

2025年08月22日

# 羊绒表现靓丽，越南及银川子公司逐步投产

## 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:	8.53/5.09
目标价格:		总市值(亿)	44.49
最新收盘价:	6.09	自由流通市值(亿)	43.89
		自由流通股数(百万)	720.66

### 事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 25.54/2.71/2.68/-0.11 亿元、同比增长-0.08%/1.67%/3.16%/-116.71%，符合市场预期。经营性活动现金流净额大幅下降主要由于购买商品、接受劳务支付的现金增加和子公司新澳越南及新澳银川逐步投产前期成本支出增加，经营现金流低于净利主要由于存货及经营性应收项目增加。25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 14.52/1.69/1.67 元、同比增长-0.35%/-0.41%/0.46%。

### 分析判断:

**羊绒业务收入增长靓丽，毛精纺纱线新澳越南及新澳银川逐步投产。**（1）从产品来看，25H1 毛精纺纱线/羊绒/羊毛毛条/改性处理、染整及羊绒加工/其他收入分别为 14.33/7.86/3.03/0.20/0.12 亿元，同比下降 3.13%/-16.03%/15.96%/11.39%/26.49%，羊绒业务延续双位数增长，我们分析和行业恢复有关，1-6 月羊绒纱线累计出口量/金额同比增长 31%/33%。（2）分地区来看，2025H1 内销/外销收入为 16.50/9.04 亿元、同比增加-1.32%/2.24%，海外市场需求进一步恢复。（3）分子公司看：厚源纺织（染整）/新澳羊绒收入分别为 1.45/6.18 亿元，同比增长-5.49%/15.87%。子公司新澳越南“50000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”其中一期 20000 锭实现逐步投产；新澳银川“20000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”，已完成安装调试工作，预计下半年陆续释放产能；英国邓肯实现引进外部投资者，增厚自身资金实力，加速升级高端羊绒纺纱产线，为可持续发展注入新动能。（4）25 年初至 7 月，粗梳羊毛纱线的中国出口平均单价下跌 9.88%。

**Q2 归母净利率略降主要由于所得税占比增加。**1) 25H1 毛利率为 21.60%，同比增长 0.75PCT。分产品来看，毛精纺纱线/羊绒/羊毛毛条/改性处理、染整及羊绒加工/其他毛利率分别为 28.83%/13.51%/6.23%/34.34%/52.04%，同比提升 1.74/-0.70/0.78/3.51/-2.23PCT。25H1 归母净利率为 10.59%、同比增长 0.18PCT，净利率增幅低于毛利率主要由于销售和管理费用率增加、所得税增加。25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.93%/3.08%/2.27%/0.14%、同比增加 0.24/0.39/-0.06/-0.83PCT，财务费用率下降主要由于汇兑收益贡献 1500 万（24H 为-1200 万）；管理费用率增加主要由于职工薪酬支出增加和子公司新澳越南及新澳银川逐步投产前期管理成本增加。投资净收益/收入同比下降 0.09PCT；所得税占比增加 0.53PCT，所得税率提升 3.07PCT 至 16.24%。（2）分子公司净利来看，25H1 厚源纺织（染整）/新澳羊绒净利分别为 3626.93/4328.27 万元、同比增长 0.95%/29.00%，净利率分别为 24.94%/7.01%、同比提升 1.59/0.71PCT。（4）25Q2 毛利率/归母净利率为 22.22%/11.67%，同比增长 0.67/-0.01PCT，期间费用率合计下降 0.22PCT（其中管理费用率增加 0.45PCT，财务费用率减少 0.94PCT）。资产及信用减值损失占比计提增加 0.24PCT，所得税占比增加 0.46PCT。

**存货及存货周转天数增加。**25H1 存货为 21.95 亿元、同比增长 20.29%，存货周转天数为 188 天、同比增加 24 天；应收账款为 7.44 亿元、同比增长 0.31%，应收账款周转天数为 42 天，同比增加 1 天；应付账款为 2.75 亿元，同比下降 23.88%，应付账款周转天数为 28 天，同比减少 12 天。

### 投资建议

我们分析，（1）公司处于上游环节，贸易战影响主要为间接影响，但下游若处于观望、或需求下降也将有一定影响。（2）从羊毛价格走势来看，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为 1247 澳分/公斤，年初至今澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数上涨 5%，处于底部震荡阶段。（3）子公司新澳越南及新澳银川逐步投产，因此今年存在一定折旧压力（23/24 年固定资产分别新增 5/3 亿）。（4）羊绒产能利用率目前持续改善，但质量和效率仍有提升空间，因此调结构驱动下毛利率仍有提升空间，且子公司英国邓肯通过增资扩股并引进外部投资者 BARRIE，有助于其与高端客户的深度绑定。（5）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、户外、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 25/26/27 年收入预测 50.96/54.75/59.64 亿元；维持 25/26/27 年归母净利预测 4.37/4.95/5.67 亿元，对应 25/26/27 年 EPS 0.60/0.68/0.78 元，2025 年 8 月 22 日收盘价 6.09 元对应 PE 分别为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

毛条利润恢复不及预期风险、羊绒毛利率提升低于预期风险、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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,438	4,841	5,096	5,475	5,964
YoY (%)	12.4%	9.1%	5.3%	7.4%	8.9%
归母净利润(百万元)	404	428	437	495	567
YoY (%)	3.7%	6.0%	2.0%	13.2%	14.6%
毛利率 (%)	18.6%	19.0%	18.3%	18.5%	18.7%
每股收益 (元)	0.56	0.59	0.60	0.68	0.78
ROE	12.7%	12.6%	11.4%	11.4%	11.6%
市盈率	10.88	10.32	10.18	8.99	7.85

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,841	5,096	5,475	5,964	净利润	452	465	526	603
YoY (%)	9.1%	5.3%	7.4%	8.9%	折旧和摊销	184	181	191	201
营业成本	3,922	4,164	4,463	4,850	营运资金变动	-326	282	185	-350
营业税金及附加	32	33	33	33	经营活动现金流	370	979	945	493
销售费用	101	106	114	125	资本开支	-737	-234	-118	-110
管理费用	154	140	151	153	投资	0	0	0	0
财务费用	29	38	24	13	投资活动现金流	-677	-234	-118	-110
研发费用	111	117	122	130		0	0	0	0
资产减值损失	-11	0	0	0	股权募资	144	-167	-321	0
投资收益	3	0	0	0	债务募资	-148	-219	-365	-39
营业利润	519	533	604	696	筹资活动现金流	-473	526	462	343
营业外收支	-3	1	1	1	现金净流量	452	465	526	603
利润总额	516	534	605	697	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	64	69	79	94	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	452	465	526	603	营业收入增长率	9.1%	5.3%	7.4%	8.9%
归属于母公司净利润	428	437	495	567	净利润增长率	6.0%	2.0%	13.2%	14.6%
YoY (%)	6.0%	2.0%	13.2%	14.6%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.59	0.60	0.68	0.78	毛利率	19.0%	18.3%	18.5%	18.7%
					净利率率	9.3%	9.1%	9.6%	10.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	7.5%	7.1%	7.7%	8.0%
货币资金	532	1,058	1,520	1,863	净资产收益率 ROE	12.6%	11.4%	11.4%	11.6%
预付款项	8	12	13	15	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,990	1,711	1,590	1,435	流动比率	2.13	2.40	3.19	3.57
其他流动资产	573	738	742	1,333	速动比率	0.76	1.23	1.87	2.46
流动资产合计	3,103	3,520	3,865	4,645	现金比率	0.36	0.72	1.25	1.43
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	37.6%	34.8%	29.4%	27.8%
固定资产	1,929	1,954	1,969	1,974	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	180	174	168	162	总资产周转率	0.85	0.83	0.85	0.84
非流动资产合计	2,587	2,641	2,569	2,479	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,689	6,161	6,434	7,124	每股收益	0.59	0.60	0.68	0.78
短期借款	488	321	0	0	每股净资产	4.66	5.26	5.93	6.71
应付账款及票据	454	545	584	635	每股经营现金流	0.51	1.34	1.29	0.67
其他流动负债	517	599	628	664	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,459	1,465	1,212	1,300	<b>估值分析</b>				
长期借款	656	656	656	656	PE	10.32	10.18	8.99	7.85
其他长期负债	23	23	23	23	PB	1.50	1.10	0.97	0.86
非流动负债合计	679	679	679	679					
负债合计	2,138	2,144	1,891	1,979					
股本	730	730	730	730					
少数股东权益	148	176	207	243					
股东权益合计	3,551	4,016	4,542	5,146					
负债和股东权益合计	5,689	6,161	6,434	7,124					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 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。