

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

敏华控股 (1999. HK)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文镪 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen1@cindasc.com

敏华控股：稳扎稳打，经营提效

2025年11月16日

事件:公司发布2026财年H1业绩报告(截至25年9月30日)。FY2026H1总收入实现82.41亿港元(同比-2.7%)，营业收入实现80.45亿港元(同比-3.1%)，归母净利润为11.46亿港元(同比+0.6%)。面对国际贸易摩擦加剧、内需疲软的综合背景，公司凭借灵活经营策略&稳健财务管理，收入整体表现平稳、盈利能力逆势提升。

内销线上表现靓丽，线下持续提质增效。 FY2026H1公司中国市场实现收入46.75亿港元(同比-6.0%)，毛利率为41.0%(同比+0.8pct)。分渠道来看，线下门店&线上电商收入分别为30.59/11.44亿港元(同比分别-12.3%/+13.6%)。公司线下调整门店布局策略，主动收缩门店数量、提升人流&成交率&营业额等关键指标，FY26H1净减少门店327家；线上方面，公司认为零售市场仍存提升空间，加速线上资源投入，并发展社媒营销、提升品牌曝光度与转化率。分品类来看，沙发/床收入分别为30.84/11.19亿港元(同比-6.1%/-7.4%)，其中沙发销量同比平稳，均价下滑主要系线上占比提升。

海外逆流而上，全球布局充分。 北美市场实现收入21.61亿港元(同比+0.3%)、欧洲及其他市场实现收入7.65亿港元(同比+4.3%)，海外市场整体毛利率为39.3%(同比+1.1pct)。尽管全球贸易摩擦加剧，但公司一方面加速产品迭代、增强客户粘性；另一方面全球多元基地布局有效对冲关税影响、巩固全球市场份额。海外产能方面，公司越南、墨西哥早在2019、2022年已投产，目前越南产能3500柜/月、墨西哥1000+柜/月，我们预计公司本土化供应链&管理团队布局领先同行，面对原产地核查&合规缩紧，未来竞争优势或将进一步夯实。

盈利能力提升，延续高比例股东回馈。 FY26H1公司利润率逆势提升，毛利率/净利率分别为40.4%/14.2%，同比分别+0.9pct/+0.5pct；销售&行政费用率合计为23.7%(FY25为22.6%)。展望未来，我们判断关税分摊影响逐步落地，表观报表盈利能力或有影响，但公司持续降本增效，整体有望维持平稳。此外，公司FY26H1派利比例为50.8%，延续50%+高比例股东回馈。

盈利预测： 我们预计公司FY2026-2028财年归母净利润为23.2/24.4/25.8亿港元，对应PE分别为8.5X、8.0X、7.6X。

风险提示：需求复苏不及预期、原材料&汇率波动超预期、贸易摩擦加剧。

重要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万港元)	16903	16597	17496	18391
增长率 YoY %	-8%	-2%	5%	5%
归属母公司净利润(百万港元)	2063	2318	2437	2575
增长率 YoY%	-10%	12%	5%	6%
EPS(摊薄)(港元)	0.53	0.60	0.63	0.66
市盈率 P/E(倍)	8.44	8.45	8.03	7.61

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测；股价为2025年11月14日收盘价

资产负债表				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,333	6,283	7,627	9,107
现金	3,364	1,269	2,582	3,782
应收账款及票据	1,811	1,752	1,794	1,933
存货	1,731	2,531	2,507	2,630
其他	1,426	731	744	762
非流动资产	11,691	14,854	14,856	14,858
固定资产	6,697	7,480	7,472	7,464
无形资产	940	3,440	3,440	3,440
其他	4,054	3,934	3,944	3,954
资产总计	20,024	21,137	22,483	23,965
流动负债	6,114	6,024	6,047	6,131
短期借款	4,213	3,913	3,913	3,913
应付账款及票据	653	735	712	759
其他	1,247	1,376	1,422	1,459
非流动负债	260	221	221	221
长期债务	1	1	1	1
其他	259	220	220	220
负债合计	6,374	6,244	6,268	6,352
普通股股本	1,551	1,551	1,551	1,551
储备	12,815	13,962	15,181	16,468
归属母公司股东权益	12,711	13,858	15,077	16,364
少数股东权益	939	1,035	1,138	1,249
股东权益合计	13,649	14,893	16,215	17,613
负债和股东权益	20,024	21,137	22,483	23,965

利润表				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,903	16,597	17,496	18,391
其他收入	0	399	399	399
营业成本	10,059	10,124	10,620	11,137
销售费用	103	3,203	3,324	3,494
管理费用	0	830	840	883
研发费用	0	0	0	0
财务费用	148	24	54	18
除税前溢利	2,677	2,981	3,109	3,312
所得税	522	566	568	627
净利润	2,155	2,414	2,541	2,685
少数股东损益	92	97	103	110
归属母公司净利润	2,063	2,318	2,437	2,575
EBIT	2,824	3,005	3,163	3,330
EBITDA	3,360	3,022	3,181	3,348
EPS (元)	0.53	0.60	0.63	0.66

现金流量表				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,323	1,783	2,617	2,570
净利润	2,063	2,318	2,437	2,575
少数股东权益	92	97	103	110
折旧摊销	536	17	18	18
营运资金变动及其他	633	-648	58	-133
投资活动现金流	-1,547	-2,286	32	35
资本支出	-1,041	-3,300	-10	-10
其他投资	-506	1,014	42	45
筹资活动现金流	-1,502	-1,592	-1,336	-1,405
借款增加	-218	-300	0	0
普通股增加	2	0	0	0
已付股利	-1,163	-1,292	-1,336	-1,405
其他	-123	0	0	0
现金净增加额	201	-2,095	1,313	1,201

主要财务比率				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-8.19%	-1.81%	5.41%	5.12%
归属母公司净利润	-10.41%	12.38%	5.16%	5.63%
获利能力				
毛利率	40.49%	39.00%	39.30%	39.44%
销售净利率	12.20%	13.97%	13.93%	14.00%
ROE	16.23%	16.73%	16.17%	15.73%
ROIC	12.73%	12.94%	12.84%	12.54%
偿债能力				
资产负债率	31.83%	29.54%	27.88%	26.51%
净负债比率	6.23%	17.76%	8.22%	0.75%
营运能力				
流动比率	1.36	1.04	1.26	1.49
速动比率	1.08	0.62	0.85	1.06
总资产周转率	0.85	0.81	0.80	0.79
应收账款周转率	9.50	9.32	9.87	9.87
应付账款周转率	14.75	14.59	14.68	15.14
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.60	0.63	0.66
每股经营现金流	0.86	0.46	0.67	0.66
每股净资产	3.28	3.57	3.89	4.22

研究团队简介

姜文镪, 信达证券研究开发中心所长助理, 新消费研究中心总经理, 上海交通大学硕士, 第一作者发表多篇 SCI+EI 论文, 曾就职于国盛证券, 带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨, 本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院, 主修数学/辅修会计; 研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院, 金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所, 跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩; 2024 年加入信达证券研究开发中心, 主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峰, 本科毕业于中国海洋大学, 硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所, 有 3 年消费行业研究经验, 跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心, 主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上； 增持：股价相对强于基准5%~15%； 持有：股价相对基准波动在±5%之间； 卖出：股价相对弱于基准5%以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。