

敏华控股 (01999.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

内销显经营韧性，外销景气有望延续

业绩简评

5月16日，公司发布2024财年业绩公告，公司2024财年实现营业收入184.1亿港元（同+6.1%），归母净利润23.0亿港元（同比+20.2%）。公司下半财年实现主营收入94.7亿港元（同比+17.5%），归母净利润11.7亿港元（同比+41.7%）。

经营分析

FY24H2 内销显现经营韧性，外销显著改善：分区域看，FY24中国/北美/欧洲及其他海外营收分别同比+8.1%/+2.3%/+2.9%至120.0亿/42.8亿/12.0亿港元，其中下半财年分别同比+11.2%/+38.3%/35.0%。中国市场整体显现经营韧性，其中分品类来看，FY24中国市场沙发/床垫营收分别同比+7.7%/+14.4%至77.8/29.9亿港元，沙发业务公司依托让利消费者，FY24销量同比增长25.7%。分渠道来看，公司继续加大线下扩张，中国区域线下门店全年新增765家至7236家（未含格调），线下/电商渠道全年营收分别同比+10.5%/+6.3%至81.5/26.2亿港元，其中下半财年门店/电商营收分别同比+15.3%/−5.9%。此外，欧美市场FY24H2需求恢复较为明显，公司海外收入增长显著改善。

原材料成本下降，FY24 毛利率全面提升：公司FY24净利率同比+1.5pct至12.5%，毛利率同比+0.9pct至39.4%，其中FY24H2毛利率同比+1.4pct至39.6%，主因原材料成本下降，FY24原材料中的真皮/钢材单位成本同比分别−10.1%/−8.1%。分区域来看，FY24中国/北美/欧洲及其他海外市场毛利率分别同比+0.1%/+0.7%/+6.7pct至40.4%/37.1%/30.3%。费用率方面，公司FY24销售/管理费用率分别同比−1.1%/−0.8pct至18.0%/5.2%。

功能沙发渗透率提升支撑内销增长基础，外销景气度有望延续：展望后续，内销方面虽然家具行业整体需求后续或有所承压，但功能沙发品类依托性价比逐步提升及持续消费者教育，其在国内的渗透率仍有较大提升空间（根据欧睿统计23年渗透率为9.7%）。公司依托自身成本及品牌优势，后续有望仍有望依托品类渗透率提升红利，驱动自身逆势增长。此外，海外市场目前整体景气度相对较为理想，并且考虑补库周期时间及后续降息预期，公司外销景气度有望延续。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司25-27财年EPS分别为0.65/0.72/0.79港元，当前股价对应的PE分别为11X、10X、9X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨；品类扩张不及预期；汇率大幅波动。

轻工组

分析师：张杨桓（执业S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（港币）：6.930元

相关报告：

1.《敏华控股港股公司点评：艰难时期将过，经营有望重回正轨》，2023.5.17



主要财务指标

项目	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入(百万港元)	17,351	18,411	20,103	21,671	23,649
营业收入增长率	-19.29%	6.11%	9.19%	7.80%	9.13%
归母净利润(百万港元)	1,915	2,302	2,534	2,796	3,080
归母净利润增长率	-14.80%	20.23%	10.06%	10.34%	10.15%
摊薄每股收益(港元)	0.49	0.59	0.65	0.72	0.79
每股经营性现金流净额	1.04	0.00	0.71	0.74	0.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.57%	19.05%	17.33%	16.06%	15.03%
P/E	13.10	9.30	10.60	9.61	8.73
P/B	2.20	1.77	1.84	1.54	1.31

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表(港币 百万)							资产负债表(港币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	21,497	17,351	18,411	20,103	21,671	23,649	货币资金	2,826	3,619	3,274	4,868	6,485	8,349
增长率	30.8%	-19.3%	6.1%	9.2%	7.8%	9.1%	应收款项	3,031	2,328	2,733	2,823	2,978	3,161
主营业务成本	13,606	10,673	11,163	12,332	13,297	14,499	存货	3,087	1,769	1,848	2,021	2,172	2,364
%销售收入	63.3%	61.5%	60.6%	61.3%	61.4%	61.3%	其他流动资产	397	698	250	284	335	386
毛利	7,891	6,678	7,248	7,771	8,374	9,151	流动资产	9,341	8,415	8,105	9,997	11,970	14,260
%销售收入	36.7%	38.5%	39.4%	38.7%	38.6%	38.7%	%总资产	45.5%	42.8%	40.9%	44.2%	46.7%	49.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	68	73	23	31	41	51
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	6,023	6,620	7,228	7,878	8,558	9,258
销售费用	4,190	3,318	3,314	3,578	3,857	4,233	%总资产	29.3%	33.7%	36.5%	34.8%	33.4%	32.0%
%销售收入	19.5%	19.1%	18.0%	17.8%	17.8%	17.9%	无形资产	1,537	1,255	3,487	3,587	3,687	3,787
管理费用	1,053	1,047	956	1,065	1,127	1,230	非流动资产	11,181	11,226	11,703	12,626	13,636	14,666
%销售收入	4.9%	6.0%	5.2%	5.3%	5.2%	5.2%	%总资产	54.5%	57.2%	59.1%	55.8%	53.3%	50.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	20,521	19,640	19,808	22,623	25,606	28,926
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	4,335	4,176	4,113	4,013	3,913	3,813
息税前利润 (EBIT)	2,805	2,399	3,065	3,136	3,400	3,691	应付款项	1,156	951	710	788	868	959
%销售收入	13.1%	13.8%	16.6%	15.6%	15.7%	15.6%	其他流动负债	1,953	1,659	1,604	1,829	1,950	2,105
财务费用	-14	44	201	7	-51	-111	流动负债	7,444	6,786	6,428	6,630	6,732	6,877
%销售收入	-0.1%	0.3%	1.1%	0.0%	-0.2%	-0.5%	长期贷款	1	0	1	1	1	1
投资收益	10	10	4	11	15	15	其他长期负债	329	326	303	303	303	303
%税前利润	0.3%	0.4%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	负债	7,773	7,113	6,732	6,935	7,036	7,181
营业利润	2,641	2,321	3,061	3,117	3,375	3,667	普通股股东权益	11,710	11,557	12,083	14,617	17,413	20,493
营业利润率	12.3%	13.4%	16.6%	15.5%	15.6%	15.5%	其中：股本	1,571	1,568	1,551	1,551	1,551	1,551
营业外收支							未分配利润	10,145	10,788	10,532	13,066	15,862	18,942
税前利润	2,819	2,355	2,864	3,128	3,452	3,802	少数股东权益	1,038	971	992	1,071	1,157	1,252
利润率	13.1%	13.6%	15.6%	15.6%	15.9%	16.1%	负债股东权益合计	20,521	19,640	19,808	22,623	25,606	28,926
所得税	503	497	468	516	570	627	比率分析						
所得税率	17.8%	21.1%	16.4%	16.5%	16.5%	16.5%	每股指标						
净利润	2,317	1,858	2,396	2,612	2,882	3,175	每股收益	0.57	0.49	0.59	0.65	0.72	0.79
少数股东损益	69	-57	94	78	86	95	每股净资产	2.98	2.95	3.12	3.77	4.49	5.28
归属于母公司的净利润	2,247	1,915	2,302	2,534	2,796	3,080	每股经营现金净流	0.59	1.04	0.00	0.71	0.74	0.81
净利率	10.5%	11.0%	12.5%	12.6%	12.9%	13.0%	每股股利	0.30	0.25	0.30	0.00	0.00	0.00
							回报率						
							净资产收益率	19.19%	16.57%	19.05%	17.33%	16.06%	15.03%
							总资产收益率	10.95%	9.75%	11.62%	11.20%	10.92%	10.65%
							投入资本收益率	13.49%	11.33%	14.91%	13.29%	12.63%	12.06%
							增长率						
							主营业务收入增长率	30.81%	-19.29%	6.11%	9.19%	7.80%	9.13%
							EBIT增长率	17.26%	-14.48%	27.74%	2.31%	8.44%	8.55%
							净利润增长率	16.78%	-14.80%	20.23%	10.06%	10.34%	10.15%
							总资产增长率	17.68%	-4.29%	0.85%	14.21%	13.19%	12.96%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	32.9	39.9	32.7	32.6	32.8	32.1
							存货周转天数	72.9	81.9	58.3	56.5	56.8	56.3
							应付账款周转天数	28.1	35.5	26.8	21.9	22.4	22.7
							固定资产周转天数	90.2	131.1	135.4	135.3	136.5	135.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	11.39%	4.31%	6.86%	-5.14%	-13.70%	-20.82%
							EBIT利息保障倍数	35.9	14.6	15.3	25.7	28.6	31.8
							资产负债率	37.88%	36.21%	33.99%	30.65%	27.48%	24.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806