证券研究报告·上市公司简评

全成型无缝技术与针织鞋面业务，推动产品多元化和市场份额提升

南旋控股(1982.HK)

公司成立于 1990 年，是国内领先的针织品制造商之一，主要生产针织毛衣。2017 年 9 月，公司公告收购保丽信集团进军针织鞋面制造业务，12 月底有望完成收购。公司以“一体两翼”为发展战略，通过继续投入先进机器设备与技术研发，开展全成型无缝针织、针织鞋面新业务，在客户交叉销售、产能互相协调等方面带来协同效应，实现产品组合多元化发展，拓展优质运动品牌客户，给予新的增长动力，进一步提升市场份额。

1、南旋是全球最先应用全成型无缝针织技术的制造商之一，全成型具“省时、省工、省料、产品功能和差异性大”等优势。

传统技术的毛衣生产是分开编织前身、后身以及袖子再缝合而成。全成型无缝针织技术（Whole Garment）是以整件状态、直接三位立体方式一次性编织出来的。

对于制造商而言，全成型无缝针织技术的成本效益主要是：1）相比传统技术，减少一半的生产时间，一是由于全成型无缝针织机器的编制速度更快，二是能够省略裁剪和缝合等后道工序，削减了大量的缝纫时间。2）减少生产程序所需要的人力，尤其是劳动密集型的缝制环节，从而降低人员成本。另外解决了因缝合产生的脱线等质量问题，提高良品率。3）益于环保：减少废弃物、节省资源，尤其对羊绒等珍贵原材料的意义较大。

对于品牌商而言的优势体现在：1）全成型无缝针织技术能够生产全新的针织产品，比如具有高技术难度的立体缝制，使得终端产品更加丰富，更好地满足不同消费者的多元化需求。2）顺应服装生产的快反趋势，衣服一次成型无需手工缝合的数字化生产，缩短了交货周期，确保了质量稳定。3）无需缝合的优势集“轻盈舒适、时尚、功能”于一身，能迎合人体工学产品的生产需求，还适合于体育等领域的功能性服装以及智能服装生产。4）应用领域广泛涵盖针织衫、运动鞋、休闲鞋、配件、包、汽车配件、家居等品类，目前品牌渗透率低，未来可推广空间广阔。

从行业角度看，近年随着国内劳工成本不断上涨，纺织行业呈现出将生产基地向人工成本更低的东南亚国家转移趋势，而全成型无缝针织技术生产效率高、对劳动力和资源的依赖度低，有助于针织产品的生产重返国内，有望对行业带来革命性的变化。

南旋控股于 2017 年推出 Whole Garment 业务，是全球最先应用全成型无缝针织技术的制造商之一。截止 2017 年 10 月底，

维持　　买入

张溢
zhangyizgs@csc.com.cn
010-85156467
执业证书编号：S1440517110003
港股牌照：BKM737
史琨
shikun@csc.com.cn
010-65608483
执业证书编号：S1440517090002

发布日期：　2017 年 12 月 13 日
当前股价：　2.89 港元

相关研究报告

17.12.7	国际化布局与一体针织品类驱动主业稳增长，收购保丽信拓展优质运动服饰客户（更新）

公司已有 180 台全成型无缝针织机到位，产能 75 万件。公司将进一步拓展客户订单、加强新技术投入，预计到 2017 年底将增至 256 台全成型无缝针织机，年化产能有望实现 150-180 万件。2016 年 UNIQLO U 高端系列诞生，专注于最新面料和服装设计，目前 UNIQLO U 系列的一体针织产品全部由公司生产，2017 秋冬款新产品 3D U-Knit 针织连衣裙广受市场欢迎，最大的特点是没有缝线的立体编织。全成型服装产品的 FOB 价为 16 美元，相比传统服装 11-12 美元的溢价为 39%，未来伴随新产品占比提高公司毛利率有望提升。全成型无缝针织机器的售价是传统织机的 5 倍，因此进入壁垒较高，公司先发优势突出。

2、品牌针织鞋面产品渗透率低，公司手握优质国际运动品牌客户，设计及自主研发能力强

随着运动行业市场需求的不断变化，以及消费市场的不断升级，消费者不仅局限于鞋底带来的软弹感，更加看重科技功能性产品。2012 年，NIKE 首次推出了 Flyknit 编织产品，Adidas 也顺势推出了 Primeknit 鞋面，此后编织鞋面球鞋已成为一股不可阻挡的势力，Under Armour、PUMA、SKECHERS、安踏等品牌也纷纷推出了自己的编织产品，应用领域包括紧身针织衫、跑鞋、篮球鞋、高尔夫球杆、内衣等。目前市场好广受好评的两大 Knit 编织鞋面主要由 Nike 和 Adidas 旗下的 Flyknit 和 Primeknit 所主导，但针织产品的渗透率还比较低，仅 6-8%左右，未来发展空间巨大。

传统鞋面需要黏贴、缝合的步骤，依靠人工缝制，而一体成型的编织鞋面则是完全依靠机器编制而成，省略复杂的裁剪和缝制工艺，能够使生产商降低生产成本与时间，使品牌商产品功能性更强，产品适销对路再加目前掌握该技术的制造商有限，终端产品售价较高，毛利率为 43.8%，净利率为 20.2%（2017 年 4 至 7 月底）。编织鞋面产品的核心优势体现为“贴合、轻质、透气”等方面，1）编织鞋面具有伸缩弹力，如袜子般比较完美的贴合脚部，可解决鞋不合脚的问题，增强足球运动员的控球感。2）随着 Knit 技术的不断成熟，编织鞋面技术已成功移植到了篮球鞋，能够满足篮球运动员对于鞋面要求的支撑和保护作用。3）传统运动鞋多采用牛皮等材料生产，针织鞋面则采用纤维编制，穿着体验更加舒适轻盈，可解决运动鞋不透气的问题。

公司作为毛织龙头公司，毛衣针织与鞋面针织技术一脉相承，针织鞋面业务采用 ODM 模式。2017 年 4 至 7 月，前五大客户的销售额占比达 95%，其中第一大客户 PUMA 占比达 53%，第二大客户 UA 占比 13%，第三大客户 SKECHERS 占比 13%，第四大客户哥弟占比 9%，第五大客户休闲品牌 Cole Haan 占比 7%。公司拥有研发团队 100 多人，在 3D 编制鞋面（鞋面鞋底一体成型）等方面的研发设计能力较强。目前为哥弟提供冷粘服务(将鞋面缝合并与鞋底粘连完成)，为其他合作的运动品牌供应针织鞋面，比如公司与 UA 合作研发的 UA Curry。未来 PUMA、UA 等现有客户高速增长，并且新客户市场开拓空间广阔。

3、公司与针织机械龙头密切合作，保障产品研发与品质稳定，改善生产和使用效率

2016 年 10 月，优衣库母公司迅销集团与岛精机制作所共同出资 4 亿日元成立合资公司，其中岛精机制所持股 51%，迅销持股 49%，共同开发应用新生产技术的针织产品。岛精制作所开发的 Whole Garment 专利技术能让编织机一次性立体编织单件服装，目前优衣库已在部分服装使用 Whole Garment 技术，2017 Uniqlo U 3D U-Knit 技术就是与岛精机制基于 Whole Garment 技术共同研发的。

公司采用的机器设备主要是日本岛精电脑横片机 Shima Seiki 和德国斯托尔横片机，这样的织机成本在 4-5 万美元/台（合人民币 30-35 万），与原织机相比略贵（20-25 万/台）。针织横片机可以将纤维复合材料编织成三维空间的形态，一次针织程序完成一件产品。日本纺织技术领导者株式会社日本岛精机制作所和岛精机（香港）有限公司是公司的基石投资者。公司通过与上游针织机械供应龙头深度绑定，确保产品品质可靠稳定，促进新产品的共同研发，并加深与大客户优衣库的密切合作。

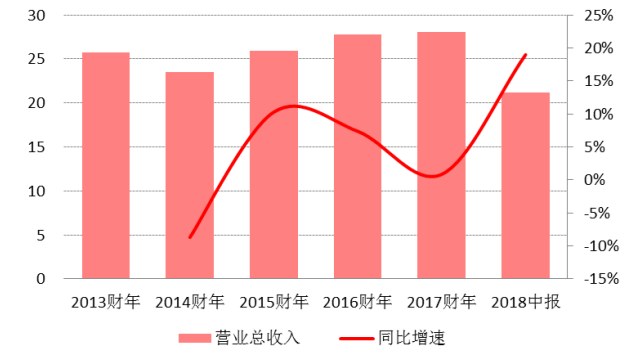
针织鞋面可以采用针织毛衣同类的织机进行织造，公司 30 余年专研针织毛衣，在掌握针织鞋面技术方面具

有一定的经验积累。一般来说每年 6-7 月份是保丽信针织鞋面的生产淡季，而恰好又是南旋毛衣生产的旺季，公司可以在淡季使用针织鞋面织机提供毛衣织造，而原毛衣织机通过改造后可以进行简单的鞋面基础款织造，进而促进双方产能的灵活调配，以进一步提高产能利用率，确保较高的生产和使用效率。

投资建议：公司是行业领先的针织品制造商，收购保丽信，促进业务多元化发展至针织鞋面及针织鞋，市场份额有望进一步提升。随着越南产能扩张，自动化生产设备及设计研发投入，公司成本管控有效、生产效率不断提升。公司被纳入 MSCI 香港小型股指，对股价有一定催化。我们预计公司 2018-2019 财年实现净利润 4.62、6.35 亿港元，同比增长 40.7%、37.3%，对应的 EPS 分别 0.22、0.29 港元，PE 分别为 13.7 倍、10.0 倍，维持“买入”评级。

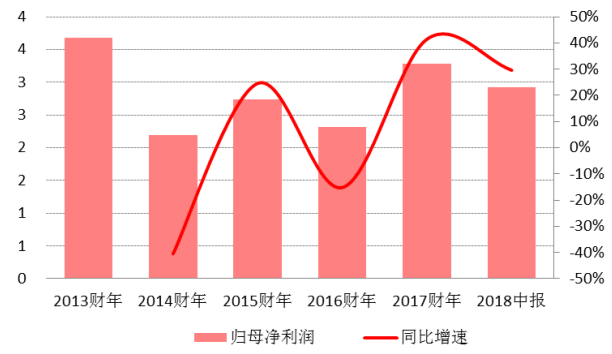
风险因素：海外需求低迷；海外产能释放低于预期；汇率波动风险等。

图 1：公司营业总收入及同比增速（亿港元）



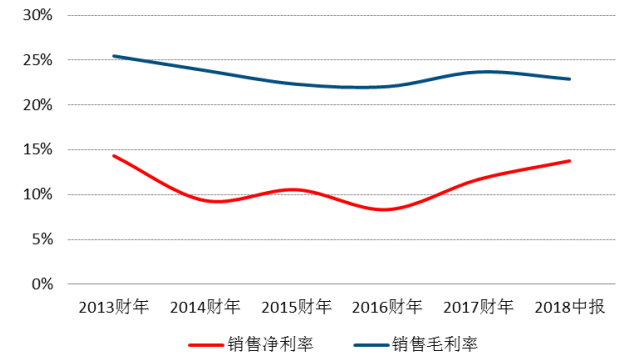
资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

图 2：公司归母净利润及同比增速（亿港元）



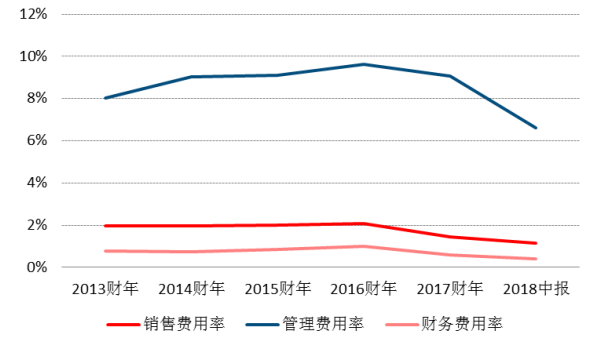
资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

图 3：公司销售毛利率和净利率情况



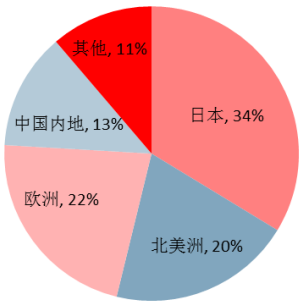
资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

图 4：公司三项费用率均有所下降



资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

图 5：2018 中报公司销售收入的区域结构



资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

表 1：南旋控股 2018-2019 财年主要财务指标及预测（单位：百万港元）

利润表（百万港元）

截至 3 月底	2017	2018E	2019E
收入	2,797	3,362	4248
销售成本	(2,135)	(2524)	(3115)
毛利	663	839	1133
销售及营销开支	(40.5)	(45)	(57)
行政开支	(254.6)	(299)	(378)
其他收益	7.2	12	15
其他损失 - 净额	9.7	12	15
息税折旧摊销前利润	538	703	972
折旧与摊销	154	185	244
息税前利润	384	518	728
净利息费用/收益	14	(1)	(9)
非经常项目	10	16	0
合资和附属公司	-	0	0
除所得税前利润	381	536	736
所得税费用	(52)	(74)	(101)
少数股东权益	-	0	0
净利润	328	462	635
经调整净利润	330	448	635
基本每股盈利（港元）	0.16	0.22	0.29
经调整基本每股盈利（港元）	0.16	0.21	0.29
稀释后每股盈利（港元）	0.16	0.22	0.29
经调整稀释后每股盈利（港元）	0.16	0.21	0.29
每股股息（港元）	0.20	0.27	0.30
	0.06	0.08	0.11

资产负债表（百万港元）

截至 3 月底			
现金	693	672	890
短期投资	145	0	0
应收账款	105	73	91
库存	418	542	663
其他流动资产	-	0	0
流动资产总值	1,361	1287	1643
财产、厂房和设备	1,273	1388	1455
无形资产	-	0	0
合资和附属公司	-	0	0
其他长期资产	98	107	124
非流动资产总值	1,371	1495	1578

现金流量表（百万港元）

截至 3 月底	2017	2018E	2019E
息税前利润	384	518	728
折旧与摊销	(154)	(185)	(244)
净利息费用/收益	(14)	1	9
所得税费用	(52)	(74)	(101)
营运资本调整	(7)	(14)	(33)
其他	319	387	478
经营性现金流	477	634	836
资本开支	(575)	(300)	(300)
收购	730	145	-
资产处置	-	-	-
其他	-	-	-
投资性现金流	155	(155)	(300)
股利	(120)	(169)	(233)
发行股数	21	-	-
负债调整	(61)	(330)	(85)
其他	-	-	-
融资性现金流	(160)	(500)	(318)
现金调整	472	(21)	218
年初现金及现金等价物	222	693	709
年末现金及现金等价物	693	672	927
自由现金流	(96)	315	527

主要比率

截至 3 月底	2017	2018E	2019E
营运比率			
毛利润率(%)	23.7	24.9	26.7
息税前利润率（%）	13.7	15.4	17.1
息税折旧摊销前利润率（%）	19.2	20.9	22.9
经调整净利润率（%）	11.8	13.3	14.9
有效税率 (%)	13.8	13.8	13.8
收入增长率 (%)	0.8	20.2	26.4
净利润增长率 (%)	41.5	40.7	37.6
经调整净利润增长率（%）	20.7	35.8	41.8
经调整基本每股盈利增长率（%）	(11.9)	31.3	37.0
每股股利增长率（%）	(84.4)	36.0	32.8

资产总值	2,732	2782	3222	**流动资金比率**			
				股本回报率 (%)	34.3	37.7	42.9
短期债务	416	85	0	资本回报率(%)	21.0	24.0	28.0
应付账款	175	168	207	已用资产回报率	19.7	22.7	27.1
其他流动性负债	190	247	328	资产周转率 (x)	1.0	1.2	1.3
流动性负债总值	781	500	536	营运现金/息税前利润 (x)	1.2	1.2	1.1
长期债务	379	379	379	折旧/资本开支 （x）	(0.3)	(0.6)	(0.8)
递延税	2	3	5	库存周转天数	71.6	73.6	73.6
可转债	-	0	0	应收账款周转天数	9.6	7.5	7.5
其他长期债务	-	0	0	应付账款周转天数	25.9	24.3	24.3
非流动性负债总值	381	382	384				
负债总值	1,162	882	919	**杠杆比率**			
				净负债/权益 (%)	6.4	(11.2)	(22.6)
股东资金	1,570	1862	2264	净负债 / 折旧摊销息税前利润 (x)	0.2	(0.3)	(0.5)
少数权益	-	0	0	利息覆盖率 (x)	27.5	(393.4)	(84.3)
负债和权益总值	2,732	2745	3184	流动比率 (x)	1.7	2.6	3.1
净现金/（负债）	(101)	208	511	**估值**			
				市盈率 (x)	18.0	13.7	10.0
				市盈率(x) - 完全稀释经调整每股盈利	18.0	13.7	10.0
				企业价值倍数 (x)	14.6	10.7	9.7
				市帐率 (x)	11.2	8.4	6.0
				股息率 (x)	3.8	3.3	2.8

资料来源：WIND，中信建投证券股份有限公司

注：公司财务年度结束于每年3 月31 日。

分析师介绍

张溢：CPA，清华大学经济学硕士，三年石油行业研究经验，2015 年加入中信建投轻工研究团队,所在团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

史琨：CFA，2017 年 7 月加入中信建投从事纺织服装行业研究，2015-2017 年于东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究服务

社保基金销售经理
彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn
姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn
机构销售负责人
赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn
北京非公募组
张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn
李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn
刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn
北京公募组
黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn
罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn
上海地区销售经理
陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn
邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn
吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn
杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn
谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
深广地区销售经理
胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京　中信建投证券研究发展部
中国　北京　100010
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海　中信建投证券研究发展部
中国　上海　200120
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622