

FY25H1 内销承压、外销良好，成本下降助力盈利向好

核心观点

公司 FY25H1（自然年为 24 年 4-9 月）营收、归母净利润分别同比-7.4%、+0.3%。其中中国、北美、欧洲市场营收同比-17.2%、+5.7%、+37.7%，营收占比分别为 59.9%、25.9%、8.8%。内销主要系地产竣工下行叠加消费低迷所致，期间公司内销线下渠道继续加大下沉扩张，截止 9 月底线下门店数 7516 家/净增 280 家；外销市场公司加强新渠道和新客户的开拓，北美稳健增长、欧洲增长显著。FY25H1 公司毛利率为 39.5%/+0.4pct，外销毛利率提升明显主要受益于钢材、真皮等原材料价格分别-8.3%、-5.3%。FY25H1 净利率为 14.38%/+1.13pct。展望后续，以旧换新政策补贴有望带动内销终端需求改善，外销出口至欧洲持续提升。

事件

公司发布 FY2025 半年度业绩公告（业绩期为 2024 年 4 月 1 日-9 月 30 日）：FY25H1 营收 84.7 亿港元/-7.4%，归母净利润 11.39 亿港元/+0.3%，EPS（基本）为 0.29 港元/+1%。每股派 15 港仙中期股息，派息比率 51.1%。

简评

内销（FY25H1 营收占比 59.9%）：FY25H1 内需终端承压，继续加大线下渠道扩张。 FY25H1 中国市场营收 49.8 亿港元/-17.2%，主要系地产下行叠加消费需求低迷，销量和单价继续承压。其中：1) 分产品：FY25H1 沙发营收 32.86 亿港元/-15.6%，预估量价分别同比-9.9%、-6.3%，床垫营收 12.1 亿港元/-18.9%；2) 分渠道：FY25H1 线下门店营收 34.9 亿港元/-14.9%，截止 9 月 30 日线下门店数 7516 家/净增 280 家（未含格调和苏宁渠道店），新增门店主要聚焦下沉市场及新增一二线城市性价比系列；FY25H1 线上营收 10.1 亿港元/-21.6%。

外销（FY25H1 营收占比 34.7%）：FY25H1 北美稳增、欧洲快速放量，新渠道新客户持续开拓中。 FY25H1 外销业务（不含 Home Group）营收 28.9 亿港元/+12.3%（FY24H1、H2 分别-20.6%、+37.5%），其中：1) 北美市场：FY25H1 营收 21.5 亿港元/+5.7%（FY24H1、H2 同比-20.5%、+38.3%），北美市场销量+18%、价格-10.2%，主要系部分客户从到岸价转为离岸价结算以及布艺沙发订单增加；2) 欧洲市场：FY25H1 营收 7.33 亿港元/+37.7%（FY24H1、H2 同比-20.6%、+35.1%），低基数下快速增长。3)

敏华控股(1999.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2024 年 12 月 03 日

当前股价：4.64 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-20.95/-15.01	3.80/-4.55	-13.75/-24.26
12 月最高/最低价 (港元)			7.37/4.15
总股本 (万股)			387,779.16
流通 H 股 (万股)			387,779.16
总市值 (亿港元)			179.93
流通市值 (亿港元)			179.93
近 3 月日均成交量 (万)			1140.61
主要股东			
敏华投资有限公司			62.30%

股价表现



相关研究报告

- 22.11.17 【中信建投轻工纺织及服务】敏华控股(1999):内销有所承压,成本改善等因素下业绩增长(更新)
- 22.11.16 【中信建投轻工纺织及服务】敏华控股(1999):内销有所承压,成本下行利润率改善

Home 集团业务收入 3.71 亿港元/+24.5%。

原材料降价叠加降本增效带动毛利率提升，盈利能力稳步提升。 FY25H1 公司毛利率为 39.5%/+0.4pct，其中 FY25H1 中国、北美、欧洲及其他海外市场毛利率分别为 40.2%/-1pct、40.7%/+4.8pct、30.8% /+3.4pct。内销毛利率有所下降主要系客单价下移以及让利；外销毛利率提升主要受益于钢材、真皮等价格分别-8.3%、-5.3%。费用端，FY25H1 销售、管理、财务费用率分别为 18.2%/+0.3pct、3.8%/-1.2pct、0.9%/-0.2pct。销售费用率提升主要系海运费增加；管理费用率同比下降系与一名前供应商的诉讼已庭外和解，本期已支付赔偿款并拨回多计提的法律案件拨备（拨回 0.84 亿港元）。FY25H1 净利率为 14.38%/+1.13pct。

展望后续，以旧换新政策补贴有望带动内销终端需求改善，外销订单保持稳健增长势头，关注美国关税进未来变化。 内销端，伴随着国内家居以旧换新政策补贴逐步推进和扩大范围，带动家居终端需求环比改善，其中 9、10 月家具社零分别同比+0.4%、+7.4%，后续伴随政策继续发力和品类扩大下预计内销有望继续改善。外销端，美国市场订单整体保持稳健增长态势，公司海外产能布局完善，目前预计越南工厂 3500 柜/月、墨西哥一期工厂 1000 柜/月，出口至美国的产品以越南发货为主，欧洲市场持续开拓新客户、新渠道。

盈利预测：财年截至当年 3 月份，预计公司 FY25-FY27 营收分别为 178.9、189.4、198.7 亿港元，分别同比-2.9%、+5.9%、+4.9%；归母净利润分别为 23.4、25.2、26.8 亿港元，分别同比+1.7%、+7.5%、+6.6%；对应 PE 为 8.0x、7.5x、7.0x。维持“买入”评级。

风险提示：

美国对越南加征关税：如果特朗普当选总统并兑现其贸易方面的竞选承诺，若对于东南亚地区进行加征关税，目前公司海外产能中越南作为重要的工厂基地，若后续加征关税或对于公司外销业务产生重大不利影响。

行业竞争加剧：在地产景气度下行、全球通胀下消费需求相对疲软、疫情反复等外部环境影响下，中小型家居制造商、品牌商从品牌、渠道、产品质量、服务、管理等多方面不具备与龙头企业竞争的能力，短期可能采取低价倾销策略，导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

地产销售下行：软体家具行业的市场需求与房地产行业的景气程度存在一定的关联性。若未来国家房地产调控政策趋严，可能抑制刚需购房和改善型购房需求，导致新房装修和二手房翻新带来的家居装饰消费需求下降，将可能会对公司的产品销售和业绩造成不利影响。

图 1:敏华控股营收拆分预计

敏华控股	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营收 (百万港元)	11,258	12,144	16,434	21,497	17,351	18,411	17,885	18,937	19,871
		7.9%	35.3%	30.8%	-19.3%	6.1%	-2.9%	5.9%	4.9%
国内	5,489	6,163	9,976	13,193	11,093	11,987	10,640	10,956	11,202
		12.3%	61.9%	32.3%	-15.9%	8.1%	-11.2%	3.0%	2.2%
沙发及配套产品	4,010	4,114	6,852	8,628	7,547	7,781	6,673	6,815	6,901
		2.6%	66.5%	25.9%	-12.5%	3.1%	-14.2%	2.1%	1.3%
床具	531	1,240	2,248	3,399	2,727	2,988	2,628	2,734	2,825
		133.5%	81.3%	51.2%	-19.8%	9.6%	-12.0%	4.0%	3.3%
智能家居部件 (铁架等)	948	809	876	1,167	819	1,218	1,339	1,406	1,477
		-14.6%	8.3%	33.2%	-29.8%	48.6%	10.0%	5.0%	5.0%
外销 (除Home外)	4,945	4,446	5,456	7,042	5,350	5,479	6,138	6,764	7,329
		-10.1%	22.7%	29.1%	-24.0%	2.4%	12.0%	10.2%	8.4%
北美市场	4,148	3,508	4,580	5,668	4,189	4,284	4,541	4,768	5,007
		-15.4%	30.5%	23.8%	-26.1%	2.3%	6.0%	5.0%	5.0%
欧洲及其他地区	797	938	877	1,375	1,161	1,195	1,596	1,995	2,322
		17.6%	-6.5%	56.8%	-15.5%	2.9%	33.6%	25.0%	16.4%
Home Group	824	744	764	891	613	674	809	890	979
		-9.7%	2.7%	16.6%	-31.2%	10.0%	20.0%	10.0%	10.0%
营收占比									
中国地区	48.8%	50.7%	60.7%	61.4%	63.9%	65.1%	59.5%	57.9%	56.4%
北美地区	36.8%	28.9%	27.9%	26.4%	24.1%	23.3%	25.4%	25.2%	25.2%
欧洲及其他地区	7.1%	7.7%	5.3%	6.4%	6.7%	6.5%	8.9%	10.5%	11.7%
Home Group	7.3%	6.1%	4.6%	4.1%	3.5%	3.7%	4.5%	4.7%	4.9%
毛利率									
整体毛利率	34.1%	36.4%	36.1%	36.7%	38.5%	39.4%	38.9%	38.8%	38.7%
中国地区	38.2%	39.8%	37.1%	36.1%	40.3%	40.4%	39.5%	39.5%	39.5%
北美地区	32.4%	34.2%	36.3%	40.5%	36.4%	37.1%	39.0%	39.0%	39.0%
欧洲及其他地区	24.3%	25.6%	21.4%	22.8%	23.6%	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
Home Group	24.9%	28.2%	34.7%	25.3%	23.5%	29.2%	30.0%	30.0%	30.0%

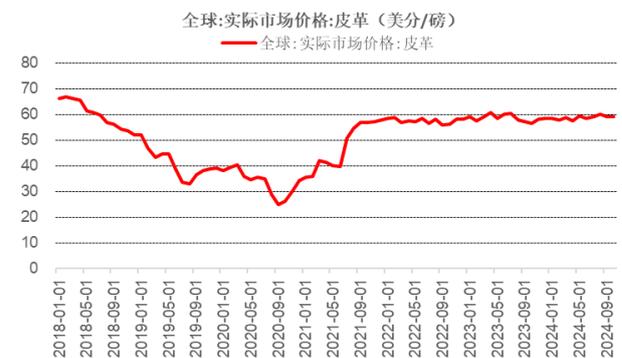
数据来源: wind, 中信建投证券

图 2:中国钢材价格指数



数据来源: wind, 中信建投证券

图 3:皮革价格指数



数据来源: wind, 中信建投证券

资产负债表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,415	8,105	10,373	12,725	15,139
现金	3,627	3,167	5,515	7,591	9,761
应收票据及应收账款合计	1,598	1,747	1,737	1,840	1,930
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	729	676	656	695	729
存货	1,769	1,848	1,809	1,919	2,017
其他流动资产	691	668	656	680	701
非流动资产	11,226	11,703	10,698	9,693	8,688
长期投资	73	23	28	33	38
固定资产	6,743	7,228	6,549	5,869	5,190
无形资产	2,873	2,720	2,448	2,176	1,904
其他非流动资产	1,536	1,733	1,674	1,615	1,556
资产总计	19,640	19,808	21,070	22,418	23,826
流动负债	6,786	6,428	6,573	6,720	6,850
短期借款	4,176	4,113	4,113	4,113	4,113
应付票据及应付账款合计	951	710	866	919	965
其他流动负债	1,659	1,604	1,594	1,688	1,771
非流动负债	327	304	304	304	304
长期借款	0	1	1	1	1
其他非流动负债	326	303	303	303	303
负债合计	7,113	6,732	6,878	7,024	7,154
少数股东权益	971	992	1,065	1,142	1,225
股本	1,568	1,551	1,551	1,551	1,551
资本公积	9,988	10,532	10,532	10,532	10,532
留存收益	0	0	1,045	2,167	3,364
归属母公司股东权益	11,557	12,083	13,128	14,251	15,447
负债和股东权益	19,640	19,808	21,070	22,418	23,826

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4059	2555	4327	4178	4385
净利润	1858	2396	2413	2593	2763
折旧摊销	685	573	1010	1010	1010
财务费用	165	201	143	132	121
其他经营现金流	1351	-615	761	443	490
投资活动现金流	-1661	-1538	-540	-577	-610
资本支出	1563	1592	0	0	0
其他投资现金流	-3224	-3131	-540	-577	-610
筹资活动现金流	-1335	-1284	-1439	-1525	-1605
短期借款	-159	-63	0	0	0
长期借款	0	1	0	0	0
其他筹资现金流	-1176	-1222	-1439	-1525	-1605
现金净增加额	1063	-267	2348	2077	2170

利润表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,351	18,411	17,885	18,937	19,871
营业成本	10,673	11,163	10,927	11,596	12,186
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	3,318	3,314	3,262	3,396	3,506
管理费用	1,047	956	751	795	835
其他收入	196	83	100	100	100
营业利润	2,510	3,061	3,044	3,250	3,444
财务费用	165	201	143	132	121
应占合营公司业绩	10	4	5	5	5
利润总额	2,355	2,864	2,906	3,123	3,328
所得税	497	468	493	530	565
净利润	1,858	2,396	2,413	2,593	2,763
少数股东损益	-57	94	72	78	83
归属母公司净利润	1,915	2,302	2,341	2,516	2,680
EBITDA	3,204	3,638	4,059	4,265	4,459
EPS (元)	0.49	0.59	0.60	0.65	0.69

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-19.29	6.11	-2.86	5.89	4.93
归母净利润(%)		20.23	1.66	7.47	6.55
营业利润(%)		21.96	-0.55	6.77	5.97
获利能力					
毛利率(%)	38.49	39.37	38.90	38.77	38.68
净利率(%)	10.71	13.01	13.49	13.69	13.91
OP margin(%)	14.46	16.63	17.02	17.16	17.33
ROE(%)	16.57	19.05	17.83	17.65	17.35
所得税率(%)	21.09	16.35	16.97	16.97	16.97
偿债能力					
资产负债率(%)	36.21	33.99	32.64	31.33	30.03
净负债比率(%)	4.39	7.25	-9.87	-22.59	-33.87
流动比率	1.24	1.26	1.58	1.89	2.21
速动比率	0.93	0.91	1.24	1.54	1.85
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.93	0.85	0.84	0.83
应收账款周转率	10.86	10.54	10.29	10.29	10.29
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.59	0.60	0.65	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	0.66	1.12	1.08	1.13
每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.12	3.39	3.67	3.98
估值比率					
P/E	9.82	8.17	8.03	7.48	7.02
P/B	1.63	1.56	1.43	1.32	1.22
EV/EBITDA	3.82	3.40	2.59	2.05	1.53

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk