

今日焦點:

▶ 利華控股 (1346 HK, 股價1.46港元, 市值9.33億港元) - 料受惠最新美國關稅消息

利華控股為輕資產服裝供應鏈解決方案供應商, 為全球客戶提供時裝設計、樣品開發及技術方案。

現有客戶組合錄得正增長 — 利華控股2025財年收益為2億美元, 按年下跌10.2%, 純利按年下滑7.4%至1,590萬美元, 主要由於集團對2024年兩大客戶實施主動信貸風險管控, 導致業務量減少所致。若不計該兩名客戶合共2,720萬美元的收益收縮, 其餘業務的總收益本應增加440萬美元, 展現其擁有逾150個品牌的組合抵禦單一客戶風險的韌性。

表一：主要財務數據

| US\$ 'mn | 2025年 | 2024年 | 變動 |
|-----------|-------|-------|--------|
| 收益 | 200.2 | 222.9 | -10.2% |
| 毛利 | 57 | 63.5 | -10.2% |
| 毛利率 | 28.5% | 28.5% | - |
| 股東應佔溢利 | 15.9 | 17.1 | -7.4% |
| 淨利潤率 | 7.9% | 7.7% | 20 bps |
| 每股盈利 (美仙) | 2.54 | 2.7 | -5.9% |
| 淨現金 | 41.5 | 34.1 | 21.7% |

資料來源：公司數據, 新華滙富研究

表二：按客戶品牌母國劃分之收益

| US\$ 'mn | 2025年 | 2024年 | 變動 |
|----------|-------|-------|---------|
| 美利堅合眾國 | 122.9 | 125.4 | -2.0% |
| 歐洲 | 52.8 | 55 | -4.0% |
| 大洋洲 | 14.3 | 34.6 | -58.7% |
| 加拿大 | 5.9 | 4.6 | 28.3% |
| 大中華地區 | 3.6 | 1.4 | 157.1% |
| 其他 | 0.6 | 1.9 | -68.4% |
| 總收益 | 200.2 | 222.9 | -10.20% |

資料來源：公司數據, 新華滙富研究

淨利率創新高 — 儘管2025年面對美國關稅帶來的行業阻力, 公司憑藉其靈活的輕資產模式及多國供應鏈, 毛利率仍維持在28.5%的穩定水平 (按年持平)。淨利率提升至7.9%的歷史新高, 主要由於減值虧損按年大幅減少。

收購AAG強化運動服飾業務 — 2025年12月, 公司宣布收購澳洲運動服飾製造商 Active Apparel Group (AAG)。此為第七宗亦是最重大的收購, 預期將顯著增強其在快速增長的運動服飾領域的能力, 並與現有時裝服飾優勢形成互補。有關貢獻預期將於2026財年全面反映, AAG業務有望達致與公司傳統業務相若的盈利指標。據管理層表示, 公司將繼續尋求更多併購機會。

| 香港及中國市場指數 | 收市 | 每日升跌 | 今年累升 |
|-----------|--------|-------|-------|
| 恒生指數 | 27,081 | 2.5% | 5.7% |
| 中資企業指數 | 9,197 | 2.7% | 3.2% |
| 紅籌指數 | 4,466 | 1.9% | 11.2% |
| 滬深300指數 | 4,660 | -1.3% | 0.7% |
| 上海A股 | 4,280 | -1.3% | 5.3% |
| 上海B股 | 267 | -0.1% | 5.3% |
| 深圳A股 | 2,804 | -1.1% | 5.9% |
| 深圳B股 | 1,250 | 0.0% | -1.1% |

| 主要市場指數 | 收市 | 每日升跌 | 今年累升 |
|----------|--------|-------|-------|
| 美國道指 | 48,804 | -1.7% | 1.5% |
| 標普500 | 6,837 | -1.0% | -0.1% |
| 美國納斯達克指數 | 22,627 | -1.1% | -2.6% |
| 日經平均指數 | 56,949 | 0.2% | 13.1% |
| 英國富時指數 | 10,684 | -0.0% | 7.6% |
| 法國證券公會指數 | 8,497 | -0.2% | 4.3% |
| 德國法蘭克福指數 | 24,991 | -1.1% | 2.0% |

| 商品價格 | 收市 | 每日升跌 | 今年累升 |
|-------------|--------|-------|-------|
| 金價 (美元/盎司) | 5,227 | 2.3% | 21.0% |
| 銅價 (美元/盎司) | 3,034 | 1.5% | 19.3% |
| 銀價 (美元/盎司) | 88 | 4.2% | 22.1% |
| 原油 (美元/桶) | 66 | -0.1% | 15.4% |
| 銅價 (美元/盎司) | 12,868 | 0.5% | 3.6% |
| 鋁價 (美元/盎司) | 3,089 | 0.7% | 3.1% |
| 鎳價 (美元/盎司) | 2,155 | -0.2% | 4.3% |
| 鎘價 (美元/盎司) | 3,354 | 0.4% | 7.6% |
| 小麥 (美分/蒲式耳) | 569 | 1.8% | 12.3% |
| 玉米 (美分/蒲式耳) | 440 | 0.9% | -1.8% |
| 糖 (美分/磅) | 75 | -3.9% | - |
| 黃豆 (美分/蒲式耳) | 1,149 | -0.5% | 8.4% |
| PVC (美元/噸) | | | 10.8% |
| CRB 指數 | 310 | 0.3% | 3.0% |
| BDI | | | 8.8% |

| 匯率 | 美元 | 港元 | 歐羅 | 日元 | 瑞郎 | 人民幣 |
|-----|-----|------|-----|-------|-----|-----|
| 美元 | | 7.8 | 0.8 | 154.7 | 0.8 | 6.9 |
| 港元 | 0.1 | | 0.1 | 19.8 | 9.9 | 0.9 |
| 歐羅 | 1.2 | 9.2 | | 182.3 | 1.1 | 8.1 |
| 日元 | 0.0 | 5.1 | 0.5 | | 0.5 | 0.0 |
| 瑞郎 | 1.3 | 10.1 | 1.1 | 199.6 | | 8.9 |
| 人民幣 | 0.1 | 1.1 | 0.1 | 22.4 | 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 | NA | NA |
| 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 | 21 | 2.0% |

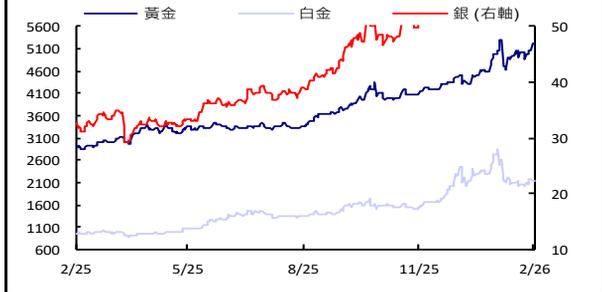
數字化轉型持續推進 — 與此同時，公司自行研發的數字市場平台（類似SHEIN的數字平台，實現訂單數字化匹配）推動數字化轉型。該平台已吸引超過35家工廠加入，產品成功交付，同時節省90%時間，提升營運效率及競爭力。

派息穩定，淨現金相當於市值24% — 儘管盈利下跌，利華控股仍維持每股末期息7港仙。全年股息維持於10港仙，派息率達51.7%。於2025年底，公司錄得零負債及4,150萬美元的淨現金。即使剔除收購AAG的最少1,300萬美元承擔，現金仍相當於其市值約24%。

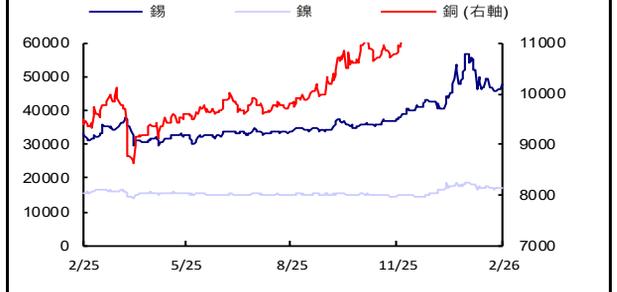
我們的觀點：利華控股在極具挑戰的2025年展現其輕資產模式的韌性。主動的信貸風險管理助其避過主要客戶的壞賬風險。儘管收益下跌，公司仍錄得創紀錄的淨利率，並維持穩健現金儲備。隨著收購AAG於2026年全面綜合入賬，加上數字平台持續擴張，公司正緊貼行業最新趨勢發展。我們認為，憑藉其靈活性及廣泛產品種類，利華控股已作好充分準備引領行業。此外，美國關稅的最新發展亦應有利公司的美國業務。該股目前交易於4.3倍26財年預測市盈率。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

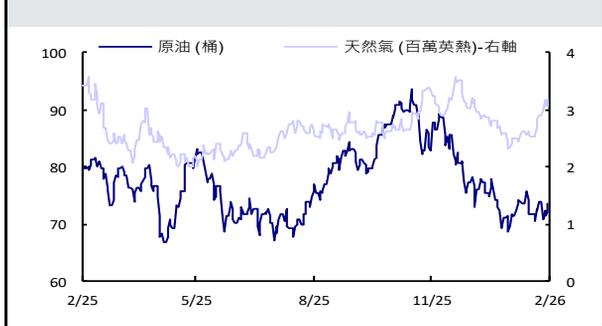
| 貴金屬 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|---------|--------|------|------|-------|
| 黃金 (盎司) | 5205 | 19.9 | 19.9 | 76.6 |
| 白金 (盎司) | 2153 | 5.8 | 5.8 | 1218 |
| 銀 (盎司) | 87 | 22.6 | 22.6 | 165.5 |



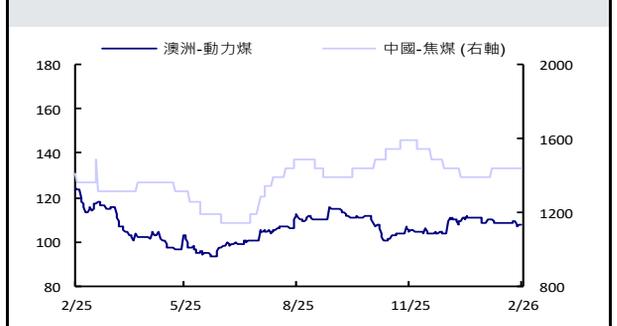
| 有色金屬 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|-------|--------|------|------|------|
| 銅 (噸) | 12869 | 3.6 | 3.6 | 35.5 |
| 鎳 (噸) | 17283 | 3.8 | 3.8 | 11.9 |
| 錫 (噸) | 47718 | 17.7 | 17.7 | 43.5 |



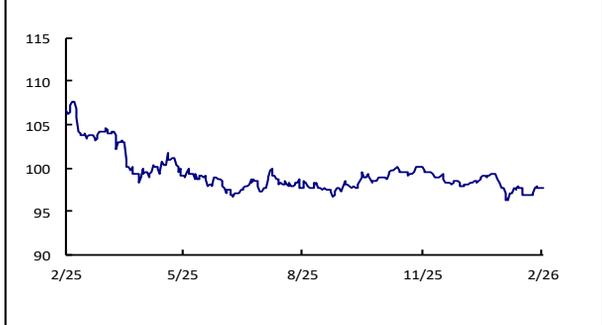
| 能源 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 原油 (桶) | 66.3 | 15.5 | 15.5 | (6.2) |
| 天然氣 (百萬英熱) | 3.0 | (19.0) | (19.0) | (25.3) |



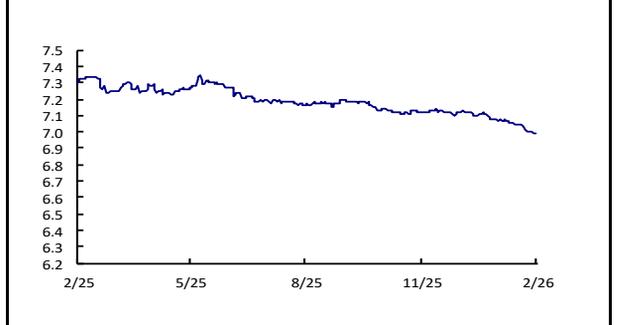
| 煤炭 | 價格 | 本季% | 本年% | 按年% |
|----------------|--------|-------|-------|--------|
| 中國-焦煤 (RMB/t) | 1440.0 | 0.0 | 0.0 | 2.1 |
| 澳洲動力煤 (US\$/t) | 107.5 | (2.7) | (2.7) | (13.7) |



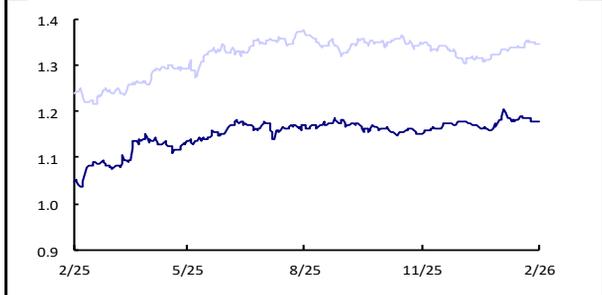
| 美元指數 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|------|--------|-------|-------|-------|
| 美元指數 | 97.7 | (0.6) | (0.6) | (8.3) |



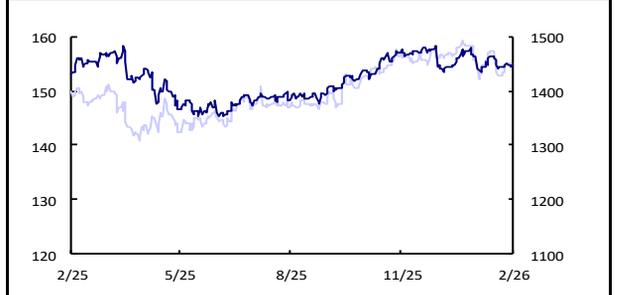
| 人民幣 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|-----|--------|------|------|-------|
| 人民幣 | 7.0 | (19) | (19) | (4.3) |



| 歐元 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|----|--------|-----|-----|------|
| 歐元 | 1.2 | 0.3 | 0.3 | 12.6 |
| 英鎊 | 1.3 | 2.2 | 2.2 | 8.7 |



| 日元 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|----|--------|-------|-------|-----|
| 日元 | 154.7 | (13) | (13) | 3.3 |
| 韓圓 | 1443.1 | (0.1) | (0.1) | 0.9 |



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 |
|-------------|----|-----|----------|
| 生產者物價指數 | 月 | | 26年2月27日 |
| 商業庫存 | 月 | | 26年3月2日 |
| 新屋開工與營建許可 | 月 | | 26年3月9日 |
| 新屋銷售 | 月 | | 26年3月20日 |
| 採購經理人指數 | 月 | | 26年3月2日 |
| 個人收入與支出 | 月 | | 26年3月13日 |
| 耐久財訂單 | 月 | | 26年2月23日 |
| 工廠訂單 | 月 | | 26年2月23日 |
| 首次申請失業保險金人數 | 週 | | 26年2月26日 |
| 貿易收支 | 月 | | 26年3月12日 |
| 批發庫存 | 月 | | 26年2月24日 |
| 就業報告 | 月 | | 26年3月6日 |
| 消費者物價指數 | 月 | | 26年3月11日 |
| 零售業銷售額 | 月 | | 26年3月2日 |
| 成屋銷售量 | 月 | | 26年3月10日 |
| 工業生產指數 | 月 | | 26年3月16日 |
| 國內生產毛額 | 季 | | 26年3月13日 |
| 消費者信心指數 | 月 | | 26年2月24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 |
|---------|----|-----|----------|
| 採購經理人指數 | 月 | | 26年3月4日 |
| 外匯儲備 | 季 | | 26年3月7日 |
| M2貨幣供應量 | 月 | | 26年3月9日 |
| 生產者物價指數 | 月 | | 26年3月9日 |
| 消費者物價指數 | 月 | | 26年3月9日 |
| 貿易收支 | 月 | | 26年4月14日 |
| 零售業銷售額 | 月 | | 26年4月16日 |
| 工業生產報告 | 月 | | 26年4月16日 |
| 國內生產毛額 | 年 | | 26年4月16日 |

香港經濟發布表

| 指標項目 | 頻率 | 觀察期 | 預計公佈日期 |
|---------|----|-----|----------|
| 消費者物價指數 | 月 | | 26年2月25日 |
| 國內生產毛額 | 季 | | 26年2月25日 |
| 貿易收支 | 月 | | 26年2月27日 |
| M2貨幣供應量 | 月 | | 26年2月27日 |
| 零售業銷售額 | 月 | | 26年3月4日 |
| 採購經理人指數 | 月 | | 26年3月4日 |
| 外匯儲備 | 月 | | 26年3月6日 |
| 生產價格 | 季 | | 26年3月13日 |
| 工業生產報告 | 季 | | 26年3月13日 |
| 失業率報告 | 月 | | 26年3月18日 |
| 綜合利率 | 月 | | |

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

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。

2026 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
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam