

买入

2024年05月30日

FY2024 业绩表现良好，持续看好公司未来的发展

- FY2024 业绩概览：** 公司实现总收入 187.9 亿港元（同比+5.7%）；主营收入 184.1 亿港元（同比+6.1%，人民币口径+10.8%）。集团毛利率同比+0.9pct 至 39.4%，主要因为原材料成本的下降。经营开支比率减少 2 个百分点，受益于海运降费导致相关费用减少及良好的管理人员成本控制。有效税率从 21.1%减少到 16.4%，受益于子公司在新疆享受的税务优惠。因此，归母净利润 23.0 亿港元（同比+20.2%，人民币口径+25.5%），归母净利润率 12.5%（+1.2pct）。期内公司每股派息 30 港仙，派息比率为 50.7%。如果加上期内 2.3 亿元的回购，总的股东回报率达 60.7%。总体业绩良好。期内，中国的门店数净增加 765 家，到 7,236 家。
- 中国市场同比+8.1%，欧美市场下半年录得双位数增长：** 按市场来看，中国主营收入 119.9 亿港元（同比+8.1%，人民币口径+12.8%）；北美收入 42.8 亿港元（同比+2.3%），欧洲及其他海外市场收入 11.9 亿港元（同比+2.9%）。受益于去库存周期的结束，海外市场于下半年录得双位数增长。Home 集团的收入 6.7 亿港元（同比+10%，乌克兰的生产设施于期内并无受到严重破坏）。其他业务收入下跌 8.5%到 2.7 亿港元，主要受房地产业务下降的影响。
- 床具增长较快，沙发的销量增长 26.6%：** 按产品来看，集团沙发/床具营收分别同比（+2.9%）/（+9.6%）至 126.6 亿/29.9 亿港元。中国市场的沙发/床具营收分别同比 7.7%及 14.4%（人民币口径）。集团沙发的销量同比（+26.6%）到 1.9 百万套。中国沙发的销量同比（+25.7%）到 1.1 百万套，而海外沙发的销量同比（+28.0%）到 78.2 万套。中国沙发的单价则下滑 7.9%（人民币口径）。集团连续六年蝉联全球功能沙发销量第一企业。
- 毛利率的提升，受益于原材料成本的下降：** 集团毛利率同比+0.9pct 至 39.4%。中国市场（同比+0.1%至 40.4%）、北美市场（同比+0.7%至 37.1%，剔除海运附加费后增长 8.4%）、欧洲及其他海外市场（同比+6.7%至 30.3%）。集团毛利率的提升主要因为原材料成本的下降，公司主要原材料中真皮/钢材/木夹板/印花布/化学品/包装纸品的平均单价同比分别-10.1%/-8.1%/-24.6%/-6.0%/-2.8%/-8.9%。
- 展望：** 预计 FY2025 中国市场能维持稳定的增长，主要受益于存量市场的推动和消费者对于美好品质生活的追求；门店预计会增加 700-800 家。海外市场方面：预计能维持双位数的增长；受益于去库存周期的结束，新管道新客户的拓展，销售团队的重塑，新产品的研发及升级迭代。预计原材料和物流成本会相对稳定，所以也预计毛利率能保持相对稳定。
- 目标价 8.69 港元，维持买入评级：** 中国功能沙发市场目前渗透率较低，长期增长潜力巨大；作为龙头企业，我们相信集团能继续享受行业的长期增长。由于集团不断加强新产品研发和技术创新，拥有垂直式规模化的产能，在品质及成本上均有优势；有利其中国和海外市场的发展。我们持续看好公司，维持买入评级；给予公司 8.69 港元的目标价，为 2025 年预测的 13.5xPE。

王柏俊

+852-25321915
Patrick.wong@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	家具
股价	6.76 港元
目标价	8.69 港元 (+28.49%)
股票代码	1999.HK
已发行股本	38.78 亿股
市值	262 亿港元
52 周高/低	7.84/4.34 港元
每股净资产	3.12 港元
主要股东	黄敏利 (61.23%)

盈利摘要

年结日: 31/3	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入(百万港元)	17,789	18,799	20,396	22,147	23,967
变动(%)	-18.4%	5.7%	8.5%	8.6%	8.2%
归母净利润(百万港元)	1,915	2,302	2,524	2,838	3,124
变动(%)	-14.8%	20.2%	9.6%	12.4%	10.1%
每股盈利(港元)	0.49	0.59	0.64	0.72	0.80
变动(%)	-14.2%	20.2%	9.6%	12.4%	10.1%
市盈率@6.76港元	13.8	11.5	10.5	9.3	8.5
每股股息(港元)	0.25	0.29	0.32	0.36	0.40
息率(%)	3.7%	4.3%	4.8%	5.4%	5.9%

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万港元>财务年度截至<3月31日>						<百万港元>财务年度截至<3月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	17,789	18,799	20,396	22,147	23,967	盈利能力					
毛利	6,678	7,248	7,927	8,564	9,243	毛利率 (%)	38.5%	39.4%	38.9%	38.7%	38.6%
其他业务收入	438	387	387	387	384	营运收入利率 (%)	11.7%	17.6%	18.2%	18.7%	18.9%
销售及管理费用	-4,365	-4,270	-4,668	-4,913	-5,233	净利率 (%)	10.8%	12.2%	12.4%	12.8%	13.0%
其他溢利	-241	-304	-304	-304	-304	营运表现					
营运收入	2,510	3,061	3,343	3,734	4,089	SG&A/收入 (%)	24.5%	22.7%	22.9%	22.2%	21.8%
净财务收入 (开支)	-165	-201	-147	-139	-132	实际税率 (%)	21.1%	16.4%	17.8%	17.8%	17.8%
联营公司	10	4	-	-	-	股息支付率 (%)	51.2%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
税前盈利	2,355	2,864	3,196	3,594	3,957	库存周转天数	71	49	49	49	49
所得税	-497	-468	-570	-641	-706	应收账款天数	40	33	33	33	33
少数股东应占利润	-57	94	103	115	127	应付账款天数	36	27	27	27	27
净利润	1,915	2,302	2,524	2,838	3,124	财务状况					
增长						负债/总资产	0.36	0.34	0.32	0.29	0.27
总收入 (%)	-18.4%	5.7%	8.5%	8.6%	8.2%	收入/总资产	0.91	0.95	0.97	0.99	1.00
营运收入 (%)	-13.1%	22.0%	9.2%	11.7%	9.5%	ROA	0.10	0.12	0.12	0.13	0.14
净利润 (%)	-14.8%	20.2%	9.6%	12.4%	10.1%	ROE	0.16	0.19	0.20	0.20	0.20
资产负债表						现金流量表					
<百万港元>财务年度截至<3月31日>						<百万港元>财务年度截至<3月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	3,738.2	3,273.8	3,566.2	3,973.2	4,480.4	税前盈利	2355	2864	3196	3594	3957
应收账款	1,598.3	1,746.9	1,834.2	1,925.9	2,022.2	折旧及摊销	98	36	34	85	134
存货	1,449.7	1,553.5	1,631.1	1,712.7	1,798.3	营运资金变化	1272	(414)	(124)	(130)	(137)
其他流动资产	1,628.4	1,530.4	1,606.9	1,687.3	1,771.6	其他	(689)	(627)	(736)	(808)	(869)
总流动资产	8,414.6	8,104.6	8,638.5	9,299.1	10,072.7	营运现金流	3036	1859	2370	2741	3086
固定资产	6,743.3	7,227.9	7,589.3	7,968.8	8,367.2	资本开支	(1198)	(1075)	(1000)	(900)	(900)
无形资产	215.9	171.5	180.1	189.1	198.6	其他投资活动	500	(95)	174	174	173
其他	4,266.6	4,303.5	4,578.7	4,882.2	5,212.9	投资活动现金流	(699)	(1170)	(826)	(726)	(727)
总资产	19,640.5	19,807.5	20,986.6	22,339.2	23,851.3	负债变化	(159)	(62)	(206)	(195)	(186)
银行借款	4,176.1	4,113.2	3,907.5	3,712.2	3,526.6	股本变化	0	0	0	0	0
应付帐款、应付票据	1,925.6	1,801.2	1,891.2	1,985.8	2,085.1	股息	(1163)	(1066)	(1206)	(1340)	(1490)
其他	684.3	513.3	538.9	565.9	594.2	其他融资活动	(159)	(62)	(206)	(195)	(186)
总短期负债	6,786.0	6,427.6	6,337.7	6,263.8	6,205.8	融资活动现金流	(1322)	(1128)	(1412)	(1536)	(1676)
长期银行贷款	0.4	1.0	1.1	1.1	1.2	现金变化	913	(464)	292	407	507
其他负债	326.3	303.2	310.4	318.0	326.0	期初持有现金	2826	3738	3274	3566	3973
总负债	7,112.7	6,731.9	6,649.2	6,583.0	6,533.0	期末持有现金	3738	3274	3566	3973	4480
少数股东权益	971.0	992.3	992.3	992.3	992.3						
股东权益	11,556.8	12,083.4	13,345.1	14,764.0	16,326.1						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。