

新澳股份 (603889)

弱β强α的低估值毛纺龙头，份额提升成长可期 买入 (首次)

2023年07月31日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,950	4,616	5,427	6,331
同比	15%	17%	18%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	390	464	554	658
同比	31%	19%	20%	19%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.54	0.65	0.77	0.92
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.44	12.98	10.86	9.15

关键词: #产能扩张 #第二曲线 #市占率上升 #比同类公司便宜

投资要点

- 三十年毛纺龙头，拓展羊绒业务。**公司深耕毛纺行业30年，主营毛精纺纱线及羊毛毛条，19-20年先后设立宁夏新澳羊绒及收购英国邓肯、拓展羊绒纱线业务，22年毛精纺纱线/羊毛毛条/羊绒纱线收入占比57%/15%/27%、分别拥有1.5万吨/1.2万吨/3030吨产能。以国内市场为主，22年国内/海外收入占比66%/34%，客户较为分散，穿透至终端海外客户占比55%-60%。公司历史业绩表现稳健，21年管理层换新，在宽带战略和以产促销新战略带动下，羊毛+羊绒业务实现双轮驱动、21年以来业绩增长提速。
- 弱β：毛纺行业整体规模呈现收缩，新澳为细分领域龙头。**1)羊毛：国内羊毛60%多依赖进口、主要来自羊毛第一大产国澳大利亚。受供需两方面影响，近20年全球羊毛产量和消费量均呈下滑趋势，带动新澳所处毛精纺纱线细分领域16-20年国内产量亦从41.2万吨下降至18.5万吨。毛精纺纱格局分散，新澳销量规模为国内第一（市占率12.46%）、全球第二（市占率3.99%，第一为德国南方毛业）。2)羊绒：有“软黄金”之称，产量较少，中国为第一生产大国、约占全球60%。全球山羊绒经过40年扩产、近5年增长乏力，17年以来中国羊绒产量亦下滑。由于资金+原材料+工艺壁垒，羊绒纺纱格局较集中，产能口径国内前三大龙头（康赛妮、宁夏新澳、M.oro）2022年市占率合计达70%以上、占全球近50%，其中宁夏新澳粗梳羊绒纱线销量全国第二（市占率11.47%）、全球第三（市占率4.65%）。
- 强α：羊毛以产促销拓市场，羊绒释放产能增盈利。**1)羊毛：在以产促销战略下，①供给端：积极进行国内+越南扩产建设，其中国内浙江桐乡正在推进6万锭精纺纱项目二期（3万锭）、海外越南正在推进5万锭项目一期（2.2万锭），规划中产能全部投产后（预计2025年后）公司毛精纺纱线产能将从现有的13万锭增至21万锭、增幅62%。②需求端：在宽带战略下拓宽产品和客户类型，全面参与市场竞争，依托竞争优势向上、向下抢占市场份额，力争实现销量同步提升。2)羊绒：①宁夏新澳：目前产能利用率仅60%，依托原有毛纺纱客户资源+羊绒原产地+灵活服务优势，我们预计未来5年内有望实现已有产能的完全释放，产能利用率的爬坡将驱动量利双升，预计满产后营收/净利润较22年提升空间分别为130%/270%。②英国邓肯：在奢侈品领域具影响力，有望与宁夏羊绒形成协同、改善盈利。
- 盈利预测与投资评级：**公司为国内毛精纺纱生产龙头，虽然所处赛道为小众细分领域、成长性有限，但行业格局相对清晰，公司羊毛和羊绒业务分别位于全球第二、第三地位。在公司自身战略变革下，羊毛业务以产促销、羊绒业务产能释放，同时在品牌重塑、产品多元化、客户拓展等方面积极进取，业绩有望保持持续稳健增长、市场份额有望进一步提升。上游原材料价格波动对公司毛利率影响较大，目前羊毛价格处相对低位、羊绒价格近年波动较小，在二者均不出现大幅下滑前提下，我们预计23-25年公司归母净利润分别为4.64/5.54/6.58亿元、分别同比+18.9%/+19.5%/+18.7%、对应PE为13/11/9X。我们认为公司α逻辑清晰，应在传统周期性纺织企业估值基础上给予溢价，当前估值偏低，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场需求波动、原材料价格大幅波动、产能扩张不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.40
一年最低/最高价	5.74/9.59
市净率(倍)	1.41
流通A股市值(百万元)	6,018.14
总市值(百万元)	6,018.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.96
资产负债率(% ,LF)	34.26
总股本(百万股)	716.44
流通A股(百万股)	716.44

相关研究

内容目录

1. 公司概况：三十年毛纺龙头，拓展羊绒业务	5
1.1. 基本情况：深耕毛纺行业 30 年，业务全球布局	5
1.2. 股权结构：股权结构稳定，管理层接棒履新	8
1.3. 业绩纵览：羊毛业务稳健增长，羊绒提供增量	9
2. 弱 β：毛纺行业整体呈现萎缩，新澳为细分领域龙头	12
2.1. 毛纺概述：羊毛纤维在纺织原料中占比小、价格高	12
2.2. 羊毛行业：整体规模收缩，新澳为全球毛精纺纱龙头	13
2.2.1 羊毛：全球产量及消费量呈下行趋势，中国主要从澳大利亚进口	13
2.2.2 毛精纺纱：为毛纺主流工艺，国内产量呈下降趋势	15
2.2.3 毛精纺纱格局：较为分散，新澳产销规模国内第一、全球第二	15
2.3. 羊绒行业：较羊毛更稀少&昂贵，新澳为全球羊绒纱线龙头	17
2.3.1. 羊绒：产量较羊毛稀少，中国为全球最大羊绒生产地	17
2.3.2. 羊绒纺纱：资金壁垒、工艺壁垒高于羊毛纺纱	18
2.3.3. 羊绒纱格局：集中度高于羊毛，新澳产销规模为国内第二、全球第三	19
3. 强 α：羊毛以产促销拓市场，羊绒释放产能增盈利	21
3.1. 羊毛：供需同步配合，抢占市场份额	21
3.1.1. 量—供给端：解决产能瓶颈，推进毛纺纱线国内外扩产	22
3.1.2. 量—需求端：拓宽客户、产品类型，全面参与市场竞争	23
3.1.3. 价—羊毛价格：呈周期性波动，当前位于近 10 年偏低水平，有望企稳回升	26
3.2. 羊绒：宁夏新澳产能释放，有望迎来量利双升	27
3.2.1. 宁夏新澳：产能利用率持续提升，业绩提升空间较大	27
3.2.2. 英国邓肯：定位高端，未来盈利有望改善	31
4. 盈利预测与估值	31
4.1. 盈利预测	31
4.2. 估值	33
5. 风险提示	33

图表目录

图 1:	2022 年分产品收入占比	1
图 2:	2022 年分区域收入占比	1
图 3:	公司为众多国内外知名服装品牌客户的纱线指定供应商	1
图 4:	公司历史发展复盘	1
图 5:	公司股权结构 (截至 2023/4/30)	1
图 6:	2011-2023Q1 营收及增速	1
图 7:	2011-2023Q1 归母净利润及增速	1
图 8:	2015-2022 年公司分产品收入及增速	10
图 9:	2015-2022 年公司收入按产品划分比例	10
图 10:	2015-2022 年公司分地区收入及增速	10
图 11:	2015-2022 年公司收入按地区划分比例	10
图 12:	公司毛利率与羊毛价格整体呈正相关关系	1
图 13:	分产品毛利率走势	1
图 14:	期间费用率整体稳定, 22 年以来盈利水平回升	1
图 15:	全球不同纤维产量	1
图 16:	羊毛和丝纤维占总体纤维比重不足 2%	1
图 17:	2023 年 7 月不同纺织纤维单吨价格对比	1
图 18:	毛纺织产业链	1
图 19:	1995-2020 年全球洗净羊毛产量整体下降	1
图 20:	1990-2017 年全球洗净羊毛消费量整体下降	1
图 21:	全球洗净羊毛按生产量分布情况 (2021E)	1
图 22:	中国羊毛进口依赖度较高 (万吨)	1
图 23:	中国羊毛进口来源地进口量分布 (2021 年)	1
图 24:	2016-2020 年中国毛精纺纱线产量呈下降趋势	1
图 25:	国内毛纺上市公司收入结构对比 (2022 年)	1
图 26:	2017 年以来全球山羊绒产量增长乏力	1
图 27:	全球山羊绒按生产量分布情况 (2020 年)	1
图 28:	2017 年以来中国山羊绒产量呈下滑趋势	1
图 29:	2015-2022 年公司毛精纺纱线收入情况	2
图 30:	2015-2022 年公司毛精纺纱线产量、均价情况	2
图 31:	毛精纺纱产能、产能利用率情况	2
图 32:	各类产品产销率 (销售量/生产量比例)	2
图 33:	公司实施宽带发展战略	2
图 34:	公司旗下纱线产品丰富	2
图 35:	德国南毛营收及 YOY	2
图 36:	德国南毛集团 OTW 技术展示	2
图 37:	新澳毛精纺是&德国南毛 (估算) &32 支全澳毛无结纱市场价格对比	2
图 38:	公司毛精纺纱线单吨售价走势与原材料澳毛价格高度一致	2
图 39:	1995 年以来全球羊毛价格走势	2
图 40:	ABARES 预测羊毛价格指数	2
图 41:	2020-2022 年公司羊绒纱线收入情况	2

图 42:	2020-2022 年公司羊绒纱线销量、均价情况	2
图 43:	中银绒业历史营收&YOY 表现	2
图 44:	中银绒业历史净利润表现 (百万元)	2
图 45:	中银绒业历史产量&均价情况	2
图 46:	中银绒业历史毛利率水平	2
图 47:	山羊绒现货价格自 2019 年以来较为稳定、波动较小, 无毛线价格与之走势一致	2
图 48:	2020-2022 年宁夏新澳羊绒收入快速提升	2
图 49:	2020-2022 年宁夏新澳羊绒净利及净利率	2
图 50:	2023 年 6 月 FEEL the X Attitude 品牌发布会	3
图 51:	2023 年 6 月 FEEL the X Attitude 品牌发布会	3
图 52:	2019-2022 年英国邓肯业绩表现	3
表 1:	公司旗下产品及产能情况 (2022 年)	
表 2:	新澳股份子公司分工情况	
表 3:	毛纺按工艺分类分为精纺、半精纺、粗纺	1
表 4:	全球毛纺产业链公司情况	1
表 5:	全球毛纺产业链主要公司所处环节及产能 (2022 年)	1
表 6:	羊毛和羊绒纺纱原材料、价格、性能对比 (附显微镜下的羊毛&羊绒纤维示意图)	1
表 7:	全球主要羊绒纺织产业链龙头公司	2
表 8:	全球羊绒产业链公司产能分布情况 (2022 年)	2
表 9:	公司扩产计划及投产进度	2
表 10:	新澳股份 vs 德国南毛 vs 尾部市场优劣势对比	2
表 11:	新澳通过技术开发的差异化纱线产品	2
表 12:	公司运动纱线产品应用领域覆盖内衣层、中外层以及鞋面	2
表 13:	中国山羊绒前 9 大省份/自治区山羊绒产量及特征情况	3
表 14:	2023-2025 年公司收入及盈利预测	3
表 15:	可比公司估值水平	3

全球羊毛供需长年以来呈萎缩下行趋势、羊绒供需近年来增长乏力，毛纺行业长期成长性有限。但我们认为新澳股份作为国内毛精纺纱线龙头，在公司自身发展战略积极变化下，有望获得持续稳健的业绩增长。具体而言：

羊毛业务方面，2021 年管理层换届后，将经营策略从以销定产改革为以产促销（即加强把握市场趋势，科学安排生产、更好适应市场需求），供给端积极推进国内+越南扩产，目前规划产能全部投产后（预计在 2025 年以后）毛精纺纱线产能将从现有的 13 万锭增至 21 万锭、增幅 62%；需求端在宽带战略下积极拓展客户和产品类型、全面参与市场竞争，我们认为公司通过向上、向下抢占市场份额，需求端有望消化上述产能扩张。

羊绒业务方面，公司 19-20 年先后设立宁夏新澳羊绒及收购英国邓肯、切入羊绒纱线赛道。其中：1) 宁夏新澳目前产能利用率仅 60%，依托原有毛纺客户资源+羊绒原产地+灵活服务优势，我们预计未来 5 年内有望实现已有产能的完全释放，产能利用率的爬坡将驱动量利双升，预计满产后营收/净利润较 22 年提升空间分别为 130%/270%。2) 英国邓肯历史悠久、其产品体系和色彩在奢侈品领域具有影响力，有望与宁夏羊绒形成协同，未来盈利能力有望改善。

综合两大业务未来供需格局的判断，结合羊毛/羊绒价格不出现大幅波动的假设，我们预计 22-25 年公司总体营收/净利分别有望从 39.5/3.9 亿元增至 63.3/6.6 亿元（CAGR17%/19%）。虽然公司处产业链上游、存在一定周期波动，但在积极战略变革下业绩增长确定性得到加强，23-25 年市场一致预测 PE 为 13/11/9X，估值水平有望提升。

1. 公司概况：三十年毛纺龙头，拓展羊绒业务

1.1. 基本情况：深耕毛纺行业 30 年，业务全球布局

羊毛纺纱龙头拓展羊绒业务。公司起源于 1991 年，覆盖羊毛贸易、加工、毛条制条、改性处理、纺纱、染色后整理等毛纺精加工产业链环节，主营产品为毛精纺纱线及羊毛毛条，19-20 年先后设立宁夏新澳羊绒及收购英国邓肯、拓展羊绒纱线业务。公司为国家工信部认定的制造业“精梳羊毛纱单项冠军示范企业”，2022 年毛纺协会认定新澳精梳羊毛纱销量市占率为全国第一（国内市占率 12.46%）、全球第二（全球市占率 3.99%），宁夏新澳粗梳羊绒纱线销量市占率全国第二（国内市占率 11.47%）、全球第三（全球市占率 4.65%）。

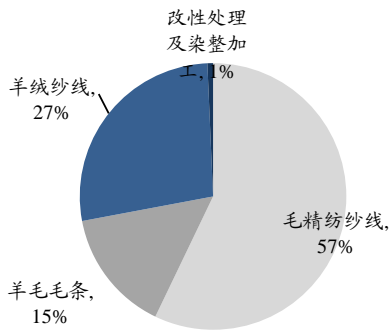
表1: 公司旗下产品及产能情况（2022 年）

产品示意图	羊毛		羊绒		
	毛条	纺纱	染整	粗纺羊绒	精纺羊绒
01	02	03	04	05	
年产能	制条 12,000 吨，化学处理 16,000 吨	毛精纺纱线 15,000 吨（折 48 支计算）	含绞纱染色、筒染、毛条染色，合计 15,000 吨	宁夏新澳 2,500 吨；英国邓肯 270 吨	宁夏新澳 260 吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

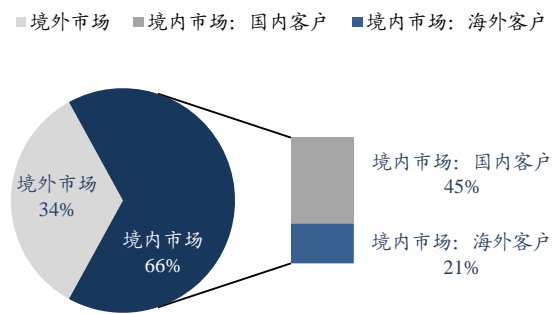
以毛精纺纱线产品、国内市场销售为主。1) 从产品角度, 公司主要产品有毛精纺纱、羊毛毛条, 以及 2020 年新开拓、2021-2022 年迅速放量的羊绒纱线, 2022 年毛精纺纱线/羊毛毛条/羊绒纱线收入占比分别为 57%/15%/27%。2) 从区域角度, 公司直接销售市场以国内为主, 2022 年国内/海外收入占比分别为 66%/34%。穿透至终端客户海外占比高于该水平, 我们估计海外品牌贡献收入占比大约为 55%-60%。

图1: 2022 年分产品收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 2022 年分区域收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

海外设立原料采购与销售环节, 形成全球产业布局。公司在浙江基地、宁夏基地以及英国苏格兰设有 6 家生产型企业; 在中国香港、上海、深圳、浙江以及澳大利亚等设有多家贸易型公司; 在意大利设有欧洲技术开发销售中心; 并在美国、英国、法国、德国、日韩、北欧等市场设有办事处及营销团队, 营销渠道覆盖国内大多省份和境外二十多个国家和地区。通过在海外设立原材料采购与销售环节, 形成全球产业布局, 充分利用地区优势, 在原材料采购、研发生产销售等方面建立竞争力。

表2: 新澳股份子公司分工情况

业务领域	公司/子公司名称	地区	主要负责环节
羊毛	新澳股份	中国浙江	采购毛条、生产纱线并对外销售
	新中和	中国浙江	采购澳大利亚、新西兰等地的优质羊毛, 生产毛条销给新澳股份, 其余对外销售
	厚源股份	中国浙江	提供染整加工服务
	钛源纺织品	中国浙江	贸易、经销
	上海竞恒	中国上海	贸易、经销
	新澳香港	中国香港	2016 年成立于中国香港, 主要从事海外贸易投资业务
	新澳欧洲研发中心	意大利	2018 年成立于意大利, 主要实施募投项目“欧洲技术、开发和销售中心项目”。国际前沿产品技术研发及流行趋势研判。
	新澳越南公司(筹建中)	越南西宁	羊毛纺纱
	钛源国际	澳大利亚	2012 年成立于澳大利亚, 主要开展羊毛拍卖收购业务
羊绒	新澳羊绒	中国宁夏	采购内蒙古、宁夏、陕北等优质产区原料, 生产销售羊绒纱线, 提供羊绒加工服务
	宁夏羊绒深圳分公司	中国深圳	贸易、经销
	鸿德羊绒	中国浙江	贸易、经销
	英国邓肯	英国	生产销售羊绒纱线
其他	飞迅特纤	中国浙江	特种功能性纤维梳条

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

客户较为分散，公司跨过中间环节成为众多知名服装品牌指定纱线供应商。公司纱线产品销售客户分散度较高，主要客户分为品牌服装商和贴牌服装生产商两大类，共有 5000 多家客户、500 多个服装品牌。由于公司纱线主要应用于中高端品牌的针织服装，得益于深耕行业多年树立的良好口碑及出色的开发设计能力，公司跨过中间面料和成衣生产环节，与众多知名服装品牌形成紧密合作、成为其指定纱线供应商，我们估计公司直接对接时装品牌的订单比例在 70% 左右。

图3：公司为众多国内外知名服装品牌客户的纱线指定供应商



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

根据产业链布局及扩产节奏，公司 30 年发展历程可以分为以下四个阶段：

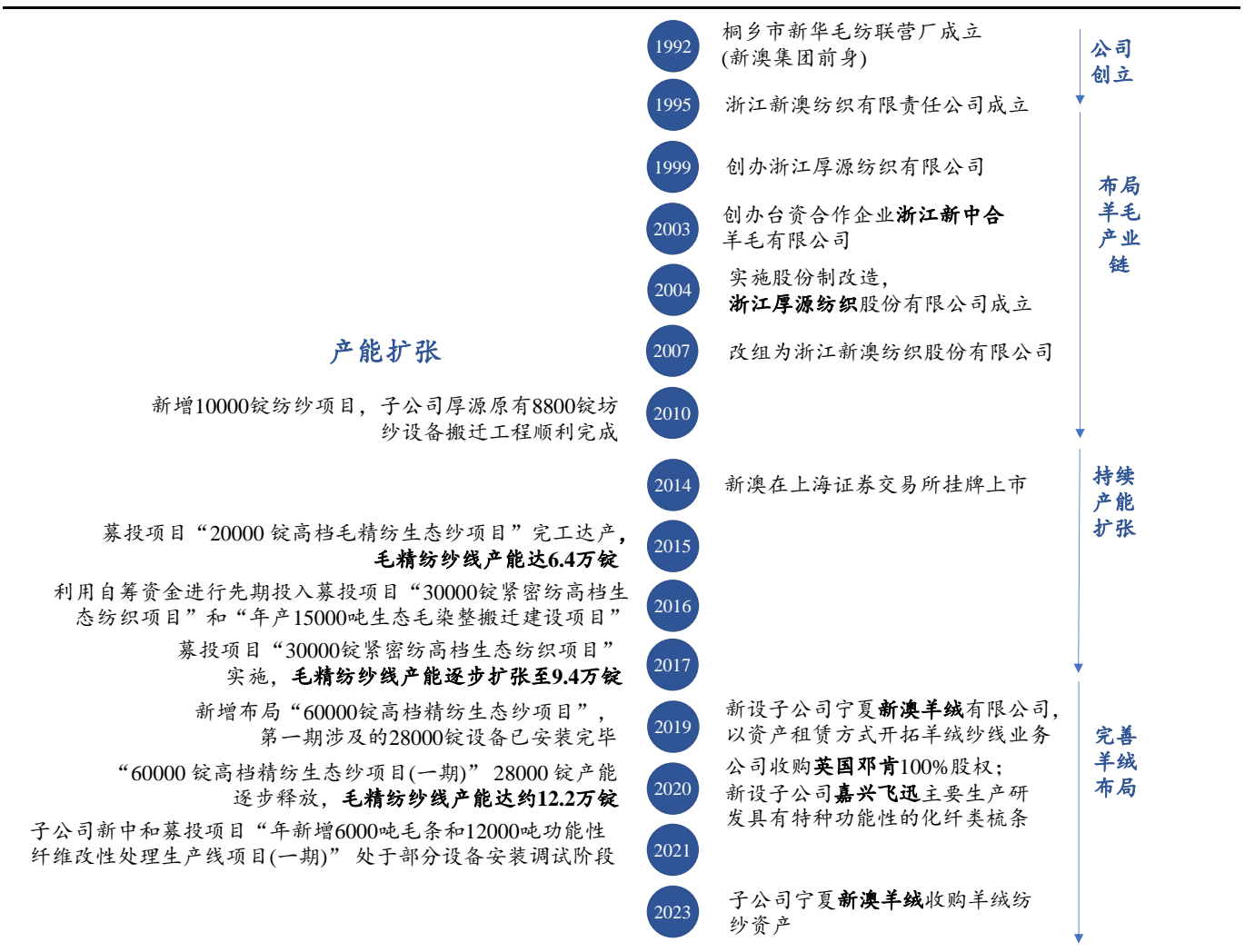
1992-2000 年：主业纺纱发展及公司改制调整架构。1991 年公司前身桐乡市新华毛纺联营厂成立，主要从事羊毛纺纱业务。1995 年改制为新澳有限，1998-2000 年新澳有限的资产界定及股权结构调整逐步完成。

2000-2013 年：上下游延伸，完善产业链布局。2000 年设立厚源纺织，进行毛条染整及纱线染整、完善纱线产品的后道精加工工序。2003 年与台湾中和羊毛工业股份有限公司合作创立合资合作企业浙江新中合羊毛有限公司，主营羊毛改性处理和毛条生产，完成向毛纺产业链上游的延伸，同年推出纱线产品“Cashfeel”。

2014-2018 年：上市加速产能扩张，成为国内毛精纺纱龙头。2014 年于上交所上市，截止 2014H1 具备年产各类毛条 7000 吨、改性处理 10000 吨、精纺纺纱 6600 吨、染整 8000 吨的产能。2015-2017 年随募投项目“20000 锭高档毛精纺生态纱项目”、“30000 锭紧密纺高档生态纺织项目”产能释放，公司成为国内毛精纺纱生产规模第一龙头。

2019 年至今：提出宽带战略，切入羊绒纱赛道、横向拓宽羊毛纱业务。2020 年公司提出宽带发展战略，一方面切入羊绒赛道，另一方面横向拓宽羊毛纱业务。1) 羊绒方面，公司 19 年设立控股子公司宁夏新澳羊绒(公司出资 70%+员工投资合伙企业出资 30%)、20 年收购英国邓肯 100% 股权，20-22 年宁夏新澳羊绒向宁夏浙澳以资产租赁方式运营其所有的羊绒纺纱资产，23 年 4 月审议通过宁夏新澳羊绒拟以现金 5.95 亿元向宁夏浙澳购买资产包，将羊绒资产纳入上市公司体内。截至 22 年末公司拥有粗纺羊绒年产能 2500 吨(宁夏新澳)+270 吨(英国邓肯)、精纺羊绒 260 吨(宁夏新澳)。2) 羊毛方面，公司 21 年将经营策略从以销定产改革为以产促销(即充分把握市场变化趋势，科学规划生产安排、以更好适应市场需求)，拓展羊毛纱产品和客户类型，全面参与市场竞争。

图4: 公司历史发展复盘



数据来源: 公司公告、招股说明书, 东吴证券研究所

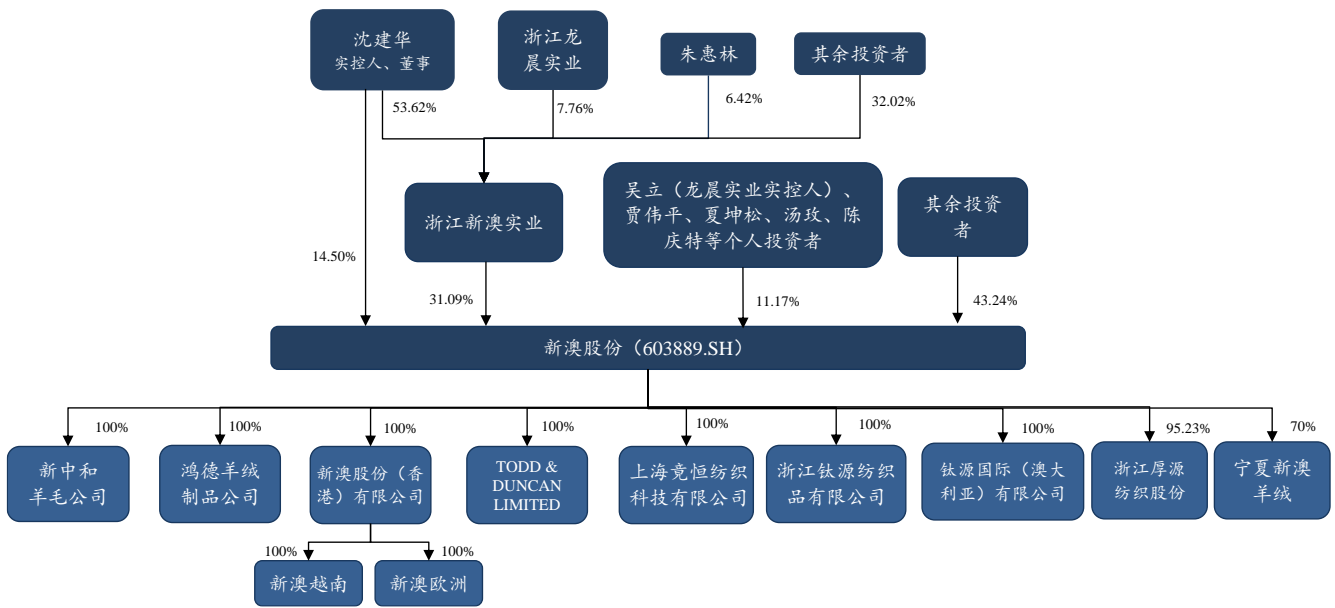
1.2. 股权结构: 股权结构稳定, 管理层接棒履新

实控人从未减持, 公司股权结构稳定。实控人沈建华自公司股份改制后, 始终为公司第一大股东, 目前(截至2023/4/30)直接+间接持有公司31.17%股份, 上市以来未曾减持。其余股东为吴立(新澳实业第二大股东浙江龙晨实业实控人、2017年通过定增进入, 目前直接持股2.94%)、贾伟平(爵派尔服饰公司实控人、2017年通过定增进入, 目前持股1.76%)等个人投资者, 上市以来公司大股东很少发生减持, 股权结构较为稳定。

公司强化激励考核机制, 充分调动管理层、员工积极性。2021年原总经理因年龄等个人原因辞去职位, 公司聘任华新忠为新总经理, 完成第一代管理人员的新老交替。华总在集团内工作多年, 具备丰富行业经验, 强化激励考核机制、充分激发员工积极性。

- 1) 公司层面:** 公司对新澳销售团队、新中和、宁夏新澳试行以ROE为导向的考核机制;
- 2) 销售层面:** 对市场营销人员进行销售业绩考核、与销售负责人签订销售绩效考核责任书;
- 3) 生产层面:** 对生产人员采取岗位计件+考勤的计酬方式, 多劳多得, 调动员工积极性。

图5：公司股权结构（截至 2023/4/30）



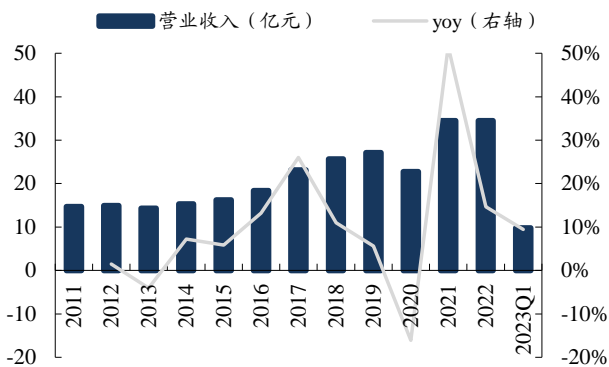
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 业绩纵览：羊毛业务稳健增长，羊绒提供增量

➤ 总体业绩：历史表现稳健，21 年以来增长提速

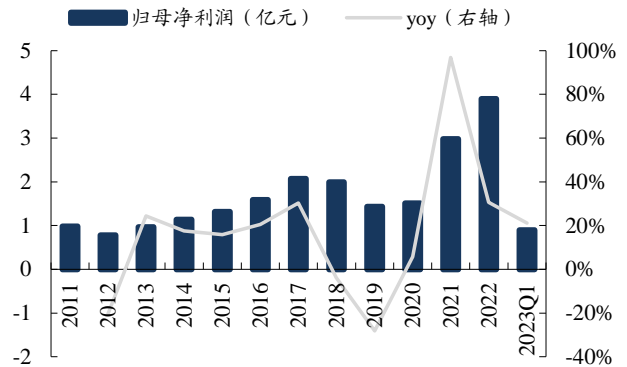
羊毛业务稳健增长，拓展羊绒业务贡献增量。2011-2019 年公司营收/归母净利 CAGR 分别为 8%/4.9%，业务发展保持相对平稳；20 年受疫情冲击收入下滑、净利端则在 19 年低基数（主因羊毛价格回落拖累盈利）及羊绒盈利贡献增量下实现增长；21 年羊毛业务产销双旺、羊绒业务为首个完整年度贡献增量，促业绩大增，营收 34.5 亿元/yoy+51.6%、归母净利润 3.0 亿元/yoy+96.9%；22 年羊毛业务稳健增长、羊绒业务继续放量，业绩进一步较快增长，营收 39.5 亿元/yoy+14.6%、归母净利润 3.9 亿元/yoy+30.7%；23Q1 营收 9.8 亿元/yoy+9.4%、归母净利润 0.9 亿元/yoy+21.2%，在国内外消费相对低迷环境下实现较好增长、表现明显好于纺织制造同行，主因羊毛、羊绒业务均取得较好表现。

图6：2011-2023Q1 营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2011-2023Q1 归母净利润及增速

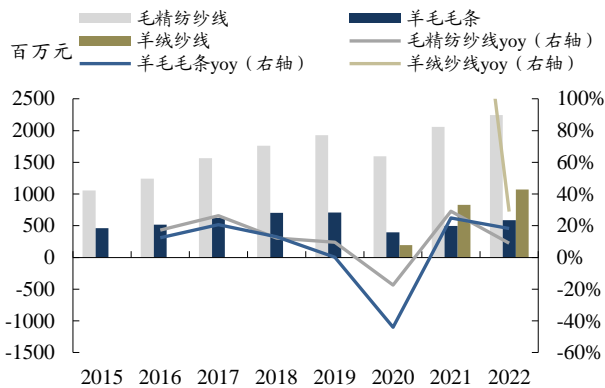


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 收入拆分：羊绒占比快速提升，境内市场收入占比较高

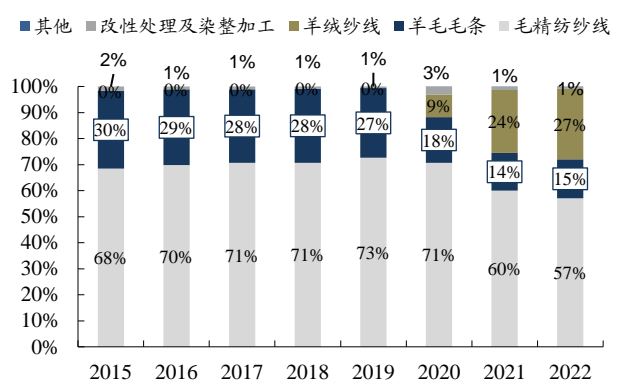
分产品看，毛精纺纱线贡献主要收入，2020年以来羊绒占比快速提升。15-19年公司毛精纺纱线/羊毛毛条收入 CAGR 分别为 16.2%/11.3%、收入占比分别从 69%/30% 变至 73%/27%，毛精纺纱线贡献主要收入、占比小幅提升。20 年起羊绒纱线逐步放量、占比快速提升，20-22 年羊绒纱线收入分别为 2.0/8.3/10.7 亿元、占总营收比重分别为 8.7%/24.2%/27.3%。22 年毛精纺纱线/羊毛毛条/羊绒纱线收入分别同比 +8.9%/+18.3%/+29.0%、占比分别为 57.1%/14.9%/27.3%。

图8：2015-2022 年公司分产品收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

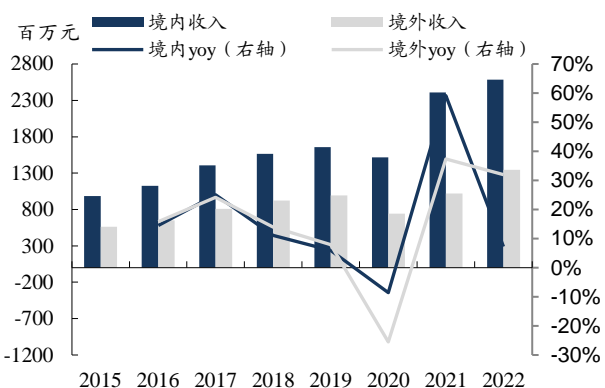
图9：2015-2022 年公司收入按产品划分比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

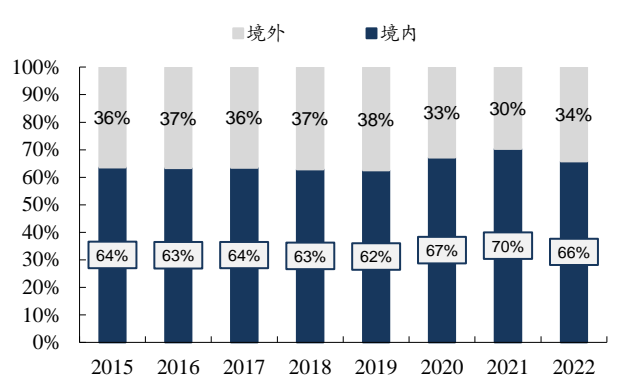
分地区看，2020 年以来境内市场收入占比有所提升，主因羊绒业务目前以国内市场为主。15-19 年公司境内/境外市场收入 CAGR 分别为 13.9%/15.3%、差距较小，收入占比整体保持在 63%/37% 水平上下。2020 年以来疫情环境叠加羊绒业务放量，境内市场收入占比有所提升，22 年境内/境外市场收入占比分别为 66%/34%。穿透至终端品牌客户，我们估计海外品牌贡献收入大致 55%-60%，高于国内品牌。未来公司计划加大羊绒业务海外市场拓展，我们预计境外收入占比有望回升。

图10：2015-2022 年公司分地区收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：2015-2022 年公司收入按地区划分比例



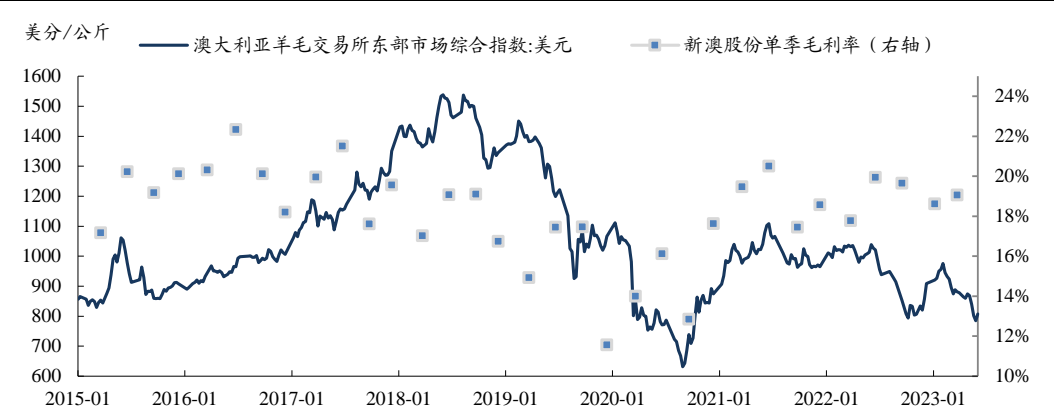
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 毛利率：与原材料澳毛价格整体呈正相关关系，21 年以来恢复至相对高位

整体看，公司毛利率与原材料澳毛价格存在一定正相关关系。15Q1-22Q3（除 20

年以外)公司毛利率总体在 17%-22%之间波动,由于毛纺产品市场价格与原材料库存价格之间存在时滞和价差(如羊毛价格上行时期,产品随行情涨价、库存成本价较低),因此公司毛利率与羊毛价格整体呈正相关关系。15-18H1 羊毛价格持续上行,公司毛利率维持 18%-20%的较高水平,18H2-20Q3 羊毛价格回落、公司毛利率下行至 20Q2 的 11.6% 的低位水平,21-22Q3 随羊毛价格反弹、叠加需求回暖产能利用率回升、人民币汇率贬值等因素,毛利率恢复至 18 年以来的高位水平、23Q1 为 19.26%。

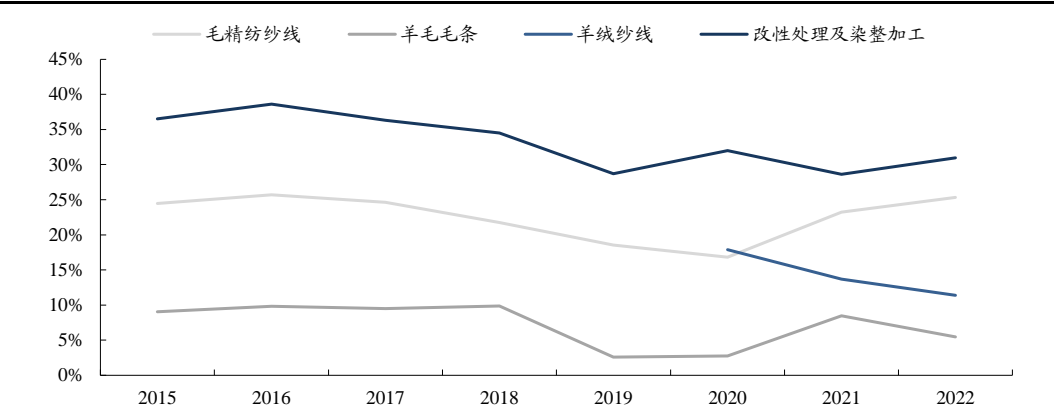
图12: 公司毛利率与羊毛价格整体呈正相关关系



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分产品看,毛精纺纱线、羊毛毛条、改性处理业务毛利率走势较为一致,均与澳毛价格存在一定相关性,22 年毛利率分别为 25.5%/5.5%/31.0%。羊绒纱线毛利率因处市场开拓、产能利用率爬升期,20-22 年呈下降趋势,分别为 17.9%/13.7%/11.4%,未来随产能利用率提升、规模优势下单位原材料采购及储存成本优化,羊绒纱线毛利率存在较大回升空间(参考中银绒业 2008-2014 年未出现亏损的正常运营年份毛利率均值 20.5%)。

图13: 分产品毛利率走势

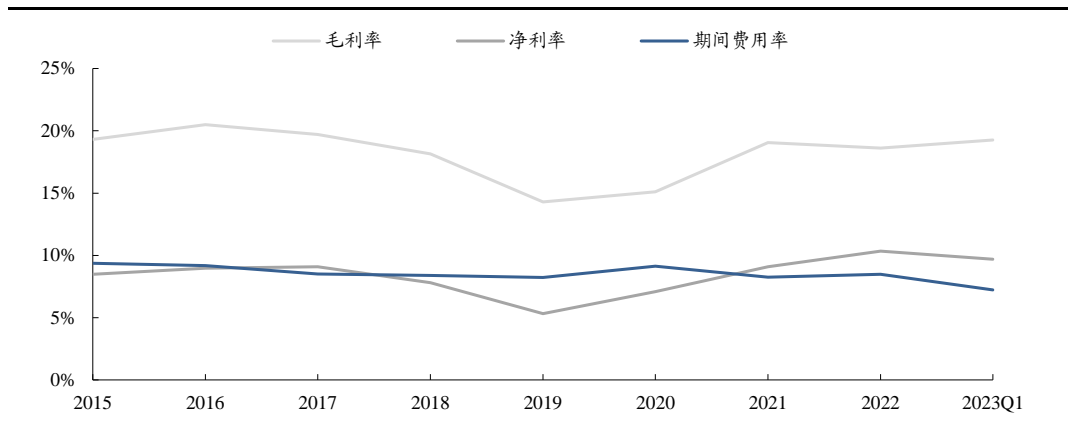


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➤ **净利率: 期间费用率基本稳定, 净利率与毛利率走势一致**

15 年以来公司期间费用率基本保持稳定,仅 21-23Q1 期间在需求回暖+产能利用率回升作用下小幅下降,因此净利率与毛利率走势基本一致。15-18 年净利率在 8%-9% 区间,19 年因毛利率下降、降至低点 5.3%,20-23Q1 在毛利率回升、费用率改善下,净利率从 7.1% 回升至 9.7%。

图14: 期间费用率整体稳定, 22年以来盈利水平回升



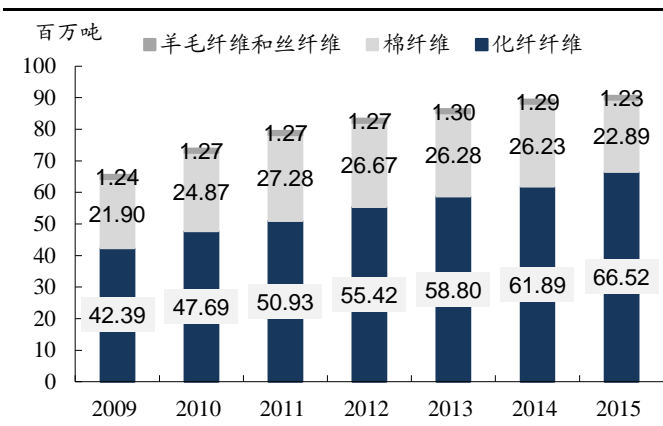
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 弱β: 毛纺行业整体呈现萎缩, 新澳为细分领域龙头

2.1. 毛纺概述: 羊毛纤维在纺织原料中占比小、价格高

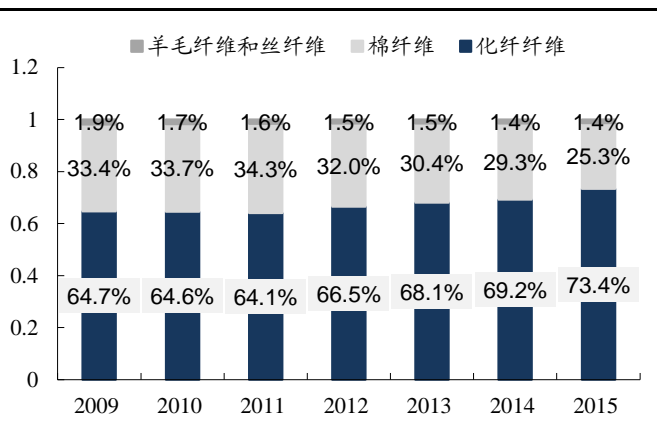
毛纺以动物毛纤维为纺织原材料, 毛纤维在纺织纤维中占比非常低。纺织业的上游原材料分为天然纤维(包括棉、麻、丝、毛)和化纤纤维, 由于天然纤维对自然环境依赖程度较高, 随着20世纪50年代化纤在纺织工业中逐渐广泛应用, 天然纤维占比逐渐减小。据日本化纤协会统计数据, 2015年全球化学纤维/棉纤维/羊毛和丝纤维产量分别为6652/2289/123万吨, 占比分别为73.4%/25.3%/1.4%。从趋势上看, 2009-2015年羊毛和丝纤维占比从1.9%降至1.4%, 呈下降趋势。

图15: 全球不同纤维产量



数据来源: 日本化纤协会, 东吴证券研究所

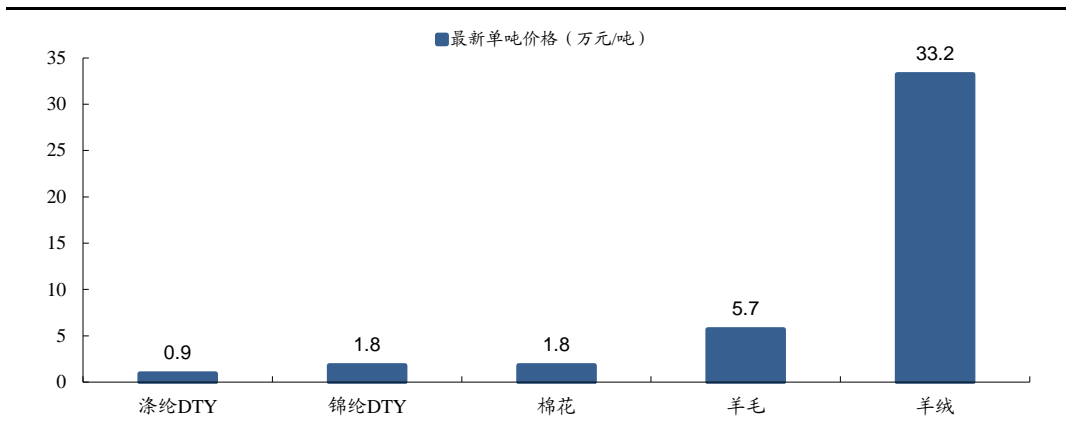
图16: 羊毛和丝纤维占总体纤维比重不足2%



数据来源: 日本化纤协会, 东吴证券研究所

羊毛、羊绒价格高昂, 更多应用在高档服装面料市场。从价格角度看, 由于化纤实现工业量产, 价格比天然纤维形成较大优势, 2023年7月涤纶DTY/锦纶DTY/棉花/羊毛/羊绒价格分别为1.5/1.8/1.8/5.7/33.2万元/吨, 羊毛和羊绒价格明显较高。从性能角度看, 羊毛/羊绒在热湿舒适性、手感、光泽和外观等方面较化纤更具优势, 因此更多应用于高档服装面料市场。

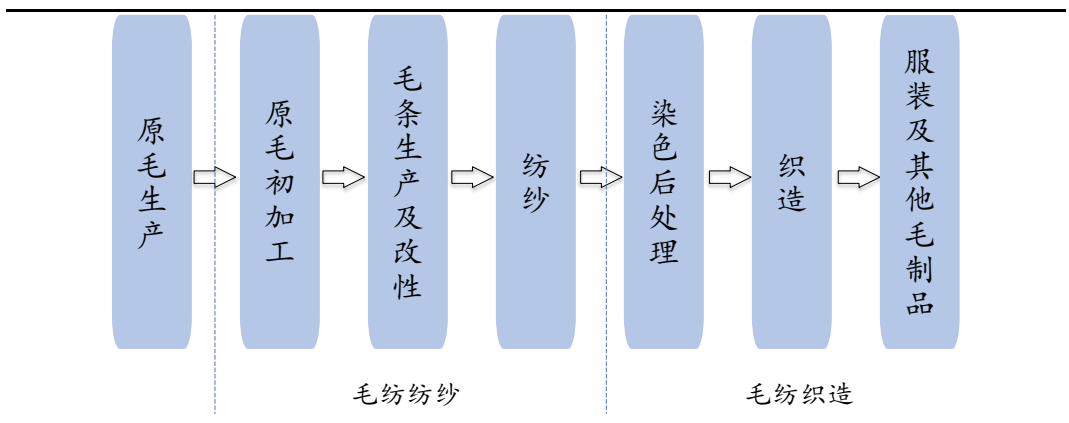
图17: 2023年7月不同纺织纤维单吨价格对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

毛纺织产业链包括原毛生产、毛纺纺纱、毛纺织造三大主要环节。1) 原毛生产: 毛纺产业链上游原材料为毛纤维, 以羊毛为主, 也包括山羊绒、兔毛等动物毛, 全球主要的羊毛产地为澳大利亚、中国、新西兰等国, 主要的羊绒产地为中国、蒙古国。2) 纺纱: 产业链中游, 将羊毛或羊绒加工为毛条或纱线, 按工艺分类可进一步分为精纺、半精纺、粗纺三类。3) 织造: 产业链下游, 主要包括染色后处理、织布、成衣织造等环节。新澳股份主要从事精纺纱线细分领域, 并于近年拓展了羊绒纺纱业务。

图18: 毛纺织产业链



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 羊毛行业: 整体规模收缩, 新澳为全球毛精纺纱龙头

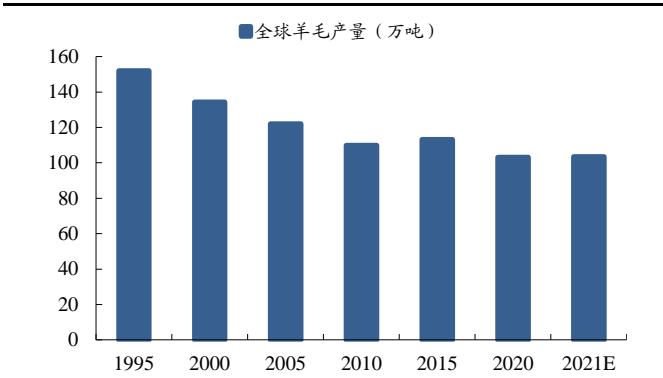
2.2.1 羊毛: 全球产量及消费量呈下行趋势, 中国主要从澳大利亚进口

近 20 年全球羊毛产量和消费量呈下滑趋势。1995-2020 年全球洗净羊毛产量从 152 万吨降至 103 万吨, 1990-2010 年全球洗净羊毛消费量从 199 万吨降至 108 万吨, 2017 年小幅回升至 127 万吨, 全球羊毛供需整体呈萎缩趋势, 供需格局偏紧。

羊毛市场萎缩主要受到供需两方面影响。①精纺主要应用领域商务正装使用场景缩小、需求下降; ②羊毛与羊肉比价下降, 养殖户饲养毛用绵羊的积极性减弱, 转向养殖肉羊或者肉毛兼用型绵羊; ③澳大利亚、新西兰两个羊毛主产国经常遭遇干旱气候以及

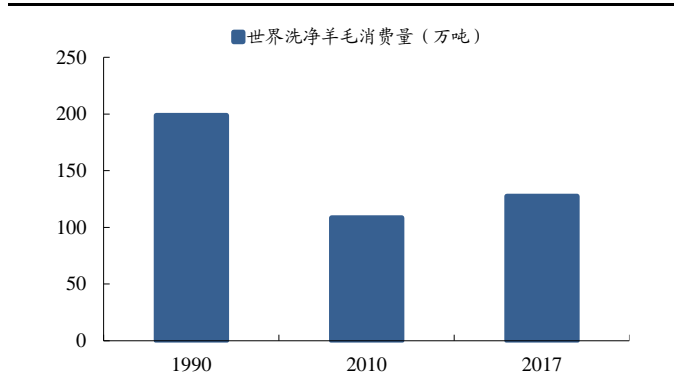
“口蹄疫”等传染性疫情加剧毛用羊养殖的退出；④替代纤维价格较低，纺织工业提升化纤、棉花使用比例，造成羊毛需求下降。

图19: 1995-2020 年全球洗净羊毛产量整体下降



数据来源: IWTO, 东吴证券研究所

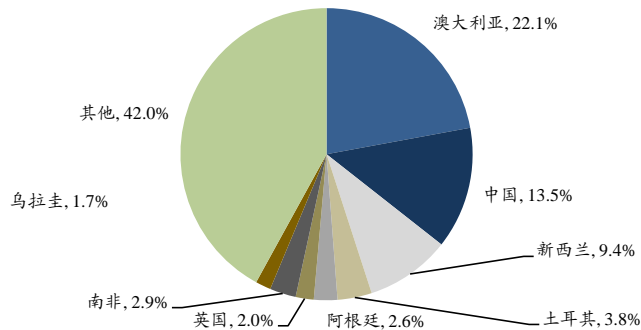
图20: 1990-2017 年全球洗净羊毛消费量整体下降



数据来源: IWTO, 东吴证券研究所

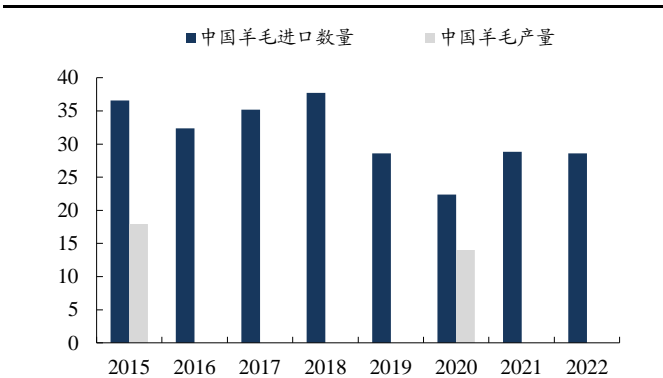
国内羊毛进口依赖度较高，澳大利亚为第一大进口来源国。全球羊毛原产地主要集中在澳大利亚、中国、新西兰、土耳其、阿根廷等国，据 IWTO，2021 年全球洗净羊毛产量 103 万吨，其中澳大利亚产量占全球的 22.1%、排名第一。中国是全球最大的羊毛消费国，国内羊毛供给不能完全满足加工需求，因此羊毛进口依赖度较高，2020 年中国羊毛进口量占国内总羊毛供给量的 62%。其中澳大利亚为中国羊毛进口第一大来源国，2021 年中国从澳大利亚进口羊毛量占整体的 82%。

图21: 全球洗净羊毛按生产量分布情况 (2021E)



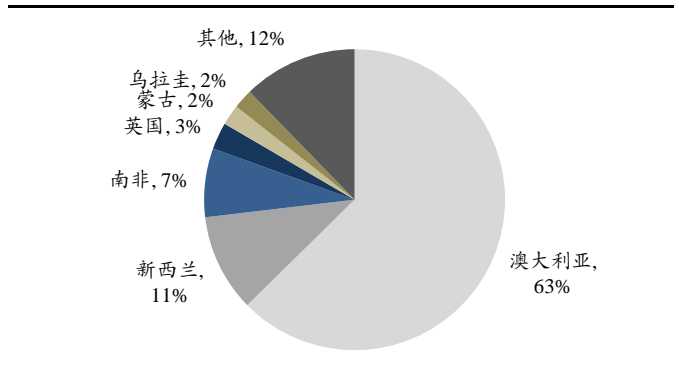
数据来源: IWTO, 东吴证券研究所

图22: 中国羊毛进口依赖度较高 (万吨)



数据来源: IWTO, Wind, 东吴证券研究所

图23: 中国羊毛进口来源地进口量分布 (2021 年)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2.2 毛精纺纱：为毛纺主流工艺，国内产量呈下降趋势

毛精纺纱为毛纺主流工艺。毛纺按工艺分类分为精纺、半精纺、粗纺，其中精纺与半精纺&粗纺相比工艺流程较长，具有表面光洁、富有弹性、强力好、产品附加值较高的特点，因其盈利能力、产品定位具有竞争力，成为毛纺主流产品。毛精纺纱线包括纯羊毛纱线、高档天然纤维混纺纱（羊毛、蚕丝、羊绒等）以及化学纤维混纺纱，主要用于针织服装织造，包括羊毛衫、羊绒衫、羊毛内衣、羊毛T恤、毛袜及其他针织品等。新澳股份主要从事该环节生产及销售。

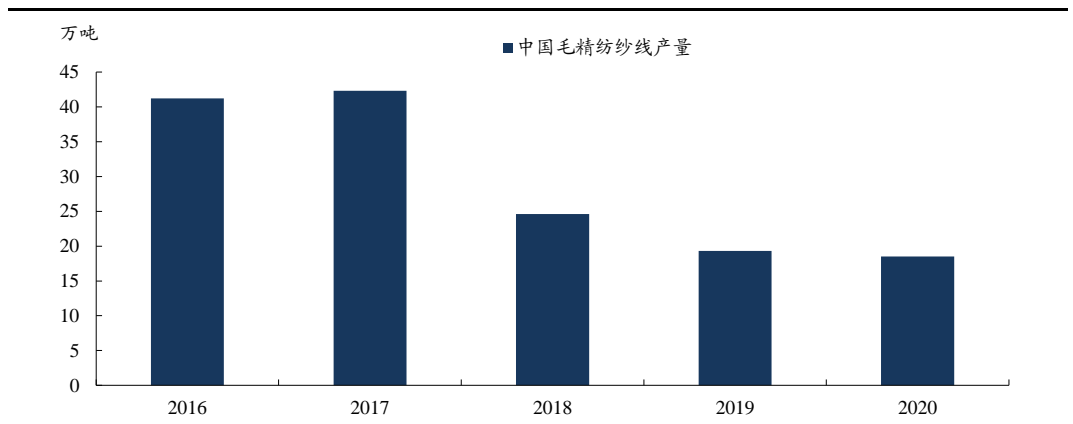
表3: 毛纺按工艺分类分为精纺、半精纺、粗纺

毛纺工艺分类	工艺	特点
精纺	通过精梳工艺去除短纤维的纺纱工艺	工艺流程长，织物表面光洁、富有弹性、强力好，产品附加值较高。
半精纺	结合棉纺与毛纺技术	流程较短、成本较低，但纱线质量比精梳纱略差。比精毛纺蓬松、柔软，比粗毛纺纱支细、表现光洁。
粗纺	原毛加工处理、制条、纺纱	流程短、成本低，毛纱蓬松厚实、易起球变形。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内毛纺纱线产量呈下降趋势。伴随羊毛供需下滑，近年来国内羊毛纺纱产量亦呈下降趋势，16-20年国内毛精纺纱产量从41.2万吨下降至18.5万吨（新澳股份22年毛精纺纱线产量1.45万吨、规模为全国第一）。

图24: 2016-2020年中国毛精纺纱线产量呈下降趋势



数据来源：华经产业研究，东吴证券研究所

2.2.3 毛精纺纱格局：较为分散，新澳产销规模国内第一、全球第二

毛精纺纱细分行业竞争充分、市场层次分明。全球市场中，欧洲毛纺企业具有多年历史积累，在纺纱工艺、装备水平、设计理念等方面具有优势，由于全球顶尖品牌基本位于欧洲、以及产能全球化转移趋势下中低端产能外迁，因此意大利等国的毛精纺纱线主要在高端市场占据话语权。中国作为全球毛纺产能转移的主要承接地，毛精纺纱线具有规模和价格优势，为全球最大的毛纺生产国，主要占据中低端市场。国内毛精纺纱行业参与企业众多，竞争较为充分。

新澳股份为毛精纺纱细分领域龙头，产销量全球第二、国内第一。随纺纱工艺精进，部分国内纺纱龙头也开始向高端市场渗透，如新澳股份。目前新澳股份毛精纺纱线产销


规模居国内第一、全球第二。全球来看，毛精纺纱线中高端市场形成规模的竞争对手较少，主要为德国南方毛业、泰国公司 Indorama、意大利 Zegna Baruffa Lane Borgosesia，国内其他毛纺织行业上市公司如江苏阳光、南山智尚、如意集团等多位于产业链其他环节、与公司不构成直接竞争。

表4: 全球毛纺产业链公司情况

行业	公司名称	成立年份	国家	公司简介
全球毛精纺纱线龙头	Suedwollegroup (德国南方毛业)	1966	德国	<ul style="list-style-type: none"> 全球毛纺龙头，1994年在中国设立中德合资企业张家港扬子纺纱有限公司。 毛精纺纱线产能情况:截至2022年拥有约2.6万吨纱线产能，其中中国张家港扬子纺纱约有1.7万吨年产能(相当于约16万锭)。
	新澳股份 (603889.SH)	1992	中国浙江	<ul style="list-style-type: none"> 主营毛精纺纱线及中间产品羊毛条生产及销售、2019年起拓展羊绒业务。 毛精纺纱线产能情况:截至2022年羊毛精纺纱线年产能1.5万吨(相当于约13万锭)。
	Indorama Holdings	1994	泰国	<ul style="list-style-type: none"> 生产精纺纱线和羊毛上衣，纱线种类超500种，应用于机织、无纺布、运动服、针织品、室内纺织品等领域。 毛精纺纱线产能情况:截至2017年底年产6000吨。
	Zegna Baruffa Lane Borgosesia	1850	意大利	<ul style="list-style-type: none"> 生产精纺针织纱线，产品花色品种丰富。旗下拥有Baruffa(知名产品品牌CASHWOOL)、Chiavazza、Botto Poala三大纱线品牌。坚持100%纯意大利制造。 毛精纺纱线产能情况:产销规模处收缩状态，2014年高端纱线产能6000吨、2018年销量2400吨。
	鹿港科技 (浙文影业 601599.SH)	1993	中国江苏	<ul style="list-style-type: none"> 主营精纺纱及半精纺纱及呢绒面料。2011年上交所上市，14年转型投资影视行业、形成纺织+影视双主业，21年通过定增实现控股股东变更、更名为浙文影业。 产能:公司50%自产、其余为委外生产或贴牌加工，2022年精纺纱线产量2万吨、半精纺纱线产量1.5万吨、精纺面料产量665万米。
国内毛纺织产业链上市公司	江苏阳光 (600220.SH)	1986	中国江苏	<ul style="list-style-type: none"> 前身为建立于1986年的江阴市精毛纺厂，1999年上交所上市。目前主要从事呢绒面料和电汽的生产及销售。2022年12月通过了投资光伏多晶硅项目的议案(项目投资金额约50亿元)。 产能:2022年精纺呢绒面料产量2432万米。
	如意集团 (002193.SZ)	1972	中国山东	<ul style="list-style-type: none"> 前身为建立于1972年的山东济宁毛纺织厂，2007年深交所上市，主要从事精纺呢绒面料及西装的生产销售。 产能:2022年精纺呢绒面料800万米、服装300万套。
	南山智尚 (300918.SZ)	1997	中国山东	<ul style="list-style-type: none"> 2020年深交所上市，主营业务涵盖精纺呢绒、服装、超高产品的研发、设计、生产与销售。 产能:2022年精纺呢绒面料1600万米、西装75万套、衬衣65万件。

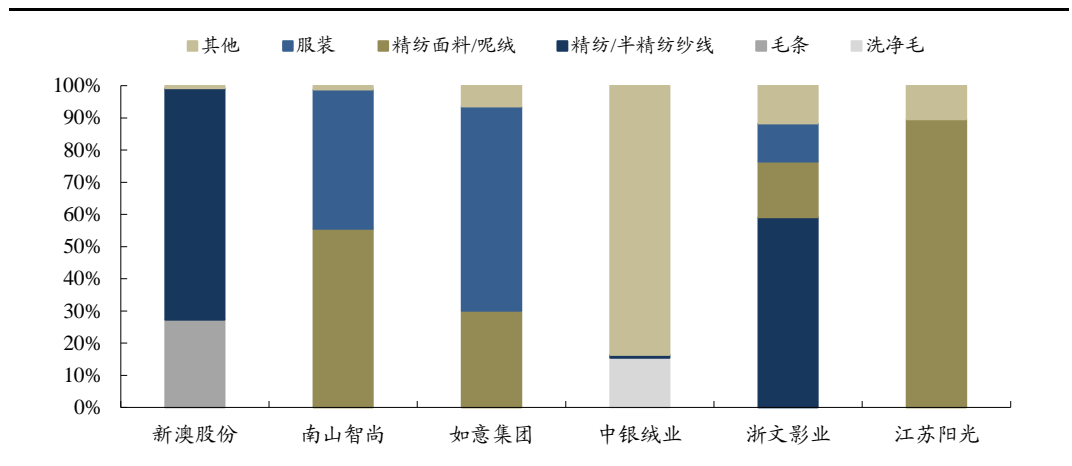
数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

表5: 全球毛纺产业链主要公司所处环节及产能 (2022年)

所处产业链条	原毛	毛条	纱线		面料	成衣
	洗净毛	毛条	精纺纱线	半精纺纱线	精纺面料/呢绒	服装
						
万吨	万吨	万吨	万吨	万米	万套/万件	
天宇羊毛工业有限公司	10	2.8	/	/	/	/
浙江红太阳毛纺织有限公司	3	1.5	/	/	/	/
新澳股份	/	1.2	1.5	/	/	/
Suedwollgroup (德国南毛集团)	/	/	2.6 (扬子纺纱 1.7, 含特种纱)	/	/	/
鹿港科技 (现更名浙文影业)	/	/	1 (2022年实际产量 2万吨, 其中外协生产 1万吨)	1.5 (2022年产量, 自产比例 50%)	665 (2022年产量, 自产比例 50%)	/
江苏阳光	/	/	/	/	2432 (2022年产量)	/
南山智尚	/	/	/	/	1600	西装 75、 衬衣 65
如意集团	/	/	/	/	800	300

数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 国内毛纺上市公司收入结构对比 (2022年)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 羊绒行业: 较羊毛更稀少&昂贵, 新澳为全球羊绒纱线龙头

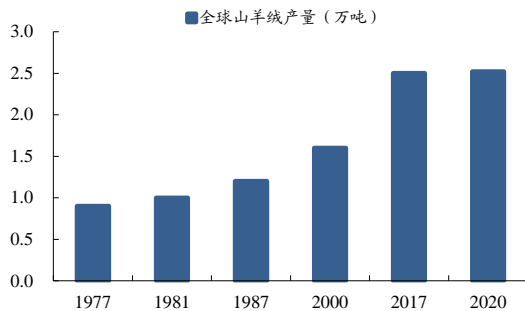
2.3.1. 羊绒: 产量较羊毛稀少, 中国为全球最大羊绒生产地

全球山羊绒经过 40 年扩产, 近 5 年增长乏力。羊绒是生长在山羊外表皮层的一层薄细绒, 与羊毛相比具有细密光滑、重量轻、柔软、韧性好的优势, 属于稀有特种动物

纤维、号称软黄金、产量稀少，2020 年全球羊绒产量 2.5 万吨、远低于羊毛产量规模。顺应羊绒织物需求增加，1977-2017 年全球山羊绒产量从 0.9 万吨增至 2.5 万吨。17-20 年随需求收缩，山羊绒产量增长乏力，2020 年全球产量保持在 2.5 万吨水平。

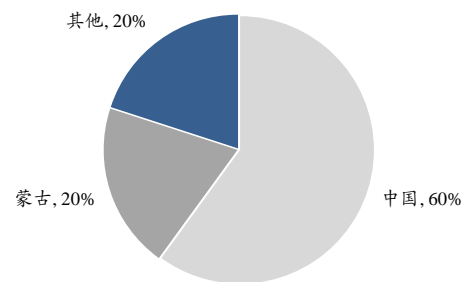
中国为羊绒第一生产大国，2017 年以来产量下降。2020 年中国山羊绒产量 1.5 万吨、占全球的 60%，中国为全球羊绒第一生产大国，国内最主要的山羊绒产地在内蒙古、河北、宁夏、青海、陕西等地。1978-2016 年中国山羊绒产量从 0.4 万吨增至 1.9 万吨，2017 年以来产量有所下降、2021 年降至 1.5 万吨。

图26：2017 年以来全球山羊绒产量增长乏力



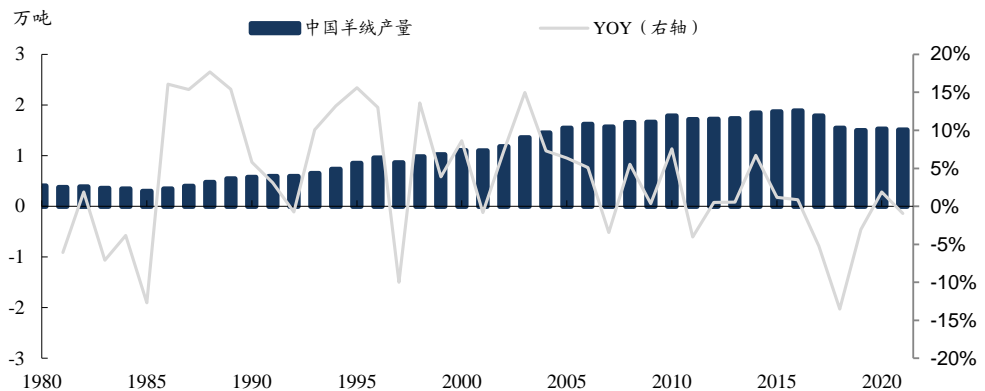
数据来源：IWTO，东吴证券研究所

图27：全球山羊绒按生产量分布情况（2020 年）



数据来源：IWTO，东吴证券研究所

图28：2017 年以来中国山羊绒产量呈下滑趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3.2. 羊绒纺纱：资金壁垒、工艺壁垒高于羊毛纺纱

羊绒纺纱行业资金壁垒较高。由于羊绒纺纱原材料价格非常昂贵，而为了及时响应下游需求、建立稳定的客户合作关系，羊绒纺纱企业通常需要进行一定规模的原材料储备，这对羊绒纺纱企业提出了较高的资金及仓储要求（例如，若原材料囤货量 200 吨、以 33 万元/吨价格计算相当于 6600 万元的原材料储备），从而提高了行业进入壁垒。

羊绒原材料采购壁垒较高。由于山羊绒产量稀少，且国内山羊绒收购市场尚未形成类似澳毛一样的成熟拍卖体系，羊绒价格市场化程度不高，因此对于羊绒纺织产业链中下游公司而言掌控羊绒原材料采购环节也非常重要，通常具有原产地优势的企业更容易实现较为稳定的量产出货。

羊绒纺纱对纺纱设备及工艺的要求较高。山羊绒纤维较羊毛更纤细、鳞片层更少，因此羊绒制品保暖性、柔软度、吸湿透气性能均较羊毛更胜一筹，且不易缩水、变形。羊绒纺纱通常要做到：①对纤维鳞片没有明显损伤（含检测需要），②对纤维手感没有明显破坏（纤维品质要求），③对纤维强力没有明显破坏（纺织加工需要），这些要求都体现了对纺织设备的严格要求，目前国内羊绒纱企业的纺纱设备主要来自欧洲进口。

表6: 羊毛和羊绒纺纱原材料、价格、性能对比（附显微镜下的羊毛&羊绒纤维示意图）

		羊毛	羊绒
原材料		绵羊毛，中国以进口澳大利亚为主	山羊绒，中国为全球主要产地
价格		2023/7/13, 794 美分/公斤, 约合 57 元/公斤	2023/7/20, 330 元/公斤
性能对比	弹性度和强度	较高	高
	保暖性	较好	好, 为羊毛 8 倍
	抗起球	不易起球	易起球
	抗静电	良好	易静电
	自然卷曲度	较高	高
	细度不匀率	细羊毛平均直径 19-25μm	小于羊毛, 纤维平均直径大多为 14-16μm, 纤维更细
纺纱工艺		精纺: 以纯净绵羊毛为主, 平整光洁、织纹细密、纱支多为双股, 是长纤维。 粗纺: 丰厚平整、质地厚实, 纱多为粗支单纱, 多为短纤维。	精纺: 条干均匀、光洁、支数较高 (从 28 支-120 支) 粗纺: 结构松散、毛绒多、支数低 (从 14 支-32 支)
应用场景		呢绒、绒线、毡呢、地毯、羊毛衫。 服装领域, 精纺羊毛多应用于春夏秋三季, 粗纺羊毛多于秋冬穿着。	精纺羊绒多用于初春秋时节, 如薄羊绒衫、T恤和羊绒内衣; 粗纺羊绒多用于秋冬季节, 如手工棒针用羊绒编织线及普通羊绒衫

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

2.3.3. 羊绒纱格局: 集中度高于羊毛, 新澳产销规模为国内第二、全球第三

羊绒纺纱竞争格局较毛纺纱更集中, 以产能口径看, 2022 年国内前三大羊绒纱线龙头市占率合计达 70% 以上、占全球近 50%。根据已有信息, 我们估计全球羊绒纺纱产能共计 1.5 万吨、中国 1 万吨左右。

- ① 国内羊绒纱线产能第一公司为康赛妮, 年产高档纱线、面料近 10000 吨, 其中纯羊绒纱线超过 3000 吨、占世界纯羊绒原料产量的 20% 以上 (由此估算全球纯羊绒原料纱线产量 1.5 万吨)、估算占国内的 30% 以上;
- ② 宁夏新澳羊绒年产能 2760 吨 (精纺 2500 吨+粗纺 260 吨), 以产能计算, 估计占全球比重 18.4%、占国内比重 27.6%;
- ③ 国内第三大羊绒纺纱公司 M.oro 年产纱线 1500 吨 (占国内市场的 15%、由此估算国内年产羊绒纱线 1 万吨)、估计占全球比重 10%。

国内前三大羊绒纺纱公司合计产能规模占国内比重 70% 以上、占全球近 50%。海外龙头如意大利顶奢羊绒品牌 Loro Piana 由于产能规模较小、且主营产品为面料, 因此并不对新澳形成竞争。

表7: 全球主要羊绒纺织产业链龙头公司

公司名称	成立年份	地区	主营产品	公司简介
中银绒业(资产现为宁夏新澳所有)	1998	中国宁夏	羊绒纱线	<ul style="list-style-type: none"> 位于宁夏, 成立于1998年, 主营羊绒、羊毛、亚麻及其混纺类纺织品的生产及销售, 2019年破产重整, 将羊绒生产相关资产出售给新澳股份。 产能: 羊绒纱线年产能2760吨(精纺2500吨+粗纺260吨)
英国邓肯(新澳已收购)	1867	英国	羊绒纱线	<ul style="list-style-type: none"> 成立于1867年, 世界第一家羊绒纱线生产企业。 产能: 羊绒纱线年产能270吨。
康赛妮	1999	中国浙江	羊绒纱线、面料等	<ul style="list-style-type: none"> 始创于1999年, 总部位于浙江宁波, 是一家专业从事高档毛纺产品的中国制造业单项冠军示范企业和国家级绿色工厂。 产能: 年生产销售以羊绒等纯天然原料为主的高档纱线、面料近1万吨, 其中纯羊绒纱线超过3000吨、占世界纯羊绒原料产量的20%以上。
河北宇腾	1996	中国河北	羊绒、绒条	<ul style="list-style-type: none"> 河北省著名的羊绒精细加工企业; 宇腾羊绒于内蒙古、青海、辽宁等地分别设有原料分公司, 主要原绒原料以内蒙古阿拉善、新疆阿勒泰、青海海西世界顶级山羊绒为主。 产能: 年产羊绒2000吨, 绒条190吨。 业绩: 2021年宇腾羊绒收入27亿元, 其中山羊无毛绒销售2789吨, 产销量占全世界山羊无毛绒总量的23%-25%。
M.oro(河北南冠科技)	2014	中国河北	羊绒纱线	<ul style="list-style-type: none"> 位于河北省清河县, 是宇腾公司与中国香港南旋集团共同投资建设的, 依托羊绒原材料优势、引进意大利先进工艺技术打造的高端羊绒纱线智能工厂, 为国内外众多高端品牌的羊绒纱线供应商。优衣库品牌服饰所用羊绒纱线的70%来自MORO品牌。 产能: 意大利纺纱设备生产线18条, 年产纱线1500吨、占国内市场的15%。
中鼎羊绒	2001	中国浙江	羊绒纱线、羊毛纱线	<ul style="list-style-type: none"> 总部位于浙江省桐乡市, 拥有国内外先进的高自动化、低能耗的纺纱设备及相关配套的检测实验设备。以山羊绒、澳洲羊毛及其他特种天然优质的纤维为主要原料。 产能: 各类高档粗纺和半精纺针织绒线3550吨。
鄂尔多斯	1980	中国内蒙古	羊绒衫	<ul style="list-style-type: none"> 目前主营服装、电力冶金化工两大板块业务, 服装业务立足当地优质羊绒资源、实现从原料采选到成衣生产的完整产业, 最终对外销售羊绒衫和围巾披肩产品。 产量: 22年生产羊绒衫322.6万件, 围巾、披肩37万条。 业绩: 22年营收364亿元/yoy-0.2%, 归母净利47亿元/yoy-22%。
鹿王羊绒	1985	中国内蒙古	羊绒衫、面料	<ul style="list-style-type: none"> 总部设在内蒙古自治区包头市。公司以山羊绒为原料, 生产针织、机织和服装三大类数百个品种产品。产品70%出口美国、欧洲、日韩等国际主流市场。现有海内外员工10000余名。在国内设有贸易总公司, 23家分公司、800余家终端卖场。 产能: 羊绒衫400万件, 机织面料100万米。
Loro Piana	1924	意大利	羊绒面料、成衣	<ul style="list-style-type: none"> 意大利顶级奢侈成衣品牌、顶级面料供应商, 以顶级的小山羊绒、骆马毛和美利奴羊毛服饰著称。2013年LVMH以20亿欧元收购Loro Piana 80%股份, 现为集团旗下最顶级品牌。在全球共有171家门店, 并在意大利设有7家工厂。 产能: 面料500万米。 业绩: 2019年收入突破10亿欧元。
Brunello Cucinelli	1978	意大利	羊绒服装	<ul style="list-style-type: none"> 世界顶级奢侈品牌, 以制作羊绒服装为主, 被誉为低调奢华的“山羊绒之王”和“服装界真正的奢侈品”, 所有服饰选用羊绒均来自内蒙古地区。 业绩: 2022年营收9.2亿欧元/yoy+29.1%、净利润8720万欧元/yoy+54.9%。

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

表8: 全球羊绒产业链公司产能分布情况 (2022年)

所处产业链条	原材料	绒条	纱线	面料	羊绒制品	
公司名称	羊绒 吨	羊绒绒条 吨	羊绒纱线 吨	羊绒面料 万平米	羊绒衫 万件	围巾、披肩 万条
河北宇腾	2000	190				
宁夏新澳			2760			
英国邓肯 (新澳已收购)			270			
康赛妮			3000+	7000+ (吨)		
M.oro (河北南冠科技)			1500			
中鼎羊绒			3550 (含羊毛纱线)			
鹿王羊绒				100	400	
Loro Piana				500		
鄂尔多斯					323	37

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

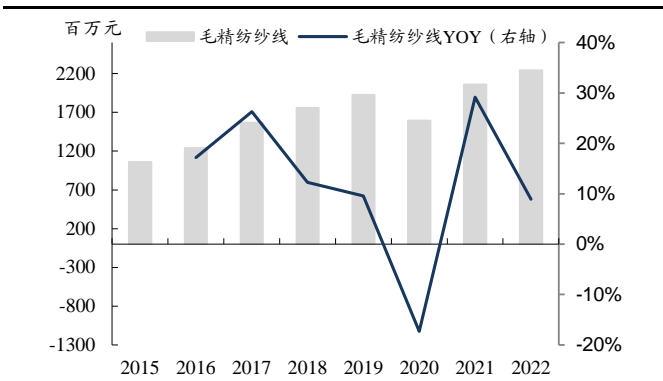
3. 强α: 羊毛以产促销拓市场, 羊绒释放产能增盈利

由前述毛纺行业分析内容可知, 全球毛纺行业空间相对较小、成长性有限, 属于弱“β”行业, 但特点是竞争格局相对清晰, 新澳股份在羊毛和羊绒纺纱领域均处于相对领先的龙头地位。在此背景下, 我们认为公司具有较强的“α”增长逻辑, 一方面公司基于原有主业毛精纺纱线积极扩产+开拓市场、全面参与市场竞争、有望提升市场份额, 另一方面通过并购方式布局羊绒赛道、产能利用率存在较大提升空间。综合来看, 随公司持续推进宽带战略, 其有望在弱“β”行业中提升市场份额, 获得稳健持续业绩增长。

3.1. 羊毛: 供需同步配合, 抢占市场份额

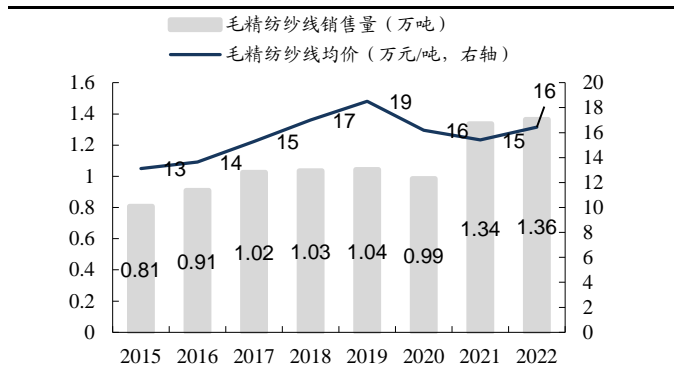
公司毛精纺纱线业务规模由量价共同决定。2015-2019年毛精纺纱线收入逐年攀升, 从10.6亿元升至19.3亿元、CAGR为16.2%, 来自价量齐升共同驱动: 单吨售价从13万元/吨上涨至19万元/吨、CAGR为9%, 销量从0.81万吨升至1.04万吨、CAGR为6.6%。其中单吨售价上行主要受益于澳毛价格在2015-2018年期间保持上升趋势, 销量增长来自订单和产能的扩张, 其中2017-2019年由于产能限制销量增长显著放缓。2020年毛精纺纱线扩产, 但受疫情冲击量价齐跌, 21-22年恢复增长。

图29: 2015-2022年公司毛精纺纱线收入情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图30: 2015-2022年公司毛精纺纱线产量、均价情况



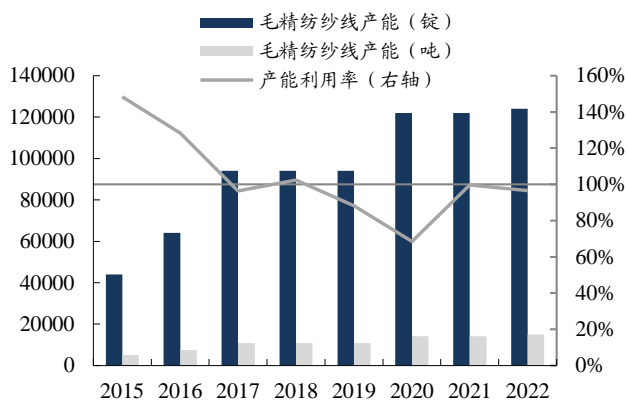
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们下面将从量和价的角度分别分析羊毛纱线业务的增长驱动。1) 量的角度，由前述行业分析部分可知，公司所处羊毛赛道成长性有限，因此若想获得高于行业的业绩增长，必然要从其他竞争对手手中抢占份额，而份额的抢占需要供给端（扩产）和需求端（订单抢占、促产能能够顺利转化为销量）两端同步配合。2) 价的角度，澳毛价格当前位于近 10 年较低水平，结合澳洲农业部门预测，我们认为未来有望企稳回升。

3.1.1. 量—供给端：解决产能瓶颈，推进毛纺纱线国内外扩产

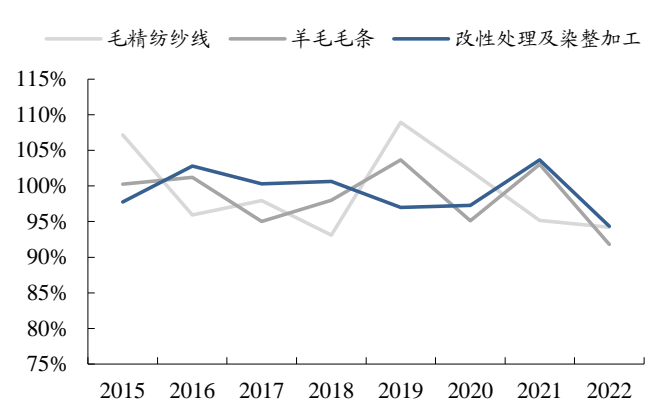
公司目前羊毛业务产能利用率、产销比均在 100% 附近，面临产能瓶颈。1) 产能利用率：几乎打满，部分采用外协产能。公司上市后进行了一定规模的羊毛纱线产能扩张，但扩产进度基本取决于需求情况，即采取“以销定产”策略，在自有产能不足以满足订单要求时会使用部分外协产能，因此历年产能利用率基本为满产状态。2) 产销比率：“以销定产”模式下位于 100% 附近，变为“以产促销”后有所下行。公司过去采取以销定产策略，历年销售量/生产量数据基本位于 100% 附近，订单需求和生产量基本匹配。2021 年公司提出“以产促销”，通过提升产量降低单位制造成本并采取相应销售激励考核措施、促进产销双升，21-22 年产销比率有所下降、但仍保持 90% 以上。

图31：毛精纺纱产能、产能利用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：各类产品产销率（销售量/生产量比例）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

扩产是公司抢占市场份额所必需的供给保障。“以产促销”策略下，公司将主动加大生产规模，并在市场端拓展客户类型和产品类型、全面参与市场竞争。一方面，公司本身面临产能瓶颈，需要扩产以保证业务扩张的产能供应（虽然外部存在大量中小型毛纺纱工厂、可供公司委外加工，但相较外协生产，自有产能更容易掌控产品品质以及交付期，保证高品质稳定性、及时响应客户需求等）。另一方面，毛纺纱赛道从产业链角度来看竞争壁垒并不高（即原材料及设备采购、纺纱工艺、客户拓展等环节不具备绝对的进入壁垒），因此竞争程度较高，规模化降本、形成价格优势在市场竞争中尤为重要，扩产有助公司进一步降本增效。

国内+越南产能建设有序推进中。为了满足全面参与市场竞争的产能需要，公司正在有序推进国内外产能建设，其中：①国内：浙江桐乡正在推进 60,000 锭高档精纺生态纱二期项目（3 万锭），21 年投入建设、其中 1.3 万锭预计今年下半年陆续投产、剩余产能预计 24 年上半年投产；②海外：越南工厂规划 5 万锭产能，其中一期项目（2.2 万锭）预计 24 年末-25 年将开始投产。越南纺织产业布局完善、具有人工成本优势、贸易关税便利，因此建设越南工厂有助更好服务海外客户。目前规划产能全部投产后公司毛精纺纱线产能将达到 21 万锭左右、较当前的 13 万锭增幅 62%。

表9: 公司扩产计划及投产进度

年份	资金来源	项目名称	推进情况
2014	IPO 募资	➢ 20,000 锭高档毛精纺生态纱项目	➢ 于 2015 年 10 月顺利完工并达产。
2017	定增募资	➢ 30,000 锭紧密纺高档生态纺织项目; ➢ 年产 15,000 吨生态毛染整搬迁建设项目	➢ 一期 20,000 锭于 2017 年下半年建成投产,二期 10,000 锭于 2018 年上半年完成安装调试、实现投产。2020 年 4 月全部实施。 ➢ 2020 年 4 月全部实施完毕。
2020	自有资金和自筹资金	➢ 60,000 锭高档精纺生态纱项目 (二期); ➢ 年新增 6,000 吨毛条和 12,000 吨功能性纤维改性处理生产线项目	➢ 二期项目 (3 万锭) 于 2021 年投入建设,其中 1.3 万锭预计在 2023 年下半年投产,剩余产能预计 2024H1 投产。 ➢ 截至 2022H1,一期涉及 3,000 吨毛条和 6,000 吨功能性纤维改性处理产能逐步投产。
2023	自有资金和自筹资金	➢ 越南投资建厂, 50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目	➢ 预计一期项目 (2.2 万锭) 2024 年底-2025 年开始投产。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.2. 量—需求端: 拓宽客户、产品类型, 全面参与市场竞争

提出宽带发展战略, 全面参与市场竞争。公司此前仅面向中高端客户、市场空间受到限制, 为了打开市场空间, 2021 年起在客户和产品类型等方面进行横向拓展, 即宽带战略。从产品类型上, 目前公司拥有运动、功能性、可持续发展羊毛等产品, 相关纱线产品已形成品牌, 如 CASHFEEL、LANA BLEND、Luxury&Empire、Easy Care、NEWCHUWA 等, 主要覆盖中端至奢侈端产品。展望未来, 从纱线类型来看, 公司将在原有的精纺纱基础上拓展半精纺纱、粗纺纱、花式纱, 从纱线工艺看, 在原有针织纱线基础上拓展梭织纱线, 从应用场景来看, 在原有的服饰用纱基础上拓展产业用纱、家纺用纱等, 从客户类型看, 在原有的中高端品牌客户基础上拓展电商、批发客户。

图33: 公司实施宽带发展战略



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图34: 公司旗下纱线产品丰富

纱线品牌名称	简介
Cashfeel®	精选 100% 澳大利亚超细美丽诺羊毛。天然, 柔软, 蓬松, 富有弹性。
LANA BLEND	采用 50% 澳大利亚美丽诺羊毛和 50% 的抗起球腈纶精制而成。色泽鲜艳, 手感蓬松柔软。
Luxury & Empire	精选 100% 澳大利亚极细美丽诺羊毛。色泽鲜艳, 手感柔软, 舒适高雅。
Easy Care	精选 100% 澳大利亚超细美丽诺羊毛。手感蓬松, 柔软, 易护理。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

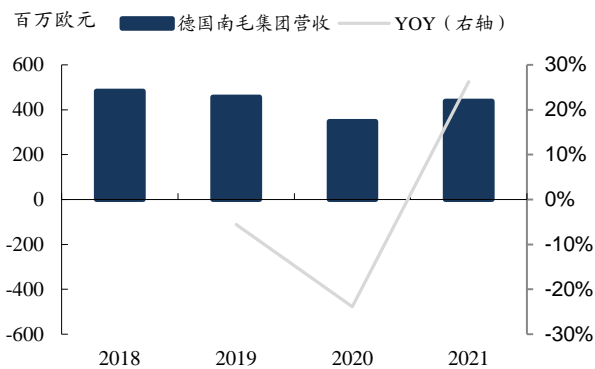
我们分析, 新澳的竞争对手分为两个类型, 一是产能规模高于新澳的全球龙头德国南毛集团, 二是规模较小的众多其他小型厂商。

德国南毛集团为全球最大毛纺纱供应商。成立于 1966 年, 总部位于德国纽伦堡, 为全球知名的精纺纯羊毛纱线和羊毛混纺纱线的供应商之一。生产的纱线可用于梭织、圆机、横机和技术领域。公司旗下纱线品牌包括: Südwohle、Biella Yarn、Yarn in Motion、Richter、HF、Stöhr 和 SOEY。1994 年在中国设立中德合资企业张家港扬子纺纱有限公司。截至 2022 年集团拥有约 2.6 万吨纱线产能 (其中中国张家港扬子纺纱约有 1.7 万吨

年产能), 产能规模全球第一。2018-2021 年德国南毛营收分别为 4.83/4.56/3.47/4.38 亿欧元(以欧元汇率 8.1 计算 2021 年营收约为人民币 35.5 亿元), 受疫情影响呈现波动, 目前尚未回到疫情前水平。

德国南毛集团拥有业内突出的研发优势。由于成立时间较早, 德国南毛集团积累了丰富的生产技术和经验, 产品研发能力、产品品质均为业内领先。2020 年, 德国南毛推出革命性纺纱技术 OTW®, 该技术能使得面料及服饰具有更加优越的抗起毛起球性能、外观纹理更加清晰、耐磨性更高、穿着性能更好。2021 年, 继横机纱线后, OTW®技术也在圆机产品上进行了开发, 圆机产品抗起球性能检测结果为 4-5 级, 布面外观性能显著, 条干纹理更加清晰, 从后续的穿着体验感以及水洗之后的表现中, OTW®圆机纱线均比常规的纺纱工艺优势更加明显。

图35: 德国南毛营收及 YOY



数据来源: 德国南毛公司官网, 东吴证券研究所

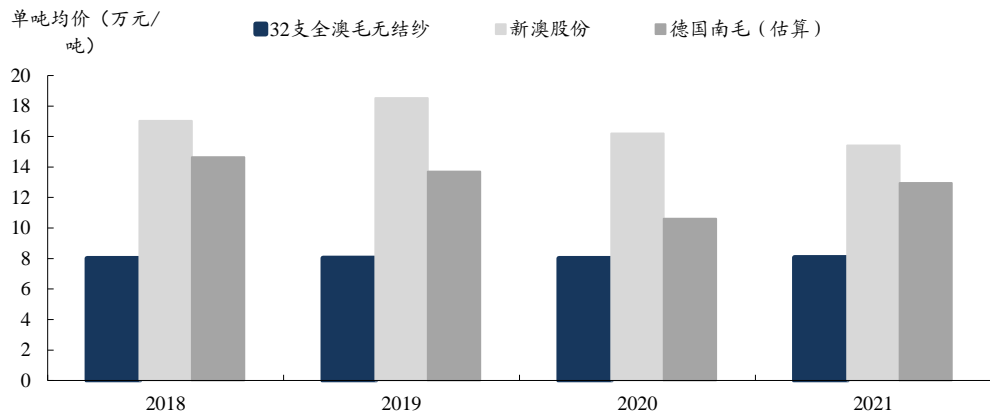
图36: 德国南毛集团 OTW 技术展示



数据来源: 德国南毛公司官网, 东吴证券研究所

我们估计德国南毛毛纺纱产品均价与新澳相近, 均高于市场均价。由于德国南毛未披露年度销量数据, 因此我们采用年度营收与产能指标进行单吨售价的大致估算, 该价格可能会低于真实售价, 2021 年德国南毛、新澳股份毛纺纱线单吨均价分别为 13 万元/吨、15.4 万元/吨, 根据市场调研情况, 我们估计德国南毛毛纺纱产品的真实售价与新澳相近。国内 32 支全澳毛无结纱市场单吨均价 5 万元/吨, 由于新澳毛纺纱与德国南毛均定位中高端市场, 因此定价均显著高于市场 32 支全澳毛无结纱均价。

图37: 新澳毛精纺是&德国南毛(估算)&32支全澳毛无结纱市场价格对比



数据来源: Wind, 公司官网, 东吴证券研究所

我们认为，针对两种类型的竞争对手，新澳可以分别采取不同策略抢占市场份额：

1) 向下方面，新澳股份作为国内毛精纺纱线龙头，市占率为 12%（2022 年销量），行业尾部市场空间较大。与中小型毛纺纱厂商相比，新澳具有突出的规模优势，同时在产品品质（如毛衣制成率）、供应链稳定性等方面具有优势。因此向下来看，新澳全面参与下沉市场竞争后（例如配合相关大众定位客户开发特定纱线品类），在价格优势+品牌效应加持下，在下沉市场获取客户难度相对较低。

2) 向上方面，新澳在品类丰富度、技术研发方面与德国南毛尚存差距，未来仍有提升空间。目前公司已经通过技术开发推出了运动纱线、功能性纱线等差异化品类，缩小技术差距。与此同时，与德国南毛相比，新澳股份作为本土龙头，在供应灵活性、客户服务方面具有优势，能够更好地满足小单快反需求。

表10：新澳股份 vs 德国南毛 vs 尾部市场优劣势对比

	德国南毛	新澳股份	尾部市场
优势	研发能力、生产工艺、品质优良、品类丰富	研发水平、灵活性、价格、品类丰富度等指标介于二者之间，可以采取不同策略与两者竞争	灵活、小单快反、价格便宜
劣势	价格较贵、欧洲人工成本较贵		纱线品质一般

数据来源：东吴证券研究所绘制

表11：新澳通过技术开发的差异化纱线产品

纱线类别	纱线特点
运动纱线	2016 年起新澳开始生产销售运动纱线产品，至今该类产品销售占比达毛精纺纱线业务整体 25%。运动纱线产品使用羊毛与弹性纤维、回收涤纶等纤维进行混纺，应用场景覆盖瑜伽、跑步、滑雪、骑行、徒步等细分运动领域。通过拓展具有成长属性的运动领域，公司市场空间得到扩大。
功能性纱线	通过羊毛与功能性纤维结合，平衡叠加各自优势，辅之特殊的后整理工艺，突出羊毛混纺纱线的功能性特点，包括抑菌防护、吸湿排汗、发热轻量等。且公司针对后疫情时代的消费特点，推出具有抗病毒功能的居家舒适型纱线。2021 年公司获天猫 NFAC 超级面料第三期甄选面料商 TOP3，多个产品入选中国功能性针织产品流行趋势的产品推荐。
可持续发展纱线	羊毛与二醋酸混纺纱、羊绒与可降解材料混纺纱线、可机洗粗纺羊毛、羊绒花式纱等新品，不仅强调纱线的服用性能，更有风格多变的外观和温暖软糯的触感。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表12：公司运动纱线产品应用领域覆盖内衣层、中外层以及鞋面

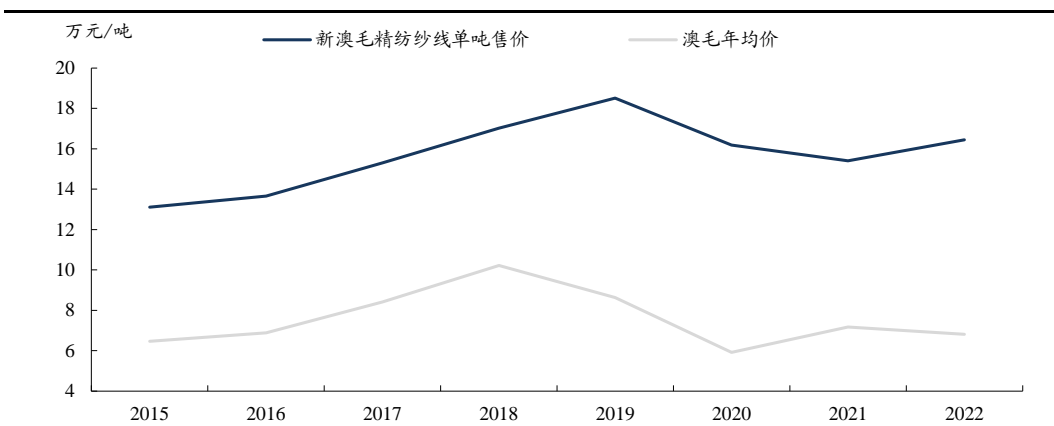
运动纱线产品名称	产品介绍	获得奖项
SKINNY 纱线	由极细美丽诺羊毛与弹性纤维结合，适用于高伸展性运动服饰	ISPO 内衣层十佳产品
HOPE 纱线	采用无氯防缩羊毛和回收涤纶混合，已通过 GRS（全球回收标准）认证	
RATTAN 纱线	由极细美丽诺羊毛和尼龙复合而成，具有良好的耐磨性能	ISPO 街头运动十佳产品
WALK、JOG、SPRINT、SKIP 四款 FOOTWEAR 系列纱线	运用于时下流行的羊毛针织运动鞋面，不仅符合运动鞋常规的耐磨、顶破、透气舒适、轻量柔软等性能，更体现了羊毛本身吸湿排汗、抗菌防臭等特点。	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.3. 价—羊毛价格：呈周期性波动，当前位于近 10 年偏低水平，有望企稳回升

公司毛精纺纱线价格主要由羊毛价格决定。公司从事毛纺产业链的中上游纺纱环节，纱线产品通常采取成本加成的定价策略，因此公司历年毛精纺纱线平均售价与原材料澳毛价格走势基本一致。虽然公司实施宽带战略后，可能出现因偏低价位纱线销售占比提升、而拉低总体平均单吨售价的情况，但据我们测算该因素对公司纱线均价的影响相对较小（仅约 2%），公司毛精纺纱线产品价格很大程度仍取决于羊毛价格变化。

图38：公司毛精纺纱线单吨售价走势与原材料澳毛价格高度一致



数据来源：Wind，东吴证券研究所

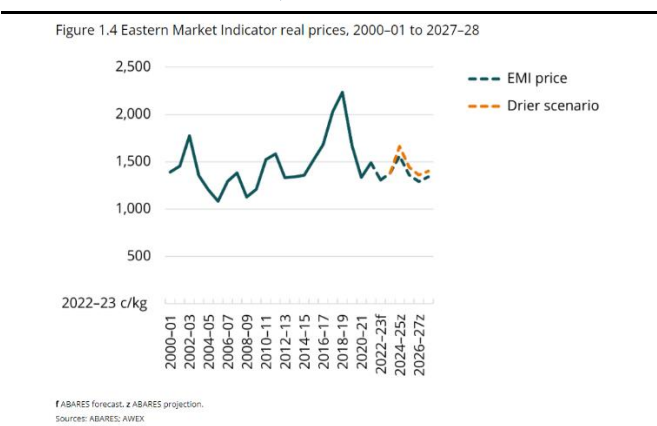
羊毛价格主要由供需格局决定，历史上总体呈周期性波动。1995 年以来羊毛价格总体呈周期性波动，除了金融危机和中美贸易摩擦&疫情两次时期出现大幅波动。1995-2009 年期间随绵羊饲养、出栏情况呈周期性波动，总体位于 400-1000 美分/公斤区间。2010 年金融危机后全球大宗商品涨价、羊毛价格大幅上涨至 1800 美分/公斤高点。2011 年 06 月见顶回落、2015 年 1 月见底至 1000 美分/公斤以下。随后因产量收缩、消费量增长，澳毛价格上行至 2018 年下半年的 1500 美分/公斤高位，之后回落。2020 年全球疫情爆发后羊毛价格先随需求萎缩降至近 10 年底部（726 美分/公斤）、20/09 后随大宗商品涨价回升、21/07 见顶至 1338 美分/公斤后回落，当前延续回落趋势、位于近 10 年偏低水平（截至 23 年 6 月 983 美分/公斤）。

图39：1995 年以来全球羊毛价格走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：ABARES 预测羊毛价格指数



数据来源：ABARES，AWEX，东吴证券研究所

预计未来毛价有望企稳回升。据调研反馈，当前偏低的毛价水平位于牧民盈亏平衡

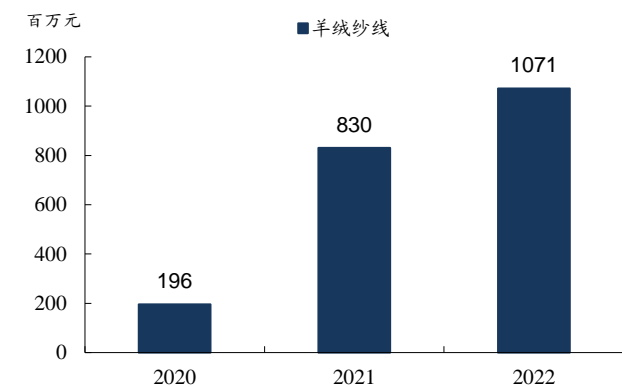
点附近，未来毛价上涨概率大于下跌概率。据澳大利亚农业资源经济局（ABARES）发布预测，2023-24 年度羊毛东部市场指数 EMI 将上涨 11%、达到 1443 澳分/公斤。ABARES 表示，随着全球宏观经济状况改善，羊毛服饰需求增加，将推动羊毛价格上涨。此外在气候干燥的情况下，澳大利亚的干旱状况将导致羊毛产量减少、影响全球细羊毛供应，未来羊毛价格将受到宏观经济因素和季节性因素的影响而变化。

毛价正常周期波动环境下，公司可以通过调节买卖策略减小毛价波动对业绩的影响，毛价上涨时期公司业绩总体受益。公司从澳大利亚公开拍卖市场竞拍采购羊毛，公司有三十多年的从业经验，采取稳健的采购策略，例如根据订单及时锁定原料价格、“平均买入法”，“涨的时候快买慢卖，跌的时候快卖慢买”，根据销售订单及往年销售情况，结合原材料价格走势，合理统筹安排采购计划，尽量减少毛价波动对业绩的影响。通过前文复盘公司毛利率与澳毛价格关系可知，在毛价上行时期，公司毛利率总体为受益上行。

3.2. 羊绒：宁夏新澳产能释放，有望迎来量利双升

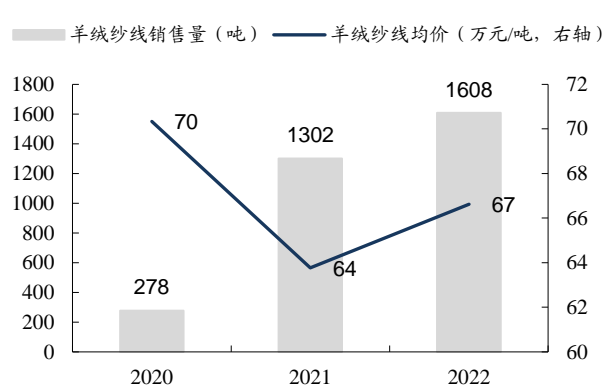
羊绒纱线产能逐渐放量，仍有提升空间。随 2019-2020 年先后收购中银绒业羊绒纺纱资产、英国邓肯，2020-2022 年公司羊绒业务迅速扩张。2020/2021/2022 年公司羊绒业务收入分别为 2.0/8.3/10.7 亿元、羊绒销量分别为 278/1302/1608 吨、销售均价分别为 70/64/67 万元/吨，增长主要来自销量驱动。2022 年公司羊绒纱线产能 3030 吨，对比 2022 年 1608 吨产量，产能利用率仍有近一倍提升空间。在羊绒价格维持稳定前提下，产能利用率的提升有望驱动羊绒纱线业务量利双升。

图41：2020-2022 年公司羊绒纱线收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42：2020-2022 年公司羊绒纱线销量、均价情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

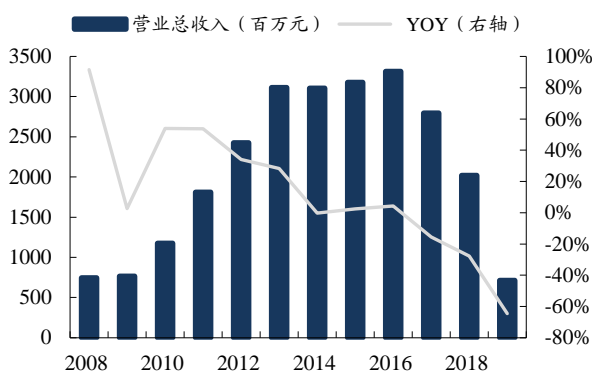
3.2.1. 宁夏新澳：产能利用率持续提升，业绩提升空间较大

2019 年设立子公司宁夏新澳，参与中银绒业资产重组、切入羊绒赛道。宁夏新澳于 2019 年 12 月投资设立，2020 年向关联方宁夏浙澳租赁位于宁夏灵武市生态纺织园区的羊绒纺纱板块资产（原上市公司中银绒业资产，重整后由宁夏浙澳所有），资产包包括 35 台套粗纺羊绒纺纱生产线、6 台套精纺羊绒纺纱生产线、配套染色设备及相关的厂房土地等。23 年 4 月公司审议通过宁夏新澳羊绒以现金 5.95 亿元向宁夏浙澳购买资产包的决议，拟将羊绒资产纳入上市公司体内。

➤ 中银绒业：历史最好业绩为 2013 年收入 31 亿元/净利 2.8 亿元

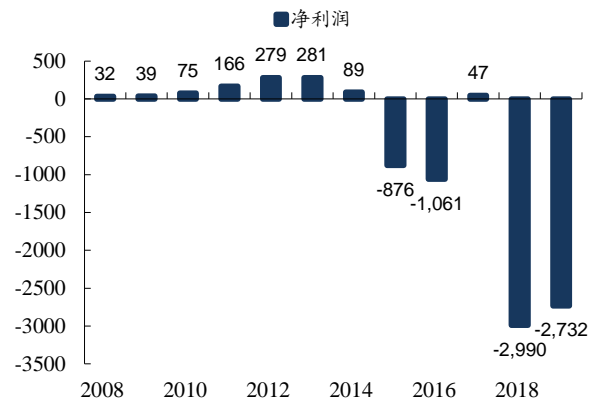
中银绒业原为国内羊绒纱线龙头，2019 年破产重整。中银绒业成立于 1998 年，位于宁夏自治区灵武市，原是一家生产和销售无毛绒、绒条、羊绒纱和羊绒制品的公司，2007 年借壳上市（中绒集团旗下 2 个控股子公司阿尔法 61.3% 和汇中羊绒 80% 股权，与上市公司“圣雪绒”进行资产置换），上市后名为中银绒业。中银绒业上市后通过定增募资进行扩产，2008-2014 年业绩快速增长，营收从 7.5 亿元增至 31.1 亿元、CAGR33%，净利润从 3214 万元增至 2.8 亿元、CAGR54%。2014 年后因羊绒价格暴跌、公司经营不善、债务问题累积，公司业绩开始下滑、并出现亏损。2019 年破产重整，体内生产厂房、设备全部剥离，成为一家为羊绒纺织产业提供供应链服务的轻资产运营上市公司。

图43：中银绒业历史营收&YOY 表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

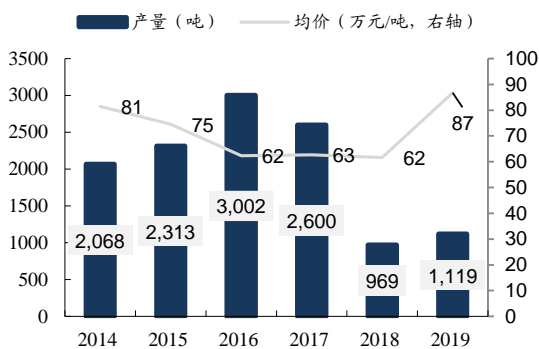
图44：中银绒业历史净利润表现（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

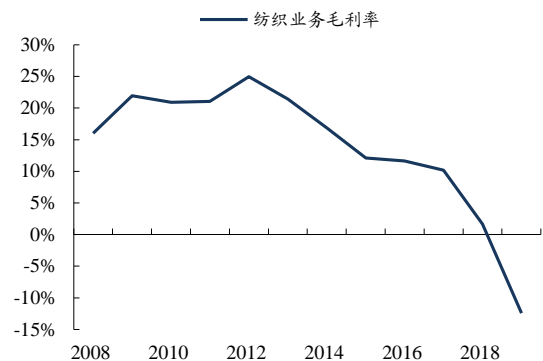
中银绒业历史最好业绩表现为 2013 年的收入 31 亿元/净利 2.8 亿元。从中银绒业历史表现来看，在羊绒价格不出现暴跌的情况下，其资产创造的最高业绩为 2013 年的收入 31 亿元、净利润 2.8 亿元，当年毛利率 21.5%、净利率 9%。毛利率/净利率历史最高水平为 2012 年的 25%/11.5%。

图45：中银绒业历史产量&均价情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图46：中银绒业历史毛利率水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

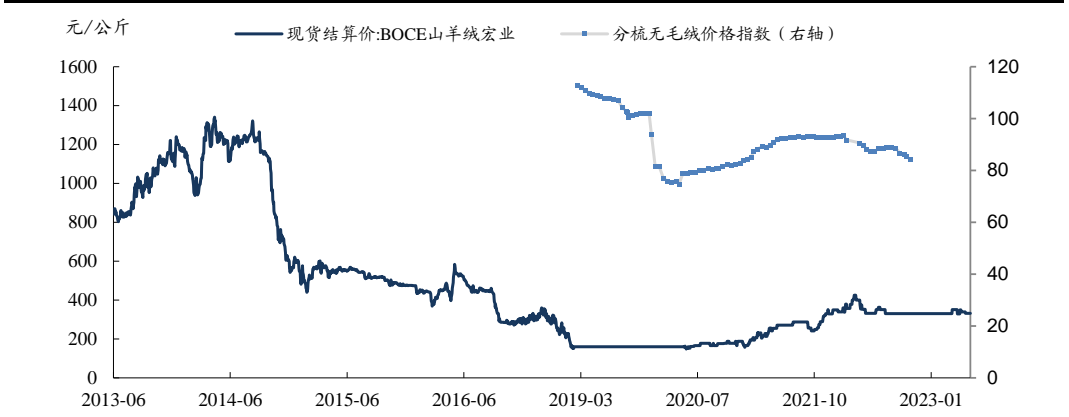
➤ 羊绒价格：羊绒供需格局偏紧，近年来价格波动相对较小

羊绒供需格局趋紧，羊绒价格自 2019 年以来较为稳定、波动较小，为公司羊绒纱线业务提供了相对安全的发展环境。中银绒业破产的重要背景之一是 2014 年下半年羊

绒价格暴跌（从2014年8月的1300元/公斤以上跌至2015年2月的430元/公斤），而2019年以来随羊绒供需格局趋于稳定，羊绒价格亦保持较稳定水平、波动较小，我们认为为公司羊绒纱线业务提供了相对安全的发展环境。

复盘山羊绒价格，当前处近10年较低水平。截至2023年6月山羊绒现货价格330元/公斤、较澳毛价格850美分/公斤（约合人民币60元/公斤）高出4-5倍。2013-2014年山羊绒现货价格位于800元/公斤-1350元/公斤水平，2014年8月-2015年2月从1300元/公斤以上高位跌至430元/公斤以上低位，此后一直下行至下滑至2018年的150元/公斤左右、该价格水平延续至20年下半年，20年下半年以来随需求回暖山羊绒价格启动回升行情，22/03升至425元/公斤高位，之后小幅回落至330元/公斤水平，仍处13年以来低位。

图47：山羊绒现货价格自2019年以来较为稳定、波动较小，无毛绒价格与之走势一致

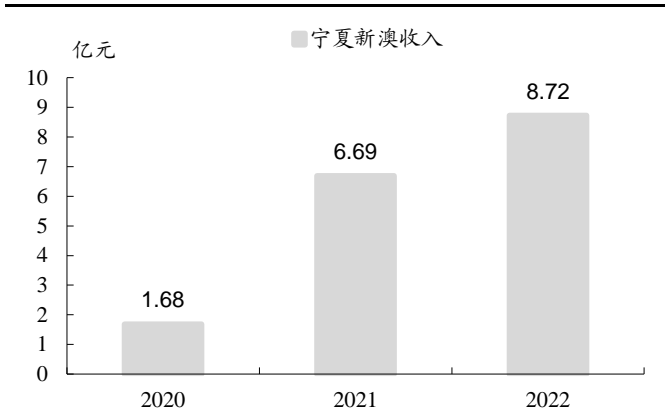


数据来源：Wind，清河羊绒指数，东吴证券研究所

➤ **宁夏新澳：产能利用率爬坡驱动量利双升，净利有两倍以上提升空间**

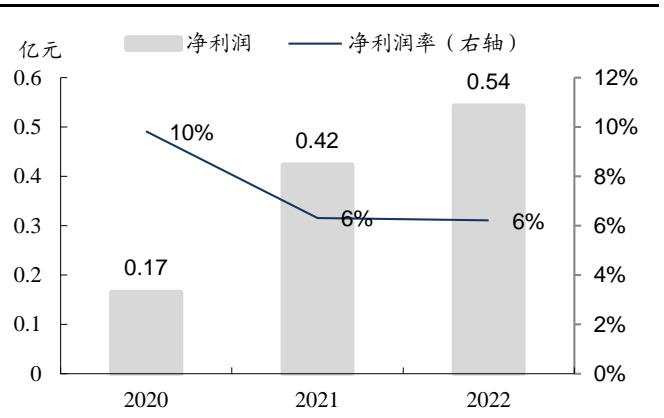
宁夏新澳羊绒产能利用率处爬坡期，充分释放后利润率有望提升。公司2019年底收购中银绒业资产后，近年来处于产能利用率持续爬坡、业绩放量时期。2020/2021/2022年宁夏新澳羊绒收入分别为1.7/6.7/8.7亿元、分别盈利1700/4200/5400万元、净利率分别为10%/6%/6%。未来随产能利用率提升，单吨生产和仓储成本有望得到优化，参考中银绒业历史表现，宁夏新澳净利率未来有望提升至10%左右。

图48：2020-2022年宁夏新澳羊绒收入快速提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图49：2020-2022年宁夏新澳羊绒净利及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

以中银绒业历史盈利水平作参考，满产后宁夏新澳营收/净利分别有 130%/270%提升空间。未来公司将重点发展海外客户，拓展海外市场，与同行羊绒纱线龙头康赛妮、MORO 相比，公司地处国内山羊绒产地宁夏灵武、具有突出的原产地优势(参见表 13)，同时依托原有新澳毛纺纱线客户进行客户资源共享，叠加公司灵活服务特点，有望在市场竞争中快速恢复竞争力，我们判断未来 5 年内宁夏新澳有望达到满产状态。在羊绒价格保持稳定前提下，参考前述中银绒业历史较好盈利水平(毛利率/净利率分别 20%/10%左右)，则满产后宁夏新澳营收/净利分别有望达到 20/2 亿元(营收:量 2760 吨*价 72 万元/吨)，较 22 年的 8.72/0.54 亿元分别有 130%/270%提升空间，提升空间较大。

表13: 中国山羊绒前 9 大省份/自治区山羊绒产量及特征情况

省份/自治区	2021 年山羊绒产量 (吨)	山羊绒特征
内蒙古	6,109	所产羊绒纤维颇长、手感柔嫩、拉力大、光泽好、颜色正白，多呈冰糖色，绒瓜松紧适中，呈圆球状或馒头状，含粗毛少，净绒率高。
新疆	1,937	纤维较长，拉力大，光泽好，颜色较杂，粗散毛的柔嫩性较差。细度 14—16um,个别产绒量 150—300 克,杂质含量较少，净绒率较高。
陕西省	1,537	纤维细而短，瓜子较小，绒色较杂。紫绒出产占必然比例，手感好，油性适中，粗毛等杂质含量较大，洗净率和净绒率不高。
山西省	1,336	绒瓜小而薄，纤维较细且短，长度 40mm 左右,粗散毛较长，颜色深浅分歧，手感发涩。
辽宁省	1,268	绒纤维长，牵伸度好，拉力、弹性大，青白有光，手感好，细度较粗多在 15.5—16.5um,净绒率在 58%左右。
西藏	769	纤维较细、柔嫩，光泽柔和，弯曲多呈浅弯，富有弹性，毛色较杂，绒细度 14.5—15.5um、长度 40—50mm，净绒率在 45%左右。
河北省	729	纤维较粗，手感发涩，粗毛较长，并有透心绒。肤皮等杂质含量较多，质量较差。
甘肃省	407	纤维较粗，含杂少，洗净率高，净绒率 46%左右，均匀细度 15.5um，长度 40mm 左右。
宁夏	364	纤维颇长，手感好，含杂质较少，洗净率较高。

数据来源: Wind, 全球纺织网, 东吴证券研究所

举办全新品牌发布会，重塑新澳羊绒品牌形象，扩大海外市场知名度。2023 年 6 月 28 日公司在意大利佛罗伦萨举办“FEEL the X Attitude”品牌发布会，新澳全新视觉形象正式亮相，以“X”为核心的品牌标识开启新澳新征程。其中“X”字符的交点代表全新的新澳视觉宇宙中心，见证了新澳的过去，也象征着迈向未来的新起点。与全新品牌标识一同亮相的还有新澳全新的产品集锦卡和色卡。我们认为品牌形象的重塑升级有助于公司羊绒纱线更好触达海外高端品牌客户，从需求端带动产能利用率提升。

图50: 2023 年 6 月 FEEL the X Attitude 品牌发布会



数据来源: 人民网(欧洲), 东吴证券研究所

图51: 2023 年 6 月 FEEL the X Attitude 品牌发布会



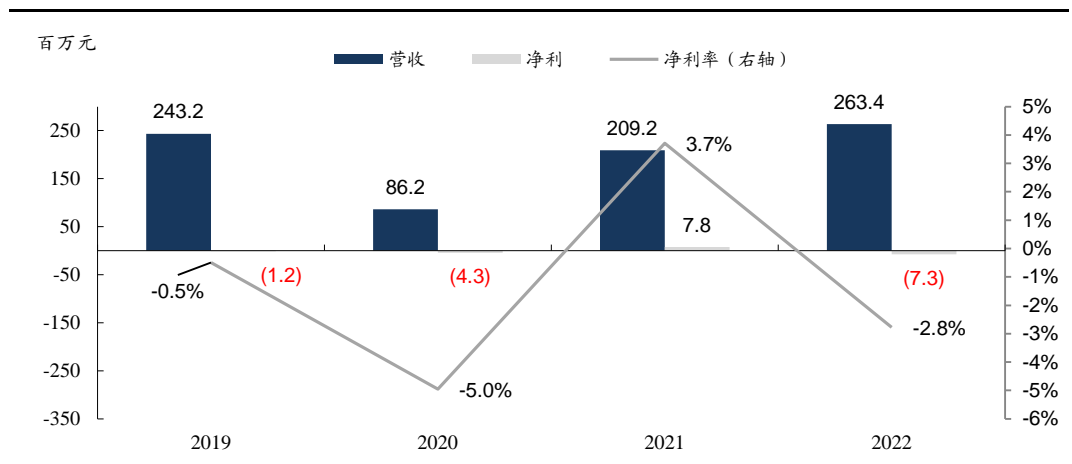
数据来源: 人民网(欧洲), 东吴证券研究所

3.2.2. 英国邓肯：定位高端，未来盈利有望改善

收购英国邓肯，完善品牌体系，提升海外知名度。2020年6月公司以4,200万元公开竞买英国邓肯公司（TODD & DUNCAN LIMITED）100%股权。英国邓肯是拥有140多年纺纱历史的世界知名羊绒纱线生产商，位于英国苏格兰，在羊绒纱线的研发、生产、销售等方面具备丰富的行业经验和历史积淀，主要为世界一线品牌提供高品质羊绒纱线，拥有年产270吨粗纺羊绒产能。通过收购，公司获得了“Todd&Duncan”（托德邓肯）、“Brown Allan”（布朗艾伦）等世界知名羊绒纱线品牌，完善了细分市场多品牌体系，有望提升公司在全球尤其是欧洲顶级品牌客户中的知名度和美誉度。

目前盈利能力不稳定，未来随与原有主业+宁夏新澳形成协同，盈利水平有望改善。2019年（收购前）英国邓肯收入2758万英镑、净利润-13.5万英镑（以2019年英镑兑人民币平均汇率8.82计算分别为收入2.4亿元、净亏损120万元），2020-2022年收入分别为8620万元/2.1亿元/2.6亿元（以22年2.6亿元收入、270吨羊绒满产满销估算，英国邓肯单吨羊绒纱线售价约98万元/吨）、净利润分别为-427/+776/-730万元，营收规模逐年攀升，但盈利水平尚不稳定。未来随老旧设备改造、购买新设备等措施，英国邓肯产能有望扩大，自动化程度也有望提升，有助于降低用工成本。未来随与原有主业+宁夏新澳形成协同、盈利能力有望改善。

图52：2019-2022年英国邓肯业绩表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

羊毛业务：1) 销量：目前供给端处于满产状态、采用外协工厂满足需求，越南产能将于24年底-25年开始投产；需求方面随公司销售策略变化、新客户订单增长较快，预计2023-2025年毛精纺纱销量有望保持双位数增长。**2) 价格：**当前原材料澳毛价格延续22年7月以来的下滑趋势，位于历史较低位置，我们认为长期看在供需偏紧格局下有望企稳回升。结合公司客户定位下沉，短期订单均价可能承压，假设2023-2025年毛精纺纱销售均价同比-3%/+3%/+3%。**3) 毛利率：**澳毛价格同时影响毛精纺纱线的售价和成本，而成本价格还需结合原材料库存来看，根据历史经验澳毛价格下行时期均价

下行幅度大于成本下降幅度，23年澳毛价格下行，公司毛纺纱毛利率可能受损，往后看有望回升，假设2023-2025年毛精纺纱毛利率分别为24.58%/24.73%/24.87%。

羊绒业务：1) **销量：**随客户拓展及产能利用率提升，假设2023-2025年羊绒纱线销售量同比增长25%/13%/10%。2) **均价：**山羊绒市场价格波动较小，因此主要取决于公司产品和客户结构，随公司海外客户占比提升，我们认为羊绒纱线售价有望稳健提升，假设2023-2025年羊绒纱线均价分别同比+2%/+2%/+2%。3) **毛利率：**综合产能利用率提升、产品结构优化，我们预计羊绒纱线毛利率有望提升，预计2023-2025年分别为15.00%/16.00%/17.00%。

综合羊毛+羊绒业务，我们预计23-25年公司营收分别为46.2/54.3/63.3亿元、分别同比+16.9%/+17.6%/+16.7%，毛利率分别为19.0%/19.5%/20.0%，结合费用等项目保持相对平稳假设，预计归母净利润分别为4.64/5.54/6.58亿元、分别同比+18.9%/+19.5%/+18.7%。

表14：2023-2025年公司收入及盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	3,949.88	4,616.19	5,426.89	6,330.81
YOY	14.64%	16.87%	17.56%	16.66%
毛利率	18.81%	18.99%	19.47%	19.98%
收入分产品				
毛精纺纱线	2,243.91	2,524.84	3,016.68	3,604.33
YOY	8.93%	12.52%	19.48%	19.48%
占比	57.09%	54.70%	55.59%	56.93%
销售量（吨）	13643.66	15826.65	18358.91	21296.33
YOY	2.09%	16.00%	16.00%	16.00%
单吨售价（万元/吨）	16.45	15.95	16.43	16.92
YOY	6.71%	-3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	25.35%	24.58%	24.73%	24.87%
羊绒纱线	1,071.19	1,369.33	1,572.72	1,766.35
YOY	29.03%	27.83%	14.85%	12.31%
占比	27.25%	29.66%	28.98%	27.90%
销售量（吨）	1607.77	2014.95	2268.86	2498.24
YOY	23.51%	25.33%	12.60%	10.11%
均价（万元/吨）	66.63	67.96	69.32	70.70
YOY	4.47%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	11.39%	15.00%	16.00%	17.00%
羊毛毛条	585.84	689.00	798.38	913.80
YOY	18.31%	17.61%	15.88%	14.46%
占比	14.91%	14.93%	14.71%	14.43%
改性处理及染整加工	26.74	29.82	35.33	41.84
YOY	-35.31%	11.55%	18.45%	18.45%
占比	0.68%	0.65%	0.65%	0.66%
其他	2.70	3.20	3.79	4.49
YOY	24.42%	18.45%	18.45%	18.45%
占比	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
归母净利润（百万元）	390	464	554	658
YOY	30.66%	18.94%	19.53%	18.68%
EPS（元/股）	0.54	0.65	0.77	0.92

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

4.2. 估值

我们预计 23-25 年公司 EPS 分别为 0.65/0.77/0.92，对应 PE 分别为 13/11/9X。选取上游纺纱龙头企业华孚时尚、百隆东方、台华新材，以及具备类似的扩产+海外布局+市场份额提升逻辑的辅料龙头伟星股份作为可比公司，23-25 年 PE 均值为 15/12/10X，公司估值偏低。

公司为国内毛精纺纱生产龙头，虽然所处赛道为小众细分领域、成长性有限，但行业格局相对清晰，公司羊毛和羊绒业务分别处于全球第二、第三地位，在公司自身战略变革下，羊毛业务以产促销、羊绒业务产能释放，同时在品牌重塑、产品多元化、客户拓展等方面积极进取，业绩有望保持持续稳健增长、市场份额有望进一步提升。我们认为公司 α 逻辑清晰，应在传统的周期性纺织上游企业估值基础上给予溢价，当前估值偏低，首次覆盖给予“买入”评级。

表15: 可比公司估值水平

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002042.SZ	华孚时尚	54.6	-3.51	4.12	5.57	6.37	/	13.3	9.8	8.6
601339.SH	百隆东方	88.2	15.63	13.09	14.04	15.95	5.6	6.7	6.3	5.5
603055.SH	台华新材	101.8	2.69	5.00	7.41	9.32	37.9	20.4	13.7	10.9
002003.SZ	伟星股份	103.9	4.89	5.40	6.18	7.20	21.3	19.2	16.8	14.4
	平均值						/	14.9	11.7	9.9
603889.SH	新澳股份	60.2	3.90	4.64	5.54	6.58	15.4	13.0	10.9	9.2

数据来源: Wind, 华孚时尚盈利预测来自 Wind 一致预测, 其余公司盈利预测均来自东吴证券研究所预测, 交易数据以 2023/7/28 收盘价计算。

5. 风险提示

市场需求波动: 羊毛业务扩产后, 如果终端需求波动较大, 将影响产能利用率、从而影响羊毛业务业绩; 新增羊绒业务产能释放空间较大, 但终端需求波动可能影响产能释放节奏。

原材料价格大幅波动: 公司原材料主要为进口澳大利亚羊毛和国内山羊绒, 澳毛价格和中国山羊绒价格波动均将对公司毛利率形成较大影响。

公司产能扩张节奏不及预期: 以产促销策略下, 羊毛业务产能扩张及投放节奏若不及预期, 将对业绩形成影响。

新澳股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,307	3,651	4,327	5,130	营业总收入	3,950	4,616	5,427	6,331
货币资金及交易性金融资产	1,110	1,137	1,468	1,911	营业成本(含金融类)	3,207	3,739	4,370	5,066
经营性应收款项	395	444	518	585	税金及附加	17	16	19	22
存货	1,745	2,044	2,315	2,607	销售费用	72	83	98	114
合同资产	0	0	0	0	管理费用	118	138	163	190
其他流动资产	57	26	26	27	研发费用	107	115	136	158
非流动资产	1,339	1,414	1,434	1,446	财务费用	(12)	16	16	13
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	15	14	16	19
固定资产及使用权资产	1,158	1,246	1,277	1,299	投资净收益	4	2	3	3
在建工程	53	42	34	27	公允价值变动	(4)	0	0	0
无形资产	98	95	92	89	减值损失	(26)	(10)	(30)	(60)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	38	23	27	32
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	469	537	642	762
其他非流动资产	29	29	29	29	营业外净收支	(1)	1	1	1
资产总计	4,646	5,065	5,761	6,576	利润总额	467	538	643	763
流动负债	1,446	1,393	1,523	1,667	减:所得税	59	65	77	92
短期借款及一年内到期的非流动负债	612	612	612	612	净利润	408	473	565	671
经营性应付款项	593	482	563	652	减:少数股东损益	19	9	11	13
合同负债	59	75	87	101	归属母公司净利润	390	464	554	658
其他流动负债	182	224	261	301	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.54	0.65	0.77	0.92
非流动负债	168	168	168	168	EBIT	418	524	641	780
长期借款	150	150	150	150	EBITDA	553	648	772	919
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.81	18.99	19.47	19.98
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	9.87	10.04	10.21	10.39
其他非流动负债	12	12	12	12	收入增长率(%)	14.64	16.87	17.56	16.66
负债合计	1,615	1,561	1,691	1,835	归母净利润增长率(%)	30.66	18.94	19.53	18.68
归属母公司股东权益	2,957	3,421	3,975	4,632					
少数股东权益	74	84	95	108					
所有者权益合计	3,031	3,504	4,070	4,741					
负债和股东权益	4,646	5,065	5,761	6,576					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	373	227	476	583	每股净资产(元)	5.78	6.68	7.77	9.05
投资活动现金流	(125)	(174)	(119)	(124)	最新发行在外股份(百万股)	716	716	716	716
筹资活动现金流	26	(26)	(26)	(26)	ROIC(%)	10.22	11.42	12.39	13.28
现金净增加额	288	27	331	433	ROE-摊薄(%)	13.18	13.55	13.94	14.20
折旧和摊销	135	125	130	138	资产负债率(%)	34.76	30.82	29.36	27.91
资本开支	(77)	(176)	(122)	(117)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.44	12.98	10.86	9.15
营运资本变动	(155)	(453)	(281)	(316)	P/B(现价)	1.45	1.26	1.08	0.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，中国香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>