



葉海燕, CFA, CESGA  
電話: +852 2533 3723  
電郵: evayip@sbichinacapital.com

建議	未評級
目標價(港元)	-
現價(港元)	0.76
52周最高價/最低價(港元)	0.96/0.61
市值(億港元)	17.32

資料來源：彭博及軟庫中華

## 南旋控股(1982.HK)

### 業績後路演紀要：越南中部新廠投產，優化產能佈局

- 24財年獲得大客戶較多快速反應訂單，25財年則因延遲轉季，快速反應訂單減少，收入微跌
- 宣佈派發每股1.5港仙第二次中期股息。全年派息比率為75%
- 越南中部新廠房上年年中試產，今年全面投產。公司約70%針織產品於越南生產，預計比例會進一步增加

公司為客戶提供的一站式服務涵蓋原材料開發與採購、產品設計、樣品生產、優質生產、質量控制及準時產品配送。客戶包括UNIQLO、Tommy Hilfiger、Ralph Lauren、哥弟及Lululemon等多個國際知名服裝品牌。公司業務範圍亦擴展至上游羊絨紗線及面料範疇。

#### 快速反應訂單減少，收入微跌

截至2025年3月31日止年度，南旋控股總收入同比微跌0.6%至43.5億港元。男裝及女裝針織產品銷售收入同比減少4.2%；羊絨紗線銷售收入同比微升0.4%，羊絨產品及配件銷售增加抵銷部份男裝及女裝針織產品收入下跌。男裝及女裝針織產品的銷量同下跌9.6%，主要由於24財年獲得大客戶較多快速反應訂單，25財年則因延遲轉季，快速反應訂單減少。羊絨毛衣訂單增加帶動平均銷售價格輕微上升及原材料價格下降，毛利率微升0.3個百分點。每股盈利15港仙，同比下跌5.3%。宣佈派發每股1.5港仙第二次中期股息。全年派息比率為75%。

#### 業績後路演紀要主要內容

1)銷售指引平穩：部份大客戶已給予銷售指引，個別大客戶訂單有增長，約75%訂單已落實。2)美國關稅影響不大：北美包括美國及加拿大佔比約14%，美國實施對等關稅，整體影響不大，產品由越南出口，關稅由客戶承擔。3)羊絨紗線業務造好：羊絨紗線及面料業務略具規模，業務仍然錄得虧損，但已連續三個半年錄得顯著改善，預計繼續改善。4)越南中部新廠房上年年中試產，今年全面投產。公司約70%針織產品於越南生產，預計比例會進一步增加。今年資本開支約3億港元。

#### 估值

參考彭博，往績市盈率為5倍。現時股息率為15%。

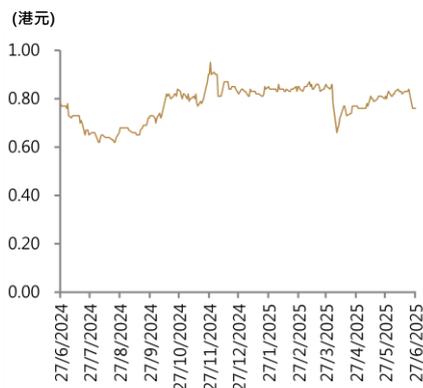
#### 財務數據與估值

年結日：3月31日

(百萬港元)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)
收入	4,040.5	4,602.3	4,378.9	4,352.1
歸屬母公司淨利潤	263.3	134.8	361.7	342.3
每股盈利(港元)	0.12	0.06	0.16	0.15
同比	-16.1%	-48.8%	168.2%	-5.3%
市盈率(倍)	6.6	12.8	4.8	5.1
股息率	5.5%	7.5%	17.1%	14.9%

資料來源：彭博及軟庫中華

#### 股價表現



	1個月	3個月	12個月
股價變動	-5.0%	-10.6%	0.0%
相對恆指	-9.5%	-14.2%	-34.5%

資料來源：彭博及軟庫中華

**2025 財年業績數據**

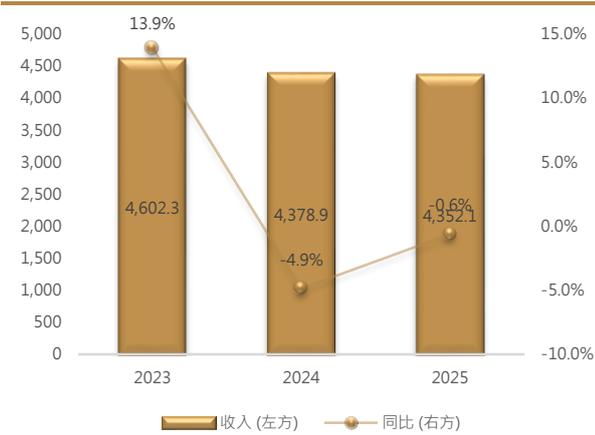
百萬港元							
年結日：3月31日	FY24	FY25	FY25 同比	1H25	2H25	2H25 同比	2H25 環比
<b>收入</b>	<b>4,378.9</b>	<b>4,352.1</b>	<b>-0.6%</b>	<b>2,786.2</b>	<b>1,565.9</b>	<b>-5.2%</b>	<b>-43.8%</b>
日本	1,362.3	1,097.8	-19.4%	592.1	505.7	-15.4%	-14.6%
北美洲	533.4	606.4	13.7%	439.3	167.1	51.8%	-62.0%
歐洲	688.9	832.8	20.9%	631.7	201.1	13.6%	-68.2%
中國內地	899.9	836.9	-7.0%	503.8	333.1	-11.3%	-33.9%
其他國家	894.4	978.1	9.4%	619.3	358.9	-8.4%	-42.1%
毛利	774.2	781.8	1.0%	553.5	228.3	-17.3%	-58.7%
經營開支	(364.2)	(393.6)	8.1%	(194.4)	(199.1)	8.1%	2.4%
<b>經營利潤</b>	<b>467.5</b>	<b>449.9</b>	<b>-3.8%</b>	<b>390.4</b>	<b>59.5</b>	<b>-37.9%</b>	<b>-84.8%</b>
融資成本	(35.2)	(43.5)	23.8%	(25.2)	(18.3)	51.6%	-27.2%
稅前盈利	433.9	407.9	-6.0%	366.2	41.7	-50.7%	-88.6%
<b>期內盈利</b>	<b>380.7</b>	<b>355.4</b>	<b>-6.6%</b>	<b>312.8</b>	<b>42.6</b>	<b>-43.2%</b>	<b>-86.4%</b>
<b>公司股權持有人應佔盈利</b>	<b>361.7</b>	<b>342.3</b>	<b>-5.3%</b>	<b>298.2</b>	<b>44.1</b>	<b>-39.2%</b>	<b>-85.2%</b>
每股盈利(港仙)	15.87	15.02	-5.3%	13.08	1.94	-39.2%	-85.2%
中期股息(港仙)	9.50	9.80	3.2%	9.80	不適用	不適用	不適用
末期股息(港仙)	3.50	1.50	-57.1%	不適用	不適用	不適用	不適用
全年股息(港仙)	13.00	11.30	-13.1%	不適用	不適用	不適用	不適用
<b>財務比率</b>							
毛利率	17.7%	18.0%	0.28 百分點	19.9%	14.6%	-2.14 百分點	-5.28 百分點
經營開支/收入	8.3%	9.0%	0.73 百分點	7.0%	12.7%	1.57 百分點	5.74 百分點
經營利潤率	10.7%	10.3%	-0.34 百分點	14.0%	3.8%	-2.00 百分點	-10.22 百分點
淨利潤率	8.3%	7.9%	-0.39 百分點	10.7%	2.8%	-1.57 百分點	-7.88 百分點
派息比率	81.9%	75.2%	-6.69 百分點	74.9%	不適用	不適用	不適用

資料來源：公司及軟庫中華

## 風險

- 訂單數目不及預期；
- 面料業務發展不及預期；
- 美國關稅政策不確定；
- 需求未能吸納新增產能。

### 收入(百萬港元)及同比變動



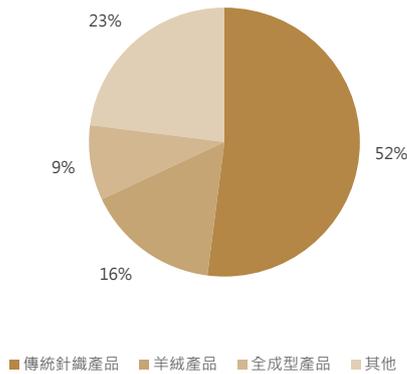
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 股東應佔利潤(百萬港元)



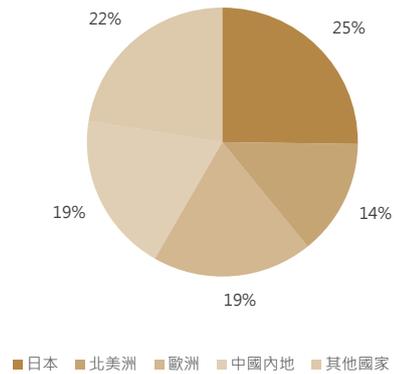
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 收入分佈(按產品)



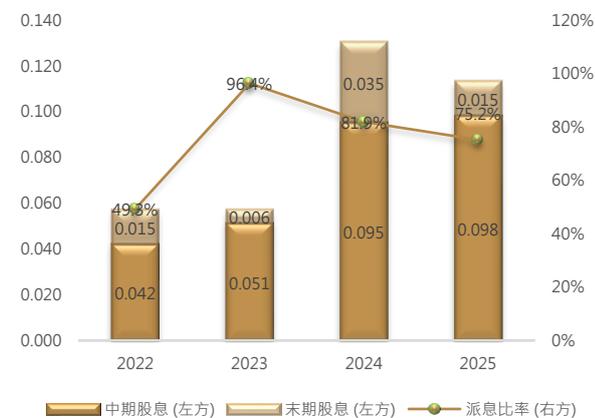
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 收入分佈(按地區)



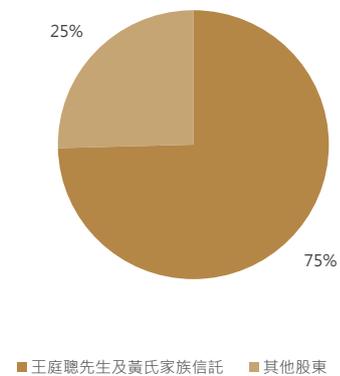
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 股息(港元)及派息比率



資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 股東結構



資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

## 財務報表及主要財務比率

### 損益表

年結日：3月31日 (百萬港元)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)
收入	4,040.5	4,602.3	4,378.9	4,352.1
<i>同比變動</i>	5.0%	13.9%	-4.9%	-0.6%
銷售成本	(3,334.4)	(3,856.8)	(3,604.6)	(3,570.3)
毛利	706.1	745.5	774.2	781.8
其他收入	29.3	88.6	48.8	20.5
經營開支	(386.2)	(556.7)	(399.8)	(375.6)
經營利潤	349.2	277.4	423.3	426.7
融資成本	(23.9)	(43.2)	(64.8)	(51.3)
合營及聯營企業損益	0.8	0.7	1.6	1.5
稅前盈利	319.0	209.4	433.9	407.9
所得稅開支	(43.4)	(51.1)	(53.2)	(52.5)
淨利潤	275.6	158.3	380.7	355.4
少數股東損益	(12.3)	(23.5)	(19.0)	(13.1)
歸屬母公司淨利潤	263.3	134.8	361.7	342.3
<i>同比變動</i>	-16.1%	-48.8%	168.2%	-5.3%
每股盈利(港元)	0.12	0.06	0.16	0.15
<i>同比變動</i>	-16.1%	-48.8%	168.2%	-5.3%
每股股利(港元)	0.04	0.06	0.13	0.11
EBITDA	575.4	508.2	649.3	666.0

### 資產負債表

年結日：3月31日 (百萬港元)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)
固定資產	2,515.7	2,114.9	2,075.8	2,232.3
無形資產	-	-	-	-
其他非流動資產	255.5	267.4	323.4	318.4
非流動資產	2,771.2	2,382.3	2,399.2	2,550.8
存貨	1,161.2	1,032.0	910.6	1,207.9
貿易應收款項	146.2	132.7	167.1	153.1
現金或現金等物	610.7	717.0	717.4	430.8
其他	124.9	165.1	253.8	436.0
流動資產	2,043.1	2,046.8	2,048.9	2,227.8
總資產	4,814.3	4,429.1	4,448.1	4,778.6
長期借貸	983.6	612.6	575.5	717.4
其他非流動負債	6.2	6.4	12.6	10.3
非流動負債	989.7	619.0	588.1	727.7
應付款項	415.9	363.4	335.5	400.7
短期貸款	329.6	481.9	395.5	377.7
其他流動負債	476.1	487.1	530.1	634.8
流動負債	1,221.6	1,332.4	1,261.1	1,413.2
總負債	2,211.4	1,951.4	1,849.1	2,140.9
股東權益	2,408.4	2,275.1	2,383.1	2,371.6
非控股權益	194.5	202.6	215.9	266.2
總負債及總權益	4,814.3	4,429.1	4,448.1	4,778.6

資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

**現金流量表**

 年結日：3月31日  
 (百萬港元)

	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)	財務指標	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)
稅前利潤	319.0	209.4	433.9	407.9	收入同比變動	5.0%	13.9%	-4.9%	-0.6%
折舊與攤銷	226.2	230.8	226.0	239.3	每股盈利同比變動	-16.1%	-48.7%	168.1%	-5.4%
營運資金變動	(277.9)	13.3	31.7	N/A	毛利率	17.5%	16.2%	17.7%	18.0%
其他	(23.4)	139.7	(108.7)	N/A	經營利潤率	8.6%	6.0%	9.7%	9.8%
<b>經營活動現金流</b>	<b>244.0</b>	<b>593.2</b>	<b>582.9</b>	<b>222.9</b>	淨利潤率	6.5%	2.9%	8.3%	7.9%
					EBITDA 利潤率	14.2%	11.0%	14.8%	15.3%
資本開支	(150.3)	(75.7)	(216.3)	N/A	股本回報率	11.3%	5.8%	15.5%	14.4%
其他	59.8	75.7	71.2	N/A	資產回報率	5.8%	3.4%	8.6%	7.7%
<b>投資活動現金流</b>	<b>(90.4)</b>	<b>0.0</b>	<b>(145.1)</b>	<b>238.3</b>	流動比率	167.2%	153.6%	162.5%	157.6%
					速動比率	72.2%	76.2%	90.3%	72.2%
權益變動	-	-	-	-	現金比率	50.0%	53.8%	56.9%	30.5%
淨借貸	(220.6)	(336.6)	(203.4)	N/A	負債權益比率	54.5%	48.1%	40.7%	46.2%
股息支出	(123.1)	(150.4)	(230.2)	N/A	庫存周轉天數	103.1	103.8	98.3	108.3
其他	6.0	3.3	(2.3)	N/A	應收款項周轉天數	13.1	11.1	12.5	13.4
<b>融資活動現金流</b>	<b>(337.7)</b>	<b>(483.8)</b>	<b>(435.9)</b>	<b>272.1</b>	應付款項周轉天數	40.0	36.9	35.4	37.6
<b>淨現金變動</b>	<b>(184.2)</b>	<b>109.5</b>	<b>2.0</b>	<b>733.3</b>	營運資金周轉天數	76.2	78.0	75.5	84.1
<b>公司自由現金流</b>	<b>93.7</b>	<b>517.6</b>	<b>366.7</b>	<b>N/A</b>	股息支付率	49.3%	96.4%	81.9%	75.2%

資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：  
[research@sbichinacapital.com](mailto:research@sbichinacapital.com), [thomsononeanalytics.com](http://thomsononeanalytics.com), [factset.com](http://factset.com), [S&P Capital IQ](http://S&P Capital IQ) and [multex.com](http://multex.com).

### SBI研究評級

#### 軟庫中華金融的股票評級：

**建議強烈買入：**未來 12 個月絕對增長超過 50%

**建議買入：**未來 12 個月絕對增長超過 10%

**建議持有：**未來 12 個月絕對回報在-10%至+10%

**建議沽售：**未來 12 個月絕對下降超過 10%

**建議強烈沽售：**未來 12 個月絕對下降超過 50%

**披露：**投資者應在閱讀本報告時假設軟庫中華金融正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

**分析員聲明：**本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

#### 免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由軟庫中華金融服務有限公司(簡稱為“軟庫中華金融”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是軟庫中華金融或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時軟庫中華金融所發佈，且可在不通知前提下予以變更。軟庫中華金融或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。軟庫中華金融和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在適用法律許可情況下，在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票；(2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給特定客戶、專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由軟庫中華金融發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫軟庫中華金融在其當地所設立之分支機構。

軟庫中華金融服務有限公司版權所有©。保留所有權利。