



中國 | 零售

18 November 2025

敏華控股 (1999 HK)

受毛利率提升帶動，2026 財年上半年盈利按年微增 0.6%

收入按年下滑 3.1%至 80.4 億港元

敏華(1999.HK)公佈截至 2025 年 9 月 30 日止 2026 財年上半年(1H FY26)業績：期內收入按年下降 3.1%至港幣 80.4 億元，主因沙發及床品銷售均錄得中單位數(MSD)按年下滑。毛利率(GPM)按年擴大 0.9 個百分點至 40.4%，主要受原材料價格下行帶動；其中真皮/化工品/鋼材/布料的平均單位成本按年分別下降 10.4%/9.8%/6.8%/2.6%。銷售及分銷費用率(S&D)按年上升 0.9 個百分點至 19.1%，原因包括：(i)期內美國對越南徵收關稅，導致輸美關稅開支由 1H FY25 的約港幣 670 萬元增至 1H FY26 的約港幣 7,880 萬元；(ii)為加大線上平台推廣，廣告及推廣費用率(A&P)由 2.5%升至 2.8%；(iii)受線上銷量提升帶動，國內運輸費用佔收入比重由 2.4%升至 2.8%。另受與前供應商訴訟達成庭外和解影響，行政費用率由 3.8%升至 4.5%。綜合上述因素，股東應佔溢利(NP)按年微增 0.6%至約港幣 11.5 億元。董事會宣派中期每股股息港幣 0.15 元，派息比率為 50.8%。

中國收入按年下降 6%，受沙發需求疲弱拖累

期內中國市場收入按年下降 6%至約港幣 47 億元，期末零售門店數為 7,040 間(2025 年 3 月底：7,367 間)，佔總收入 58%。下滑主因家具大環境偏弱及行業競爭加劇、沙發行業出現產能過剩。沙發銷量按年持平，但因線上銷售佔比提升，平均售價(ASP)略有下降。管理層認為中國沙發零售市場或已見底，後續策略將透過優化產品組合以提升性價比，並加大對線上平台的資源投入。北美/歐洲及其他市場收入按年分別增長 0.3%/4.3%，分別佔期內總銷售的 27%/9.5%。同時，Home Group(歐洲製造與銷售平台)因歐洲需求回升，期內銷售按年增長 2.2%，佔總收入 4.6%。

預期行業「內卷」或持續「至少兩至三年」

公司透過全球產能佈局以對沖關稅波動風險：越南基地月產能約 3,500 個貨櫃，墨西哥基地月產能逾 1,000 個貨櫃，可就近供應美國與歐洲市場，降低出口風險與關稅影響。敏華正推進分拆智能機械子公司「銳邁科技」(Rui Mai Technology)於全國中小企業股份轉讓系統(新三板)掛牌，預期有助提升業務聚焦度並逐步釋放價值(後續時間表與細節有待觀察)。管理層短期策略為「以穩為先」，在預期行業激烈競爭將「至少」持續兩至三年的背景下，圍繞嚴控產品/成本、針對性促銷與門店結構優化，力守市佔與利潤率穿越周期。

估值方面，公司現時以截至 2026 年 3 月止財年(FY26)計算之市盈率約 9.1 倍，較 A 股同業 FY25 預測市盈率平均約 12.7 倍存在明顯折讓；相較其過去 5 年平均市盈率約 12.1 倍亦不算昂貴。

未評級

當前股價(港元)*	5.09
目標價(港元)	N/A
上升/下跌空間(%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	25,997.20
*股價截至	18-Nov-25

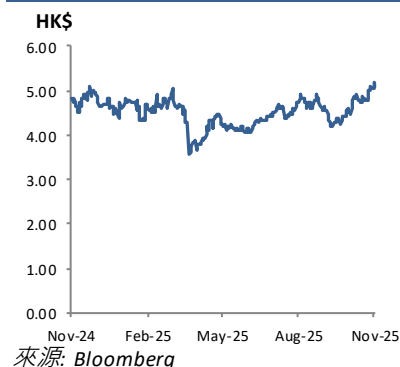
關鍵數據

股票代號	1999 HK
總市值(港元)	19,739
近3個月人均成交額	26.3
52周最高價(港元)	5.29
52周最低價(港元)	3.33
自由流通比率(%)	37.2%
總股本(百萬股)	3,878.1

股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	12.9%	9.6%
3個月	7.4%	4.0%
6個月	20.0%	7.8%

股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip
raymond.ip@crosby.com
+852 3476 2928

圖 1 同業分析 (截至 2025 年 11 月 17 日收市價)

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)	P/E (x)		FY1-FY3 EPS Cagr (%)	FY1 PEG (x)	Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC Hist (%)	Share px chg (%)		
					FY1	FY2			FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1		1-mth	3-mth	12-mth
HSI		26,384			12.8	11.4	11.7	1.09	3.0	3.2	1.41	1.36	10.7	10.3		4.5	4.4	35.8
HSCCI		9,328			11.9	10.5	12.9	0.92	2.7	2.9	1.34	1.28	11.5	10.6		3.5	3.3	32.2
CSI300		4,598			16.2	14.1	14.0	1.16	2.4	2.7	1.79	1.71	10.2	10.7		1.9	8.5	16.4
Sector Average					12.7	11.3	12.0	1.2	4.9	5.2	1.7	1.8	8.0	14.3	6.0	10.9	6.8	15.4
Sector Median					13.1	11.3	9.2	1.3	5.2	5.7	1.8	1.7	11.7	13.9	7.5	8.9	5.3	9.9
Man Wah Holdings	1999 HK	5.20	2,594	3.4	9.1	8.6	7.1	1.28	5.5	5.8	1.48	1.43	15.7	16.5	11.3	15.3	9.7	9.9
Jason Furnitur-A	603816 CH	30.44	3,518	23.4	13.1	12.0	9.2	1.42	5.2	5.7	2.42	2.35	15.9	17.8	12.4	0.7	11.7	5.6
Suofeiya Home-A	002572 CH	13.58	1,840	20.8	12.4	11.3	9.0	1.38	6.7	6.8	1.82	1.69	16.0	13.9	9.3	8.5	(1.2)	(19.0)
Xilinmen Furni-A	603008 CH	19.17	993	28.0	15.7	13.7	14.6	1.08	2.9	3.2	1.82	1.74	8.9	11.2	5.5	8.9	17.0	7.0
Yotrio Group-A	002489 CH	4.06	1,239	22.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.88	N/A	14.9	N/A	12.2	16.0	4.4	26.9
Ue Furnitue Co-A	603600 CH	11.80	549	9.9	13.1	10.7	20.3	0.64	4.4	4.8	1.70	1.61	11.7	12.0	7.5	6.2	3.9	2.8
Der Future Sci-A	002631 CH	5.69	638	22.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.07	N/A	(8.0)	N/A	(6.6)	3.5	16.8	23.2
Guangzhou Holi-A	603898 CH	12.13	531	6.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.20	N/A	0.7	N/A	0.8	25.7	5.3	38.8
Qumei Home Fur-A	603818 CH	4.27	412	9.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.35	N/A	(3.9)	N/A	1.7	13.6	(6.4)	43.8

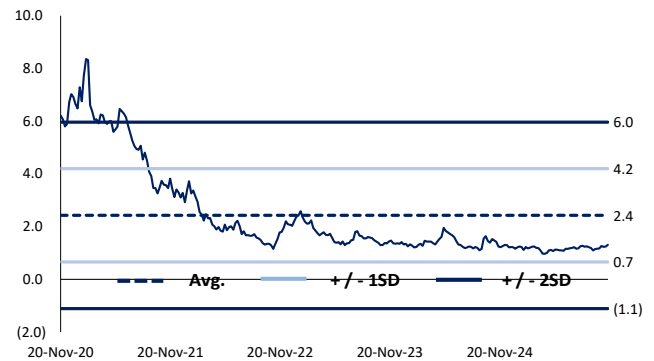
來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 歷史五年預測市盈率區間



來源: Bloomberg, Crosby Securities

圖 3 歷史五年預測市賬率區間



來源: Bloomberg, Crosby Securities



主要財務數據

Yr ended 31 Mar	FY 2023	FY 2024	FY 2025
Income Statement (HKD'm)			
Revenue	17,351	18,411	16,903
YoY%	(19.3)	6.1	(8.2)
Gross profit	6,678	7,248	6,844
YoY%	(15.4)	8.5	(5.6)
EBITDA	3,014	3,495	3,235
YoY%	(13.5)	16.0	(7.5)
Net profit	1,915	2,302	2,063
YoY%	(14.8)	20.2	(10.4)
EPS (Fully diluted)	0.488	0.591	0.532
YoY%	(14.1)	21.1	(10.0)
DPS	0.250	0.300	0.300
YoY%	(16.7)	20.0	0.0
Balance Sheets (HKD'm)			
Cash & Cash Equiv	3,738	3,274	4,006
ST Investments	344	246	74
AR	1,598	1,747	1,811
Inventories	1,617	1,712	1,608
Other current assets	1,117	1,126	833
Total Current Assets	8,415	8,105	8,333
PP&E	9,401	9,776	9,684
LT Investments	465	442	1,010
Other Non-curr assets	1,360	1,485	997
Total Non-Current Assets	11,226	11,703	11,691
Payables & Accruals	2,167	1,987	1,602
ST Debts	4,255	4,166	4,265
Other current Liabilities	364	275	246
Total Current Liabilities	6,786	6,428	6,114
LT Debts	144	160	122
Other LT Liabilities	183	145	138
Total Long-Term Liabilities	327	304	260
Shareholders' Equity	11,557	12,083	12,711
Minority interests	971	992	939
Total Equity	12,528	13,076	13,649
Total Debts	4,399	4,325	4,387
Net cash / (debts)	(661)	(1,052)	(381)

Yr ended 31 Mar	FY 2023	FY 2024	FY 2025
Cash Flow Statement (HKD'm)			
Net Income	1,915	2,302	2,063
Dep & Amort.	685	573	536
Working capital changes	1,203	(822)	154
Other adjustments	256	501	571
Cash From Operations (CFO)	4,059	2,555	3,323
YoY%	74.7	(37.1)	30.1
Capex	(1,561)	(1,569)	(1,041)
Other investments	(100)	31	(506)
Cash From Investing Activities	(1,661)	(1,538)	(1,547)
Free Cash Flow (CFO - Capex)	2,498	985	2,282
YoY%	588	(60.6)	131.6
Net change in debts	(209)	(74)	62
Shares issue & buyback (net)	(38)	(223)	2
Dividends	(1,256)	(977)	(1,163)
Others	10	(207)	55
Cash from Financing Activities	(1,491)	(1,481)	(1,044)
Opening cash	2,832	3,738	3,274
Net Changes in Cash	907	(464)	732
Closing cash	3,738	3,274	4,006
Ratios			
Gross margin	38.5%	39.4%	40.5%
Ebitda margin	17.4%	19.0%	19.1%
Net margin	11.0%	12.5%	12.2%
Payout	51.2%	50.7%	56.4%
Effective tax	21.1%	16.4%	19.5%
Ebit margin (%)	14.5	16.6	16.7
Interest burden (x)	0.93	0.93	0.95
Tax burden (x)	0.81	0.80	0.77
Asset turnover (x)	0.86	0.93	0.85
Leverage (x)	1.73	1.67	1.61
ROE	16.5%	19.5%	16.6%
ROIC	10.5%	14.0%	12.0%
Total debts / Total Capital	26.0%	24.9%	24.3%
Net debts / SH Equity	5.7%	8.7%	3.0%

來源: Bloomberg, Crosby Securities

信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY)：預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL)：預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL)：預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和／或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB)：該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議：策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR)：沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR)：股票的目標價和／或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去的表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。