

## 敏华控股：功能沙发市场龙头，踏平地产周期，全力开拓中国市场

导语：消费者的购买驱动因素，逐渐从新房布置需求转变为对生活品质的追求。

作者：市值风云 App：布偶

最近，一个名为“45度人生”的说法流行了起来，描述了“躺又躺不平，但卷又卷不动”的状态。然而，当谈到“躺平”，风云君有话要说：真正的躺平，其实是一种极致的舒适体验呀！

不过，风云君所指的并非懒惰，而是在紧张的生活节奏中找到片刻的宁静。周末逛宜家时，你不难发现，无论是男士还是女士，都喜欢在沙发和床具区域逗留，沉浸在手机的世界里，享受一天的悠闲时光。

根据《全民升舱白皮书 II》，如今近七成年轻人将躺在沙发上玩手机作为下班回家后的首选休闲方式。而相比传统沙发，具备调节转向、摇摆按摩等功能的功能沙发对年轻人更具吸引力。

今天，风云君就和大家聊聊沙发。

### 一、贸易战后的战略调整，开拓中国市场

敏华控股（01999.HK）是一家在功能沙发领域占据龙头地位的香港上市公司。

敏华控股成立于 1992 年，总部位于中国香港，在中国、美国、英国等全球核心经济区域设有多家分支机构。

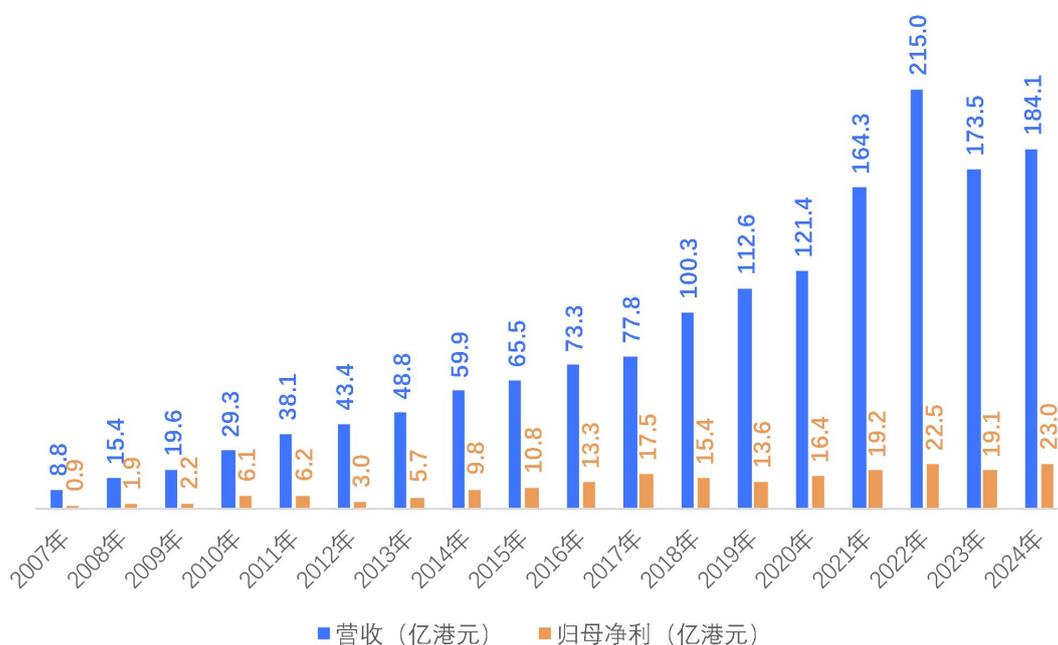
公司产品以功能沙发为主，辅以床垫、板式家具及家具配件等。公司旗下拥有芝华仕、头等舱、尼科莱蒂三大知名品牌 11 大系列。截至 2023 年末，公司在中国功能沙发市场的占有率达到 53%。

截至 2024 年 3 月 31 日，创始人黄敏利是公司的实控人，他通过直接和间接持股（主要是通过敏华投资有限公司）方式，共持有公司 62.4% 的股份。

2024 财年（财年截止日期为日历年当年的 3 月 31 日），公司营收为 184.1 亿港元（同比+6.1%），归母净利润为 23 亿港元（同比+20.2%）。

注：除特别说明，本文金额单位为港元。

### 营收和归母净利（亿港元）



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

2024 财年的营收增长主要得益于中国市场的增长，营收贡献超过 65%。该财年中国功能沙发市场渗透率有所提升，从去年同期的 7.2% 上升至今年的 9.7%。

此外，该财年的归母净利润提升主要归功于两方面：一是期间费用的优化（主要是公司对于职工的薪资有所轻微下调），二是原材料成本处于历史低位。

回顾过去，公司几乎每年都保持着营收的增长。

2023 财年是目前公司在港上市后唯一营收下滑的一年，主要原因在于：该财年（2022 年 4 月初至 2023 年 3 月末），疫情对中国和美国市场造成明显冲击，叠加美国消费品市场高库存和商品价格通胀，抑制了沙发需求。

过去十年，中国和美国是敏华控股最重要的两个市场。在中美贸易摩擦升级前（2019 财年以前），美国市场曾贡献公司约一半的营收，是公司的第一大市场。

然而，贸易战后，尽管公司积极应对，包括在越南建立生产基地规避关税，并加强与美国客户的沟通，但只能做到勉强稳定其营收规模 and 市场份额。美国市场的营收在 2019-2024 财年期间几乎没有增长。

A 股上市公司匠心家居（301061.SZ）同样以功能沙发和智能床垫为主要业务，且高度依赖美国市场（营收占比约 8 成）。贸易战后，该公司在美国的业务发展也遭遇明显阻碍。



(来源：市值风云 APP)

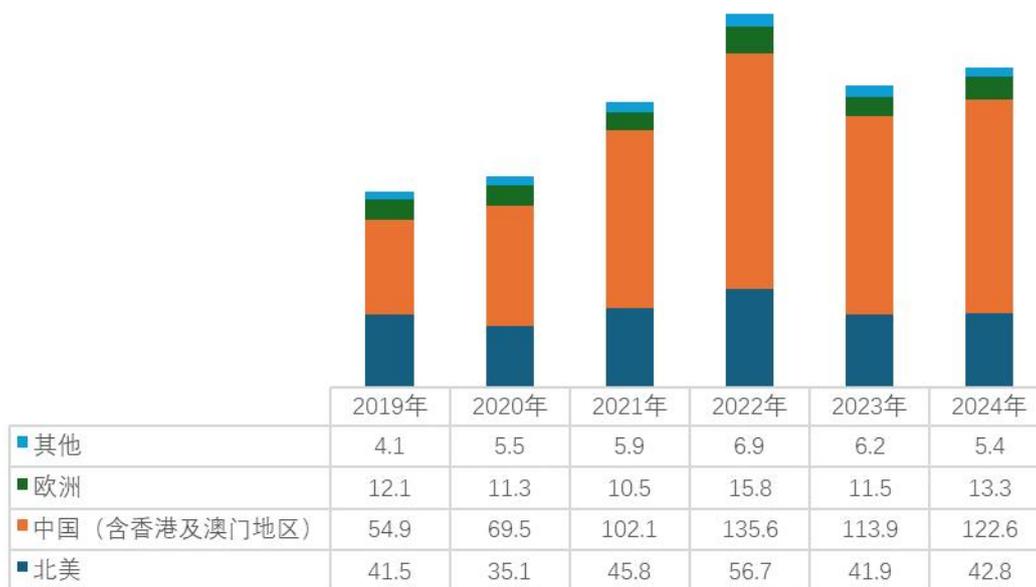
不过，由于客户类型和经营哲学不同，两家公司采取了截然不同的应对策略。匠心家居下游客户以品牌商和零售商等 B 端为主，主要通过参加国际展会进行销售，因此匠心家居的销售费用投入低于同行。

例如，同行的销售费用率普遍在 10%-18%左右，而匠心家居在贸易战前约为 7.5%，如今遇到贸易战的影响后决定求稳，销售费用率不超过 3.5%，闲钱用于购买理财产品，等待下一个有利的行业周期出现。

相比之下，敏华控股在贸易战后决心发展中国市场，加大了销售费用的投入力度。2014-2020 财年期间公司的平均销售费用率在 16%左右，而 2021 财年开始迅速提高到 18%以上，并一直延续至 2024 财年。

如此做法的成效是，中国地区的营收从 2020 财年的 69.5 亿一路增长至 2024 财年的 122.6 亿，CAGR 为 15.2%。2024 财年，中国地区已是公司第一大市场。

营收构成（按地区，亿港元）



（来源：公司年报，制图：市值风云 APP）

## 二、ROE 曾出现下滑，和地产行业景气度仍有相关性

自 2020 财年起，公司开始专注中国市场，不断完善国内上游产业链布局 and 垂直一体化生产，并在全国多地建立生产基地以降低成本。因此，公司的毛利率在不断小幅提高。

凭借在功能沙发领域的龙头地位带来的规模优势，以及在行业中较强的上游议价能力，敏华控股得以绕过中间商，直接与源头厂家协商，获得比同行更低的采购价格。

另外，由于生产规模足够大，敏华控股在采购生产设备时更具优势，可以选择比行业平均水平更先进、更昂贵的设备。

例如，公司的缝纫设备相比同行平均能节省 5% 的皮料。在生产量大的情况下，这些设备带来的成本节省足以抵消其高昂的购置成本。

一般来说，沙发产品的材料成本占总成本的 75%-80%，主要包括皮革、海绵和木材。其中，皮革是主要的采购原材料之一，成本占比约为总成本的四成。因此，在设备上的投入能有效降低沙发产品的生产成本，从而提高毛利率。

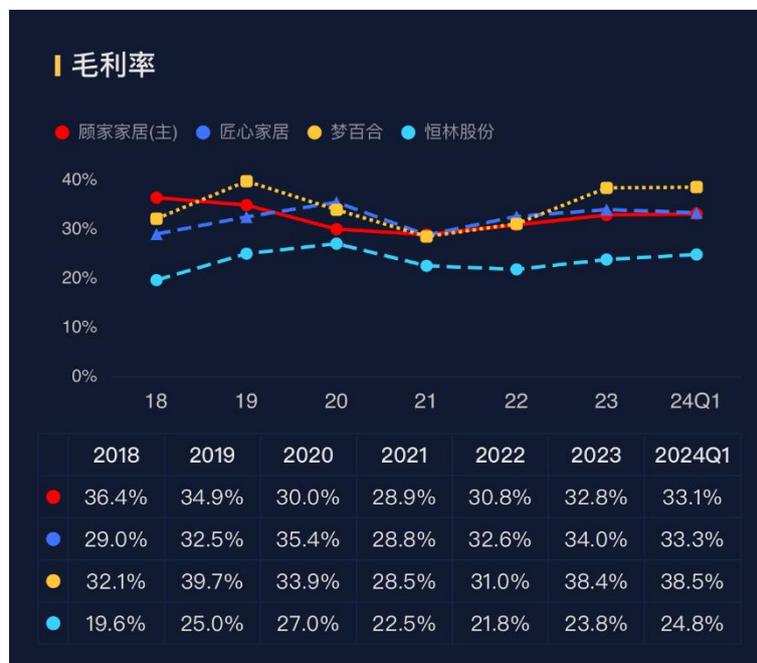
因此，敏华控股的毛利率一直保持在 34%以上，2024 财年更是达到 39%，在行业中处于领先水平。

为了印证这一点，本文选取了四家 A 股上市公司作为可比公司：顾家家居 (603816.SH)，匠心家居，梦百合 (603313.SH)，恒林股份 (603661.SH)。

风云君的可比公司选取标准：首先，公司主营业务为座椅/沙发/软式家具，且营收占比过半；其次，结合市值风云 APP 的 F10 对比功能，通过行业纯度和营收规模相似度作为指标，筛选出最匹配的四家 A 股上市公司。

港股家具板块中，敏华控股的营收规模远超其他公司。例如，其营收规模分别是排名第二的皇朝家居 (01198.HK) 和排名第三的齐家控股 (08395.HK) 的 22 倍和 300 倍。由于规模差异过大，本文未选取港股同行个股进行横向对比。

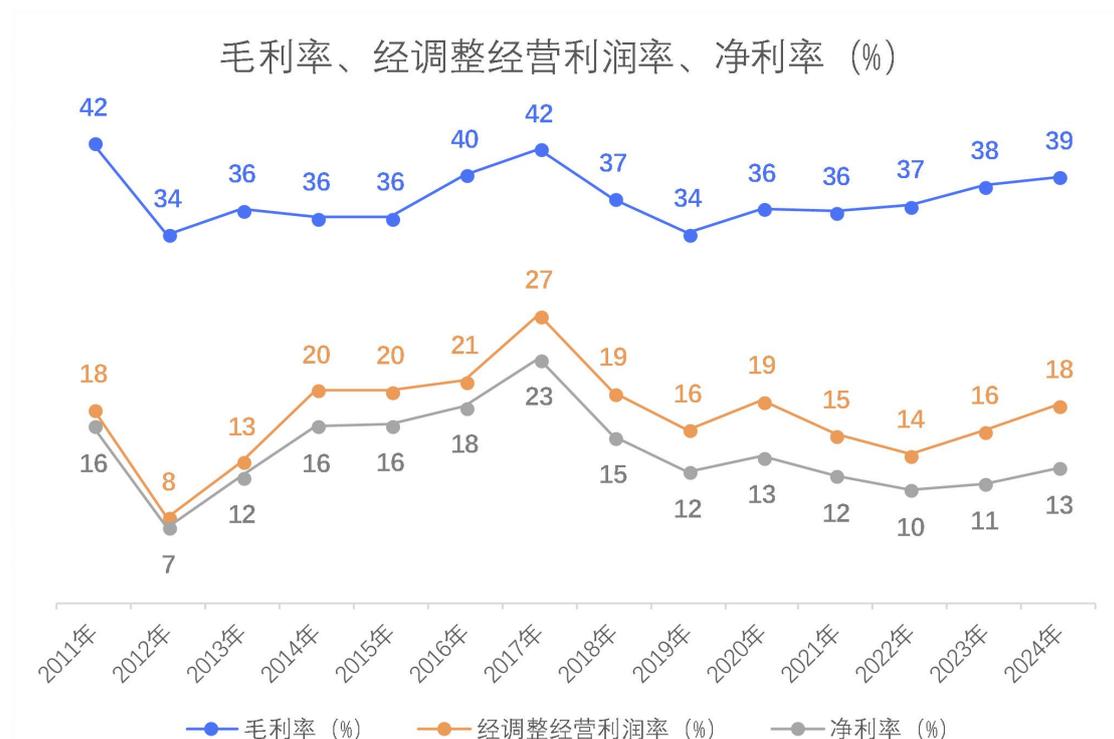
可以看到，公司 2024 财年的毛利率超过了四家可比公司中表现最好的梦百合的 38.4% (大致对应 A 股上市公司的 2023 年，即最近一个完整财年)。



(来源：市值风云 APP-F10 对比功能)

但是，由于公司加大了销售和渠道拓展的投入，销售费用明显增加，使得公司的经调整经营利润率和净利率反而在 2020 财年后有所下滑。

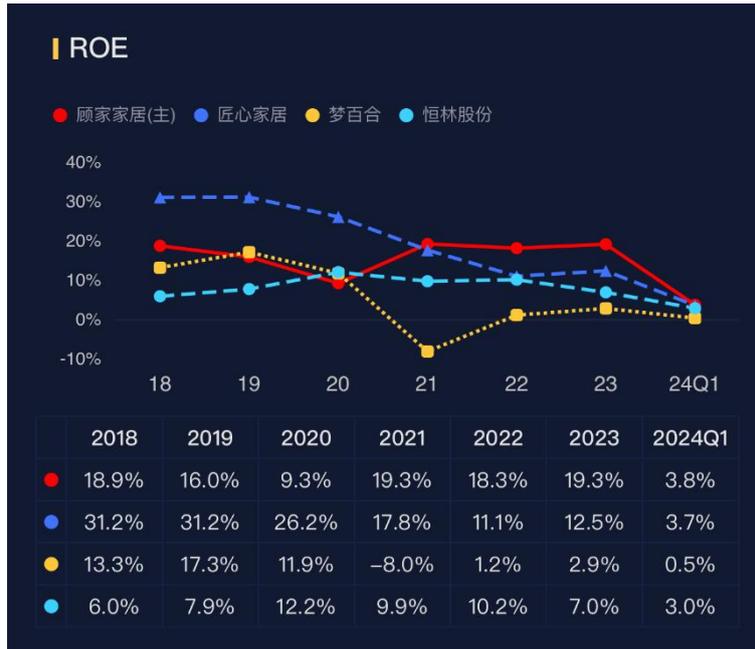
得益于 2022 财年后毛利率的持续提升和期间费用的有效控制，敏华控股的经调整经营利润率和净利率在 2024 财年回升至 18.3%和 12.5%，已恢复到 2020 财年水平。



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

近年地产行业的不景气导致家具行业出现一定程度的盈利能力下滑，销量下滑和库存积压。四家可比 A 股公司（顾家家居、匠心家居、梦百合、恒林股份），几乎都出现 ROE 下滑，例如梦百合从 2018 年的 13.3%下降至 2023 年的 2.9%。

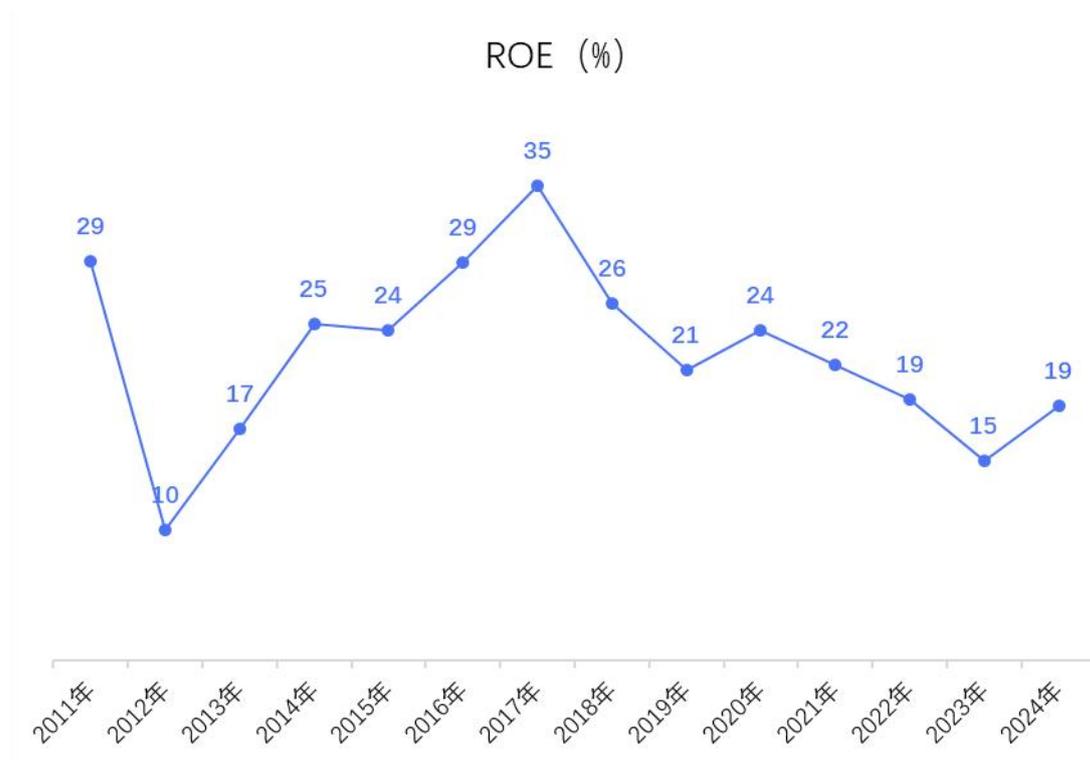
例外的是顾家家居，他们在这段时间也在开发东北非市场和拉丁美等市场，所以受到的影响相对较小。2023 年的 ROE 为 19.3%，和 2018 年的 18.9%基本相当。



(来源：市值风云 APP-F10 对比功能)

敏华控股也未能从行业不景气中幸免。从 2017 财年的中美贸易摩擦，到随后的地产行业景气度下滑和疫情影响，公司同样面临库存积压和销量下滑的困境，ROE 表现也受到影响。

**敏华控股的 ROE 从 2017 财年的 34.8% 下滑至 2023 财年的 14.7%。2024 财年，受益于中国市场销量增长和原材料价格下降，公司的 ROE 回升至 18.7%。**



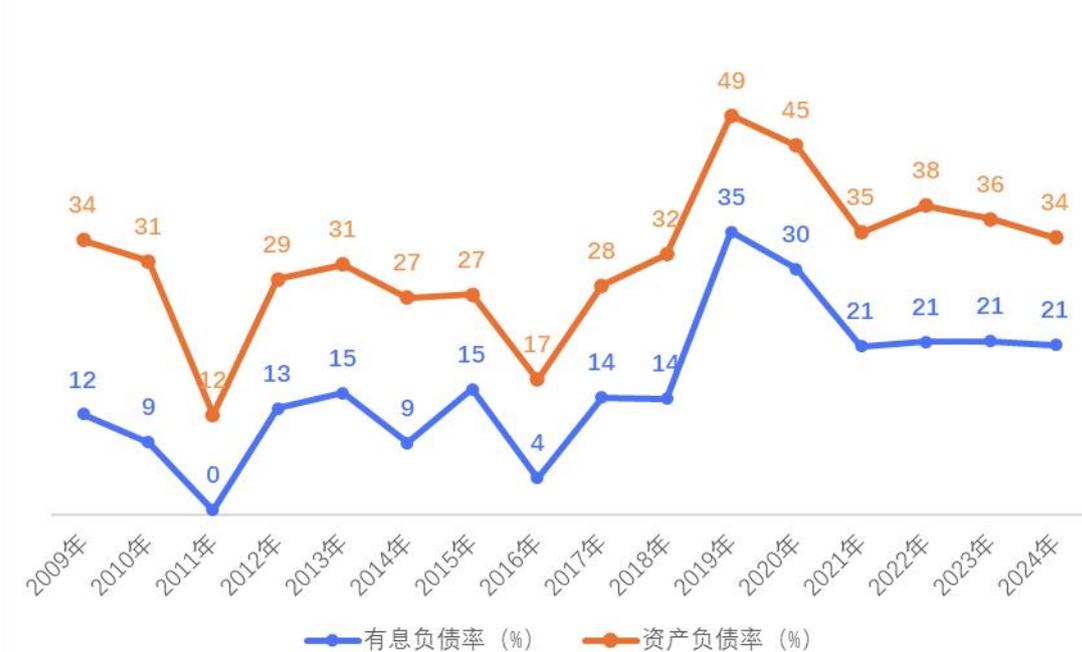
(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

此外，公司从 2020 财年开始的降杠杆策略，也一定程度上促使了 ROE 的下降。

2019 财年，公司为加大力度发展中国市场，在中国多地新建生产基地，因此增加了贷款以满足资金需求。如今，中国市场的业务拓展已见成效，公司开始通过提前偿还债务等方式，将杠杆率逐步回调至 2017 财年以前的水平。

截至 2024 财年末，公司的有息负债率和资产负债率分别为 20.8%和 34%。

有息负债率、资产负债率 (%)



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

### 三、通过产品年轻化逐步摆脱周期束缚

敏华控股作为家具领域的公司，其业务前景与地产行业的景气度有一定关联。

沙发及配套产品是敏华控股的主力产品，在 2015 财年之前营收占比甚至超过 9 成。到 2024 年，这一比例下降至 68.8%，主要原因是公司自 2016 财年起开始拓展床具市场。如今发展至 2023-2024 财年，床具产品线贡献公司约 16%的营收。

不过床具仍然是和地产行业景气度高度相关的领域。

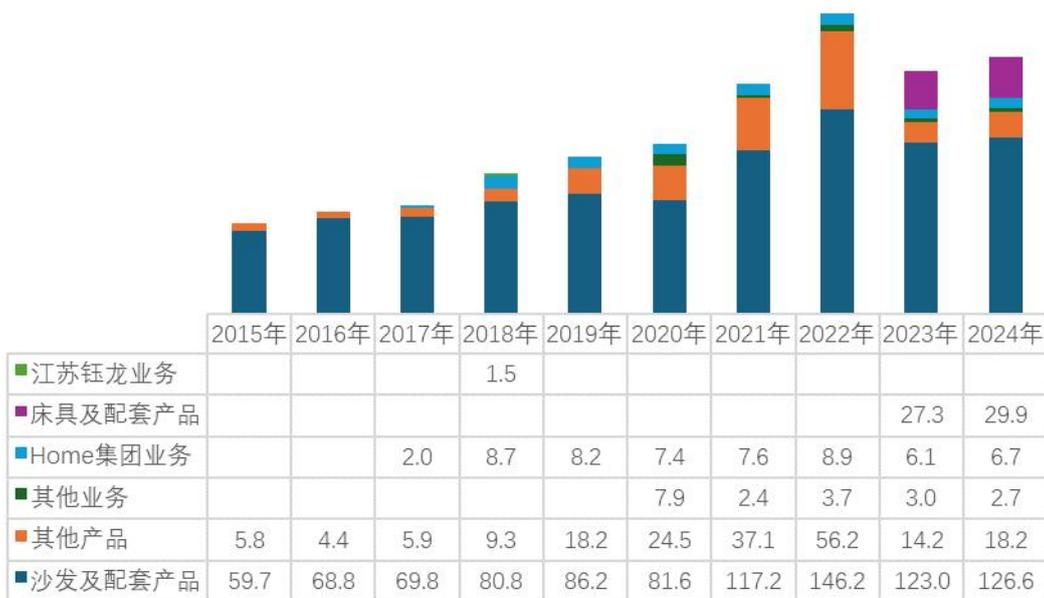
此外，敏华控股通过收购和战略联盟等方式拓展海外市场，形成了以 Home 集团为主的海外家具业务板块。Home 集团的销售对象包括欧洲知名家具公司，如宜家、Steinhoff 和 XXXLutz 等。

然而，中国家具企业的出海之路并非一帆风顺。例如，主打家具业务出海的匠心家居已有了躺平的心，将购买理财产品作为重要的利润来源之一，而顾家家居也是连续两年（2022 年和 2023 年）海外业务营收同比增长不超过 8%。

敏华控股最近 10 年（2015-2024 财年）海外业务的 CAGR 只有 3.6%。

鉴于该业务线在过去 10 年对公司营收的贡献小于 9%，咱不做进一步分析。

营收构成（按商品类别，亿港元）



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

不过，和其他家具公司相比，敏华控股有其独特之处：产品特征使其与国内地产行业周期的关联度不断下降。

敏华控股的消费群体呈现年轻化趋势，35 岁以下消费者占比超过 3/4，其中 25-30 岁客户占比约四成。

换句话说，80、90 后已成为主力消费人群。除了性价比，他们也注重产品的设计独特和外形时尚。

敏华控股目前的主力产品是功能沙发，旗下三大品牌（芝华仕、头等舱、尼科莱蒂）均定位于此细分领域。

尽管公司未披露功能沙发在全部沙发销量中的占比，但在过去六年的年报中，公司多次强调功能沙发是中国市场销量增长的主要驱动力。

目前，功能沙发在中国仍处于增长期。

截至 2023 年末，中国功能沙发的市场渗透率仅为 9.7%，仍低于欧美市场近 50%的水平。根据智研咨询的数据，2014-2020 年期间，国内功能沙发市场规模从 42.5 亿人民币增长至 87.8 亿人民币，CAGR 为 12.8%。

为了迎合年轻消费群体，并考虑到他们对价格相对敏感，公司在部分产品线上，将功能沙发价格定在与传统沙发相近的水平，让消费者无需额外花费即可享受电动一键躺倒、智能 USB 充电等功能。

**以三座真皮沙发为例，芝华仕头等舱的部分电动功能沙发市场参考价在 7299 元左右，而同档次非功能真皮沙发的均价约为 7185 元。换言之，对于消费者而言，几乎不需花额外的钱，就可以买到相比传统沙发更多的功能和体验。**

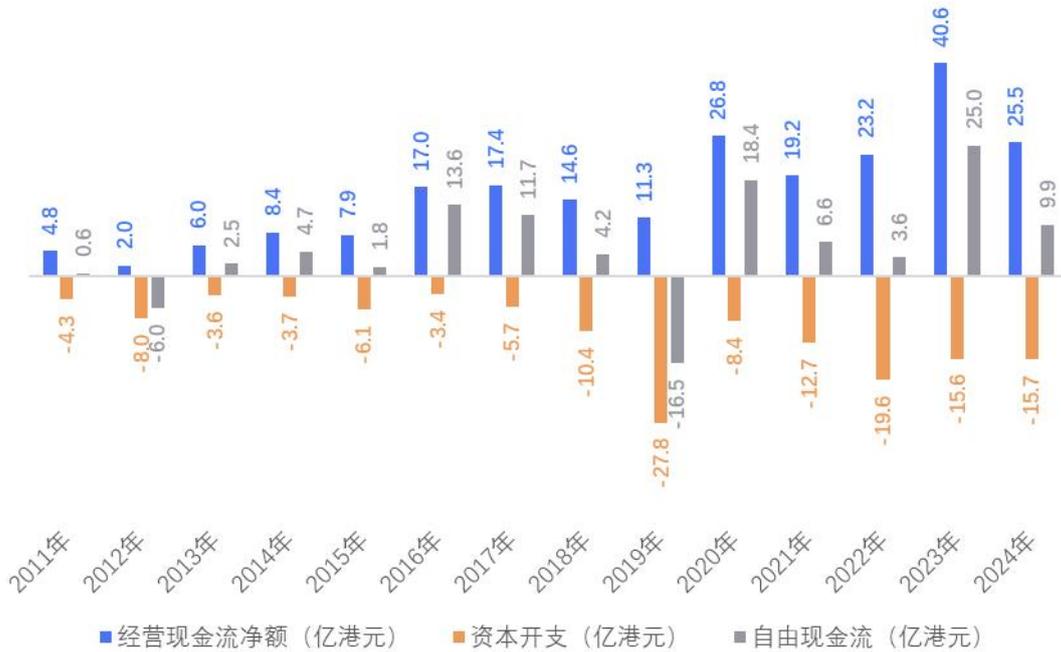
同时，公司还针对年轻群体推出了“猫猫单椅”等特色单品。

敏华控股的用户数据显示，截至 2024 财年末，因购置新房或二手房而购买公司沙发产品（主要是功能沙发）的消费者占比已降至三成。消费者的购买驱动因素逐渐从新房布置的需求转变为对生活品质的追求。

随着中国业务的增长，敏华控股在 2020-2024 财年期间的经营现金流净额较之前有明显提升。尽管公司自 2019 财年起在中国多地新建生产基地，导致资本开支增加，但整体而言，自由现金流仍有所增长。

2024 财年，公司的经营现金流净额和自由现金流分别为 25.5 亿和 9.9 亿，上市至今累计自由现金流为 79.9 亿。

### 自由现金流 (亿港元)



(来源: 公司年报, 制图: 市值风云 APP)

相比之下, A股同行同期(2019-2023年期间)的自由现金流要么以负值居多, 要么仅略微增长, 要么下滑。例如, 顾家家居的自由现金流从2019年的13.6亿人民币下滑至2023年的2.2亿人民币。

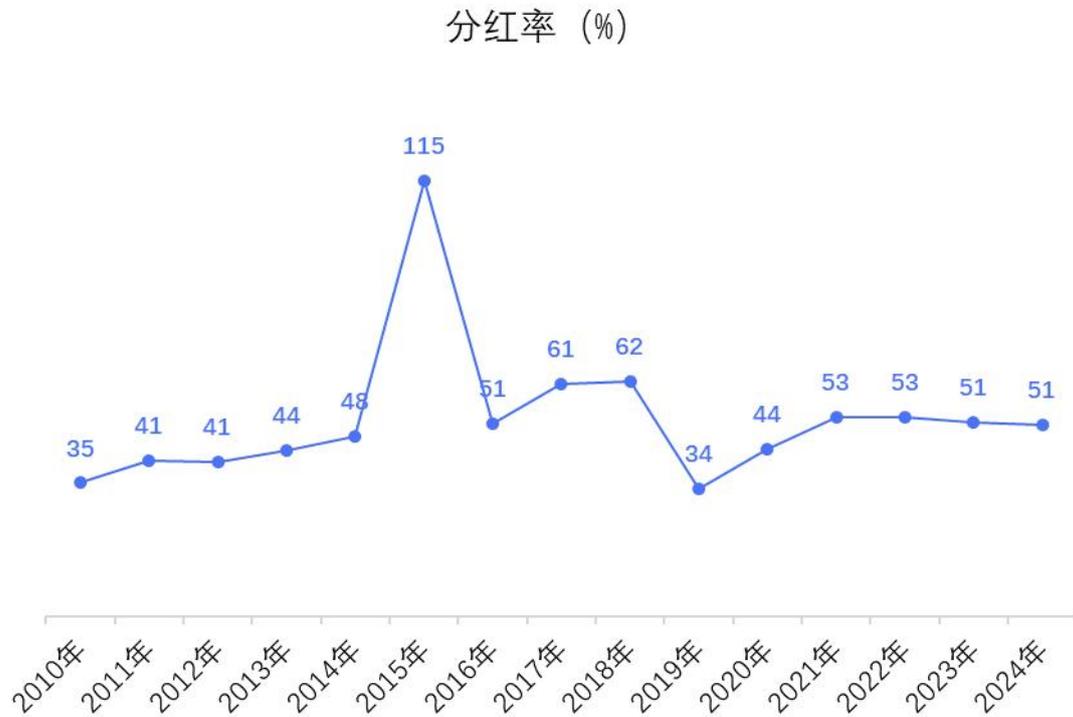


(来源: 市值风云 APP-F10 对比功能)

整体而言, 敏华控股的分红策略是将公司一半的净利润分配给股东, 表现不俗。

敏华控股的主要优势在于其行业龙头地位带来的规模优势，使其在与竞争对手产品价格相近的情况下，仍能保持更高的毛利率和更优秀的盈利能力，即使在行业低迷期也有更大概率产生净利润，从而保障分红。

公司上市至今的平均分红率为 52.2%，2024 财年的分红率为 50.7%。

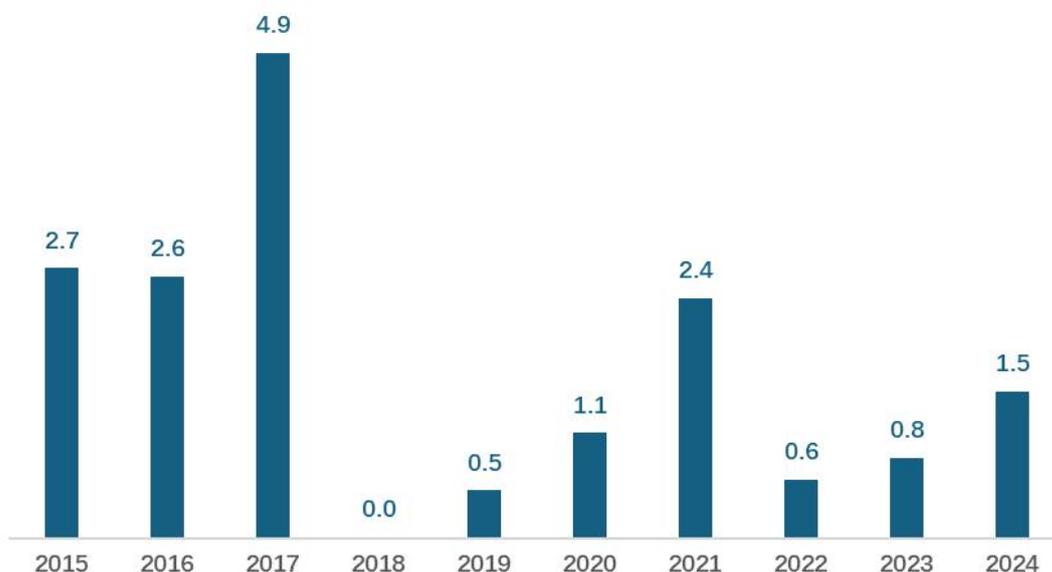


(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

此外，公司自 2018 财年起每年进行 7 亿~12 亿的分红（2019 财年因加大对中国市场的拓展投入而下调了分红和回购金额）。同时，公司每年还进行价值 0.5 亿~2.4 亿的股票回购。

2024 财年的股票回购金额为 1.5 亿。

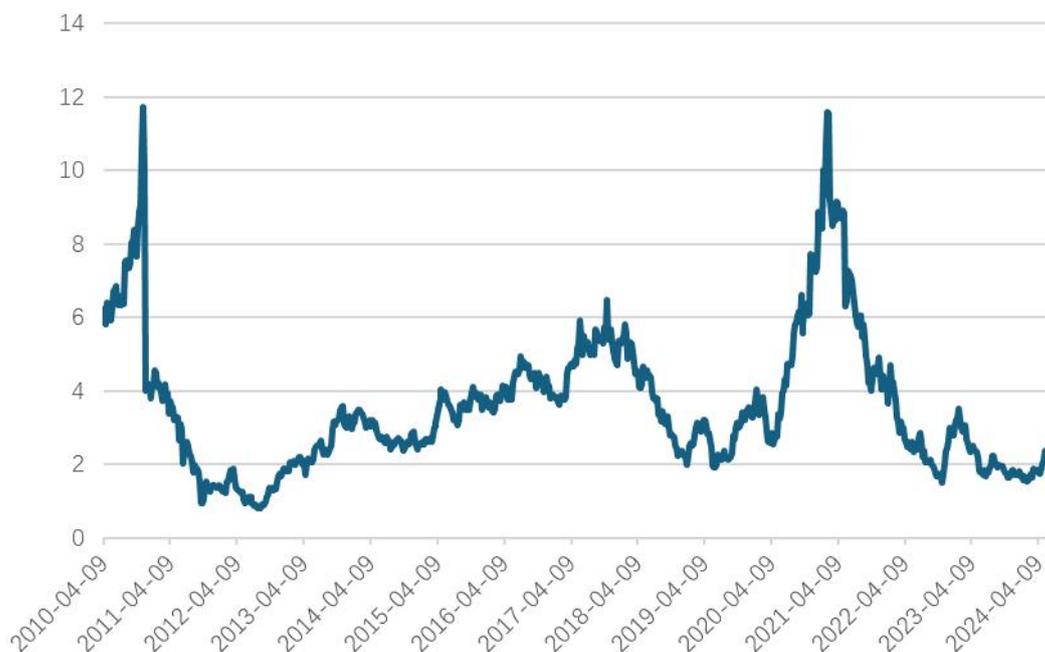
### 股票回购对应金额（亿港元）



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

目前，敏华控股的 PB 处于上市以来的历史低位，这主要受到港股整体估值偏低以及港股家具行业估值处于历史低位的影响。公司在 2024 年 6 月的平均 PB 大约为 1.9。

### PB



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)