

评级：买入（维持）

市场价格：7.32元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

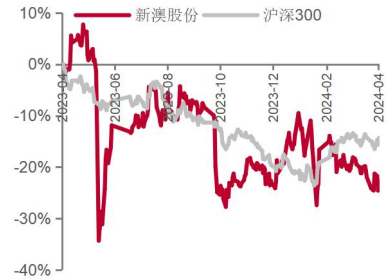
研究助理：万欣怡

Email: wanxy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	730.66
流通股本(百万股)	716.44
市价(元)	7.32
市值(百万元)	5348.40
流通市值(百万元)	5244.38

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,950	4,438	5,125	5,850	6,626
增长率yoy%	15%	12%	15%	14%	13%
净利润(百万元)	390	404	477	553	632
增长率yoy%	31%	4%	18%	16%	14%
每股收益(元)	0.53	0.55	0.65	0.76	0.86
每股现金流量	0.51	0.76	2.25	0.87	1.15
净资产收益率	13%	12%	13%	14%	14%
P/E	14	13	11	10	8
P/B	2	2	2	1	1

备注：股价信息为4月22日收盘价

投资要点

- 事件：公司发布2024年一季报。**2024Q1公司实现营收11.00亿元，同比+12.5%，环比+18.5%；实现归母净利润0.96亿元，同比+6.6%，环比+80.7%；实现扣非净利润0.93亿元，同比+6.4%，环比+70.2%。
- Q1销量增长靓丽，羊毛价格企稳回升促进盈利能力改善。**
 - ①成长性：**24Q1公司营收同比+13%，环比+19%，羊毛均价同比-17%，羊毛价格同比下跌情况下销量增长靓丽，驱动Q1收入稳健增长。
 - ②盈利能力：**24Q1公司销售毛利率为19.91%，同比+0.64pct，环比+4.28pct，销售净利率为9.08%，同比-0.63pct，环比+2.87pct，盈利水平环比显著增加主要受季节性因素及羊毛价格上行（24Q1澳毛均价769美分/公斤，环比+3.2%）影响。截至4月18日，羊毛价格（约743美分/公斤）处于过去五年14%分位，我们估计已低于部分牧场成本线，有一定底部支撑。后续若羊毛价格继续上涨，公司盈利能力有望随着成本滚动下行持续提升。
 - ③费用率：**24Q1公司销售/管理/财务/研发费用率分别为1.72%/3.06%/1.32%/2.35%，分别同比-0.03/-0.06/+1.31/+0.09pct，财务费用率上升主要由于长期负债增长导致利息费用增加（24Q1利息费用为1028万元，同比+79%）。
 - ④现金流及营运能力：**24Q1公司经营性现金流量净额为-2.91亿元，主因Q1为备货旺季，购买原料、劳务支付现金较多所致。24Q1存货/应收账款周转天数为190/42天，同比-17天/+0天，营运能力稳定。
- 投资建议：**Q1羊毛价格企稳回升，公司盈利能力已进入改善通道。中长期看，公司作为全球毛精纺纱龙头，毛纺业务稳健增长，羊绒第二成长曲线盈利持续优化，随着宽带战略深化及产能顺利投放，业绩有望迎来快速增长。预计2024-2026年公司归母净利润为4.77、5.53、6.32亿元，CAGR为15%，对应PE分别为11、10、8倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**羊毛及羊绒价格波动、产能投放不及预期、汇率波动风险等。

图表 1：公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,027	2,102	2,670	3,523	营业收入	4,438	5,125	5,850	6,626
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,612	4,142	4,721	5,337
应收账款	415	455	520	595	税金及附加	26	30	34	46
预付账款	7	8	142	160	销售费用	94	113	129	152
存货	1,856	828	944	1,067	管理费用	126	154	176	205
合同资产	0	0	0	0	研发费用	111	128	146	172
其他流动资产	218	214	225	236	财务费用	-5	41	14	3
流动资产合计	3,524	3,608	4,501	5,582	信用减值损失	-1	-4	-5	-29
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	-22	-2	-22	-30
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	10	9	-10
固定资产	1,624	1,450	1,294	1,155	投资收益	2	2	2	2
在建工程	123	127	131	135	其他收益	30	20	22	122
无形资产	185	199	221	254	营业利润	484	556	653	764
其他非流动资产	189	189	189	190	营业外收入	7	22	16	0
非流动资产合计	2,121	1,965	1,836	1,735	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	5,645	5,573	6,338	7,317	利润总额	486	573	664	759
短期借款	580	97	226	335	所得税	56	65	75	86
应付票据	266	182	251	328	净利润	430	508	589	673
应付账款	532	508	599	706	少数股东损益	26	31	36	41
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	404	477	553	632
合同负债	59	68	78	88	NOPLAT	426	544	601	676
其他应付款	99	99	99	99	EPS (按最新股本摊薄)	0.55	0.65	0.76	0.86
一年内到期的非流动负债	240	240	240	240					
其他流动负债	173	202	225	255	主要财务比率				
流动负债合计	1,950	1,396	1,717	2,051	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	380	507	507	626	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	12.4%	15.5%	14.2%	13.3%
其他非流动负债	19	19	19	19	EBIT增长率	5.7%	27.5%	10.5%	12.5%
非流动负债合计	400	526	526	645	归母公司净利润增长率	3.7%	18.0%	16.0%	14.1%
负债合计	2,350	1,922	2,243	2,696	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,170	3,495	3,902	4,388	毛利率	18.6%	19.2%	19.3%	19.5%
少数股东权益	125	156	192	233	净利率	9.7%	9.9%	10.1%	10.2%
所有者权益合计	3,296	3,651	4,094	4,621	ROE	12.3%	13.1%	13.5%	13.7%
负债和股东权益	5,645	5,573	6,338	7,317	ROIC	11.5%	14.3%	14.0%	13.9%
					偿债能力				
					资产负债率	41.6%	34.5%	35.4%	36.8%
					债务权益比	37.0%	23.6%	24.2%	26.4%
					流动比率	1.8	2.6	2.6	2.7
					速动比率	0.9	2.0	2.1	2.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
					应收账款周转天数	32	31	30	30
					应付账款周转天数	44	45	42	44
					存货周转天数	180	117	68	68
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.55	0.65	0.76	0.86
					每股经营现金流	0.76	2.25	0.87	1.15
					每股净资产	4.34	4.78	5.34	6.01
					估值比率				
					P/E	13	11	10	8
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	38	30	29	26

来源：Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。