

2024年7月12日

## 南旋控股 | 01982.HK

### 穩定成長預期與進取的擴張計劃

評級  
未評級

目標價  
HK\$ -

2023/24 財年，南旋控股(01982.HK)實現 43.8 億港元總收入，同比減少 4.9%。由於同期毛利率按年增加 1.5 個百分點，緬甸廠房減值虧損下降，集團淨利潤較去年同期增長 1.4x 至 3.8 億港元。集團宣佈末期股息每股 0.035 港元，難明相當於全財年 81.9% 股息分派比率。

銷量增加抵銷平均售價下滑：針織產品銷售為集團的主要收入來源，受惠於主要客戶來自於暖冬的急單，針織產品銷售量於 2023/24 下半財年反彈，抵銷平均價格下滑的影響。同期，集團銷售的針織產品平均價格從每件 125.6 港元大幅大降至 109.2 港元，主要由於羊絨產品銷售價格錄得較大幅度下跌及原材料成本價格下滑的影響。

根據目前的訂單情況，我們預期集團於 2024/25 財年取得穩定的銷售。然而我們關注未來來自於主要客戶急單的情況，尤其是該客戶有可能因應去年暖冬的情況調整下單策略。較少的急單將意味着低於預期的銷售量，加上全成型產品長期訂單到期完結導致平均價格下滑的影響，有可能進一步拖累集團針織產品的表現。

進取的擴張計劃：截至 2024 年 3 月底，南旋控股(01982.HK)面料產能約為每年 3,000 萬磅。由於集團認為面料業務為中長期的成長動能，其預計將投入約 4 億港元建設新的廠房以生產面料產品。該廠房預計於 2026 年完工，並為集團帶來額外 3,000 萬磅的產能。然而，鑑於面料業務尚未穩定，目前的產能利用率偏低且未達到盈虧平衡，額外的產能將為集團帶來壓力，並需要更多的時間消化新的產能。

此外，南旋控股(01982.HK)預計將於 2024/25 財年及 2025/26 財年分別投入約 1.5 億港元及 1 億港元於添置器材及擴充越南產能，以支持客戶對中國以外地區生產的要求。基於集團目前的經營現金流、投資計劃及股息分派比例，我們認為集團未來有集資的需求，並預計集團的負債比例將有可能反彈。

## 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\$ 0.730

52-周波幅  
HK\$ 0.375 – 0.800

市值 (港元, 十億)  
HK\$ 1.7

港元, 百萬	2020/ 21 (A)	2021/ 22 (A)	2022/ 23 (A)	2023/ 24 (A)
收入	3,848.6	4,040.5	4,602.3	4,378.9
毛利	701.4	706.1	745.5	774.2
毛利率	18.2%	17.5%	16.2%	17.7%
淨利潤	298.4	275.6	158.3	380.7
股本回報率	13.2%	11.0%	6.2%	15.0%

  

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	-1.0%	22.4%	38.9%	75.7%
相對恒指	0.9%	18.1%	29.5%	80.2%



## 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	796.3	15.8	-	0.2	0.2	4,440.2	7.3	1.6
02232.HK	晶苑國際	10,669.6	8.4	7.3	1.0	0.6	17,046.0	19.2	11.8
02313.HK	申洲國際	109,133.9	22.3	17.6	3.1	4.1	27,605.2	24.3	14.3
02368.HK	鷹美	2,606.8	9.2	-	1.5	0.6	4,074.7	18.4	16.4
	平均值	30,801.7	13.9	12.5	1.5	1.4	13,291.5	17.3	11.0
01982.HK	南旋控股	1,664.0	4.6	-	0.7	0.4	4,378.9	17.7	15.5

資料來源: 彭博、西牛證券

## 風險因素

- 來自於主要客戶的急單減少
- 針織產品市場規模縮小
- 投資計劃對資本要求較大, 有可能會致負債比例上升/派息比率下降
- 面料市場維持較弱的水平, 導致集團的面料業務持續出現虧損

## 財務報表

損益表	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	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	3,848.6	4,040.5	4,602.3	4,378.9	固定資產	1,515.7	1,770.8	2,131.1	1,780.4
<i>按年增長</i>	<i>-14.1%</i>	<i>5.0%</i>	<i>13.9%</i>	<i>-4.9%</i>	其他非流動資產	1,269.2	1,098.5	640.0	601.8
直接成本	(3,147.1)	(3,334.4)	(3,856.8)	(3,604.6)	非流動資產	2,784.9	2,869.4	2,771.2	2,382.3
毛利	701.4	706.1	745.5	774.2	庫存	806.5	721.6	1,161.2	1,032.0
其他收入	48.1	19.5	125.4	91.5	應收款項	164.0	143.9	146.2	132.7
經營開支	(381.9)	(386.2)	(629.2)	(398.2)	現金及現金等物	713.1	793.2	610.7	717.0
經營溢利	367.6	339.4	241.7	467.5	其他流動資產	357.9	127.6	124.9	165.1
淨財務成本	(33.0)	(21.2)	(33.0)	(35.2)	流動資產	2,041.4	1,786.2	2,043.1	2,046.8
聯營及合營公司	0.1	0.8	0.7	1.6	總資產	4,826.4	4,655.6	4,814.3	4,429.1
稅前利潤	334.7	319.0	209.4	433.9	長期借貸	1,136.1	343.0	935.6	530.9
稅項	(36.3)	(43.4)	(51.1)	(53.2)	其他非流動負債	291.9	115.5	54.1	88.1
淨利潤	298.4	275.6	158.3	380.7	非流動負債	1,428.0	458.5	989.7	619.0
<i>按年增長</i>	<i>96.9%</i>	<i>-7.6%</i>	<i>-42.6%</i>	<i>140.5%</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	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24		2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
(港元, 百萬)	(A)	(A)	(A)	(E)	財務比率	(A)	(A)	(A)	(A)
稅前溢利	334.7	319.0	209.4	433.9	毛利率	18.2%	17.5%	16.2%	17.7%
財務成本	35.9	23.9	43.2	64.8	經營溢利率	9.6%	8.4%	5.3%	10.7%
財務收入	(2.9)	(2.7)	(10.1)	(29.6)	淨利潤率	7.8%	6.8%	3.4%	8.7%
折舊及攤銷	126.4	146.4	196.9	193.5	核心 EBITDA 利潤率	12.6%	12.0%	13.4%	14.0%
其他	92.9	35.3	140.6	(91.6)	股本回報比率	13.2%	11.0%	6.2%	15.0%
營運資金變動	262.4	(277.9)	13.3	11.9	資產回報比率	6.3%	5.8%	3.4%	8.6%
經營現金流	849.3	244.0	593.2	582.9	流動比率	100.3%	167.2%	153.6%	162.5%
					速動比率	59.8%	72.2%	76.2%	90.3%
淨資本開支	(273.1)	(97.3)	(10.1)	(174.7)	現金比率	44.5%	50.0%	53.8%	56.9%
其他	2.9	6.9	10.1	29.6	債務權益比率	50.7%	45.7%	37.8%	31.1%
投資現金流	(270.3)	(90.4)	0.0	(145.1)	淨債務權益比率	17.8%	22.3%	8.9%	3.5%
					庫存周轉天數	88.6	103.1	103.8	98.3
股份發行	-	-	-	-	應收款項周轉天數	14.7	13.1	11.1	12.5
淨借貸	(283.4)	(34.2)	(253.4)	(203.4)	應付款項周轉天數	40.9	40.0	36.9	35.4
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	(86.6)	(123.1)	(150.4)	(230.2)					
其他	(139.1)	(180.4)	(80.0)	(2.3)					
融資現金流	(509.2)	(337.7)	(483.8)	(435.9)					
股本自由現金流	292.8	112.5	329.8	204.8					
公司自由現金流	608.1	167.2	614.6	408.2					

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: Alphasense、FactSet、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。