

# 敏华控股 (01999.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

## 内销短期承压明显，期待需求回暖

### 业绩简评

5月15日，公司发布2025财年业绩公告，公司2025财年实现营业收入169.0亿港元（同比-8.2%），归母净利润20.6亿港元（同比-10.4%）。其中FY25H2营收/归母净利分别-9.2%/-20.8%至86.0/9.2亿元。FY25年末公司每股派息12港仙，叠加中期派息的15港仙，FY25全年派息比率为50.8%，继续保持较优分红比例。

### 经营分析

**FY25 内销承压较明显，欧美市场表现相对较优：** FY25 全年中国/北美/欧洲/其他海外地区营收分别同比-16.5%/+3.2%/+19.2%/+22.6%至102.4亿/44.2亿/15.8/6.7亿港元，其中FY25H2分别同比-16.2%/+0.9%/+5.3%/+23.8%至51.9亿/22.7亿/8.2/3.2亿港元。中国市场短期受宏观环境影响，经营压力显现明显，期待国补激发更多需求，而海外市场整体表现相对较优。公司针对北美市场消费需求推出系列产品，推动北美出货量维持增长，欧洲及其他地区销售渠道不断拓宽，市场推广卓有成效。分品类来看，FY25 全年公司沙发/床具/home 集团业务实现营业收入117.4/24.1/7.8亿元，同比分别-7.2%/-19.4%/+15.3%，其中FY25H2实现营业收入59.2/12.0/4.1亿元，同比分别-8.6%/-19.9%/+10.8%。FY25 全球/中国市场沙发销量分别-0.9%/-10.6%至188.5/112.0万套，沙发单价存在一定压力。分渠道看，截止FY25 底中国区域线下门店净增131家至7367家（未含格调和苏宁渠道店），不断优化下沉市场和一二线城市性价比系列门店布局。

**原材料成本下降带动毛利率提升，非经常性损益影响利润表现：** 公司FY25 毛利率/净利率分别同比+1.1/-0.3pct至40.5%/12.8%，FY25H2 分别+1.8%/-1.6%。毛利率提升主因原材料成本下降，真皮/钢材单位成本同比分别-6.7%/-3.0%。FY25 销售/管理/财务费用率分别同比+0.2pct/-0.8pct/-0.2pct至18.2%/4.4/0.9%。净利率下降，主因海运费上涨导致相关费用增加及所得税率提升。且FY25 投资物业公允价值损失、商誉和固定资产减值拨备金额较大（分别为0.7/1.0/1.0亿港元），对公司净利水平造成较大影响。

**全球产能布局抵御关税波动风险，欧美市场有望持续贡献业绩增量。** 公司在越南和墨西哥产能布局完善，就近供给美国和欧洲市场，降低出口经营风险，关税扰动对公司影响较小。国内市场国补政策刺激下家居需求逐步释放，叠加公司聚焦多渠道并举发力，强化“芝华仕”品牌力与核心产品竞争力，内销有望显著改善。美国市场完善高中低端产品矩阵布局，后续有望受益于降息带动美国地产链景气度回升。欧洲地区积极拓展空白市场销售，完善产品线布局，有望贡献更多业绩增量。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司26-28财年EPS分别为0.52/0.57/0.61港元，当前股价对应的PE分别为8X、8X、7X，给予“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格大幅上涨；品类扩张不及预期；汇率大幅波动。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（港币）：4.240元

### 相关报告：

- 《敏华控股港股公司点评：内销边际改善可期，外销显现增长新动能》，2024.11.24
- 《敏华控股公司点评：内销显经营韧性，外销景气有望延续》，2024.5.17



### 主要财务指标

| 项目             | 2024A  | 2025A   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万港元)     | 18,411 | 16,903  | 16,132 | 17,183 | 18,467 |
| 营业收入增长率        | 6.11%  | -8.19%  | -4.56% | 6.52%  | 7.47%  |
| 归母净利润(百万港元)    | 2,302  | 2,063   | 2,021  | 2,193  | 2,375  |
| 归母净利润增长率       | 20.23% | -10.41% | -2.03% | 8.51%  | 8.33%  |
| 摊薄每股收益(港元)     | 0.59   | 0.53    | 0.52   | 0.57   | 0.61   |
| 每股经营性现金流净额     | 0.66   | 0.00    | 0.72   | 0.60   | 0.63   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 19.05% | 16.23%  | 13.72% | 12.96% | 12.31% |
| P/E            | 9.30   | 8.44    | 8.39   | 7.73   | 7.13   |
| P/B            | 1.77   | 1.37    | 1.15   | 1.00   | 0.88   |

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表(港币 百万)**

|                     | 2023A         | 2024A         | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>17,351</b> | <b>18,411</b> | <b>16,903</b> | <b>16,132</b> | <b>17,183</b> | <b>18,467</b> |
| 增长率                 | -19.3%        | 6.1%          | -8.2%         | -4.6%         | 6.5%          | 7.5%          |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>10,673</b> | <b>11,163</b> | <b>10,058</b> | <b>9,774</b>  | <b>10,373</b> | <b>11,149</b> |
| %销售收入               | 61.5%         | 60.6%         | 59.5%         | 60.6%         | 60.4%         | 60.4%         |
| <b>毛利</b>           | <b>6,678</b>  | <b>7,248</b>  | <b>6,844</b>  | <b>6,358</b>  | <b>6,810</b>  | <b>7,318</b>  |
| %销售收入               | 38.5%         | 39.4%         | 40.5%         | 39.4%         | 39.6%         | 39.6%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| %销售收入               | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| <b>销售费用</b>         | <b>3,318</b>  | <b>3,314</b>  | <b>3,075</b>  | <b>2,968</b>  | <b>3,196</b>  | <b>3,379</b>  |
| %销售收入               | 19.1%         | 18.0%         | 18.2%         | 18.4%         | 18.6%         | 18.3%         |
| <b>管理费用</b>         | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>839</b>    | <b>894</b>    | <b>960</b>    |
| %销售收入               | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 5.2%          | 5.2%          | 5.2%          |
| <b>研发费用</b>         | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| %销售收入               | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>2,399</b>  | <b>2,912</b>  | <b>2,824</b>  | <b>2,573</b>  | <b>2,736</b>  | <b>2,931</b>  |
| %销售收入               | 13.8%         | 15.8%         | 16.7%         | 15.9%         | 15.9%         | 15.9%         |
| <b>财务费用</b>         | <b>44</b>     | <b>48</b>     | <b>148</b>    | <b>-15</b>    | <b>-72</b>    | <b>-111</b>   |
| %销售收入               | 0.3%          | 0.3%          | 0.9%          | -0.1%         | -0.4%         | -0.6%         |
| <b>投资收益</b>         | <b>10</b>     | <b>4</b>      | <b>0</b>      | <b>12</b>     | <b>10</b>     | <b>0</b>      |
| %税前利润               | 0.4%          | 0.1%          | 0.0%          | 0.5%          | 0.4%          | 0.0%          |
| <b>营业利润</b>         | <b>2,321</b>  | <b>2,955</b>  | <b>3,019</b>  | <b>2,553</b>  | <b>2,719</b>  | <b>2,923</b>  |
| 营业利润率               | 13.4%         | 16.1%         | 17.9%         | 15.8%         | 15.8%         | 15.8%         |
| <b>营业外收支</b>        |               |               |               |               |               |               |
| <b>税前利润</b>         | <b>2,355</b>  | <b>2,864</b>  | <b>2,677</b>  | <b>2,588</b>  | <b>2,808</b>  | <b>3,042</b>  |
| 利润率                 | 13.6%         | 15.6%         | 15.8%         | 16.0%         | 16.3%         | 16.5%         |
| <b>所得税</b>          | <b>497</b>    | <b>468</b>    | <b>522</b>    | <b>505</b>    | <b>548</b>    | <b>593</b>    |
| 所得税率                | 21.1%         | 16.4%         | 19.5%         | 19.5%         | 19.5%         | 19.5%         |
| <b>净利润</b>          | <b>1,858</b>  | <b>2,396</b>  | <b>2,155</b>  | <b>2,083</b>  | <b>2,261</b>  | <b>2,449</b>  |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>-57</b>    | <b>94</b>     | <b>92</b>     | <b>62</b>     | <b>68</b>     | <b>73</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>1,915</b>  | <b>2,302</b>  | <b>2,063</b>  | <b>2,021</b>  | <b>2,193</b>  | <b>2,375</b>  |
| 净利率                 | 11.0%         | 12.5%         | 12.2%         | 12.5%         | 12.8%         | 12.9%         |

**资产负债表(港币 百万)**

|                 | 2023A         | 2024A         | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>3,619</b>  | <b>3,163</b>  | <b>4,006</b>  | <b>5,552</b>  | <b>6,582</b>  | <b>7,718</b>  |
| <b>应收款项</b>     | <b>2,328</b>  | <b>2,478</b>  | <b>2,522</b>  | <b>2,217</b>  | <b>2,297</b>  | <b>2,468</b>  |
| <b>存货</b>       | <b>1,769</b>  | <b>1,848</b>  | <b>1,731</b>  | <b>1,596</b>  | <b>1,691</b>  | <b>1,818</b>  |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>698</b>    | <b>616</b>    | <b>74</b>     | <b>130</b>    | <b>180</b>    | <b>231</b>    |
| <b>流动资产</b>     | <b>8,415</b>  | <b>8,105</b>  | <b>8,333</b>  | <b>9,495</b>  | <b>10,751</b> | <b>12,235</b> |
| %总资产            | 42.8%         | 40.9%         | 41.6%         | 42.8%         | 43.9%         | 45.3%         |
| <b>长期投资</b>     | <b>73</b>     | <b>23</b>     | <b>23</b>     | <b>33</b>     | <b>43</b>     | <b>53</b>     |
| <b>固定资产</b>     | <b>6,620</b>  | <b>7,048</b>  | <b>6,959</b>  | <b>7,639</b>  | <b>8,339</b>  | <b>9,039</b>  |
| %总资产            | 33.7%         | 35.6%         | 34.8%         | 34.4%         | 34.1%         | 33.5%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>1,255</b>  | <b>1,143</b>  | <b>3,501</b>  | <b>3,601</b>  | <b>3,701</b>  | <b>3,801</b>  |
| <b>非流动资产</b>    | <b>11,226</b> | <b>11,703</b> | <b>11,691</b> | <b>12,701</b> | <b>13,731</b> | <b>14,761</b> |
| %总资产            | 57.2%         | 59.1%         | 58.4%         | 57.2%         | 56.1%         | 54.7%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>19,640</b> | <b>19,808</b> | <b>20,024</b> | <b>22,196</b> | <b>24,482</b> | <b>26,996</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>4,176</b>  | <b>4,113</b>  | <b>4,213</b>  | <b>4,113</b>  | <b>4,013</b>  | <b>3,913</b>  |
| <b>应付款项</b>     | <b>951</b>    | <b>710</b>    | <b>653</b>    | <b>638</b>    | <b>686</b>    | <b>737</b>    |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>1,659</b>  | <b>1,604</b>  | <b>1,247</b>  | <b>1,452</b>  | <b>1,529</b>  | <b>1,644</b>  |
| <b>流动负债</b>     | <b>6,786</b>  | <b>6,428</b>  | <b>6,114</b>  | <b>6,203</b>  | <b>6,229</b>  | <b>6,294</b>  |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>      |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>326</b>    | <b>303</b>    | <b>259</b>    | <b>259</b>    | <b>259</b>    | <b>259</b>    |
| <b>负债</b>       | <b>7,113</b>  | <b>6,732</b>  | <b>6,374</b>  | <b>6,464</b>  | <b>6,489</b>  | <b>6,555</b>  |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>11,557</b> | <b>12,083</b> | <b>12,711</b> | <b>14,731</b> | <b>16,924</b> | <b>19,300</b> |
| 其中：股本           | 1,568         | 1,551         | 1,551         | 1,551         | 1,551         | 1,551         |
| 未分配利润           | 10,788        | 11,914        | 11,159        | 13,180        | 15,373        | 17,748        |
| 少数股东权益          | 971           | 992           | 939           | 1,001         | 1,069         | 1,142         |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>19,640</b> | <b>19,808</b> | <b>20,024</b> | <b>22,196</b> | <b>24,482</b> | <b>26,996</b> |

**比率分析**

|               | 2023A   | 2024A  | 2025A   | 2026E  | 2027E   | 2028E   |
|---------------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |        |         |        |         |         |
| 每股收益          | 0.49    | 0.59   | 0.53    | 0.52   | 0.57    | 0.61    |
| 每股净资产         | 2.95    | 3.12   | 3.28    | 3.80   | 4.36    | 4.98    |
| 每股经营现金净流      | 1.04    | 0.66   | 0.00    | 0.72   | 0.60    | 0.63    |
| 每股股利          | 0.25    | 0.30   | 0.27    | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| <b>回报率</b>    |         |        |         |        |         |         |
| 净资产收益率        | 16.57%  | 19.05% | 16.23%  | 13.72% | 12.96%  | 12.31%  |
| 总资产收益率        | 9.75%   | 11.62% | 10.30%  | 9.10%  | 8.96%   | 8.80%   |
| 投入资本收益率       | 11.33%  | 14.17% | 12.73%  | 10.43% | 10.01%  | 9.69%   |
| <b>增长率</b>    |         |        |         |        |         |         |
| 主营业务收入增长率     | -19.29% | 6.11%  | -8.19%  | -4.56% | 6.52%   | 7.47%   |
| EBIT 增长率      | -14.48% | 21.39% | -3.02%  | -8.91% | 6.34%   | 7.12%   |
| 净利润增长率        | -14.80% | 20.23% | -10.41% | -2.03% | 8.51%   | 8.33%   |
| 总资产增长率        | -4.29%  | 0.85%  | 1.09%   | 10.85% | 10.30%  | 10.27%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |        |         |        |         |         |
| 应收账款周转天数      | 39.9    | 32.7   | 37.9    | 37.2   | 32.5    | 31.9    |
| 存货周转天数        | 81.9    | 58.3   | 64.0    | 61.3   | 57.1    | 56.7    |
| 应付账款周转天数      | 35.5    | 26.8   | 24.4    | 23.8   | 23.0    | 23.0    |
| 固定资产周转天数      | 131.1   | 133.6  | 149.2   | 162.9  | 167.4   | 169.4   |
| <b>偿债能力</b>   |         |        |         |        |         |         |
| 净负债/股东权益      | 4.31%   | 7.71%  | 2.89%   | -8.08% | -13.46% | -17.99% |
| EBIT 利息保障倍数   | 14.6    | 14.6   | 19.1    | 20.6   | 22.4    | 24.6    |
| 资产负债率         | 36.21%  | 33.99% | 31.83%  | 29.12% | 26.51%  | 24.28%  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                               | 深圳                                     |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                  | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn        | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                        | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |