芝华仕在美国市场市占率达 10.8%	25
图 64: 2020Q2 起美国房地产市场销售数据亮眼	25
图 65: 美国成屋销售库存持续走低	25
图 66: 欧洲家居市场规模预计将基本保持稳定	26
图 67: Home 集团销售对象包括宜家 (IKEA)、Steinhardt 和 XXXLutz	26
图 68: 华达利营收稳定在 4 亿-5 亿美元之间	27
图 69: 华达利主要销往欧洲市场	27
表 1: 公司品牌矩阵丰富, 产品体系完善	10
表 1: FY2020H1, 越南工厂产能达到 3200 柜/月	12
表 2: 龙头品牌品类拓展优势逐渐显现	20
表 3: 龙头企业更容易实现软体家具产品定制化	20
表 4: 可比公司估值对比: 公司估值有一定提升空间	27

1、敏华控股：快速发展的全球功能沙发龙头

敏华控股专注软体家居领域，是全球功能沙发龙头，领先的产品矩阵、品牌力和营销力以及完整产业链构造稳固护城河，品类、渠道拓展带来持续发展动力。

1.1、发展历程：深耕功能沙发行业二十余载，跃居行业全球龙头

敏华控股的发展历程可分为三个阶段：

（1）1992年-2002年：核心品牌打造完成，销售市场逐步打开

1992年，公司于香港成立并于深圳建立沙发工厂，之后逐步打开东亚、中东及美国市场。1996年和1997年，公司分别于深圳和香港开设第一家芝华仕和名华轩家具专卖店。2000年公司创立爱蒙床垫（2016年升级为芝华仕5星床垫）。2001年，公司进军欧洲市场。至此，公司核心品牌打造完成，销售市场初步打开。

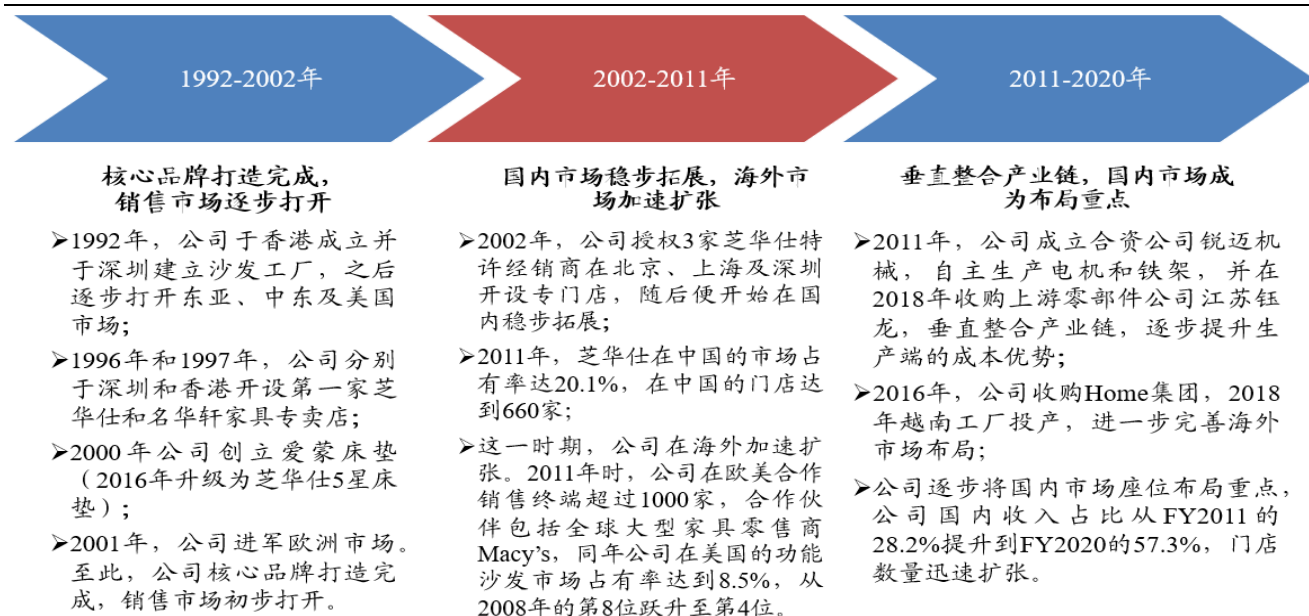
（2）2002年-2011年：国内市场稳步拓展，海外市场加速扩张

2002年，公司授权3家芝华仕特许经销商在北京、上海及深圳开设专门店，随后开始在国内市场稳步拓展。2011年，芝华仕在中国的功能沙发市占率达20.1%，在中国的门店达到660家。同时这一时期，公司在海外加速扩张。2011年时，公司在欧美合作销售终端超过1000家，合作伙伴包括全球大型家具零售商Macy's，同年公司在美国的功能沙发市场占有率达到8.5%，从2008年的第8位跃升至第4位。

（3）2011年-2020年：垂直整合产业链，国内市场成为布局重点

2011年，公司成立合资公司锐迈机械，自主生产电机和铁架，并在2018年收购上游零部件公司江苏钰龙，垂直整合产业链，逐步提升生产端的成本优势。在业务拓展上，2016年，公司收购Home集团，2018年越南工厂投产，进一步完善海外市场布局。另一方面，公司逐步将国内市场作为布局重点，公司国内收入占比从FY2011的28.2%提升到FY2020的57.3%，门店数量迅速扩张。

图1：敏华控股深耕功能沙发行业二十余载，跃居行业全球龙头



资料来源：公司公告、开源证券研究所

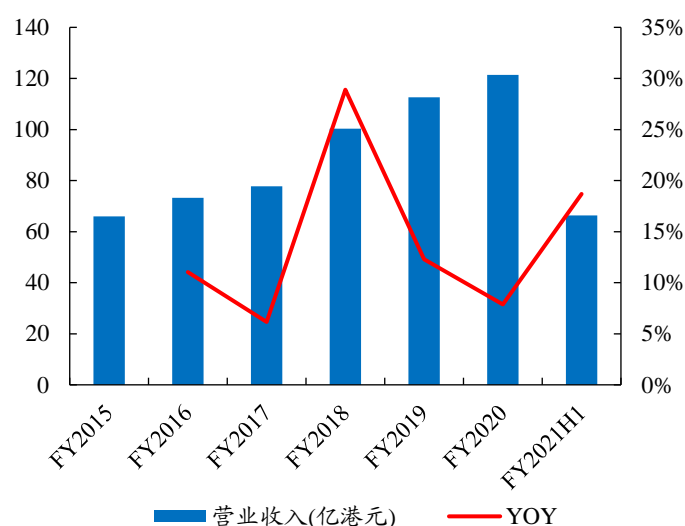
1.2、财务分析：内销占比逐渐提升，品类拓展效果显现

1.2.1、收入：总收入平稳增长，中国区收入保持较高增速

公司营收稳健增长，FY2021H1 收入增速回升。FY2015 到 FY2020，公司总营收由 65.5 亿港元提升至 121.4 亿港元，CAGR 为 13.1%，归母净利润由 9.3 亿港元提升至 14.8 亿港元，CAGR 为 9.7%。

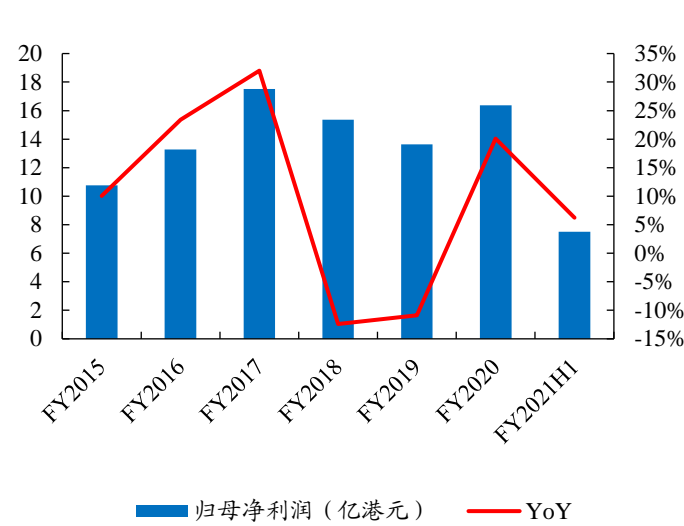
2018 财年 Home Group 并表以及国内门店快速扩张带来收入增速显著提升。但原材料涨价导致 FY2018-FY2019 净利润出现下滑。FY2019-FY2020 收入增长增速有所放缓主要系渠道调整、地产周期下行、疫情影响等原因带来的调整阵痛期。FY2021H1，功能沙发市场需求提升，公司国内快速展店带动收入增速出现较明显的提升，但给经销商提供的开店扶持政策使得公司净利润增速短期受到影响。

图2：FY2021H1 公司收入增速回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：FY2021H1 公司归母净利润增速有所回落



数据来源：公司公告、开源证券研究所

（1）分地区来看，FY2020 公司在中国市场的收入为 69.6 亿港元（+26.7%），占比 57.3%；在北美市场的收入为 35.1 亿港元（-15.4%），占比 28.9%；欧洲及其他海外市场收入为 16.8 亿港元（+3.8%），占比 13.9%。

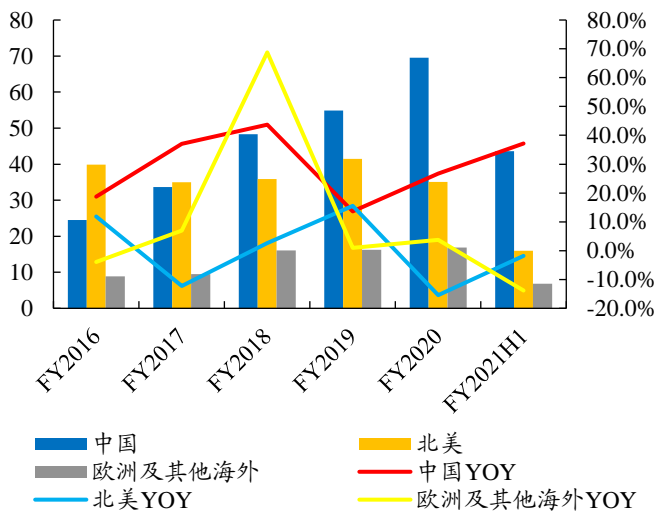
中国市场：逐步成为发展重心。收入从 FY2015 的 20.7 亿港元提高到 FY2020 的 69.6 亿港元，CAGR 为 24.4%，收入占比由 FY2015 的 31.5% 上升到 FY2020 的 57.3%。

北美市场：收入从 FY2015 的 35.6 亿港元下降到 FY2020 的 35.1 亿港元，CAGR 为 -0.28%，收入占比从 FY2015 的 54.3% 下降到 FY2020 的 28.9%。北美市场竞争相对激烈且近年受到贸易摩擦、海外疫情等扰动，但整体看发展趋势仍较为平稳。

欧洲及其他海外市场：收入从 FY2015 的 9.3 亿港元增长到 FY2020 的 16.8 亿港元，CAGR 为 12.6%。收入占比从 14.1% 略微下降到 13.9%。

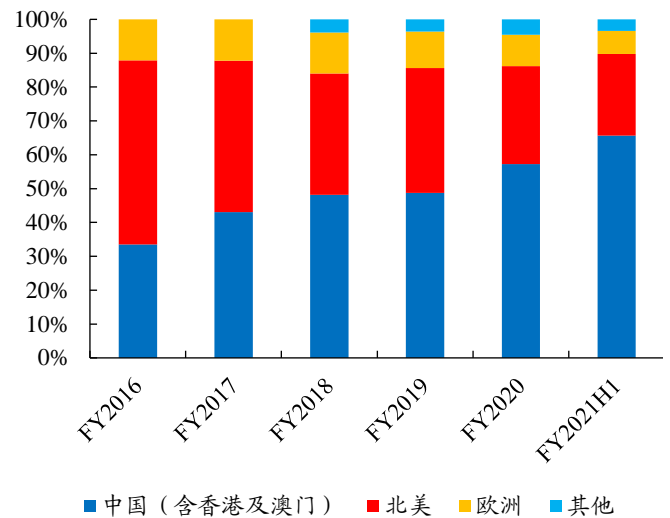
FY2021H1，中国市场收入占比为 65.7%，北美市场收入占比为 24.0%，欧洲及其他海外市场占比为 10.2%，内销市场继续快速增长，销售占比进一步提升。

图4: FY2020H1 内销销售快速增长 (亿港元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 公司内销收入占比不断提升

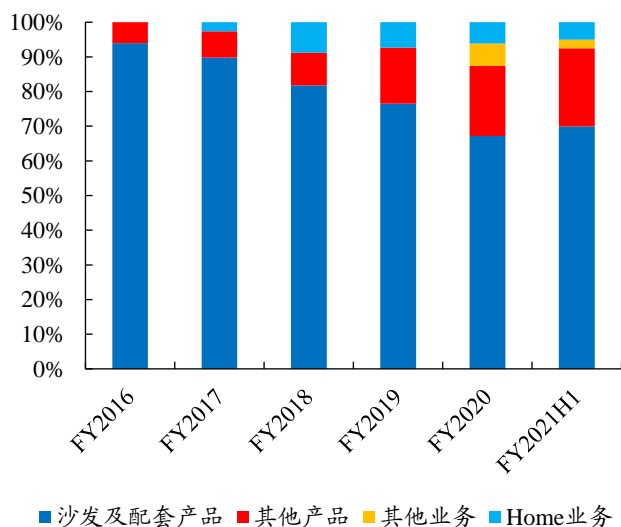


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 分品类来看, 沙发内销市场稳步增长, 床上用品收入占比提高。FY2020, 公司实现收入 121.4 亿港元(+7.9%), 其中沙发及配套产品营收 81.6 亿港元(-5.3%), 占比 67.2%; 床上用品营收 12.4 亿港元(+133.5%), 占比 10.2%; 智能家居部件营收 11.5 亿港元(-6.7%), 占比 9.5%。

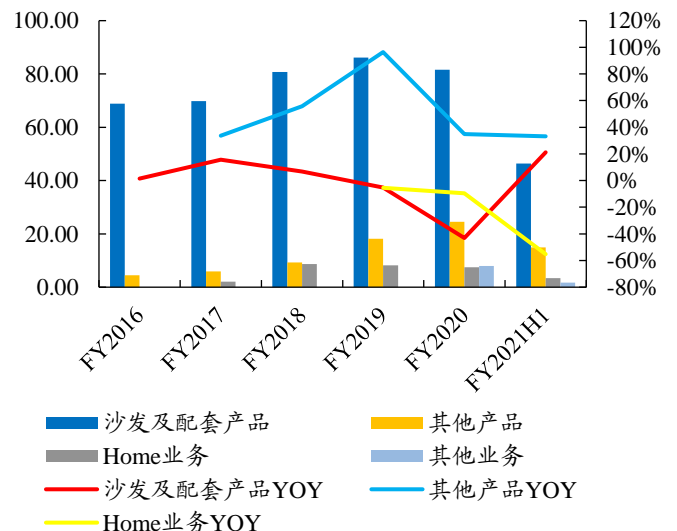
沙发及配套产品是公司主要收入来源。FY2020 收入略有下降主要系: 沙发外销受贸易摩擦、海外疫情等因素影响收入同比下降 15.4%。其中, 定位欧洲市场的 Home Group 收入同比下降 9.7%。而国内市场沙发销售依然保持较快增长。此外, 2016 年爱蒙床垫升级为“芝华士五星”后, 公司品类协同效应进一步显现, 床上用品依靠公司优势品类沙发的前端引流实现持续快速增长。

图6: 公司沙发内销市场稳步增长, 床垫收入占比提高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: FY2021H1 沙发增速回升 (收入: 亿港元)



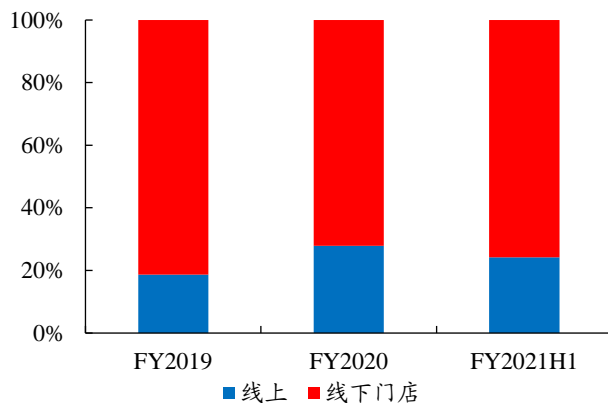
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(3) 国内市场分渠道看，线上渠道高速增长，FY2021H1 线下增长提速

线上渠道：FY2020 国内线上渠道收入为 15.1 亿港元，占比 27.8%，同比增长 76.0%，FY2021H1 收入 9.2 亿港元，同比增长 65%。国内线上收入持续快速增长。

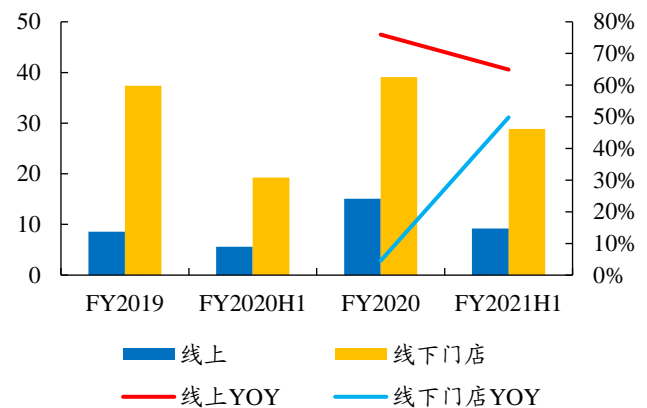
线下渠道：FY2020 国内线下渠道收入为 39.1 亿港元，占比 72.2%，同比增长 4.5%。FY2021H1 的收入为 28.8 亿港元，占比 75.8%，同比增长 49.8%。FY2021H1，公司加快线下开店进度和稳定的同店增长带动线下渠道增速显著提升。

图8: FY2020 线上收入占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9: FY2021H1 线下渠道增长提速（收入：亿港元）

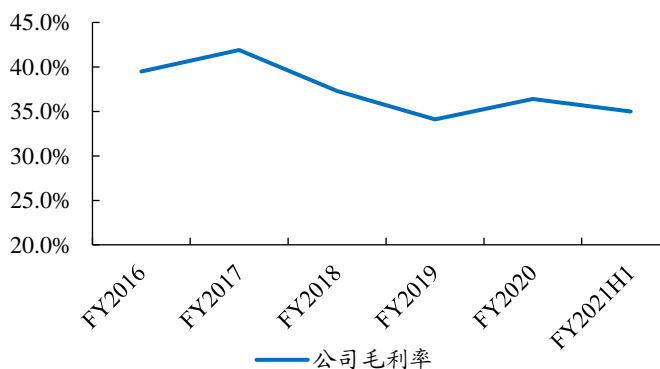


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2.2、盈利能力：毛利率处于业内较高水平，控费能力优秀

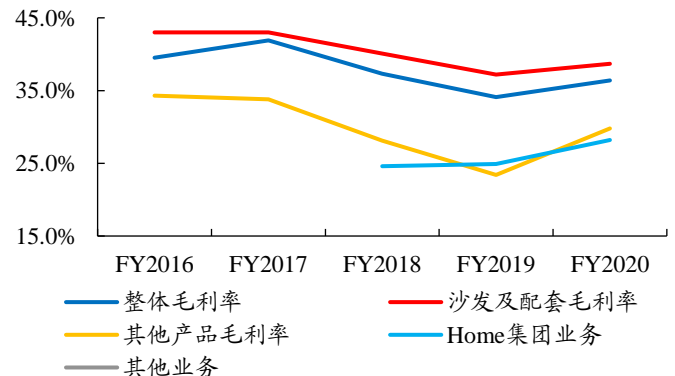
整体来看，公司毛利率水平处于行业较高水平。FY2018-FY2019 公司毛利率下滑主要系原材料涨价以及 Home group 等较低毛利率业务并表所致。FY2020 由于受益于原材料成本下行和越南产能规模效应提升，公司毛利率回升。分品类看，FY2020 沙发及配套产品业务毛利为 38.7% (+1.5%)，其他产品毛利为 29.8% (+6.4%)，Home 集团业务毛利为 28.2% (+3.3%)。而 FY2021H1 毛利率下滑则主要系公司给予了经销商较多的扶持政策以鼓励加速开店。长期看，伴随规模提升，公司在生产采购端的规模效应有望体现，毛利率有望稳中有升。

图10: FY2021H1 毛利率因加速开店有所下降



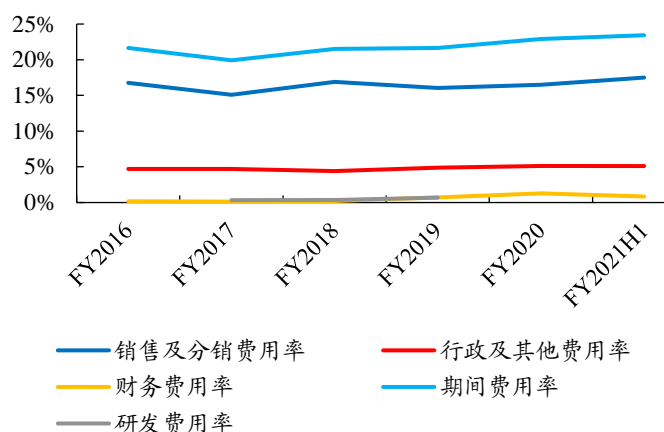
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图11: 沙发及配套产品毛利率较高

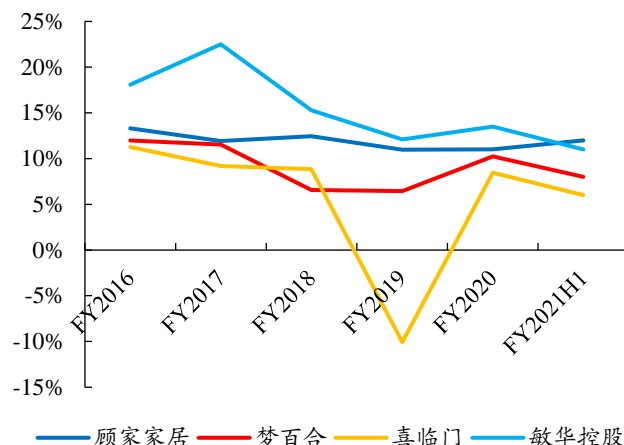


数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：FY2020 开始披露其他业务，数值为 40.1%）

公司控费效果突出，期间费用率和净利率均相对保持稳定。FY2020，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 16.5%/5.1%/1.3%。FY2020 净利润提高主要是毛利率同比从 34.1%提高到 36.4%。FY2021H1 净利率受毛利率影响有一定程度下滑，但仍处于行业较高水平，达 11.7%。

图12：公司各项费率相对保持稳定


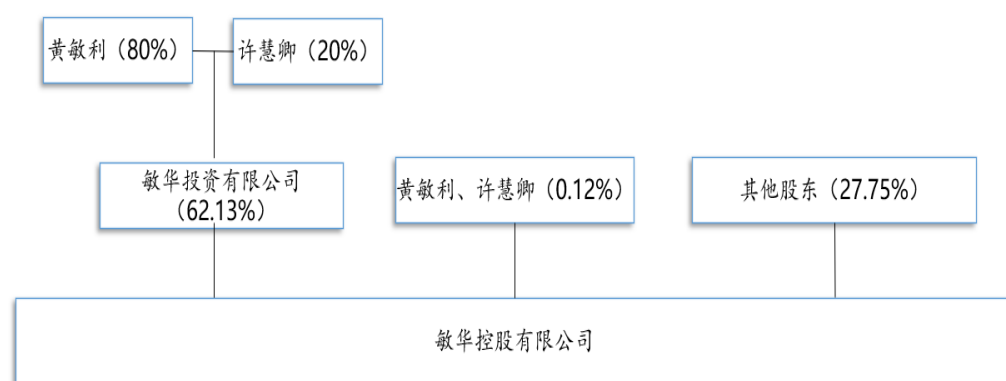
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：公司净利率处于行业较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：顾家家居、梦百合、喜临门对应分别为 2015-2019 年报和 2020 中报数据）

1.3、股权结构集中稳定，管理层经验丰富，激励充分

公司股权结构较为集中，实际控制人为黄敏利、许慧卿夫妇。截至 2020 年 9 月 30 日，公司实际控制人黄敏利、许慧卿夫妇直接或通过敏华投资有限公司持有公司 62.25% 的股份，股权结构较为集中。

图14：公司股权结构稳定，实际控制人为黄敏利、许慧卿夫妇


资料来源：Wind、开源证券研究所

股权激励充分，充分激发员工积极性。FY2018-FY2020，公司分别授予 532 人、591 人、917 人累计 2703.32 万股的购股权。

引入职业经理人，进一步优化公司管理结构。2020 年 11 月 3 日，公司聘任冯国华先生担任公司首席执行官，任期 3 年，此前公司 CEO 由董事长黄敏利先生兼任。冯先生 2016-2020 年曾担任微软大中华地区企业服务部总经理，加入微软前曾担任

IBM 全球企业咨询服务部的副总裁及高级合伙人。公司自 2017 年起，与微软进行新零售项目的合作，冯国华先生一直是项目的负责人，熟悉公司业务。此次增设 CEO 后，公司管理体系将从家族向职业经理人过渡，管理结构进一步完善。

2、核心竞争力：品牌和产品力、完整供应链、营销能力

2.1、品牌与产品：品牌矩阵丰富，产品体系完善

经过多年发展，公司已形成丰富的品牌矩阵和完整的产品体系：

公司旗下品牌主要包括头等舱、芝华士、尼科莱蒂、名华轩等。其中，根据产品品类、使用材料等差异，公司将产品进一步细分为十余个产品系列全面覆盖中高端客群和多个产品品类。在使用材料上，定位较高端的头等舱贵族和伯爵系列为皮沙发，而时尚系列则采用自研科技布，进而拓宽价格带；在产品品类上，头等舱主要为功能沙发，而芝华士旗下逐步拓展至智能床、床垫和非功能沙发。在产品风格方面，公司积极引进美式、意式、北欧以及一系列都市风格的产品，改掉人们过去对于沙发风格的刻板印象，不断拓宽受众群。

表1：公司品牌矩阵丰富，产品体系完善

品牌	系列		价格区间（元）	产品图片
头等舱	贵族系列		7000-48000	
	时尚系列		5300-14900	
	伯爵系列		8000-35000	
芝华士	智能床系列		8000-18000	
	5 星床垫系列		5000-13000	
	意斯特系列		10000-40000	
	宜居布艺系列		5000-12900	
	都市系列		10000-26300	
Nicoletti	尼科莱蒂		10000-40000	
Morewell	名华轩		/	/

资料来源：公司官网、开源证券研究所

图15: 公司产品种类丰富



资料来源: 芝华仕天猫旗舰店、开源证券研究所

图16: 公司产品覆盖卧室和客厅空间

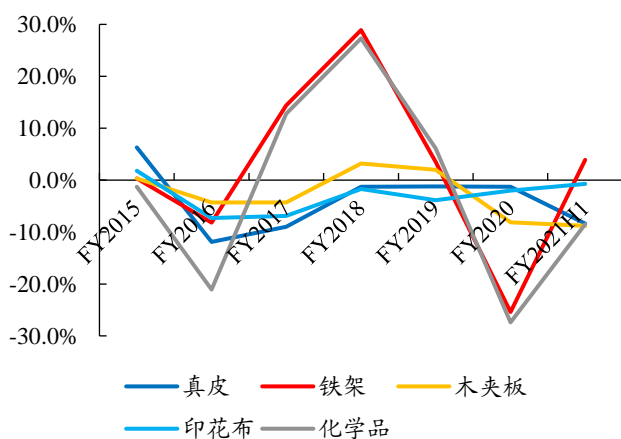


资料来源: 芝华仕天猫旗舰店、开源证券研究所

2.2、产业链: 完整产业链构筑成本优势、产能布局不断完善

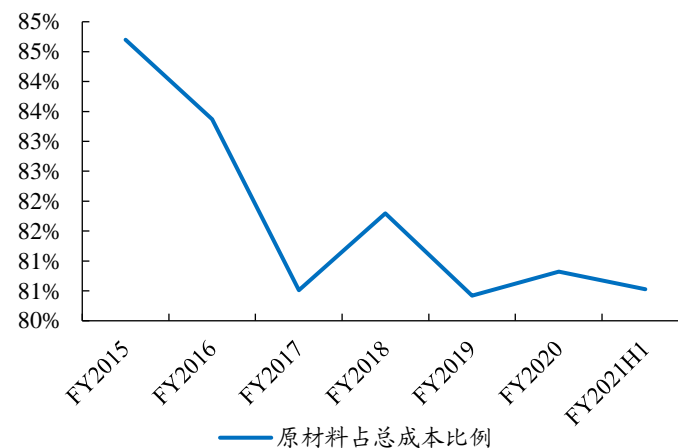
公司在功能沙发核心原部件方面拥有自主研发生产的能力。敏华功能沙发原材料在总成本中占比非常高, 常年维持在 80%以上。2011 年公司合资设立吴江锐迈, 主要经营电机和铁架; 2018 年公司收购主营业务为铁架的江苏钰龙, 收购后公司铁架的成本不断下降且公司成为全球最大的铁架供应商。铁架、电动马达、海绵、弹簧等功能沙发核心原材料实现独立研发生产使得公司产品成本端优势不断提升。

图17: 原材料价格波动较大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 完整供应链使得原材料成本占比不断下降

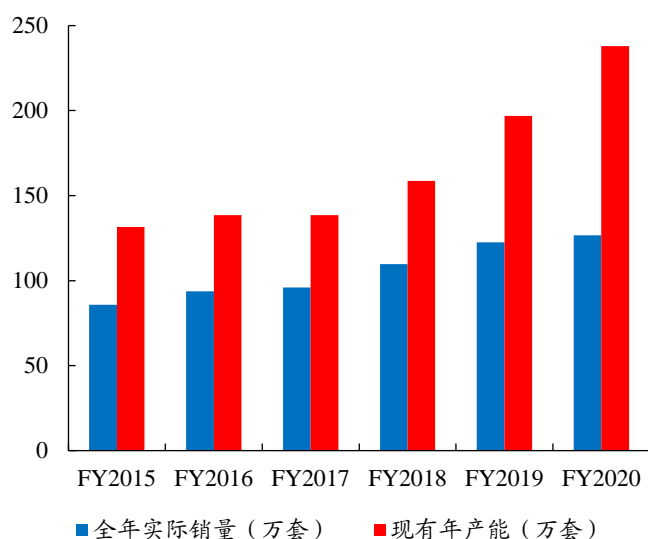


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

FY2018 至 FY2020, 伴随越南、重庆等生产基地产能爬坡, 公司产能储备大幅提升。至 FY2020, 公司年产能储备达 238 万套, 而全年实际销量为 126.7 万套, 产能利用率仍有较大提升空间。

国内产能: 加快产能储备, 为后续国内渠道加速扩张蓄力。FY2021H1, 中国国内设计产能约为 115 万套 (在西安产能建设完成后, 将提升至 145 万套), 而实际产能爬坡率仍仅为 60%。因此伴随渠道拓展, 国内产能具有较大的释放潜力。

图19: FY2018-FY2020 公司产能储备大幅提升



数据来源: 公司业绩发布会、开源证券研究所

图20: 中国市场产能布局完备



资料来源: 公司业绩发布会

海外产能: 前瞻性布局越南, 有望迎来收获期。

美国市场产能: 公司于 2018 年 6 月收购越南功能沙发制造商 Beyond Excel Limited 及其附属公司 Timberland Company Limited。2018 年 10 月, 公司对 Timberland 工厂进行扩建, 新建厂房在 2019 年 8 月建设完成并快速投入使用。厂房建设后产能快速投放并实现对北美市场的稳定供给。至 FY2020H1, 越南工厂产能已达到 3200 柜/月, 产能爬坡率达到 88%, 已经可以基本覆盖出口美国市场的产能需求, 从而可有效规避贸易摩擦等因素给公司带来的影响(FY2020 公司关税支出达 1.09 亿港元), 多年前瞻性的产能布局有望逐步迎来收获期。

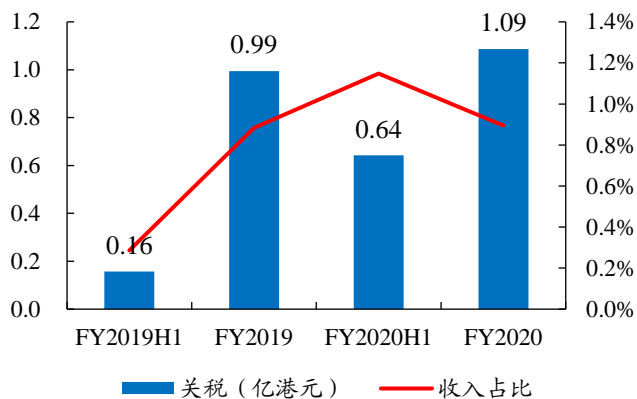
欧洲市场产能: 2016 年公司认购 Home 集团 50% 的股权, 并获得了分别于波兰、波罗的海诸国及乌克兰拥有 5 间沙发制造工厂。公司利用 Home 集团的经验及其欧洲制造基地更快地生产委托订单并在欧洲交付, 进而扩大公司在欧洲市场的份额。

表1: FY2020H1, 越南工厂产能达到 3200 柜/月

工厂	设计最大产能 (柜/月)	FY2020H1 产能 (柜/月)	产能爬坡率
越南	3600	3200	88%
大亚湾 (供部分美国、欧洲及其他)	2000	1600	80%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: FY2020 公司关税支出达 1.09 亿港元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22: 欧洲产能布局完善

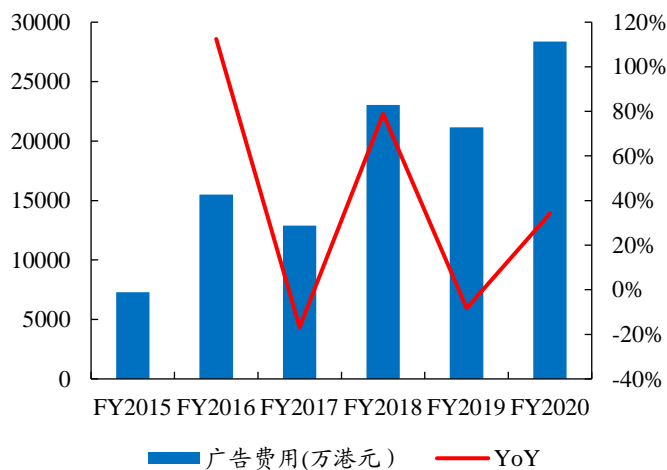


资料来源: 公司业绩发布会

2.3、营销: 营销投入规模优势显现, 加码全渠道营销

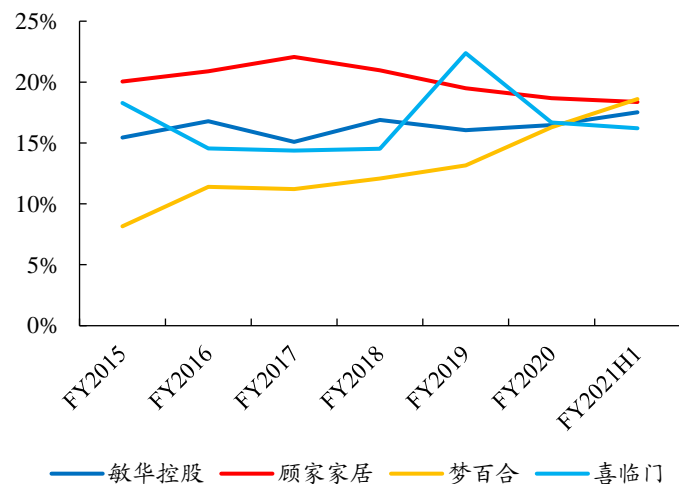
公司营销投入具有较强的规模优势, 带动芝华士品牌深入人心。FY2015 至 FY2020, 公司持续加大广告费用投入。FY2020, 公司广告费用投入达到 2.84 亿港元, 同比增长 34%。而行业横向比较看, FY2021H1, 顾家家居、敏华控股、梦百合和喜临门的销售费用率均在 15% 左右。因此在费用率接近的情况下, 敏华控股和顾家家居凭借在收入端的优势, 营销投入上具备较强的规模优势。

图23: 公司持续加大广告费用投入



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图24: 行业内竞争对手销售费用率接近



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 顾家家居、梦百合、喜临门选用 2014-2019 年报及 2020 半年报数据)

在广告投放的策略上, 公司主要布局了全国 100 多个机场的安检框, 头等舱沙发的商标也与机场非常契合, 顾客容易将芝华士与飞机头等舱联想在一起。通过, 积极地在机场、地铁站和高铁上投放广告, FY2020 公司的累计曝光数大于 6 亿, 网络讨论量大于 500 万。同时, 公司以签约当红明星代言人的方式塑造品牌形象并提高曝光率。2009 年, 公司签约国内著名影星孙红雷作为形象代言人, 并冠名赞助成立“八一芝华士沙发羽毛球俱乐部”。2016 年, 公司签约天王刘德华成为品牌形象大使。

在品牌建设和市场推广方面，公司打造全民升舱日品牌 IP，目的是让广大消费者“用经济舱的价格购买头等舱沙发和床垫”。2020 年 7 月，芝华仕联手红星美凯龙、居然之家等巨头，举办了第 6 届“全民升舱日”，打造线下数百城市主场。活动主打 399 元的芝华仕单椅，并通过单椅引流推进客餐厅家具和卧室家具全系列产品。

图25：公司积极投放广告



资料来源：公司业绩发布会

图26：公司打造全民升舱日品牌 IP



资料来源：公司业绩发布会

此外，公司近年持续加码线上等新零售渠道的营销力度带动新渠道快速突破。公司于 2011 年在天猫开设旗舰店之后持续加码线上渠道投入。2020 年疫情期间，公司也积极参与直播带货等引流方式，一方面和薇娅、李佳琦等头部主播、抖音流量网红等展开合作，另一方面也在淘宝官方直播间持续通过直播引流，以打造爆款产品的方式提高引流效果。2020 年双 11 公司线上销售亮眼，多个类目拿下天猫销量第 1，双 11 累计销售额突破 7.19 亿元，功能沙发品类连续 5 年夺得第一。

图27：公司通过抖音流量网红带货



资料来源：腾讯家居

图28：芝华仕官方直播间持续直播



资料来源：腾讯家居

3、功能沙发内销市场大有可为，公司内销发展大幅提速

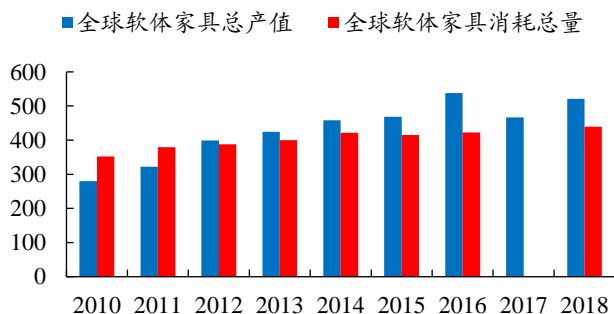
国内功能沙发市场仍属蓝海，产品渗透率仍有较大提升空间。而芝华士在国内功能沙发市场市占率已形成绝对的领先优势，未来 2-3 年内有望依靠快速的开店和稳健的同店增长继续充分攫取国内市场增长的红利。

3.1、行业：国内短期有望受竣工回补提振，长期规模提升空间大

3.1.1、软体家具市场规模稳步提升，中国已跃居最大的产销国

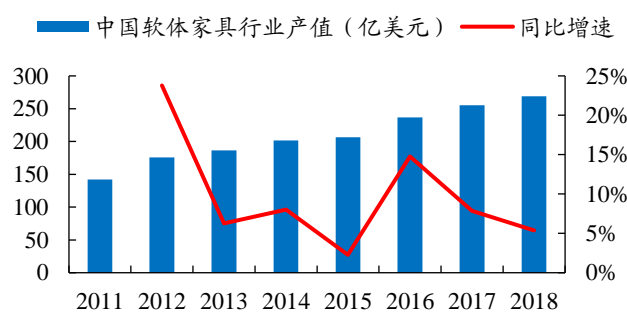
全球软体家具产销量稳步提升，中国市场增速高于全球市场增速。根据前瞻产业研究院，全球软体家具产值从 2011 年的 322.61 亿美元增长至 2018 年的 520.85 亿美元，年均复合增速为 7.08%。中国软体家具行业由于发达国家产能转移及本土企业规模的扩张，产值从 2011 年的 141.95 亿美元增长至 2018 年的 269.02 亿美元，CAGR 为 9.56%，略高于全球软体家具产值增速。

图29：全球软体家具产销量稳步提升（单位：亿美元）



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

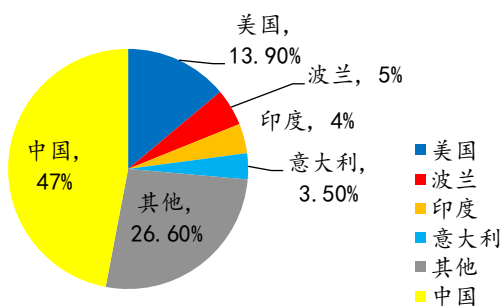
图30：中国软体家具产值 2011-2018 年 CAGR 为 9.56%



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

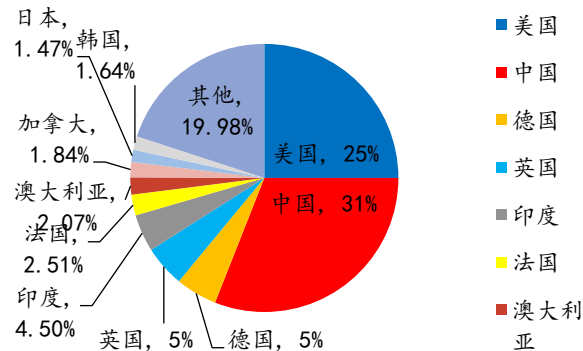
2017 年中国已超越美国，跃居世界第一大生产国和消费国。发达国家软体家居行业起步较早，已处于成熟阶段，消费量占比前十的国家中，大部分为发达国家。发展中国家引入软体家居较晚，但由于人口基数较大以及人均收入的提升，发展中国家逐步成为软体家具的新兴市场，2017 年中国软体家具消费总量占全球的 31%，超越美国成为第一大软体家具消费国。同时，受益于发展中国家的劳动力及成本优势，软体家居产业逐步向发展中国家转移。2017 年我国软体家居产值约占全球 47%，与印度两国合计占全球产值超过 50%。

图31：2017 年中国软体家具产值占比达 47%



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

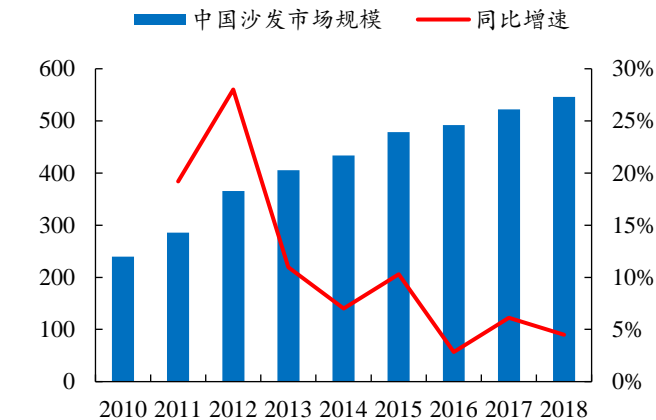
图32：中国超越美国成为第一大软体家具消费国



数据来源：家具迷、前瞻产业研究院、开源证券研究所

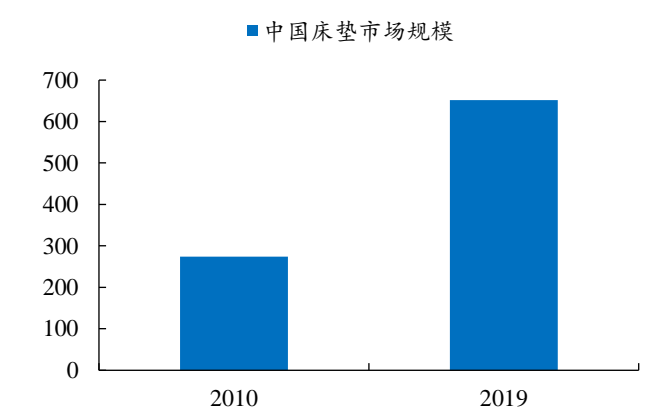
分品类看，我国沙发和床垫市场规模均持续稳健增长。受益于软体家具渗透率提升和房地产市场持续发展，我国沙发市场规模从2010年的285.48亿元增长至2018年的545.74亿元，CAGR为10.84%。其中，沙发市场仍以传统沙发为主，功能沙发的市场份额仅为14%，未来有较大发展潜力。而2010年-2019年我国床垫市场规模也从274亿元增长至652亿元，CAGR为10.11%。

图33：中国沙发市场规模稳步提升（单位：亿元）



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图34：中国床垫市场规模提升（单位：亿元）



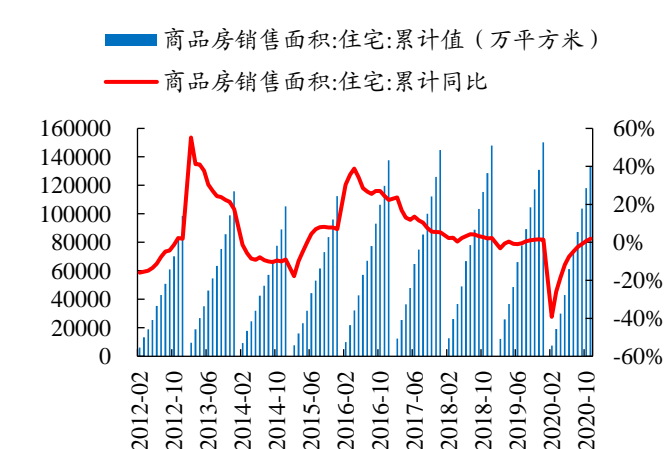
数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

3.1.2、短期看：国内家居需求有望受竣工缺口回补提振

短期看，2021年国内竣工数据有较强回暖预期，将对家居板块需求形成支撑。

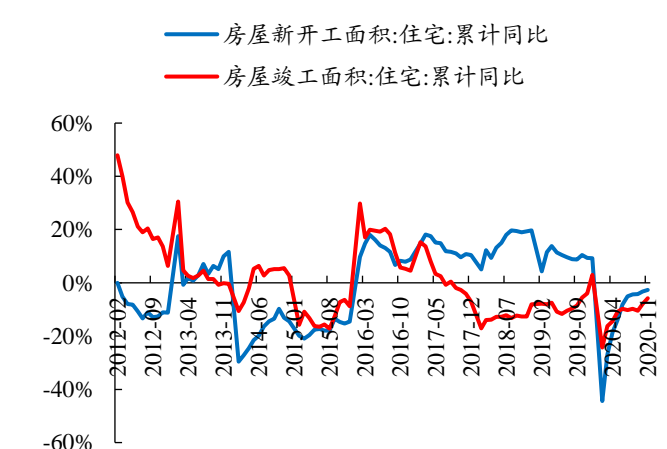
（1）地产销售展现较强韧性，竣工缺口回补的刚性需求已接近临界点。通常来看，从新开工到交房的周期一般不会超过3年，因此2017年至今的竣工缺口已经接近亟待回补的临界点。所以，虽然受疫情影响，竣工回补的结点又有所推迟，但我们认为在疫情影响趋弱后，竣工数据的修复将逐步体现（2020年10-11月竣工回暖的数据已经有所加快）。

图35：商品房销售呈现较强韧性



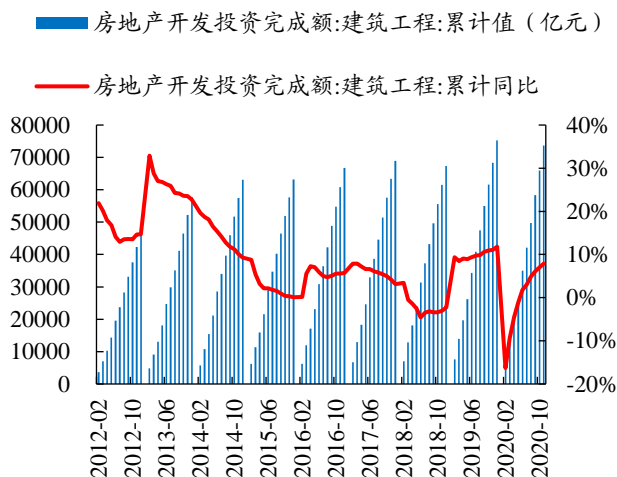
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2020年10-11月，竣工回暖提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 2019 年交房前瞻指标持续改善，疫情后恢复速度也较快。2019 年建筑工程投资额、电梯以及平板玻璃产量等竣工前瞻指标累计同比均处于近年高位，对竣工回暖的预期提供了一定支撑。2019 年 1-12 月，建筑工程投资完成额、电梯产量和平板玻璃产量分别同比增长 11.8%、12.8%和 6.6%。最终反映到竣工数据上，我们也可以看到 2019H2 竣工数据快速修复，并且全年竣工累计同比最终转正。而 2020 年虽然受到疫情冲击，但交房的前瞻指标相比直接的竣工数据也展现了更快的修复速度。2020 年 1-11 月，建筑工程投资完成额和电梯产量分别累计同比增长 7.9%和 6.1%。

图37：房地产开发投资建筑工程完成额快速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

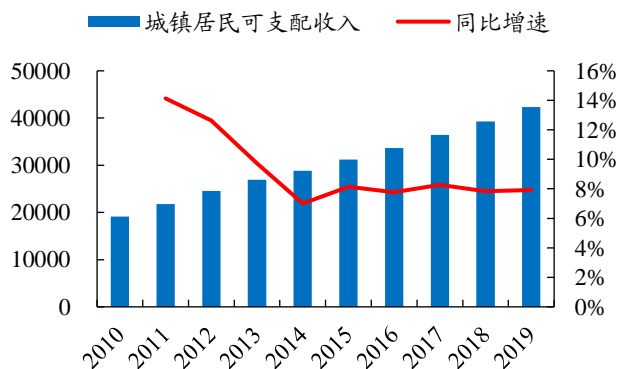
图38：电梯产量同比增速维持高位


数据来源：Wind、开源证券研究所

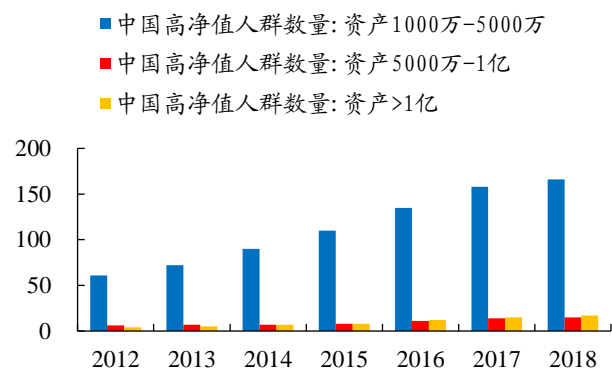
3.1.3、长期：行业规模有望持续扩大，集中度有望继续提升

长期看，我国软体行业市场规模仍有较大提升空间且集中度有望继续提升。

消费升级有望推动我国软体家具市场规模稳步提升。伴随我国城镇居民可支配收入增加，消费层级也逐步提升。2019 年，我国城镇居民的人均可支配收入已达到 42359 元，2010-2019 年的复合增速达 9.3%，并且 2015 年至今的同比增速仍维持在 8%左右。同时，2010 年-2018 年中国拥有资产超过 1000 万的高净值人群数量年均复合增速为 18.77%，中高端消费群体也在持续扩容。

图39：城镇居民可支配收入稳步提升（单位：元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：中国高净值人群数量稳步增长（单位：万人）


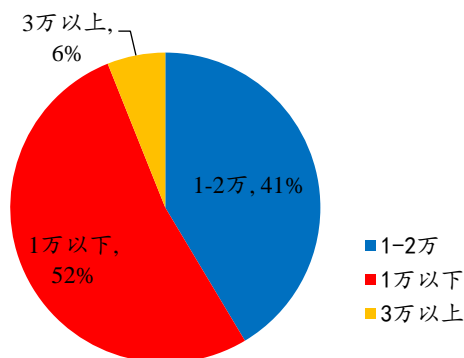
数据来源：Wind、开源证券研究所

而消费升级的红利释放有望继续推动软体家具市场规模增长:

(1) 价: 消费升级下消费者对软体家居购置预算有望增加。以沙发为例, 根据泛家居网 2019 年的调研数据, 超过一半的消费者仅愿意花费 1 万以下购买沙发, 而预算在 3 万以上的消费者仅占 6%。而伴随居民可支配收入的提升, 消费者有望更多的考虑软体家具产品的舒适度和品牌力。并且, 与发达国家相比, 我国软体家具的消费潜力还有较高挖掘空间。以功能沙发为例, 根据敏华控股公司公告, 2019 年中国功能沙发渗透率仅 14.0%, 而美国市场功能沙发渗透率已达到 41.6%。

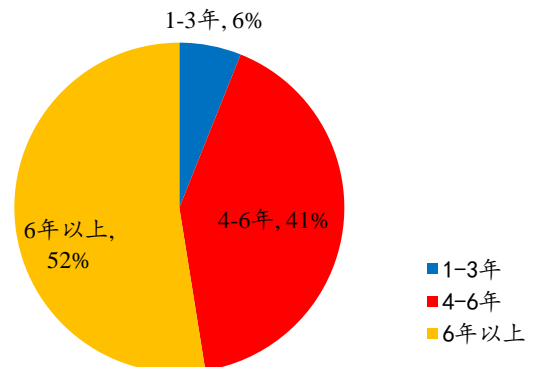
(2) 量: 消费升级下软体家居更新频率有望提升。受消费水平和传统文化制约, 2019 年我国 6 年以上才更换家具的消费者抽样占比高达 52%。以床垫为例, 中国消费者在 5 年内更换床垫的比例仅 14%, 而美国消费者这一比例则高达 48%。此外, 消费升级也将带来更多功能化需求, 比如据调查约 75% 的 90 后人群睡眠质量较差, 对床有更高的舒适度需求, 而对沙发的功能则从“坐”升级为“躺、睡及朋友聚会”。

图41: 沙发购置预算仍有较大提升空间



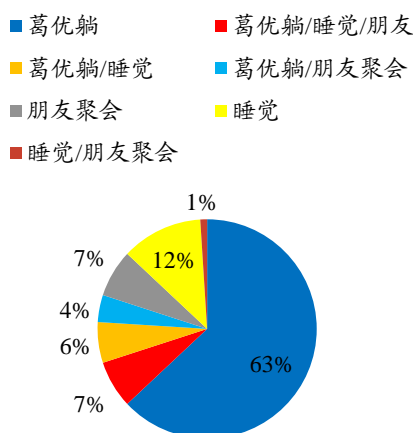
数据来源: 泛家居网、开源证券研究所

图42: 家具更换频率有望加快



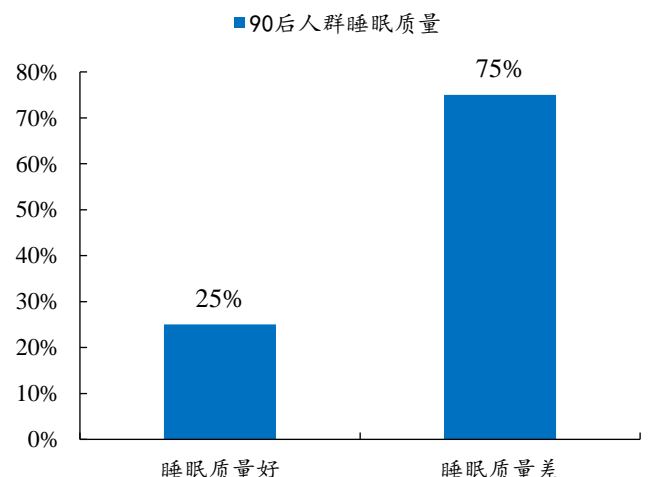
数据来源: 泛家居网、开源证券研究所

图43: 消费者对沙发的功能需求有望提升



数据来源: 泛家居网、开源证券研究所

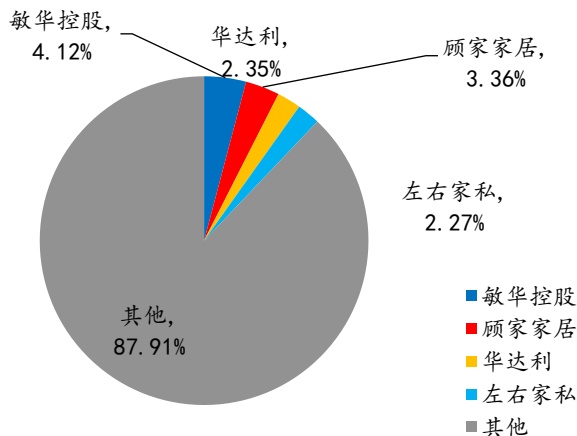
图44: 75%的 90 后人群睡眠质量差



数据来源: 新思界网、开源证券研究所

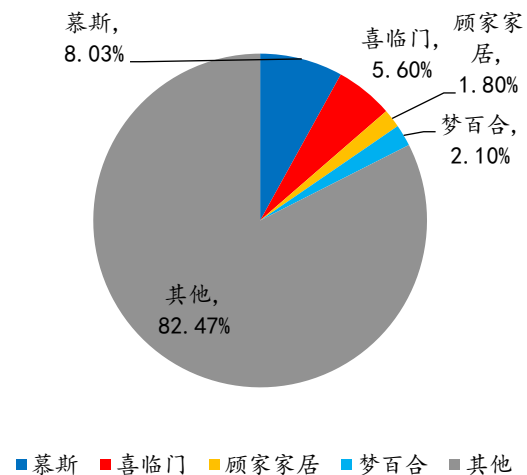
我国软体家居市场格局较分散，集中度提升空间大。软体家居行业由于运输半径受限、行业起步较晚、资金和技术门槛相对较低等原因，集中度仍较低。根据中国产业信息网，2018 年我国沙发行业和床垫行业 CR4 分别为 12.1%和 17.5%。床垫龙头慕斯及沙发龙头敏华控股市占率分别仅为 8.0%和 4.1%。而美国软体家居市场，沙发行业 CR4 约 50%，床垫行业 CR4 超过 60%。因此参考美国软体家居市场，伴随我国软体家居市场的日益发展和居民消费水平提升，行业集中度的提升仍有较大空间。

图45：2018 年中国沙发行业 CR4 约 12.1%



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图46：2018 年中国床垫行业 CR4 约 17.5%



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

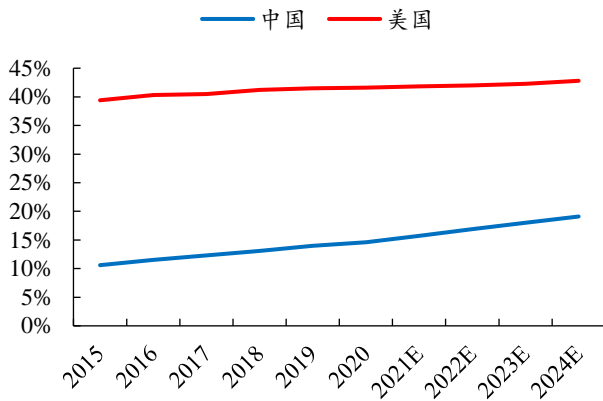
而软体家居行业集中度提升的主要驱动力如下：

（1）功能性产品占比提升

我国功能沙发和功能床垫的渗透率正逐渐提升。根据敏华控股公司公告，2019 年中国功能沙发渗透率仅 14.0%，相较于美国的 41.6%，仍有较大的提升空间，预计至 2024 年有望提升至 19.1%。同时，在床垫行业中，近年伴随消费者对睡眠质量要求的提升，功能性智能床垫的市场份额也在快速提升。

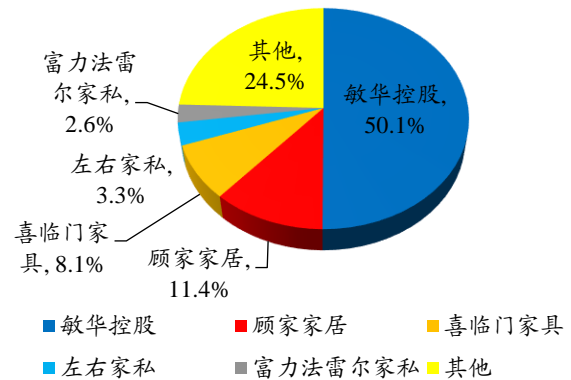
功能性品类可类比家电行业，相对而言拥有更高的行业集中度。软体家居不同品类集中度差异较大。传统品类由于进入门槛低，功能性上同质化，消费者在购买选择时更重设计而轻品牌，因此行业集中度提升难度较大，众多中小企业占据下沉市场。而功能性品类则与家电行业相似，具备一定的技术壁垒，消费者更重功能，在购买时会更倾向于信任大品牌。如功能沙发，国内市场集中度较高，2019 年敏华控股功能沙发在中国市场的市占率为 50.1%，而沙发行业整体的 CR4 还不到 20%。

图47: 中美市场功能沙发渗透率差距较大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图48: 我国功能沙发竞争格局集中 (2019年)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 龙头产品矩阵多样化将拓宽客户群体覆盖面, 加速集中度提升。

过去由于沙发等品类设计的个性化以及品类的单一, 产品受众面较小。丰富 SKU 和产品矩阵有助于满足更多消费者的需求, 覆盖的客户群体更广。另外, 伴随消费群体年轻化, 快时尚成为主要消费方式, 年轻消费群体喜爱风格多变, 扩充及更新 SKU 适应多变的客户需求。相较于普通企业而言, 龙头企业更容易实现产品矩阵的扩张, 提升市场份额。

表2: 龙头品牌品类拓展优势逐渐显现

公司	主打品类	品类拓展
敏华控股	功能沙发	床垫、按摩椅、配套产品、小件等
顾家家居	皮制休闲沙发	床垫及软床、集成产品、红木家具、定制家具、餐桌等
喜临门	床垫及软床	沙发
梦百合	记忆绵床垫及枕头	电动床、沙发

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

而相较于普通企业, 龙头企业更容易扩充 sku:

(1) 供应链规模效应。SKU 增加会加大对供应链和成本管控的要求。龙头企业产销量更大, 并在原材料采购方面拥有议价权, 更易于降低成本, 产生规模效应。

(2) 存货周转率更高。产品系列的增加容易难以保证所有系列的销量, 容易造成库存积压。龙头企业凭借领先的渠道和产能布局, 存货周转率较高。

(3) 掌握终端数据。扩充 SKU 需要精准把握消费者需求, 龙头企业能够掌握更多终端销售数据, 根据数据反馈开发匹配客户需求的新品。

表3: 龙头企业更容易实现软体家具产品定制化

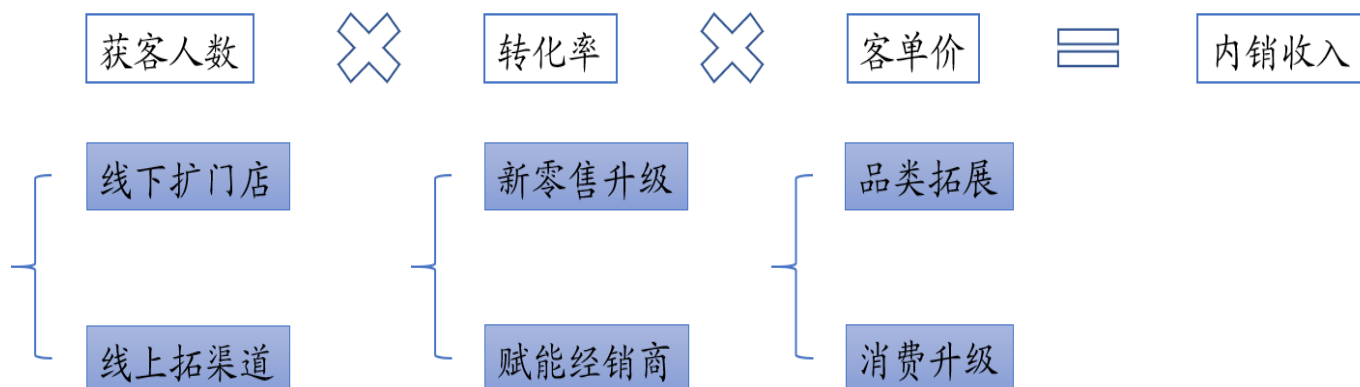
扩充 SKU 给软体家居制造商带来的挑战	龙头企业优势
采购和生产成本增加	规模效应
库存积压	存货周转率更高
品类、风格和尺寸的多样化	掌握终端数据

资料来源: 齐家网、开源证券研究所

3.2、发展动力：渠道快速扩张，经营质量持续提升

为更清晰的解释敏华未来内销市场的发展战略和发展动力，我们将敏华内销收入拆解为获客人数、转化率和客单价三个维度进行分析。

图49：可将敏华内销收入拆解为获客人数*转化率*客单价

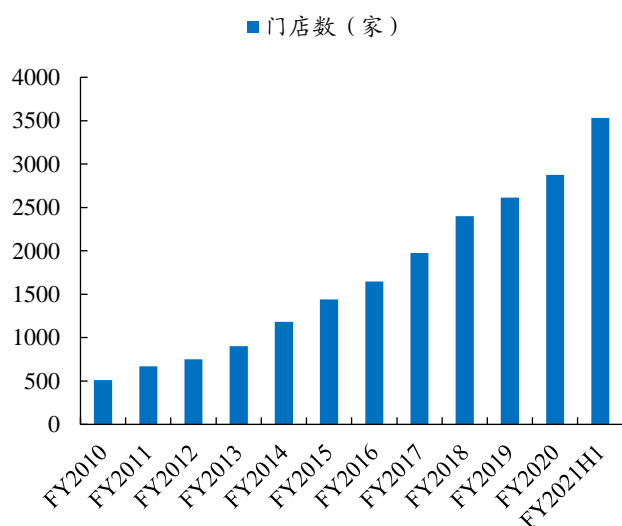


资料来源：开源证券研究所

3.2.1、从提高获客人数的角度，公司正在国内市场加速开店并逐步拓展线上渠道

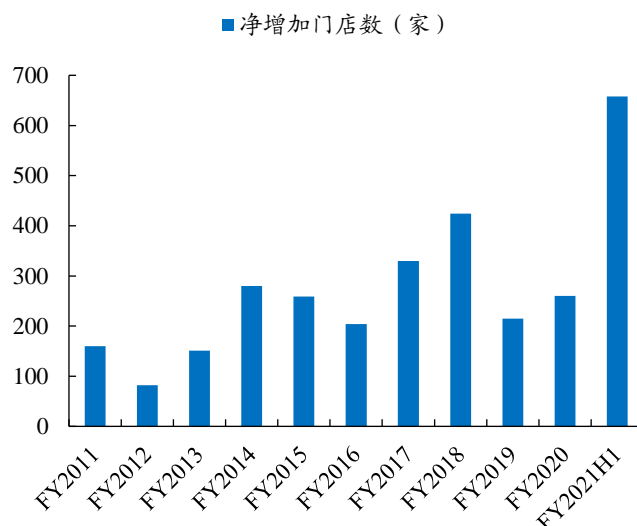
FY2021H1，公司国内线下门店扩张提速。截至2020年9月末，公司国内市场拥有线下门店3532家，FY2021H1净增加658家门店。而FY2019和FY2020公司全年净开店数量则分别均在300家以下，可见FY2021H1公司国内开店显著提速。

图50：敏华中国市场门店数量快速增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图51：门店扩张迅速，净增加数量有所提升

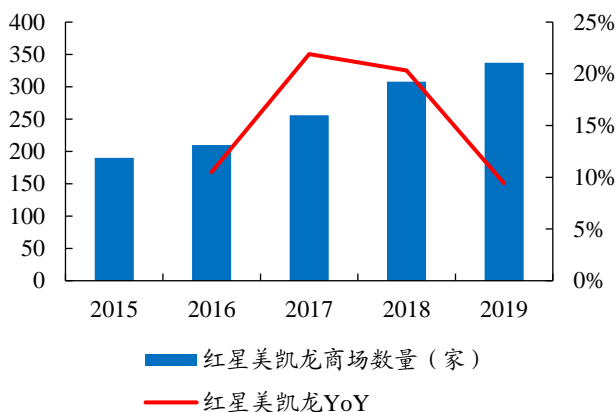


数据来源：公司公告、开源证券研究所

而敏华内销市场门店扩展的战略则主要为以下两方面：

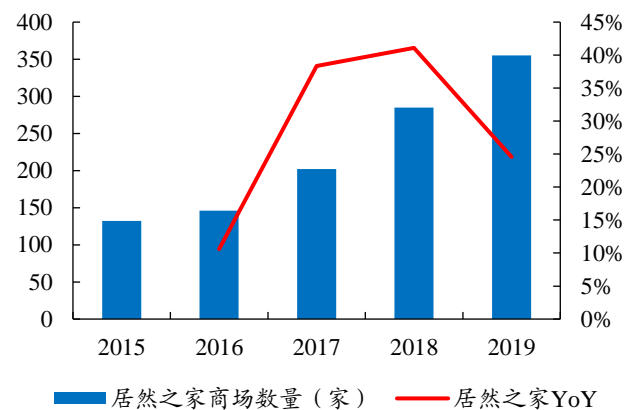
(1) 向空白市场下沉。对于还未进入的家居卖场，公司门店将逐步加速入驻。而对于没有家居卖场的空白区域，公司则一方面会跟随红星、居然等新开卖场入驻，另一方面则会选择开旗舰店大店等方式进入。近年，红星美凯龙和居然之家均依然保持着较快的开店速度，2019 年红星美凯龙和居然之家的开店同比增速分别为 9.4% 和 24.6%。

图52：红星美凯龙开店速度仍较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图53：居然之家门店数量快速拓展

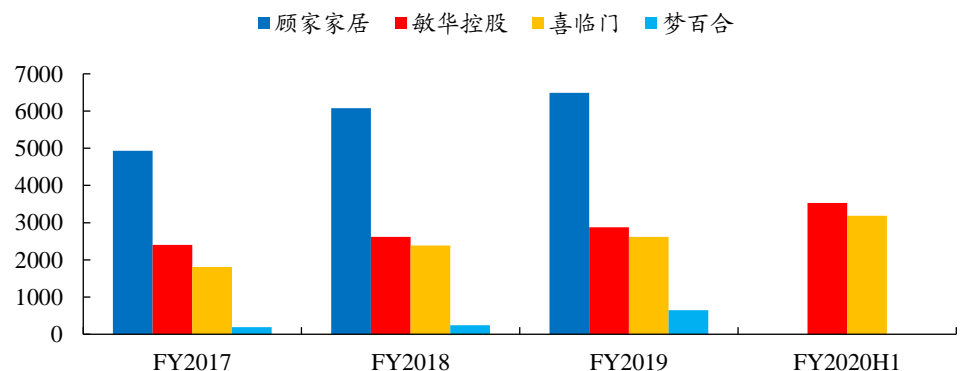


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 现有市场扩张门店。对于已存在芝华士门店的现有市场，公司也将进一步扩张、加密门店。一方面，公司品牌矩阵丰富，不同系列、不同风格均可分拆增设独立门店，开店空间较大。另一方面，公司产品品类完善，在功能沙发带动下，床垫、智能床等门店均可加速扩张。

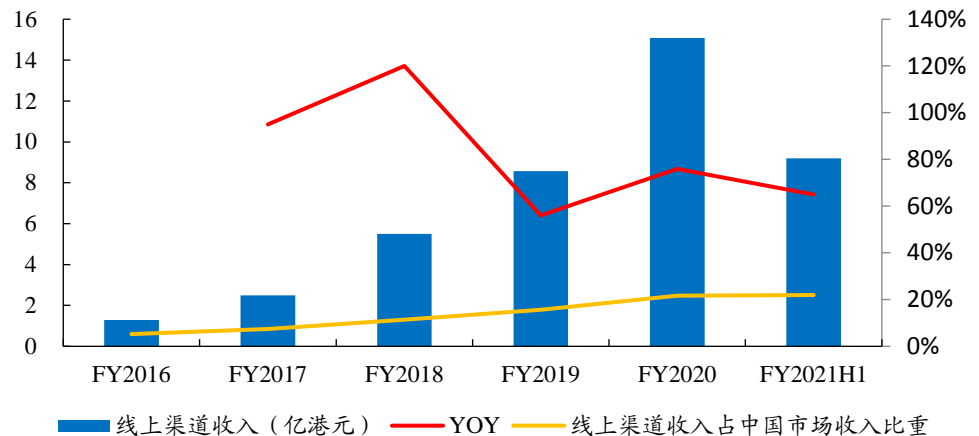
因此，在向空白市场下沉以及现有市场扩张的双轮驱动下，以及与顾家家居等行业竞争对手对比，均可以看到敏华在国内市场仍有较大的开店空间。

图54：对比行业其他龙头公司敏华线下门店数量仍然有提升空间（单位：家）



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：顾家家居、梦百合、喜临门选用 2014-2019 年报及 2020 半年报数据，2020 半年报顾家家居、梦百合未披露门店数量）

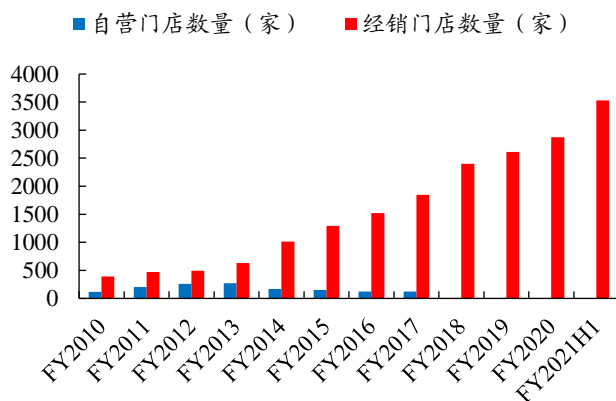
除线下开店外，线上也逐渐成为公司内销市场重要的引流渠道之一。公司疫情期间把握住线上渠道高增长趋势，采用直播带货、短视频方式加大营销力度，结合微博、微信等社交媒体进行社群营销。同时，公司持续推出高性价比、符合年轻消费群体审美的爆款产品，协同线上营销。FY2020，公司线上渠道收入达到 15.1 亿港元，同比增长 76%，收入占比提升至 27.8%（相较 FY2019 提升 9.2pct）。

图55：公司线上渠道收入增速亮眼


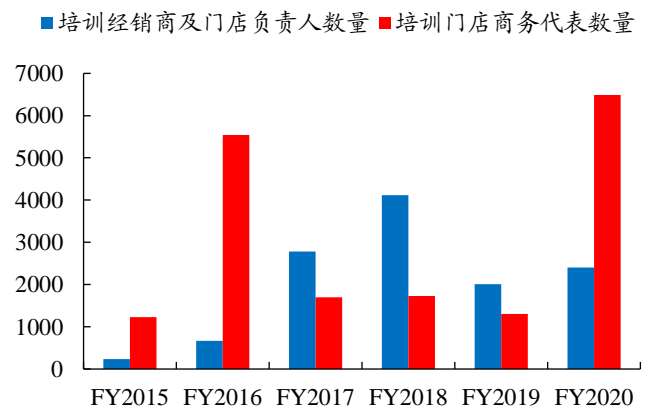
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.2、从提高转化率的角度，公司积极赋能经销商并发力新零售升级

公司积极赋能经销商，构建完善的经销体系。2018 财年后公司完全实现自营转经销。因此为提高门店经营水平，公司积极进行经销商赋能。一方面，公司定期培训经销商及门店负责人以提高经销商管理和运营能力，同时公司也将门店导购纳入公司培训体系，开设商务代表基础班和区域培训班。另一方面，公司制定了完备的经销商考核机制，将线下门店的进店率、客单价、购货率等纳入考核体系以提高线下门店的盈利水平。此外，公司推出经销商装修补贴政策并会补贴一定的广告费用。疫情期间，公司也加大了对经销商的扶持力度，以鼓励经销商开店并缓解经销商经营压力。

图56：FY2018 公司全面实现自营转经销


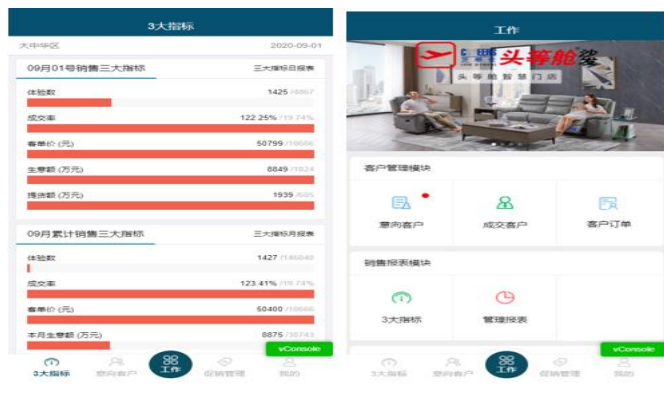
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图57：公司定期培训经销商、门店负责人及导购


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司近年强化对门店的数字化建设，进行新零售升级。公司近年积极在门店推行 CRM 系统和 VR 系统。经销商通过 CRM 系统可以实时分析门店有效体验数、转化率和客单价这三个指标，从而经销商可以有针对性地提升门店经营效率。VR 系统则方便消费者根据自家户型和装修风格，电子化立体展示沙发购买效果，促进消费者购买，从而提高客流有效转化率。

图58：公司积极推进信息化



资料来源：德普优化

图59：门店 VR 系统有助于提高门店成交率



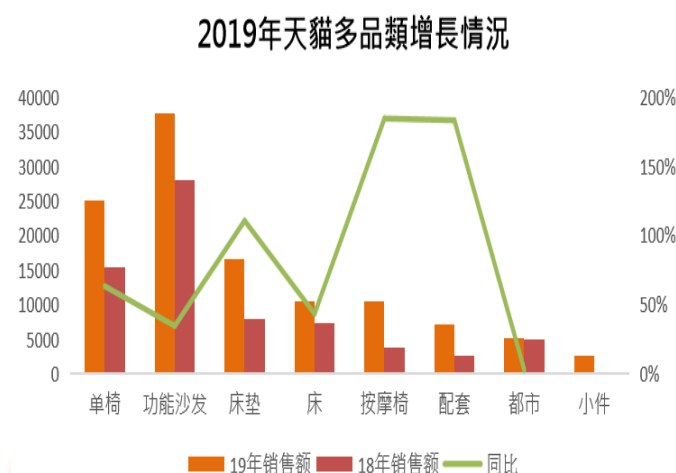
资料来源：新浪家居

3.2.3、从提高客单价的角度，公司依靠功能沙发引流积极拓展新品类

品类拓展和消费升级有望带动公司客单价逐渐提升。品类拓展主要在于依靠沙发的前端引流作用，逐步带动床垫、配套等产品销售，进而提升客单值。2019 年，天猫软体品类中床垫、按摩椅、配套产品增速均相对较高。而消费升级则主要为伴随消费者消费水平的持续提升，消费者对于芝华士高价系列产品的接受度在不断提高。

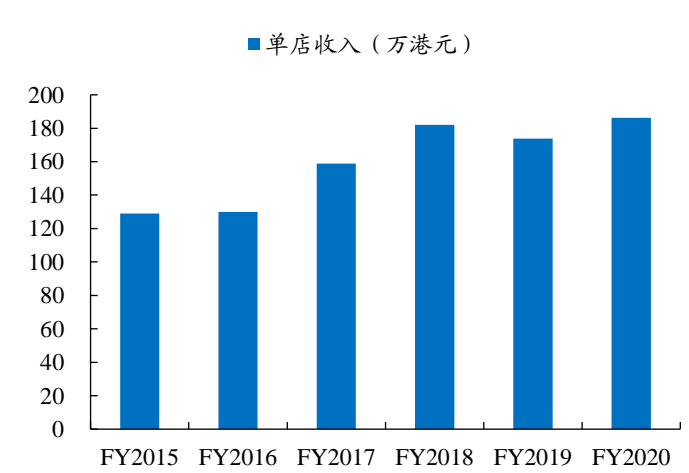
整体看，公司客单价和转化率的提升带动公司单店收入不断提升。据我们估算，公司平均单店收入已由 FY2015 接近 130 万港元提升至 FY2020 的接近 180 万港元。

图60：天猫床垫、按摩椅、配套产品增速均相对较高



数据来源：公司业绩发布会

图61：敏华线下单店收入逐步提升



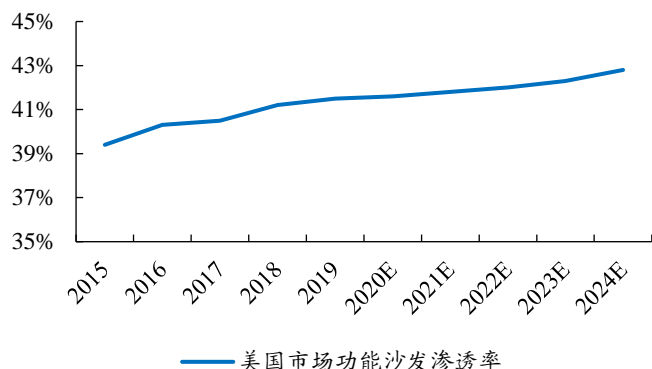
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、海外市场需求稳定，短期受美国地产销售催化

4.1、北美市场：公司市占率提升，短期受美国地产销售带动

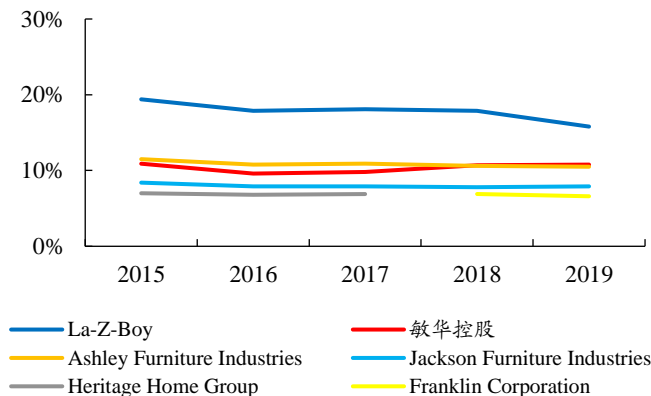
美国功能沙发市场相对成熟，敏华市占率稳步提升。2019 年，美国功能沙发渗透率已经超过 40%，而至 2024 年有望提升至约 43%，整体渗透率呈缓慢提升的趋势。近年来由于市场规模相对稳定而竞争日趋激烈，龙头品牌 La-Z-Boy 的市占率呈不断下滑的趋势。但公司依靠优秀的产品和持续的渠道开拓，市占率稳步提升。2019 年，芝华士在美国市场市占率达到 10.8%，仅次于 La-Z-Boy。而伴随越南产能的顺利扩张，公司在美国市场的关税影响逐渐减弱，市占率有望进一步提升。

图62：美国市场功能沙发渗透率预计不断提升



数据来源：公司业绩发布会、开源证券研究所

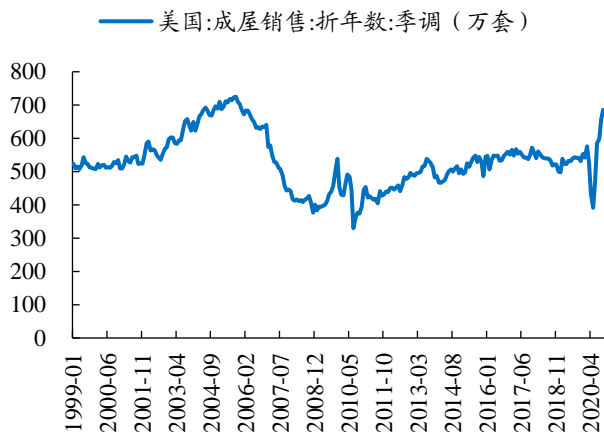
图63：2019 年，芝华士在美国市场市占率达 10.8%



数据来源：公司业绩发布会、开源证券研究所

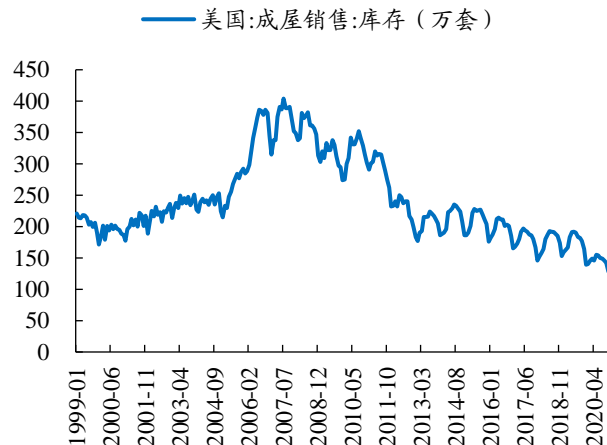
而美国市场从短期看，由于疫情后美国采用降息等措施刺激经济，抵押贷款利率持续走低，美国房地产销售火热。2020Q2 以来，占据美国地产销售主要份额的成屋销售数据持续走高，2020 年 8 月，美国成屋销售折年数（季调值）创下近十年高点，并持续维持高位。与此同时，美国成屋库存也在不断走低。地产销售的持续增长有望带动后续美国市场的家居需求。而美国市场是我国软体家具行业的主要出口国，因此包括敏华控股在内的我国软体家具公司都有望直接受益。根据敏华控股 FY2021H1 的公告，公司对北美出口订单在疫情后已恢复快速增长。

图64：2020Q2 起美国房地产市场销售数据亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

图65：美国成屋销售库存持续走低

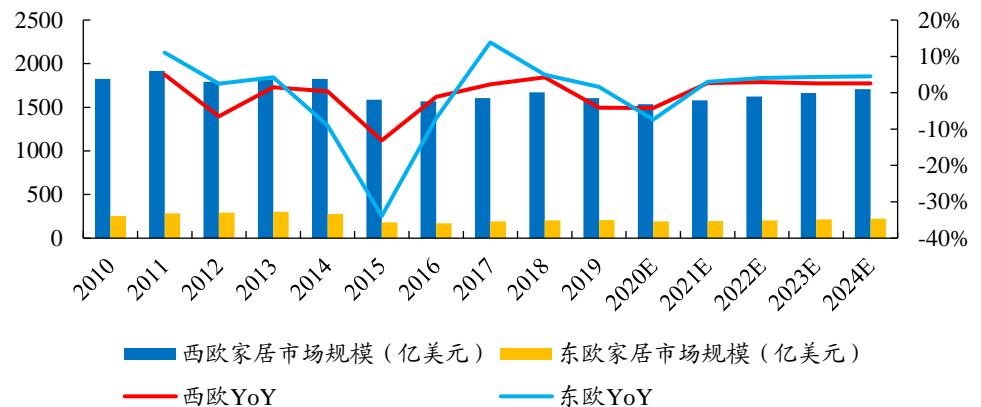


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、欧洲市场：收购海外优质企业，带来协同优势

欧洲家居市场规模稳定。根据欧睿国际的数据，近年欧洲家居市场规模基本保持稳定。2019 年西欧家居市场规模达到 1604 亿美元，东欧家居市场规模达到 206 亿美元。受疫情影响，2020 年欧洲家居市场规模预计会有所下降。但随着全球疫情逐渐得到控制，预计 2021 年至 2024 年欧洲家居市场规模每年能保持 3%-4% 的增速。

图66：欧洲家居市场规模预计将基本保持稳定

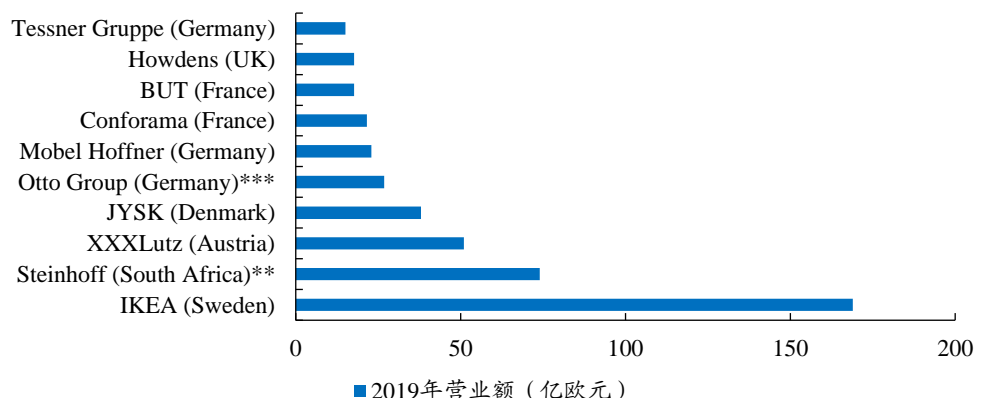


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

公司收购 Home Group，有效提高欧洲市场竞争力。公司在 2016 年底认购了欧洲著名家具制造商 Home Group 50% 的股权，发力欧洲市场的同时也将 Home Group 旗下的北欧宜居 Fleming 引进国内。Home 集团一直在东欧从事软体家居的生产，并主要将产品销往西欧，销售对象均为欧洲知名家具零售商。其中，宜家（IKEA）、Steinhardt 和 XXXLutz 这三家零售商在 2019 年度的销售额分别为 169、74、51 亿欧元，在欧洲家具零售商的排名中位列前三。在收购 Home 集团以后，公司可以与 IKEA 等大型家具零售商建立联系，进一步扩大在欧洲市场的销售渠道，欧洲生产基地也可以减少产品的运输成本并缩短订单的交付时间，进一步提高在欧洲市场的竞争力。

Home 集团产品逐渐被认可，价格上调带来毛利率提高。随着 Home 集团的产品在欧洲市场得到越来越多的认可，公司调整了销售价格，FY2021H1 Home 集团业务的毛利率为 35.3%，同比上升 8.9 pct。

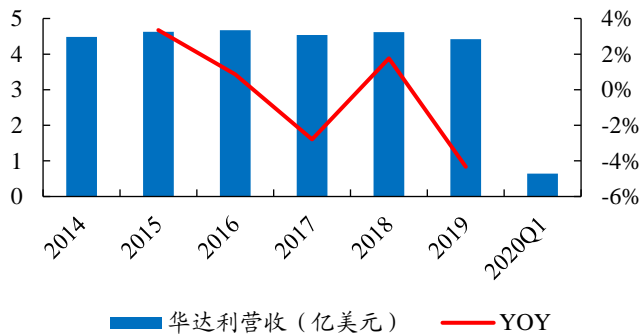
图67：Home 集团销售对象包括宜家（IKEA）、Steinhardt 和 XXXLutz



数据来源：Statista、开源证券研究所（注：**为 2018 年数据，***为估计数）

此外,公司正在协商收购华达利,若收购成功有望进一步提升海外市场竞争力。华达利成立于1976年,1993年在新加坡挂牌上市,后为宜华生活子公司。旗下品牌HTL主要从事皮革沙发和皮革家具的生产和进出口业务,同时也进行软体家居的销售和分销,是全球知名的皮革沙发制造商。此外华达利旗下还拥有诸多国际品牌,包含创立于1978年,并且是德国20大奢侈品牌之一的Domicil;集产品研发、设计、制造和销售于一身的意大利沙发制造商Corium Italia以及Muse、Relax Studio、Gallery等多个中高端品牌。2014-2019年,华达利营收稳定在4亿-5亿美元之间。

图68: 华达利营收稳定在4亿-5亿美元之间



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图69: 华达利主要销往欧洲市场



资料来源: 华达利官网

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) 开店: 根据FY2020H1的趋势,我们预计公司未来2-3年在国内市场依然将保持较快的开店速度。

(2) 同店: 伴随入店率,转化率等指标持续改善,我们预计未来2-3年内公司同店收入保持年化约15%的增长。

(3) 盈利能力: 我们预计FY2021由于开店支持力度较大毛利率有所下滑,FY2022-FY2023公司毛利率会逐步回升。

5.2、盈利预测

我们预测公司2021-2023财年归母净利润为18.48/22.87/28.36亿港元,对应EPS为0.49/0.60/0.75港元,当前股价对应PE分别为34.8/28.1/22.7倍。

我们认为敏华控股国内市场开店红利仍有较大释放空间,海外市场有望受益于美国地产销售后续需求。同时,与行业可比公司相比,公司业绩增速相对较高,当前股价对应估值有一定提升空间。首次覆盖给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值对比: 公司估值有一定提升空间

证券简称	收盘价	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
顾家家居	71.86	17.4	13.8	22.1	17.1	39.1	34.4	28.2	24.0

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

27 / 31

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)					PE (倍)		
欧派家居	130	17	13.6	23.5	17.8	42.9	37.7	30.5	25.9
平均		17.2	13.7	22.8	17.5	41.0	36.0	29.3	25.0
敏华控股	17.1	13.5	12.8	23.8	24	39.2	34.8	28.1	22.7

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2021/1/5, 顾家家居、欧派家居、敏华控股均为开源证券研究所预测, 其中 2020E-2022E 对应敏华控股 FY2021-FY2023, 敏华控股收盘价为港元)

6、风险提示

海外疫情反复, 国内开店速度不及预期, 品类拓展不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万港元)	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流动资产	5,575	5,666	6,947	8,427	10,264
现金	1,659	2,225	2,211	2,520	3,082
应收账款	1,877	1,683	2,289	2,879	3,562
存货	1,847	1,731	2,269	2,782	3,258
其他流动资产	192	28	178	246	362
非流动资产	7,570	7,548	8,869	9,927	11,239
固定资产及在建工程	3,770	3,922	4,369	5,197	5,863
无形资产及其他长期资产	3,800	3,626	4,500	4,730	5,376
资产总计	13,146	13,214	15,816	18,354	21,503
流动负债	4,638	5,120	5,528	5,847	6,234
短期借款	2,893	3,277	2,998	3,027	3,187
应付账款	663	967	1,257	1,529	1,798
其他流动负债	1,082	875	1,273	1,291	1,249
非流动负债	1,792	862	880	908	990
长期借款	1,660	702	720	748	830
其他非流动负债	132	160	160	160	160
负债合计	6,430	5,981	6,408	6,755	7,224
股本	1,529	1,518	1,518	1,518	1,518
储备	5,187	5,715	7,890	10,081	12,761
归母所有者权益	6,223	6,704	7,353	9,395	11,893
少数股东权益	493	529	536	685	868
负债和股东权益总计	13,146	13,214	15,816	18,354	21,503

现金流量表(百万港元)	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
经营活动现金流	1,129	2,682	1,827	1,986	2,365
税前利润	1,716	2,109	2,347	2,906	3,603
折旧和摊销	257	311	418	473	531
营运资本变动	(646)	489	(520)	(780)	(923)
其他	(198)	(227)	(418)	(613)	(846)
投资活动现金流	(3,438)	(686)	(1,532)	(1,578)	(1,324)
资本开支	(2,776)	(841)	(1,468)	(1,489)	(1,520)
其他	(662)	155	(64)	(89)	196
融资活动现金流	2,510	(1,285)	(482)	(271)	(207)
股权融资	(26)	(129)	- 0	- 0	- 0
银行借款	2,313	(659)	30	50	50
其他	223	(497)	(512)	(321)	(257)
汇率变动对现金的影响	(170)	(129)	100	(50)	(50)
现金净增加额	31	582	(87)	87	784
期末现金总额	1,438	2,020	1,933	2,020	2,804

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万港元)	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	11,258	12,144	14,487	17,711	21,683
营业成本	7,421	7,727	9,257	11,299	13,790
营业费用	1,806	2,002	2,448	2,940	3,578
管理费用	550	622	710	903	1,128
其他收入/费用	(185)	(187)	(217)	(266)	(325)
营业利润	1,666	1,980	2,289	2,834	3,513
净财务收入/费用	26	94	87	106	130
其他利润	(76)	(223)	(145)	(177)	(217)
利润总额	1,716	2,109	2,347	2,905	3,599
所得税	311	417	441	546	677
少数股东损益	41	54	58	72	87
归母净利润	1,364	1,638	1,848	2,287	2,836
EBITDA	2,052	2,572	2,915	3,528	4,280
扣非后净利润	1,285	1,484	1,718	2,126	2,637
EPS(港元)	0.36	0.43	0.49	0.60	0.75

主要财务比率	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	7.9	19.3	22.3	22.5
营业利润(%)	15.0	17.1	15.6	23.8	24.0
归属于母公司净利润(%)	12.1	13.5	12.8	23.7	24.0
获利能力					
毛利率(%)	91.0	36.4	36.1	36.2	36.4
净利率(%)	12.1	13.5	12.8	12.9	13.1
ROE(%)	21.9	24.4	25.1	24.3	23.8
ROIC(%)	14.5	15.0	18.6	23.5	24.6
偿债能力					
资产负债率(%)	48.9	45.3	40.5	36.8	33.6
净负债比率(%)	95.7	82.7	68.1	58.2	50.6
流动比率	120.2	110.7	125.7	144.1	164.6
速动比率	89.7	80.7	102.4	121.3	125.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	9.9	9.6	7.3	6.9	6.7
应付账款周转率	10.5	9.5	8.3	8.1	8.3
存货周转率	4.5	4.3	4.6	4.5	4.6
每股指标(港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.43	0.49	0.60	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.71	0.48	0.52	0.62
每股净资产(最新摊薄)	1.77	1.90	2.47	3.05	3.75
估值比率					
P/E	47.1	39.2	34.8	28.1	22.7
P/B	9.6	8.9	6.8	5.5	4.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn