

敏華控股 (1999 HK)

加速開店可帶來新一輪高增長

我們對公司 21 和 22 財年前景非常樂觀，考慮到：1) 快速門店擴張；2) 非常有競爭力的產品及公司積極的行銷；以及 3) 海外訂單仍然強勁，儘管匯率可能有短期的壓力。因此，目前 21 倍 22 財年預測市盈率及 1.2 倍 3 年 PEG 的估值，我們認為仍舊吸引，對比同業，如顧家家居的 31 倍及 2.3 倍、歐派家居的 32 倍及 2.4 倍。

- **21 財年上半年業績超預期。**公司 21 財年收入/淨利潤分別同比增長 19%/7%，均超越市場預期。大陸地區毛利率同比下降 1.5 個百分點，主要是由於裝修補貼及銷售返利增加和管道組合變化導致的單價下降的影響，不過，因為其他業務的毛利率有所改善，所以一定程度有相互抵消。值得注意的事，剔除匯兌損失及一次性的投資公允價值的損失，經調整淨利潤是同比上升 26% 的，而派息率亦由 20 財年的 44% 提升至 21 財年上半年的 51%。
- **銷售增長亮眼，短期有望保持。**集團銷售同比增速由 20 財年下半年的 14% 提升至 21 財年上半年的 19%，主要由於：1) 大陸地區銷售增長 53%，線上及線下分別增長 65% 及 50%；2) 美國銷售相當有韌性，即使在四至六月越南大面積停產之後，21 財年上半年銷售同比只是僅僅下降 1%。我們認為下半年增速還能加快，由於：1) 受惠行業整合，公司能加速擴張；2) 通過更積極的品牌行銷(像今年多開了不少快閃店)和加大對具競爭力產品的推廣；3) 出口訂單改善，目前預定的訂單已排到 2021 年的春節前後。
- **中國區域的快速開店擴張才剛開始。**公司認為現在是擴張業務的最佳時期，因為疫情是在加速行業整合，購物中心亦釋放出更多優質位置，且公司也在加速滲透低線城市。21 財年上半年新開了 658 家店，同比增長約 30%，較 20 財年下半的 260 家新開店及約 10% 的增速有所加快。管理層預計在下半年至少能新開 400 家店，而且三年內（至 2023 財年）亦有信心超越 5,000 家店。
- **新任 CEO 通過數位化提升效率。**公司新任 CEO 馮國華曾於 2016 至 2020 年間擔任微軟大中華區企業服務部總經理。在此之前，他是 IBM 全球企業諮詢服務部門副總裁兼高級合夥人。他在發佈會上指出，公司可以通過數位化完善各個領域，例如營運效率、客戶關係、行銷及海外業務等等。
- **利潤及估值相信仍有提升空間。**我們認為，業績超預期後，市場的預期或將進一步提升，南下資金亦有機會幫助估值修復。根據彭博預期，公司當前股價相當於 21 倍 22 財年預測市盈率及 1.2 倍 PEG，較行業的 23 倍及 2.1 倍為低。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A
營業額 (百萬人民幣)	10,027	11,258	12,144
同比增長 (%)	28.9	12.3	7.9
淨利潤 (百萬人民幣)	1,536	1,364	1,638
每股收益 (人民幣)	0.402	0.356	0.429
每股收益變動 (%)	(11.9)	(11.1)	20.4
市盈率(x)	33.5	37.7	31.3
市帳率(x)	8.6	8.2	7.6
股息率 (%)	1.9	0.9	1.4
權益收益率 (%)	25.8	21.9	24.4
淨負債比率 (%)	淨現金	47.8	29.6

資料來源：公司及招銀國際證券預測

未評級

當前股價

HK\$13.42

中國傢俱行業

胡永匡

(852) 3761 6974

walterwoo@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	51,037
3 月平均流通量 (百萬港元)	114.95
52 周內股價高/低 (港元)	14.4/3.62
總股本 (百萬)	3,803.0

資料來源：彭博

股東結構

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

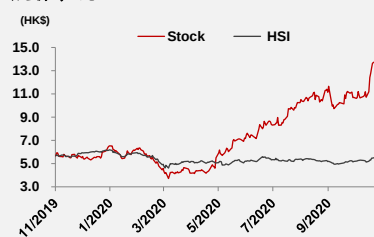
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	25.7%	16.1%
3-月	30.8%	25.9%
6-月	144.0%	122.0%
12-月	156.1%	157.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：Deloitte Touche Tohmatsu

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。