

敏华控股 (01999.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

内销仍有承压，欧美市场表现相对稳健

业绩简评

11月14日，公司发布2026上半财年业绩公告，公司2026上半财年实现营收80.45亿港元（同比-3.1%），归母净利润11.46亿港元（同比+0.6%）。公司宣派中期股息每股15港仙，中期派息比率为50.8%，整体股东回馈水平与往年保持稳定。

经营分析

内销承压较明显，欧美市场表现相对稳健。分区域看，FY26H1中国/北美/欧洲及其他海外营业收入分别同比-6.0%/+0.3%/+4.3%至46.75/21.61/7.65亿港元。国内业绩表现仍受限于上游需求的相对不足，海外市场整体表现稳健。尽管上半年国际贸易冲突进一步加剧，但公司凭借中国、越南及墨西哥多地的产能布局多布局，有效分散了地缘政策带来的风险。分渠道看，FY26H1公司线下/线上分别同比-12.3%/+13.6%至30.59/11.44亿港元，线上业绩亮眼主要系产品结构优化调整、流量推广以及平台运营加强；按品类来看，FY26H1公司沙发/床垫分别同比-6.1%/-7.4%至30.84/11.19亿港元；按门店来看，线下门店收入减少主因需求相对疲软和门店结构调整，截至2025年9月30日，公司门店数7040家，相较于2025年3月31日，净减少327家。

原材料成本下降带动毛利率提升，净利率仍有修复。公司FY26H1毛利率/净利率分别同比+0.9%/+0.5%至40.4%/14.2%。毛利率的提升主要受益于原材料成本下降以及供应链结构优化。费用率方面，FY26H1销售&管理费用率同比+1.8%至23.7%。综合来看，原材料成本回落叠加税率下行对利润形成正向拉动，相较于去年同期，公司2026年上半年盈利端有所改善。

内销线上渠道建设稳步推进，外销供应链具备韧性支撑业绩增量。内销方面，公司进一步加强了线上渠道的建设，通过小红书、抖音、视频号等社交媒体提升品牌曝光度，并引入更多契合年轻消费者偏好的产品，后续线上渠道有望带来更多增量。外销方面，公司产能布局全面，供应链具备韧性。公司越南工厂及墨西哥工厂产能稳定，稳定供货北美及部分欧洲市场，能够一定程度缓和外部关税及运费波动带来的风险。随着海外降息，家居需求有望一定程度回暖，以及公司在欧洲、“一带一路”等市场持续拓展，海外业务有望贡献更多收入与利润增量。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司26-28财年EPS分别为0.53/0.56/0.59港元，当前股价对应的PE分别为9.8X、9.3X、8.8X，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

市价 (港币)：5.200 元

相关报告：

- 《敏华控股港股公司点评：内销短期承压明显，期待需求回暖》，2025.5.18
- 《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



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	16,455	17,334	18,282
营业收入增长率	6.11%	-8.19%	-2.65%	5.34%	5.47%
归母净利润(百万港元)	2,302	2,063	2,054	2,174	2,295
归母净利润增长率	20.23%	-10.41%	-0.42%	5.83%	5.58%
摊薄每股收益(港元)	0.59	0.53	0.53	0.56	0.59
每股经营性现金流净额	0.66	0.86	0.69	0.60	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.05%	16.23%	13.91%	12.83%	11.93%
P/E	9.30	8.44	9.82	9.28	8.79
P/B	1.77	1.37	1.37	1.19	1.05

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)							资产负债表(港币 百万)						
主营业务收入	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	货币资金	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
增长率	17,351	18,411	16,903	16,455	17,334	18,282	应收账款	3,619	3,163	3,364	4,858	5,884	6,975
主营业务成本	10,673	11,163	10,058	9,955	10,488	11,031	存货	2,328	2,478	2,380	2,262	2,317	2,444
%销售收入	61.5%	60.6%	59.5%	60.5%	60.5%	60.3%	其他流动资产	1,769	1,848	1,731	1,626	1,710	1,799
毛利	6,678	7,248	6,844	6,500	6,846	7,251	流动资产	698	616	857	914	964	1,014
%销售收入	38.5%	39.4%	40.5%	39.5%	39.5%	39.7%	%总资产	8,415	8,105	8,333	9,659	10,875	12,231
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	42.8%	40.9%	41.6%	43.4%	44.4%	45.5%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	73	23	23	33	43	53
销售费用	3,318	3,314	3,075	3,028	3,224	3,400	%总资产	6,620	7,048	6,697	7,377	8,077	8,777
%销售收入	19.1%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.6%	无形资产	1,255	1,143	940	1,040	1,140	1,240
管理费用	0	0	0	856	901	951	非流动资产	11,226	11,703	11,691	12,573	13,603	14,633
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	5.2%	5.2%	%总资产	57.2%	59.1%	58.4%	56.6%	55.6%	54.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	19,640	19,808	20,024	22,232	24,478	26,864
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	4,176	4,113	4,213	4,113	4,013	3,913
息税前利润(EBIT)	2,520	3,065	2,824	2,638	2,736	2,852	应付款项	951	710	653	650	693	729
%销售收入	14.5%	16.6%	16.7%	16.0%	15.8%	15.6%	其他流动负债	1,659	1,604	1,247	1,481	1,543	1,627
财务费用	165	200	148	7	-48	-87	流动负债	6,786	6,428	6,114	6,244	6,250	6,270
%销售收入	0.9%	1.1%	0.9%	0.0%	-0.3%	-0.5%	长期贷款	0	1	1	1	1	1
投资收益	10	4	0	12	10	0	其他长期负债	326	303	259	220	220	220
%税前利润	0.4%	0.1%	0.0%	0.5%	0.4%	0.0%	负债	7,113	6,732	6,374	6,465	6,470	6,491
营业利润	2,313	2,978	3,019	2,617	2,719	2,845	普通股股东权益	11,557	12,083	12,711	14,765	16,938	19,233
营业利润率	13.3%	16.2%	17.9%	15.9%	15.7%	15.6%	其中：股本	1,568	1,551	1,551	1,551	1,551	1,551
营业外收支	税前利润	2,355	2,864	2,677	2,630	2,784	未分配利润	10,788	11,914	12,815	14,869	17,043	19,338
利润税率	13.6%	15.6%	15.8%	16.0%	16.1%	16.1%	少数股东权益	971	992	939	1,002	1,069	1,140
所得税	497	468	522	513	543	573	负债股东权益合计	19,640	19,808	20,024	22,232	24,478	26,864
所得税率	21.1%	16.4%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%							
净利润	1,858	2,396	2,155	2,117	2,241	2,366							
少数股东损益	-57	94	92	64	67	71							
归属于母公司的净利润	1,915	2,302	2,063	2,054	2,174	2,295							
净利率	11.0%	12.5%	12.2%	12.5%	12.5%	12.6%							
现金流量表(港币 百万)							比率分析						
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,915	2,302	2,063	2,054	2,174	2,295	每股指标						
少数股东损益	-57	94	92	64	67	71	每股收益	0.49	0.59	0.53	0.53	0.56	0.59
非现金支出	256	501	571	168	172	183	每股净资产	2.95	3.12	3.28	3.81	4.37	4.96
非经营收益							每股经营现金净流	1.04	0.66	0.86	0.69	0.60	0.61
营运资金变动	1,203	-822	154	448	-35	-95	每股股利	0.25	0.30	0.27	0.00	0.00	0.00
经营活动现金净流	4,059	2,555	3,323	2,670	2,311	2,382							
资本开支	-1,561	-1,569	-1,041	-780	-800	-800	回报率						
投资	-114	0	-532	-280	-280	-280	净资产收益率	16.57%	19.05%	16.23%	13.91%	12.83%	11.93%
其他	14	31	26	109	17	7	总资产收益率	9.75%	11.62%	10.30%	9.24%	8.88%	8.54%
投资活动现金净流	-1,661	-1,538	-1,547	-951	-1,063	-1,073	投入资本收益率	11.90%	14.91%	12.73%	10.68%	10.00%	9.45%
股权投资	-38	-223	2	0	0	0	增长率						
债权募资	-64	-50	-218	-100	-100	-100	主营业务收入增长率	-19.29%	6.11%	-8.19%	-2.65%	5.34%	5.47%
其他	-1,233	-1,011	-1,286	-125	-122	-119	EBIT 增长率	-13.05%	21.63%	-7.84%	-6.61%	3.72%	4.25%
筹资活动现金净流	-1,335	-1,284	-1,502	-225	-222	-219	净利润增长率	-14.80%	20.23%	-10.41%	-0.42%	5.83%	5.58%
现金净流量	794	-456	201	1,494	1,026	1,091	总资产增长率	-4.29%	0.85%	1.09%	11.03%	10.10%	9.75%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	39.9	32.7	37.9	36.8	32.6	32.1
							存货周转天数	81.9	58.3	64.0	60.7	57.3	57.3
							应付账款周转天数	35.5	26.8	24.4	23.6	23.1	23.2
							固定资产周转天数	131.1	133.6	146.4	154.0	160.5	165.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	4.31%	7.71%	7.59%	-3.91%	-9.79%	-14.60%
							EBIT 利息保障倍数	15.3	15.3	19.1	21.1	22.4	24.0
							资产负债率	36.21%	33.99%	31.83%	29.08%	26.43%	24.16%

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靠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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦5楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街26号

新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心

18楼1806