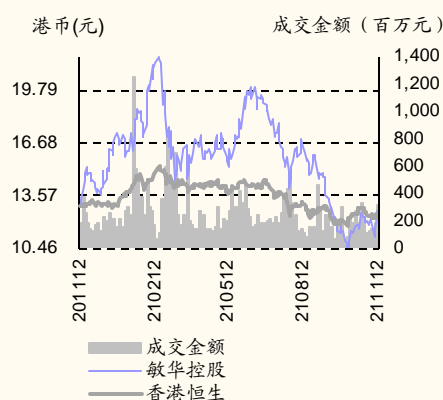


市价(港币): 12.620元

内销延续高增, 看好未来利润弹性

市场数据(港币)

收盘价(元)	12.620
流通港股(百万股)	3,952.11
总市值(百万元)	49,875.58
年内股价最高最低(元)	21.800/10.460
香港恒生指数	25327.97



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-23.24	-19.31	-2.17
相对香港恒生	-18.75	-9.03	1.04

主要财务指标

项目	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入(百万元)	12,144	16,434	23,069	27,741	33,049
营业收入增长率	7.87%	35.32%	40.38%	20.25%	19.13%
归母净利润(百万元)	1,638	1,925	2,469	3,058	3,647
归母净利润增长率	20.11%	17.49%	28.30%	23.84%	19.27%
摊薄每股收益(元)	0.414	0.487	0.625	0.774	0.923
每股经营性现金流净额	0.68	0.49	0.77	0.60	0.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.43%	17.92%	18.69%	18.80%	18.31%
P/E	30.45	25.92	20.20	16.31	13.68
P/B	7.44	4.64	3.78	3.07	2.50

来源: 公司年报、国金证券研究所; 货币单位为港元

事件:

- 2021年11月12日, 公司发布2022财年中期业绩, 公司上半财年营收同比增长53.9%至102.1亿港元, 归母净利润同比增长31.9%至9.9亿港元, 整体业绩亮眼。此外, 公司上半财年每股派息0.13港元。

点评:

- 内销延续快速且高质量增长:** 2022上半年财年中国/北美/欧洲及其他海外营收分别同比+52.6%/+60.5%/+89.4%至64.0/25.6/6.6亿港元, 各区域均实现优异增长。中国市场方面, 分渠道来看, 上半财年线上/线下营收分别+26.6%/+60.7%至11.6/46.3亿港元, 上半财年线下门店净增1247家至5369家(含意斯特及乐德飞翼, 不含格调、普丽尼), 在渠道继续快速开拓的情况下, 公司店效仍然持续提升, 线下渠道整体延续高质量发展态势。线上渠道增速放缓主要由于产品线主动调整, 我们认为不必担忧, 这一调整将为公司未来全渠道良性发展奠定坚实基础。中国市场分产品来看, 沙发/床垫营收分别同比+47.7%/+68.2%至43.3/14.7亿港元。此外, 外销市场在海外疫情缓和后, 收入增长亮眼, 尤其北美市场虽越南工厂因疫情影响出货速度, 但整体依然实现较快增长, 预计随着越南疫情缓和, 下半财年北美依然有望实现较快增长。
- 毛利率逆势提升, 海运费上涨推升费用率:** 受原材料、海运费涨价影响, 公司上半财年整体净利率同比下降1.6pct至9.7%。毛利率方面, 公司上半财年整体毛利率同比上升1.2pct至36.2%, 依托多次提价叠加海外工厂效率提升使得毛利率逆势提升, 中国/北美市场毛利率分别-1.1pct/+9.1pct。费用率方面, 公司上半财年销售费用率同比上升2.2pct至19.7%, 主要由于海运费大幅提升, 同比+155.8%。公司上半财年管理费用率同比上升0.1pct至5.2%。
- 内销拓展空间依然巨大, 利润弹性可期:** 内销方面, 收入端来看, 虽然目前品类渗透红利释放的逻辑已在兑现, 但整体空间依然巨大, 并且公司新零售布局持续深化, 前端推出升级版门店CRM系统进一步赋能经销商, 生产端依托大数据精准推出热销产品叠加数字化提升生产效率, 前后端持续优化, 渗透率边际提升速度依然可期, 同时也为品类扩张与渠道深度下沉打下坚实基础, 利润端来看, 随着原材料价格、海运费逐步回落, 看好公司下半财年内销利润弹性。外销方面, 在原材料价格、海运费、贸易战等因素催化下, 外销集中度提升已然明显, 公司外销依然有望取得理想增长。

投资建议

- 我们维持此前盈利预测, 预计FY2022-2024的EPS分别为0.63/0.78/0.93港元, 当前股价对应的PE分别为20/16/14倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅上涨; 国内渠道开拓与品类扩张不及预期; 汇率大幅波动。

相关报告

- 《内销如期高增, “霸盘中国”迈出坚实一步-敏华控股业绩点评》, 2021.5.15
- 《收购格调家私, 逆势扩张, 彰显龙头雄心-敏华控股收购事件点评》, 2020.12.20
- 《内销加速成长, 中报业绩超预期-敏华控股-中报点评》, 2020.11.14

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人

附录：三张报表预测摘要

损益表 (港元百万元)							资产负债表 (港元百万元)						
	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E		FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
主营业务收入	11,258	12,144	16,434	23,069	27,741	33,049	货币资金	1,659	2,225	2,777	3,511	4,136	5,559
增长率	12%	7.9%	35.3%	40.4%	20.3%	19.1%	应收款项	1,877	1,683	2,388	3,393	4,080	4,860
主营业务成本	7,421	7,727	10,505	14,759	17,733	21,086	存货	1,847	1,731	2,423	3,280	4,030	4,792
%销售收入	-65.9%	-63.6%	-63.9%	-64.0%	-63.9%	-63.8%	其他流动资产	192	28	904	443	532	633
毛利	3,837	4,418	5,929	8,310	10,009	11,963	流动资产	5,575	5,666	8,492	10,626	12,778	15,844
%销售收入	34.1%	36.4%	36.1%	36.0%	36.1%	36.2%	%总资产	42.4%	42.9%	48.7%	50.6%	52.2%	54.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	31	30	56	56	56	56
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	3,770	3,922	4,744	5,915	6,821	7,673
销售费用	1,806	2,002	3,119	4,545	4,938	5,850	%总资产	28.7%	29.7%	27.2%	28.2%	27.9%	26.6%
%销售收入	-16.0%	-16.5%	-19.0%	-19.7%	-17.8%	-17.7%	无形资产	251	2,445	2,521	3,174	3,601	4,103
管理费用	550	622	778	1,096	1,332	1,586	非流动资产	7,570	7,548	8,947	10,368	11,700	13,054
%销售收入	-4.9%	-5.1%	-4.7%	-4.8%	-4.8%	-4.8%	%总资产	57.6%	57.1%	51.3%	49.4%	47.8%	45.2%
研发费用	78	0	0	69	139	165	资产总计	13,146	13,214	17,439	20,994	24,477	28,899
%销售收入	-0.7%	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	短期借款	2,893	3,277	3,589	3,894	3,914	3,910
息税前利润 (EBIT)	1,666	1,980	2,278	2,995	3,777	4,539	应付款项	663	967	971	1,845	1,970	2,317
%销售收入	14.8%	16.3%	13.9%	13.0%	13.6%	13.7%	其他流动负债	1,082	875	1,322	1,832	1,942	2,148
财务费用	26	90	32	40	52	58	流动负债	4,638	5,120	5,882	7,571	7,826	8,376
%销售收入	-0.2%	-0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	长期贷款	1,660	702	1	-689	-639	-559
投资收益	-4	1	6	0	0	0	其他长期负债	132	160	150	150	150	150
%税前利润	n.a	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	6,430	5,981	6,034	7,033	7,338	7,967
营业利润	1,688	2,070	2,316	3,035	3,829	4,597	普通股股东权益	6,223	6,704	10,741	13,211	16,269	19,916
营业利润率	15.0%	17.0%	14.1%	13.2%	13.8%	13.9%	其中：股本	1,529	1,518	1,584	1,584	1,584	1,584
营业外收支	80	218	108	70	175	200	未分配利润	5,006	6,038	9,495	11,964	15,022	18,669
税前利润	1,716	2,109	2,360	3,025	3,900	4,681	少数股东权益	493	529	664	751	871	1,015
利润率	15.2%	17.4%	14.4%	13.1%	14.1%	14.2%	负债股东权益合计	13,146	13,214	17,439	20,994	24,477	28,899
所得税	-311	-417	-337	-469	-722	-889	比率分析						
所得税率	18.1%	19.8%	14.3%	15.5%	18.5%	19.0%		FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
净利润	1,405	1,692	2,023	2,556	3,179	3,791	每股指标						
少数股东损益	41	54	99	87	121	144	每股收益	0.345	0.414	0.487	0.625	0.774	0.923
归属于母公司的净利润	1,364	1,638	1,925	2,469	3,058	3,647	每股净资产	1.575	1.696	2.718	3.343	4.116	5.039
净利率	12.1%	13.5%	11.7%	10.7%	11.0%	11.0%	每股经营现金净流	0.286	0.679	0.486	0.774	0.602	0.823
							每股股利	0.060	0.120	0.160	0.260	0.120	0.120
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E	净资产收益率	21.91%	24.43%	17.92%	18.69%	18.80%	18.31%
净利润	1,364	1,638	1,925	2,556	3,179	3,791	总资产收益率	10.37%	12.40%	11.04%	11.76%	12.49%	12.62%
少数股东损益	41	54	99	87	121	144	投入资本收益率	11.96%	13.97%	12.90%	14.61%	14.97%	15.05%
非现金支出	257	311	423	476	568	646	增长率						
非经营收益	155	245	228	44	-75	-93	主营业务收入增长率	12.28%	7.87%	35.32%	40.38%	20.25%	19.13%
营运资金变动	-646	489	-654	-17	-1,291	-1,090	EBIT增长率	-2.26%	18.85%	15.09%	31.45%	26.13%	20.15%
经营活动现金净流	1,129	2,682	1,922	3,059	2,380	3,254	净利润增长率	-11.21%	20.11%	17.49%	28.30%	23.84%	19.27%
资本开支	-2,776	-841	-1,267	-2,336	-1,900	-2,000	总资产增长率	38.80%	0.52%	31.97%	20.39%	16.59%	18.06%
投资	-680	88	-1,539	429	-10	-10	资产管理能力						
其他	18	67	82	70	175	200	应收账款周转天数	52.5	53.5	45.2	45.7	49.2	49.4
投资活动现金净流	-3,438	-686	-2,723	-1,837	-1,735	-1,810	存货周转天数	81.1	84.5	72.2	70.5	75.2	76.4
股权募资	-26	-129	2,426	0	0	0	应付账款周转天数	34.9	38.5	33.7	34.8	39.3	37.1
债权募资	3,213	-659	-477	-690	50	80	固定资产周转天数	112.0	115.6	96.2	84.3	83.8	80.0
其他	-677	-496	-836	-612	-130	-137	偿债能力						
筹资活动现金净流	2,510	-1,285	1,113	-1,302	-80	-57	净负债/股东权益	43.09%	24.26%	7.13%	-2.19%	-5.02%	-10.55%
现金净流量	31	582	384	724	615	1,414	EBIT利息保障倍数	63.7	22.0	70.6	74.9	72.5	78.0
							资产负债率	48.91%	45.26%	34.60%	33.50%	29.98%	27.57%

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402