

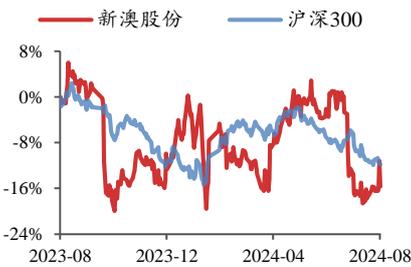
## 新澳股份 (603889.SH)

2024年08月23日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/8/22
当前股价(元)	6.46
一年最高最低(元)	8.54/6.06
总市值(亿元)	47.20
流通市值(亿元)	46.28
总股本(亿股)	7.31
流通股本(亿股)	7.16
近3个月换手率(%)	34.79

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《毛精纺纱线龙头经纬全球, 扩产扩品类齐头并进 —公司首次覆盖报告》  
-2024.6.19

## H1 量增驱动核心业务增长, 全球化扩产顺利推进

### —公司信息更新报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

张霜凝 (分析师)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790524070006

#### ● H1 量增驱动核心收入增长, 全球化扩产顺利推进, 维持“买入”评级

2024H1 收入/归母净利润为 25.56/2.66 亿元, yoy+10.14%/+4.51%。分季度看, 2024Q1/Q2 收入 11/14.57 亿元, 同比+12.5%/+8.4%, 归母净利润 0.96/1.7 亿元, 同比+6.59%/+3.38%。考虑股权激励费用及汇兑损失, 我们略下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 4.45/5.15/5.85 亿元 (原为 4.5/5.3/6.1 亿元), 当前股价对应 PE 为 10.6/9.2/8.1 倍, 公司在宽带战略引领下, 产品线拓展并切入羊绒纱线领域, 配合积极的全球化产能扩张步伐, 成长空间广阔, 维持“买入”评级。

#### ● 分业务: 量增驱动核心业务增长, 改性处理及染整加工增速亮眼

2024H1 毛精纺纱线/羊绒纱线/羊毛毛条/改性处理及染整加工收入分别为 14.79/6.77/3.61/0.22 亿元, 同比+10%/+19.65%/-5.3%/+44.7%, 羊绒业务占比提升, 改性处理及染整加工增长亮眼。**拆分量价:** 量增驱动毛精纺纱线、羊绒纱线收入增长, 2024H1 毛精纺纱线量/价同比+13.33%/-2.93%, 新澳羊绒量价+39%/-9.96%, 毛条业务收入下降主要系价格下降但销量仍有增长。毛精纺纱/毛条/改性处理毛利率同比+1.4/-0.3/+1.2pct, 羊绒纱线毛利率同比-2.1pct 主要系折旧摊销增加。

#### ● 毛精纺纱线全球化产能扩张顺利推进, 羊绒业务产能利用率持续爬升

**毛精纺纱线方面:** 产能瓶颈导致交期过长, 预计目前白纱交期超 70 天, 色纱交期 50 天左右。公司“60,000 锭高档精纺生态纱项目”二期 1.5 万锭已全部投产; 子公司新澳越南一期 2 万锭预计 2024 年末至 2025 年建设完成并陆续投产; 子公司新澳银川“20000 锭高品质精纺羊毛(绒)纱建设项目”计划于 2025H2 陆续投产。随着新澳越南、新澳银川产能释放, 预计将有效改善产能不足问题。**羊绒业务方面:** 建立多品类、系列化的产品矩阵, 并不断完善产品品质、优化客户结构、重视管理赋能, 预计产能利用率有望自 2023 年的 70% 提升至 90%, 受折旧摊销以及财务费用增加影响, 2024H1 新澳羊绒净利率为 6.3% (-3.2pct)。

#### ● 2024H1 毛利率同比改善, 股权激励费用、汇兑损失影响盈利能力

**盈利能力:** 2024H1 毛利率为 20.8% (同比+0.5pct, 下同), 期间费用率为 7.67% (同比 +1.63pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.06/+0.04/-0.02/+1.68pct, 费用提升主要系 2024H1 计提股权激励费用 925 万元以及财务费用显著提升, 2024H1 汇兑损失 933 万元 (2023H1 汇兑收益 2314 万元)。2024H1 归母净利率为 10.41% (同比-0.56pct), 2024Q1/Q2 年归母净利率 8.73% (-0.48pct) /11.68% (-0.57pct)。**营运能力:** 2024H1 经营性现金流净额 0.63 亿元 (同比转正)。截至 2024H1, 存货规模 18.25 亿元 (-3.3%), 存货、应收周转天数 164 天 (-13 天)、41 天 (同比持平)。

#### ● 风险提示: 下游需求波动、产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,950	4,438	4,907	5,548	6,214
YOY(%)	14.6	12.4	10.6	13.1	12.0
归母净利润(百万元)	390	404	445	515	585
YOY(%)	30.7	3.7	10.0	15.7	13.6
毛利率(%)	18.8	18.6	19.0	19.1	19.1
净利率(%)	9.9	9.1	9.1	9.3	9.4
ROE(%)	13.5	13.1	13.3	14.1	14.6
EPS(摊薄/元)	0.53	0.55	0.61	0.70	0.80
P/E(倍)	12.1	11.7	10.6	9.2	8.1
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2024H1 量增驱动收入增长，全球化扩产顺利推进.....	3
2、 毛利率同比改善，汇兑损失与股权激励费用影响费用率.....	4
3、 毛精纺纱线产能扩张持续推进，羊绒产能利用率持续爬升.....	5
4、 盈利预测与投资建议.....	5
5、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

## 图表目录

图 1： 2024H1 收入为 25.56 亿元（+10.14%）.....	3
图 2： 2024H1 归母净利润 2.66 亿元（+4.51%）.....	3
图 3： 2024H1 毛精纺纱线/羊绒业务收入分别同比+10.01/+19.65%.....	4
图 4： 2024H1 内销/外销收入分别+9.45%/+11.48%.....	4
图 5： 2024H1 销售毛利率/归母净利率为 20.84%（+0.50pct）/10.41%（-0.56pct）.....	4
图 6： 2024H1 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.63/-0.06/+0.04/-0.02/+1.68pct.....	4
图 7： 2024H1 存货规模为 18.25 亿元（-3.3%）.....	5
图 8： 2024H1 公司应收账款 7.42 亿元（+9.2%）.....	5
表 1： 新澳越南、新澳银川陆续投产将改善产能不足问题.....	5

## 1、2024H1 量增驱动收入增长，全球化扩产顺利推进

公司 2024H1 收入为 25.56 亿元（同比+10.14%，下同），归母净利润 2.66 亿元（+4.51%）。分季度看，2024Q1/Q2 实现营业收入 11.00/14.57 亿元，同比分别 +12.5%/+8.4%，实现归母净利润 0.96/1.70 亿元，同比分别+6.6%/+3.4%。

图1：2024H1 收入为 25.56 亿元（+10.14%）

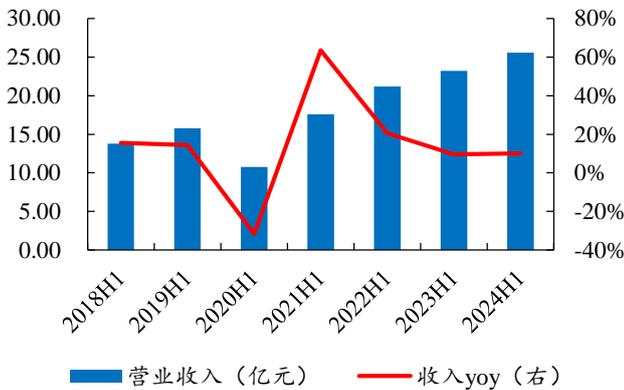
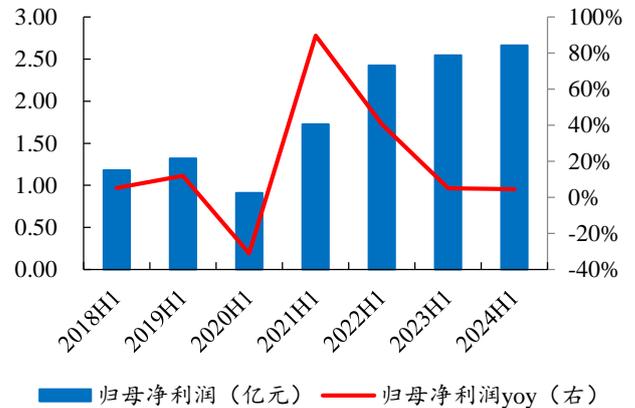


图2：2024H1 归母净利润 2.66 亿元（+4.51%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**分业务看：量增驱动毛精纺纱线、羊绒纱线收入提升，改性处理及染整加工表现亮眼。**

(1) 毛精纺纱线：2024H1 毛精纺纱线收入 14.79 亿元（+10.01%），占比 58.23%，其中量/价分别同比+13.33%/ -2.93%。毛精纺纱线业务收入稳步提升，但由于产能不足导致交期过长导致部分订单转移。

(2) 羊绒：2024H1 年羊绒收入 6.77 亿元（+19.65%），占比 26.66%。收入增长较快主要系销量增加与产能利用率提升，其中新澳羊绒量/价分别同比+39%/ -9.96%。

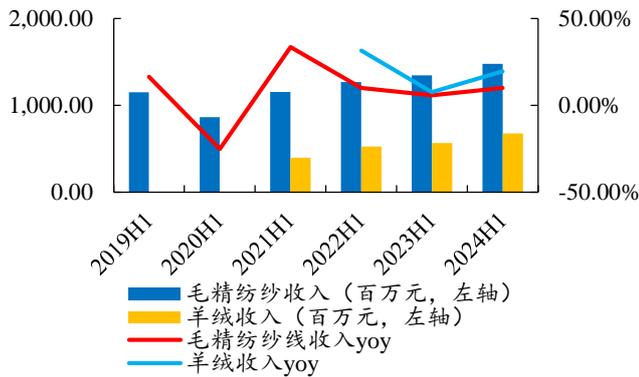
(3) 羊毛毛条：2024H1 羊毛毛条收入 3.61 亿元（-5.32%），占比 14.20%，收入下降主要系原材料价格下降影响，销量仍有增长。

(4) 改性处理及染整加工：2024H1 改性处理及染整加工收入 0.22 亿元（+44.67%），占比 0.88%。改性处理与染整业务表现亮眼主要系自身业务增长、对外接单增加与内部管理提升。

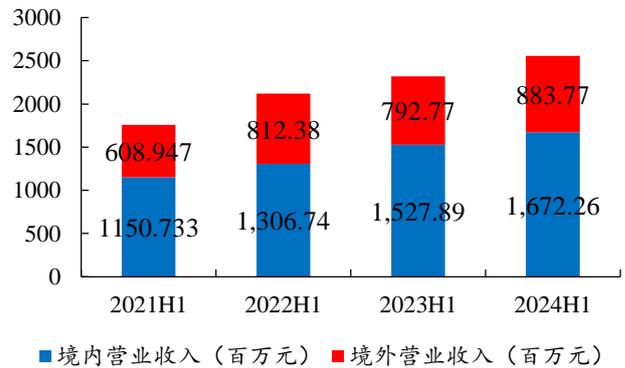
**分地区看：公司采取内销与外销同时并重的销售策略，境内收入接近双位数增长，境外收入占比同比提升。**

(1) 境内：2024H1 境内收入 16.72 亿元（+9.45%），占比 65.42%（-0.41pct）。

(2) 境外：2024H1 境外收入 8.84 亿元（+11.48%），占比 34.57%（+0.41pct）。

**图3：2024H1 毛精纺纱线/羊绒业务收入分别同比+10.01%/+19.65%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：2024H1 内销/外销收入分别+9.45%/+11.48%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、毛利率同比改善，汇兑损失与股权激励费用影响费用率

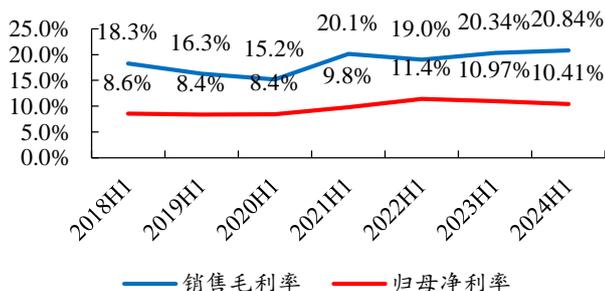
**毛利率：**公司 2024H1 毛利率为 20.84% (+0.50pct)。分季度看 2024Q1/Q2 毛利率分别为 19.91%/21.55%，分别同比+0.64/+0.42pct。

**按业务拆分：**毛精纺纱线、改性处理及染整加工毛利率同比显著改善

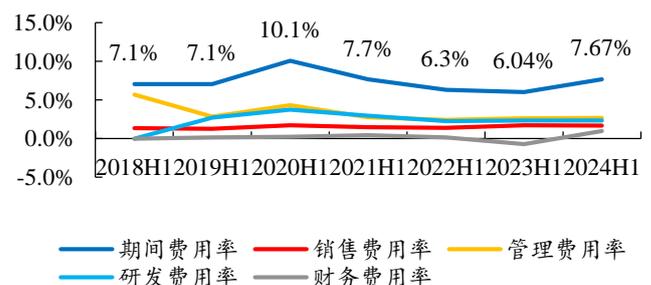
- (1) 2024H1 毛精纺纱线毛利率为 27.09%，同比+1.40pct。
- (2) 2024H1 羊绒毛利率为 14.21%，同比-2.06pct。
- (3) 2024H1 羊毛毛条毛利率 5.45%，同比-0.30pct，主要系折旧摊销增加。
- (4) 2024H1 改性处理及染整加工毛利率 30.83%，同比+1.24pct。

**费用端：**2024H1 期间费用率 7.67% (+1.63pct)。拆分看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.7%/2.7%/2.3%/1.0%，同比-0.06/+0.04/-0.02/+1.68pct。其中计提股权激励费用共计 924.66 万元，财务费用增加主要系银行借款利息增长及汇率波动导致汇兑损失增加，2024H1 汇兑损失 932.57 万元（2023H1 汇兑收益 2314.22 万元）。

**净利率：**2024H1 归母净利率为 10.41% (-0.56pct)，主要系股权激励费用与财务费用增加。分季度看，2024Q1/Q2 归母净利率分别为 8.73% (-0.48pct) /11.68% (-0.57pct)，扣非归母净利率分别为 8.50% (-0.49pct) /11.43% (-0.33pct)。

**图5：2024H1 销售毛利率/归母净利率为 20.84% (+0.50pct) /10.41% (-0.56pct)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2024H1 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.63/-0.06/+0.04/-0.02/+1.68pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 营运能力：

(1) **经营性现金流**：2024H1 经营活动现金流量净额 0.63 元（2023H1 为-2.01 亿元）；

(2) **存货**：截至 2024H1，存货规模为 18.25 亿元（-3.3%），存货周转天数 164 天（-13 天）；

(3) **应收账款**：2024H1 应收账款 7.42 亿元（+9.2%），应收账款周转天数 41 天，同比持平。

图7：2024H1 存货规模为 18.25 亿元（-3.3%）

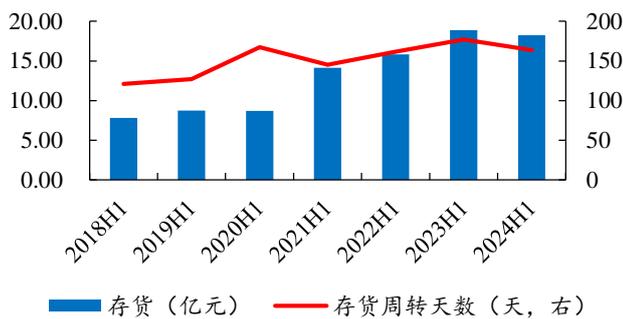
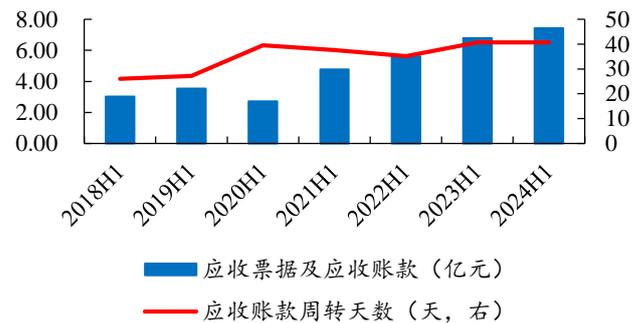


图8：2024H1 公司应收账款 7.42 亿元（+9.2%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、毛精纺纱线产能扩张持续推进，羊绒产能利用率持续爬升

毛精纺纱线方面，由于产能不足与备货不足导致交期过长，部分客户订单转移。现白纱交期预计超 70 天，色纱交期预计 50 天左右。目前公司“60,000 锭高档精纺生态纱项目”二期设计的 15,000 锭已于 2024 年 6 月初全部投产。子公司新澳越南“50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”正在建设中，项目一期 2 万锭预计 2024 年末至 2025 年建设完成并陆续投产。同时，子公司新澳银川“20000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”计划于 2025 年下半年陆续投产。随着新澳越南、新澳银川陆续投产，产能不足问题预计将会得到改善。

羊绒业务方面，产能利用率持续爬升。2023 年产能利用率为 70%，2024 年全年羊绒业务产能利用率有望达到 90%。

表1：新澳越南、新澳银川陆续投产将改善产能不足问题

项目名称	投产时间
60,000 锭高档精纺生态纱项目二期	1.5 万锭已于 2024 年 6 月初完全释放
新澳越南 50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目	一期 2 万锭将于 2024Q4 陆续投产
20,000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目	预计 2025H2 陆续投产

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 4、盈利预测与投资建议

考虑股权激励费用及汇兑损失，我们略下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 4.45/5.15/5.85 亿元（原为 4.5/5.3/6.1 亿元），当前股价对应 PE 为 10.6/9.2/8.1 倍，公司在宽带战略引领下，产品线拓展并切入羊绒纱线领域，配合积极的全球化

产能扩张步伐，成长空间广阔，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

下游需求波动、产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3307	3524	3900	4433	4848
现金	955	1027	1135	1284	1438
应收票据及应收账款	369	415	409	546	511
其他应收款	33	19	39	26	47
预付账款	7	7	9	9	11
存货	1745	1856	2108	2369	2642
其他流动资产	198	199	199	199	199
<b>非流动资产</b>	1339	2121	2186	2293	2368
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1147	1624	1673	1765	1824
无形资产	98	185	201	216	234
其他非流动资产	95	313	313	312	310
<b>资产总计</b>	4646	5645	6086	6726	7216
<b>流动负债</b>	1446	1950	2210	2592	2770
短期借款	606	580	1243	1135	1603
应付票据及应付账款	593	798	598	1027	773
其他流动负债	247	572	370	430	394
<b>非流动负债</b>	168	400	327	256	183
长期借款	150	380	307	237	164
其他非流动负债	18	19	19	19	19
<b>负债合计</b>	1615	2350	2537	2848	2953
少数股东权益	74	125	154	186	224
股本	512	731	731	731	731
资本公积	1049	892	892	892	892
留存收益	1401	1600	1806	2060	2345
<b>归属母公司股东权益</b>	2957	3170	3396	3692	4039
<b>负债和股东权益</b>	4646	5645	6086	6726	7216

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	373	552	158	857	297
净利润	409	430	473	548	622
折旧摊销	130	154	159	180	204
财务费用	-12	-5	35	29	26
投资损失	-4	-2	-3	-4	-3
营运资金变动	-155	-68	-508	102	-552
其他经营现金流	6	43	1	2	1
<b>投资活动现金流</b>	-125	-671	-222	-284	-276
资本支出	101	681	224	287	279
长期投资	0	-8	0	0	0
其他投资现金流	-24	19	3	3	4
<b>筹资活动现金流</b>	26	136	-490	-317	-335
短期借款	54	-26	663	-108	468
长期借款	150	230	-73	-71	-73
普通股增加	0	219	0	0	0
资本公积增加	4	-157	0	0	0
其他筹资现金流	-181	-130	-1080	-138	-730
<b>现金净增加额</b>	288	43	-554	256	-314

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3950	4438	4907	5548	6214
营业成本	3207	3612	3975	4489	5024
营业税金及附加	17	26	29	32	36
营业费用	72	94	103	115	127
管理费用	118	126	135	151	168
研发费用	107	111	118	132	146
财务费用	-12	-5	35	29	26
资产减值损失	-16	-22	-10	-11	-12
其他收益	15	30	29	28	25
公允价值变动收益	-4	1	-1	-2	-1
投资净收益	4	2	3	4	3
资产处置收益	38	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	469	484	533	618	701
营业外收入	2	6	3	4	4
营业外支出	3	5	3	3	4
<b>利润总额</b>	467	486	534	618	702
所得税	59	55	61	70	80
<b>净利润</b>	409	430	473	548	622
少数股东损益	19	26	28	33	37
<b>归属母公司净利润</b>	390	404	445	515	585
EBITDA	615	669	728	844	955
EPS(元)	0.53	0.55	0.61	0.70	0.80

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.6	12.4	10.6	13.1	12.0
营业利润(%)	32.8	3.4	10.1	15.8	13.5
归属于母公司净利润(%)	30.7	3.7	10.0	15.7	13.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.8	18.6	19.0	19.1	19.1
净利率(%)	9.9	9.1	9.1	9.3	9.4
ROE(%)	13.5	13.1	13.3	14.1	14.6
ROIC(%)	11.4	10.4	10.0	11.4	11.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.8	41.6	41.7	42.3	40.9
净负债比率(%)	-6.0	5.8	14.4	4.8	10.0
流动比率	2.3	1.8	1.8	1.7	1.8
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	12.5	11.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.7	8.2	14.9	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.55	0.61	0.70	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.76	0.22	1.17	0.41
每股净资产(最新摊薄)	4.05	4.34	4.65	5.05	5.53
<b>估值比率</b>					
P/E	12.1	11.7	10.6	9.2	8.1
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.2	7.3	7.2	5.9	5.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn