业绩点评

暖冬致 FY25 利润下降 5.4%，FY26 利润率有望改善

南旋控股（1982.HK）

2025-06-30 星期一

【主要财务指标】

百万港元（财年末 03-31）	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
销售收入	3848.6	4040.5	4602.3	4378.9	4352.1
同比增长(%)	-14.1%	5.0%	13.9%	-4.9%	-0.6%
毛利率	18.2%	17.5%	16.2%	17.7%	18.0%
归母净利润	313.7	263.3	134.8	361.7	342.3
同比增长(%)	99.7%	-16.1%	-48.8%	168.3%	-5.4%
归母净利润率	8.2%	6.5%	2.9%	8.3%	7.9%
每股盈利(港仙)	13.76	11.55	5.92	15.87	15.02

数据来源：Wind、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

【业绩点评】

➢ **受暖冬影响，25 财年收入同比-0.6%，归母净利润同比-5.4%：**

公司 25 财年实现营业收入 43.5 亿港元，同比-0.6%，归母净利润 3.4 亿港元，同比-5.4%，净利润率 8.2%；实现毛利 7.8 亿港元，同比+1.0%，毛利率 18.0%，同比+0.3pct；公司整体收益表现稳定，核心业务受暖冬影响小幅下滑。公司计划派发末期每股 11.3 港仙，财年分红率为 75.2%。

➢ **毛衣业务受暖冬影响收入波动；现金循环天数因面料业务上升：**

在业务结构方面，公司核心毛衣业务实现收入 33.6 亿港元，占总收益 77%，期内销售量为 2910 万件，同比-9.6%，ASP 为 115.6 港元，同比+5.9%。受到财年内暖冬影响，全成型毛衣品类的快速订单同比 2024 年有所减少，因此销售量下降，但高端羊绒品类订单增加，带动 ASP 提升，因此期内公司毛衣业务收入保持稳定。客户方面，公司第一大客户优衣库占比为 60%，第二大客户占比 12%。根据业绩会，期内两个新客户订单增长显著。

财务指标，公司现金循环周期为 84.1 天，同比+8.7 天，主要是因客户下单节奏波动及面料业务订单增长推动安全库存需求，整体风险可控。

➢ **展望 26 财年订单良好，面料业务有望盈利，资本支出高峰已过：**

根据业绩会，毛衣业务预计维持持平或单位数增长，已确认订单占全年计划产能 75%以上。面料业务，已连续三个半年改善，目标 2026 财年实现盈利。资本开支，预计 26 财年不超过 3 亿港元，约三分之二用于越南面料及羊绒纱线业务，剩余三分之一投向越南中部毛衣产能。分红派息，由于预计毛衣和面料业务稳定且资本开支减少，对未来派息比例乐观。

➢ **我们的观点：**

针织毛衣在纺织服装中是一个较为细分的子品类，特点是行业产能集中度低，产品供需较为稳定。由于公司约 7 成产能布局于越南，我们认为，在此背景下公司具备竞争优势，更利于订单获取。公司于疫情期间新拓展的面料业务此前一直处于亏损状态，公司目标 26 财年开始实现盈利，且相关业务资本投资高峰期已过。我们认为，这有助于公司减轻公司现金流压力的同时提高盈利能力。公司目前静态市盈率为 5.3 倍，股息率为 14.3%，建议关注。

相关报告

研究部

姓名：冯浩

SFC：BUQ780

电话：0755-2151 9167

Email：fenghao@gyzq.com.hk

证券研究报告

请务必阅读免责条款

➢ **受暖冬影响，25 财年收入同比-0.6%，归母净利润同比-5.4%：**

公司整体收益表现稳定，核心业务受暖冬影响小幅下滑。2025 财年（2024/03/31—2025/03/31）实现收入 43.5 亿港元，同比-0.6%；毛利润 7.8 亿港元，同比+1.0%，毛利率 18.0%，同比+0.3pct；归母净利润 3.4 亿港元，同比-5.4%，净利润率 8.2%，同比-0.5pct；公司计划派发末期每股 11.3 港仙，财年分红率为 75.2%。

- **业务表现方面，**公司核心毛衣业务实现收入 33.6 亿港元，占总收益 77%，期内销售量为 2910 万件，同比-9.6%，ASP 为 115.6 港元，同比+5.9%。 受到财年内暖冬影响，全成型毛衣品类的快速订单同比 2024 年有所减少，因此销售量下降，但高端羊绒品类订单增加，带动 ASP 提升，因此期内公司毛衣业务收入保持稳定。

客户方面，公司第一大客户优衣库占比为 60%，第二大客户占比 12%。根据业绩会，期内两个新客户订单增长显著。

地区收入分布中，日本占比 25%，同比-6pct；中国内地占 19%，同比-2pct；北美与欧洲分别占 14%和 19%，同比+2pct/+3pct。

- **财务表现方面**，期内公司资产负债率为 20.1%，ROE 为 13.5%；现金循环周期为 84.1 天，同比+8.7 天，主要是因客户下单节奏波动及面料业务订单增长推动安全库存需求，导致存货周转天数同比增加 10 天至 108.3 天；经营活动现金流为 2.2 亿港元，现金及等价物较上年-39.9pct 至 4.3 亿港元。应收款应付款及存货平均周转天数较上年小幅上涨，整体风险可控。

- **产能布局方面，**财年内越南工厂产量占比 69%，中国工厂占比 31%。公司越南中部新厂已投产，预计未来越南产能将进一步提升；位于河北的 13 条羊绒纱线生产线本财年均满产，年设计产能约 900 吨。此外，集团将中国部分闲置厂房出租给职业学校，开始产生租金收入。

➢ **展望 26 财年订单良好，面料业务有望盈利，资本支出高峰已过：**

根据业绩会，毛衣业务预计维持持平或单位数增长，已确认订单占全年计划产能 75%以上。面料业务，已连续三个半年改善，目标 2026 财年实现盈利。资本开支，预计 26 财年不超过 3 亿港元，约三分之二用于越南面料及羊绒纱线业务，剩余三分之一投向越南中部毛衣产能。分红派息，由于预计毛衣和面料业务稳定且资本开支减少，对未来派息比例乐观。

➢ **我们的观点：**

针织毛衣在纺织服装中是一个较为细分的子品类，特点是行业产能集中度

低，产品供需较为稳定。由于关税等事件的扰动，服饰品牌为降低供应链风险，更倾向于选择生产能力较强、产能相对集中的企业合作，由于公司约 7 成产能布局于越南，我们认为，在此背景下公司具备竞争优势，更利于订单获取。根据业绩会，公司预计 26 财年毛衣业务订单持平或小幅上涨。

公司于疫情期间新拓展的面料业务此前一直处于亏损状态，公司目标 26 财年开始实现盈利，且相关业务资本投资高峰期已过。我们认为，这有助于公司减轻公司现金流压力的同时提高盈利能力。

公司目前静态市盈率为 5.3 倍，股息率为 14.3%，**建议关注。**

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称"国元证券经纪（香港）"）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电　　话：(852) 3769 6888
传　　真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk