

外销表现亮眼，经营效益改善

敏华控股(1999.HK)

评级:	买入	股票代码:	1999
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	6.83/3.6
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	162.10
最新收盘价(港元):	4.18	自由流通市值(亿港元)	162.10
		自由流通股数(百万)	3,878.08

事件概述

公司发布 2024-2025 年末期业绩报告（截止 2025 年 3 月 31 日）。报告期内公司实现总收入 172.49 亿港元，同比-8.24%（人民币口径-6.59%）；归属于母公司净利润 20.63 亿港元，同比-10.41%（人民币口径-8.80%），扣非后归属于母公司净利润 23.50 亿港元，同比+1.3%，（其中非经常性损益包含公允价值波动 0.71 亿港元、商誉波动 1.04 亿港元、处理固定资产损失 0.96 亿港元及处理无形资产损失 0.13 亿港元）。此外，公司拟派末期股息每股 0.12 港元，派息比率为 50.80%。

分析判断:

► 收入端：家居行业需求趋缓，海外市场韧性强劲

分地区看：报告期内公司中国市场、北美市场、欧洲市场及其他海外市场分别实现主营业务收入 102.36、44.20、22.46 亿港元，同比分别-16.49%（人民币口径-14.99%）、3.17%（人民币口径+5.02%）、19.19%（人民币口径+22.33%），中国市场在消费复苏缓慢、家具行业竞争激烈的背景下，收入端暂时性承压，但中国市场对公司整体的营业收入占比仍然保持第一，报告期内达到 58.70%，随着补贴政策的支持及公司优化措施的实施，中国市场需求有望得到恢复；北美市场稳步向好，基于公司的品牌推广及积极合作，预计北美市场的未来销量持续增长；欧洲及其他海外市场表现较理想，其中 Home 集团收入同比+15.30%至 7.77 亿港元，有所上升。**渠道方面：**持续优化线下渠道。报告期内，中国市场进一步加强下沉市场及一二线城市的性价比系列门店布局，线下门店数量净增至 7367 家。**分产品看：**沙发、床具及其他产品收入均有所降低，同比分别为-7.24%（人民币口径-5.57%）、-19.40%（人民币口径-17.96%）、-8.45%（人民币口径-6.80%），主要因占比最大的中国市场的家居行业需求趋缓，公司将继续挖掘市场潜力，加强多方协作，提升产品销量。

► 利润端：成本优化，盈利能力有所分化，费用管控整体较好

报告期内的公司毛利率、净利率分别为 40.49%、12.75%，同比分别+1.12pct、-0.27pct；其中，受到原材料成本下降，沙发及配套产品、其他产品、home 集团业务毛利率分别+1.30pct、+3.00pct、+3.50pct 至 40.90%、29.3%、32.7%；床具及配套产品毛利率则受到木夹板业务下滑影响同比-1.80pct 至 42.00%。期间费用率方面：公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比+0.19pct、-0.75pct、-0.21pct 至 18.19%、4.44%、0.87%，整体上，期间费用率同比-0.78pct 至 23.51%。

投资建议

公司身处拥有庞大消费群体和未来增长潜力巨大的中国市场，未来有着较大的发展空间；我们看好公司内销业务中长期的稳定发展以及外销业务的持续恢复和发力。考虑到国内消费需求仍具压力以及房地产行业恢复的不确定性，我们下调此前的盈利预测，预计 FY2026-FY2028 公司营业收入分别为 180.63/193.69/208.89 亿港元（前值 238.39/-/-亿港元）；EPS 0.59/0.65/0.71 港元（前值 0.71/-/-港元），对应 2025 年 5 月 27 日 4.18 港元/股收盘价，PE 分别为 7/6/6 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 需求增长不及预期; 2) 原材料价格大幅波动风险; 3) 贸易环境恶化风险。

盈利预测与估值

财务摘要	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万港元)	18411.20	16902.63	18063.05	19368.89	20888.90
YoY (%)	6.11%	-8.19%	6.87%	7.23%	7.85%
归母净利润(百万港元)	2302.37	2062.62	2301.41	2532.56	2755.70
YoY (%)	20.23%	-10.41%	11.58%	10.04%	8.81%
毛利率 (%)	39.37%	40.49%	40.70%	40.80%	41.00%
每股收益 (港元)	0.59	0.53	0.59	0.65	0.71
ROE	0.19	0.16	0.15	0.14	0.14
市盈率	9.30	8.44	7.04	6.40	5.88

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万港元)					现金流量表 (百万港元)				
	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入	17340.39	18063.05	19368.89	20888.90	净利润	2301.41	2532.56	2755.70	
YoY (%)	-6.05%	4.17%	7.23%	7.85%	折旧和摊销	981.50	899.92	823.46	
营业成本	10058.47	10711.38	11465.52	12324.23	营运资金变动	-393.63	359.32	-986.77	
营业税金及附加					经营活动现金流	3135.87	4028.02	2882.93	
销售费用	3075.09	3341.66	3525.14	3843.56	资本开支	-100.00	-100.00	-50.00	
管理费用	750.37	812.84	871.60	960.89	投资	32.18	32.18	32.18	
财务费用	147.82	100.57	17.64	-88.10	投资活动现金流	-17.79	-17.79	-17.79	
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.01	0.02	0.03	0.03	债务募资	-400.00	-400.00	-400.00	
营业利润					筹资活动现金流	-600.73	-580.73	-560.73	
营业外收支					现金净流量	2517.35	3429.50	2304.42	
利润总额	2676.58	2996.62	3297.60	3606.93	主要财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
所得税	521.78	599.32	659.52	721.39	成长能力 (%)				
净利润	2154.81	2397.30	2638.08	2885.55	营业收入增长率	-8.19%	6.87%	7.23%	7.85%
归属于母公司净利润	2062.62	2301.41	2532.56	2755.70	净利润增长率	-10.41%	11.58%	10.04%	8.81%
YoY (%)	-10.41%	11.58%	10.04%	8.81%	盈利能力 (%)				
每股收益 (元)	0.53	0.59	0.65	0.71	毛利率	40.49%	40.70%	40.80%	41.00%
资产负债表 (百万港元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	净利率	12.20%	12.74%	13.08%	13.19%
货币资金	4006.31	6523.66	9953.17	12257.58	总资产收益率 ROA	10.30%	10.36%	10.34%	10.10%
预付款项					净资产收益率 ROE	16.23%	15.33%	14.43%	13.57%
存货	1730.92	2238.81	1762.99	2652.20	偿债能力 (%)				
其他流动资产	0.18	3.87	2.78	2.57	流动比率	1.36	1.93	2.61	3.31
流动资产合计	8332.60	11408.90	14489.10	18031.70	速动比率	1.08	1.55	2.29	2.82
长期股权投资	22.56	24.56	26.56	28.56	现金比率	0.66	1.10	1.79	2.25
固定资产	6958.96	6405.57	5907.51	5411.76	资产负债率	31.83%	27.78%	23.74%	20.91%
无形资产	3501.34	3173.23	2871.37	2593.66	经营效率 (%)				
非流动资产合计	11690.99	10811.49	10013.57	9242.11	总资产周转率	0.85	0.86	0.83	0.81
资产合计	20023.59	22220.39	24502.67	27273.81	每股指标 (元)				
短期借款	4213.48	3813.48	3413.48	3013.48	每股收益	0.53	0.59	0.65	0.71
应付账款及票据	653.24	798.72	755.47	915.12	每股净资产	3.28	3.87	4.52	5.23
其他流动负债	1000.11	1068.77	1146.04	1235.98	每股经营现金流	0.00	0.81	1.04	0.74
流动负债合计	6114.04	5913.54	5557.74	5443.33	每股股利	0.27	0.00	0.00	0.00
长期借款	1.07	1.07	1.07	1.07	估值分析				
其他长期负债	259.32	259.32	259.32	259.32	PE	8.44	7.04	6.40	5.88
非流动负债合计	260.39	260.39	260.39	260.39	PB	1.37	1.08	0.92	0.80
负债合计	6374.43	6173.92	5818.12	5703.71					
股本	1551.23	1551.23	1551.23	1551.23					
少数股东权益	938.51	1034.40	1139.93	1269.77					
股东权益合计	13649.17	16046.46	18684.55	21570.10					
负债和股东权益合计	20023.59	22220.39	24502.67	27273.81					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。