

今日焦點:

► 敏華控股 (1999 HK, HK\$4.37, 市值169億港元)

國內消費情緒轉弱

2H25營收疲軟但盈利能力有所改善。敏華控股主要從事沙發製造及銷售，旗下擁有自有品牌「芝華仕」並為海外市場提供代工生產。公司公佈截至2025年3月底的全年業績，2H25營業收入同比下跌9.3%至86億港元，較市場預期低8%。然而，受惠於原材料成本下降，毛利率同比改善1.8個百分點，環比改善2.0個百分點至41.5%，為近年來高位。由於一次性損失同比大幅上升166%，淨利率同比下跌1.6個百分點，環比跌3.0個百分點至11%。淨利潤為9.24億港元，按年下滑21%。若撇除一次性項目，淨利潤錄得低個位數同比增長。公司宣派末期股息每股12港仙，全年派息比率為51%，股息率達6.2%。

海外需求強勁，中國市場持續低迷。佔總營收59%的中國市場因消費需求疲弱，下半年收入同比下跌16%。儘管自2024年9月起政府推出消費補貼政策，但敏華中國市場2H25營收同比跌幅與上半年相若。北美市場(佔總營收26%)2H25同比微升1%，歐洲(佔10%)同比增長5%，其他市場(佔4%)則大幅攀升24%。

業績電話會議重點。1、管理層指出美國關稅政策對公司影響有限，由於輸美產品主要來自越南及墨西哥廠房。1Q26銷售情況預計與FY25相似。在90天關稅寬限期前的訂單數量保持穩定，但客戶因關稅談判存在不確定性下單轉向審慎。2、國內消費補貼已實施逾九個月，進一步加碼可能性低，對2025年下半年需求刺激效果將有限。3、敏華計劃繼續溫和擴張，預計FY26在中國淨增300間門店，擬以合理租金搶佔優質鋪位。

我們觀點:由於功能沙發市場需求疲弱及競爭激烈，敏華中國市場短期仍受壓。美國關稅將成為另一短期波動因素。我們認為1H26收入仍面臨下行風險。該股現價2026財年預測市盈率為7.4倍市盈率。

。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	23,453	-0.8%	16.9%
中資企業指數	8,509	-1.0%	16.7%
紅籌指數	3,854	-0.4%	1.9%
滬深300指數	3,907	-0.9%	-0.7%
上海A股	3,543	-0.7%	-3.2%
上海B股	258	-1.2%	-3.2%
深圳A股	2,074	-1.4%	1.3%
深圳B股	1,189	-0.7%	-2.0%

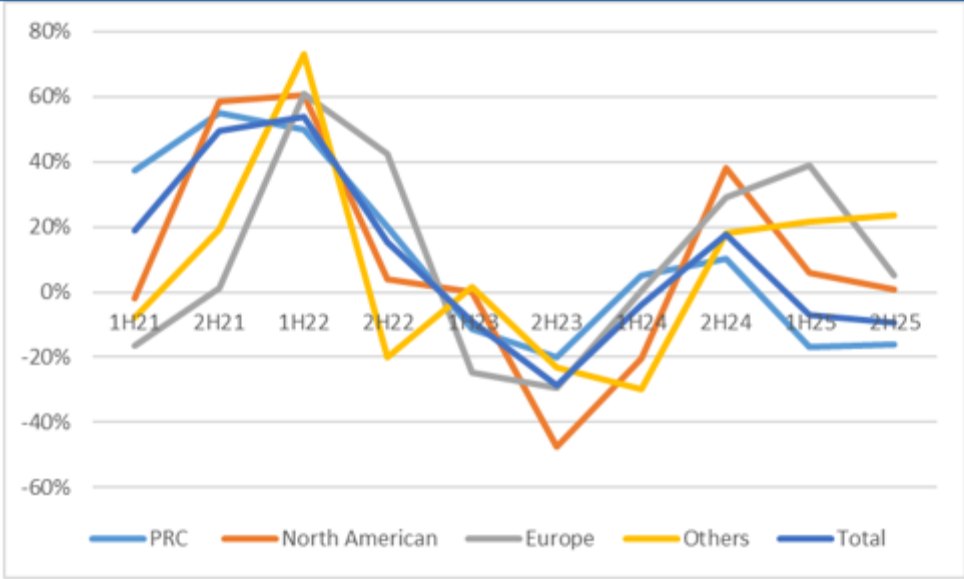
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	42,322	0.6%	-0.5%
標普500	5,916	0.4%	0.6%
美國納斯達克指數	19,112	-0.2%	-1.0%
日經平均指數	37,625	-0.3%	-5.7%
英國富時指數	8,633	0.6%	5.6%
法國證券公會指數	7,853	0.2%	6.4%
德國法蘭克福指數	23,695	0.7%	19.0%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,240	2.0%	23.2%
銅價 (美元/盎司)	1,913	-0.7%	7.1%
銀價 (美元/盎司)	32	1.3%	12.8%
原油 (美元/桶)	61	-2.4%	-13.9%
銅價 (美元/盎司)	9,577	-0.2%	9.2%
鋁價 (美元/盎司)	2,489	-0.0%	-2.4%
鉛價 (美元/盎司)	994	0.9%	9.6%
錫價 (美元/盎司)	2,724	0.7%	-8.5%
小麥 (美分/蒲式耳)	532	4.7%	-3.4%
玉米 (美分/蒲式耳)	448	0.7%	-4.0%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,051	-2.5%	1.7%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-8.1%
CRB 指數	295	-1.6%	3.0%
BDI			27.1%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	145.7	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.7	10.7	0.9
歐羅	1.1	8.7		163.0	1.1	8.1
日元	0.0	5.4	0.6		0.6	0.0
瑞郎	1.2	9.3	1.1	174.3		8.6
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.2	0.1	

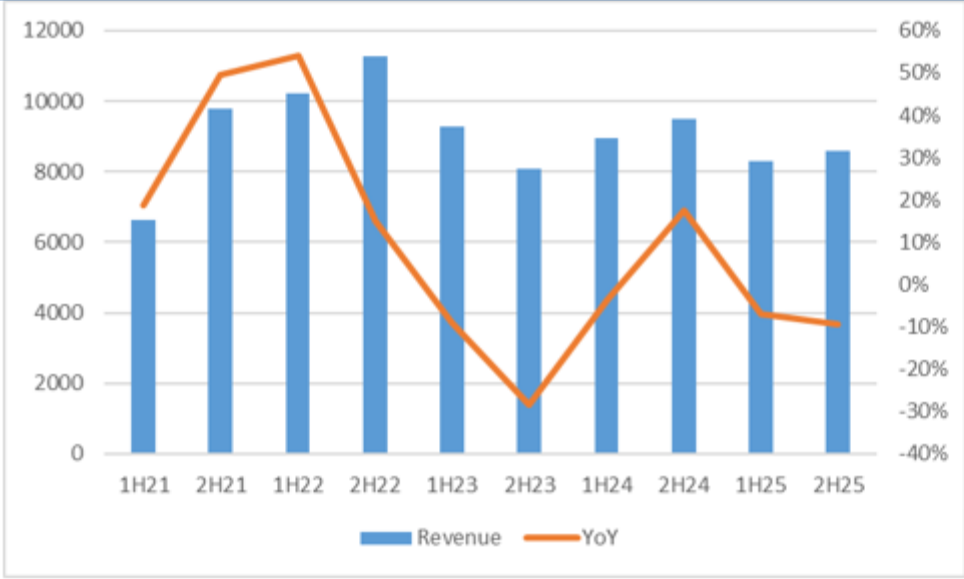
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	-20.7%

圖 1：各市場同比變幅



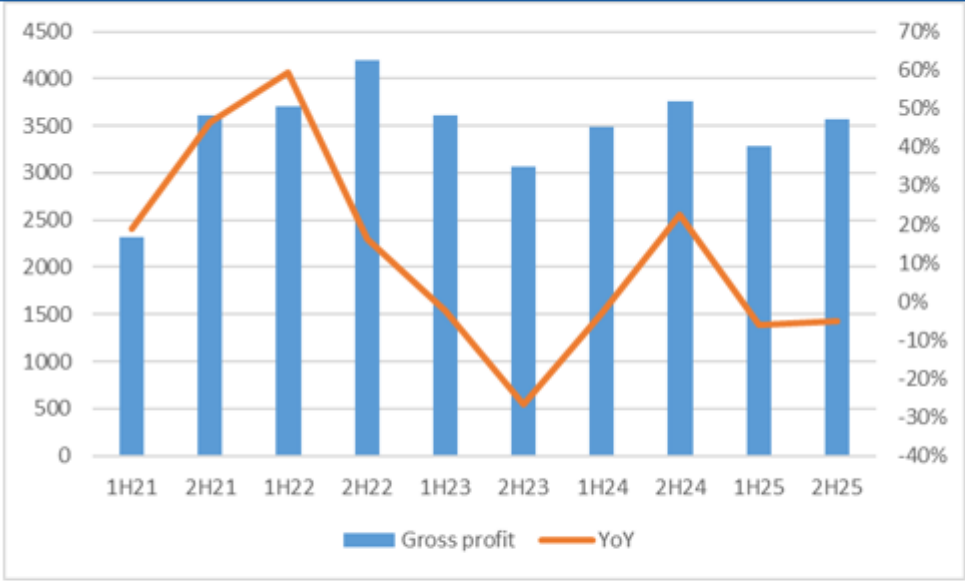
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 2：收入（百萬港元）及同比變幅



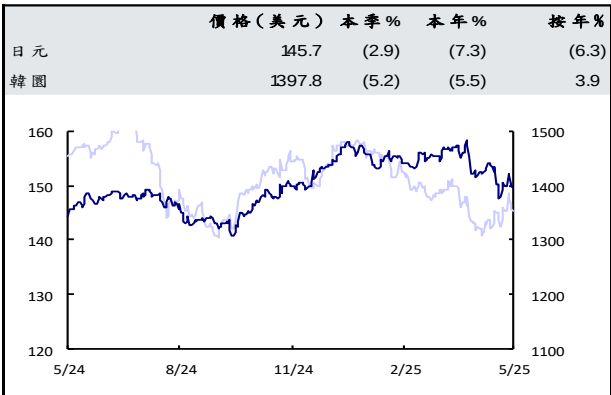
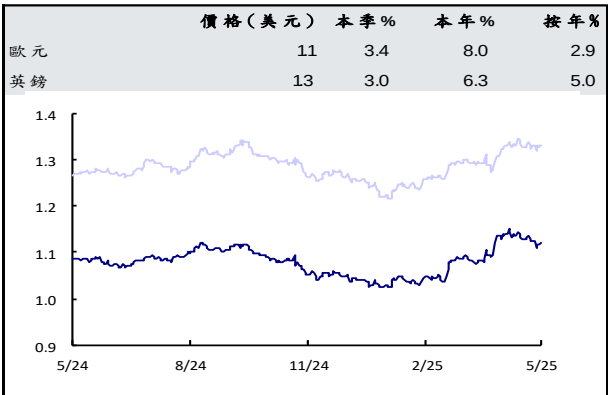
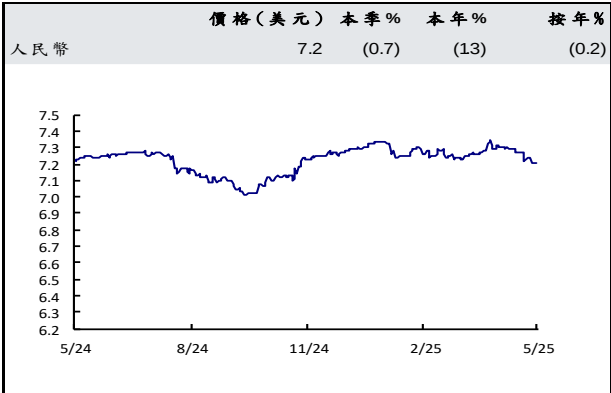
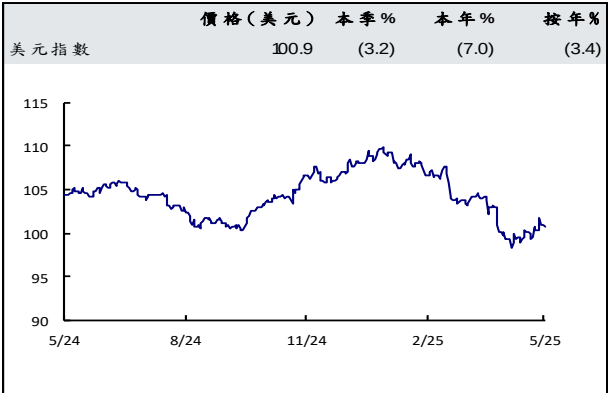
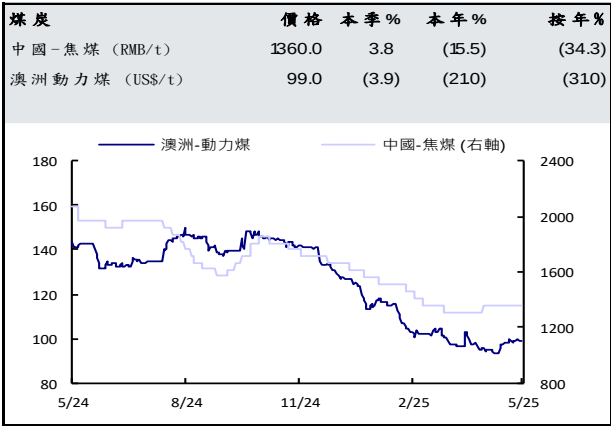
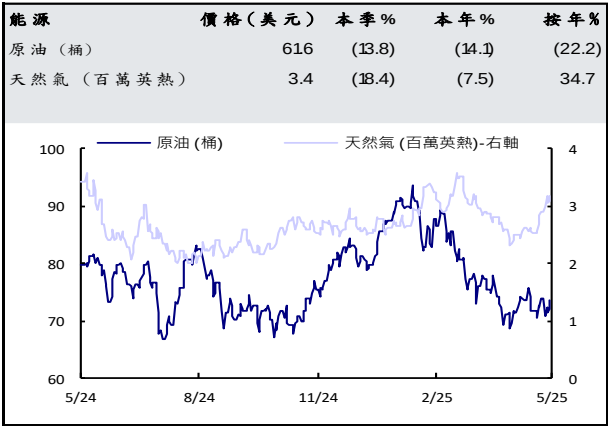
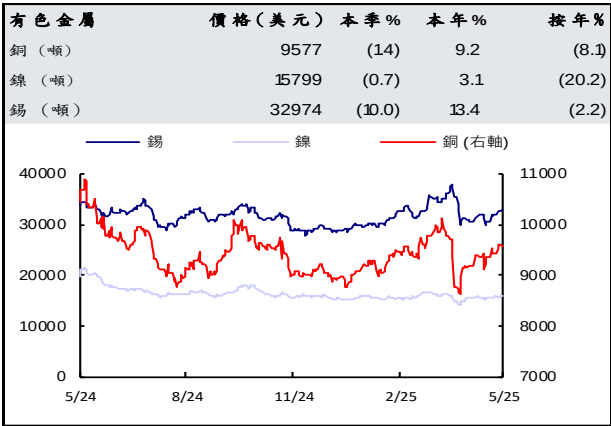
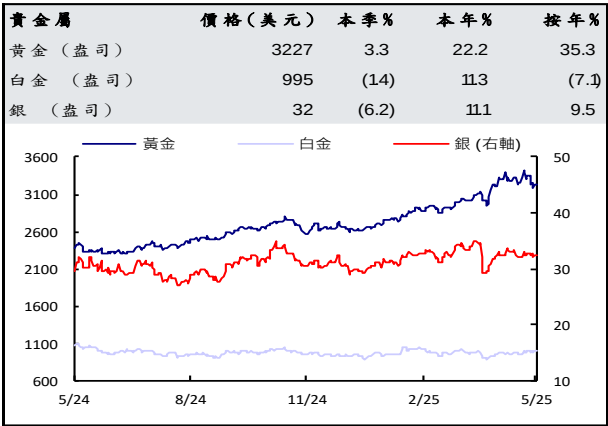
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：毛利（百萬港幣）及同比變幅



資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		25年5月15日
生產者物價指數	月		25年5月15日
商業庫存	月		25年5月15日
零售業銷售額	月		25年5月15日
工業生產指數	月		25年5月15日
新屋開工與營建許可	月		25年5月16日
成屋銷售量	月		25年5月22日
新屋銷售	月		25年5月23日
耐久財訂單	月		25年5月27日
消費者信心指數	月		25年5月27日
國內生產毛額	季		25年5月29日
批發庫存	月		25年5月30日
個人收入與支出	月		25年5月30日
採購經理人指數	月		25年6月2日
工廠訂單	月		25年6月3日
貿易收支	月		25年6月5日
就業報告	月		25年6月6日
消費者物價指數	月		25年6月11日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
零售業銷售額	月		25年5月19日
工業生產報告	月		25年5月19日
採購經理人指數	月		25年5月31日
外匯儲備	季		25年6月7日
M2貨幣供應量	月		25年6月9日
貿易收支	月		25年6月9日
生產者物價指數	月		25年6月9日
消費者物價指數	月		25年6月9日
國內生產毛額	年		25年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
國內生產毛額	季		25年5月16日
失業率報告	月		25年5月20日
消費者物價指數	月		25年5月22日
貿易收支	月		25年5月26日
M2貨幣供應量	月		25年5月30日
零售業銷售額	月		25年6月2日
採購經理人指數	月		25年6月4日
外匯儲備	月		25年6月6日
生產價格	季		25年6月12日
工業生產報告	季		25年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam