

收购美国家居品牌，海外布局落地

——敏华控股（1999.HK）点评报告



增持(首次)

行业：轻工制造
日期：2026年02月11日分析师：吴东炬
E-mail: wudongju@yongxings.com
SAC编号: S1760524060001
分析师：胡皓寒
E-mail: huhaoan@yongxings.com
SAC编号: S1760525070001

基本数据

收盘价(港元) 4.96
总股本(百万股) 3878
流通市值(亿港元) 192

最近一年股票与恒生指数比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

核心观点

事件

2025年12月18日敏华控股公告以约5870万美元收购GRIC集团，其中3200万美元为收购目标公司100%发行的股本，其余约2667万美元为向美国银行全数偿还于交割日期目标集团于银行融资的所有义务，此次收购PB为4.29倍。

核心逻辑

目标集团主要于美国从事制造及买卖软体家具。目标集团的总部位于密西西比州北部，主要透过两个品牌名称营运，分别为成立于1996年的Southern Motion，专注于制造可躺式家私，以及成立于2009年的Fusion Furniture，专注于制造固定式家私。我们认为交割后，目标集团透过其逾1,000名活跃客户的家具零售分销网络所带来的交叉销售机会，以及在原材料采购及提升制造效率方面所创造的成本节约机会，将使目标集团与敏华控股的业务产生协同效应。目标集团于密西西比州北部拥有8处生产设施，总面积逾2百万平方呎。我们认为敏华控股与目标集团业务间将产生协同效应，更预期于交割后，公司的生产布局将扩展至美国，以应对国际贸易环境变化所带来的机遇与挑战。2025年12月美国折年数成屋销售为435万套/年，在过去27年分位数为14.7%，整体需求仍在底部，但从近两年情况来看稳中有升，我们认为降息或使得美国房地产有一定复苏迹象，同时美股的上涨带来的财富效应较为明显，房地产需求有望逐步释放，敏华完成收购后，借助其品牌以及渠道或将促进公司在北美地区的业务发展。

投资建议

当前国内地产处于周期底部，静待地产政策出台，释放地产链需求，同时公司内部进行多方位改革，国内业务有望重归增长区间；海外业务方面通过收购获得产品、品牌、产能以及销售渠道，进一步拓展公司北美业务，同时规避关税风险，未来敏华控股与子公司业务间将产生协同效应，期待其在财务方面做出进一步贡献。我们预计2026-2028财年归母净利润为21.08/22.48/23.90亿元，对应2月9日收盘价4.96港元/股，PE分别为8.12/7.62/7.16倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示

国内外宏观环境风险，市场竞争加剧风险，外贸政策变化风险，收购整合不及预期风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16903	16739	18203	18713
(+/-) (%)	-8%	-1%	9%	3%
归母净利润	2063	2108	2248	2390
(+/-) (%)	-10%	2%	7%	6%
EPS	0.53	0.54	0.58	0.62
P/E	7.51	8.12	7.62	7.16

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2026年02月09日收盘价）

至 12 月 31 日	单位：百万元			
	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,333	6,550	9,453	12,472
现金	3,364	1,467	3,955	6,838
应收账款及票据	1,811	1,813	1,972	2,027
存货	1,731	1,780	1,988	2,043
其他	1,426	1,490	1,538	1,564
非流动资产	11,691	14,968	14,537	14,055
固定资产	6,697	7,547	7,458	7,282
无形资产	940	3,506	3,155	2,840
其他	4,054	3,915	3,924	3,933
资产总计	20,024	21,518	23,990	26,527
流动负债	6,114	5,997	6,091	6,101
短期借款	4,213	4,013	3,913	3,863
应付账款及票据	653	678	757	778
其他	1,247	1,306	1,420	1,460
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	6,218	6,311	6,322
普通股股本	1,551	1,551	1,551	1,551
储备	12,815	14,378	16,663	19,089
归属母公司股东权益	12,711	14,274	16,559	18,985
少数股东权益	939	1,026	1,120	1,220
股东权益合计	13,649	15,300	17,679	20,205
负债和股东权益	20,024	21,518	23,990	26,527

至 12 月 31 日	单位：百万元			
	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,903	16,739	18,203	18,713
其他收入	0	0	0	0
营业成本	10,058	10,172	11,358	11,675
销售费用	3,075	2,963	3,094	3,088
管理费用	750	502	455	468
研发费用	0	0	0	0
财务费用	148	165	159	156
除税前溢利	2,677	2,745	2,927	3,112
所得税	522	549	585	622
净利润	2,155	2,196	2,342	2,489
少数股东损益	92	88	94	100
归属母公司净利润	2,063	2,108	2,248	2,390

至 12 月 31 日	单位：百万元			
	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,323	3,469	3,618	3,881
净利润	2,063	2,108	2,248	2,390
少数股东权益	92	88	94	100
折旧摊销	536	984	1,140	1,091
营运资金变动及其他	633	289	136	301
投资活动现金流	-1,547	-4,456	-908	-829
资本支出	-1,041	-4,400	-700	-600
其他投资	-506	-56	-208	-229
筹资活动现金流	-1,502	-946	-259	-206
借款增加	-218	-200	-100	-50
普通股增加	2	0	0	0
已付股利	-1,163	-582	0	0
其他	-123	-165	-159	-156
现金净增加额	201	-1,897	2,488	2,883

主要财务比率

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-8.19%	-0.97%	8.74%	2.80%
归属母公司净利润	-10.41%	2.22%	6.61%	6.32%
获利能力				
毛利率	40.49%	39.23%	37.60%	37.61%
销售净利率	12.20%	12.60%	12.35%	12.77%
ROE	16.23%	14.77%	13.58%	12.59%
ROIC	12.73%	12.05%	11.43%	10.86%
偿债能力				
资产负债率	31.83%	28.90%	26.31%	23.83%
净负债比率	6.23%	16.65%	-0.23%	-14.72%
流动比率	1.36	1.09	1.55	2.04
速动比率	1.08	0.80	1.23	1.71
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.81	0.80	0.74
应收账款周转率	9.50	9.24	9.62	9.36
应付账款周转率	14.75	15.28	15.83	15.21
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.54	0.58	0.62
每股经营现金流	0.86	0.89	0.93	1.00
每股净资产	3.28	3.68	4.27	4.90
估值比率				
P/E	7.51	8.12	7.62	7.16
P/B	1.22	1.20	1.03	0.90
EV/EBITDA	4.87	5.05	4.04	3.25

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。