

2025 年 06 月 30 日

南旋控股 | 01982.HK

前景改善，但宏觀問題的不確定較高

評級

未評級

目標價

HK\$ -

南旋控股(01982.HK)在 2024/25 財年收入同比輕微下降 0.6%，毛利率略微改善至 18.0%。儘管 2024/25 財年沒有緬甸工廠減值損失的負面影響，但外匯收益下降、固定資產處置損失增加以及人事費用上升，導致淨利潤下降 6.6%。集團宣布下半年每股派息 0.015 港元，該財年的派息比率約為 75%。

針織產品小幅回落：傳統針織產品及全成型產品銷售量分別下降至 2,200 萬件和 470 萬件，導致銷售針織產品收入同比減少約 4.2%。由於冬季異常溫暖的氣候，下半財年快速訂單正常化，導致銷售下降幅度較為顯著。然而，羊絨產品的增長在一定程度上緩解了整體的下降壓力。當前整體訂單水平保持穩定，預計本財年的整體銷售將較去年持平。

新的羊絨紗線產能預計將在 2026 年啟用：集團對外銷售的羊絨紗線實現了 0.4% 的同比增長，達到約 5.8 億港元。自主品牌 M.oro 已獲得市場認可，目前生產的羊絨紗線約 70% 被用於外部銷售。河北的羊絨紗線工廠已滿負荷運行，2026 年的年產能將新增約 300 噸至 400 噸，預期將為集團帶來收入增長。

面料業務或將實現盈虧平衡：集團的面料業務取得理想的進展，該業務虧損顯著減少。集團對該業務持樂觀態度，得益於利用率的提高和銷售增長，集團預計明年該業務有望實現盈虧平衡。

前景改善，但宏觀問題的不確定較高：針織產品的訂單維持穩健，加上面料和羊絨紗業務的增長潛力，為集團在未來表現定下基礎。儘管集團的庫存水平上升，惟主要因為羊絨紗線業務的原材料庫存提高及出貨時間點的影響，對集團的影響有限。然而，宏觀經濟的不確定性仍然存在，尤其是國際關稅可能會對銷售和利潤率產生不利影響。集團目前認為即使新關稅措施實施，長期而言仍能與合作方取得合理的解決方案。基於當前的業績和未來成長潛力，我們對南旋控股(01982.HK)保持謹慎樂觀的展望。

公司報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

brianngo@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

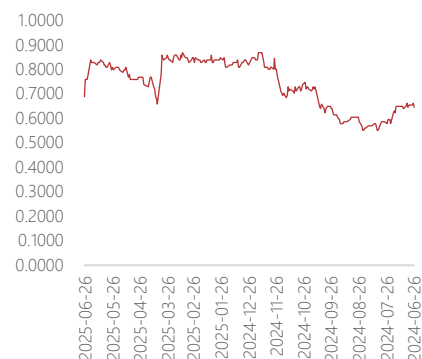
香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 – 2703 室

南旋控股 (01982.HK)

評級	未評級
目標價	HK\$ -
現價	HK\$ 0.760
52-周波幅	HK\$ 0.512 – 0.880
市值 (港元, 十億)	HK\$ 1.7

港元, 百萬	2021/ 22 (A)	2022/ 23 (A)	2023/ 24 (A)	2024/ 25 (A)
收入	4,040.5	4,602.3	4,378.9	4,378.9
毛利	706.1	745.5	774.2	774.2
毛利率	17.5%	16.2%	17.7%	17.7%
淨利潤	275.6	158.3	380.7	380.7
股本回報率	11.0%	6.2%	15.0%	15.0%

股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	-14.8%	-19.8%	-15.9%	3.9%
相對恒指	-18.7%	-22.8%	-36.7%	-33.1%



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	784.0	54.6	-	0.2	0.2	4,426.6	12.0	0.4
02232.HK	晶苑國際	13,065.9	8.3	7.3	1.1	0.7	19,270.1	19.7	13.5
02313.HK	申洲國際	84,105.3	12.3	11.8	2.1	2.7	31,064.2	28.1	18.2
02368.HK	鷹美	2,095.8	9.3	-	1.2	0.4	4,807.9	16.1	13.0
	平均值	25,012.7	21.1	9.5	1.2	1.0	14,892.2	19.0	11.3
01982.HK	南旋控股	1,777.9	5.2	3.9	0.7	0.4	4,352.1	18.0	14.4

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 面料業務未能如期達成盈虧平衡
- 國際矛盾升溫導致關稅增加
- 羊絨紗線新增產能利用率低

財務報表

損益表	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	資產負債表	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
(港元, 百萬)	(A)	(A)	(A)	(A)	(港元, 百萬)	(A)	(A)	(A)	(A)
總收入	4,040.5	4,602.3	4,378.9	4,352.1	固定資產	2,131.1	1,780.4	1,785.1	1,873.5
按年增長	5.0%	13.9%	-4.9%	-0.6%	其他非流動資產	640.0	601.8	614.1	677.2
直接成本	(3,334.4)	(3,856.8)	(3,604.6)	(3,570.3)	非流動資產	2,771.2	2,382.3	2,399.2	2,550.8
毛利	706.1	745.5	774.2	781.8					
其他收入	19.5	125.4	91.5	61.7	庫存	1,161.2	1,032.0	910.6	1,207.9
經營開支	(386.2)	(629.2)	(398.2)	(393.6)	應收款項	146.2	132.7	167.1	153.1
經營溢利	339.4	241.7	467.5	449.9	現金及現金等物	610.7	717.0	717.4	430.8
淨財務成本	(21.2)	(33.0)	(35.2)	(43.5)	其他流動資產	124.9	165.1	253.8	436.0
聯營及合營公司	0.8	0.7	1.6	1.5	流動資產	2,043.1	2,046.8	2,048.9	2,227.8
稅前利潤	319.0	209.4	433.9	407.9					
稅項	(43.4)	(51.1)	(53.2)	(52.5)	總資產	4,814.3	4,429.1	4,448.1	4,778.6
淨利潤	275.6	158.3	380.7	355.4					
按年增長	-7.6%	-42.6%	140.5%	-6.6%	長期借貸	935.6	530.9	454.8	563.5
					其他非流動負債	54.1	88.1	133.3	164.2
					非流動負債	989.7	619.0	588.1	727.7
					應付款項	415.9	363.4	335.5	400.7
					短期借貸	254.5	405.8	353.1	309.3
					其他流動負債	551.2	563.2	572.5	703.2
					流動負債	1,221.6	1,332.4	1,261.1	1,413.2
					總負債	2,211.4	1,951.4	1,849.1	2,140.9
					非控股股東權益	194.5	202.6	215.9	266.2
					控股股東權益	2,408.4	2,275.1	2,383.1	2,371.6
					總權益	2,602.9	2,477.7	2,599.0	2,637.7

現金流量表	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	財務比率	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
(港元, 百萬)	(A)	(A)	(A)	(E)		(A)	(A)	(A)	(A)
稅前溢利	319.0	209.4	433.9	407.9	毛利率	17.5%	16.2%	17.7%	18.0%
財務成本	23.9	43.2	64.8	51.3	經營溢利率	8.4%	5.3%	10.7%	10.3%
財務收入	(2.7)	(10.1)	(29.6)	(7.8)	淨利潤率	6.8%	3.4%	8.7%	8.2%
折舊及攤銷	146.4	196.9	193.5	199.9	核心 EBITDA 利潤率	12.0%	13.4%	14.0%	13.4%
其他	35.3	140.6	(91.6)	(127.7)	股本回報比率	11.0%	6.2%	15.0%	13.6%
營運資金變動	(277.9)	13.3	11.9	(300.8)	資產回報比率	5.8%	3.4%	8.6%	7.7%
經營現金流	244.0	593.2	582.9	222.9	流動比率	167.2%	153.6%	162.5%	157.6%
					速動比率	72.2%	76.2%	90.3%	72.2%
淨資本開支	(97.3)	(10.1)	(174.7)	(241.0)	現金比率	50.0%	53.8%	56.9%	30.5%
其他	6.9	10.1	29.6	2.7	債務權益比率	45.7%	37.8%	31.1%	33.1%
投資現金流	(90.4)	0.0	(145.1)	(238.3)	淨債務權益比率	22.3%	8.9%	3.5%	16.8%
					庫存周轉天數	103.1	103.8	98.3	108.3
股份發行	-	-	-	-	應收款項周轉天數	13.1	11.1	12.5	13.4
淨借貸	(34.2)	(253.4)	(203.4)	5.9	應付款項周轉天數	40.0	36.9	35.4	37.6
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	(123.1)	(150.4)	(230.2)	(303.2)					
其他	(180.4)	(80.0)	(2.3)	25.1					
融資現金流	(337.7)	(483.8)	(435.9)	(272.2)					
股本自由現金流	112.5	329.8	279.5	(12.2)					
公司自由現金流	167.2	614.6	465.8	26.6					

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: 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。