

2023年12月1日

南旋控股 | 01982.HK

營運狀況保持平穩

評級

未評級

目標價

HK\$ -

羊絨紗業務擴張：南旋控股(01982.HK)與羊絨主要供應商河北宇騰訂立合營協議，雙方同意在越南興建廠房生產羊絨紗，該廠房之設計產能約為每年 500 - 550 噸。由於集團位於河北的廠房之產能利用率達到逾八成的水平，在越南新增產能有利於支持未來來自於內部消耗及外部客戶之需求，尤其是在東南亞地區生產羊絨相關服飾之潛在客戶。集團預計就新廠房投入約 800 萬美元，而廠房第一期(~300 噸)將於 2026 年啟動生產。

銷量增加抵銷平均售價下滑：針對於針織產品，受惠於去年暖冬的影響，主要客戶 Uniqlo 在其中期業績提及其「未能全面構建適合暖冬的商品組合及適時發佈資訊」，為南旋控股(01982.HK)帶來追加訂單。然而，由於 i) 包括紗線在內的原材料成本價格下滑、ii) 全成型產品長期訂單到期完結的影響，平均售價預計將進一步下滑，惟我們繼續認為銷量增加將會抵銷平均售價下滑帶來的影響，為南旋控股(01982.HK)帶來 2023/24 全年平穩的表現及 2023/24 下半財年較為理想的增長。此外，縱使下游客戶的財務預測較為保守，給予集團的訂單及未來訂單能見度保持平穩，與去年接近，未來追加訂單量有可能成為衡量集團全年表現的指標之一。

面料業務見改善，惟仍未達到盈虧平衡：下游客戶對面料需求有所改善，主要得益於客戶庫存水平下降的帶動所致。然而，由於集團的面料業務處於起步階段，其產能利用率仍然偏低，目前難以達到盈虧平衡的水平。基於市場對面料的需求保持平穩，我們相信集團需要一至兩年的時間提高規模效應及實現盈虧平衡。

緬甸廠房進展停滯不前：雖然緬甸廠房順利進行，但受累於政治因素的影響，其生產的進度仍然停滯不前。特別是客戶目前對於從緬甸廠房採購的意願不高，而我們並未看到客戶的態度出現顯著的改善。潛在減值及折舊開支仍然有可能拖累南旋控股(01982.HK)的財務表現，更重要的是該廠房未來恢復生產時間表的不確定性仍然極高。

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\$ 0.69
52-周波幅	HK\$ 0.280 - 0.690
市值 (港元, 十億)	HK\$ 1.6

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	27.8%	38.0%	91.3%	63.3%
相對恒指	18.9%	20.8%	88.2%	70.9%



同業比較

		市值	市盈率	預測市盈率	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本回報率
		(港元, 百萬)	(x)	(x)	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	(%)
00420.HK	福田實業	698.3	12.4	-	0.2	0.1	4,440.2	7.3	1.6
02232.HK	晶苑國際	11,439.8	9.2	7.9	1.0	0.7	17,046.0	19.2	11.5
02313.HK	申洲國際	124,767.5	23.9	18.8	3.3	4.4	27,605.2	24.3	14.3
02368.HK	鷹美	2,508.9	9.1	-	1.5	0.6	4,051.1	18.7	16.6
	平均值	34,853.6	13.7	13.4	1.5	1.5	13,285.6	17.4	11.0
01982.HK	南旋控股	1,572.8	7.6	-	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。