

# 敏华控股 (1999 HK)

## 加速开店可带来新一轮高增长

我们对公司 21 和 22 财年前景非常乐观，考虑到：1) 快速门店扩张；2) 非常有竞争力的产品及公司积极的营销；以及 3) 海外订单仍然强劲，尽管汇率可能有短期的压力。因此，目前 21 倍 22 财年预测市盈率及 1.2 倍 3 年 PEG 的估值，我们认为仍旧吸引，对比同业，如顾家家居的 31 倍及 2.3 倍、欧派家居的 32 倍及 2.4 倍。

- 21 财年上半年业绩超预期。**公司 21 财年收入/净利润分别同比增长 19%/7%，均超越市场预期。大陆地区毛利率同比下降 1.5 个百分点，主要是由于装修补贴及销售返利增加和渠道组合变化导致的单价下降的影响，不过，因为其他业务的毛利率有所改善，所以一定程度有相互抵消。值得注意的事，剔除汇兑损失及一次性的投资公允价值的损失，经调整净利润是同比上升 26% 的，而派息率亦由 20 财年的 44% 提升至 21 财年上半年的 51%。
- 销售增长亮眼，短期有望保持。**集团销售同比增速由 20 财下半年的 14% 提升至 21 财年上半年的 19%，主要由于：1) 大陆地区销售增长 53%，线上及线下分别增长 65% 及 50%；2) 美国销售相当有韧性，即使在四至六月越南大面积停产之后，21 财年上半年销售同比只是仅仅下降 1%。我们认为下半年增速还能加快，由于：1) 受惠行业整合，公司能加速扩张；2) 通过更积极的品牌营销(像今年多开了不少快闪店)和加大对具竞争力产品的推广；3) 出口订单改善，目前预定的订单已排到 2021 年的春节前后。
- 中国区域的快速开店扩张才刚开始。**公司认为现在是扩张业务的最佳时期，因为疫情是在加速行业整合，购物中心亦释放出更多优质位置，且公司也在加速渗透低线城市。21 财年上半年新开了 658 家店，同比增长约 30%，较 20 财年下半的 260 家新开店及约 10% 的增速有所加快。管理层预计在下半年至少能新开 400 家店，而且三年内(至 2023 财年)亦有信心超越 5,000 家店。
- 新任 CEO 通过数字化提升效率。**公司新任 CEO 冯国华曾于 2016 至 2020 年间担任微软大中华区企业服务部总经理。在此之前，他是 IBM 全球企业咨询服务部门副总裁兼高级合伙人。他在发布会上指出，公司可以通过数字化完善各个领域，例如营运效率、客户关系、营销及海外业务等等。
- 利润及估值相信仍有提升空间。**我们认为，业绩超预期后，市场的预期或将进一步提升，南下资金亦有机会帮助估值修复。根据彭博预期，公司当前股价相当于 21 倍 22 财年预测市盈率及 1.2 倍 PEG，较行业的 23 倍及 2.1 倍为低。

### 财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A
营业额(百万人民币)	10,027	11,258	12,144
同比增长(%)	28.9	12.3	7.9
净利润(百万人民币)	1,536	1,364	1,638
每股收益(人民币)	0.402	0.356	0.429
每股收益变动(%)	(11.9)	(11.1)	20.4
市盈率(x)	33.5	37.7	31.3
市帐率(x)	8.6	8.2	7.6
股息率(%)	1.9	0.9	1.4
权益收益率(%)	25.8	21.9	24.4
净负债比率(%)	净现金	47.8	29.6

资料来源：公司及招银国际证券预测

未评级

当前股价

HK\$13.42

### 中国家具行业

#### 胡永匡

(852) 3761 6974

walterwoo@cmbi.com.hk

#### 公司数据

市值(百万港元)	51,037
3 月平均流通量(百万港元)	114.95
52 周内股价高/低(港元)	14.4/3.62
总股本(百万)	3,803.0

资料来源：彭博

#### 股东结构

Mr. Wong Man Li & Family	62.12%
自由流通	37.88%

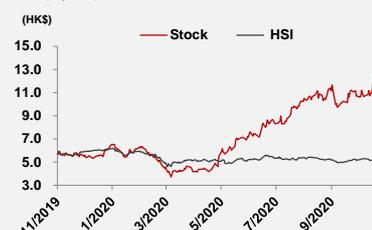
资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	25.7%	16.1%
3-月	30.8%	25.9%
6-月	144.0%	122.0%
12-月	156.1%	157.8%

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：Deloitte Touche Tohmatsu

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。