

2023年8月10日

南旋控股 | 01982.HK

不止是一家針織產品供應商

評級

未評級

目標價

HK\$ -

不止是一家針織產品供應商:

- 成立於1990年，南旋控股(01982.HK)多年來專注於生產針織產品，該業務為集團的主營業務，佔據集團約79.7%之總收入。南旋控股(01982.HK)於2022/23財年出售約2,920萬件針織產品，對比2021/22財年略為持平。同時，在原材料價格上升的支持下，針織產品平均銷售價格從2021/22財年的每件110.4港元提高至2022/23財年的每年125.6港元。
- 南旋控股(01982.HK)於2022/23財年合計生產約780噸羊絨紗線，一般而言，超過一半由集團生產之羊絨紗線會被用作對外銷售用途。2022/23財年，集團從羊絨紗線銷售業務實現約5.4億港元收入，相當於11.8%之總收入。
- 南旋控股(01982.HK)正嘗試在越南拓展織染印面料業務，並於2022年第二季完成試產。截至2023年3月底，集團面料業務的設計產能約為每年3,000萬磅。

大型客戶的供應商: 南旋控股(01982.HK)與Uniqlo建立了超過廿年的商業關係，而Uniqlo為集團重點客戶之一，貢獻集團逾半的收入。除逾半的收入來自於Uniqlo外，第二大至第五大的客戶貢獻集團約兩成左右的收入。根據客戶集中度、文件披露及按地區區分的銷售數字，集團其餘的主要客戶均為跨國性企業，例如Tommy Hilfiger、Calvin Klein、Land's End等。

擴充海外足跡: 南旋控股(01982.HK)於惠州及河北分別設有生產針織產品及生產羊絨的廠房。除中國地區的廠房外，集團正在越南及緬甸擴張。截至2023年3月底，南旋控股(01982.HK)位於越南的廠房佔地逾13萬平方米，聘請超過8,000名員工，2022/23財年集團超過一半的針織產品生產於該廠房。集團有意進一步擴充位於越南地區的廠房以應對非中國製造產品的需求上升。而位於緬甸的廠房建設經已接近完工，南旋控股(01982.HK)目前正積極與客戶溝通，並致力為該廠房於2023/24財年內的試產準備。

公司報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

南旋控股 (01982.HK)

評級	未評級
目標價	HK\$ -
現價	HK\$ 0.45
52-周波幅	HK\$ 0.375 – 0.540
市值 (港元, 十億)	HK\$ 1.0

港元, 百萬	2019/ 20 (A)	2020/ 21 (A)	2021/ 22 (A)	2022/ 23 (A)
收入	4,480.7	3,848.6	4,040.5	4,602.3
毛利	690.1	701.4	706.1	745.5
毛利率	15.4%	18.2%	17.5%	16.2%
淨利潤	151.5	298.4	275.6	158.3
股本回報率	7.3%	13.2%	11.0%	6.2%

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	-6.2%	-8.9%	-12.4%	21.7%
相對恒指	-10.4%	-5.7%	-1.4%	25.5%



投資要點

不止是一家針織產品供應商

■ 主流針織產品供應商之一

成立於 1990 年，南旋控股(01982.HK)多年來專注於生產針織產品，該業務為集團的主營業務，佔據集團約 79.7%之總收入。

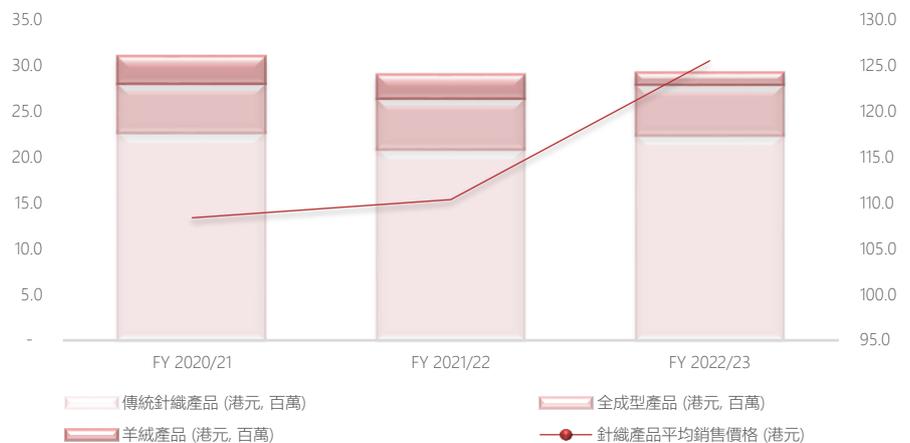
圖：來自於針織產品之收入及貢獻比例



資料來源：公司資料、西牛證券

南旋控股(01982.HK)於 2022/23 財年出售約 2,920 萬件針織產品，對比 2021/22 財年略為持平。同時，在原材料價格上升的支持下，針織產品平均銷售價格從 2021/22 財年的每件 110.4 港元提高至 2022/23 財年的每年 125.6 港元。

圖：針織產品收入分拆及針織產品平均銷售價格



資料來源：公司資料、西牛證券

■ 羊絨紗線業務比例正在提高

南旋控股(01982.HK)於 2018 年成立合資公司，並於中國營運羊絨紗線廠。截至 2023 年 3 月底，集團羊絨紗線產能約為每年 900 噸。

圖：南旋控股(01982.HK)的羊絨紗線廠



資料來源：公司資料

南旋控股(01982.HK)於 2022/23 財年合計生產約 780 噸羊絨紗線，一般而言，超過一半由集團生產之羊絨紗線會被用作對外銷售用途。2022/23 財年，集團從羊絨紗線銷售業務實現約 5.4 億港元收入，相當於 11.8%之總收入。

■ 開拓面料業務

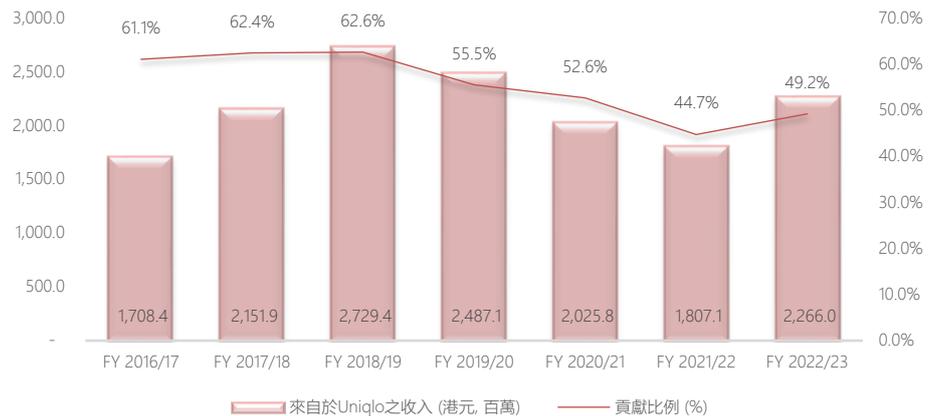
南旋控股(01982.HK)正嘗試在越南拓展織染印面料業務，並於 2022 年第二季完成試產。截至 2023 年 3 月底，集團面料業務的設計產能約為每年 3,000 萬磅。然而，受累於較疲弱的終端需求，目前的產能利用率偏低，而產量亦正在緩慢地提升，相信集團需要 2 年 – 3 年的時間提升產量並達至收支平衡。

大型客戶的供應商

■ 與 Uniqlo 的商業關係密切

南旋控股(01982.HK)與Uniqlo建立了超過廿年的商業關係，主要為Uniqlo提供傳統針織冷衫及全成型針織產品等，而Uniqlo為集團重點客戶之一，貢獻集團逾半的收入。

圖：來自Uniqlo的收入及其貢獻比例



資料來源：公司資料、西牛證券

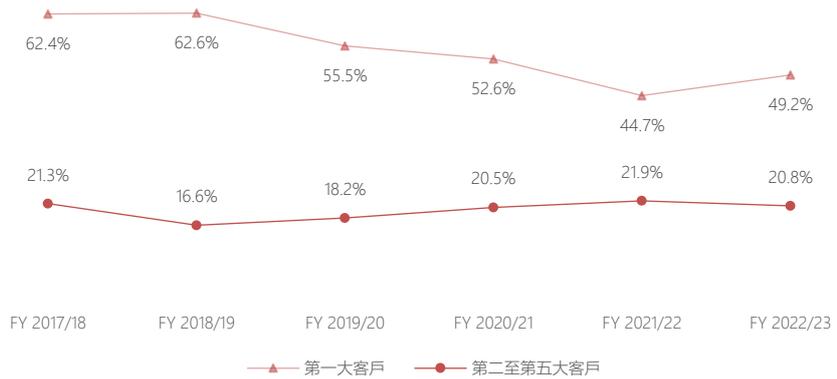
全成型針織產品是較為先進的技術，其有效節省約三成的物料浪費及約五成的時間，對於員工投入的需求以至員工成本亦較低，但製造全成型針織產品的機器較一般針織產品貴約十倍左右。南旋控股(01982.HK)大力投資該先進技術，並向 Uniqlo 銷售絕大部份其生產的全成型針織產品，反映集團與 Uniqlo 的商業關係較其他客戶更為緊密。

作為一家日本企業於個別產品(包括傳統針織冷衫及全成型產品)逾廿年的供應商，我們相信集團與 Uniqlo 之間的商業關係相當密切。在缺乏嚴重錯失等事件的假設下，我們預期雙方的合作仍然能夠維持穩定。

■ 大型主流客戶正在增長

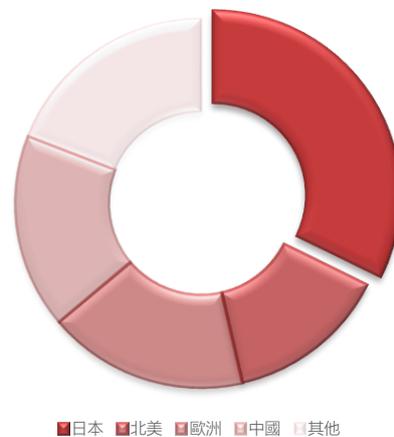
除逾半的收入來自於 Uniqlo 外，第二大至第五大的客戶貢獻集團約兩成左右的收入。根據客戶集中度、文件披露及按地區區分的銷售數字，集團其餘的主要客戶均為跨國性企業，例如 Tommy Hilfiger、Calvin Klein、Land's End 等。

圖：第一大、第二大至第五大客戶集中度



資料來源：公司資料、西牛證券

圖：按地區區分的收入來源



資料來源：公司資料、西牛證券

此外，我們對於南旋控股(01982.HK)成功進入美國連鎖運動服裝品牌之供應鏈感到正面，我們認為對於缺乏自家品牌的供應商而言，進入大型企業的供應鏈是可持續發展的要素之一。同時，進入美國連鎖運動服裝品牌供應鏈意味着 i) 集團產品的品質維持穩定且高水平，令其能夠取得專注於大眾市場的主流客戶、ii) 在較穩定及大量訂單的帶動下，集團產能利用率及利潤率得到一定保障。

擴充海外足跡

除中國地區的廠房外，南旋控股(01982.HK)正在越南及緬甸擴張。

■ 中國

南旋控股(01982.HK)於惠州及河北分別設有生產針織產品及生產羊絨的廠房。

■ 越南

截至 2023 年 3 月底，南旋控股(01982.HK)位於越南的廠房佔地逾 13 萬平方米，聘請超過 8,000 名員工，2022/23 財年集團超過一半的針織產品生產於該廠房。集團有意進一步擴充位於越南地區的廠房以應對非中國製造產品的需求上升。

集團製造面料的廠房同樣位於越南，設計年產能約為每年 3,000 萬磅。雖然目前該業務發展略為承壓，但其仍然有可能為集團發展重心之一。

■ 緬甸

位於緬甸的廠房建設經已接近完工，惟 2022/23 財年由到試產期延遲的影響而錄得約 2.4 億港元的減值虧損(約為總投資額的一半)。

我們認為是次減值與數年前保麗信的減值虧損不同，是次並不涉及任何股權稀釋與關連交易的動作。南旋控股(01982.HK)目前正積極與客戶溝通，並致力為該廠房於 2023/24 財年內的試產準備。

風險因素

人民幣兌美元升值

鑑於 i) 對於物料選擇的議價能力較低、ii) 以人民幣支付原材料成本、iii) 原材料價格與產品售價的相關系數較高，人民幣兌美元升值將擠壓集團的利潤水平。

折舊開支帶來輕微壓力

南旋控股(01982.HK)有意 i) 擴充位於越南廠房針織產品的產能以應對非中國製造產品的需求上升、ii) 擴充位於越南廠房的面料產能、iii) 啟動緬甸廠房。意味着中國地區部份的產能將調配至國外地區，惟由於中國地區部份的設備仍未完全折舊，加上新投入設備的折舊開支在短期內對集團利水平造成些微壓力。

持續上升的借貸成本

截至 2023 年 3 月底，南旋控股(01982.HK)債務權益比率約為 37.8%，基礎利率上調直接增加集團的借貸成本，因此在升息環境並不有利於集團的營運。根據集團的財務報告，集團有效借貸成本從 2021/22 財年的 1.75%增加至 2022/23 財年的 4.63%。

此外，由於集團未來在外的投資金額較高，我們預期集團未來去槓桿的速度將會放緩。

同業比較

		市值 (港元, 百萬)	市盈率 (x)	預測市盈率 (x)	市賬率 (x)	市銷率 (x)	總收入 (港元, 百萬)	毛利率 (%)	股本回報率 (%)
02232.HK	晶苑國際	7,759.7	5.8	5.6	0.7	0.4	19,505.8	18.6	13.1
02313.HK	申洲國際	115,898.4	23.5	23.1	3.5	3.9	32,349.7	22.1	15.6
02368.HK	鷹美	2,466.2	8.4	-	1.5	0.6	4,051.1	18.7	17.7
	平均值	53,186.4	42,041.4	12.6	14.4	1.9	1.6	18,635.5	19.8
01982.HK	南旋控股	1,025.7	7.6	-	0.5	0.2	4,602.3	16.2	5.8

資料來源: 彭博、西牛證券

財務報表

損益表	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	資產負債表	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
(港元, 百萬)	(A)	(A)	(A)	(A)	(港元, 百萬)	(A)	(A)	(A)	(A)
總收入	4,480.7	3,848.6	4,040.5	4,602.3	固定資產	1,515.7	1,770.8	2,131.1	1,780.4
<i>按年增長</i>	<i>2.8%</i>	<i>-14.1%</i>	<i>5.0%</i>	<i>13.9%</i>	其他非流動資產	1,269.2	1,098.5	640.0	601.8
直接成本	(3,790.6)	(3,147.1)	(3,334.4)	(3,856.8)	非流動資產	2,784.9	2,869.4	2,771.2	2,382.3
毛利	690.1	701.4	706.1	745.5	庫存	806.5	721.6	1,161.2	1,032.0
其他收入	43.7	48.1	19.5	125.4	應收款項	164.0	143.9	146.2	132.7
經營開支	(497.5)	(381.9)	(386.2)	(629.2)	現金及現金等物	713.1	793.2	610.7	717.0
經營溢利	236.4	367.6	339.4	241.7	其他流動資產	357.9	127.6	124.9	165.1
淨財務成本	(62.8)	(33.0)	(21.2)	(33.0)	流動資產	2,041.4	1,786.2	2,043.1	2,046.8
聯營及合營公司	0.8	0.1	0.8	0.7	總資產	4,826.4	4,655.6	4,814.3	4,429.1
稅前利潤	174.4	334.7	319.0	209.4	長期借貸	1,136.1	343.0	935.6	530.9
稅項	(22.8)	(36.3)	(43.4)	(51.1)	其他非流動負債	291.9	115.5	54.1	88.1
淨利潤	151.5	298.4	275.6	158.3	非流動負債	1,428.0	458.5	989.7	619.0
<i>按年增長</i>	<i>-150.4%</i>	<i>96.9%</i>	<i>-7.6%</i>	<i>-42.6%</i>	應付款項	390.4	314.4	415.9	363.4
					短期借貸	371.6	881.3	254.5	405.8
					其他流動負債	539.7	585.3	551.2	563.2
					流動負債	1,301.7	1,781.0	1,221.6	1,332.4
					總負債	2,729.8	2,239.5	2,211.4	1,951.4
					非控股股東權益	122.7	174.9	194.5	202.6
					控股股東權益	1,974.0	2,241.2	2,408.4	2,275.1
					總權益	2,096.6	2,416.1	2,602.9	2,477.7

現金流量表	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
(港元, 百萬)	(A)	(A)	(A)	(A)	財務比率	(A)	(A)	(A)	(A)
稅前溢利	174.4	334.7	319.0	209.4	毛利率	15.4%	18.2%	17.5%	16.2%
財務成本	68.6	35.9	23.9	43.2	經營溢利率	5.3%	9.6%	8.4%	5.3%
財務收入	(5.7)	(2.9)	(2.7)	(10.1)	淨利潤率	3.4%	7.8%	6.8%	3.4%
折舊及攤銷	150.8	126.4	146.4	196.9	核心 EBITDA 利潤率	10.5%	12.6%	12.0%	13.4%
其他	87.6	92.9	35.3	140.6	股本回報比率	7.3%	13.2%	11.0%	6.2%
營運資金變動	400.7	262.4	(277.9)	13.3	資產回報比率	3.2%	6.3%	5.8%	3.4%
經營現金流	876.3	849.3	244.0	593.2	流動比率	156.8%	100.3%	167.2%	153.6%
					速動比率	94.9%	59.8%	72.2%	76.2%
淨資本開支	(307.4)	(273.1)	(97.3)	(10.1)	現金比率	54.8%	44.5%	50.0%	53.8%
其他	(1.1)	2.9	6.9	10.1	債務權益比率	71.9%	50.7%	45.7%	37.8%
投資現金流	(308.5)	(270.3)	(90.4)	0.0	淨債務權益比率	37.9%	17.8%	22.3%	8.9%
					庫存周轉天數	92.3	88.6	103.1	103.8
股份發行	-	-	-	-	應收款項周轉天數	12.5	14.7	13.1	11.1
淨借貸	(2.8)	(283.4)	(34.2)	(253.4)	應付款項周轉天數	33.8	40.9	40.0	36.9
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	(98.0)	(86.6)	(123.1)	(150.4)					
其他	(164.2)	(139.1)	(180.4)	(80.0)					
融資現金流	(265.0)	(509.2)	(337.7)	(483.8)					
股本自由現金流	566.1	292.8	112.5	329.8					
公司自由現金流	626.6	608.1	167.2	614.6					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Bloomberg、factset.com、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊及同花順。

西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券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西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券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)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券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。西牛證券和其高級職員、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。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。