

2023年12月1日

## 南旋控股 | 01982.HK

### 核心針織業務好壞參半

評級

未評級

目標價

HK\$ -

2023/24 上半財年，南旋控股(01982.HK)取得 27.3 億港元總收入，同比減少 12.0%。經調整淨利潤較去年同期下降 15.7%至 2.9 億港元，經調整淨利率則下滑至 10.6%。

不可能三角：南旋控股(01982.HK)宣告派發每股 0.095 港元之中期股息，相當於 74.8%股息派發比率。我們對集團中期派息金額與股息分派比例感到驚訝，並相信高股息能夠成為集團股價的短期催化劑。然而，我們相信集團同時維持低槓桿比率、高股息分派比例及積極業務擴充三個方向存在極大的挑戰。截至 2023 年 9 月底，集團持有約 11.2 億港元現金並負有約 6.7 億港元流動計息負債，考慮到集團 3 億港元至 4 億港元資本開支約(以支撐越南廠房、面料與羊絨業務等)及最新的股息分派比例，我們預期集團的槓桿比例將會維持平穩，而下半財年的股息分派比例將低於上半財年。

核心針織業務好壞參半：針織產品為南旋控股(01982.HK)的核心業務，上半財年銷售量按年增加約 1.6%至約 1,900 萬件，其中全成型產品銷量較去年同期大幅增加 17.6%。惟銷售量的增長被平均價格同比約 12.9%的下滑所抵銷，主要由於集團下調全成型產品的協議售價及羊絨產品銷售量減少所致。2023/24 下半財年，主要客戶的訂單量有所恢復，集團對於針織產品的銷售有所提升，單位數增幅的預測較此前的預測明顯較為樂觀。然而，針織產品平均售價(尤其是全成型產品)的銷售價格仍然受到原材料價格的影響，因此很可能維持在一個較低的水平，限制集團收入與利潤的成長。此外，我們相信集團的毛利水平難以進一步擡升，並有可能在人民幣兌美元升值的影響下回復至較為合理的水準。

為未來作出準備：為應對疲弱的市場狀況，南旋控股(01982.HK)嘗試在保留現金及業務擴充之間取得一個理想的平衡。其 i) 有意於越南廠房提升約 500 萬件針織產品的產能，以應對非中國地區生產的產品需求；ii) 持續投入於有更大潛力的面料業務；iii) 減少資本開支至 4 億港元以下，即使多項措施不能夠為集團帶來即時的效果，但為集團提供基礎捕捉市場機遇。

緬甸仍為最大的不確定因素：緬甸廠房仍然為南旋控股(01982.HK)目前面對的最大不確定性。根據集團的財報顯示，基於政治考量，客戶目前對於從緬甸廠房採購的意願不高，目前未能夠完全排除進一步減值的可能性。

## 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\$ 0.61
52-周波幅	HK\$ 0.375 – 0.650
市值 (港元, 十億)	HK\$ 1.4

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	45.2%	37.1%	26.0%	37.0%
相對恒指	47.3%	44.9%	34.4%	45.3%



## 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 (%)
00420.HK	福田實業	483.9	-	-	0.2	0.1	6,053.6	9.5	(8.2)
02232.HK	晶苑國際	7,588.5	5.7	-	0.7	0.4	19,505.8	18.6	12.8
02313.HK	申洲國際	117,852.6	24.9	-	3.3	4.2	32,349.7	22.1	14.0
02368.HK	鷹美	2,295.3	8.1	-	1.3	0.6	4,051.1	18.7	16.6
	平均值	32,055.1	12.9	-	1.4	1.3	18,635.5	19.8	14.5
01982.HK	南旋控股	1,390.4	7.3	-	0.6	0.3	4,602.3	16.2	7.5

資料來源: 彭博、西牛證券

## 風險因素

- 主流客戶訂單中所佔的份額流失
- 針織產品市場規模縮小
- 未能找到新的成長動能
- 未能維持市場預期的派息比率
- 人民幣兌美元升值

## 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。