

以产促销见成效，市占率有望3年翻倍

新澳股份(603889)

主要观点:

我们认为，(1) 短期来看，羊毛历史价格中枢在 1000-1500 澳分/公斤，本轮从 858 澳分/公斤上涨到 1428 澳分/公斤、近期回落至 1361 澳分/公斤，我们估计主要由于近期雨水偏多；但由于绵羊供给端 18 年以来持续下降、2020 年 6 月绵羊数历史新低 (6353 万头)，因此我们判断羊毛价格较 2018 年高点 2116 澳分/公斤仍有上涨空间；(2) 中期来看，公司募投项目投产将带动公司产能稳步增长，在以产促销的政策下有望带动公司市占率实现翻倍；(3) 长期来看，公司积极开拓羊毛应用领域 (例如瑜伽服、家居服)，有望增大羊毛下游的市场需求规模，此外，公司 2020 年开始拓展羊绒纱线品类，有望创建第二增长曲线。预计 2021-2023 年收入分别为 36/47/58 亿元，EPS 分别为 0.62、0.79、1 元，2021 年 9 月 14 日收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 12、9、7X，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 公司介绍：毛精纺纱产业链一体化龙头企业

新澳股份 2014 年末上市，是全球毛精纺纱线龙头企业、市占率接近 5%。我们估计目前公司拥有年产毛精纺纱 1.35 万吨、毛条 8000 吨、染色 1.5 万吨、羊绒 2700 吨的产能。

► 公司优势：交期领先于同业，快反供应链能力强

1) 产业链完整，交期、起订量优势领先于同业；2) 专业的研发设计团队，依托大平台创新；3) 销售渠道：全球多点布局，营销网络发达。

► 成长驱动：扩产与提价共振，拓展家纺和瑜伽服新品类

1) 羊毛价格上涨，带动产品提价及盈利能力提升；2) 以产促销，产能利用率大幅提升；3) 拓品类：积极拓展运动领域，分享运动市场红利；4) 横向拓宽羊毛业务至羊绒领域。

风险提示

羊毛价格下降风险；产品提价不及预期风险；替代品风险；扩产不及预期；客户拓展不及预期；系统性风险

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,710	2,273	3,630	4,671	5,832
YoY (%)	5.6%	-16.1%	59.7%	28.7%	24.8%
归母净利润(百万元)	143	151	318	406	514
YoY (%)	-28.2%	5.8%	109.8%	27.8%	26.5%
毛利率 (%)	14.3%	15.1%	17.5%	17.6%	18.0%
每股收益 (元)	0.28	0.30	0.62	0.79	1.00
ROE	6.0%	6.0%	11.2%	12.5%	13.6%
市盈率	26.71	24.93	12.05	9.43	7.45

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	7.48
股票代码:	603889
52 周最高价/最低价:	8.33/4.37
总市值(亿)	38
自由流通市值(亿)	38
自由流通股数(百万)	511.75



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

正文目录

1. 公司简介：优质毛精纺纱龙头，市占率 5%左右	4
1.1. 历史回顾：20Q4 以来下游需求恢复，羊毛价格恢复上涨	4
1.2. 资本市场：上行阶段 PE 估值在 16-24 倍波动	7
1.3. 股权结构：大股东持股比例高，上市以来从未减持	8
2. 行业分析：羊毛价格恢复到历史中枢，仍有上涨空间	9
2.1. 市场规模：2021 年中国毛纺织行业市场规模预计为 70.7 亿元	9
2.2 竞争格局：国际品牌同台竞争高端市场，市场集中度提升空间大	11
3. 公司优势：交期领先于同业，快反供应链能力强	13
3.1 产业链完整，交期、起订量优势领先于同业	13
3.2 自动化、智能化水平超越同业	13
3.3 销售渠道：全球多点布局，营销网络发达	14
4. 成长驱动：扩产与提价共振，拓展家纺和瑜伽服新品类	15
4.1 羊毛价格上涨，带动产品提价以及盈利能力提升	15
4.2 以产促销，产能利用率大幅提升	16
4.3 拓品类：积极拓展运动领域，分享运动市场红利	18
4.4 横向拓宽羊毛业务，加速多元化发展	19
5. 盈利预测和投资建议	19
6. 风险提示	21

图表目录

图 1 历年营业收入、归母净利及增速（亿元，%）	4
图 2 历年毛利率和净利率（%）	4
图 3 公司主要产品毛利率（%）	4
图 4 2015-2020 年各业务收入占比	5
图 5 2020 年新澳主要子公司收入及净利（万元）	5
图 6 毛精纺纱线产能利用率（锭）	5
图 7 公司主要产品产量（吨）	5
图 8 新澳股份 PE BAND	8
图 9 上市至今股价走势（前复权）	8
图 10 2015-2021 年中国毛纺织业市场规模（亿元）	10
图 11 中国毛纺织行业销售增长率及销售利润率	10
图 12 2020 年全球各国羊毛产量占比	11
图 13 澳大利亚绵羊和羔羊数量（万头）	11
图 14 澳洲东部羊毛拍卖市场指数（澳分/公斤）	11
图 15 澳洲羊毛供应量及成交率	11
图 16 羊毛毛条成本结构	13
图 17 毛精纺纱成本结构	13
图 18 2011-2020 年研发支出及增速（百万元，%）	14
图 19 2011-2020 年研发费用率及增速（%）	14
图 20 新澳主要合作服装品牌客户	15
图 21 前五大客户销售额及占比（亿元，%）	15
图 22 2015-2020 年各地区收入占比（%）	15
图 23 内外销收入及增速（亿元，%）	15
图 24 历年毛精纺纱、羊毛毛条和羊毛价格变动图	16
图 25 历年毛精纺纱、羊毛毛条和羊毛价格变动幅度对比图（%）	16
图 26 毛精纺纱、羊毛毛条历年毛利率（%）	16
图 27 历年毛利率和羊毛价格变动图	16
图 28 公司毛精纺纱线产能规模（锭）	18

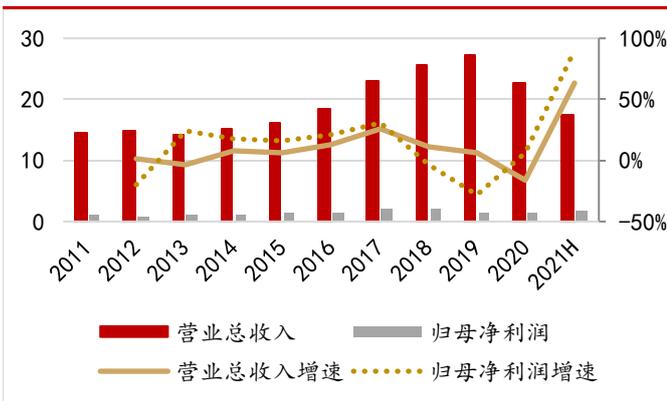
表 1 公司大事记.....	6
表 2 新澳股份股权结构（截至 2021H1）.....	9
表 3 股权激励计划.....	9
表 4 国内竞争对手对比情况.....	11
表 5 国际同业公司对比.....	12
表 6 数字化赋能新营销.....	17
表 7 公司募集资金使用情况.....	18
表 8 2019 公司于德国慕尼黑 ISPO Munich 国际体育用品博览会推出的产品.....	19
表 9 收入拆分.....	20
表 10 可比公司估值.....	21

1. 公司简介：优质毛精纺纱龙头，市占率 5%左右

1.1. 历史回顾：20Q4 以来下游需求恢复，羊毛价格恢复上涨

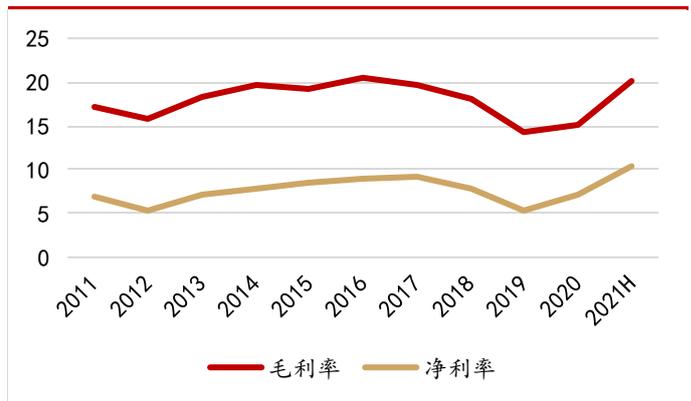
新澳股份成立于 1995 年，2014 年 12 月 31 日上市，是全球毛精纺纱线龙头企业之一、市占率接近 5%。我们估计目前公司拥有年产毛精纺纱 1.35 万吨、毛条 8000 吨、染色 1.5 万吨、羊绒 2700 吨的产能，产品品类覆盖中端、高端、奢侈端及针织服饰、运动休闲、家纺类等纱线产品系列，目前正在拓展瑜伽服品类。工艺上，公司借用欧洲高端设备形成紧密纺、赛络纺等多种先进加工工艺一体的纺纱产业链。

图 1 历年营业收入、归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

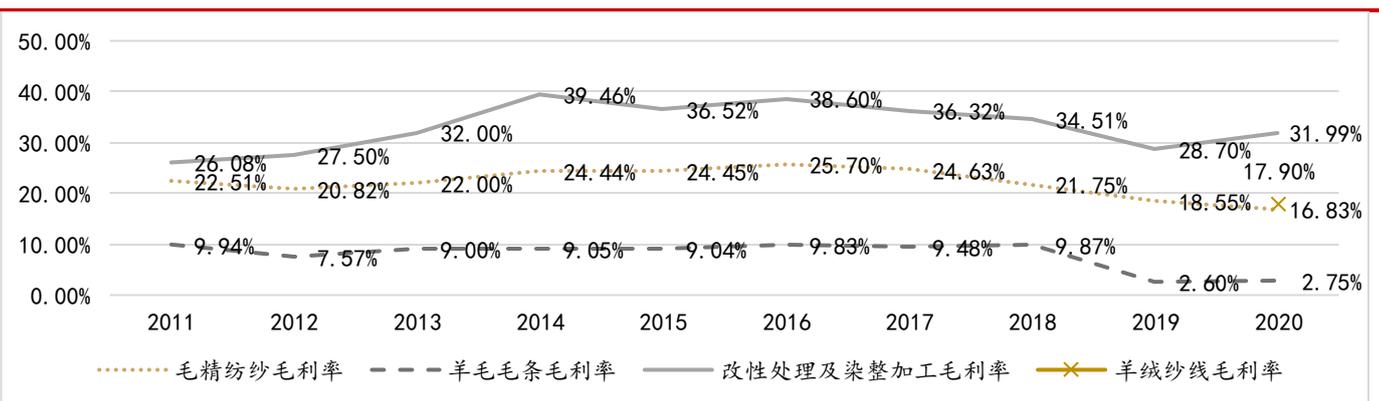
图 2 历年毛利率和净利率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

分业务来看，2020 年公司毛精纺纱/羊毛毛条/羊绒纱线/改性处理及染整加工/其他收入分别为 15.95/3.97/1.95/0.67/0.02 亿元、同比增长-17%/-44%/-/308%/-，占比为 71%/18%/9%/3%/0%，毛利率分别为 16.83%/2.75%/31.99%/17.9%。

图 3 公司主要产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

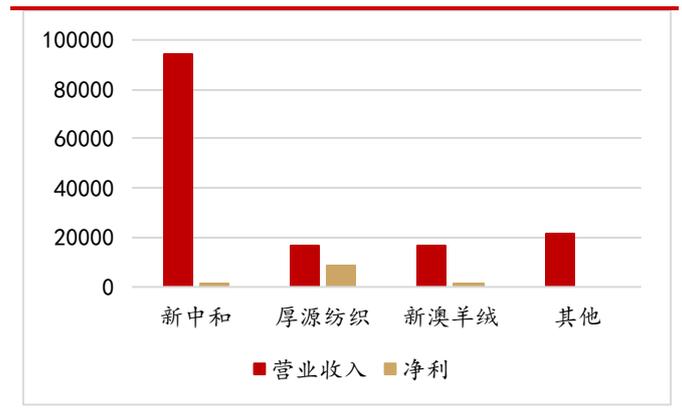
从子公司来看，2020 年新中和（毛条）/厚源纺织（染整加工）/新澳羊绒营业收入分别为 9.43/1.69/1.68 亿元，净利率分别为 1.11%/50%（2020 年受到退散进集腾退补偿等产生的非经影响，往年在 11-15%左右）/ 9.84%。

图 4 2015-2020 年各业务收入占比



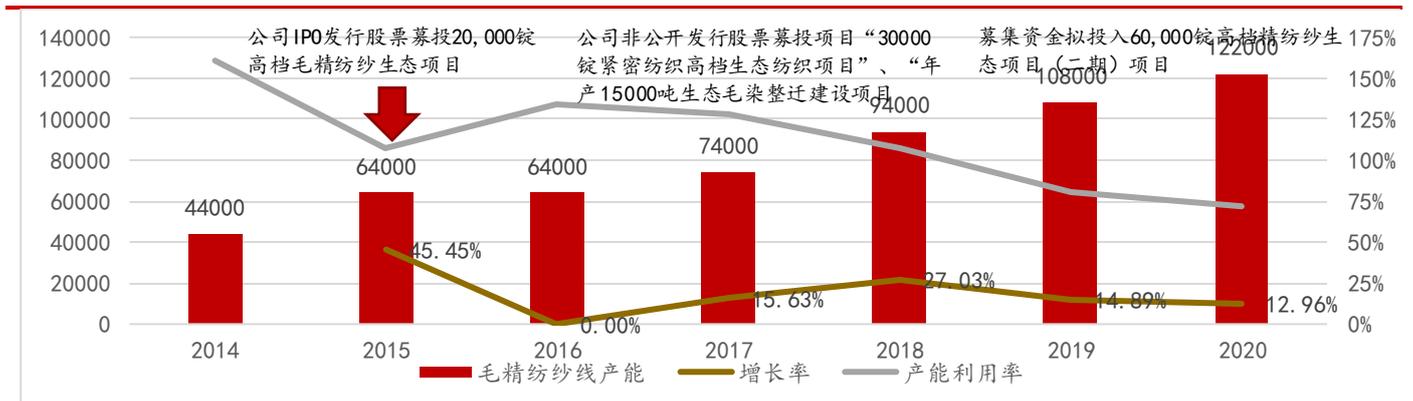
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2020 年新澳主要子公司收入及净利（万元）



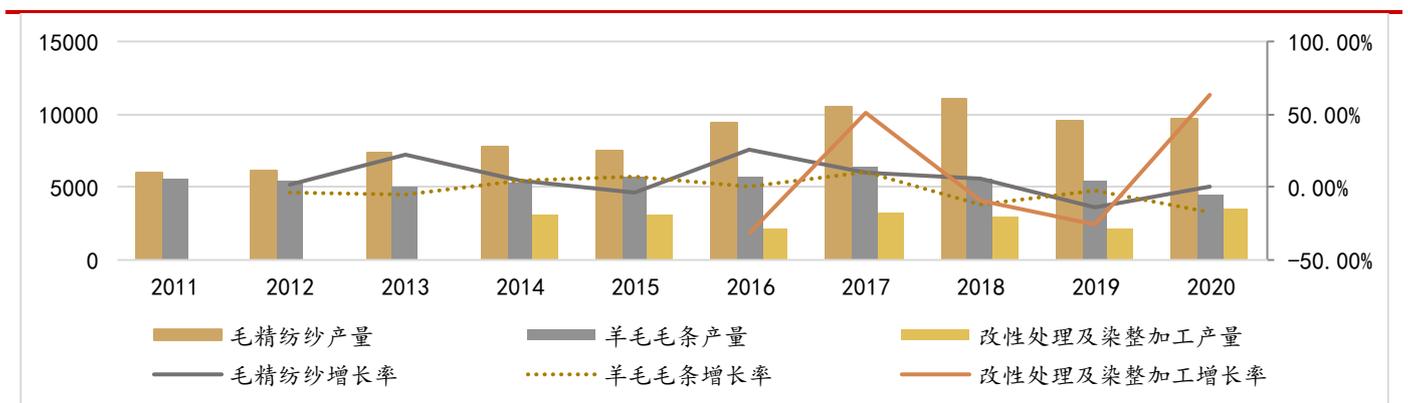
资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：其他包括鸿德羊绒制品、钛源国际、新澳香港、锐源发展、新澳纺织（欧洲）、飞讯科技、邓肯公司。

图 6 毛精纺纱线产能利用率（锭）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 公司主要产品产量（吨）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

回顾公司历史，2011-2020 年公司总收入/归母净利复合增长率分别为 4.99%/4.93%；公司的毛利率在 14%-20%之间波动、净利率在 5%-9%之间波动，主要受羊毛原材料价格波动、人民币对澳元汇率的变化等影响。我们将公司的发展简要分为 4 个阶段：

(1) 2011-2015 年，羊毛价格低迷（900-1100 澳分/公斤），2011-2015 年收入/归母净利 CAGR 分别为 3%/8%。分品类来看，2015 年毛精纺纱/羊毛毛条/改性处理收入占比分别为 69%/30%/2%，年复合增速分别为 8%/-7%/-4%，从量价来看，毛精纺纱 2011-2015 年量/价年复合增速分别为 9%/-1%，毛条 2011-2015 年量/价年复合增速分别为 2%/-8%，收入增长均来自量贡献。

(2) 2016-2017 年，羊毛价格上涨阶段，收入/净利提速增长，2016/2017 年收入增速分别为 13%/26%，归母净利增速分别为 20%/30%。分品类来看，毛精纺纱/羊毛毛条/改性处理收入 2015-2017 年的年复合增速分别为 22%/16%/-2%，拆分量价来看，毛精纺纱 2015-2017 年量/价年复合增速分别为 13%/8%，量价齐升贡；毛条 2015-2017 年量/价年复合增速分别为 3%/14%，毛条价格对羊毛价格变动的敏感性比毛精纺纱更大。

(3) 2018Q4-2020Q3 年，羊毛价格在 2018 年 8 月达到峰值后，19-20 年大幅下降，毛企盈利能力进入下行周期，2018-2020 年收入/归母净利 CAGR 分别为-6%/-13%。分品类来看，2017-2020 年毛精纺纱/羊毛毛条/改性处理收入年复合增速分别为 1%/-14%/79%，拆分量价来看，毛精纺纱 2017-2020 年量/价年复合增速分别为-1%/2%，毛精纺纱价格在羊毛下跌时仍表现稳定，毛条 2017-2020 年量/价年复合增速分别为-11%/-4%。

从订单周期看，公司 40%订单为长协订单，订单周期为 1 年、不受羊毛价格短期波动影响，另外 60%订单周期为 2 周、产品价格随行就市；从库存周期看，公司库存周期一般在 1-3 个月、根据对羊毛价格的判断略有调整，但是每周均会采购，因此较短的订单周期使得公司产品价格对羊毛价格的变动更加敏感。

2018 年受澳洲干旱天气以及山火影响，澳毛大幅减产，年内价格上涨超 20%，2018 年 8 月羊毛价格达到峰值 2094 澳分/公斤，2019 年 2 月受到中美贸易战等不利因素影响，中国厂商订单数量大幅下降、使得澳毛价格下行；2020 年受到疫情冲击，羊毛价格进一步下降，2020 年 9 月羊毛价格最低跌至 858 澳分/公斤。

(4) 2020Q4 至今：量价齐升，2021H 收入同比增长 63%，拆分来看，估计量/价分别增长 50%/10%左右，量增主要来自产能利用率提升，即受益于 20Q4 以来需求复苏，2018-2020 年逆周期投放的产能得到释放，尤其 2020 年 9-10 月受冷天气提前的催化、出现旺季补货现象，产能利用率持续恢复，20Q3/Q4 销售量同比增长 5%/27%；价增主要受益于全球货币超发叠加疫情后下游需求恢复，羊毛价格大幅上涨促使产品提价。

表 1 公司大事记

时间	大事记
1995 年	浙江新澳纺织股份有限公司成立
1999 年	创办浙江厚源纺织有限公司（染整加工服务）
2003 年	与台湾中和羊毛工业股份有限公司合作，创办新中和羊毛有限公司（羊毛毛条）
2004 年	实施股份改造，浙江厚源纺织股份有限公司成立，建立省高级技术研发中心

2007 年	实施股份改革，整体改组为浙江新澳纺织股份有限公司
2014 年	在上交所主板上市，首次发行募集资金总额为 478,906,000.00 元，用于“20,000 锭高档毛精纺纱生态项目”和偿还 1 亿元银行贷款项目。前一项目于 2015 年 10 月顺利完工并达产。
2015 年	向公司董事及高管等 23 名激励对象授予 288 万股限制性股票，授予价格为 4.93 元（前复权），授予条件为 2015/2016/2017 年净利润相比 2014 年增长不低于 5%/10%/20%，公司 2015-2017 年达成业绩条件。
2016 年	公司最终终止了收购意大利 Baruffa 控股权的计划 落成省级浙江省新澳纺织技术暨羊毛针织产品研发中心(KDC)
2017 年	公司被重新认定为高新技术企业，享受税收优惠政策期限三年 公司非公开发行股票募投项目“30,000 锭紧密纺高档生态纺织项目”，募资总额 89,106.88 万元。
2019 年	设立宁夏新澳羊绒有限公司，开拓羊绒纱线业务。
2020 年	以 4,200 万元人民币收购英国邓肯 100%股权（海外羊毛高端制造基地），对应 2020 年 PE 为-9.84，对应 PS 为 0.49
	可转债核准批复，募集资金拟投入 60,000 锭高档精纺纱生态项目（二期）项目和年新增 6,000 吨毛条和 12,000 吨功能性纤维改性处理生产线项目。
	公司“60,000 锭高档生态纱项目”（一期）项目 28,000 锭产能全部释放。
	子公司新中和新设子公司嘉兴飞讯特种纤维科技有限公司，聚焦功能性纤维制造。

资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

1.2. 资本市场：上行阶段 PE 估值在 16-24 倍波动

2014 年上市至今（截止至今 2021 年 9 月 10 日），公司股价上涨 39.01%、跑输 SW 纺织服装指数 2.1PCT。公司的总市值为 40.43 亿元，公司上市以来累计募集资金（按增量负债计算）16.46 亿元，累计分红 5.76 亿元。我们可以将公司的资本市场历程分为 4 个阶段：

(1) 2014-2015 年：公司 2014 年末上市，上市迎来 2015 年牛市，股价最高达 15.15 元、对应 PE 18 倍（2015/05/29），2015 年下半年受大盘带动以及业绩增速放缓影响，股价下行，股价最低跌至 6.39 元、对应 PE 为 7.7 倍（2015/9/15）。

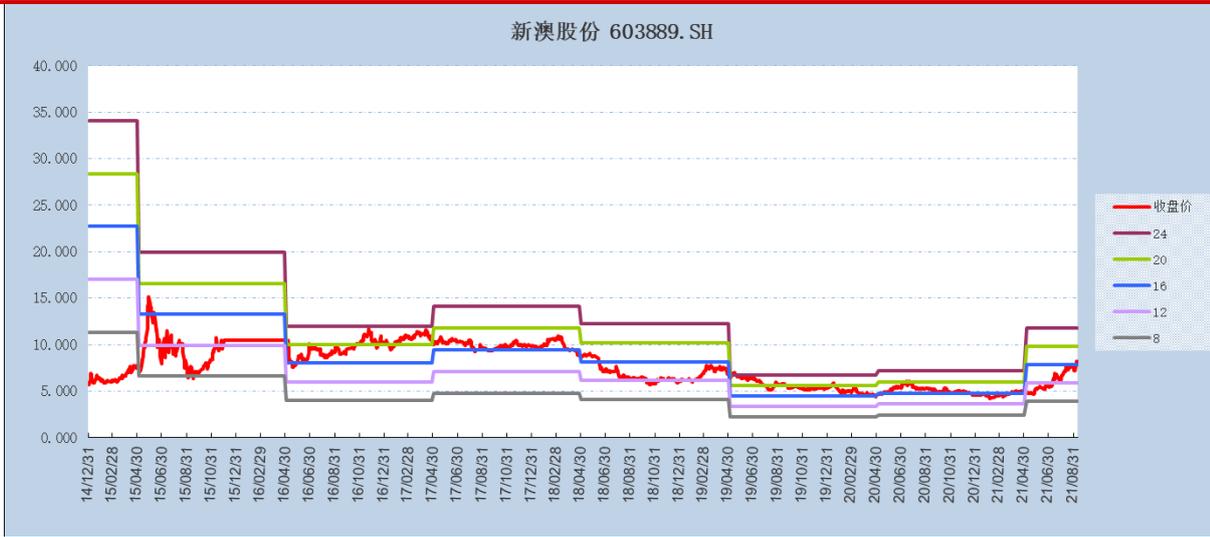
(2) 2016-2017 年：羊毛价格稳步上涨，公司盈利能力进入上行通道，推动 2016/2017 年净利分别增长 20%/30%，此阶段估值在 16-24 倍左右。2016 年 6 月，公司发布定增预案，以 8.75 元/股（前复权价）增发 6849.11 万股。

(3) 2018-2020 年：2018 年羊毛价格受澳洲山火影响大幅上涨，推动毛纺产品价格持续走高，导致毛纺产品的需求受到抑制，影响公司毛利率下降 2PCT、净利率随之下降 1.2PCT；2019 年受中美贸易战影响、出口形势严峻，加之国内需求端消费疲软，澳毛价格进入下行区间，2020 年受疫情冲击羊毛价格进一步下跌，公司产能利用率和盈利能力受到明显影响，股价最低下跌至 4.19 元（2021/2/4）、对应 PE 估值 14 倍。

(4) 2021 年至今：20Q4 业绩出现改善、销量大幅提升 27%，21Q1 受益羊毛上涨毛利率已提升至 19.5%、同比提高 5.5PCT，21Q2 产能利用率和盈利能力持续改善，

6-7 月公司产能已经打满，受此影响，公司股价大幅上涨，最高股价达 8.33 元、对应 PE 为 17 倍。

图 8 新澳股份 PE BAND



资料来源：华西证券研究所。注：PE 由前复权价格/当年 EPS 算出，例如 2020/5-2021/4 月使用 2020 年 EPS 计算所得，往前依此类推，2021/4 至今使用 wind2021 年一致预期的 EPS 算得。

图 9 上市至今股价走势（前复权）



资料来源：wind，华西证券研究所

1.3. 股权结构：大股东持股比例高，上市以来从未减持

截止 2021H1 末，控股股东为沈建华先生、合计控股 45.59%，其中通过浙江新澳实业有限公司持有 31.09%股权、直接持有 14.5%股份，上市至今均未减持。

表 2 新澳股份股权结构（截至 2021H1）

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本 比例 (%)
浙江新澳实业有限公司	15,912	31.09%
沈建华	7,419	14.50%
吴立 (2017 年定增进入)	1,619	3.16%
浙江银万斯特投资管理有限公司-银万全盈 17 号私募证券投资基金	903	1.76%
贾伟平 (2017 年定增进入)	899	1.76%
夏坤松 (2019 年进入)	861	1.68%
汤玫 (2018 年进入)	684	1.34%
陈庆特 (2019 年进入)	664	1.30%
长春嘉信股权投资基金管理有限公司-嘉信六合策略精选 3 号基金	589	1.15%
张令婷 (2019 年进入)	582	1.14%
合计	30,133	58.88%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2015 年 10 月 15 日实施股权激励计划，激励对象主要为董事和高层管理人员，2015、2016、2017 年均超额完成计划。

表 3 股权激励计划

时间	股数	行权价	覆盖员工数	行权条件	是否达行权条件
2015	229 万股 (调整后)	15.03 元	23	第一个行权期 2015 年净利润相比 2014 年增长不低于 5%	是
				第二个行权期 2016 年净利润相比 2014 年增长不低于 10%，且相比 2015 年保持增长	是
				第三个行权期 2017 年净利润相比 2014 年增长不低于 20%，且相比 2016 年保持增长	是

资料来源：公司公告 华西证券研究所

2. 行业分析：羊毛价格恢复到历史中枢，仍有上涨空间

2.1. 市场规模：2021 年中国毛纺织行业市场规模预计为 70.7 亿元

2019 年我国毛纺织行业市场规模达 71.8 亿元，行业平均净利率 10%左右，但 18 年后受羊毛价格下行、净利率降至 2-3%；行业 20 年受到疫情影响、增速下滑，预计 21 年尚未完全恢复到 19 年水平。

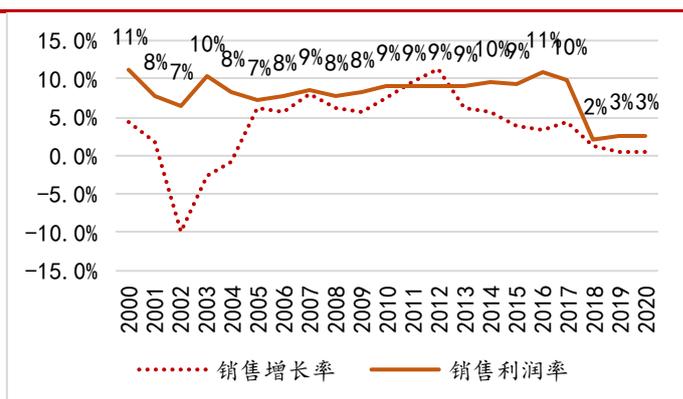
回顾历史羊毛价格，价格中枢在 1000-1500 澳分/公斤，这一轮从 858 澳分/公斤上涨到 1468 澳分/公斤、近期回落至 1361 澳分/公斤，我们估计主要由于近期雨水偏多；但由于绵羊供给端 18 年以来持续下降、2020 年 6 月绵羊数历史新低（6353 万头），因此我们判断羊毛价格较 2018 年高点 2116 澳分/公斤仍有上涨空间。我们分析，羊毛价格主要受到供需及资金面影响：（1）需求端：2008 年受金融危机影响、2012 年受欧债危机影响、2020 年受疫情影响，羊毛价格大幅下跌；（2）供给端：绵羊数量主要受到天气、当地环保政策等影响，羊毛主要出口国包括澳大利亚、新西兰、阿根廷、南非、俄罗斯、中国等，其中澳大利亚、南非的羊毛产自美利奴羊，羊毛细软、专门用于生产高档羊毛服装，而其他产地例如中国羊种为蒙古羊、藏羊和哈萨克羊，羊毛粗短，多用于家居和地毯，新澳的羊毛采购主要来自澳大利亚、新西兰和南非。一只羊生下来半年后即可产羊毛，成年绵羊每年每只可供应 4-5 公斤羊毛，第 2-3 年的产毛质量最好，一般产毛不超过 5 年会被更换掉。16-17 年供给减少、18 年干旱天气影响，羊毛价格大涨。2020 年澳大利亚全国羊群由于干旱继续下降、达到 1904 年以来的最低水平。截至 2020 年 6 月 30 日，绵羊和羔羊数量为 6400 万只（下降 3%），包括：2000 万只小于一岁的标记羔羊（比 2019 年增长 5%）；3500 万只繁殖母羊（下降 6%）；其他 800 万只羊（下降 9%）。

图 10 2015-2021 年中国毛纺织业市场规模（亿元）



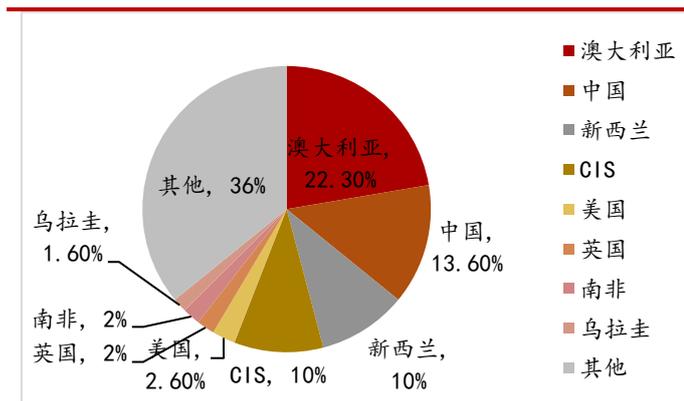
资料来源：中商情报网，华西证券研究所

图 11 中国毛纺织行业销售增长率及销售利润率



资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 2020 年全球各国羊毛产量占比



资料来源：IWTO，华西证券研究所

图 13 澳大利亚绵羊和羔羊数量（万头）



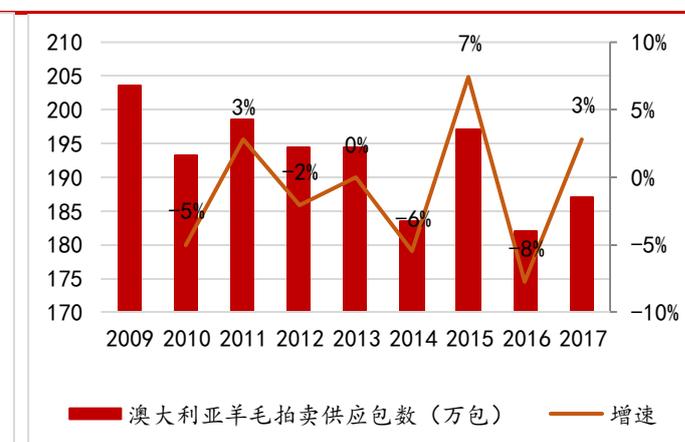
资料来源：澳大利亚国家统计局，华西证券研究所。注：2019/2020 年数据为截至 2020/6 数据。

图 14 澳洲东部羊毛拍卖市场指数（澳分/公斤）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 15 澳洲羊毛供应量及成交率



资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 竞争格局：国际品牌同台竞争高端市场，市场集中度提升空间大

新澳定位高端，国际竞争对手主要为意大利 Baruffa 和德国南方毛业，三家企业在中高端毛纺行业的市场份额在 15%-20%。和国际竞争对手相比，公司在劳动力成本、工人效率上具有明显优势：欧洲员工的成本是中国的 4.5 倍（包含五险一金），但按照工时折算后两者差距在 7.44 倍：欧洲人每年的工作时间是 218 天，而中国员工通过加班加点每年开工时间在 320 天以上。

表 4 国内竞争对手对比情况

同业	主营业务	2020 年产量	分产品收入 (亿元)	产品单价	2020 年收入	毛利率 (%)

公司					(亿元)	
如意集团	纺织品、服装和服饰的设计、生产、销售。羊毛及其他纺织原料辅料的收购、加工及销售，纺织服装技术的研发、推广等。	精纺呢绒：800 万米；服装：300 万套/件/条	精纺呢绒：2.03 服装：5.53 其他：0.30	-	7.86	精纺呢绒：9.58% 服装：29.68% 其他：91.91%
江苏阳光	精纺呢绒面料、毛纺、电汽的生产及销售。	面料：1739.8 万米 电：54960.66 万度 汽：476.69 万吨	纺织行业：13.17 电汽行业：6.04	-	19.72	纺织行业：19.59% 电汽行业：21.63%
南山智尚	精纺呢绒及正装职业装的研发、设计、生产与销售。	精纺呢绒：11.75 万米 西装：113 万套 衬衫：79.09 万件	精纺呢绒：6.18 服装类：7.13 其他：0.26	精纺呢绒：58.4 元/米	13.58	精纺呢绒：25.99% 服装类：32.84% 其他：88.24%
中银绒业	羊绒、羊毛、亚麻及其混纺类纺织品的生产及销售	羊绒纱线：16.97 吨 羊绒制品：8.19 万件 无毛绒：-	羊绒纱线：0.25 羊绒制品：0.13 无毛绒：1.01	羊绒纱线：14.49 万元/吨 羊绒制品：1246.81 元/件 无毛绒：3.3 万元/吨	1.42	羊绒纱线：6.64% 羊绒制品：6.88% 无毛绒：18.31%
新澳股份	毛精纺纱线的研发、生产和销售（主要产品为毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条）。	毛精纺纱：0.96 万吨 羊毛毛条：0.45 万吨 改性处理、染整及羊绒加工：0.36 万吨 羊绒纱线：352.48 吨 其他：109.28 吨	毛精纺纱：15.95 羊毛毛条：3.97 改性处理、染整及羊绒加工：0.67 羊绒纱线：1.96 其他：0.67	毛精纺纱：16.19 万元/吨 羊毛毛条：9.28 万元/吨 改性处理、染整及羊绒加工：1.92 万元/吨 羊绒纱线：70.33 万元/吨	22.73	毛精纺纱：16.83% 羊毛毛条：2.75% 改性处理、染整及羊绒加工：31.99% 羊绒纱线：17.90% 其他：12.81%

资料来源：各公司公告，wind，华西证券研究所。注：中银绒业 2019 年破产重组，体内生产厂房、设备等重资产全部剥离，业务单元保留东方羊绒、江阴绒耀两个贸易型公司，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，所以 2020 年产量远小于其他公司。

表 5 国际同业公司对比

	公司	产能	主要产品	竞争优势
德国	SUEDWOLLE GMBH & CO. KG (在中国设立张家港扬子纺纱有限公司)	26000 吨 (50%针织)	精纺毛纱、混纺毛纱、其它纤维纱 (包括双股、单股纯羊毛纱，精纺白坯纱，针织色纱等)	产销量大，库存多样且充足，产品多样化。

意大利	Zegna Baruffa Lane Borgosesia	精纺针织纱线：3000 吨	精纺针织纱线（羊毛、羊绒、蚕丝等）	产品统一在意大利工厂完成，经特殊工艺加工，深受世界一流针织服装品牌企业欢迎。
中国大陆	新澳股份	毛精纺纱：13500 吨	毛精纺纱、羊毛毛条、羊绒纱线等	批量小，迅速反应能力强，人工成本低。

资料来源：网络公开数据，华西证券研究所

3. 公司优势：交期领先于同业，快反供应链能力强

3.1 产业链完整，交期、起订量优势领先于同业

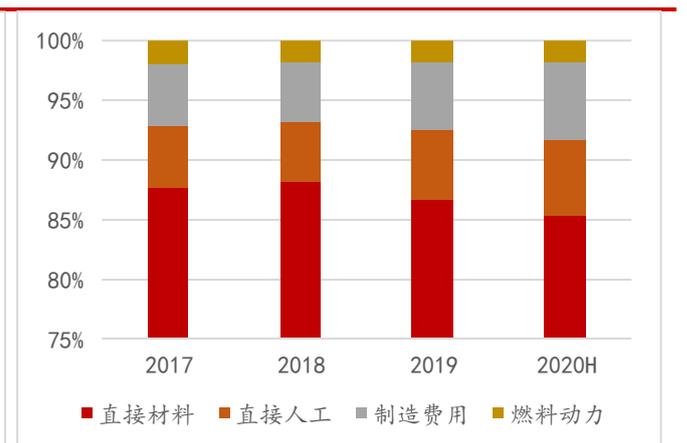
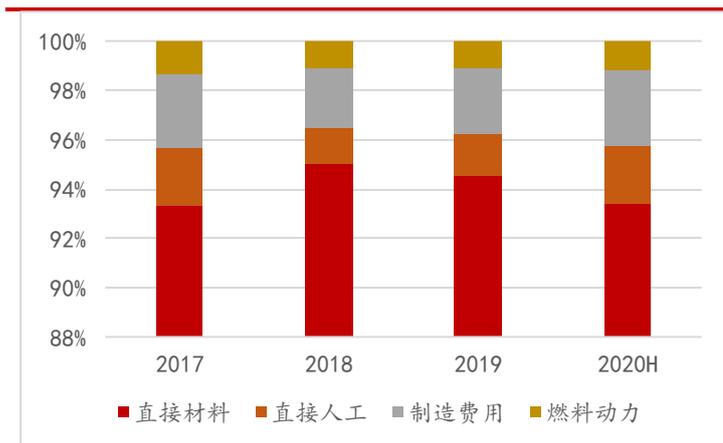
公司已成了毛条制条、改性处理、纺纱、染整精加工于一体的纺纱产业链。受益于产业链完整，公司小单快反能力强，最快的订单交付时间为 15 天，旺季需要 2 个月左右，而同行欧洲企业交付期至少两个月，同时公司服务好于欧洲企业，欧洲企业节假日无法取得联系，中方企业全年 365 天均在线。

此外，在小批量定制开发订单上，公司建立了打样车间提升服务水平，从原料到产品生产都是小批量、多品种，欧洲公司的起订量为 1000 公斤，而新澳能做到 5 公斤起订。

从 2017-2020H 数据来看，羊毛毛条单吨成本在 9-12 万元/吨左右、主要受原材料价格波动影响（原材料占比在 93-95%左右），单吨羊毛毛条在直接人工/制造费用/燃料动力上的成本较稳定，分别在 0.2/0.3/0.13 万元/吨左右。毛精纺纱单吨成本在 12-15 万元/吨左右、主要受到原材料价格以及产能利用率影响。毛精纺纱中的原材料占比低于羊毛毛条、在 85-88%左右，直接人工/制造费用/燃料动力占比分别约为 5-6%/5-6%/2%左右、主要受到产能利用率影响。

图 16 羊毛毛条成本结构

图 17 毛精纺纱成本结构



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

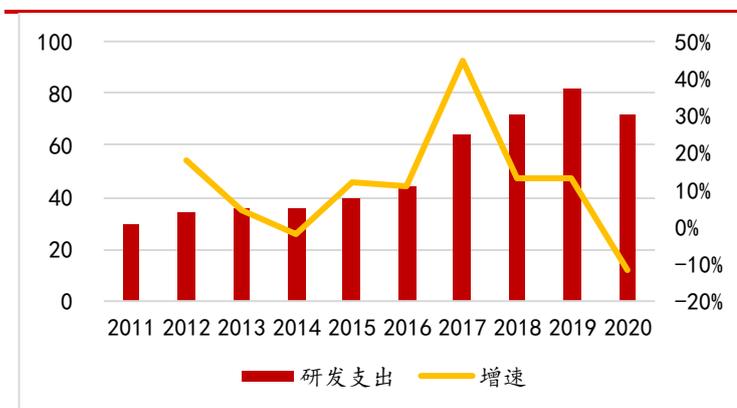
3.2 自动化、智能化水平超越同业

公司成立以来陆续聘请了业内水平较高的后整理、设计研发、市场营销、纺纱技术人员，与国外对手差距不断缩小，特别是在新材料的研发上。公司拥有独立的产品设计开发团队，同时与澳大利亚羊毛发展有限公司、香港理工大学、浙江理工大学、东华大学、嘉兴学院等外部研究机构与组织建立稳定的技术合作关系，在多个相关技术领域进行技术交流与合作研发，并取得多项技术创新成果。公司自主研发获授专利共计百余项。

从研发费用上看，公司每年在新材料方面的研发投入是 4000 多万，未来技术研发方面有望反超欧洲。同时，欧洲竞争对手盈利水平一般，银行和资本市场的支持力度不大，而新澳盈利稳健，在硬件的自动化、智能化水平方面已经超越对手。

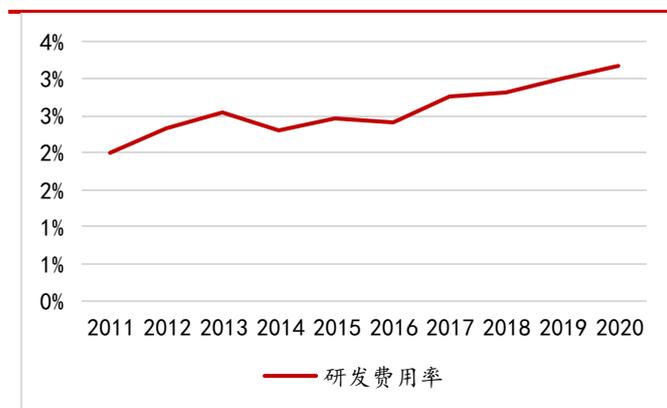
智能制造方面，公司深化推进“基于智能制造及立体仓储的毛精纺项目”，从而万锭用工从 300 人下降到 80 人。目前国内毛纺企业在 MES、自动化立体仓储、细纱机单锭监测等系统方面投入较少；而公司以指定纺纱车间为试点，在国际领先的自动化设备基础上，率先导入面向毛纺行业的 MES 系统，构建自动化立体仓储。2020 年公司“毛精纺纱线智能车间”获评中国毛纺织行业协会毛纺行业智能制造试点示范企业。

图 18 2011-2020 年研发支出及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 2011-2020 年研发费用率及增速 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3 销售渠道：全球多点布局，营销网络发达

公司与国内知名服装品牌与国外顶尖服饰品牌客户建立了良好的合作关系，成为众多知名服装品牌的指定纱线供应商之一。其合作品牌包括：国内市场的宝姿、雅莹、哥弟、雅戈尔；国际市场的 TORY BURCH（美国）、COS（英国）、Armani（意大利）、HUGO BOSS（德国）、SANDRO（法国）、Sports Craft（澳大利亚）、Muji（日本）、Lululemon（加拿大）、IceBreaker（美国）等。高端客户壁垒较高，一般至少合作 10 年以上才愿意给大批量订单。

从客户结构来看，2020 年公司前五名客户销售额为 2.35 亿元，占总销售额的 10.34%，未来在老客户的拓展和新客户的开发上均存在增长空间。

图 20 新澳主要合作服装品牌客户

国内客户：宝姿、雅莹、哥弟、雅戈尔

美国：TORY BURCH、IceBreaker

欧洲：COS（英国）、SANDRO（法国）、Armani（意大利）、HUGO BOSS（德国）

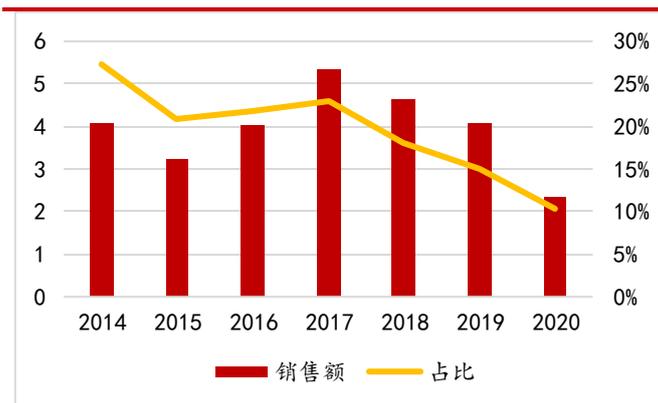
澳大利亚：Sports Craft

日本：Muji

加拿大：Lululemon

资料来源：公司公告，华西证券研究所

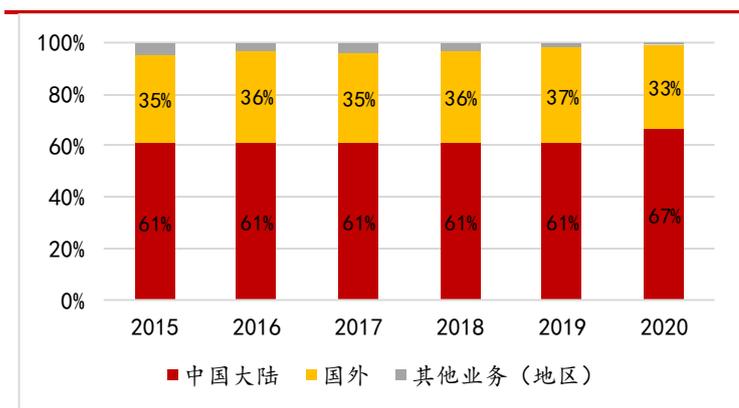
图 21 前五大客户销售额及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

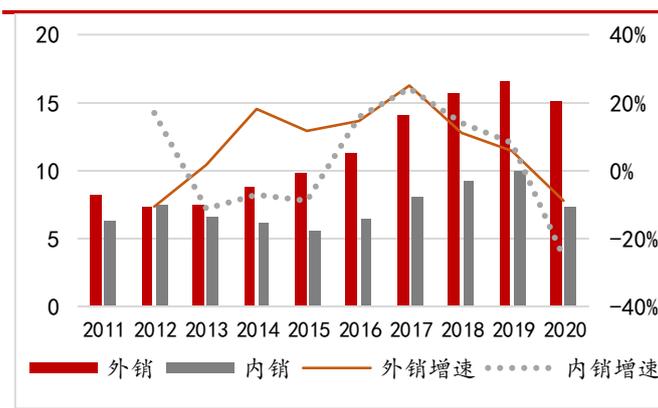
全球多点布局，营销网络发达，毛精纺纱均采用自营模式进行销售。目前，公司在全球约有 4000 多家客户，在国内市场约有 500 多家服装品牌合作者，国内营销网络覆盖了国内大多省份和境外二十多个国家和地区，国外覆盖了美国、英国、法国、德国、日韩、北欧等市场，并在当地设立办事处，聘请专业团队进行市场开拓。目前，公司内外销已形成较为稳定的结构，内销收入占比 65%（其中间接出口 60%左右）、外销收入占比 35%。

图 22 2015-2020 年各地区收入占比 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 内外销收入及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 成长驱动：扩产与提价共振，拓展家纺和瑜伽服新品类

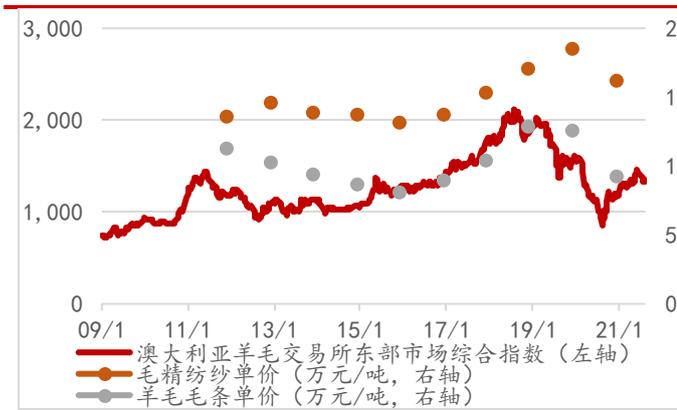
4.1 羊毛价格上涨，带动产品提价以及盈利能力提升

公司产品毛精纺纱和羊毛毛条的价格与羊毛价格强相关，毛精纺纱价格在羊毛价格下降时仍能相对平稳（2018-2020 年羊毛价格下降 36%，而毛精纺纱仅下降 5%），在羊毛价格上涨时能实现随之提价（2015-2018 年羊毛价格上涨 58%，毛精纺纱提价 30%）；羊毛毛条受羊毛价格变动的影 响更大，2015-2018 年毛条价格上涨 60%、和羊毛价格涨幅持平，2018-2020 年羊毛毛条价格下降 28%、略低于羊毛价格降幅。

从历史羊毛价格和公司毛利率水平看，羊毛价格上涨时公司毛利率显著呈现提升态势，毛精纺纱/毛条毛利率历史最高达 25.7%/10%。

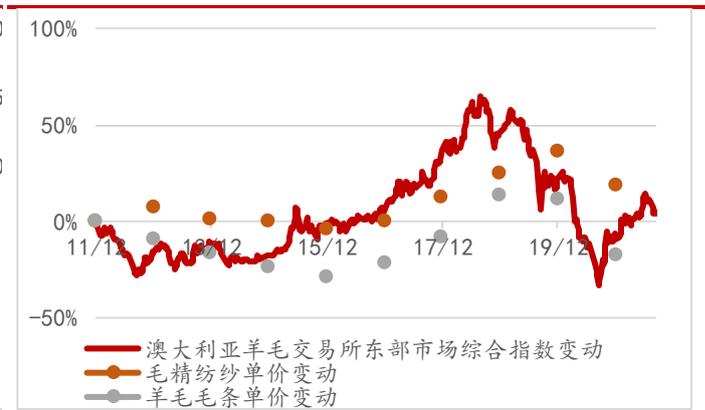
2020 年 9 月以来，受全球货币超发以及后疫情时代需求复苏影响，AWEX 东部市场指数从 858 澳分/公斤上涨最高达 1468 澳分/公斤、涨幅超 70%。从羊毛价格的可持续性上看，羊毛供给端较稳定，澳大利亚羊存栏数主要受草场面积影响、较为稳定，此外单羊出毛率会受到天气影响，但总体来说供给端较稳定；从需求端来看，羊毛定位奢侈品且是小品类，羊毛占整体纺织材料的不到 1%。短期来看，疫情主要对蓝领阶级的冲击较大、羊毛作为奢侈品受影响较小且恢复较快；中长期来看随着人均收入提升，羊毛的需求有望增长，而在供给端较稳定的情况下羊毛价格有望稳步提升。

图 24 历年毛精纺纱、羊毛毛条和羊毛价格变动图



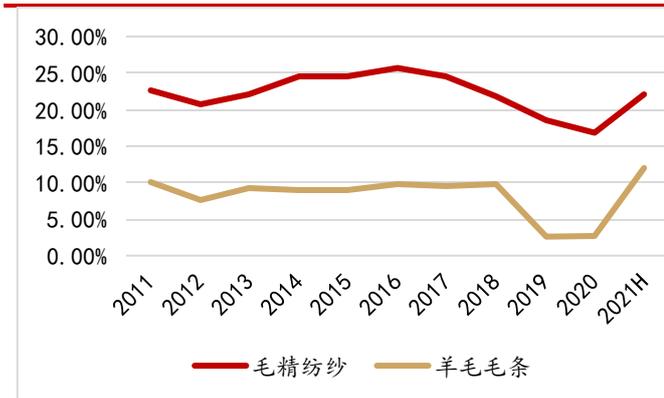
资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

图 25 历年毛精纺纱、羊毛毛条和羊毛价格变动幅度对比图 (%)



资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

图 26 毛精纺纱、羊毛毛条历年毛利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 27 历年毛利率和羊毛价格变动图



资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

4.2 以产促销，产能利用率大幅提升

2020 年公司新总经理上任后，从以销定产的销售策略转变为以产促销的销售策略，产能利用率大幅提升。同时，今年以来，公司配合以产促销的销售策略，进行了

绩效改革，将利润和新投产的固定资产挂钩，来促使产能利用率提升。我们测算，2018-2020 年公司产能利用率仅在 80%左右，而今年上半年得益于疫情后需求恢复以及公司大力拓展客户，6-7月已实现满产，使得上半年公司毛精纺纱销售 8300 万吨、较去年增长超 50%。

表 6 数字化赋能新营销

借力天猫渠道，打造羊毛超级品类	2020 年首次携手 The Woolmark Company（国际羊毛局）和天猫女装开启超级品类日-高端羊毛专场，提出“重塑羊毛美学”，重新定义羊毛新功能、新外观、新品类。此次破圈供应商身份、直接触达终端消费市场的全新尝试，旨在以高品质的羊毛纱线，结合多样化的时尚设计打破传统的羊毛针织，实现多品类、多场景的运用。
供给模式升级，助力品牌玩转电商内容	在个性化与社媒时代，产品故事与内容更容易吸引和打动年轻消费者。公司通过与头部品牌方强强联合，打造电商超级内容，形成从牧场到成衣、从研发到营销的数字化闭环。
联动头部品牌，创新设计师大赛玩法	为了更直接地触达终端消费市场，挖掘与支持新锐设计力量，公司首次将“KNIT FOR NEXT”羊毛针织新锐设计师大赛延伸至消费端，邀请品牌导师、先锋设计师以及年轻设计师合作，以新澳 2021/2022 秋冬流行趋势为设计主题打造胶囊系列成衣，并联合天猫头部服装品牌进行专场线上直播。
建立新媒体矩阵，首次线上发布流行趋势	公司已运营微信公众号、抖音、微博、淘达人、微信视频号等多平台官方账号，逐步形成新媒体平台矩阵。2020 年公司首次以线上时尚大片形式发布新澳 2021/2022 秋冬流行趋势，直观生动地诠释 OVER WHITE、REGENERATION、LIVE IN THE WOLRD、BLACK ENERGY 四大趋势主题。

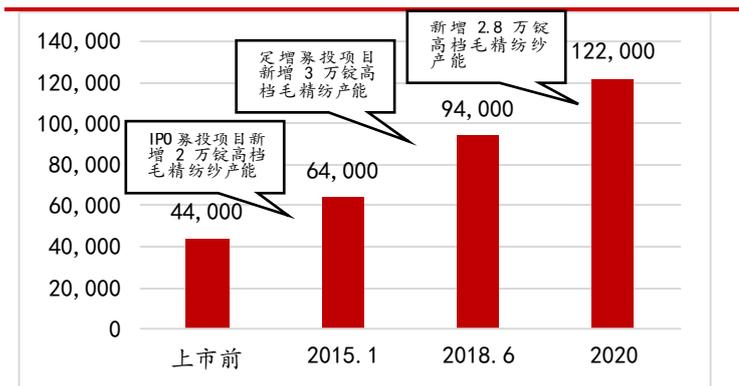
资料来源：各公司公告，wind，华西证券研究所

2014 年以来，公司通过 IPO 2 万锭、定增项目 3 万锭以及自建项目 6 万锭第一期（2.8 万锭），已陆续加码高端毛精纺产能近 8 万锭，毛精纺纱产能规模达 13 万锭、较上市前翻了一番。

2020 年 12 月，公司可转债募投项目，（1）拟投入 6 万锭高档精纺生态纱项目（二期）项目，投产后将新增毛精纺机织纱产能 3,840 吨，我们分析，一方面公司产能稳步扩张将带动市场份额提升，目前公司市占率为 5%，我们判断公司市场份额 5 年有望实现翻番达 10%；二是将优化现有产品结构，二期项目均为高档精纺生态纱；（2）拟实施“年新增 6,000 吨毛条和 1.2 万吨功能性纤维改性处理生产线项目”，提升子公司新中和的毛条加工能力和功能性纤维改性处理能力，有利于公司完善毛纺产业链上游布局，实现集约化、精细化经营，进一步巩固竞争优势。目前新中和该可转债募投项目土建工程正有序推进中。

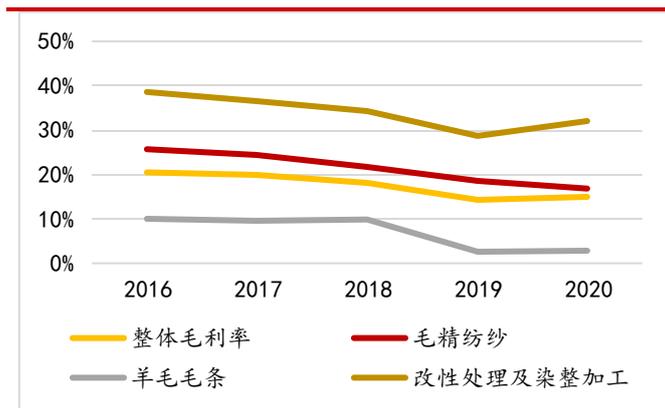
此外，2018 年子公司厚源纺织完成老厂搬迁，通过技术改造和装备提升带来的效率提升有望使得染整产能提升。

图 28 公司毛精纺纱线产能规模（锭）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 29 2016-2020 主要产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 7 公司募集资金使用情况

募投项目	承诺投资额 (万元)	实际投资额 (万元)	2020 年实现效益 (万元)	建设期
30000 锭紧密纺高档生态纺织项目	53000	42384	4578	2 年
年产 15000 吨生态毛染整搬迁建设项目	30000	30021	4607	3 年
欧洲技术、开发、销售中心项目	6107	3727	-	-

资料来源：2020 年度募集资金存放与使用情况专项报告，华西证券研究所

4.3 拓品类：积极拓展运动领域，分享运动市场红利

公司近年来重塑羊毛多元化，打破针织衫等传统品类局限，研发设计了运动羊毛产品、功能性羊毛产品和可持续发展羊毛产品，拓宽羊毛产品在内衣、毛袜、鞋面、运动及户外服饰、家纺用品等领域的应用范围以及覆盖四季的应用时间。公司多年来对运动休闲风格产品的研发推广已初现成效，新澳功能性羊毛纱线开始在瑜伽、滑雪、骑行、徒步等多个领域的纺织品国际市场崭露头角，受到加拿大、挪威、丹麦、新西兰等国中高端运动品牌客户的青睐，目前公司运动、户外系列每年都在稳步增长，近 2 年在国外也在推广运动类产品，我们估计，大圆机产品占比已接近 20% 左右。

2019 年德国慕尼黑 ISPO Munich 国际体育用品博览会上，公司推出多款运动休闲风格纱线新品，并摘得 ISPO 多项殊荣。此外，公司积极开展产品研发，一方面与涤纶、莱赛尔、金银丝等优质纤维混纺，突出羊毛混纺纱线的功能性特点，刷新大众对羊毛纤维的传统认知；另一方面尝试将经编工艺和羊毛配合使用，增强织物的延展性，来提高产品的功能性和舒适度。我们判断，未来羊毛将有望应用于瑜伽服市场、并往家居生活产品进一步延伸。

表 8 2019 公司于德国慕尼黑 ISPO Munich 国际体育用品博览会推出的产品

产品	特点	获奖
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 TOP10 of the BASE LAYER (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，通过了 GRS (全球回收标准) 的认证	ISPO TOP10 of the BASE LAYER (内衣层十佳产品)
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 TOP10 of the STREET SPORTS (街头运动十佳产品)
WALK、JOG、SPRINT、SKIP 四款 FOOTWEAR 系列纱线	运用于流行的羊毛针织运动鞋面，符合运动鞋常规的耐磨、顶破、透气舒适、轻量柔软等性能，更具有羊毛本身吸湿排汗、抗菌防臭等特点。	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.4 横向拓宽羊毛业务，加速多元化发展

2019 年底，公司投资设立子公司宁夏新澳羊绒有限公司，开拓羊绒纱线业务，丰富多元化的产品结构。2020 年，新澳羊绒快速高效地建立起了管理架构、生产和销售体系，团队磨合协作，生产经营逐渐步入正轨，实现扭亏为盈。接下来羊绒业务将进一步加强自主品牌的市场推广力度，通过提高自接经销单比例来加快提升毛利率。2020 年，公司收购英国邓肯 (TODD & DUNCAN LIMITED) 100% 股权，使公司拥有首个海外高端制造基地，承接了邓肯纱厂这一拥有百年历史的世界知名羊绒纱线生产商。

我们认为，羊绒纱线板块未来的成长空间在于：(1) 产能利用率提升，我们估计目前羊绒纱线产能 2700 吨左右，羊绒 2020 年首年经营，产能利用率较低，我们估计 2021 年 6-7 月宁夏新澳已经接近满负荷生产，产能利用率提升将带动今年羊绒业务收入大幅增长；(2) 自营比例提升将带动毛利率提升。

5. 盈利预测和投资建议

我们假设：

(1) 分品类看：考虑到募投项目投产和爬坡进度，我们假设 2021-2023 年毛精纺纱、羊毛毛条、改性处理及染整加工、羊绒纱线销量分别增长 33.15%/10.63%/12.13%、-1.72%/29.74%/2.00%、-6.34%/20.23%/20.00%、239.93%/71.43%/50.00%，假设羊毛价格温和上涨，预计单价分别增长 10%/3%/3%、10%/3%/3%、5%/5%/5%、10%/3%/3%，综合来看 2021-2023 年毛精纺纱、羊毛毛条、改性处理及染整加工、羊绒纱线收入增速分别为 46.47%/13.95%/15.49%、8.10%/33.63%/5.06%、-1.66%/26.25%/26.00%、273.92%/76.57%/54.50%。

(2) 假设羊毛价格温和上涨，参照历史水平，我们假设 2021-2023 年毛精纺纱、羊毛毛条、改性处理及染整加工、羊绒纱线毛利率分别为 19%/19%/19%、6%/6%/6%、32%/32%/32%、20%/20%/20%，综合来看，2021-2023 年毛利率分别为 17.53%/17.65%/18.03%。

(3) 假设 2021-2023 年销售费用率分别为 1%/1%/2%、管理费用率分别为 3%/3%/3%、财务费用率分别为 0%/0%/0%、研发费用率分别为 3%/3%/3%。综上，2021-2023 年净利率分别为 8.75%/8.69%/8.82%。

表 9 收入拆分

	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
总营业收入 (亿元)	22.73	36.30	46.71	58.32
YOY	-16.12%	59.71%	28.67%	24.85%
一、毛精纺纱	15.95	23.36	26.62	30.75
YOY	-17.29%	46.47%	13.95%	15.49%
占比	70.70%	65.49%	57.72%	53.20%
产能 (锭)	122000	136000	136000	168000
YOY	13%	11.48%	0.00%	23.53%
产能利用率	72%	88%	97%	88%
产量	9645	13116	14511	16271
YOY	0.88%	36.00%	10.63%	12.13%
产销率	102%	100%	100%	100%
销量	9851	13116	14511	16271
YOY	-5.43%	33.15%	10.63%	12.13%
单价	16.19	17.81	18.35	18.90
YOY	-12.52%	10%	3%	3%
二、羊毛毛条	3.97	4.29	5.73	6.03
YOY	-43.96%	8.10%	33.63%	5.06%
占比	17.60%	12.03%	12.43%	10.43%
三、改性处理及染整加工	0.67	0.66	0.83	1.05
YOY	307.52%	-1.66%	26.25%	26.00%
占比	2.97%	1.85%	1.80%	1.81%
四、羊绒纱线	1.95	7.29	12.87	19.89
YOY	-	273.92%	76.57%	54.50%
占比	8.64%	20.44%	27.91%	34.42%
五、其他	0.02	0.07	0.06	0.08
净利	1.51	3.18	4.06	5.14
YOY	5.75%	109.76%	27.80%	26.65%
净利率	6.66%	8.75%	8.69%	8.82%

资料来源：华西证券研究所

我们认为，(1) 短期来看，公司量价齐升，量增来自产能利用率提高、使得 2018-2020 年逆周期投产的产能得到释放；价增来自羊毛涨价带来的产品提价；此外受益羊毛价格上涨，公司盈利能力进入上行周期；(2) 中期来看，公司募投项目投产将带动公司产能稳步增长，在以产促销的政策下有望带动公司市占率实现翻倍；(3) 长期来看，公司积极开拓羊毛应用领域（例如瑜伽服、家居服），有望增大羊毛下游的市场需求规模，此外，公司 2020 年开始拓展羊绒纱线品类，有望创建第二增长曲线。预计 2021-2023 年收入分别为 36/47/58 亿元，EPS 分别为 0.62、0.79、1 元，2021 年 9 月 14 日收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 12、9、7X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10 可比公司估值

公司名称	收盘价	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021 净利增速
华生科技	39.80	1.80	2.29	2.95	22.15	17.35	13.51	67
台华新材	18.33	0.58	0.76	1.01	31.72	24.10	18.06	306
百隆东方	5.98	0.67	0.72	0.83	8.92	8.31	7.22	175
华孚时尚	5.30	0.32	0.39	0.46	16.45	13.51	11.56	210
平均值	-	-	-	-	19.81	15.82	12.59	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2020 年 9 月 14 日。

6. 风险提示

羊毛价格下降风险：羊毛价格下降将影响公司产品价格，使得公司盈利能力有所下降；

产品提价不及预期风险、替代品风险：替代品或使得公司提价不及预期，影响公司盈利能力；

扩产不及预期：扩产不及预期将影响公司收入增速；

客户拓展不及预期：客户拓展不及预期将影响公司产能利用率和公司业绩；

系统性风险。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,273	3,630	4,671	5,832	净利润	161	338	432	546
YoY (%)	-16.1%	59.7%	28.7%	24.8%	折旧和摊销	114	112	122	132
营业成本	1,930	2,994	3,847	4,780	营运资金变动	62	-289	-45	-510
营业税金及附加	13	20	26	32	经营活动现金流	301	168	513	167
销售费用	36	53	68	95	资本开支	-48	-234	-118	-110
管理费用	157	203	262	330	投资	-3	0	0	0
财务费用	15	-7	-11	-17	投资活动现金流	19	-234	-118	-110
资产减值损失	-3	0	0	0	股权募资	10	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	-41	89	-330	0
营业利润	189	385	495	630	筹资活动现金流	-123	81	-335	0
营业外收支	-9	1	1	1	现金净流量	188	15	59	57
利润总额	181	386	497	632					
所得税	20	48	65	85	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	161	338	432	546	成长能力				
归属于母公司净利润	151	318	406	514	营业收入增长率	-16.1%	59.7%	28.7%	24.8%
YoY (%)	5.8%	109.8%	27.8%	26.5%	净利润增长率	5.8%	109.8%	27.8%	26.5%
每股收益	0.30	0.62	0.79	1.00	盈利能力				
					毛利率	15.1%	17.5%	17.6%	18.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	7.1%	9.3%	9.2%	9.4%
货币资金	763	778	838	895	总资产收益率 ROA	4.6%	8.1%	9.6%	10.3%
预付款项	6	9	12	14	净资产收益率 ROE	6.0%	11.2%	12.5%	13.6%
存货	853	1,230	1,370	1,414	偿债能力				
其他流动资产	325	476	571	1,244	流动比率	2.85	2.45	3.18	3.28
流动资产合计	1,947	2,494	2,790	3,568	速动比率	1.59	1.23	1.60	1.97
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.12	0.77	0.95	0.82
固定资产	1,135	1,226	1,307	1,377	资产负债率	21.2%	26.0%	21.0%	22.0%
无形资产	101	98	95	92	经营效率				
非流动资产合计	1,323	1,447	1,444	1,423	总资产周转率	0.70	0.92	1.10	1.17
资产合计	3,270	3,940	4,234	4,991	每股指标 (元)				
短期借款	241	330	0	0	每股收益	0.30	0.62	0.79	1.00
应付账款及票据	250	392	504	626	每股净资产	4.94	5.56	6.36	7.36
其他流动负债	193	294	374	462	每股经营现金流	0.59	0.33	1.00	0.33
流动负债合计	684	1,016	878	1,088	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	10	10	10	10	PE	26.33	12.72	9.96	7.87
非流动负债合计	10	10	10	10	PB	0.97	1.42	1.24	1.07
负债合计	693	1,026	888	1,098					
股本	512	512	512	512					
少数股东权益	47	67	93	126					
股东权益合计	2,576	2,914	3,346	3,893					
负债和股东权益合计	3,270	3,940	4,234	4,991					

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，11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。