

敏华控股(01999)

报告日期: 2024年11月24日

外贸销量增长超预期, 以旧换新有望拉动内贸改善

——敏华控股点评报告

投资要点

敏华控股发布业绩公告:

24/25 财年 H1 (24 年 4 月-24 年 9 月) 公司实现营业收入 83.05 亿港元 (同比-7.08%), 归母净利 11.39 亿港元 (同比+0.3%)。公司 24/25 财年 H1 毛利率为 39.5%, 同比增长 0.4pct; 净利率 13.7%, 同比增加 1.0pct, 盈利能力显著提升。派息率 51.1%、当前股息率 6-7%。

内销: 开拓下沉市场, 持续打开渠道

期内中国市场收入 49.75 亿港元 (同比-17.2%, 不含房地产业务), 消费者信心下探收入承压, 毛利率 40.2% (同比-1.0pct), 主要系 ASP 下降所致。若剔除铁架口径中国市场收入 44.94 亿港元 (同比-16.5%):

(1) 线下门店收入 34.87 亿港元, 同比-14.9%, 净增加门店 280 家至 7516 家, 偏重开拓下沉市场及新增一二线城市性价比系列。后续伴随以旧换新刺激终端需求有望逐步回暖。

(2) 线上电商收入 10.07 亿港元, 同比-21.6%。线上加强推广直播销售模式, 通过短视频推广、自有店铺直播、与头部主播深度合作等, 实现品牌影响力的加强和销售增长。

外销: 积极开拓新渠道新客户, 销量高速增长

(1) 北美市场: 北美市场收入 21.54 亿港元 (同比+5.7%, 下同), 其中销量+18%、价格-10.2%, 主要是布艺沙发订单增多以及部分客户从到岸价转为离岸价结算。毛利率 40.7% (同比+4.8pct)。

(2) 欧洲及其他海外市场: 欧洲及其它海外市场收入 7.33 亿港元 (同比+37.7%, 业务毛利 30.8% (同比+3.4pct), 主要因原材料成本下降。

分品类: 沙发国内量增价减, 不断强化产品竞争壁垒

(1) 沙发&配套实现收入 58.17 亿港元 (同比-5.83%), 总销量 90.8 万套 (同比+3.0%); 国内沙发收入同比下降 15.6%, 销量 48.2 万套 (同比-9.9%), ASP 同比-4.0%; 出口销量 42.6 万套 (同比+22.8%)。公司以研发为核心支撑, 不断强化产品竞争力和壁垒。

(2) 床具 (全部内销) 实现 12.09 亿港元 (同比-18.95%), 受国内市场消费力不足影响。

(3) 其他产品 8.36 亿港元 (同比-7.84%), 系铁架和智能家居中国区收入下降。

财务指标: 原材料价格持续下行、毛利率提升, 费用率下降

(1) 毛利率 39.5% (同比+0.4pct), 主要来自原材料降价, 包括钢材 (同比-8.3%)、真皮 (同比-5.3%)、化学品 (同比-11.5%)、包装纸品 (同比-9.4%)、印花布 (同比-1.1%)。(2) 期间费用率合计 22.91% (同比-1.1pct), 主要系与一名前供应商诉讼庭外和解拨回多计提 (管理费用率同比-1.2pct)。(3) 净利率 13.7%, 同比提升 1.0pct, 表现超预期。

盈利预测及估值

公司内销经营拐点逐渐显现、外贸订单验收预期较优, 持续推荐。我们预计公司未来 3 个财年分别实现营业收入 176.47 亿港元 (-4%)、186.98 亿港元

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

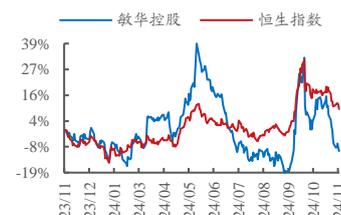
分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$4.65
总市值(百万港元)	18,031.52
总股本(百万股)	3,877.75

股票走势图



相关报告

- 《功能沙发渗透率加速提升、龙头地位牢固, 外销持续修复》2024.05.24
- 《H1 海外去库接近尾声, 内销稳定增长, 盈利能力提升》2023.11.16
- 《国内沙发销量稳增、海外 H2 去库, 盈利能力提升》2023.05.16

(+6%)、198.26 亿港元 (+6%); 实现归母净利润 22.79 亿港元 (-1%)、24.18 亿港元 (+6%)、25.75 亿港元 (+6%); 对应当前市值 PE 为 7.91X、7.46X、7.00X, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

地产持续低迷、原材料价格大幅波动

财务摘要

(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18411	17647	18698	19826
(+/-) (%)	6%	-4%	6%	6%
归母净利润	2302	2279	2418	2575
(+/-) (%)	20%	-1%	6%	6%
每股收益(港元)	0.59	0.59	0.62	0.66
P/E	9.30	7.91	7.46	7.00

资料来源: 浙商证券研究所

图1: 敏华控股内外销拆分一览 (单位: 亿港元)

单位: 亿港元	21/22H1	21/22H2	21/22A	22/23H1	22/23H2	22/23A	23/24H1	23/24H2	23/24A	24/25H1
营业收入	102.14	112.82	214.97	92.89	80.62	173.51	89.38	94.74	184.11	83.05
YOY	53.90%	15.16%	30.81%	-9.06%	-28.54%	-19.29%	-3.78%	17.51%	6.11%	-7.08%
中国市场	65.31	70.33	135.64	57.13	56.76	113.89	60.70	61.88	122.58	50.48
YOY	49.76%	20.16%	32.80%	-12.52%	-19.30%	-16.04%	6.25%	9.02%	7.63%	-16.84%
占比	63.94%	62.34%	63.10%	61.50%	70.40%	65.64%	67.91%	65.32%	66.58%	60.78%
毛利率	35.70%	36.47%	36.10%	39.90%	40.70%	40.30%	41.20%	39.62%	40.40%	40.20%
其中: 其他业务 (房地产销售)	1.31	2.40	3.71	0.62	2.34	2.96	0.65	2.06	2.71	0.72
剔除其他业务	64.00	67.93	131.93	56.51	54.42	110.93	60.05	59.82	119.87	49.75
YOY	52.64%	17.46%	32.25%	-11.70%	-19.89%	-15.92%	6.27%	9.92%	8.06%	-17.15%
线下渠道	46.30	45.59	91.89	40.70	36.30	77.00	40.98	40.51	81.49	34.87
YOY	60.70%	13.24%	32.97%	-12.10%	-20.38%	-16.21%	0.69%	11.60%	5.83%	-14.91%
门店数量	5369	5968	5968	6230	6471	6471	6888	7236	7236	7516
单店收入	86	76	154	65	56	119	59	56	113	46
线上渠道	11.60	16.66	28.26	11.55	14.18	25.73	12.85	13.36	26.21	10.07
YOY	26.60%	31.25%	29.07%	-0.43%	-14.85%	-8.93%	11.26%	-5.84%	1.83%	-21.63%
外销市场	36.84	42.49	79.33	35.14	23.86	59.62	28.68	32.86	61.54	32.58
YOY	61.85%	7.73%	27.53%	-4.62%	-43.84%	-24.84%	-18.38%	37.69%	3.20%	13.59%
占比	36.06%	37.66%	36.90%	37.82%	29.60%	34.36%	32.09%	34.68%	33.42%	39.22%
其中: 北美市场	25.62	31.05	56.67	25.64	16.25	41.89	20.37	22.47	42.84	21.54
YOY	60.53%	4.09%	23.76%	0.06%	-47.67%	-26.09%	-20.54%	38.28%	2.28%	5.71%
毛利率	41.10%	40.00%	40.50%	41.80%	27.88%	36.40%	35.90%	38.19%	37.10%	40.70%
其中: 欧洲及其他地区	6.57	7.18	13.74	6.70	4.91	11.61	5.32	6.63	11.95	7.33
YOY	89.42%	35.45%	56.79%	2.06%	-31.61%	-15.53%	-20.61%	35.06%	2.93%	37.78%
毛利率	24.20%	21.52%	22.80%	21.30%	26.74%	23.60%	27.40%	32.63%	30.30%	30.80%
其中: HG集团	4.65	4.26	8.91	2.79	3.33	6.13	2.98	3.76	6.74	3.71
YOY	39.53%	-1.14%	16.60%	-39.89%	-21.79%	-31.24%	6.63%	12.90%	10.04%	24.60%
毛利率	25.60%	24.97%	25.30%	22.50%	24.34%	23.50%	28.80%	29.52%	29.20%	31.30%

资料来源: Wind、公司公告, 浙商证券研究所

图2: 敏华控股重点财务数据一览 (单位: 亿港元)

单位: 亿港元	20/21A	21/22H1	21/22H2	21/22A	22/23H1	22/23H2	22/23A	23/24H1	23/24H2	23/24A	24/25H1
营业收入	164.34	102.14	112.83	214.97	92.89	80.62	173.51	89.38	94.74	184.11	83.05
YOY	35.32%	53.89%	15.17%	30.81%	-9.06%	-28.55%	-19.29%	-3.78%	17.51%	6.11%	-7.08%
营业成本	105.05	65.14	70.92	136.06	56.81	49.92	106.73	54.46	57.18	111.63	50.25
YOY	35.96%	50.96%	14.57%	29.52%	-12.79%	-29.61%	-21.56%	-4.14%	14.53%	4.59%	-7.72%
原材料成本	83.88	52.91	57.00	109.91	44.76	37.93	82.69	41.77	43.10	84.87	37.92
YOY	34.3%	52.3%	16.0%	31.0%	-15.4%	-33.5%	-24.8%	-6.7%	13.6%	2.6%	-9.2%
员工成本	16.60	9.33	10.44	19.77	8.83	8.97	17.80	9.49	11.06	20.55	9.47
YOY	46.4%	46.2%	2.1%	19.1%	-5.4%	-14.0%	-9.9%	7.5%	23.3%	15.5%	-0.2%
生产开支	4.57	2.91	3.48	6.39	3.23	3.01	6.24	3.19	3.02	6.21	2.86
YOY	31.2%	43.8%	36.5%	39.8%	11.0%	-13.5%	-2.3%	-1.2%	0.3%	-0.5%	-10.5%
毛利率 (%)	36.08%	36.20%	37.14%	36.71%	38.84%	38.08%	38.49%	39.07%	39.65%	39.37%	39.49%
期间费用率 (%)	24.30%	25.22%	24.31%	24.76%	26.57%	25.58%	26.11%	24.05%	24.52%	24.29%	22.91%
销售费用	31.19	20.16	21.74	41.90	18.43	14.75	33.18	16.04	17.10	33.14	15.14
YOY	55.8%	73.4%	11.1%	34.3%	-8.6%	-32.1%	-20.8%	-13.0%	15.9%	-0.1%	-5.6%
销售费用率	19.0%	19.7%	19.3%	19.5%	19.8%	18.3%	19.1%	17.9%	18.1%	18.0%	18.2%
(1)境外运输&港口开支	9.98	7.14	6.00	13.14	4.99	2.95	7.94	2.85	3.04	5.89	3.43
YOY	67.7%	155.8%	-16.6%	31.6%	-30.1%	-50.8%	-39.6%	-42.8%	2.9%	-25.9%	20.1%
/收入	6.1%	7.0%	5.3%	6.1%	5.4%	3.7%	4.6%	3.2%	3.2%	3.2%	4.1%
(2)出口至美国关税	1.21	0.62	1.11	1.73	0.51	0.40	0.91	0.38	0.34	0.72	0.07
YOY	11.4%	45.4%	42.3%	43.0%	-17.7%	-64.0%	-47.4%	-25.1%	-15.7%	-21.0%	-82.6%
/收入	0.7%	0.6%	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.1%
(3)广告、品牌建设费	4.71	2.58	2.90	5.48	2.48	2.16	4.64	3.08	2.71	5.80	2.06
YOY	66.1%	25.5%	9.0%	16.3%	-3.9%	-25.5%	-15.3%	24.4%	25.5%	24.9%	-33.1%
/收入	2.9%	2.5%	2.6%	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%	3.5%	2.9%	3.1%	2.5%
(4)员工工资福利	4.97	3.37	4.65	8.02	4.21	3.64	7.85	3.73	4.33	8.06	3.87
YOY	48.7%	85.8%	47.2%	61.4%	24.9%	-21.7%	-2.1%	-11.5%	19.1%	2.7%	4.0%
/收入	3.0%	3.3%	4.1%	3.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.2%	4.6%	4.4%	4.7%
(5)其他(未披露、租金物业水)	11.53	6.45	7.08	13.53	6.24	5.60	11.84	6.00	6.68	12.68	5.71
YOY	46.1%	29.5%	8.1%	17.4%	-3.3%	-20.9%	-12.5%	-3.9%	19.3%	7.1%	-4.8%
/收入	7.0%	6.3%	6.3%	6.3%	6.7%	6.9%	6.8%	6.7%	7.1%	6.9%	6.9%
管理费用率	4.7%	5.2%	4.6%	4.9%	6.1%	6.0%	6.0%	5.0%	5.4%	5.2%	3.8%
财务费用率	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%
其他损益(含汇兑)	-0.94	-0.03	-0.46	-0.49	-0.25	-2.16	-2.41	-1.42	-1.62	-3.04	1.09
归母净利润	19.25	9.88	12.59	22.47	10.92	8.23	19.15	11.36	11.66	23.02	11.39
YOY	17.52%	31.90%	7.10%	16.75%	10.54%	-34.67%	-14.80%	4.02%	41.75%	20.23%	0.25%
净利率	11.7%	9.7%	11.2%	10.5%	11.8%	10.2%	11.0%	12.7%	12.3%	12.5%	13.7%

资料来源: Wind、公司公告, 浙商证券研究所

图3: 敏华控股分产品拆分一览 (单位: 亿港元)

	19/20A	20/21A	21/22H1	21/22H2	21/22A	22/23H1	22/23H2	22/23A	23/24H1	23/24H2	23/24A	24/25H1
营业收入	121.44	164.34	102.14	112.83	214.97	92.89	80.62	173.51	89.38	94.74	184.11	83.05
YOY	7.87%	35.32%	53.90%	15.16%	30.81%	-9.06%	-28.55%	-19.29%	-3.78%	17.51%	6.11%	-7.08%
沙发及配套产品	81.55	117.24	70.59	75.58	146.17	67.08	55.91	122.99	61.77	64.82	126.59	58.17
YOY	-5.34%	43.76%	52.10%	6.69%	24.67%	-4.97%	-26.02%	-15.86%	-7.92%	15.94%	2.93%	-5.83%
占比	67.15%	71.34%	69.11%	66.98%	67.99%	72.21%	69.35%	70.88%	69.11%	68.42%	68.76%	70.04%
毛利率	38.70%	37.40%	37.50%	37.11%	37.30%	39.90%	36.82%	38.50%	40.00%	39.22%	39.60%	40.70%
床具及配套产品(新口径)									14.91	14.96	29.88	12.09
YOY									-0.99%	22.61%	9.57%	-18.95%
毛利率									45.20%	42.40%	43.80%	43.00%
其他产品	24.53	37.08	25.60	30.58	56.18	22.40	19.04	41.44	9.07	9.13	18.20	8.36
YOY	34.89%	51.16%	71.20%	38.18%	51.52%	-12.52%	-37.73%	-26.24%	6.70%	60.90%	28.39%	-7.84%
占比	20.20%	22.56%	25.06%	27.11%	26.14%	24.11%	23.62%	23.88%	10.15%	9.63%	9.88%	10.07%
毛利率	29.80%	31.50%	33.10%	34.94%	34.10%	36.70%	-	-	26.10%	26.50%	26.30%	25.90%
床具及配套产品(旧口径)	13.02	22.48	14.65	19.17	33.82	15.06	12.20	27.27				
YOY	145.25%	72.66%	73.38%	36.61%	50.43%	2.81%	-36.32%	-19.37%				
毛利率					40.80%	43.10%	46.23%	44.50%				
Home集团业务	7.44	7.64	4.65	4.26	8.91	2.79	3.33	6.13	2.98	3.76	6.74	3.71
YOY	-9.66%	2.67%	39.56%	-1.14%	16.61%	-39.90%	-21.78%	-31.24%	6.71%	12.85%	10.05%	24.51%
毛利率	28.20%	34.70%	25.60%	24.97%	25.30%	22.50%	24.34%	23.50%	28.80%	29.52%	29.20%	31.30%
其他业务(房地产销售)	7.92	2.38	1.31	2.40	3.71	0.62	2.34	2.96	0.65	2.06	2.71	0.72
占比	6.52%	1.45%	1.28%	2.13%	1.73%	0.67%	2.90%	1.71%	0.72%	2.18%	1.47%	0.87%
毛利率	40.10%	49.40%	67.10%	86.88%	79.90%	81.60%	90.08%	88.30%	83.10%	97.02%	93.70%	88.00%

注: 23/24H1统计口径变动, 床具及配套产品收入从其他产品中抽出来单独披露。

资料来源: Wind、公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,105	10,585	12,493	14,912	营业收入	18,411	17,647	18,698	19,826
现金	3,163	5,853	6,994	9,731	其他收入	47	42	24	16
应收账款及票据	1,747	1,670	2,025	1,757	营业成本	11,163	10,753	11,430	12,138
存货	1,848	1,736	2,073	1,973	销售费用	3,314	3,265	3,440	3,628
其他	1,347	1,326	1,401	1,452	管理费用	956	794	841	892
非流动资产	11,703	12,007	12,311	12,598	研发费用	0	0	0	0
固定资产	7,048	7,248	7,448	7,648	财务费用	48	35	8	-10
无形资产	1,143	1,243	1,343	1,443	除税前溢利	2,864	2,759	2,920	3,109
其他	3,512	3,516	3,520	3,507	所得税	468	451	477	508
资产总计	19,808	22,592	24,804	27,509	净利润	2,396	2,308	2,443	2,601
流动负债	6,428	6,904	6,674	6,778	少数股东损益	94	30	24	26
短期借款	4,113	4,231	4,109	3,909	归属母公司净利润	2,302	2,279	2,418	2,575
应付账款及票据	710	1,064	857	1,087	EBIT	3,024	2,877	3,010	3,183
其他	1,604	1,609	1,707	1,782	EBITDA	3,597	3,277	3,410	3,583
非流动负债	304	304	304	304	EPS (元)	0.59	0.59	0.62	0.66
长期债务	1	1	1	1					
其他	303	303	303	303					
负债合计	6,732	7,209	6,978	7,082	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
普通股股本	1,551	1,551	1,551	1,551	成长能力				
储备	11,914	14,193	16,611	19,186	营业收入	6.11%	-4.15%	5.95%	6.03%
归属母公司股东权益	12,083	14,362	16,780	19,355	归属母公司净利润	20.23%	-1.03%	6.14%	6.47%
少数股东权益	992	1,022	1,046	1,072	获利能力				
股东权益合计	13,076	15,384	17,827	20,427	毛利率	39.37%	39.07%	38.87%	38.78%
负债和股东权益	19,808	22,592	24,804	27,509	销售净利率	12.51%	12.91%	12.93%	12.99%
					ROE	19.05%	17.74%	16.57%	15.45%
					ROIC	14.72%	12.27%	11.48%	10.94%
现金流量表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	2,555	3,399	2,091	3,744	资产负债率	33.99%	31.91%	28.13%	25.74%
净利润	2,302	2,279	2,418	2,575	净负债比率	7.28%	-10.53%	-16.18%	-28.50%
少数股东权益	94	30	24	26	流动比率	1.26	1.53	1.87	2.20
折旧摊销	573	400	400	400	速动比率	0.97	1.28	1.56	1.91
营运资金变动及其他	(414)	691	(751)	743	营运能力				
投资活动现金流	(1,538)	(760)	(761)	(747)	总资产周转率	0.93	0.83	0.79	0.76
资本支出	(1,569)	(700)	(700)	(700)	应收账款周转率	11.01	10.33	10.12	10.49
其他投资	31	(60)	(61)	(47)	应付账款周转率	13.44	12.12	11.90	12.49
筹资活动现金流	(1,284)	51	(189)	(260)	每股指标(元)				
借款增加	(62)	118	(122)	(200)	每股收益	0.59	0.59	0.62	0.66
普通股增加	(223)	0	0	0	每股经营现金流	0.66	0.88	0.54	0.97
已付股利	(977)	(67)	(67)	(60)	每股净资产	3.12	3.70	4.33	4.99
其他	(22)	0	0	(0)	估值比率				
					P/E	9.30	7.91	7.46	7.00
					P/B	1.77	1.26	1.07	0.93
					EV/EBITDA	6.21	5.01	4.44	3.41

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>