

港股研究 | 公司点评 | 敏华控股 (1999.HK)

敏华控股 FY2025H1 点评：内销承压、修复可期，外销增速佳，盈利端有所提升

报告要点

公司发布 FY2025H1 业绩 (2024 年 4 月至 9 月)，期间实现主营收入/归母净利润 83.05/11.39 亿港元，同比 -7%/+0.3%。收入端，FY2025H1 内销承压而近期国补提振下有修复，外销整体延续较优增势。盈利端，FY2025H1 毛利率及利润率均有改善，与原材料降价、费用控制等有关。近期家居国补积极推进，需求大盘提振&公司份额提升可期。公司在品牌/产品/供应链上构筑高壁垒，且以设计营销&渠道变革强化竞争力，看好在软体行业中持续提份额。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002



应奇航

SAC: S0490524080008

敏华控股（1999.HK）

2024-12-09

敏华控股 FY2025H1 点评：内销承压、修复可期，外销增速佳，盈利端有所提升

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 FY2025H1 业绩（2024 年 4 月至 9 月），期间实现主营收入/归母净利润 83.05/11.39 亿港元，同比-7%/+0.3%。

事件评论

- **收入：FY2025H1 内销承压而近期国补提振下有修复，外销整体延续较优增势。**
 - 1) 内销业务：**H1 家具业务同降 17%（人民币口径下同降 16%），其中线下/线上同降 15%/22%（人民币口径下同降 15%/21%）。家具业务分品类看，沙发及配套品/床垫及配套品分别同降 16%/19%（人民币口径下同降 15%/19%），其中沙发及配套品销量/均价分别同降 10%/6%（人民币口径）。H1 其他产品（铁架、定制等）同降 23%。FY2025H1 期间品牌专卖店数净增 280 家至 7516 家，旨在加大对下沉等空白市场的覆盖以及一二线城市性价比系列的拓店，同时公司重点关注同店增长表现，保障经销门店体系维持稳健。
 - 2) 外销业务：**H1 整体同增 14%，其中北美/欧洲及其他市场/Home Group (HG) 分别同增 6%/38%/25%，其中北美地区销量+18%，而由于布艺沙发订单增加及部分客户由到岸价结算转为离岸价，均价层面同降约 10%；欧洲家具业务拓展卓有成效。
- **盈利：FY2025H1 毛利率及利润率均有改善，与原材料降价、费用控制等有关。** FY2025H1 毛利率/归母净利率改善 0.4/1.0pct，其中分地区看：国内/北美/欧洲等其他地区/HG 毛利率分别同比-1.0/+4.8/+3.4/+2.5pcts，其中北美/欧洲等其他地区/HG 毛利率均呈改善主因原材料成本下降，FY2025H1 真皮/钢材/木夹板/印花布/化学品/包装纸平均单位成本同比-5.3%/-8.3%/+3.9%/-1.1%/-11.5%/-9.4%；内销毛利率承压主因应对较弱的消费环境采取相应价格策略，不过原材料成本下降有所对冲。费用端持续优化提效，FY2025H1 期间广告&市场推广费及品牌建设费/管理费用整体同降 33%/31%；另外关税费用实现大幅下降 83%，主因越南工厂加大对美出货实现整体关税节降。
- **近期家居国补积极推进，需求大盘提振&公司份额提升可期。**一方面，公司各地经销商积极响应各地政府补贴，其中政策基础较好的地区已有显效。另一方面，公司总部积极与电商平台等合作，实现全国补贴，有助于加快国补见效进程及强化明年放量预期，且龙头凭借资源/资质等优势在本轮中加倍受益，促进份额提升。
- **展望后续：1) 内销：**面对地产和消费大环境，公司在品类角度乘功能沙发渗透率提升红利优化完善产品矩阵，提高床垫市占率，培育定制潜力业务，渠道角度线上多平台运营与线下持续拓店并进，近期国补加码有助于推动行业企稳及份额集中。**2) 外销：**改善趋势有望延续，其中亦有公司自身在制造、供应链、产能等维度优势的持续兑现。
- **公司在品牌/产品/供应链上构筑高壁垒，且以设计营销&渠道变革强化竞争力，看好在软体行业中持续提份额。**今年公司顺应消费趋势重新梳理优化产品条线和品牌矩阵，渠道端强调精细化运营，为长期发展打好基础。预计 FY2025-2026 公司归母净利润分别为 24.5/27.8 亿港元，对应 PE 为 7.9/7.0x，维持“买入”评级。

风险提示

1、地产表现不及预期；2、家居国补显效低于预期；3、公司渠道拓展及运营不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价（HKD） 4.98

注：股价为 2024 年 12 月 6 日收盘价

相关研究

- 《敏华控股 FY2024 点评：内外销均迎改善，盈利趋于优化》2024-05-21
- 《敏华控股 FY2024H1 点评：内销稳健增长，外销下降近期修复优，盈利能力提升》2023-11-22
- 《敏华控股 FY23 点评：收入承压而利润率修复，现内销景气修复中》2023-05-18



更多研报请访问
长江研究小程序

表 1: 敏华控股盈利预测与估值

百万港元/港元	FY 2024	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
内销-沙发及配套品	7781	7081	7931	8684
yoy	3%	-9%	12%	10%
内销-床垫及配套品	2988	2720	3124	3738
yoy	10%	-9%	15%	20%
其他产品	1820	1820	2002	2302
yoy	28%	0%	10%	15%
Home-Group	674	809	890	979
yoy	10%	20%	10%	10%
外销 (剔除 HG&铁架)	4877	5455	6329	7265
yoy	3%	12%	16%	15%
其他业务收入	271	271	284	299
yoy	-8%	0%	5%	5%
其他收入	387	446	512	589
yoy	-11%	15%	15%	15%
营业总收入	18799	18601	21071	23855
yoy	5.7%	-1.0%	13.3%	13.2%
其中: 主营业务收入	18411	18156	20559	23266
yoy	6.1%	-1.4%	13.2%	13.2%
归母净利润	2302	2452	2778	3138
yoy	20.2%	6.5%	13.3%	13.0%
EPS (港元)	0.59	0.63	0.72	0.81
PE	8.4	7.9	7.0	6.2

资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 公司财年为上年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日, 如 FY2024 为 2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日

风险提示

- 1、地产表现不及预期：若地产销售和竣工景气度延续性较弱，或影响家居需求景气。
- 2、家居国补显效低于预期：若后续家居国补进展未如预期加速，或补贴额度不及预期等，将影响家居消费提振效果。
- 3、公司渠道拓展及运营不及预期：若公司多个流量入口的布局及开拓进程持续放缓，或零售渠道的运营效果不及预期，或将影响后续增长趋势。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。