

轻工制造 | 公司研究

2024年5月22日

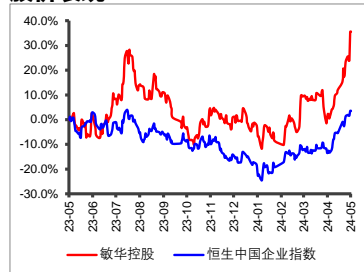
买入

维持

市场数据: 2024年5月21日

收盘价 (港币)	7.01
恒生中国企业指数	6,820.97
52周最高/最低价 (港币)	4.43/7.37
H股市值 (亿港元)	271.82
流通H股 (百万股)	3,878
汇率 (人民币/港币)	1.10

股价表现:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003

tuyt@swsresearch.com

黄莎 A0230522010002

huangsha@swsresearch.com

研究支持

魏雨辰 A0230122100011

weiyu@swsresearch.com

联系人

魏雨辰

(8621)23297818x

weiyu@swsresearch.com

FY24 表现略超预期，内外销双轮驱动，增长表现稳健

敏华控股(01999:HK)

公司公告 FY2024 年报，业绩略超预期：实现收入 184.11 亿港元，同比+6.1%（人民币口径同比+10.8%）；归母净利润 23.02 亿港元，同比+20.2%（人民币口径同比+25.5%）。其中 FY24H2 收入 94.74 亿港元，同比+17.5%；归母净利润 11.66 亿港元，同比+41.8%。分红与回购：以 2024 年 5 月 21 日为基准，FY2024 每股派息 30 港仙，分红率达 50.7%；回购 2.29 亿港元，回购及派息比例达 60.7%。

内销：FY24H1 向上修复，功能沙发渗透率保持提升，FY24 销量增长亮眼，渠道拓展顺畅。 FY2024 公司内销实现收入 119.87 亿港元，同比+8.1%（不含铁架为 107.69 亿港元，同比+4.8%），其中 FY24H2 实现收入 59.82 亿港元，同比+11.2%。分品类看，FY2024 沙发实现收入 77.82 亿港元，同比+3.1%，销量 112.0 万套，同比+25.7%，其中 FY24H2 实现收入 38.90 亿港元，同比+4.8%，销量 58.5 万套，同比+24.0%。根据公司公告，2023 年中国功能沙发渗透率提升至 9.7%，同比大幅提升 2.5pct。预计渗透率仍将稳步提升，行业规模保持较快增速，公司性价比产品推出，加快空白市场覆盖，销售增长亮眼。FY2024 床垫实现收入 29.88 亿港元，同比+9.6%，其中 FY24H2 实现收入 14.97 亿港元，同比+11.9%。分渠道看，FY2024 线下实现收入 81.49 亿港元，同比+5.8%，FY24H2 实现收入 40.51 亿港元，同比+11.6%。截至 2024 年 3 月 31 日，门店 7236 家，FY2024 净增 765 家门店，维持多系列开店策略，持续加大空白和下沉市场覆盖。FY2024 线上实现收入 26.21 亿港元，同比+1.8%，其中 FY24H2 实现收入 13.35 亿港元，同比-5.9%，FY24 线上团队调整，后期将继续加大新平台扩张，增速有望逐步修复。**展望 FY2024，完善产品布局，延续渠道加密，稳同店增长：**1) 巩固核心品类，多品类发展：功能沙发围绕专利、新材料更新迭代，加大床垫、定制等多品类发展。2) 渠道下沉：新开店逐步向低线城市渗透，加强空白市场覆盖；3) 强化营销提升品牌形象：通过与中央卫视、高铁合作、发布全民升舱白皮书等方式持续巩固品牌形象，深耕以旧换新需求对冲地产下行影响。

外销：伴随库存去化和基数回落，FY24H2 外销明显修复，新品开发、扩大销售团队，外销阶段性收入支撑强化。 FY2024 北美实现收入 42.84 亿港元（含铁架），同比+2.3%；欧洲及其他地区实现收入 11.95 亿港元，同比+2.9%；Home Group 实现收入 6.74 亿港元，同比+10.0%。其中 FY24H2 北美实现收入 22.47 亿港元（含铁架），同比+38.3%；欧洲及其他地区实现收入 6.63 亿港元，同比+35.1%；Home Group 实现收入 3.76 亿港元，同比+12.9%。2023 年去库周期基本结束，叠加同期低基数，FY24H2 外销明显修复。同时，公司自身优化调整，加大外销产品价格带下沉和新品开发，巩固客户关系，进一步提升海外市场份额；扩大海外市场销售团队，提高对中小客户和欧洲等新区域的覆盖，拓展新增长点。

财务数据及盈利预测

港币	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17,351	18,411	19,718	20,998	22,410
同比增长率 (%)	-19%	6%	7%	6%	7%
净利润 (百万元)	1915	2302	2600	2868	3075
同比增长率 (%)	-15%	20%	13%	10%	7%
每股收益 (元)	0.49	0.59	0.67	0.74	0.79
净资产收益率 (%)	16%	17%	19%	20%	21%
股息率 (%)	3.6%	4.3%	4.8%	5.3%	5.7%
市盈率 (倍)	14.4	11.8	10.5	9.5	8.9
市净率 (倍)	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

利润端：受益于原材料成本下降、收入规模提升，以及内部提质增效，利润率持续改善。 FY2024 内销毛利率 40.4%，同比提升 0.1pct，其中 FY24H2 内销毛利率 39.6%，同比下降 1.1pct。全年整体毛利率提升主要系 ① 原材料成本回落，其中钢材/真皮/化学品/木制品均价分别同比 -8.1%/-10.1%/-2.8%/-24.6%；② 加强经销商激励及让利消费者。FY2024 外销北美、欧洲及其他地区毛利率分别为 37.1%、30.3%，同比+0.7pct、+6.7pct。其中 FY24H2 外销北美、欧洲及其他地区毛利率分别为 38.2%、32.6%，同比+10.3pct、+5.9pct。外销北美地区 2023 年 1 月开始基本不再收取海运附加费，叠加 FOB/Landed 计价结构的变化（运费上涨时期部分贸易条款修改为离岸价），导致毛利率提升幅度不明显，根据公司，剔除海运附加费后 FY2024 北美市场毛利率实际+8.4%。外销毛利率提升主要受益于原材料成本下降和收入规模提升、规模效应释放。FY2024 销售/管理/财务费用率分别为 18.0%/5.2%/1.1%，同比-1.1pct/-0.8pct/+0.1pct。**FY2024 受益于提质增效成效明显、原材料和运费成本回落等因素影响，公司净利率同比+1.5pct 至 12.5%，其中 FY24H2 净利率同比+2.1pct 至 12.3%，利润率明显改善。**

内销以功能沙发为核心，持续强化产品力和品牌力，床垫、定制等新品类渐次发力，依托供应链优势，持续渠道拓展，加大下沉市场和空白区域覆盖，积极拥抱线上直播、家装等新渠道；外销业务运营成熟，组织架构优化，产品开发、客户服务细化，加速新客户、新产品、新区域拓展，强化阶段性成长支撑。考虑到地产政策逐步宽松，有望实现稳健增长，我们小幅上调公司 FY2025 归母净利润为 26.00 亿港元（前值为 25.69 亿港元），维持 FY2026 年归母净利润预测 28.68 亿港元，新增 FY2027 年归母净利润预测为 30.75 亿港元，FY2025-2027 归母净利润同比 13%/10%/7%，对应目前 PE 为 10X/9X/9X。公司分红回购政策稳定，高股息具备较强安全边际，叠加地产政策持续催化，维持“买入”评级。

风险提示：国内消费力疲软，海外宏观经济环境波动。

表：利润表

单位：百万港元	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
收益	12144	16434	21497	17351	18411	19718	20998	22410
<i>yoy</i>	8%	35%	31%	-19%	6%	7%	6%	7%
已售商品成本	-7727	-10505	-13606	-10673	-11163	-11956	-12744	-13614
毛利	4418	5929	7891	6678	7248	7763	8254	8795
其他收入	414	512	291	438	387	370	374	370
其他损益	57	-94	-49	-241	-304	-200	-150	-100
销售及分销开支	-2002	-3119	-4,190	-3318	-3314	-3519	-3703	-3912
行政及其他开支	-622	-778	-1,053	-1047	-956	-986	-1050	-1120
财务成本	-156	-96	-80	-165	-201	-187	-187	-187
应佔合营公司业绩	1	6	10	10	4	5	5	5
除所得税前溢利	2109	2360	2819	2355	2864	3246	3544	3852
所得税开支	-417	-337	-503	-497	-468	-552	-602	-655
年度溢利	1692	2023	2317	1858	2396	2694	2941	3197
<i>yoy</i>	20%	20%	14%	-20%	29%	12%	9%	9%
下列各项应佔年度溢利								
本公司权益持有人 (归母净利润)	1638	1925	2247	1915	2302	2600	2868	3075
<i>yoy</i>	20%	17%	17%	-15%	20%	13%	10%	7%
非控股权益	54	99	69	-57	94	94	74	121

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。