



证券研究报告·上市公司深度

沙发敏隼，价值华楚

内外并拓，共铸龙头

功能沙发细分领域龙头，实控人为黄敏利、许慧卿夫妇。公司主营功能沙发产品的研发、制造、销售和服务，旗下拥有“CHEERS 芝华仕”知名软体家居品牌，以及知名家居零售连锁机构——“Morewell 名华轩”。截至2016年9月，公司实际控制人黄敏利、许慧卿夫妇通过直接及间接持有公司63.19%股份，股权结构稳定。

业绩：内外销齐靚助力业绩持续、高速、稳健增长。FY2016（2015.03-2016.03）公司实现营收61.51亿元，同比增11.75%，FY2012-FY2016的复合增长率为14.59%；FY2016公司实现归母净利润10.63亿元，同比增长36.69%，FY2012-FY2016的复合增长率为44.18%。1HFY2017敏华营收与净利润分别为31.55亿元和7.61亿元，同比变动分别为-3.13%和43.94%。由于北美市场下降17.70%拖累，公司收入端承压。但受益于公司毛利率提升，公司的盈利能力未受影响，净利润水平增长较快。公司1HFY2017年毛利率水平提升至42.68%，较上年同期增加5.66pct。

行业：家居行业整体成长稳健，功能沙发快速增长。

(1) 家居行业整体成长稳健，中国内销强劲。2015~2016年我国家居行业规模以上收入分别为7873亿元和8560亿元，行业增速分别为9.3%和8.6%。2015~2016年国内家居消费金额分别为4467亿元和5287亿元，增速分别为12.7%和18.4%，内销增长强劲，成为带动家居行业成长的主要力量。**(2) 国内沙发规模约1500亿，功能沙发渗透率提高。**2012-2015年美国沙发市场规模由178.96亿美元增长至221.37亿美元，年均复合增长7.34%，其中2015年美国沙发占美国整体家居行业的比重为21%。根据我们的测算，2012-2015年我国沙发行业的整体规模由1048.07亿元增长到1307.96亿元，年均复合增长7.66%，预计2016年中国沙发市场规模为1504.16亿。**(3) 国内功能沙发渗透率仍低。**据测算2012-2015年中国功能沙发销售额分别为93.28亿、103.64亿、112.12亿、138.64亿元，其中2015年同比增23.65%。2016年美国的功能沙发占整体沙发的比例40.1%，中国的功能沙发占整体沙发的比例11.3%，国内功能沙发渗透率仍低，未来成长空间广阔。

优势：(1) 行业翘楚、主业突出，1HFY2017功能沙发及配套占比达92.79%，据Euromonitor报告，2015年公司在大陆功能沙发市场占有率由2012年24.1%提高5.4pct至29.5%，自2010年以来连续六年排名第一。(2) 亚洲最大的功能沙发生产基地，产能总量达138.6万套；(3) 截至2016年9月，公司在大陆地区拥有1777家专卖店，包括1653家经销商门店和124家自营店，并在全球拥有超过3000个销售终端，产品畅销美国、英国、加拿大、中国等80多个国家及地区，运营网络横跨六大洲。(4) 制造端向产业链上游延伸，公司是国内最大的海绵制造商，沙发核心材料铁架的产能位列世界前三；同时公司以丰田为目标，吸收日本精细化管理理念，在组织架构、生产、库存、配送网络等十大模块精耕细作，降低成本。

竞争情况：规模、盈利能力行业领先，2015年敏华、顾家、华达利的营收分别为61.51亿元、36.85亿元和28.59亿元。战略上华彩各异，敏华致力于打造“芝华仕”品牌，拓渠道、提升服务，使中国成为最具潜力的区域。顾家家居全品类、多层次产品矩阵，一站式采购服务促成套采购量提升，华达利在制造、产品、渠道方面与宜华协同效应显著。

与欧洲知名软体家居生产商 Home Group Ltd. 达成战略联盟，扩大中国市场及欧洲地区协同效应。供应链方面深度整合原材料采购系统和物流体系，借助 Home Group 现有产能和销售渠道，快速挺进欧洲市场；产品方面在国内引进 Home Group 旗下 Fleming 北欧宜居沙发，切入年轻化市场。

高分红、高派息彰显高投资价值。FY2016 全年股息由 FY2012 的 3.3 港仙增长至 17.5 港仙，年均复合增长 52%，1HFY2017 股息 14.0 港仙，已接近 FY2016 全年水平。公司 FY2012-1HFY2017 累计派息及股份回购金额达到 43.48 亿，其中 FY2016 及 1HFY2017 分别派息 6.76 亿港元及 5.39 亿港元，派息率分别达到 51% 和 61%。

投资建议：

我们预计公司 FY2017（2016.03~2017.03）、FY2018（2017.03~2018.03）净利润为 16.19 亿港元、19.71 亿港元（按照中报港元：人民币 1.16 期末汇率换算为 13.9 亿和 16.9 亿元人民币），同比增 21.99% 和 21.74%，对应 PE 分别为 15x 和 12x，首次覆盖，目标价 8.00 港元，给予“买入”评级。

敏华控股(1999.HK)

首次评级

买入

陈慎（房地产首席）

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号:S1440514080003

香港牌照: BIO834

花小伟（轻工家居首席）

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号: S1440515040002

研究助理: 孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-85156473

研究助理: 丰毅

fengyizgs@csc.com.cn

010-65608261

研究助理: 陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期: 2017年5月8日

当前股价: 6.31 港元

目标价: 8.00 港元



目录

一、股权集中、管理优秀，行业翘楚业绩优.....	4
（一）股权结构：实控人为黄敏利、许慧卿夫妇.....	4
（二）发展历程：拓客户延市场，二次上市，风华更美.....	5
（三）业绩情况：基本面优秀，盈利趋势稳健.....	6
二、家居行业整体成长稳健，功能沙发快速增长.....	10
（一）家居行业整体成长稳健，中国内销强劲.....	10
（二）国内沙发规模千亿，功能沙发渗透率提高.....	11
（三）敏华美国市占率不断提升，新房增量驱动新需求.....	12
三、公司优势：行业龙头、世界品牌、管理优异.....	14
（一）国内软体家居行业翘楚，主业突出.....	14
（二）产能亚洲第一、辐射范围广.....	17
（三）渠道：深化线上线下一体化，批发+零售共发力.....	18
（四）营销：天王助力，跨界联合打造品牌形象.....	20
（五）全产业链布局，精细化管理，成本控制精益求精.....	21
四、竞争比较：规模、盈利能力行业领先，产品渠道开拓潜力大.....	23
（一）敏华业绩规模、盈利能力均行业领先.....	23
（二）敏华定位更聚焦，生产垂直一体化.....	25
五、入股 Home Group，扩大中国市场及欧洲地区协同效应.....	27
六、高分红、高派息，彰显高投资价值.....	28
七、投资建议：给予“买入”评级.....	29

图表目录

图 1：2016 年 9 月 31 日敏华股份股权结构图.....	4
图 2：敏华控股发展历程.....	6
图 3：FY2011-FY2016 公司营收、归母净利润（亿元）及同比（%）.....	7
图 4：FY2016 公司分产品营收占比（%）.....	7
图 5：公司分地区营收占比（%）.....	7
图 6：FY2012-FY2016 公司毛利率和净利率（%）.....	8
图 7：公司 FY2012-FY2016 期间费用率（%）.....	9
图 8：公司 FY2012-FY2016 存货和应收账款周转率.....	9
图 9：家居出口金额（亿元）及增速（%）.....	10
图 10：家居出口占比（%）.....	10
图 11：国内家居产品消费金额（亿元）及增速（%）.....	11
图 12：2009-2016 年中国、美国功能沙发占整体沙发的比例（%）.....	12
图 13：2012-2015 年敏华控股在美国功能沙发市占率变动情况.....	13
图 14：1959-2016 年美国新建住房销售（千套）及已开工的新建私人住房（千套）.....	13
图 15：2012-2015 年敏华控股在中国大陆功能沙发市占率变动情况.....	17



图 16: 公司 FY2012-1HFY2017 沙发产能 (万套)	17
图 17: 公司 FY2012-1HFY2017 沙发实际销量 (万套)	17
图 18: 公司产能分布	18
图 19: FY2012-1HFY2017 公司销售终端数量 (家)	19
图 20: FY2012-1HFY2017 公司经销商门店数量 (家)	19
图 21: FY2012-1HFY2017 公司自营店数量 (家)	19
图 22: 公司携手刘德华品牌代言	20
图 23: 跨界联合, 广泛应用于高端领域.....	21
图 24: 吴江锐迈为公司提供功能沙发铁架.....	22
图 25: 敏华惠州工厂光伏发电	22
图 26: 敏华控股与同业上市公司营收对比 (亿元)	24
图 27: 敏华控股与同业上市公司净利润对比 (亿元)	24
图 28: 2012-2015 年敏华控股与同业上市公司毛利率对比 (%)	24
图 29: 公司推进多层次产品矩阵战略并不断拓展新业务.....	26
图 30: Fleming 北欧宜居系列沙发	28
表 1: 公司主要股东变化	4
表 2: 公司业绩拆分	7
表 3: 2009-2016 年中国家居行业营业总收入及增速 (亿元、%)	10
表 4: 2015 年美国五大休闲沙发生产商市占率排名.....	12
表 5: 公司主要产品类别	15
表 6: 2015 年中国大陆五大休闲沙发生产商市占率排名.....	16
表 7: FY2012-1HFY2017 年公司沙发产量和实际销量 (万套)	18
表 8: 可比公司财务数据比较	24
表 9: 2012-2016 年顾家家居主要产品营收占比 (%)	25
表 10: 公司 FY2012-1HFY2017 股息情况	29
表 11: 公司 FY2012-1HFY2017 股东回馈情况	29
表 12: 公司业绩拆分 (港元)	29
表 13: 公司渠道拆分预测 (个)	30



一、股权集中、管理优秀，行业翘楚业绩优

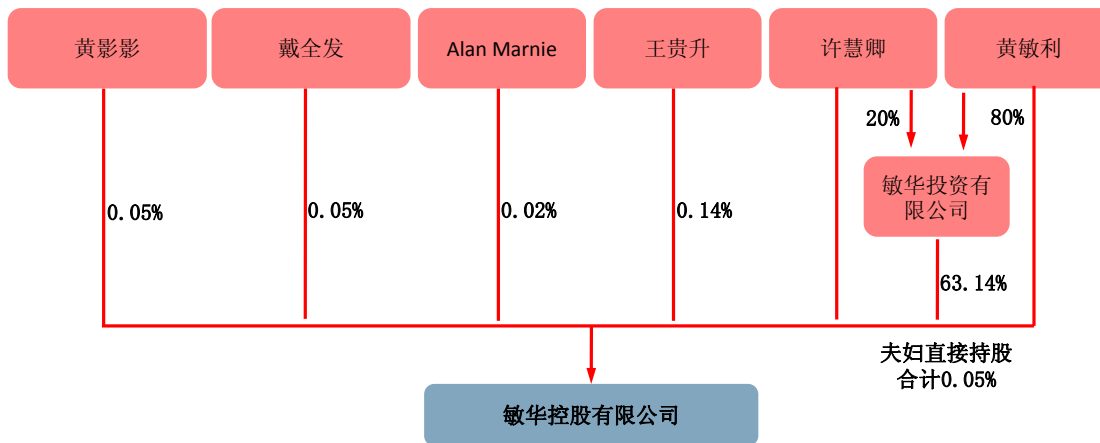
（一）股权结构：实控人为黄敏利、许慧卿夫妇

敏华成立于1992年，集团总部位于香港，在美国、英国、中国大陆等全球核心经济区域和城市设有多家子公司、分公司及关联公司。

敏华主营业务涉及沙发、床垫、智能家居、板式家居、海绵、家居配件等产品的研发、制造、销售和服务，旗下拥有“CHEERS 芝华仕”知名软体家居品牌，以及知名家居零售连锁机构——“Morewell 名华轩”，是中国家居行业的领军企业，现自主研发已获专利及认证的产品达200多项。

2010年4月敏华成功在香港联交所挂牌上市，上市初敏华的控股股东为敏华投资有限公司，持有公司61.72%的股份；敏华投资实际控制人黄敏利、许慧卿夫妇分别持有其80%、20%的股份，黄敏利、许慧卿夫妇通过直接及间接持有公司61.72%的股份，股权较为集中。上市后，股权变动频繁，但黄敏利、许慧卿夫妇的持股比例始终保持在60%以上。截至2016年9月，公司实际控制人黄敏利、许慧卿夫妇通过直接及间接持有公司63.19%的股份，股权结构稳定。

图 1：2016 年 9 月 31 日敏华股份股权结构图



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 1：公司主要股东变化

	主要股东	身份
FY2012	敏华投资有限公司-63.52%	实益拥有人
	The Capital Group Companies, Inc.-5.25%	受控制法团权益
FY2013	敏华投资有限公司-68.20%	实益拥有人
FY2014	敏华投资有限公司-63.91%	实益拥有人



	CDH W-Tech Limited (鼎晖) -8.40%	实益拥有人
	Miracle Eagle Holdings Limited-8.40%	受控制法团权益
	敏华投资有限公司-60.87%	实益拥有人
FY2015	CDH W-Tech Limited (鼎晖) -8.72%	实益拥有人
	Miracle Eagle Holdings Limited--8.72%	受控制法团权益
FY2016	敏华投资有限公司-62.81%	实益拥有人
1HFY2017	敏华投资有限公司-63.14%	实益拥有人

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

(二) 发展历程: 拓客户延市场, 二次上市, 风华更美

1、第一阶段: 立足香港, 奠基未来 (1992-2004 年)

1992 年黄敏利先生与其独立第三方合营伙伴欧阳艳华女士共同成立敏华沙发。创立之初, 主要在香港从事沙发零售业务。1995 年后, 以香港为销售中心, 向日本、韩国新加坡及中东拓展, 但其主要生产经营活动仍在香港和深圳。1997 年于香港以注册商标“明华轩家居”开设首间专门零售店。1998 年, 敏华实业于深圳横岗建设 189 工业区, 收购注册商标 Cheers 和芝华仕品牌, 逐步壮大企业规模, 整合资源。

2、第二阶段: 扩建生产基地, 加大产品内销与出口 (2004-2010 年)

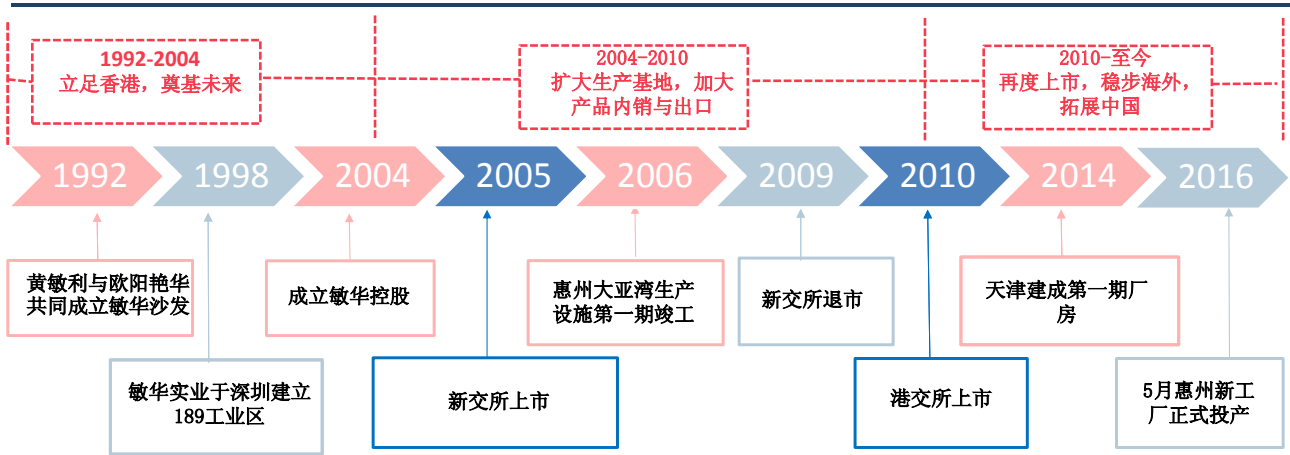
2004 年敏华控股有限公司注册成立, 2005 年, 敏华公司赴海外上市, 成为新加坡证券交易所主板上市的首家中国家居企业, 被新加坡总理授予“杰出贡献奖”, 主要在香港以及中国内陆经营沙发以及木制家居业务, 消费需求主要来自北美洲、欧洲以及亚洲北部。2006 年惠州大亚湾生产设施第一期竣工, 产能约 76.6 万套休闲沙发。2009 年 9 月 30 日, 在中国累计开设 296 间芝华仕专卖店, 加快一二线城市布局, 拓宽国内销售渠道。同年, 从新交所退市。

3、第三阶段: 再度上市, 稳步海外, 拓展中国 (2010 年至今)

2010 年, 公司成功在香港交易所上市, 发行约 2.41 亿股, 以均价 6.8 港元/股共募集资金约 16.4 亿港元。同年 SAP-ERP 项目正式启动, 公司不断加强内部运营管理, 提效率, 降成本。2013 年推出 LEATHE-AIR 面料的新款沙发, 加快产品研发、人才培养和市场开拓, 渠道方面中国、海外市场双管齐下, 利用电商等手段加大在中国市场宣传力度, 大陆门店突破千家。2014 年天津建成第一期厂房, 产能约 20 万套休闲沙发。2015 年与万达影院达成战略合作, 升级影院 VIP 和 IMAX。2016 年 5 月, 惠州新工厂正式投产, 使沙发年产能从 131.6 万套提高到 138.6 万套。伴随中国的发展, 公司继续将中国市场作为未来发展潜力最大市场。



图 2：敏华控股发展历程



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

（三）业绩情况：基本面优秀，盈利趋势稳健

1、内外销齐靓助力业绩持续、高速、稳健增长

公司主营业务涉及沙发、床垫、智能家居、板式家居、海绵、家居配件等产品的研发、制造、销售和服务，是中国家居行业的领军企业，旗下拥有“CHEERS 芝华仕”知名软体家居品牌，以及知名家居零售连锁机构——“Morewell 名华轩”。

FY2016（2015.03-2016.03）公司实现营业收入 61.51 亿元，同比增长 11.75%，FY2012-FY2016 的复合增长率为 14.59%；FY2016 公司实现归母净利润 11.06 亿元，同比增长 23.45%，FY2012-FY2016 的复合增长率为 45.61%。1HFY2017 敏华的营收与净利润分别为 31.55 亿元和 7.61 亿元，同比变动分别为-3.13%和 43.94%。营业收入下降的主要原因是北美市场经济疲软，公司推出“快速交货计划”，适当下调价格敏感商品的售价；同时，欧洲市场受英国脱欧事件影响需求下降，两因素共同作用使公司收入端承压。但受益于公司毛利率提升，公司的盈利能力未受影响，净利润水平增长较快。

分产品看，FY2016 沙发及配套产品营业收入由 FY2015 的 45.81 亿元提升至 57.36 亿元，同比增长 25.21%，FY2014-FY2016 营收复合增速达 8.53%。其中 FY2016 沙发及配套产品批发和零售业务营收分别为 51.48 亿元、5.88 亿元，营收占比分别为 84.30%、9.60%。1HFY2017 沙发及配套产品营业收入为 28.71 亿元，同比增加 1.20%，营收占比为 92.79%。

分地区看，公司营业收入主要来自中国、美国及其他地区。其中：

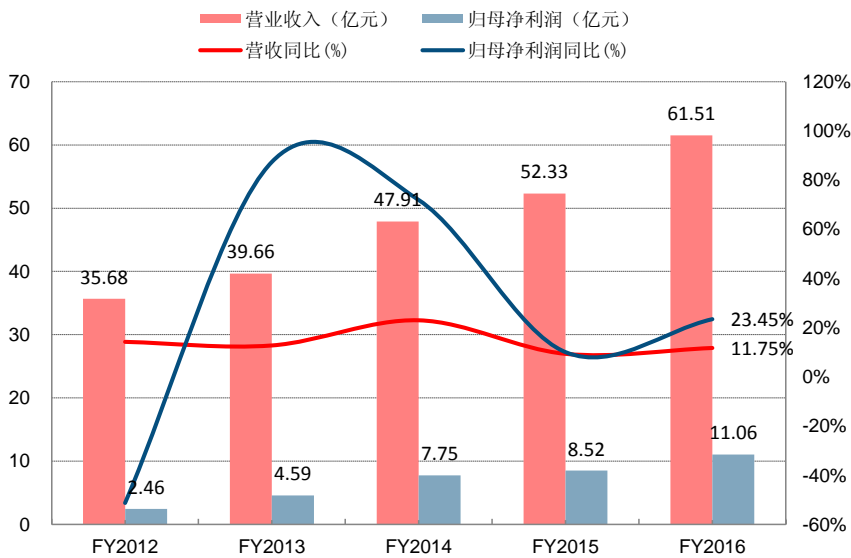
美国是公司的第一大市场，自 FY2012 以来营收占比稳定在 50%以上，FY2016 实现营收 31.34 亿元，较上年同期增长 13.10%；营收占比达 51.33%。FY2012-FY2016 营业收入复合增长率为 14.71%。

中国是公司的第二大市场，随着中国城镇化进程加快以及公司营销力度加大，营收占比自 FY2012 的 28.88% 增加 4.61pct 至 FY2016 的 33.49%，呈稳步上升趋势。FY2016 中国市场实现营收 20.45 亿元，同比增长 24.92%。



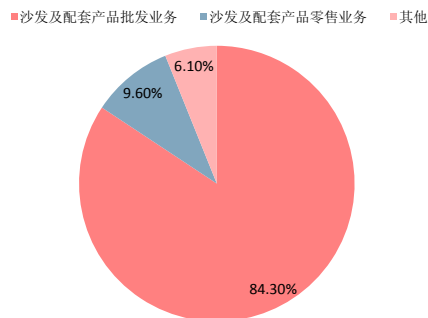
欧洲市场虽占比相对较小，但增长潜力极大，2016年11月，公司已经成功收购欧洲 Home Group 公司 50% 股权，有利于协同效应的发挥，扩大欧洲市场。

图 3: FY2011-FY2016 公司营收、归母净利润（亿元）及同比（%）



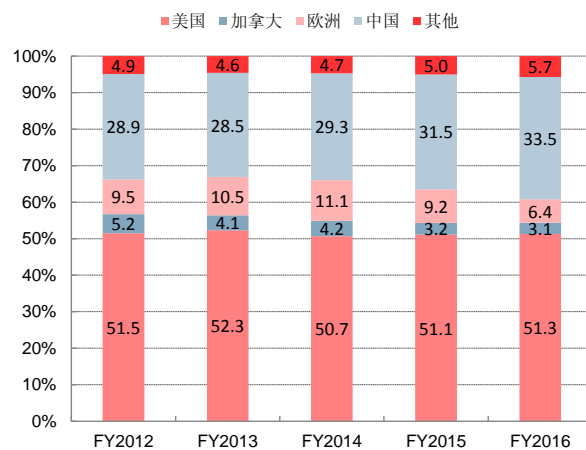
资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 4: FY2016 公司分产品营收占比 (%)



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 5: 公司分地区营收占比 (%)



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 2: 公司业绩拆分

分产品	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	1HFY2017
沙发						
收入(亿元)	33.51	37.7	42.61	45.81	57.36	28.71



占比 (%)	95.33	95.71	89.68	88.23	93.94	92.79
同比 (%)	14.35	12.92	15.10	7.64	25.21	1.20
床上用品						
收入 (亿元)	1.64	1.69	1.77	1.49	1.40	0.64
占比 (%)	4.67	4.29	3.72	2.87	2.29	2.07
同比 (%)	4.90	3.24	6.55	-15.54	-6.04	-16.88
分地区						
美国						
收入 (亿元)	18.10	20.59	24.09	26.53	31.34	14.80
占比 (%)	51.48	52.29	50.71	51.11	51.33	47.8
同比 (%)	7.92	14.24	17.00	10.13	12.27	-
中国香港及中国大陆						
收入 (亿元)	10.15	11.24	15.91	16.37	20.45	10.95
占比 (%)	28.88	28.53	33.49	31.53	33.49	35.4
同比 (%)	16.52	11.10	41.55	2.89	18.76	-
欧洲及其他						
收入 (亿元)	6.90	7.55	7.51	9.02	9.27	2.97
占比 (%)	19.64	19.18	15.81	17.36	15.18	9.6
同比 (%)	23.21	9.42	-0.53	20.11	2.77	-

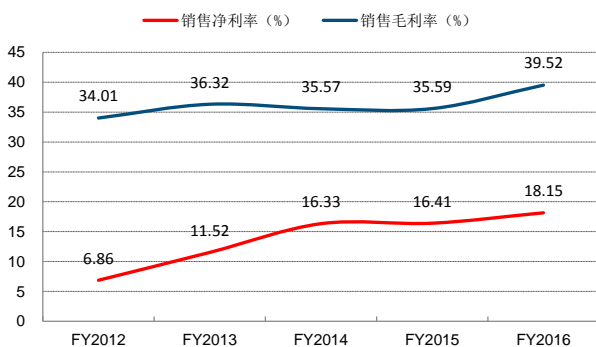
资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

2、毛利率持续改善，盈利能力良好

毛利率方面，公司 FY2016 毛利率水平为 39.52%，较 FY2015 的 35.59% 提升 3.93pct，主要由于原材料价格下降使成本端受益，毛利率逐月上升；1HFY2017 年毛利率水平进一步提升至 42.68%，较上年同期增加 5.66pct，盈利能力提升明显。

净利率方面，受益于成本端压力释放和管理能力提升，FY2016 净利率水平为 18.15%，较 FY2015 年的 16.41% 提升 1.74pct；1HFY2017 净利率水平为 24.21%，较上年同期增长 7.63pct，主要原因是原材料价格水平较低、人民币兑美元汇率进一步下降以及内部运营效率的持续改善。

图 6: FY2012-FY2016 公司毛利率和净利率 (%)





资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

分产品看,近两年公司沙发及配套产品的盈利能力均呈上升趋势。FY2016 沙发及配套产品**批发业务**毛利率为 37.6%,较 FY2015 毛利率 33.0%增加 4.6pct; FY2016 沙发及配套产品**零售业务**毛利率为 59.6%,较 FY2015 毛利率 58.1%增加 1.5pct。1HFY2017 沙发及配套产品批发及零售业务的毛利率分别达到 41.0%和 61.9%,较 1HFY2016 分别增加 6.0pct 和 2.1pct。

分地区看, **中国市场**毛利率由 FY2013 的 48.8%下降 6.3pct 至 FY2015 的 42.5%,主要是由于公司大举开拓中国市场,增加了对分销商的管理支出。中国市场盈利空间依旧广阔,2012 年 6 月、2013 年 5 月和 2014 年 5 月分别三次上调沙发产品批发和零售价 5%,并且通过调整产品结构来降低平均成本, FY2013-FY2015 毛利率相对于公司整体水平分别高出 12.5pct、11.4pct 和 6.9pct。**美国市场**毛利率保持稳定, FY2013-FY2015 毛利率分别为 32.6%、32.5%、33.6%。公司成立之初就在美国开拓市场,2010 年于美国家居企业排名晋升至第 10 位,2015 年在沙发生产商排名晋升至第 3 位,市场占有率迅速扩张。

3、期间费用率改善, 营运能力

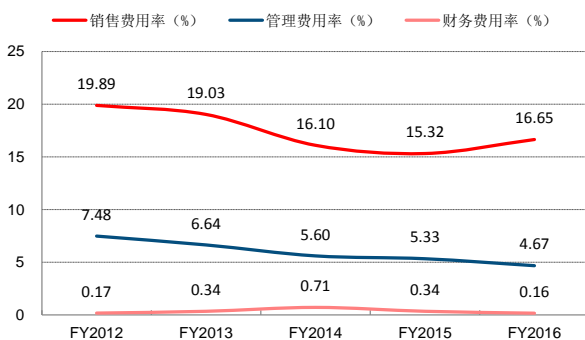
期间费用率整体上呈下降趋势, FY2016 期间费用率水平由 FY2012 的 27.55%减少 6.07pct 至 21.48%,其中:

销售费用率由 FY2012 的 19.89%下降 4.57pct 至 FY2015 的 15.32%。FY2016 公司增加大陆专卖店 232 家,加大了品牌推广力度,销售费用率增长 1.33pct 至 16.65%。1HFY2017 销售费用率同比减少 1.83pct 至 14.1%。

管理费用率由于员工工资和福利费以及折旧摊销费的减少,由 FY2012 的 7.48%下降 2.81pct 至 FY2016 的 4.67%, 1HFY2017 同比增加 0.17pct 至 4.61%。

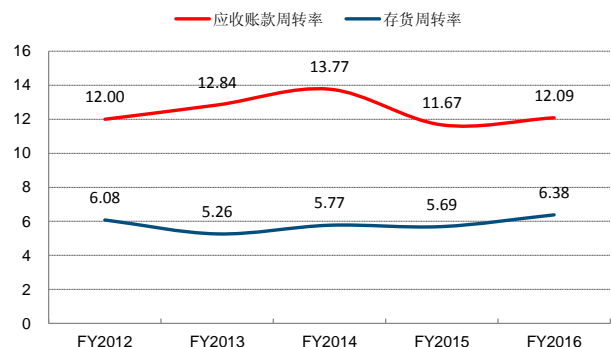
受银行贷款利息支出影响, **财务费用率**由 FY2012 的 0.17%升至 FY2014 的 0.71%, FY2016 回落至 0.16%, 1HFY2017 同比减少 0.2pct 至 0.06%。

图 7: 公司 FY2012-FY2016 期间费用率 (%)



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 8: 公司 FY2012-FY2016 存货和应收账款周转率



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

运营能力方面,受益于市场开发,销量加大、营业成本增加, **存货周转率**自 FY2012 的 6.08 波动上升至 FY2016 的 6.38。**应收账款周转率**由 FY2012 的 12.00 上升至 FY2014 的 13.77, FY2015 应收账款同比增加 24.18%至 4.93 亿元,但由于客户商业信用良好并未计提减值,致使 FY2015 应收账款周转率降低至 11.67; FY2016 周转率小幅上行至 12.09。



二、家居行业整体成长稳健，功能沙发快速增长

（一）家居行业整体成长稳健，中国内销强劲

我国家居行业成长稳健。我国家居行业经历十年的高速发展，目前已经步入成熟发展时期，行业产值的增长速度较为稳定。2015~2016 年我国家居行业规模以上收入分别为 7872.5 亿元和 8559.5 亿元，行业增速分别为 9.30% 和 8.60%。2016 年我国家居行业增速与上年相比下降 0.7 个百分点，2010-2016 年我国家居行业主营业务收入规模年均复合增长率达 13.65%。

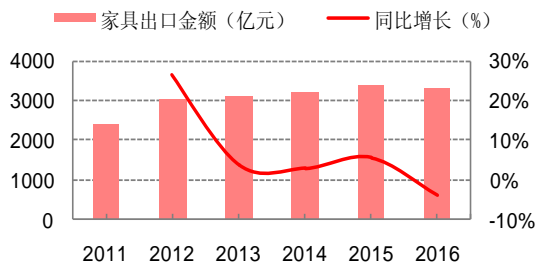
表 3：2009-2016 年中国家居行业营业总收入及增速（亿元、%）

中国家居行业	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
主营业务收入（亿元）	3971.28	4992.3	5438.9	6,462.75	7187.35	7872.5	8559.5
同比（%）	-	25.71%	13.84%	14.30%	10.86%	9.30%	8.60%

资料来源：WIND 中信建投研究发展部

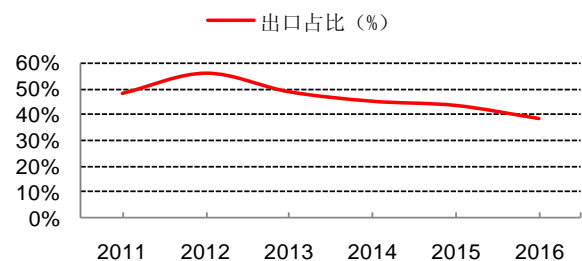
家居出口逐渐放缓，占比逐步下降。2013 年之前家居出口占我国家居行业收入规模的比重较高，家居出口规模的快速增长带动了我国家居行业产值的稳步提高。2012 年我国家居产值为 5439 亿元，出口金额约为 3000 亿元，同比增长 26.6%，出口占比为 55.7%。近年来家居出口金额增速下降较快，2016 年出口金额约为 3272 亿元，较 2015 年减少了 3.9%，出口占比下降至 38.2%。

图 9：家居出口金额（亿元）及增速（%）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 10：家居出口占比（%）

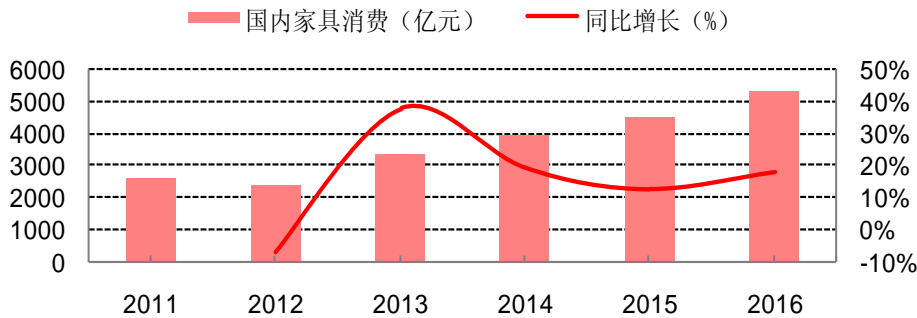


资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

国内家居市场开始崛起。与海外市场表现不同，在国内居民收入提高以及消费升级趋势的叠加作用之下，国内家居产品的消费金额快速提高。2015~2016 年国内家居消费金额分别为 4467 亿元和 5287 亿元，增速分别为 12.7% 和 18.4%，内销增长强劲，成为带动家居行业成长的主要力量。



图 11：国内家居产品消费金额（亿元）及增速（%）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

综上所述，我国家居行业稳定成长，增速为 10% 左右；海外市场需求逐渐放缓，出口占比逐步下滑；国内市场规模快速提高，市场份额逐步增加。

（二）国内沙发规模千亿，功能沙发渗透率提高

1、国内沙发市场高增可期

对标美国，国内沙发市场高增可期。沙发的市场需求与经济发展水平、人均可支配收入等密切相关，美国有着良好的沙发消费理念，且凭借优越的居住条件和开放的消费观念，沙发已成为美国家庭中改善家居生活质量的必备选项。2012-2015 年美国沙发市场规模由 178.96 亿美元增长至 221.37 亿美元，年均复合增长 7.34%，其中 2015 年美国沙发占美国整体家居行业的比重为 21%。

反观中国，中国作为新兴市场国家，城市化进程不断推进、城镇人口比重不断增加；消费升级，对生活品质的要求越来越高；住房面积更加紧凑、沙发多因素共同提升沙发的需求量。根据我们的测算，2012-2015 年我国沙发行业的整体规模由 1048.07 亿元增长到 1307.96 亿元，年均复合增长 7.66%，其中 2015 年当年同比增长 14.32%，假设增速维持不变，则预计 2016 年中国沙发市场规模为 1504.16 亿。2015 年沙发市场占整个中国家居行业比重为 17%，若达到美国 21% 占比，则对应沙发规模 1797 亿，仍有提升空间。

2、国内功能沙发渗透率不断提升

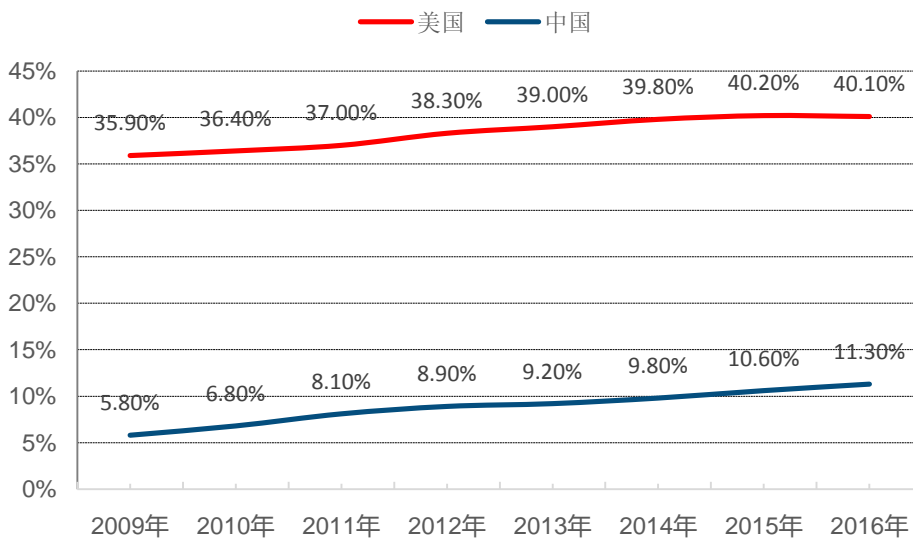
功能沙发性能优、舒适性高，逐渐成为消费关注点。1975 年世界上第一台功能沙发诞生于美国，20 世纪 80 年代美国功能沙发已初步形成了市场，功能沙发凭借其高舒适性的特点受到了美国消费者的青睐，逐渐成为美国家庭中必不可少的生活伙伴。目前美国功能沙发市场已经发展得比较成熟，产品销售主要通过品牌专卖店、大型家居零售店、网络等渠道。2015 年美国功能沙发总产值为 88.99 亿美元，同比增速为 5.06%。中国功能沙发市场起步较晚，但增速高于整体沙发市场，据测算 2015 年中国功沙发销售额为 138.64 亿元，同比增 23.65%。

对标美国功能沙发市场，中国的功能沙发市场成长空间广阔。2016 年美国的功能沙发占整体沙发的比例由



2009 年的 35.9% 提升至 40.1%，平均每年提升 0.6%；2016 年中国的功能沙发占整体沙发的比例由 2009 年的 5.8% 提升至 11.3%，平均每年提升 0.79%。整体上，中国的功能沙发比例与美国市场尚有约 30% 的差距，未来成长空间广阔。

图 12：2009-2016 年中国、美国功能沙发占整体沙发的比例（%）



资料来源：中信建投证券研究发展部整理

（三）敏华美国市占率不断提升，新房增量驱动新需求

根据全球权威市场调研机构欧睿国际（Euromonitor）发布的家居市场调研报告显示，2015 年美国休闲沙发市场前五大生产商分别为 La-Z-Boy Inc、Ashley Furniture Industries、敏华控股、Jackson Furniture Industries、Heritage Home Group。2015 年敏华控股芝华仕沙发在美国功能沙发市场中位列三甲，市占率由 2012 年的 9.6% 提高 1.3pct 至 10.9%。公司在美国市场的市占率稳步上升。

2016 年公司在北美市场利用相对有利的市场机遇，提高了高价位产品的比例。同时，2016 财年公司在北美共参加了 4 次家居展览会，通过展会向客户推出了超过 200 款新品沙发。未来，公司将继续将新品创新作为提升北美市场份额的主要驱动力。

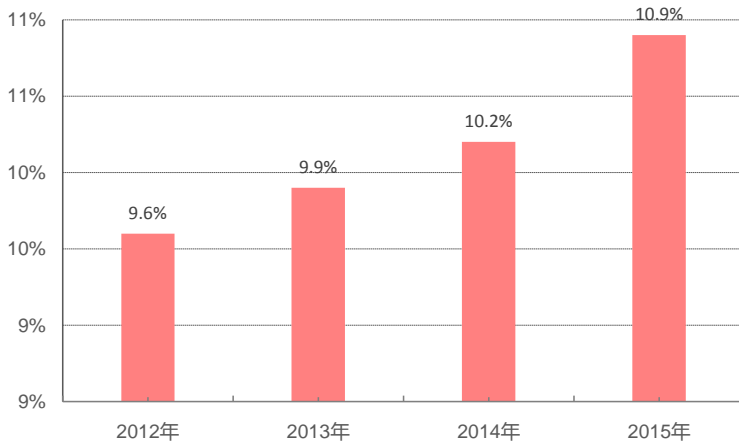
表 4：2015 年美国五大休闲沙发生产商市占率排名

排名	2015 年美国五大休闲沙发生产商市占率排名	市场份额
1	La-Z-Boy Inc	19.40%
2	Ashley Furniture Industries	11.50%
3	敏华控股	10.90%
4	Jackson Furniture Industries	8.40%
5	Heritage Home Group	7.00%

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部



图 13：2012-2015 年敏华控股在美国功能沙发市占率变动情况

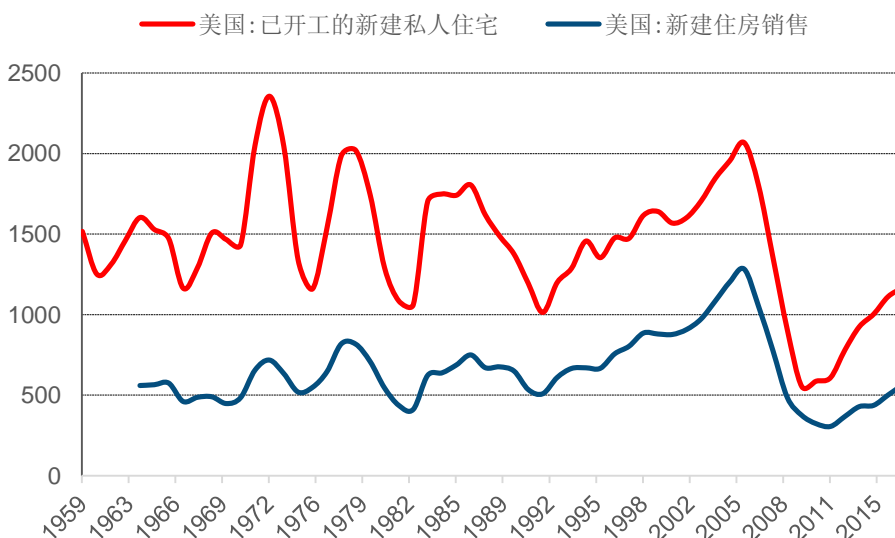


资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

根据美国商务部的报告显示，2015 年美国实际国内生产总值按年增长 2.4%，2016 年 3 月美国私人业主新屋开工总量按年计算约为 108.9 万户，较 2015 年 3 月上升 14.2%。同时，美国劳工统计局报告指出，2016 年 3 月美国的失业率水平保持在约 5% 的低水平，对家居消费市场提供了有力的支持。

美国新建住房销售及新开工住房数量均呈现增长趋势。2012-2016 年美国新建住房销售数量和新开工住房均实现连续 5 年正增长，2016 年新建住房销售数量达 563 千套，同比增长 12.38%，2011-2016 年年均复合增长率达 12.97%；2016 年新开工住房数量达 1166.4 千套，同比增长 4.91%，2011-2016 年年均复合增长率达 13.89%。美国房地产市场自 2011 年达到低点后逐步触底反弹，继续扩大对家居产品的需求。

图 14：1959-2016 年美国新建住房销售（千套）及已开工的新建私人住房（千套）



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部



三、公司优势：行业龙头、世界品牌、管理优秀

（一）国内软体家居行业翘楚，主业突出

公司主要经营沙发及配套产品，其他产品还包括芝华仕 5 星床垫，芝华仕单椅系列。芝华仕沙发是公司旗下最具影响力的家居品牌，也是全球沙发行业的佼佼者。

1、主业突出，国内功能沙发领导者

为满足不同客户的需求，芝华仕推出了贵族、时尚、都市三大系列。

贵族系列选用欧美头层牛皮作为原材料，材料有韧性，可带来舒适的亲肤体验；造型简洁大气，百搭各种家居风格；体验上，符合人体工程学设计，可以有效地平衡人体曲线，最大化地改善身体疲劳，缓解压抑紧张的工作心情。

时尚系列沙发采用自主研发科技布等原料，根据人体五大需求——看电视、用电脑、听音乐、休息、阅读而设计出可满足客户不同生活状态的沙发系列，每时每刻都能为客户提供舒适、贴心的服务。设计充分考虑到了现代人的生活需求，观感富有年轻活力，不仅可为客户提供舒适的休息空间，而且可在朋友聚会时也能够轻松应对。

都市系列为外形线条简洁，设计感强的非功能性沙发，造型独特，组合灵活，融合都市时尚元素，洋溢现代休闲格调，坚持“自主创新，引领都市休闲潮流”的品牌设计理念，采用拥有独家发明专利的高科技海绵，拥有全球一流的研发、设计团队，引领沙发原创设计风尚，倡导“都市休闲，生活至上”的生活理念，给每一位消费者带来休闲、时尚、品质的家居生活。

芝华仕沙发系列产能为亚洲第一。芝华仕在深圳、惠州、吴江、天津的四大低碳、生态工业园总建筑面积超过 160 万平方米，是亚洲最大的沙发生产基地，2016 年四大工业园区的总产能可达 138.6 万套/年。

芝华仕 5 星床垫致力于为客户提供舒适、健康、尊贵的 5 星睡眠享受，20 多年的强大睡眠科技研发创新能力，先后推出了太空合金网、火山绵、冰雪绵三大先进科技睡眠材质，联合欧洲睡眠专家研发出先进的睡眠测试仪 iScan，根据消费者的体重、体型和脊椎曲线等为客户选择适合自己的健康床垫。除在私人客户中广受好评之外，还被广泛应用于五星级酒店、豪华游艇、私人会所等高端领域。



表 5：公司主要产品类别

产品类别

样品图示

贵族系列



芝华仕 E-9529M

头部单独横列贴合颈椎；竖向分部的三条靠背，中间微微凸出牢牢的抵住背部曲线，给了人体强有力的支撑。精细的制作工艺，宛如一件艺术品，低调奢华。

沙发

时尚系列



芝华仕 F-1066BM

舒适柔软的科技布材质，带来亲肤最佳体验。线条简洁大气的造型，米白色调，百搭各种家居风格。可调节沙发脚架及宽大舒适的座位，为您带来完美休息体验。

都市系列



芝华仕 C-1087

小资情调和浪漫情怀的一款沙发，清新的蓝色富有时尚的气息，让我们的生活增添浪漫；10个档位给予不同形式卧躺来调节人体的舒适度，既休闲美观又大方；独特的沙发卡位几用于放置电话，水杯，杂志等。



按摩系列



芝华仕按摩椅 M88
流线型设计、舒适的专业按摩头枕、电子显示屏、音乐耳麦、手臂按摩槽，41 个独特气囊，分布于头、肩、手、腰、腿、脚多个部位，360 度全方位气压按摩，零重力按摩体验，能促进血液循环，有效缓解疲劳。

床垫



丘吉尔床垫+皇妃床架
床垫采用丝弹滑的比利时“三色绸缎”面料，透气透湿，滋养肌肤，调节睡眠，搭配精致的花纹饱满有弹性，充分贴合人体曲线。

资料来源：公司官网 中信建投研究发展

据全球权威市场调研机构欧睿国际（Euromonitor）发布的家居市场调研报告显示，2015 年敏华控股在中国大陆功能沙发市场占有率由 2012 年 24.1% 提高 5.4pct 至 29.5%，自 2010 年以来连续六年排名第一，稳占中国功能沙发市场的龙头地位，芝华仕沙发是当之无愧的中国功能沙发第一品牌。

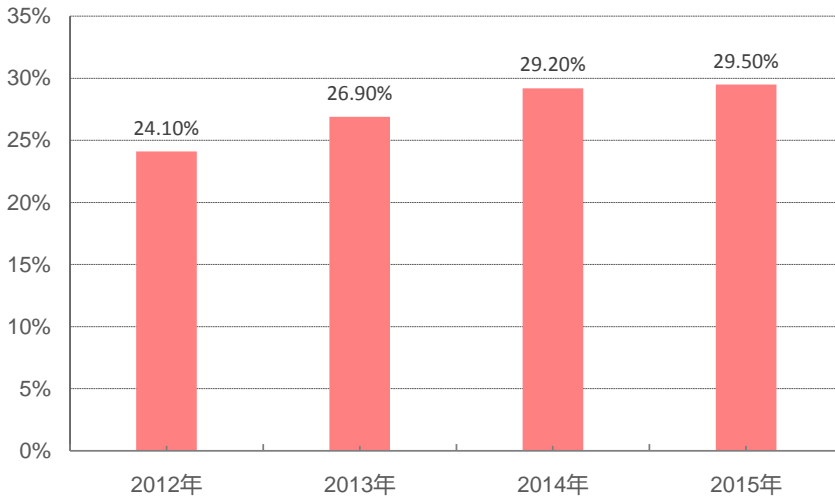
表 6：2015 年中国大陆五大休闲沙发生产商市占率排名

2015 年中国大陆五大休闲沙发生产商市占率排名		市场份额
1	敏华控股	29.50%
2	顾家家居	6.20%
3	夏图集团	4.10%
4	富丽家居国际集团	2.70%
5	Natuzzi 集团	1.90%

资料来源：WIND 中信建投研究发展部



图 15：2012-2015 年敏华控股在中国大陆功能沙发市占率变动情况



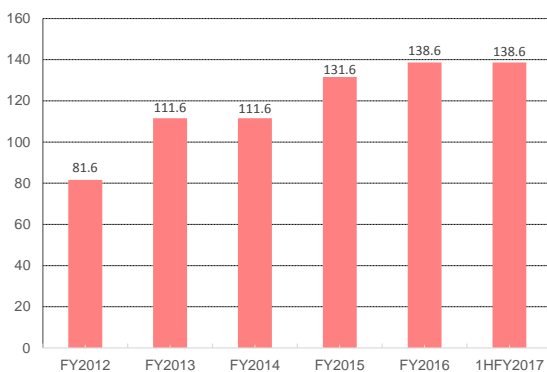
资料来源: WIND 中信建投研究发展部

(二) 产能亚洲第一、辐射范围广

公司拥有亚洲最大的功能沙发生产基地，目前公司四大生产基地分别位于惠州、天津、吴江地区，目标市场辐射国内及北美、欧洲地区。2016 年 5 月份惠州新厂取代了深圳工厂正式投产，公司的沙发年产能由 131.6 万套提高到 138.6 万套，为国内南方市场的需求提供了有力支持并有助于降低国内的物流成本。其中，规模最大的生产基地位于广东惠州，2006 年投产后每年最多可贡献 76.6 万套功能沙发，由于市场开拓、需求扩张，惠州新厂建成后将主要为华南地区供货。另外，天津 20 万功能沙发产能可基本满足北方地区需求，吴江约 30 万功能沙发产能可集中为华东和华中地区供应。

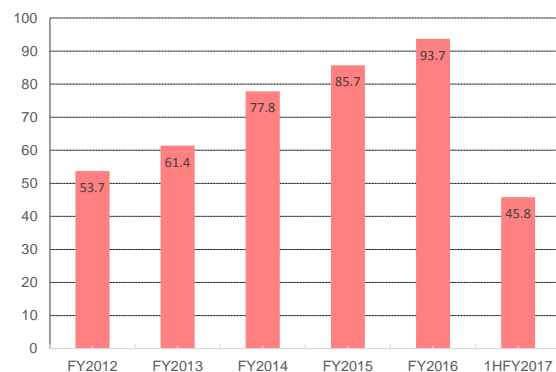
2016 财年芝华仕沙发实际销量为 93.7 万套，同比增长 9.3%；较 2012 财年的 53.7 万套提高了 40 万套。2017 上半年沙发销量为 45.8 万套，需求相对稳定。惠州新厂的投产进一步推动了沙发的供需平衡。

图 16：公司 FY2012-1HFY2017 沙发产能（万套）



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 17：公司 FY2012-1HFY2017 沙发实际销量（万套）



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部



表 7: FY2012-1HFY2017 年公司沙发产量和实际销量 (万套)

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	1HFY2017
沙发产能	81.6	111.6	111.6	131.6	138.6	138.6
实际销量	53.7	61.4	77.8	85.7	93.7	45.8

资料来源: WIND 中信建投研究发展部

图 18: 公司产能分布



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

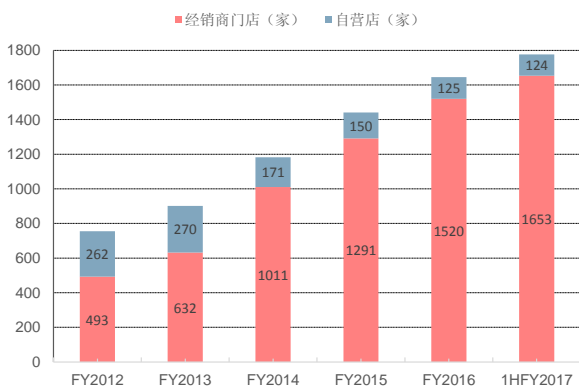
(三) 渠道: 深化线上线下一体化, 批发+零售共发力

国内, 敏华拥有品牌专卖店 1777 家, 并在全球拥有超过 3000 个销售终端, 产品畅销美国、英国、加拿大、中国等 80 多个国家及地区, 运营网络横跨六大洲。敏华旗下的产品更广泛被运用于高铁、影院、酒店、游艇、高端会所等多个领域, 每年为全球上亿的消费提供头等舱沙发享受, 深得行业和消费者的肯定及喜爱。

国内公司的主要销售渠道分为批发和零售两种模式, 主要用于销售芝华仕沙发和芝华仕 5 星床垫。截至 2016 年 9 月, 公司共在大陆地区开设 1777 家销售终端, 其中包括 1653 家经销商门店和 124 家自营店。



图 19: FY2012-1HFY2017 公司销售终端数量 (家)



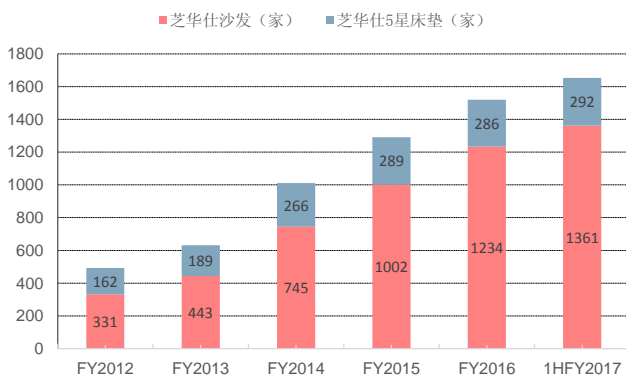
资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

分产品看, 芝华仕沙发可分为批发和零售销售方式。批发业务中公司以批发价格向分销商销售沙发, 再由分销商开设“芝华仕”品牌专卖店, 分布于内陆 31 个省份及香港地区。截至 2016 年 9 月, 公司在国内共开设 1361 间芝华仕沙发经销商门店, 2017 上半财年新增经销商门店 127 家, 2013-2016 财年新增芝华仕沙发经销商门店分别为 112、302、257、232 家, 渠道布局逐渐完善。2016 财年公司来自于中国市场营销商沙发及配套产品批发销售业务较上年同期增长约 26.4%。

零售端分为线上、线下两个平台, 线下通过在国内一二线城市和香港开设自营的“芝华仕”和“明华轩”品牌沙发零售店销售沙发及相关产品。截至 2016 年 3 月, 公司自营店数目由财年初的 118 家调整到 100 家, 主要是由于渠道分布结构的调整, 部分二线城市的自营店转换为由分销商经营。线上, 公司在天猫等互联网平台直接面向消费者。整体上, 2016 财年公司零售端业绩较上年同期增长约 11.7%。

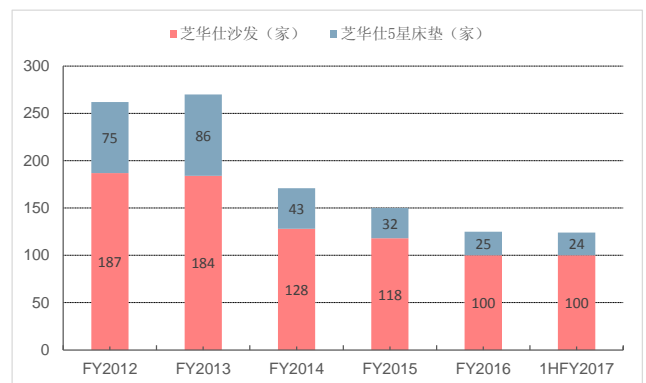
公司主要通过专卖店等方式销售床具产品, 2016 年 3 月起, 为加强消费者连带购买效应, 床具产品由“爱蒙”更名为“芝华仕 5 星床垫”, 在同一品牌下压缩消费者的思考时间, 发挥协同效应。截至 2016 年 9 月, 公司在大陆地区拥有 292 家经销商门店和 24 家自营店。

图 20: FY2012-1HFY2017 公司经销商门店数量 (家)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 21: FY2012-1HFY2017 公司自营店数量 (家)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



（四）营销：天王助力，跨界联合打造品牌形象

行业翘楚，天王之选。为进一步提升芝华仕产品知名度，公司加大了广告投放力度，2016年邀请“四大天王”之一的刘德华先生作为形象代言人，借此提升品牌形象、加速内地的业务拓展；其后在全国近 1300 多家芝华仕头等舱沙发专卖店同时推出“天王来了，和刘德华一起坐头等舱过新年”的活动，吸引了众多消费者。此外，公司加强提高营销准确度，开展跨界联合，在高端影院、知名购物中心、机场 VIP 候机室等增加了产品展示渠道；同时开发市场工程项目，先后为京沪高铁、上海世博影院、万达影院 VIP 厅、嘉禾影院 VIP 厅、私人游艇、南方航空 VIP 室等多个工程项目提供产品，进一步提高公司品牌形象和产品知名度；芝华仕 5 星床垫被索菲特、万豪等多家五星级酒店指定为床垫供应商，以星级品牌提供星级服务。

图 22：公司携手刘德华品牌代言



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

图 23：跨界联合，广泛应用于高端领域



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

（五）全产业链布局，精细化管理，成本控制精益求精

1、制造端向产业链上游延伸，把握原材料话语权

公司主要原材料为真皮、钢材、PVC 仿皮、木夹板、印花布和化学品，目前上游铁架、海绵等基本上可由公司自己供应，一方面公司沙发产量较大，自产零部件有规模优势，有利于加强成本端管理；另一方面，公司沙发的设计与升级改造更加灵活。

公司是中国最大的的海绵制造商，能够完全满足沙发生产中所需要的海绵，富余产品还可对外销售。公司主要附属公司中敏华家居（中国）有限公司、敏华家居总部（吴江）有限公司、敏华家居产业（惠州）有限公司、敏华品牌管理（天津）有限公司等均生产销售海绵，一方面可以有效控制成本，另一方面，海绵质地较轻，预收成本较高，且供应商容易作假。海绵质量下降会缩短产品的使用寿命，可能在两三年内弹性降低，因此公司采用独家专利，可在较长时间内保持海绵弹性，提高产品的耐用程度。

铁架主要由子公司吴江锐迈提供，锐迈机械科技（吴江）有限公司成立于 2011 年 4 月（“锐迈 RMT”），占地面积 25000 平米。公司位于长三角核心城市江苏吴江。其主要经营范围包括设计、开发、生产为家居企业配套的精密机械装置等，产能排名位列世界前三，产品一方面供给自用，另一方面外销给其他功能沙发企业。



图 24：吴江锐迈为公司提供功能沙发铁架



资料来源：吴江锐迈官网 中信建投证券研究发展部

此外，敏华控股自主斥资近 1.5 亿元在其惠州及吴江生产基地的自有厂房屋顶建设太阳能光伏发电项目，其中在其惠州的太阳能项目斥资近 1 亿，装机容量 12 兆瓦的太阳能光伏的年均发电量将高达 1200 万千瓦，每年可达到节省 5000 吨标准煤，每年减少约 12600 多吨二氧化碳、380 多吨二氧化硫、190 多吨氮氧化物及 3400 多吨粉尘的排放。2015 年 2 月 6 日，公司自主斥资建设的太阳能光伏发电系统正式并入国家电力系统。2016 财年外部电量使用量下降了 36.4%。

公司重要工厂采用太阳能发电，不仅节约公司用电成本，并且能够减少公司运营和产品生产对环境的影响，再次彰显了敏华控股优良的企业形象以及对上游成本的强力控制能力。

图 25：敏华惠州工厂光伏发电



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

2、勤学不殆，吸收日本精细化管理理念，成本控制能力优异

公司以日本精细化管理杰出代表企业丰田为目标，以专业化为前提、技术化为保证、数据化为标准、信息化为手段，在整个企业运行、生产过程中，分解细化各个流程，提高企业整体的执行能力，公司的销售支出占比、部门费用率逐渐改善。



组织架构和 Company 管理方面，建立了完善的绩效评估体系，与其他公司半年或者每年一次绩效评估不同，敏华每月都会考量所有经理及以上级别员工的 KPI，并且个人薪资水平与费用控制能力挂钩。引进了 SAP 旗下最先进的 SAP ECC、SAP HANA、SAP Retail 系统，目前公司的 SAP 技术与世界上多家知名企业，如壳牌石油、可口可乐、P&G 等同等级别，保障了前端销售与后端采购、生产、运输等流程衔接流畅，降低了生产销售过程中不必要的浪费和损耗，给产品价格带来了让利空间，提高了产品的竞争力。**生产方面**，生产流程规范化，高标准质检体系树立行业标准。生产工艺上，公司引进了意大利、德国、日本先进生产设备，采用新技术、新材料、新工艺，打造数字化流程管理。引进 20 多个国家的行业标准规范，严格控制产品工艺和品质，不仅为敏华树立了良好的口碑，同时降低了产品的返修率，间接地降低了公司的生产成本。

库存管理方面，公司的库存周转天数目前为 50 多天，近年来最高时也仅为 67 天左右，并且还在继续降低。对比国内家居行业的其他企业，库存的周转天数大多为 3-6 个月，公司的存货管理更高效。资金管理上，国外市场的营收账款周转天数为 30 天左右，国内市场销售环节一般为先付款再发货，较少占用资金。

高效的配送物流网络，国内敏华形成了以广东、江苏、天津四大制造基地为配送中心、覆盖国内各地区的物流网络，自购近百辆大货车组建专业的物流配送队伍，一方面为经销商提供的免费配送服务，极大地降低了经销商的运输成本，另一方面专业的配送队伍降低了运送过程中的损坏率，提升了客户的时效体验。

为服务世界各地消费者，满足终端配送服务向纵深化、精细化方向发展的需求，敏华面向世界，与拥有良好储运网络资源、具有先进管理水平和优秀服务理念的国际物流企业建立了牢固的战略合作伙伴关系，打造高效配送的货运物流网络。2014 年 7 月公司与深圳国际（00152.HK）签订战略合作协议，深圳国际将在城市综合物流港项目中为敏华控股定制专用仓库以及产品展示中心，并提供供应链增值服务。深圳国际是国内大型综合性物流基建公共平台供应商，本次合作有利于双方优势互补，提高在各自行业的竞争力。

四、竞争比较：规模、盈利能力行业领先，产品渠道开拓潜力大

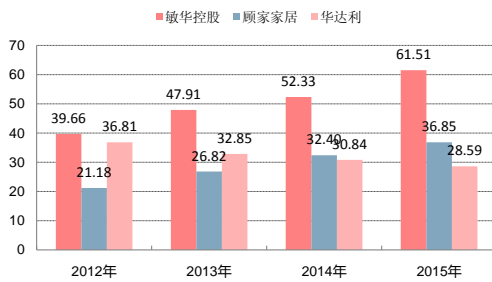
（一）敏华业绩规模、盈利能力均行业领先

目前，公司在国内的主要竞争对手有宜华生活（华达利）和顾家家居等，三家公司在规模、战略等方面各有差异。

营业收入方面，2015 年敏华、顾家、华达利的营收分别为 61.51 亿元、36.85 亿元和 28.59 亿元，同比增长分别为 11.75%、13.74%和-7.32%，敏华市场规模占优。2015 年敏华、顾家、华达利的归母净利润分别为 11.06 亿元、4.98 亿元和-0.1 亿元，同比增长 23.45%、17.42%和-131.6%。敏华 1HFY2017（2016.04.01-2016.09.30）的营收与净利润分别为 31.55 亿元和 7.61 亿元，保持行业较高水平。

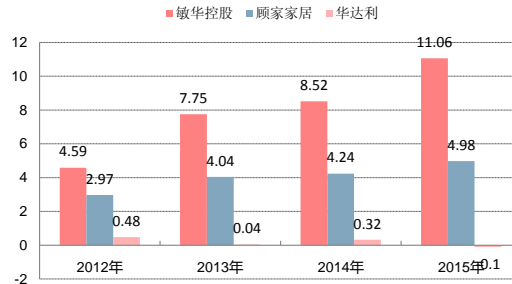


图 26: 敏华控股与同业上市公司营收对比 (亿元)



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 27: 敏华控股与同业上市公司净利润对比 (亿元)



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

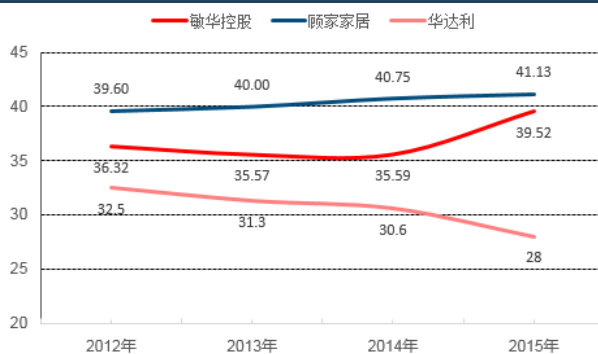
注: 1. 敏华财年为上年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日, 因此, 敏华 2012-2015 年的数据分别对应 FY2013-FY2016

2. 2016 年敏华收入、净利润水平分别对应 1HFY2017 (2016. 04. 01-2016. 09. 30) 收入与净利润水平

3. 敏华单位按照 WIND 期末汇率调整为人民币

盈利能力方面, 2015 年敏华、顾家和华达利毛利率分别为 39.52%、41.13% 和 28.0%, 2015 年敏华、顾家分别实现净利率 18.15%、13.31%、-0.35%。1HFY2017 敏华控股毛利率、净利率继续提升至 42.68%、24.21%, 行业较高。

图 28: 2012-2015 年敏华控股与同业上市公司毛利率对比 (%)



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

注: 1. 敏华财年为上年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日, 因此, 敏华 2012-2015 年的数据分别对应 FY2013-FY2016

2. 2016 年敏华毛利率、净利率水平分别对应 1HFY2017 (2016. 04. 01-2016. 09. 30) 毛利率与净利率水平

3. 敏华单位按照 WIND 期末汇率调整为人民币

表 8: 可比公司财务数据比较

业绩	敏华控股			顾家家居			华达利		
	2014 年	2015 年	1HFY2017	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入 (亿元)	52.33	61.51	31.55	32.4	36.85	47.95	30.84	28.59	-
同比 (%)	9.36	11.75	-3.13	20.81	13.74	30.11	-6.1	-7.32	-
归母净利润 (亿元)	8.52	11.06	7.61	4.24	4.98	5.75	0.32	-0.1	-
同比 (%)	10.05	23.45	43.94	5.14	17.42	15.4	669.1	-131.6	-



盈利能力

销售毛利率 (%)	35.59	39.52	42.68	40.75	41.13	40.44	30.6	28.0	-
同比 (pct)	0.02	3.93	3.16	0.75	0.38	-0.69	2.64	-2.6	-
销售净利率 (%)	16.41	18.15	24.21	12.97	13.31	11.94	1.04	-0.35	-
同比 (pct)	0.08	1.74	6.06	-1.97	0.34	-1.37	-	-	-

运营能力

存货周转率 (次)	5.69	6.38	6.64	4.27	4.47	5.06	-	-	-
应收账款周转率 (次)	11.67	12.09	12.66	22.85	18.53	17.13	-	-	-
净资产收益率 (ROE) (摊薄) (%)	24.46	28.17	34.56	42.63	48.42	16.73	-	-	-

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

注: 1、华达利被宜华生活收购, 9月并表, 2016年实现并表收入11亿元, 净利润1.2亿元。

2、华达利销售净利率=归母净利润/销售收入

(二) 敏华定位更聚焦, 生产垂直一体化

敏华精细化管理, 完善供应链, 北欧宜居惊艳中国。公司已在北美市场建立了良好的口碑, 尽管短时间内北美市场面临一系列挑战但市场前景依然广阔, 公司将根据市场的变化及时调整产品结构, 强化销售团队, 深入挖掘市场潜力, 保持市场的领导地位。

国内, 公司致力于将“芝华仕”品牌打造成家喻户晓的消费品品牌, 并持续拓展分销渠道、丰富产品线, 提升服务水平, 使中国成为最具潜力的区域。具体来看,

1、强化功能沙发市场领袖地位, 拓宽产品线“智能敬老椅”系列, 进军老年用品市场; 收购欧洲 Home Group, 引进 Fleming 北欧宜居高品质产品切入年轻化市场, 将时尚潮流和健康舒适融合, 提升年轻人消费群体的占比, 利用敏华强大的全国布局运作能力降低购买成本, 让消费者用超值的价格不用出国就能选购到纯正的北欧设计产品, 打造“芝华仕五星床垫”品牌, 提升市场占有率和知名度。

2、深化线上线下一体化, 实施十大模块精细化管理, 提升各销售网点业绩。公司内部在生产、物流配送、节能等方面加强管理, 收入方面线上借力“天猫”等电商平台积极推广, 线下零售批发共同发力。

3、进一步完善国内供应链体系, 加大营销及推广力度。布局上游海绵、铁架等供应链, 增强抵御市场风险的能力; 聘请天王刘德华, 提高营销准确度, 开展跨界联合, 在高端影院、知名购物中心、机场 VIP 候机室等增加了产品展示渠道。

顾家家居全品类、多层次产品矩阵, 一站式采购服务促成套采购量提升。公司旗下拥有“休闲沙发”、“LA-Z-BOY 功能沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“睡眠中心 (软床)”五大产品系列, 构成产品矩阵, 可满足不同消费群体的需求。

表 9: 2012-2016 年顾家家居主要产品营收占比 (%)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
沙发	65.62	65.01	63.51	61.41	59.23

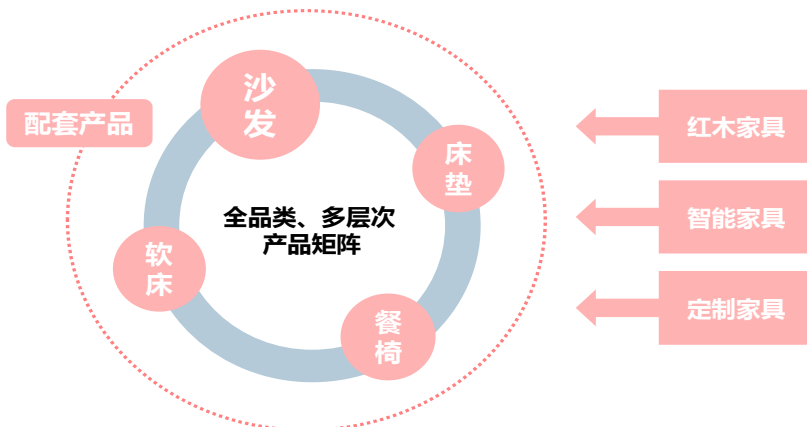


配套产品	14.53	16.61	15.91	14.68	15.19
软床及床垫	5.79	6.79	8.73	11.82	13.55
餐椅	8.05	6.85	6.16	5.46	4.53

资料来源: WIND 中信建投研究发展部

其中沙发是公司的传统优势产品,有多年的工艺积累和经营历史,2012-2016年沙发收入的复合增长率为19.56%。从主营业务构成来看,2016年沙发收入占比有所下降,但仍保持在59.23%的较高水平,占据绝对主导地位。床类产品包括软床和床垫,其收入占比由2012年的5.79%上升至2016年的13.55%,近年来销售收入增长迅速,由2012年的1.23亿元增长至2016年的6.5亿元,年复合增长率达51.62%,成公司收入增长的重要引擎。而由于公司近年来营销资源向沙发、软床产品等倾斜,餐椅销量未有大幅增长,2016年收入占比逐年下降至4.53%;但作为产品矩阵的重要组成部分,在公司优化资源配置的背景下,餐椅产品的收入将保持稳定增长。此外,公司其他配套产品2016年收入占比为15.19%。

图 29: 公司推进多层次产品矩阵战略并不断拓展新业务



资料来源: 公司招股意向书 中信建投证券研究发展部

除自主设计研发、生产与销售软体家居外,公司还向供应商采购茶几、电视柜、餐桌等配套产品进行销售。配套产品的设计方案由公司向供应商提供,与自产产品的风格保持一致。两种产品一道通过公司销售门店对外销售,为消费者提供客厅、卧室、餐厅等家居空间的一站式采购服务,促进成套采购量的提升。

公司计划不断推进“全品类、多层次的产品矩阵”战略,不断丰富产品品类,横向上实现软体家居全品类覆盖,纵向上形成高销量产品、高毛利产品、高品牌产品三个梯度产品布局。

华达利在制造、产品、渠道方面与宜华协同效应显著。2016年9月宜华生活全资子公司香港理想家居完成对华达利的并购。华达利内外协同共进,业绩可期。在产品端,华达利将补充宜华生活软体家居板块,在渠道端,华达利和宜华分别主攻欧洲、美国市场,海外渠道有望协同,而宜华内销拓展有带动华达利国内销售。2016年华达利实现并表收入、净利润分别为11.0亿元、1.2亿元,显著增厚宜华业绩。

华达利承诺公司核心管理人士至少任职60个月,并承诺在2016年8月1日至2017年7月31日、2017年8月1日至2018年7月31日、2018年8月1日至2019年7月31日财年华达利分别实现净利不低于0.25、0.28、



0.30 亿美元，按照 1:6.9 的汇率计算，合人民币 1.7、1.9、2.1 亿元。

宜华在国内经营模式上采取“体验中心+经销商”的销售模式，以体验馆为中心点辐射周边区域经销商。截至目前公司已在汕头、广州、北京等地拥有 18 家体验中心，在全国两百多个大中城市中拥有 400 多家经销门店，随着经销商招商的持续推进，公司经销商渠道建设有望持续完善扩张，推动内销收入可持续增长。

此外，宜华生活收购完成后华达利将从新加坡退市，并计划将总部迁入中国，进行终端零售业务整合，上市维护费用减少和管理费用率下降有助于公司业绩显著提升。

五、入股 Home Group，扩大中国市场及欧洲地区协同效应

2016 年 11 月公司与 Home Group Ltd. 建立战略联盟，以不超过 4.16 亿港币的最高代价认购 Home Group Ltd. 50% 的股权，未来敏华将与 Home Group Ltd. 在生产、渠道等方面发挥协同效应。

Home Group Ltd. 是欧洲知名软体家居生产商，拥有五大生产基地，分布于乌克兰、波兰、波罗的海等国家，产品主要销往北欧地区，主要客户包括 IKEA, Steinhoff 等。欧洲是仅次于北美市场的重要消费市场，尤其是西欧地区，经济发达，消费能力较高，是高端家居市场的兵家必争之地。

此次公司与 Home Group Ltd. 将在产品生产、原材料采购、销售等方面产生协同效应。

供应链方面，公司将与 Home Group Ltd. 深度整合全球原材料采购及供应链系统，结合敏华控股精湛的制造工艺、品质及成本控制能力，高效的物流配送体系，进一步降低成本增加各自产品在终端市场的竞争力。

生产和销售方面，公司可利用 Home Group 现有生产基地并进一步扩大产能，运用 Home Group 在欧洲的研发设计、管理及市场经验，进一步拓宽优势销售渠道，将产品快速推向欧洲市场，更加高效地服务欧洲消费者，扩展敏华在欧洲的市场份额。

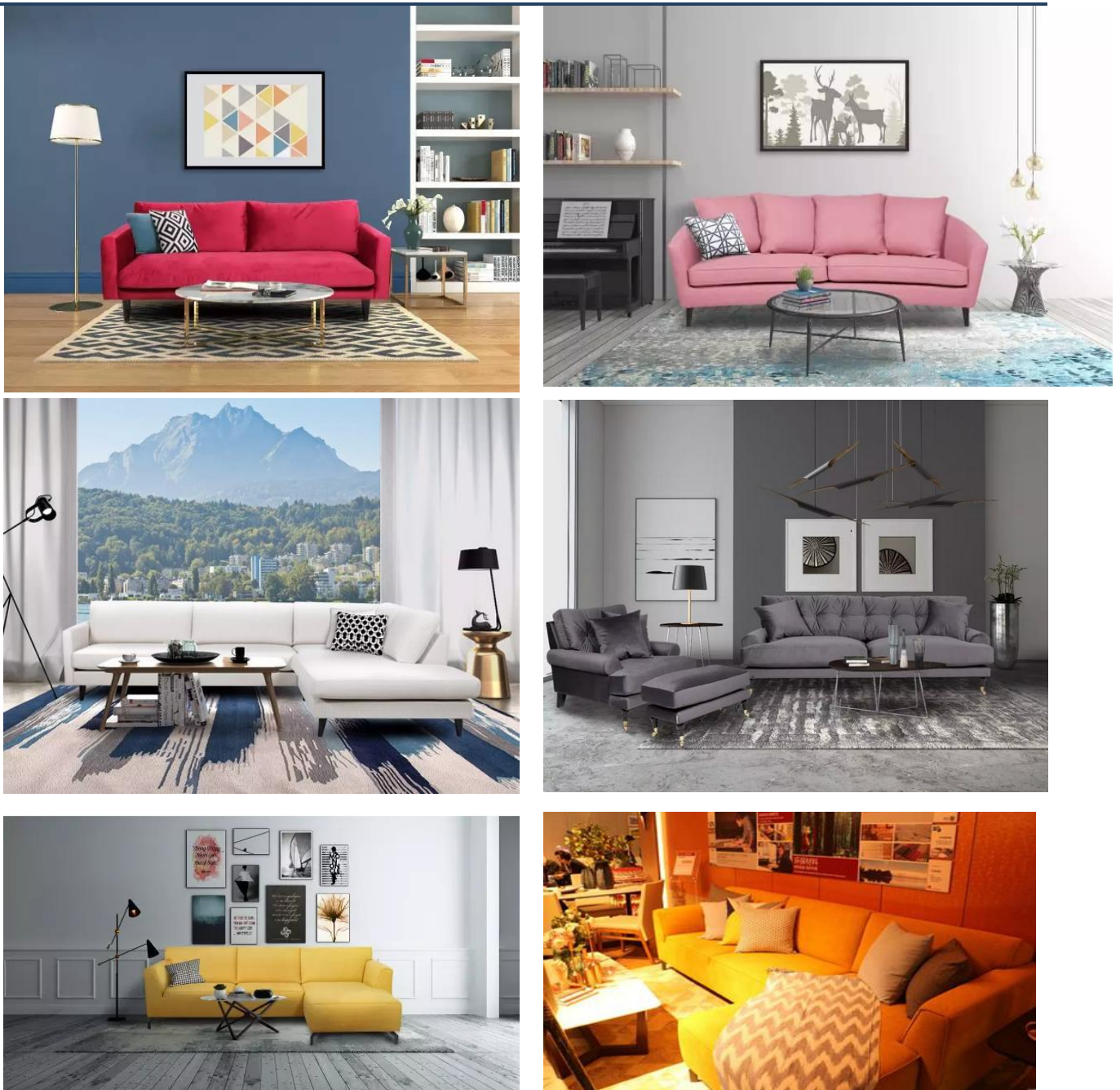
产品方面，敏华将在中国市场引进 Home Group 公司旗下 Fleming 北欧宜居品牌布艺沙发，利用敏华国内强大的市场能力及高效的物流配送体系推向市场，为中国消费者带来纯正的北欧设计和超性价比的欧洲品质产品。2017 年 3 月敏华推出 Fleming 北欧宜居系列的布艺沙发，以北欧风格家居切入年轻化市场，将时尚潮流和健康舒适融合，提升年轻人消费群体的占比。

Fleming 北欧宜居系列的布艺沙发与敏华原有的芝华仕沙发的风格截然不同，将消费群体锁定在一二线大城市的白领等。如同服装行业中的 ZARA, HM 等快消品牌，Fleming 也是定位为家居行业中的快速消费品，1299 元的两座沙发、999 元的单椅等产品，以年轻化的设计以及高性价比，满足年轻消费者的需求。同为北欧风格的家居，Fleming 与宜家的风格类似，宜家作为一个全球品牌，其在设计、生产等方面会考虑到整体的成本等问题，Fleming 北欧宜居系列会更加注重设计感，同时在品质上也有自己的标准。

Fleming 北欧宜居系列正式进军中国市场，为中国消费者带来纯正的北欧家居生活，提供更具设计感、更具时尚性、更加舒适、更加超值的家居产品。



图 30: Fleming 北欧宜居系列沙发



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

六、高分红、高派息，彰显高投资价值

公司作为港股中家居消费类优质标的，分红及派息亦为公司投资价值的一个重要参考维度。一方面，公司 FY2012-2016 股息持续增加，由 FY2012 的 3.3 港仙增长至 FY2016 的 17.5 港仙，年均复合增长 52%，1HFY2017 股息 14.0 港仙，已接近 FY2016 全年水平。另一方面，公司 FY2012-1HFY2017 累计派息及股份回购金额达到 43.48 亿，其中 FY2016 及 1HFY2017 分别派息 6.76 亿港元及 5.39 亿港元，派息率分别达到 51% 和 61%。公司



秉承价值成长公司理性，对股东回馈到位，彰显公司长期投资价值。

表 10: 公司 FY2012-1HFY2017 股息情况

股息	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	1HFY2017
中期股息	1.5	2.5	6.3	6.3	8	14
末期股息	1.8	4.5	6.3	6.5	9.5	-
特别股息	-	-	-	18.8	-	-
全年股息合计	3.3	7	12.6	31.6	17.5	-

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 11: 公司 FY2012-1HFY2017 股东回馈情况

股东回馈	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	1HFY2017	合计
归母净利润	3.03	5.68	9.77	10.75	13.27	8.84	51.35
派息金额	1.21	2.49	4.65	12.36	6.76	5.39	32.87
派息比率	40%	44%	48%	115%	51%	61%	64%
回购开支	1.31	1.79	1.61	2.73	2.98	0.20	32.87
派息及回购合计	2.52	4.28	6.26	15.09	9.74	5.59	43.48

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

七、投资建议：给予“买入”评级

1、关键假设及预测逻辑

(1) 收入

公司 FY2017 由于其他竞争对手在外销大客户上降价销售，海外业务收入承压，公司目前已采取措施应对，假设 FY2017 外销同比降 6%左右，FY2018 年公司目标外销重回两位数增长，假设增速 10%；国内沙发销售上公司聘请刘德华代言，对门店按照十大模块进行标准化管理，假设 FY2017- FY2018 均保持 30%增长。

(2) 成本

公司 1HFY2017 原材料价格大部分下降，但 2016 年底大宗商品价格开始上涨，假设 2017 全年原材料价格高位震荡，但是公司自己具备铁架制作、海绵发泡厂，对原材料价格控制能力强，且内销提价应对。整体假设公司 FY2017 毛利率相对 1HFY2017 的 42.68%微降至 42.00%，FY2018 毛利率继续微降至 41.50%。

(3) 期间费用

公司 1HFY2017 期间费用率出现较为明显下降，主要是由于运输费用、租金、物业和广告推广费用的下降，考虑到行业下游房地产金九银十，下半年企业广告宣传、促销折扣力度加大影响，假设 FY 2017 全年销售及管理费用占收入比重略有回升，财务费用维持稳定，FY2018 公司内销为发力重点，内销业务销售投入高于外销 ODM，假设 FY2018 销售及管理费用占收入比重继续提高。

表 12: 公司业绩拆分 (港元)

	FY2015	FY2016	1HFY2017	FY2017E	FY2018E
收入端拆分					
主营业务收入	65.55	73.28	35.93	77.32	91.43
同比	0.03%	17.60%	-2.50%	5.51%	18.25%
北美	28.21	33.21	17.19	30.89	33.97



上市公司深度报告

同比	6.31%	17.72%	-17.70%	-7%	10%
中国及香港	16.37	20.45	12.70	26.59	34.56
同比	2.89%	24.92%	33.00%	30.00%	30%
欧洲及其他	7.34	7.40	3.45	6.96	7.65
同比	-22.41%	0.82%	-16.30%	-6%	10%
成本端拆分					
营业成本	65.32	44.31	20.59	44.85	53.49
毛利	0.23	28.97	15.34	32.47	37.94
毛利率(%)	35.59%	39.52%	42.68%	42.00%	41.50%
期间费用拆分					
销售及管理费用/收入	20.80%	21.50%	19.10%	19.50%	20.00%
财务费用/收入	0.30%	0.20%	0.10%	0.10%	0.10%
期间费用率	21.10%	21.70%	19.20%	19.60%	20.10%
净利润	10.75	13.27	8.83	16.19	19.71
同比	10.03%	23.44%		21.99%	21.74%

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 13: 公司渠道拆分预测 (个)

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	1HFY2017	FY2017	FY2018
中国经销商门店								
芝华仕沙发门店数目	331	443	745	1002	1234	1361	1484	1634
芝华仕 5 星床垫门店数目	162	189	266	289	286	292	336	340
国内自营店								
芝华仕沙发门店数目	187	184	128	118	100	100	100	90
芝华仕 5 星床垫门店数目	75	86	43	32	25	24	23	21

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

2、投资建议

敏华控股专注于功能沙发的生产与销售, 目前在国内市占率 30% 以上, 且还在逐年提高。公司通过差异化经营和统一价格的销售策略, 实现了销售收入、净利润的持续增长, 毛利率、净利率的提升以及费用率的下降。我们预计公司 FY2017 (2016.03~2017.03)、FY2018 (2017.03~2018.03) 净利润为 16.19 亿港元、19.71 亿港元 (按照中报港元: 人民币 1.16 期末汇率换算为 13.9 亿和 16.9 亿元人民币), 同比增 21.99% 和 21.74%, 对应 PE 分别为 15x 和 12x, 首次覆盖, 目标价 8.00 港元, 给予“买入”评级。



分析师介绍

陈慎：中信建投房地产行业首席分析师,上海财经大学经济学学士,英国纽卡斯尔大学金融学硕士,3年房地产研究经验,2013年加入中信建投房地产研究团队,所在团队获2014年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师,统计学硕士,2012-2014年中国银河证券轻工纺服研究,所在银河团队历史成绩:新财富纺服行业2012年第4,2013第2,2014第4;水晶球纺服2012年第3,2013第2,2014第3;金牛奖纺服行业2012年第3,2013第4,2014第3。获2015年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第5名,2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名。

研究助理 孙金琦：2017年4月加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究;2014-2015年于广发证券、2015~2017年于东兴证券从事轻工造纸研究。

研究助理 丰毅：三年金融行业从业经验,曾任私募研究团队负责人,所在团队获2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士,2016年加入中信建投,所在团队获2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn
姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn
李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn
周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn
刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn
邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn
肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn
吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn
朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn
杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn
谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京中信建投证券研究发展部

中国北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海中信建投证券研究发展部

中国上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622