

敏华控股 (01999.HK)

内销承压、以旧换新驱动修复，外销全球供应链布局完善、增长靓丽

公司发布 FY2025H1 财报：FY2025H1 公司实现营业收入 83.05 亿港元（同比-7.1%），归母净利润 11.39 亿港元（同比+0.3%），内销经营延续承压，外销延续稳健增长。

内销：需求疲弱，门店逆势扩张。 FY2025H1 公司实现内销收入 49.75 亿港元（同比-17.2%），其中线下渠道收入 34.87 亿港元（同比-14.9%，人民币口径-14.6%），线上渠道收入 10.07 亿港元（同比-21.6%，人民币口径-21.3%），毛利率 40.2%（同比-1.0pct），毛利率小幅下滑主要系 ASP 下降导致。分品类来看，内销沙发实现收入 32.86 亿港元（同比-15.6%，人民币口径-15.2%），内销床垫实现收入 12.09 亿港元（同比-18.9%，人民币口径-18.6%）。按量价拆分，FY2025H1 内销沙发销量 48.19 万套（同比-9.9%），ASP 同比-4.0%，主力销售产品价格带下移。截至 2024 年 9 月 30 日，公司国内拥有门店 7516 家（24 年 4-9 月净增 280 家），未来公司计划延续门店扩张，加强空白市场覆盖，着力提升单店表现，持续发力线上渠道&新零售渠道。在以旧换新政策推动下，我们预计 10-11 月公司内销收入有望实现同比持平、经销商参与比例逐步提升，有望驱动下半财年内销业绩修复。

外销：增长延续稳健，欧洲市场增速亮眼。 FY2025H1 公司实现外销收入 28.87 亿港元（同比+12.3%），其中北美市场收入 21.54 亿港元（收入同比+5.7%，出货量同比+18%，部分客户由 Landed 转为 FOB 模式、布艺订单增多等原因导致 ASP 同比-10%）；欧洲及其他市场收入 7.33 亿港元（收入同比+37.7%，出货量同比+45%、ASP 同比-6.7%），北美需求韧性较强、欧洲市场拓展顺利；盈利能力显著提升，北美市场毛利率 40.7%（同比+4.8pct），欧洲市场毛利率 30.8%（同比+3.4pct），主要系原材料下降带动。公司全球供应链能力完善、出口抗风险能力突出，当前越南产能 3500 柜/月、墨西哥一期产能 1000 柜/月，能够覆盖美国及部分欧洲市场，关税风险敞口可控。公司对美国后续需求展望乐观、欧洲低基数下有望延续快速增长，公司积极拓展各国头部零售商及渠道商以提高海外市占率。

分红率长期保持高水平，营运能力稳健。 FY2025H1 公司派息比率为 51.1%，长期保持高水平分红，注重投资者回报。截至 FY2025H1 末公司存货周转天数为 65 天（同比+7 天），应收账款周转天数 39 天（同比+7 天），应付账款周转天数 27 天（同比-2 天），营运能力稳健。

盈利预测：我们预计 2025-2027 财年公司归母净利润分别为 23.0/24.8/26.7 亿港元（同比-0.3%/+7.8%/+7.7%），对应 PE 为 7.9X/7.3X/6.8X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，房地产市场修复不及预期，外销复苏不及预期。

财务指标	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万元）	17,351	18,411	18,088	19,054	20,044
增长率 yoy（%）	-19.3	6.1	-1.8	5.3	5.2
归母净利润（百万元）	1,915	2,302	2,296	2,475	2,666
增长率 yoy（%）	-14.8	20.2	-0.3	7.8	7.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.49	0.59	0.59	0.64	0.69
净资产收益率（%）	15.3	17.6	14.9	13.9	13.0
P/E（倍）	9.4	7.8	7.9	7.3	6.8
P/B（倍）	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9

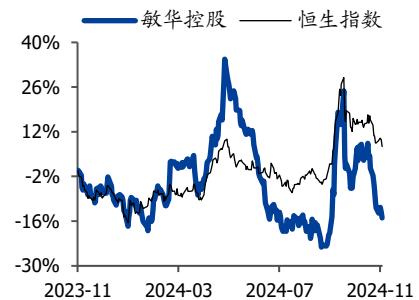
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 22 日收盘价；金额单位为港元

买入（维持）

股票信息

行业	家居用品
前次评级	买入
11 月 22 日收盘价（港元）	4.65
总市值（百万港元）	18,031.52
总股本（百万股）	3,877.75
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	9.91

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《敏华控股 (01999.HK)：业绩表现靓丽，内销份额持续提升、外销深化全球布局》 2024-05-18
- 《敏华控股 (01999.HK)：全球功能沙发领导者，厚积薄发、逆势前行》 2023-12-01

财务报表和主要财务比率（注：金额单位为港元）

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	8415	8105	11900	13916	8403	营业收入	17351	18411	18088	19054	20044
现金	3738	3274	5240	8403	8403	营业成本	10673	11163	11132	11727	12336
应收票据及应收账款	1598	1747	2260	1961	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	958	986	832	1083	0	营业费用	3318	3314	3256	3392	3568
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	1047	956	1085	1105	1163
存货	1769	1848	3217	2118	0	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	351	250	351	351	0	财务费用	165	201	123	67	20
非流动资产	11226	11703	11041	10838	6974	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	73	23	28	33	33	其他收益	-241	-304	-182	-243	-213
固定资产	6743	7228	6524	6220	5594	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1061	947	1142	1237	1349	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3348	3505	3348	3348	-1	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	19640	19808	22942	24754	15377	营业利润	1907	2473	2310	2521	2745
流动负债	6786	6428	7324	6665	4591	营业外收入	448	391	391	391	391
短期借款	4176	4113	4176	4176	4588	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	951	710	1487	828	0	利润总额	2355	2864	2701	2912	3137
其他流动负债	1659	1604	1661	1662	3	所得税	497	468	405	437	470
非流动负债	327	304	309	305	-30	净利润	1915	2302	2296	2475	2666
长期借款	0	1	-17	-22	-30	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	326	303	326	326	0	归属母公司净利润	1915	2302	2296	2475	2666
负债合计	7113	6732	7633	6970	4561	EBITDA	3237	3495	3495	3652	3850
少数股东权益	971	992	992	992	992	EPS（元）	0.49	0.59	0.59	0.64	0.69
股本	1568	1551	3878	3878	0	主要财务比率					
资本公积	10788	10532	10788	10788	0	会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
留存收益	-800	0	2296	4771	7437	成长能力					
归属母公司股东权益	11557	12083	14316	16792	9824	营业收入(%)	-19.3	6.1	-1.8	5.3	5.2
负债和股东权益	19640	19808	22942	24754	15377	营业利润(%)	-24.3	29.7	-6.6	9.1	8.9
现金流量表（百万元）						归属于母公司净利润(%)	-14.8	20.2	-0.3	7.8	7.7
会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	获利能力					
经营活动现金流	4059	2529	2188	3722	6083	毛利率(%)	38.5	39.4	38.5	38.5	38.5
净利润	1915	2302	2296	2475	2666	净利率(%)	11.0	12.5	12.7	13.0	13.3
折旧摊销	685	573	671	692	714	ROE(%)	15.3	17.6	14.9	13.9	13.0
财务费用	165	201	123	67	20	ROIC(%)	12.5	14.8	12.7	11.8	11.1
投资损失	0	0	0	0	0	偿债能力					
营运资金变动	1202	-547	-902	488	2683	资产负债率(%)	36.2	34.0	33.3	28.2	29.7
其他经营现金流	92	0	0	0	0	净负债比率(%)	6.1	8.7	-4.9	-22.0	-18.7
投资活动现金流	-1661	-953	-107	-488	-203	流动比率	1.2	1.3	1.6	2.1	1.8
资本支出	0	370	-510	-209	-515	速动比率	1.0	1.0	1.2	1.8	1.8
长期投资	0	50	-5	-5	-5	营运能力					
其他投资现金流	-1661	-533	-621	-702	-724	总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	1.0
筹资活动现金流	-1335	2086	-116	-71	-18871	应收账款周转率	9.0	9.0	9.0	9.0	0.0
短期借款	-159	0	0	0	-4176	应付账款周转率	10.1	10.1	10.1	10.1	0.0
长期借款	0	1	-18	-5	-8	每股指标（元）					
普通股增加	-3	2309	0	0	-3878	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.59	0.59	0.64	0.69
资本公积增加	643	0	0	0	-10788	每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	0.65	0.56	0.96	0.00
其他筹资现金流	-1816	-224	-98	-67	-20	每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.12	3.71	4.35	5.03
现金净增加额	794	3662	1966	3163	-12991	估值比率					
						P/E	9.4	7.8	7.9	7.3	6.8
						P/B	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9
						EV/EBITDA	0.4	0.5	0.0	-0.9	-0.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com