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

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

深化海外产业链，美国本土布局落地

2025 年 12 月 21 日

事件：公司发布公告，以 0.32 亿美元收购美国一家家居制造公司 100%股权，并向对方提供约 0.27 亿美元无息贷款用于偿还债务。目标公司在美主要从事软体家居制造&销售，分别拥有 Southern Motion（成立于 1996 年，专注可躺家具）、Fusion Furniture（成立于 2009 年，专注固定家具）两大品牌，24 财年、25 财年（截至 2025 年 6 月 28 日）收入分别为 2.39、1.88 亿美元，净亏损分别为 390、969 万美元（剔除商誉摊销&坏帐后，均可小幅盈利）。

深化海外产业链，协同优势清晰。目标公司在密西西比州拥有 8 处生产设施、总建筑面积超 200 万平方英尺。我们认为，公司收购完成后，可直接将产能扩张至美国本土，弱化未来关税&贸易风险，同时迅速切入目标公司原有活跃客户供应链（超 1000 家），扩大市场份额。此外，作为全球核心软体家居品牌商&制造商，我们判断敏华将会在原材料采购、自动化水平提升、核心零部件配套等多个方面对目标公司进行充分赋能，有望持续优化其盈利能力。

结构成长，曙光清晰。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，我们预计 Q4 经营趋势整体小幅承压。其中，海外受美国新一轮关税影响，我们预计整体略承压、但非美地区有望呈现差异表现；国内由于同期国补导致高基数，线下回暖拐点或将延后，但公司加速线上资源投入，并发展社媒营销、提升品牌曝光度与转化率，我们预计电商仍延续靓丽表现。

盈利预测：我们预计公司 FY2026-2028 财年归母净利润为 22.0/23.0/24.9 亿港元，对应 PE 分别为 8.4X、8.0X、7.4X。

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
营业总收入(百万港元)	16903	16554	18931	20302
增长率 YoY %	-8%	-2%	14%	7%
归属母公司净利润(百万港元)	2063	2195	2298	2491
增长率 YoY%	-10%	6%	5%	8%
EPS(摊薄)(港元)	0.53	0.57	0.59	0.64
市盈率 P/E(倍)	8.44	8.39	8.02	7.39

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 12 月 19 日收盘价

资产负债表 百万港元

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

现金流量表 百万港元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,323	1,663	2,196	2,373
净利润	2,063	2,195	2,298	2,491
少数股东权益	92	91	97	107
折旧摊销	536	17	18	18
营运资金变动及其他	633	-640	-217	-243
投资活动现金流	-1,547	-2,287	56	61
资本支出	-1,041	-3,300	-10	-10
其他投资	-506	1,013	66	71
筹资活动现金流	-1,502	-1,530	-1,266	-1,363
借款增加	-218	-300	0	0
普通股增加	2	0	0	0
已付股利	-1,163	-1,230	-1,266	-1,363
其他	-123	0	0	0
现金净增加额	201	-2,117	1,022	1,108

利润表 百万港元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,903	16,554	18,931	20,302
其他收入	0	399	399	399
营业成本	10,059	10,098	11,567	12,384
销售费用	103	3,195	3,673	3,918
管理费用	0	944	1,117	1,198
研发费用	0	0	0	0
财务费用	148	24	55	34
除税前溢利	2,677	2,858	2,994	3,248
所得税	522	572	599	650
净利润	2,155	2,287	2,395	2,598
少数股东损益	92	91	97	107
归属母公司净利润	2,063	2,195	2,298	2,491
EBIT	2,824	2,882	3,049	3,282
EBITDA	3,360	2,899	3,067	3,299
EPS（元）	0.53	0.57	0.59	0.64

主要财务比率 百万港元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-8.19%	-2.06%	14.36%	7.24%
归属母公司净利润	-10.41%	6.42%	4.69%	8.41%
获利能力				
毛利率	40.49%	39.00%	38.90%	39.00%
销售净利率	12.20%	13.26%	12.14%	12.27%
ROE	16.23%	15.87%	15.30%	15.28%
ROIC	12.73%	12.28%	12.16%	12.24%
偿债能力				
资产负债率	31.83%	29.56%	28.54%	27.31%
净负债比率	6.23%	17.95%	10.19%	3.07%
流动比率	1.36	1.04	1.24	1.46
速动比率	1.08	0.62	0.80	1.00
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.81	0.87	0.87
应收账款周转率	9.50	9.30	10.27	9.97
应付账款周转率	14.75	14.57	15.34	15.29
每股指标（元）				
每股收益	0.53	0.57	0.59	0.64
每股经营现金流	0.86	0.43	0.57	0.61
每股净资产	3.28	3.57	3.87	4.20

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。

骆峥，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、意见及推测仅供参考，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；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%～15%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

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。