

经营效益提升，外销表现较好

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):	4.87/3.6
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	201.66
最新收盘价(港元):	5.2	自由流通市值(亿港元)	201.66
		自由流通股数(百万)	3,878.08

事件概述

公司发布 2025-2026 财年中期财报 (截止 2025 年 9 月 30 日)。报告期内公司实现总收入 82.41 亿港元，同比-2.7% (人民币口径-3.14%) (剔除政府补助、利息等非营业收入后实现营收为 80.45 亿港元，同比-3.1%)；归属于母公司净利润 11.46 亿港元，同比+0.6% (人民币口径+0.58%)，扣非后归属于母公司净利润 11.46 亿港元，同比+0.58%。此外，公司拟派中期股息每股 0.15 港元，派息比率为 50.80%。

分析判断：

► 收入端：国内沙发市场或已触底，海外市场韧性强劲

分地区看：报告期内公司 (1) 中国市场实现营收 46.75 亿港元，同比-6.0%，同比降幅较去年同期大幅收窄。具体拆分看报告期国内沙发市场销量持平，平均售价略有下调 (系线上占比提升所致)，国内沙发零售市场或已触底，公司将持续优化产品组合提升性价比，并加强与经销商的协同同时积极调整门店策略，推动门店精细化运营管理 (截至 2025 年 9 月 30 日，线下门店总数约 7040 家，较 2025 年 3 月 31 日净减少 327 家)，改善销售表现；此外公司加大对线上销售平台的资源投入，拓展电商渠道与社交媒体营销，提升品牌曝光与销售转化效率，进一步巩固在中国市场的竞争优势弥补部分实体门店受疲弱零售市场的负面影响；(2) 海外市场方面，整体行业面对国际贸易壁垒升温、美国关税政策频繁变动带来不确定性，但公司海外业务仍表现出较强的韧性，北美市场实现营收 21.61 港元，同比+0.3%，欧洲及其他海外市场实现营收 7.65 亿港元，同比+4.3%，Home Group 实现营收 3.80 亿港元，同比+2.2% (系欧洲市场需求增加所致)。

分产品看：报告期内沙发及配套产品实现营收 55.50 亿港元，同比-4.6% (国内同比下滑约 6.1%，海外同比下滑约 2.6%)；床具及配套产品实现营收 11.19 亿港元，同比-7.4%，主要原因是中国市场消费降级明显；其他产品 (包括铁架及智能家具) 实现营收 9.31 亿港元，同比+11.4%，主要系海外市场销售增长所致；其他来自房地产、酒店及家居商场及其他物业租赁的收入约为 0.65 亿港元，同比-10.1%，主要系房地产收入下降所致。

► 利润端：控费优异叠加原材料成本下降，盈利同比提升

报告期内的公司毛利率、净利率分别为 40.4%、14.2%，同比分别+0.9pct、+0.5pct (盈利提升系严谨成本控制及良好经营效益所致)；其中，受到原材料成本下降，沙发及配套产品、床具及配套产品、其他产品、home 集团业务毛利率分别+1.0pct、+0.7pct、+2.5pct、+0.3pct 至 41.7%、43.7%、28.4%、31.6%；期间费用率方面：公司销售及分销开支同比+0.9pct 至 19.1% (主要系电商销售、平台推广、运输开支等增加及美国对越南开始征收关税影响所致)，行政及其他开支同比+0.7pct 至 4.5% (主要系 2025 财政年度上半年与一名前供应商的诉讼已庭外和解，支付赔偿款并拨回多计提的法律案件拨备所致)；财务成本同比+0.4pct 至 0.9% (主要系贷款利息支出增加所致)。

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。结合公司 2026 财年中期报告，我们调整公司盈利预测，预计 FY2026-FY2028 公司营业收入分别为 (173.52/185.27/198.55 亿港元) (前值为 180.63/193.69/208.89 亿

港元); EPS 0.57/0.61/0.65 港元 (前值为 0.59/0.65/0.71 港元), 对应 2025 年 11 月 17 日 5.2 港元/股收盘价, PE 分别为 8/8/7 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	17351.95	18526.95	19855.33
YoY (%)	6.11%	-8.19%	2.66%	6.77%	7.17%
归母净利润(百万港元)	2302.37	2062.62	2193.68	2350.09	2524.82
YoY (%)	20.23%	-10.41%	6.35%	7.13%	7.43%
毛利率 (%)	39.37%	40.49%	40.71%	40.61%	40.83%
每股收益(港元)	0.59	0.53	0.57	0.61	0.65
ROE	0.19	0.16	0.15	0.14	0.13
市盈率	8.47	7.69	8.38	7.82	7.28

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:

分析师: 吴菲菲

邮箱: wuff@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525090001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万港元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	现金流量表 (百万港元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入	17340.39	17351.95	18526.95	19855.33	净利润	2062.62	2193.68	2350.09	2524.82
YoY(%)	-5.82%	0.07%	6.77%	7.17%	折旧和摊销	535.70	750.41	687.83	628.82
营业成本	10058.47	10288.05	11003.09	11748.29	营运资金变动	154.16	-264.32	153.04	-667.18
营业税金及附加					经营活动现金流	3323.35	2921.87	3419.59	2766.12
销售费用	3075.09	3210.11	3381.17	3699.05	资本开支	-1041.11	-100.00	-100.00	-50.00
管理费用	0.00	780.84	852.24	913.35	投资	-532.03	32.18	32.18	32.18
财务费用	147.82	116.63	39.04	-51.48	投资活动现金流	-1546.82	-17.79	-17.79	-17.79
资产减值损失					股权募资	2.19	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.01	0.02	0.03	0.03	债务募资	100.33	-400.00	-400.00	-400.00
营业利润					筹资活动现金流	-1501.99	-600.73	-580.73	-560.73
营业外收支					现金净流量	201.15	2303.35	2821.07	2187.61
利润总额	2676.58	2856.35	3060.02	3304.73					
所得税	521.78	571.27	612.00	660.95					
净利润	2154.81	2285.08	2448.01	2643.79					
归属于母公司净利润	2062.62	2193.68	2350.09	2524.82					
YoY(%)	-10.41%	6.35%	7.13%	7.43%					
每股收益(港元)	0.53	0.57	0.61	0.65					
资产负债表 (百万港元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
货币资金	3364.07	5667.42	8488.49	10676.09					
预付款项									
存货	1730.92	2081.92	1758.48	2450.38					
其他流动资产	0.18	3.72	2.66	2.44					
流动资产合计	8332.60	10956.98	13677.97	16702.12					
长期股权投资	22.56	24.56	26.56	28.56					
固定资产	6697.18	6169.96	5695.47	5220.92					
无形资产	939.91	816.72	703.38	599.11					
非流动资产合计	11690.99	11042.58	10456.74	9879.93					
资产合计	20023.59	21999.56	24134.71	26582.04					
短期借款	4213.48	3813.48	3413.48	3013.48					
应付账款及票据	653.24	741.33	750.16	842.35					
其他流动负债	1000.11	1026.70	1096.22	1174.82					
流动负债合计	6114.04	5804.92	5492.07	5295.61					
长期借款	1.07	1.07	1.07	1.07					
其他长期负债	259.32	259.32	259.32	259.32					
非流动负债合计	260.39	260.39	260.39	260.39					
负债合计	6374.43	6065.31	5752.45	5556.00					
股本	1551.23	1551.23	1551.23	1551.23					
少数股东权益	938.51	1029.91	1127.83	1246.80					
股东权益合计	13649.17	15934.25	18382.26	21026.05					
负债和股东权益合计	20023.59	21999.56	24134.71	26582.04					

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。