

Q2 扣非持续稳健增长，羊绒毛利率大幅改善

新澳股份(603889)

评级:	买入	股票代码:	603889
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	8.58/4.11
目标价格:		总市值(亿)	59.75
最新收盘价:	8.34	自由流通市值(亿)	32.51
		自由流通股数(百万)	389.80

事件概述

23H1 公司年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 23.21/2.55/2.46/-2.01 亿元、同比增长 9.51%/5.08%/20.78%/-1091.78%。23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 13.43/1.65/1.58 亿元、同比增长 9.56%/-2.07%/20.87%，扣非归母净利增速高于净利主要由于 22Q2 存在资产处置收益 3574 万元；剔除羊绒、汇兑收益、资产处置收益贡献后主业净利增长 9.6%；经营性现金流净额低于净利主要由于存货和应收账款增加。

分析判断:

海外下滑，国内高增由于公司拓展至中低端市场。(1) 从产品来看，23H1 毛精纺纱线/羊绒/羊毛条/改性处理、染整及羊绒加工/其他收入分别为 13.45/5.66/3.81/0.15/0.14 亿元，同比增长 5.9%/7.7%/27.3%/-9.8%/80.2%，羊毛条高增长主要来自扩产；毛精纺纱线中量/价分别贡献 3.2%/2.6%；羊绒量增 8.5%。(3) 分地区来看，2023H1 内销/外销收入为 15.28/7.93 亿元、同比增长 16.9%/-2.4%，内销占比提升 4.2PCT 至 66%，我们分析主要由于公司在宽带战略下，由过往的高端逐步拓展至中低端市场，且有利于产能利用率提升；剔除贬值贡献后外销同比下降 9.4%。(3) 分子公司看：新中和（毛条）/厚源纺织（染整）/新澳纺织/新澳羊绒/邓肯公司/钛源纺织（针织）收入分别为 9.29/1.34/0.88/4.26/1.60/3.17 亿元，同比增长 31%/5%/48%/1%/18%/NA。

羊绒毛利率大幅改善、贡献 4000 万元净利，Q2 扣非净利率增长主要来自毛利率贡献。(1) 23H1 毛利率为 20.34%，同比提升 1.4pct。分产品来看，毛精纺纱线/羊绒/羊毛条/改性处理、染整及羊绒加工/其他毛利率分别为 25.7%/16.3%/5.7%/29.6%/59.6%，同比提升 0.5/6.0/-0.9/1.1/8.2PCT，羊绒业务毛利率提升较大主要由于产能利用率提升。(2) 23H1 净利率 11.56%、同比下降 0.29PCT，23H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.72%/2.67%/-0.69%/2.37%，同比增加 0.3/0.22/-0.87/0.1pct；财务费用率降低主要由于汇兑收益贡献（2314 万元）。公允价值变动损益/收入同比增长 0.15PCT 至 0.15%；资产减值损失同比增长 0.27PCT 至 0.43%；信用减值损失/收入同比下降 0.15PCT 至 0.66%；资产处置收益/收入同比下降 1.7PCT 至 -0.01%；营业外收入/收入同比下降 0.38PCT 至 13.18%；所得税率 1.67%、同比下降 0.1PCT。(3) 分子公司来看，羊绒贡献净利 4000 万元、净利率 9.45%、提升 3.6PCT。新中和/厚源纺织/新澳纺织/新澳羊绒/邓肯公司/钛源纺织净利分别为 0.17/0.29/0.01/0.40/0.11/0.07 亿元，同比增长 -43%/33%/3%/64%/647%/NA，净利率分别为 1.8%/21.66%/0.97%/9.45%/6.64%/2.07%，同比提升 -2.33/4.52/-0.43/3.64/8.08/NA PCT。(4) 23Q2 毛利率/净利率/扣非净利率为 21.12%/12.9%/11.7%，同比增加 1.18/-1.45/1.1PCT。

库存水平仍处于高位。23H1 存货为 18.87 亿元、同比增长 19.10%，（其中原材料/在产品/库存商品库存同比增长 28%/8%/13%）。存货周转天数为 176 天、同比增加 14 天；应收账款为 6.79 亿元、同比增长 21%，应收账款周转天数为 40 天、同比增加 5 天，应付账款为 3.75 亿元，同比增加 5.93%。

投资建议

我们分析，(1) 新增产能：根据公司公告，今年预计毛精纺纱线 13,000 锭、新中和 3000 吨毛条、6000 吨功能性纤维改性处理产能投产；(2) 羊绒产能利用率及直营比例有望进一步提升，带来利润改善；(3) 长期来看，未来公司继续实施宽带战略，一方面横向拓展纱线品类，另一方面拓展客户有望拓展至运动、梭织、家纺、产业

用纺织品等；相较国内外竞争对手来看，公司具备备货快反能力、设备水平领先于对手，成本上优势显著，未来有望持续抢占份额。维持 23/24/25 年收入预测 44.8/53.8/62.9 亿元，23/24/25 年归母净利预测为 4.6/5.4/6.4 亿元，23/24/25 年 EPS 预测为 0.89/1.06/1.24 元，2023 年 8 月 17 日收盘价 8.34 元对应 PE 分别为 9/8/7X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情风险、投产进度不达预期风险、原材料价格波动风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,445	3,950	4,478	5,383	6,285
YoY (%)	51.6%	14.6%	13.4%	20.2%	16.7%
归母净利润(百万元)	298	390	456	542	637
YoY (%)	96.9%	30.7%	17.1%	18.9%	17.4%
毛利率 (%)	19.1%	18.8%	20.5%	20.8%	20.9%
每股收益 (元)	0.58	0.76	0.89	1.06	1.24
ROE	11.0%	13.2%	13.4%	13.7%	13.9%
市盈率	14.09	10.75	9.37	7.87	6.73

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,950	4,478	5,383	6,285	净利润	408	485	577	677
YoY (%)	14.6%	13.4%	20.2%	16.7%	折旧和摊销	135	124	134	144
营业成本	3,207	3,560	4,264	4,971	营运资金变动	-155	106	30	-430
营业税金及附加	17	22	30	31	经营活动现金流	373	739	755	398
销售费用	72	90	135	156	资本开支	-77	-233	-117	-109
管理费用	118	125	151	176	投资	0	0	0	0
财务费用	-12	7	-6	-16	投资活动现金流	-125	-233	-117	-109
研发费用	107	134	162	201		0	0	0	0
资产减值损失	-16	0	0	0	股权募资	200	-167	-439	0
投资收益	4	0	0	0	债务募资	26	-192	-455	-9
营业利润	469	556	661	781	筹资活动现金流	288	313	183	280
营业外收支	-1	2	2	2	现金净流量	408	485	577	677
利润总额	467	558	663	783					
所得税	59	73	86	106	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	408	485	577	677	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	390	456	542	637	营业收入增长率	14.6%	13.4%	20.2%	16.7%
YoY (%)	30.7%	17.1%	18.9%	17.4%	净利润增长率	30.7%	17.1%	18.9%	17.4%
每股收益	0.76	0.89	1.06	1.24	盈利能力 (%)				
					毛利率	18.8%	20.5%	20.8%	20.9%
					净利率	10.3%	10.8%	10.7%	10.8%
					总资产收益率 ROA	8.4%	9.2%	10.3%	10.5%
					净资产收益率 ROE	13.2%	13.4%	13.7%	13.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力 (%)				
货币资金	955	1,268	1,451	1,731	流动比率	2.29	2.78	3.89	4.11
预付款项	7	11	13	15	速动比率	1.07	1.60	2.32	2.80
存货	1,745	1,463	1,519	1,471	现金比率	0.66	1.01	1.48	1.52
其他流动资产	600	752	823	1,459	资产负债率	34.8%	28.9%	21.9%	21.5%
流动资产合计	3,307	3,493	3,805	4,676	经营效率 (%)				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.85	0.91	1.03	1.03
固定资产	1,147	1,226	1,295	1,354	每股指标 (元)				
无形资产	98	94	91	88	每股收益	0.76	0.89	1.06	1.24
非流动资产合计	1,339	1,450	1,435	1,402	每股净资产	5.78	6.67	7.73	8.97
资产合计	4,646	4,943	5,241	6,078	每股经营现金流	0.73	1.44	1.48	0.78
短期借款	606	439	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	593	466	558	651	估值分析				
其他流动负债	247	353	420	488	PE	10.75	9.37	7.87	6.73
流动负债合计	1,446	1,259	979	1,139					
长期借款	150	150	150	150					
其他长期负债	18	18	18	18					
非流动负债合计	168	168	168	168					
负债合计	1,615	1,427	1,147	1,307					
股本	512	512	512	512					
少数股东权益	74	103	138	179					
股东权益合计	3,031	3,517	4,094	4,771					
负债和股东权益合计	4,646	4,943	5,241	6,078					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。