

新澳股份 (603889)

证券研究报告

2022年01月21日

全球毛精纺龙头，降本扩产带动业绩提升，羊绒业务打造成长新引擎

砥砺三十载，成就毛纺领军企业

公司成立于1991年，是全球毛精纺细分行业龙头之一，实现集毛条制条、改性处理、纺纱、染整于一体的纺纱产业链。品牌矩阵覆盖中端、高端、奢侈端，产品应用多元化涵盖内衣、毛袜、鞋面、运动及户外服饰、家纺用品领域的应用范围以及覆盖四季的应用时间。

2015-2019年公司营收规模持续扩大，CAGR为13.71%。21Q1-3公司营收、净利大幅增长双创新高，实现收入27.05亿元，同增57.34%；扣非归母净利润2.46亿元，同增417.23%，主要系销售数量增加以及新增羊绒板块业务导致收入增长所致。

拓宽羊毛产品应用领域，聚焦主业开展宽带发展羊绒构建新业务增长极

公司践行宽带发展战略，基于纺纱主业进行品类多元化扩容，设立宁夏新澳、收购英国邓肯，开拓羊绒纱线成为新业务增长极。21H1宁夏新澳羊绒产销量同比翻番，营收规模同比增长10倍，利润贡献率上升至17%。21H1公司羊绒业务营收达3.99亿元，出现快速放量。

公司依托突出的新品研发和技术创新能力，重塑羊毛纤维多功能性，产品研发聚焦功能性、运动休闲、生态环保等优质赛道，全力推进宽带战略，依托新澳纺织技术暨羊毛针织产品研发中心(KDC)平台，不断进行技术创新，产品开发向差异化、功能化、高附加值化发展。

扩大高端产能优化产能布局，智能化制造降本羊毛价格回升毛利改善

公司采用积极以销促产模式，销售上强化团队激励考核，生产上充分发挥现有产能规模优势，整体产量高位释放。2020年公司已具年产毛精纺纱线13,300吨、羊毛毛条7,000吨、改性处理10,000吨、染整13,000吨的产能。募投项目聚焦主业扩张高端产能，发挥设备效率一体化纺纱产能充分释放。加强与客户供应链协作，深化完善全球产业布局。

公司强化成本费用管控提质增效，进一步提升智能制造水平，规模化自动化生产提高产品质量降低人工成本，产能利用率提升减少单位固定成本，带动前后道配套协同发展。原材料羊毛价格低位修复上涨后转入平稳波动上行通道，提升公司产品单位毛利和毛利率，盈利水平如期提升。

首次覆盖，给予买入评级

我们预计公司2021~23年收入为34.44/43.06/52.00亿元，归母净利润分别为3.03/4.02/5.02亿元，21~23年对应EPS为0.59/0.79/0.98元，PE为12x/9x/7x。可比公司2022市值加权平均PE估值为11x的基础上，给予公司2022年PE11x，对应股价为8.69元/股。

风险提示：宏观经济、行业和市场波动风险，原材料波动风险，汇率波动风险，产能不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,709.91	2,273.17	3,443.62	4,306.25	5,199.79
增长率(%)	5.60	(16.12)	51.49	25.05	20.75
EBITDA(百万元)	356.78	325.70	439.13	553.43	680.58
净利润(百万元)	143.22	151.46	303.15	402.17	502.17
增长率(%)	(28.16)	5.75	100.15	32.66	24.86
EPS(元/股)	0.28	0.30	0.59	0.79	0.98
市盈率(P/E)	25.37	23.99	11.99	9.03	7.24
市净率(P/B)	1.53	1.44	1.37	1.30	1.22
市销率(P/S)	1.34	1.60	1.06	0.84	0.70
EV/EBITDA	7.25	6.08	8.01	6.01	5.21

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	6.71元
目标价格	8.69元

基本数据

A股总股本(百万股)	511.75
流通A股股本(百万股)	511.75
A股总市值(百万元)	3,433.82
流通A股市值(百万元)	3,433.82
每股净资产(元)	5.23
资产负债率(%)	29.92
一年内最高/最低(元)	8.33/4.37

作者

孙海洋 分析师
 SAC执业证书编号：S1110518070004
 sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 全球毛纺领先企业，专业纱线供应商创造品质	5
1.1. 砥砺三十载，成就毛纺领军企业	5
1.2. 实控人持股稳定，股权激励核心团队	7
1.3. 21Q3 归母净利同增 593%续创新高，羊绒业务营收快速放量	7
2. 行业：羊毛羊绒产业链持续回暖，原材料成本震荡上行	9
2.1. 需求：内外销市场规模复苏，毛纺形势向好蕴含新机遇	9
2.1.1. 内需：下游市场需求提振，羊绒消费旺盛冰雪运动助力	9
2.1.2. 外需：出口形势复苏多元化成效明显，国际毛纺消费持续恢复	12
2.2. 供给：毛纺生产逐步恢复羊绒具备垄断优势，市占率有望进一步提升	13
2.3. 成本：原料加工量继续回升，羊毛价格转入上行通道	15
3. 拓展应用领域叠加成本优势，彰显龙头强大发展韧性与活力	18
3.1. 拓宽消费场景，宽带发展聚焦优质品类赛道，构建多层次品牌体系	18
3.1.1. 聚焦主业推动同行业下品类多元化扩容，羊绒板块构建成长新引擎	18
3.1.2. 研发突出市场需求，聚焦功能性、运动休闲、生态环保等优质赛道	19
3.2. 扩大高端产能，智能化制造降本提质增效，以销促产数字化赋能	21
3.2.1. 募投项目聚焦高端产能升级，快速响应 2C 业务开拓可期	21
3.2.2. 巩固和扩大与客户供应链协作，全面深化布局境内境外市场	24
3.2.3. 羊毛价格至高位仍具空间，自动化智能化夯实成本优势	25
4. 盈利预测与估值	28
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：羊绒的质量认证体系——ISO9001 质量管理体系认证	5
图 2：健康环保的羊绒标准——OEKO-TEXSTANDARD100	5
图 3：公司及主要子公司	6
图 4：21H1 年主要子公司收入及净利	6
图 5：公司股权结构及下属公司（截至 21Q3）	7
图 6：2015-21Q1-3 公司营业收入及增速	8
图 7：2015-21Q1-3 公司归母净利及增速	8
图 8：2015-21H1 公司收入分产品占比	8
图 9：2015-2020 公司收入分地区占比	8
图 10：2015-21Q1-3 公司毛利率与净利率	9
图 11：2015-21Q1-3 公司期间费用率	9
图 12：2015-2019 年中国毛纺织业市场规模及增速	9
图 13：2019 -2021 年毛纺行业内销占比变化情况	10
图 14：2014-2020 年滑雪场数量及滑雪人次	11
图 15：2013-2026E 中国冬季运动装备收入规模及增速	11

图 16: 21Q1-3 中国占欧美日毛纺进口市场比重	12
图 17: 2011-2021 年毛纺出口额与同比变化情况	12
图 18: 2021Q1-3 毛纺原料及制品出口目的地占比情况	13
图 19: 2021 年 1-11 月毛纺产品主要出口目的地增速情况	13
图 20: 毛纺织产业链结构	13
图 21: 2011-21H1 毛纱线与毛织物产量增速变化	15
图 22: 2010-2020 年中国羊绒产量及增速	15
图 23: 2020 年全球羊绒生产市场份额情况	15
图 24: 2020 产能排名前 6 的蒙古国羊绒企业产能水平	15
图 25: 2020 年新澳股份成本构成项目占比	15
图 26: 2021 年 1-8 月中国羊毛及毛条进口情况	16
图 27: 2021 年 1-6 月主要羊毛进口国进口情况	16
图 28: 澳州东部羊毛拍卖市场指数澳元价格走势	16
图 29: 2010-2020 年澳大利亚绵羊存栏数	17
图 30: 2010-2019 年澳大利亚羊存量	17
图 31: 1990-2020 年世界羊毛纤维产量	17
图 32: 2010-2020 年中国山羊毛产量及增速情况	17
图 33: 2020 年各国占全球羊毛产量份额情况	18
图 34: 2010-2019 年澳大利亚和中国含油羊毛产量	18
图 35: 公司未来战略多品类宽带发展	18
图 36: 宁夏羊绒利润贡献比例增加	19
图 37: 羊绒产业链结构	19
图 38: 2011-2020 年研发费用及增速	20
图 39: 2018-2020 年研发费用率同行业对比	20
图 40: 适用于运动针织创作的赛洛菲尔纺	21
图 41: 相较赛洛菲尔纺, 嵌入纺耐用性和抗球性更胜一筹	21
图 42: 一体化纺纱产能充分释放	22
图 43: 15H1-21H1 毛精纺纱产销量及增速	22
图 44: 公司全球产业分布	25
图 45: 2018 年至今羊毛价格波动情况	25
图 46: 20H1/21H1 公司主营业务分部毛利率	26
图 47: 2016-2020 公司营业成本结构	26
图 48: 公司立体仓库, 两化融合赋能智能制造	27
表 1: 公司发展历程	5
表 2: 公司品牌纱线	7
表 3: 后疫情时代毛纺织行业和市场或呈现新特点	12
表 4: 新澳主要竞争对手	14
表 5: 我国纺织服装企业生产模式比较	22
表 6: 2017-2020 年公司募投产能项目	23

表 7: 针对募投项目, 公司采取一系列新增产能消化措施	23
表 8: 公司数字化营销策略	24
表 9: 2020 年产销量情况分析表	27
表 10: 公司营收预测	28
表 11: 对比估值分析	29

1. 全球毛纺领先企业，专业纱线供应商创造品质

1.1. 砥砺三十载，成就毛纺领军企业

公司成立于 1991 年，立足于毛纺行业，主营业务为毛精纺纱线的研发、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，主要应用于下游纺织服装领域，历经三十年发展，是全球毛精纺细分行业龙头企业之一。2003 年公司与中和羊毛创办合资企业，延伸至毛纺上游羊毛加工生产。2014 年上交所挂牌上市。2019 年设立新澳羊绒，2020 年收购英国邓肯，开拓羊绒纱线业务。凭借在毛纺纺纱领域的专业化、精细化、集约化经营，实现集毛条制条、改性处理、精纺、染整于一体化的纺纱产业链。

表 1：公司发展历程

时间	大事记
1991 年	筹建桐乡市新华毛纺联营厂（新澳集团前身）。
1992 年	桐乡市新华毛纺联营厂成立。
1995 年	浙江新澳纺织有限责任公司成立。
1999 年	创办浙江厚源纺织有限公司。
2001 年	位居并保持浙江省精纺纱线生产规模及毛纺行业税总额两个第一。位居桐乡市综合经济指标前五位。
2002 年	首次获得国家火炬计划项目，后多次夺得该项目殊荣。
2003 年	与台湾中和羊毛工业股份有限公司合作，创办合资合作企业浙江新中和羊毛有限公司。推出拳头产品“Cashfeel”，获中国纺织工业协会科学技术三等奖。
2004 年	实施股份制改造，浙江厚源纺织股份有限公司成立。建立省级高新技术研发中心。
2006 年	被认定为国家火炬计划重点高新技术产业。
2007 年	实施股份制改造，整体改组为浙江新澳纺织股份有限公司。
2008 年	被中国纺织工业协会授予“产品开发贡献奖”。
2009 年	获评浙江省创新型试点企业。
2010 年	新增 10000 锭纺纱项目，子公司厚源原有 8800 锭纺纱设备搬迁工程顺利完成，生产力跃居世界前列。
2012 年	获评浙江省创新型示范企业。
2013 年	获评“嘉兴撤地建市 30 周年优秀民营企业”。
2014 年	新澳在上海证券交易所挂牌上市，股票代码 603889。
2015 年	实施股权激励计划，向 23 名激励对象授予限制性股票总计 229 万股，授予价格为 15.03 元/股。
2016 年	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	完成非公开发行股票，募资总额 8.91 亿元，募投项目“30,000 锭紧密纺高档生态纺织项目”。
2019 年	设立宁夏新澳羊绒有限公司，开拓羊绒纱线业务。
2020 年	以人民币 4,200 万元收购英国邓肯 100% 股权。全资子公司新中和设立控股子公司嘉兴飞迅，主要为功能性纤维制造。“60,000 锭高档精纺生态纱项目”（一期）28,000 锭产能全部释放，9.17 亿元可转债计划获批拟投入该项目二期和年新增 6,000 吨毛条和 12,000 吨功能性纤维改性处理生产线项目。
2021 年	管理层接棒履新，聘任华新忠为公司总经理。

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司十分注重产品质量管理与高端品牌建设，是国际羊毛局纯羊毛标志特许权企业，获得澳大利亚美利诺羊毛标志证书，在行业内较早通过了 ISO9001 质量管理体系认证及 ISO14001 环境体系认证，公司已通过 OEKO-TEXSTANDARD100 生态纺织品国际认证，达到 OEKO-TEXSTANDARD100 中的一类标准要求，纯毛纱线及毛条产品已通过 ECO-LABEL(欧盟生态标签)认证。

图 1：羊绒的质量认证体系——ISO9001 质量管理体系认证

图 2：健康环保的羊绒标准——OEKO-TEXSTANDARD100

**羊绒的质量保证体系
即通过 ISO9001 质量管理体系认证**

ISO9001 认证的意义

凡是通过认证 ISO9001 认证的企业，
在各项管理系统整合上已达到国际标准，
表明企业能持续稳定地向顾客提供预期和满意的合格产品。

ISO9001 认证的优势

满足 ISO9001 质量认证体系的新澳羊绒，
不仅使产品质量得到根本的保证，
也为企业提供了一种具有科学性的质量管理和质量保证，
满足市场准入的要求。

资料来源：公司官微，天风证券研究所

Oeko-Tex® STANDARD 100 认证

Oeko-TEX® 是专注于确保消费者安全的认证

该认证是世界上最权威、
影响最广的纺织品生态标签。

它有力保证了通过测试的产品
在纺织生产过程中不使用任何有害物质，
同时，不管是半成品还是最终成品，

Oeko-TEX® 都会分别对其进行有害物质检测。
满足消费者对健康生活的要求。

资料来源：公司官微，天风证券研究所

公司两大产线为羊毛纱线、羊绒纱线（2020 年新增），以新澳股份为主体，各主要子公司专业化分工生产、独立销售。1）新澳股份采购毛条生产纱线并对外销售；2）新中和采购澳大利亚、新西兰等地的优质羊毛，生产毛条，一部分供应给新澳股份，其余对外销售，同时为新澳股份提供毛条改性处理加工服务；3）厚源纺织提供染整加工服务；4）新澳羊绒生产销售羊绒纱线，并提供羊绒加工服务。21H1 新中和收入 6.77 亿元，净利 0.39 亿元；厚源纺织收入 1.19 亿元，净利 0.21 亿元；新澳羊绒收入 2.44 亿元，净利 0.30 亿元。

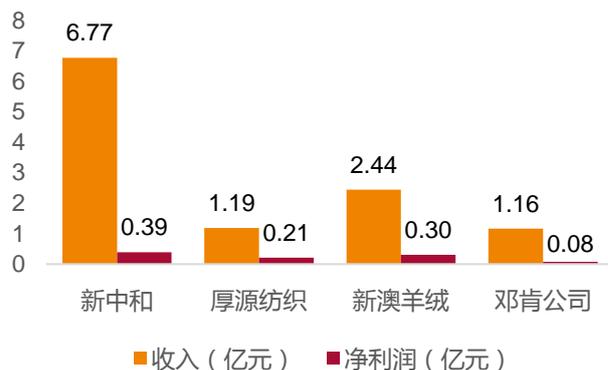
2020 年收购英国邓肯，使公司拥有首个海外高端制造基地。英国邓肯作为拥有 140 多年纺纱历史的世界知名羊绒纱线生产商，位于英国苏格兰地区拥有较为先进的制造工厂，在羊绒纱线的研发、生产、销售等方面具备丰富的行业经验和历史积淀。英国邓肯主要为世界一线品牌提供高品质羊绒纱线。

图 3：公司及主要子公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：21H1 年主要子公司收入及净利



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司纱线产品主要客户是全球中高端品牌服装商及服装生产商，拥有稳定、优质的客户群体。公司拥有 Cashfele、LANABLEND、Luxury&Empire、EasyCare 等知名品牌纱线，常年有优质稳定客户群，与世界顶尖服饰品牌建立良好合作关系，成为众多中高端服装品牌指定纱线供应商之一，拥有较大市场影响力。公司纱线产品销售客户分散度较高，目前公司在全球有 4,000 多家客户，涉及 500 多个品牌。主要客户包括 Prada(意大利)、Armani(意大利)、HUGO BOSS(德国)、Gap(美国)、Banana Republic (美国)、TORY BURCH(美国)、TOMMY HILFIGER (美国)、COS(瑞典)、BURBERRY(英国)、Muji(日本)等国际中高端品牌针织服装厂商，以及国内宝姿、雅莹、哥弟、雅戈尔等知名服装品牌。

表 2: 公司品牌纱线

品牌纱线	品质特性
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。
TANA 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。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 实控人持股稳定，股权激励核心团队

实际控制人持股稳定，核心团队股权激励充分。截至 21Q3，公司董事长沈建华先生通过浙江新澳实业有限公司持股 31.09%，直接持股 14.50%，沈建华先生合计持股 45.59%，为公司实际控制人，自上市以来从无减持。2015 年 10 月 15 日实施股权激励计划，激励对象为董事、高管人员、核心技术及中层管理人员共 23 人，授予限制性股票总计 229 万股，授予价格为 15.03 元/股。解锁条件为 2015 年净利润相比 2014 年增长不低于 5%；2016 年净利润相比 2014 年增长不低于 10%，且相比 2015 年保持增长；2017 年净利润相比 2014 年增长不低于 20%，且相比 2016 年保持增长；解锁比例分别为 30%、30%、40%。2015-2017 年均超额完成业绩考核目标。

图 5: 公司股权结构及下属公司 (截至 21Q3)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 21Q3 归母净利同增 593%续创新高，羊绒业务营收快速放量

21Q1-3 公司营收、净利大幅增长双创新高，扣非归母净利同增 417.23%。2015-2019 年公司营收规模持续扩大，CAGR 为 13.71%。2020 年收入 22.73 亿元，同比减少 16.12%，主要受前期原材料价格急跌带动销售价格下降等影响，归母净利 1.51 亿元，同比增长 5.75%。21Q1-3 公司实现营业收入 27.05 亿元，同比增长 57.34%，较 19Q1-3 增长 22.51%；归母净利 2.56 亿元，同比增长 148.62%，较 19Q1-3 增长 79.58%；扣非归母净利 2.46 亿元，同比增长 417.23%，主要基于国内疫情有效控制及新冠疫苗普及等影响，消费市场信

心逐渐恢复，纺织行业持续复苏向好，原材料羊毛价格低位修复后转入波动上行通道，公司整体经营环境较去年同期有积极改善，销量大幅增长所致。

图 6：2015-21Q1-3 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2015-21Q1-3 公司归母净利润及增速

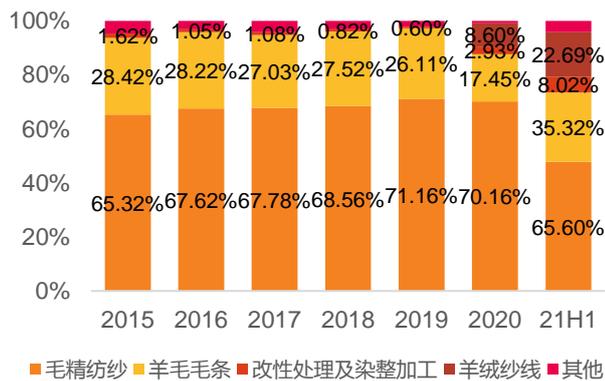


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分产品看，毛精纺纱在营收中占比较大，2020 年收入为 15.95 亿元，占比 70.16%，21H1 收入为 11.54 亿元，占比 65.60%；其次羊毛毛条 20 年收入为 3.97 亿元，占比 17.45%，21H1 收入为 6.22 亿元，占比 35.32%。2020 年公司新增羊绒纱线生产业务，21H1 羊绒业务营收达到 3.99 亿元，占比达 22.69%。21H1 主营业务产品毛精纺纱线产销量较上年同期均有较大增加，降低每吨成本费用，同时带动公司上下游效益增长；公司宽带发展成效显著，羊绒纺纱业务营业收入与净利润较上年同期增长较快。

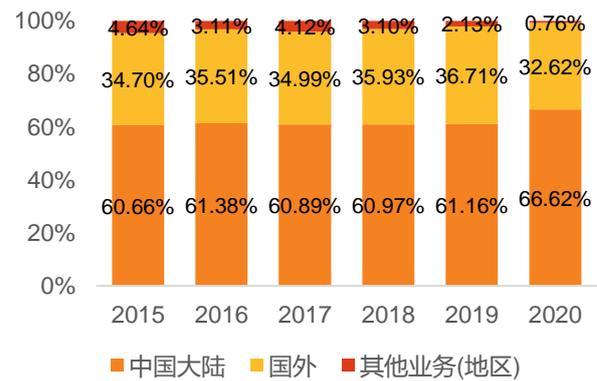
分地区看，2020 年中国大陆收入 15.14 亿元，占比 66.62%同比增 5.46pct，国外收入 7.41 亿元，占比 32.62%同比减 4.09pct，覆盖国内大多省份和境外二十多个国家和地区。

图 8：2015-21H1 公司收入分产品占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2015-2020 公司收入分地区占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

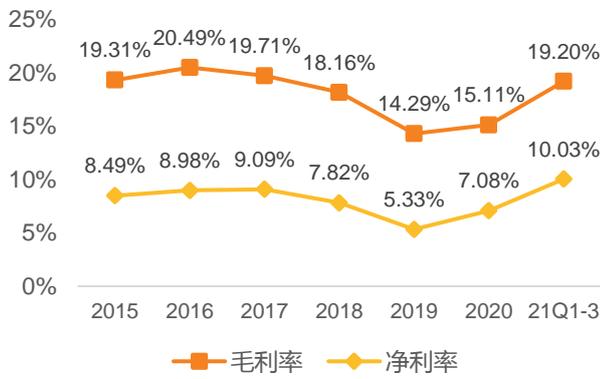
毛利转入上升通道，毛精纺纱线毛利率较平稳。2020 年毛利 3.43 亿元，毛利率 15.11%，同比增长 0.82pct，21Q1-3 公司毛利 5.19 亿元，同比增长 111.36%；毛利率 19.20%，同比增长 4.91pct。公司主要产品毛精纺纱线毛利率水平近年来基本保持在 20±5% 区间内，对比近年来全国毛纺织和染整精加工规模以上企业平均毛利率约不到 10%，公司盈利能力较毛纺同行业优势较明显。

21Q1-3 销售、管理费用率持续优化，研发费用支出显著增加。21Q1-3 销售费用率 1.58%，同比减少 0.38pct，管理费用率 2.60%，同比减少 1.80pct，财务费用率 0.52%，同

比增长 0.11pct，主要系美元贬值导致汇兑损失增加；研发费用增加 29.84%，主要系研发投入增加所致。

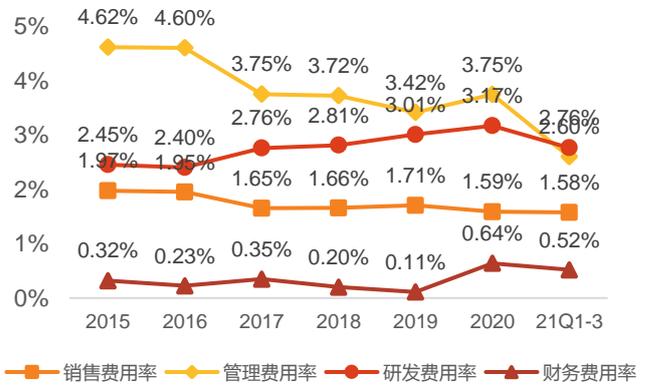
净利润重启增速，21Q3 续创历史新高。2020 年归母净利 1.51 亿元，同比增长 5.75%；21Q1-3 公司净利润 2.71 亿元，同比增长 152.10%，净利率 10.03%，同比增 2.95pct；扣非归母净利 2.46 亿元，同比增长 417.23%，扣非归母净利率 9.08%，同比增 6.32pct。其中，21Q3 实现归母净利 0.84 亿元，同比增长 592.95%；扣非归母净利 0.80 亿元，同比增长 580.92%，主要系销售数量增加以及新增羊绒板块业务导致收入增长所致。公司预计 2021 年归母净利 2.8 亿元~3.1 亿元，同比增长 84%~105%，扣非归母净利 2.7 亿元~3.0 亿元，同比增长 168%~198%，主要系 1) 2021 年度，消费市场复苏，纺织行业回暖，原材料羊毛价格低位修复上涨后转入平稳波动；2) 公司优化产销策略，强化激励考核，提升产能利用率，主营业务产品产销量较上年同期显著增加；3) 公司宽带发展成效显著，羊绒业务生产经营逐渐步入正轨，其营业收入与净利润较上年同期增长较快。

图 10：2015-21Q1-3 公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2015-21Q1-3 公司期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 行业：羊毛羊绒产业链持续回暖，原材料成本震荡上行

2.1. 需求：内外销市场规模复苏，毛纺形势向好蕴含新机遇

2.1.1. 内需：下游市场需求提振，羊绒消费旺盛冰雪运动助力

内需扩大和消费升级将是毛纺织行业发展最大动力，2015-2019 年毛纺织行业市场规模由 48.6 亿元增长至 71.8 亿元，CAGR 为 10.25%。2021 年毛纺行业经历了前期市场需求强势反弹，中期新冠疫情散发、原料价格持续波动，后期部分地区限电限产，全年线下流通与货运不畅、国际贸易政策与局势不明朗等多方影响，行业运行呈现从强劲复苏到趋于平稳的过程。全年来看，行业总体复苏的态势并未改变，运行质效水平更具可持续性。

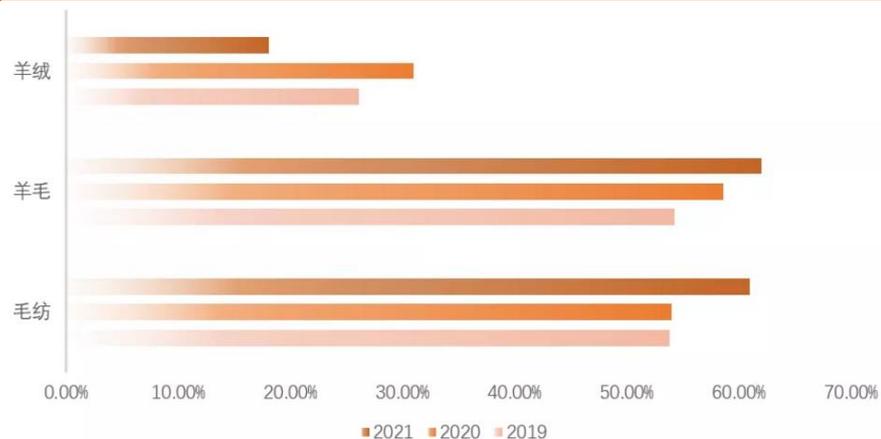
图 12：2015-2019 年中国毛纺织业市场规模及增速



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

2021 年，毛纺市场整体规模较 2020 年明显复苏，国内和国际毛纺市场恢复至接近 2019 年水平，成为行业最重要的驱动力。2021 年内销市场已从 2020 年疫情阴霾中恢复，规模较疫情前的 2019 年增长近 10pct，毛纺整体内销比例超过 60%，较 2020 年增长 6pct。尽管下半年内销增长呈现放缓，但国内消费市场对行业复苏的贡献度依然超过了国际市场。其中，以羊毛为主要原料的毛纺产品内销比例呈现持续两年提高。而以羊绒为主要原料产品的外销市场更为强势。

图 13：2019 -2021 年毛纺行业内销占比变化情况



资料来源：中国毛纺织行业协会，天风证券研究所

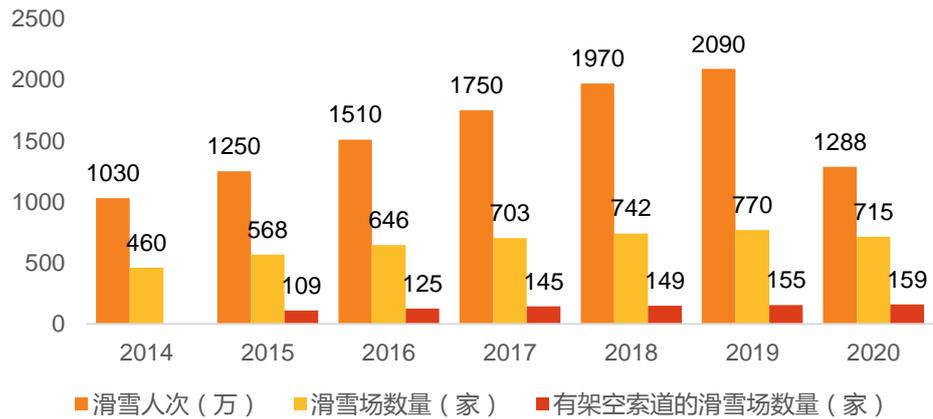
绿色消费和产业升级给羊毛产品带来发展机遇。随着人们消费习惯向绿色、自然的生态回归和升级，羊毛产品显示出新的生命力。作为高档天然纤维，人类使用羊毛的悠久历史将其高档、天然、健康的形象深深地植入在每个消费者的心中，是提高羊毛产品竞争能力和附加价值的重要因素，并促使羊毛产品逐渐向中高端市场发展。

对服饰面料材质要求更高，羊绒消费在近年消费力度出现明显上升趋势。据天猫交易大数据洞察，2017 年羊绒材质商品在天猫平台增速已超 50%，将其他品类远远甩其后。据艾瑞咨询，2018 年羊绒衫单品件单价增长 18.7%。不少世界顶级奢侈品牌也有专门羊绒制作线，随便一件便是万元级别。随着消费升级，消费者对自身穿着品质要求进一步提高，羊绒消费不等同于消费升级，将更多预算用在提高服饰品味，选择更具质感、更舒适的衣物比购买品牌溢价空间更高的衣物更深入人心。

跨领域应用拓展成为可能，毛纺织品更多用于运动鞋服领域，2022 年冬奥会冰雪运动催

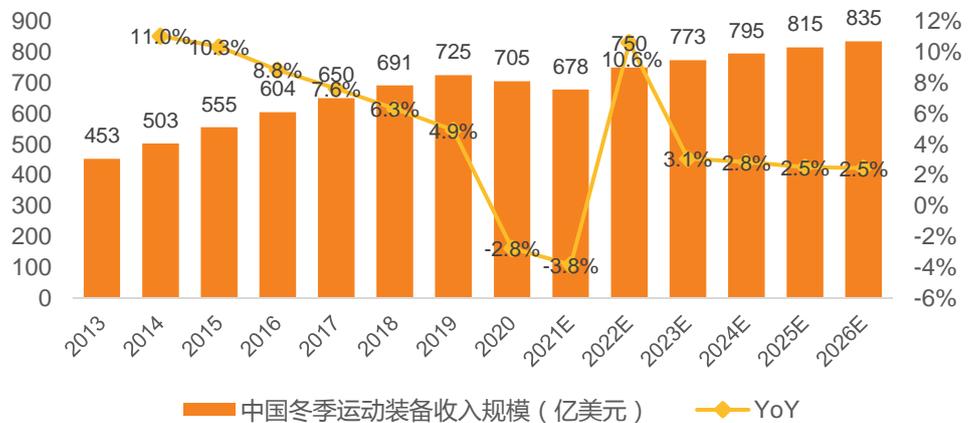
化，细分运动行业加速发展。羊毛产品应用场景拓宽至运动及户外服饰等领域，譬如被硅谷推崇的 Allbirds 鞋就是基于羊毛而成。2022 年北京冬奥会将有效带动群众体育消费热情。据《2020 中国滑雪产业白皮书》，中国滑雪爱好者的数量以及人均滑雪次数则明显增加。2020 年滑雪者在国内滑雪场的人均滑雪次数由 2019 年的 1.60 次上升为 1.91 次。接近五年滑雪人次平均数，中国以 1704 万人次排在全球第 8 位，但中国是全球滑雪市场中唯一一个快速增长的市场。据 Statista，未来五年中国冬季运动装备市场收入规模将不断提升，2026 年有望达 835 亿美元。随着 2020 年“拉尼娜现象”出现的概率持续上升，全球可能出现的冷冬也将进一步提高对羊毛产品的需求。

图 14：2014-2020 年滑雪场数量及滑雪人次



资料来源：《2020 中国滑雪产业白皮书》，天风证券研究所

图 15：2013-2026E 中国冬季运动装备收入规模及增速



资料来源：Statista，天风证券研究所

后疫情时代毛纺织行业和市场或呈现新特点，预期毛纺消费的复苏态势将在 2022 年延续。

- 1) 内需市场将是毛纺行业在中长期发展动力的重点。国内消费市场在毛纺产品市场的比重不断提高，需要行业积极挖掘各类产品、各级消费市场对毛纺产品的需求空间。国产品牌与国潮文化的崛起，带来毛纺内需发展的机遇。
- 2) 产业结构与布局面临新的挑战。近几年，国际毛纺织业开展新的地域布局，不少老牌毛纺国家开始在东南亚等地投资设立毛纺初加工和毛纺织工厂，这些地区也将逐渐成为毛纺加工供应链的竞争对手。
- 3) 行业自身的升级与变革将是行业与企业发展的关键内核。产业链各环节恢复程度不均，价格传导机制不畅，毛纺织加工制造面临较大的成本压力。企业发展分化更趋明显，能

够抓住时代变革的趋势、融入新的发展模式，不断升级和自我变革的企业，才能把握机遇，实现发展。

表 3：后疫情时代毛纺织行业和市场或呈现新特点

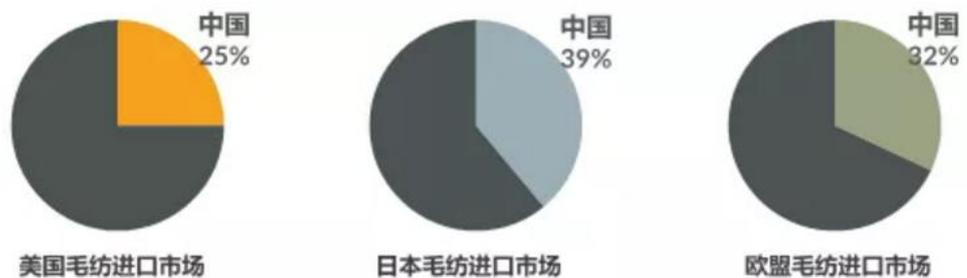
特点	内容
绿色发展成为刚需，可持续性思维更深入消费者心理	受疫情影响，消费者消费将更多考虑长期性计划、倾向于可持续性思维，高品质可持续产品将有机会吸引更多消费者。
毛纺产业链加快区域化整合	随着 RCEP、中欧投资协定等协议的签订，以及各类双边自贸协定谈判不断进展，毛纺产业链有望进一步区域化整合。从目前 RCEP 关税承诺情况看，在已有中澳、中新羊毛进口配额上，毛纺各类加工产品免税出口东盟大部分地区，日、韩对中毛纺产品的进口则执行逐步减让。
中间产品品牌化崛起可能	随着消费者更加关注品质，毛纺产品所特有的品质可以通过中间产品的品牌化向消费者宣传、进行引导。通过更多代表高品质的中间品牌，形成新的“爆款”，提高毛纺产品的消费，带来新的增长。

资料来源：中国毛纺织行业协会，天风证券研究所

2.1.2. 外需：出口形势复苏多元化成效明显，国际毛纺消费持续恢复

全球范围内毛纺主要消费市场呈现恢复态势。2021 年，美国毛纺消费市场表现突出，1~11 月美国进口毛纺产品总计 31.4 亿美元，同比增长 24%。欧盟区毛纺消费也处于不断恢复的区间，1~8 月进口区外毛纺产品总计约 23 亿美元，同比增长 2.5%。日本毛纺市场相对低迷，截至 11 月进口毛纺产品总计 12 亿美元，同比减少 13%，但跌幅已较 2021 年上半年明显收窄。随着国际毛纺消费的恢复，中国毛纺产品在主要消费市场的占比均呈现上升，但与疫情前市场份额相比，中国产品份额仍有进一步上升空间。

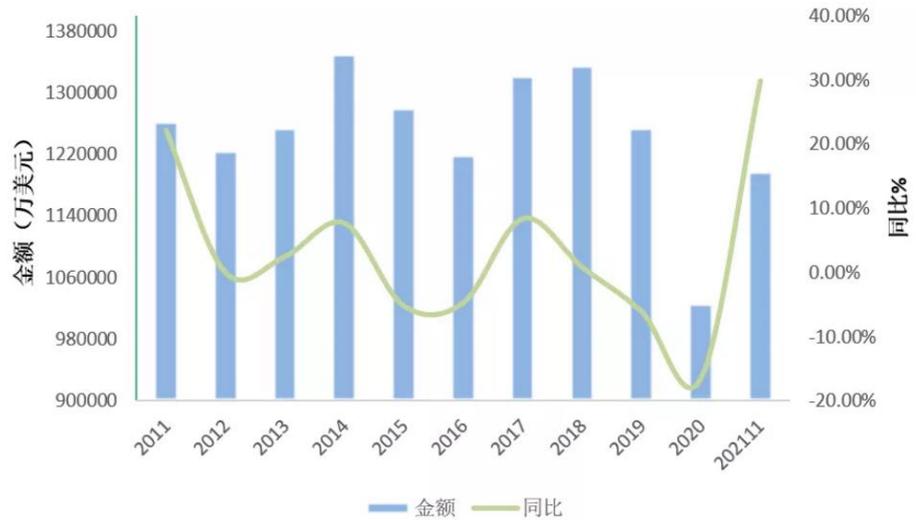
图 16：21Q1-3 中国占欧美日毛纺进口市场比重



资料来源：中国毛纺织行业协会，天风证券研究所

毛纺产品的出口市场也呈现进一步向好。以纱线、毛针织服装为首的多类毛纺产品出口需求均有明显回升。据中国海关，1~11 月，毛纺原料及制品出口金额合计 120 亿美元，同比增长 30%，为过去 10 年内最高增速，预计全年出口额将超过 2019 年水平。截至 11 月，毛纱线、毛针织服装、毛织物和毛梭织服装产品的贸易竞争优势指数分别为 0.67、0.56、0.03 和 0.10，较去年略有下降，毛毯和人造毛皮则继续保持高度竞争力，贸易竞争优势指数分别为 0.99 和 0.85。

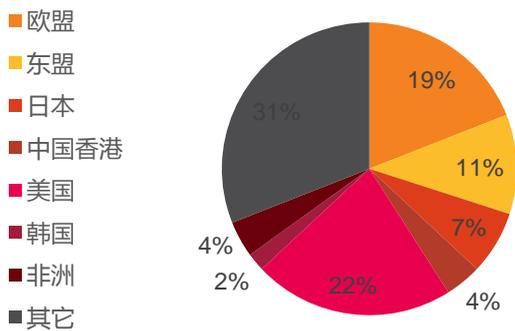
图 17：2011-2021 年毛纺出口额与同比变化情况



资料来源：中国海关，天风证券研究所

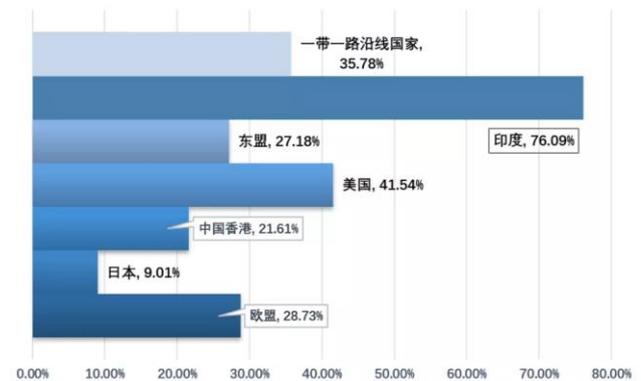
出口市场多元化成效明显。2021年1-11月，中国对一带一路沿线地区、印度、土耳其的毛纺产品出口增速分别达到36%，76%和60%。

图 18: 2021Q1-3 毛纺原料及制品出口目的地占比情况



资料来源：中国海关，天风证券研究所

图 19: 2021年1-11月毛纺产品主要出口目的地增速情况



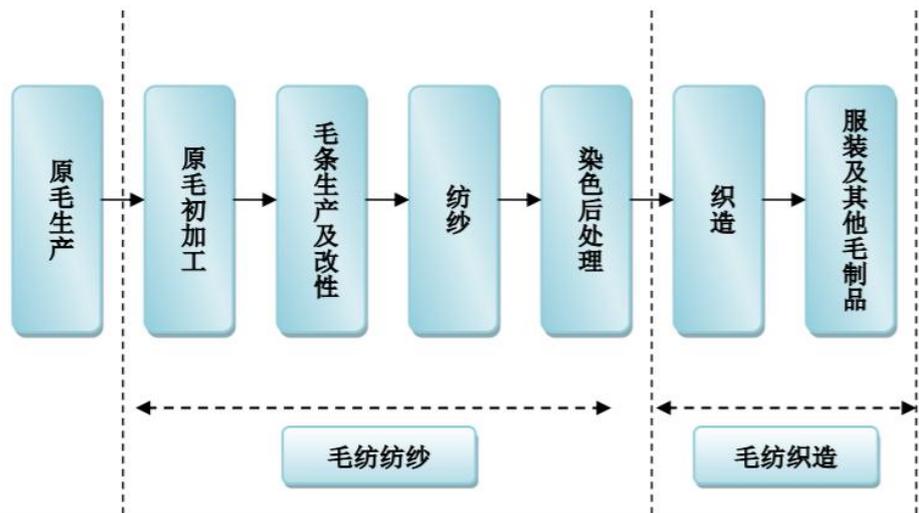
资料来源：中国海关，天风证券研究所

2.2. 供给：毛纺生产逐步恢复羊绒具备垄断优势，市占率有望进一步提升

毛纺工业是纺织工业重要组成部分，是以动物毛纤维及毛型纤维为原料进行绒毛初级加工、毛条制造、毛纺纱、毛织造、毛染整及毛制成品加工的制造行业。精纺是指通过精梳工艺去除短纤维的纺纱工艺，其产品附加值较高，是目前主要的毛纺工艺。

我国毛纺织工业化生产始于 19 世纪 70 年代末，至今已有约 140 年历史，改革开放后得到快速发展。随着内需持续增长和国际市场份额稳步上升，我国毛纺工业正处在上行的发展阶段。市场结构不断调整，国内市场重要性不断提升，从出口导向逐步转向国内外市场并重，企业更加重视向生产服务型发展，向价值链中高端延伸，由规模发展型向质量效益型转变。目前已形成毛条、毛纱线、面料、毛毯、毛针织服装、羊毛被、毡制品等各类品种、上下游产业链配套齐全的生产加工体系。

图 20: 毛纺织产业链结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从全球来看，中国、意大利、德国、美国、日本是毛纺原料的主要进口国。在毛纱领域，主要进口国的市场竞争格局主要体现为意大利的 Zegna Baruffa Lane Borgosesia、德国的 SUEDWOLLE GMBH & CO.KG（德国南方毛业）（其在中国设立张家港扬子纺纱有限公司）、国内的新澳股份等部分国内企业在主要进口国占据高端市场，而中国作为全球毛纺产能转移主要承接地，处于江浙沪地区的新澳股份还享有较大地缘优势，与众多知名品牌形成较为稳定的合作关系；在毛条领域，毛条产量主要集中于国内，其余的分散在意大利、泰国、马来西亚、捷克、印度和中国台湾地区等，主要进口国市场竞争较为激烈，国内出口规模较大的毛条企业包括天宇羊毛工业（张家港保税区）有限公司、浙江红太阳毛纺织有限公司、新中和等企业，新中和依靠其稳定优质毛条产品获得下游高端客户认可。

表 4：新澳主要竞争对手

公司名称	基本情况
Zegna Baruffa Lane Borgosesia（简称 Baruffa）	位于意大利，拥有 150 年历史，生产精纺针织纱线，其产品花色品种多，用超细美利诺羊毛、羊绒、蚕丝等高档纤维纺成或混纺而成。其主打品牌“Cashwool”纱线选用超细美利诺羊毛经过特殊加工工艺制成，深受世界一流针织服装品牌企业欢迎。此外，该公司还开发了 Merino Super120s、Super140s（羊毛），Cashsilk（羊绒/丝）以及 Excellence（100%羊绒）等高档毛纱，目前其正在推广生态环保型羊毛精纺纱线产品。
Allbirds	位于美国，设计和制造鞋类产品。为男士、女士和儿童提供由美利奴羊毛制成的鞋子，为全球客户提供服务。
德国南方毛业	成立于 1966 年，总部位于德国纽伦堡，专业生产精纺坯纱和色纱。产品有 100%纯羊毛的纱线，也有与天然纤维，如马海毛、羊绒、羊驼、真丝、棉或亚麻混纺的纱线，以及与人造纤维，如涤纶、尼龙、粘胶、天丝、腈纶和芳纶等混纺的纱线。

资料来源：公司公告，Bloomberg，天风证券研究所

2020 年行业态势前低后高、复苏回暖。在市场需求驱动下，2021 年整体毛纺生产比较饱满，呈现逐步恢复及增长水平。1~11 月，毛纱线产量同比增长 6%，毛织物产量同比减少 8%。行业整体营收平稳增长，盈利能力有明显恢复，1~11 月，规模以上毛纺织企业营业收入同比增长 8.7%。毛纺织企业平均利润率接近 4%，同比增长 2pct。

行业集约化程度不断提升。2021 年前三季度，毛纺行业 6 家上市公司营业收入同比增长 47.7%，平均利润水平超过 20%。毛纺上市企业市值增速在 2021 年领先纺织版块，产业价值市场认可度进一步提升。**新澳股份经营稳健持续扩产增量明显，市占率有望进一步提高。****中国作为主要产地中国的产量占据世界羊绒制品的 75%，具备垄断优势拥有较强的议价能力。**2020 年全球生产约 2.52 吨含脂羊绒纤维，其中约 60%产自中国，20%在蒙古，其他国家占 20%。20 年疫情冲击下中国羊绒产量仍在提升，同比增长 1.87%至 1.52 万吨。

图 21：2011-21H1 毛纱线与毛织物产量增速变化



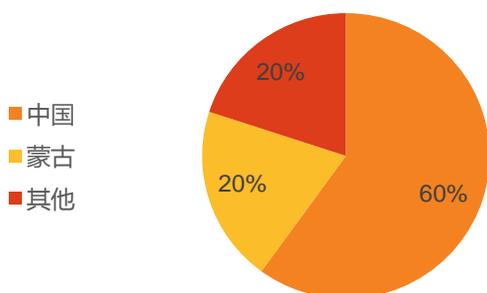
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 22：2010-2020 年中国羊绒产量及增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 23：2020 年全球羊绒生产市场份额情况



资料来源：纺织品交易所，天风证券研究所

图 24：2020 产能排名前 6 的蒙古国羊绒企业产能水平

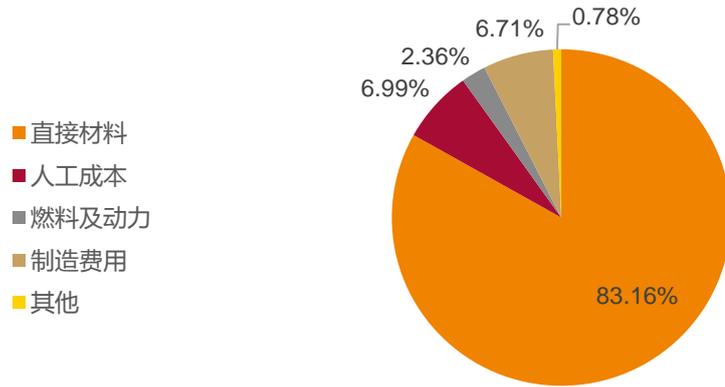
制造商	梳绒行业		纺纱行业	
	产能 /吨	产能利用率 /%	产能 /吨	产能利用率 /%
1 GOBI	550	80	470	85
2 Buyan LLC	300	20	280	50
3 Sor Kashmer LLC	60	50	80	65
4 Natural Textile Group	-	-	40	45
5 Goyo LLC	-	-	150	60
6 Evseg cashmere LLC	120	60	210	60

资料来源：蒙古羊毛和羊绒协会，《蒙古国羊绒产业供应链发展战略研究》陈彤、姜爱林、道格尔，天风证券研究所

2.3. 成本：原料加工量继续回升，羊毛价格转入上行通道

纺织业直接材料占主营业务成本比例较高，以新澳股份为例，2020 年直接材料成本占比为 83.16%，主要原材料采购价格出现波动会给公司成本控制带来一定压力，因此羊毛价格的波动很大程度上影响毛纺行业的原材料成本以及产品价格，譬如由于公司在与客户商定价格时是根据当时的羊毛价格报价的，羊毛价格的宽幅变动使得产品的销售价格也随之变动，进而影响毛利率。

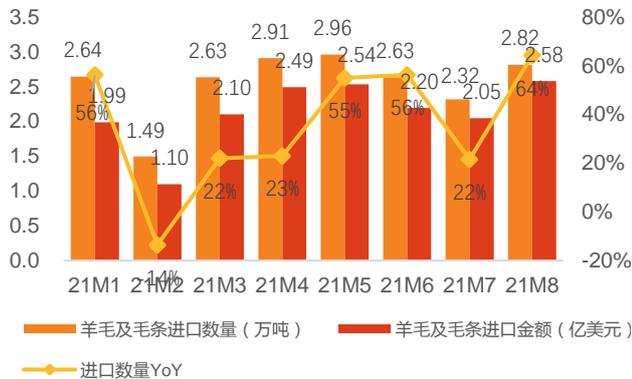
图 25：2020 年新澳股份成本构成项目占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2021 年以来各类毛纺原料加工量和采购价格整体呈现走高。1~9 月，进口羊毛总量 22.7 万吨，同比增长 35.5%，较 2019 年同期水平高 1.1%，其中含脂毛进口 19.5 万吨，同比增长 39.1%，较 2019 年上半年增长 1.9%。其他动物纤维进口总计 1.8 万吨，同比增长 65.2%。21 年以来，进口羊毛月均价走高，9 月均价环比下跌 2.3%，较 1 月均价提高 19%，进口动物毛波动幅度较大，9 月均价环比上涨 103.4%，较 1 月均价下跌 16%。作为对比，出口羊绒 9 月均价环比上涨 2.2%，较 1 月均价增长 25.7%。

图 26：2021 年 1-8 月中国羊毛及毛条进口情况



资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 27：2021 年 1-6 月主要羊毛进口国进口情况

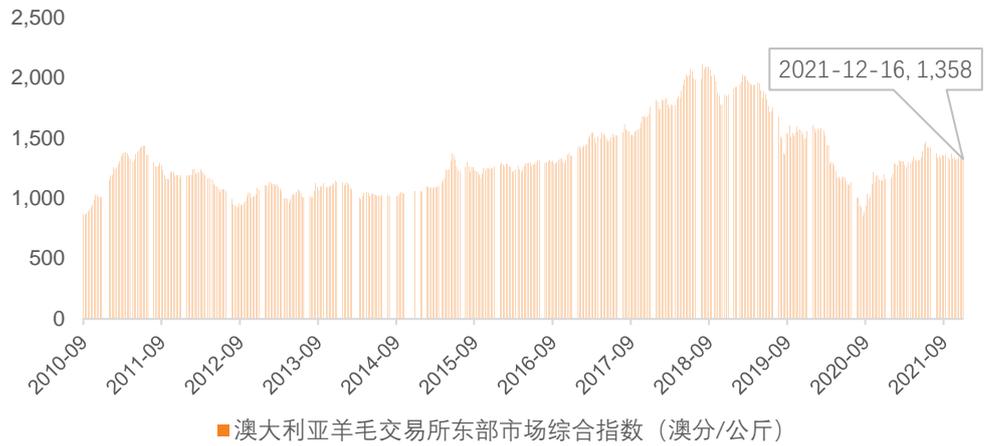


资料来源：中国海关，天风证券研究所

原材料羊毛价格低位修复后转入波动上行通道。供给端羊毛价格自 20 年 9 月触底反弹以来延续波动上涨，市场买涨情绪较强，客户采购行为积极。疫情加速出清中小毛纺产能以及品牌对供应商的优中选优倾向，使得市场份额逐步向头部企业集中。

新澳采购羊毛主要为澳大利亚原产羊毛，澳毛价格由澳大利亚羊毛拍卖市场的公开拍卖价格决定。经过多年发展，澳大利亚羊毛拍卖市场已经发展成为全球市场化程度最高的专业羊毛市场之一，运作机制透明规范，羊毛供应稳定。2020 年初至 9 月上旬，原材料价格延续上一年下跌趋势，AWEX 东部市场指数最低跌至 858 澳分/公斤，较年初下降约 47%。9 月低点后羊毛价格触底反弹，20 年末已从低点反弹超过 30%，逐渐走出低迷，2021 年 6 月 24 日达高点 1468 澳分/公斤。

图 28：澳州东部羊毛拍卖市场指数澳元价格走势



资料来源: AWI 澳大利亚羊毛发展公司, www.wool.com, 天风证券研究所

图 29: 2010-2020 年澳大利亚绵羊存栏数



资料来源: AWI 澳大利亚羊毛发展公司, www.wool.com, 天风证券研究所

图 30: 2010-2019 年澳大利亚羊存量



资料来源: 联合国粮农组织, 天风证券研究所

澳大利亚作为全球最大羊毛出产国以及出口国, 占据全球羊毛生产 22% 的市场份额, 其国内羊毛拍卖市场价格基本可以反应全球羊毛价格走势, 其他国家如新西兰、乌拉圭、南非、英国及中国的羊毛价格基本跟随澳毛价格波动。据 AWPFC 澳大利亚产量预测委员会, 2021 年澳大利亚羊毛产量约 31 万吨, 同比增长 5.2%, 澳大利亚绵羊存栏数增速约 3.3%。澳州东部羊毛拍卖市场指数澳元价格走势与澳大利亚绵羊存栏数同向波动, 澳大利亚绵羊存栏数呈增长态势, 澳毛价格有望进一步提升。世界羊毛纤维产量和中国山羊毛产量萎缩供给减少, 考虑到终端需求仍在逐步恢复, 由于羊毛特性价格望波动上升。

图 31: 1990-2020 年世界羊毛纤维产量



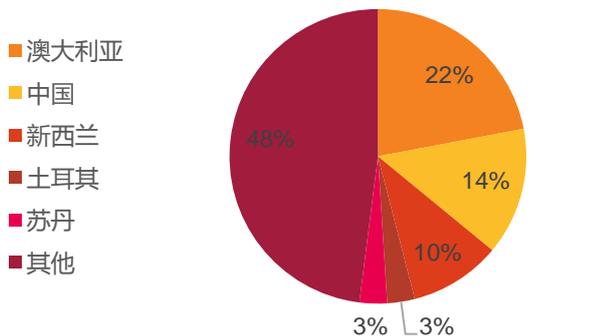
资料来源: 纺织品交易所, 天风证券研究所

图 32: 2010-2020 年中国山羊毛产量及增速情况



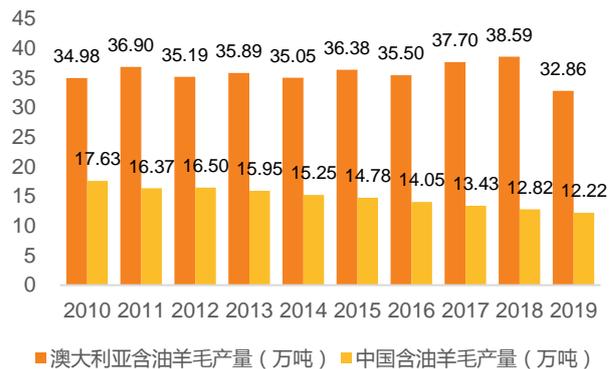
资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 33：2020 年各国占全球羊毛产量份额情况



资料来源：IWTO 国际纺织组织，天风证券研究所

图 34：2010-2019 年澳大利亚和中国含油羊毛产量



资料来源：联合国粮农组织，天风证券研究所

3. 拓展应用领域叠加成本优势，彰显龙头强大发展韧性与活力

3.1. 拓宽消费场景，宽带发展聚焦优质品类赛道，构建多层次品牌体系

3.1.1. 聚焦主业推动同行业下品类多元化扩容，羊绒板块构建成长新引擎

公司践行可持续宽带发展战略，持续聚焦主业横向发展羊绒纺纱业务，丰富多元化产品结构。近年来，公司宽带发展战略基于纺纱主业内进行品类多元化扩容，突出高性能、高品质、可再生降解等核心优势，提供品种更多、功能性更强、应用场景更广的纱线产品；通过设立子公司宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯等举措，开拓羊绒纱线市场空间。依托新品研发和技术创新重塑羊毛多元化，打破针织衫等传统品类的局限，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。通过丰富产品品类和应用场景，挖潜市场需求，提升市场空间。

构建多层次品牌体系，发挥产业协同优势。公司根据客户需求，针对不同细分市场构建包括中端、高端、奢侈端在内的多层次品牌架构体系，形成以新澳纺织、新澳羊绒、新中和、Todd&Duncan 为代表的多元化品牌发展战略公司，为客户提供更精准、更多元化的选择空间，有利于公司更充分地获取市场份额。公司羊绒业务处于起步发展阶段，收购拥有百年历史的世界知名羊绒纱线生产商英国邓肯，加快了公司在粗纺羊绒业务技术、销售、生产等方面的综合提升。羊绒业务与公司现有主营业务毛精纺纱线业务产生良好协同效应，增强公司的市场竞争力。

图 35：公司未来战略多品类宽带发展



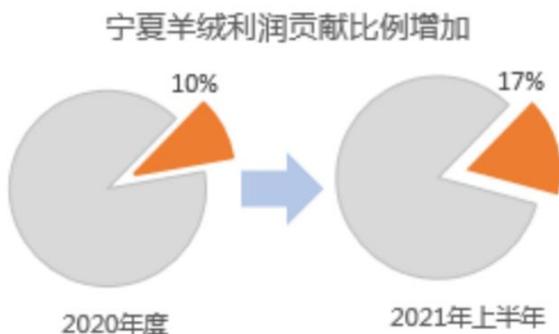
资料来源：公司公告，天风证券研究所

宽带发展战略成效显著，羊绒纺纱成为新的业务增长极。相较公司主营产品，羊绒产品定位更趋高档，是公司产品线向奢侈端延伸的重要一步。羊绒纺纱业务在客户资源、纺纱技术、产品研发、品牌市场整合等各方面，均与公司毛精纺业务产生良好协同效应，有利于公司产品种类完善和产品结构优化，进一步扩大产销规模，增强综合竞争力。2020 羊绒纱线实现收入 1.96 亿元，毛利率 17.9%；21H1 公司羊绒业务营收达到 3.99 亿元。

随着子公司宁夏新澳羊绒有限公司生产经营逐渐步入正轨，21H1 其营业收入与盈利规模较上年同期增长较快，21H1 宁夏新澳羊绒产销量同比去年翻一番，营收规模同比增长 10 倍，利润贡献率上升至约 17%，为公司业务带来新增量。接下来羊绒业务将进一步加强自主品牌的市场推广力度，通过进一步提高自接经销单比例来加快提升毛利率。近年来，由于高端消费品市场遇冷，羊绒价格急剧下滑，同行业公司库存价格相对较高，而新澳羊绒库存价格较低，具有市场竞争力。随着羊绒产业回暖和自接订单量提升，羊绒业务有望成为公司新的利润增长点。

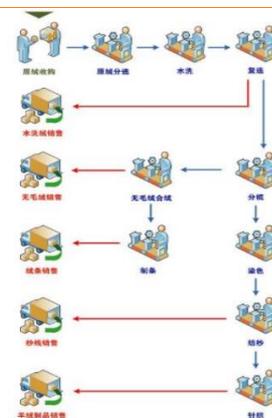
21H1 增加合并子公司英国邓肯公司，公司在高端羊绒纺纱生产能力、技术水平以及市场知名度等方面获得显著提升，进一步争取毛纺细分行业的头部客户资源、人才资源、技术资源等，并产生正向的业绩贡献，扭亏为盈好于预期。英国邓肯优越的高端奢侈品牌形象是对公司现有中高端品牌体系的重要补充，有利于公司形成中端、高端、奢侈端等多种层次、相互补充、协同发展的品牌体系，全面覆盖毛纺针织服装产业内各种档次客户的不同需求，提高公司在全球羊毛和羊绒纺纱市场的整体知名度。

图 36：宁夏羊绒利润贡献比例增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：羊绒产业链结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司发展迈入第四个十年，基于后疫情时代健康低碳的消费趋势，在前期积累毛精纺纱制造优势基础上，围绕可持续宽带发展战略，推动同行业下品类多元化扩容，突出高性能、高品质、可再生降解等核心优势，提供品种更多、功能性更强、应用场景更广的纱线产品，加强线上销售及新型消费渠道革新，努力成为“一站式”短平快的全球专业纱线供应商。顺应纺织业十四五发展规划，在条件成熟情况下考虑产品向家纺、产业用、新材料等高附加值纺织应用进一步探索延伸。

3.1.2. 研发突出市场需求，聚焦功能性、运动休闲、生态环保等优质赛道

随着市场规范化程度加深、节能环保要求提高、消费需求升级，技术与品质将起主导作用，拥有自主技术、具备毛纺产业链高端产品生产能力的企业将逐步占据有利的竞争地位，拥有自主知识产权及研发能力的大中型毛纺企业将逐步发挥其规模优势。公司依靠

自身研发实力、先进工艺及设备、低成本、高产能以及稳固的客户优势，打造更具规模的行业龙头企业。

公司研发投入行业领先，坚持高质量发展，公司目前已形成国际领先的集制条、改性处理、纺纱、染整、质量检测于一体的技术体系。公司研发费用率不断增长，2020 年达 3.17%；2011-2019 年研发费用持续增长，21H1 研发费用中的材料投入同比增长 38.05%。公司是高新技术企业，浙江省创新型示范企业。公司依托新澳纺织技术暨羊毛针织产品研发中心(KDC)平台，不断进行技术创新，产品开发向差异化、功能化、高附加值化发展，同时不断优化技术工艺，在毛纺纺纱上采用紧密纺、赛络纺等先进工艺，取得良好的效果。构建产学研结合新平台。2021 年浙江新澳纺织股份有限公司“浙江省博士后工作站”授牌成功并顺利开展评审会议，工作站作为新澳进行产学研结合的新平台，将通过吸收博士后进站共同开展课题研究，促进科研成果转化与提升公司研发创新能力。

公司拥有独立产品设计开发团队，全方位服务于客户，一方面根据客户需求设计出个性化产品，另一方面通过自身设计优势引导客户选择，进行从“以市场为导向”到一定程度上“引导市场发展”、“创造市场需求”的角色转变。

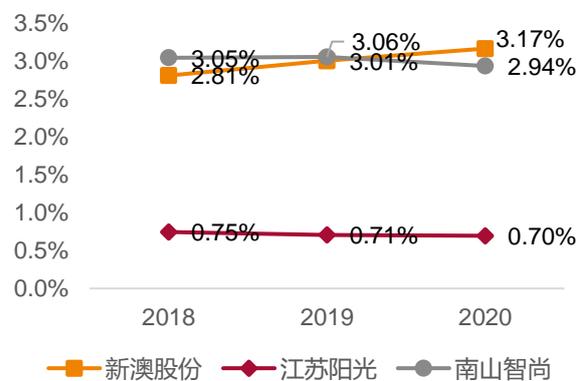
近年来，公司通过参加 PV 展（法国巴黎第一视觉面料展）、SPINEXPO 国际流行纱线展、YARNEXPO 中国国际纺织纱线展等专业顶级展会，向全球客商定期发布春夏、秋冬针织流行趋势。同时，公司参展 ISPO Munich 国际体育用品博览会，利用羊毛纤维的独特优势，探索羊毛在运动领域的运用，开发多样化功能性纱线，推出全新的户外运动系列羊毛产品。

图 38：2011-2020 年研发费用及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：2018-2020 年研发费用率同行业对比



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

公司依托突出的新品研发和技术创新能力，重塑羊毛纤维多功能性，打破针织衫等传统品类局限。依托新澳纺织技术暨羊毛针织产品研发中心(KDC)平台，可进一步开拓技术研发的多种可能性，比如粗纺精做（兼具精纺与粗纺风格的产品）、多组分纤维混纺（羊绒与毛以及其他天然纤维的混纺产品）、功能性纱线（羊绒优异性能与其他优质纤维特殊功能性的完美融合）等，产品开发向差异化、功能化、高附加值化发展，以满足客户多元化、个性化、一站式采购需求。。

1) **运动羊毛产品**：受益于居民运动健康意识提升以及 2022 年冬奥会冰雪运动催化，细分运动行业加速发展，公司看好羊毛应用中高端运动市场的长足发展空间。运动羊毛既保留羊毛柔软、透气、防臭的天然性能，又赋予面料良好弹力和恢复性，穿着运动时伸缩自如，舒适合体，使用场景覆盖瑜伽、跑步、滑雪、骑行、徒步等细分运动领域。2020 年德国慕尼黑 ISPO Munich 国际体育用品博览会上，公司多款纱线分别斩获最佳产品、十佳产品奖项。

图 40：适用于运动针织创作的赛洛菲尔纺



资料来源：公司官微，天风证券研究所

图 41：相较赛洛菲尔纺，嵌入纺耐用性和抗球性更胜一筹



资料来源：公司官微，天风证券研究所

不断创新的纺纱技术，将弹力羊毛打造成为运动服装的理想技术面料之一，使性能已经相当卓越的羊毛纤维上锦上添花，使运动时尚更具兼容性；运动与时尚两个领域的巧妙融合，通过技术在服装中的使用，充分发挥羊毛潜力。同时也为穿着者创造出更为舒适的体验，也为运动爱好者提供更多选择。2021 年 7 月 20 日，在 NFAC 2021 天猫潮流服饰趋势发布会上，新澳荣获三期甄选面料商 TOP3。

2) **功能性羊毛产品**：公司在产品研发时通过增加多种纤维结合，如涤纶、莱赛尔、金银丝等优质纤维混纺，平衡叠加各自的优势，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。公司针对后疫情时代消费特点，推出抗菌、抗紫外线等功能性纱线。譬如 EASY CARE-ZN 系列纱线已通过 ASTM E2149-13a 抗菌测试标准。

3) **可持续发展羊毛产品**：公司生产羊毛纱线主要源于澳洲美丽诺羊毛，羊绒纱线选用优质产区山羊绒，均是 100%可生物降解、可再生天然活性纤维，其在绿色天然方面拥有大多数合成纤维无可比拟的优越性。近年产品开发中采用无氯防缩法，主推 RWS（负责任羊毛）、GRS（全球回收标准）、GOTS(全球有机纺织品标准)、OEKO-TEXStandard100(信心纺织品认证)、EU-Ecolable(欧盟生态标签标准)等可追溯、可循环类认证产品，2020 年首次推出植物染色系列 NATURE COLORS OASIS 提供更有力保障。

未来，新澳将全力推进宽带战略，不断探索功能性纱线、环保纱线的开发；也希望羊毛羊绒纱线在家纺家居、交通运输、航空航天等跨领域应用中中大放异彩；推进纺织产业链延伸，实现产品多元化；并轨国际市场，引领时尚潮流趋势。

3.2. 扩大高端产能，智能化制造降本提质增效，以销促产数字化赋能

3.2.1. 募投项目聚焦高端产能升级，快速响应 2C 业务开拓可期

公司优化产销策略，提升产能利用率，充分释放优质产能，激励考核销售团队。公司采用积极的以销促产模式，生产上充分发挥现有产能规模优势，整体产量高位释放；销售上加强团队激励考核，全面参与多层次市场竞争。21H1 公司订单趋于饱和、销售形势较好。公司毛精纺纱线产能利用率和产销率均保持高位，产销量创历史同期新高水平。

公司采取内销与外销同时并重的销售策略，毛纱、羊绒纱及毛条产品依托广泛的优质客户群体，以销定产及促产。同时，公司在销售淡季适当备货，根据往年销售情况以及当前市场形式变化，结合原材料价格趋势，制定相关生产计划，以此应对销售旺季的市场

需求。公司生产以自主生产为主，外协生产为辅。公司根据自身产能、交货周期长短、生产工艺复杂程度等因素，选择自产或外协的方式生产。

公司在客户服务方面具备多方面竞争优势：从原料到纺纱工艺为客户提供个性化定制服务；小批量、多品种、快翻新的灵活应变服务；快速响应服务机制；全流程现场技术支持服务等。

表 5：我国纺织服装企业生产模式比较

模式	毛利率	设计方式	开发、销售环节
OEM	5-10%	完全按照订单	产品品牌拥有者负责
ODM	10-20%	原始设计制造	主动发现客户需求
OBM	35-50%	自有品牌制造	有自身销售渠道和商业运营

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

一体化纺纱产能充分释放。2020 年公司已具有年产毛精纺纱线 13,300 吨、羊毛毛条 7,000 吨、改性处理 10,000 吨、染整 13,000 吨的产能。疫情加速出清中小毛纺产能以及品牌对供应商的优中选优倾向，使得市场份额逐步向头部企业集中。同时，公司优化产销策略，采用积极的以销促产模式，生产上充分发挥现有产能规模优势，整体产量高位释放；销售上加强团队激励考核，全面参与多层次市场竞争。21H1 公司订单趋于饱和、销售形势较好，毛精纺纱线产能利用率和产销率均保持高位，产销量创历史同期新高水平。截至 21Q3，公司制条毛条产量超 6000 吨，纺纱折 48 支产量超 12000 吨，改性处理加工产量超 9700 吨，染整加工产量超 10500 吨。新澳作为国内领先纱线供应商，成功建立从原料、纱线到面料成品的全产业供应链体系，形成一定市场差异化竞争力的产品体系。

纺纱产能利用率提升，带动前后道配套协同发展。21H1 随着产能利用率提升，规模效益显现，单位制造成本较去年同期下降，折旧等固定费用有所分摊。并且纺纱产销量攀升对前道毛条改性处理和后道染整加工都起到带动作用，促进产业链规模协同发展。产能规模扩大助于公司稳定地供货给主要客户，并且有能力与潜在客户洽谈合作，开拓新市场。

图 42：一体化纺纱产能充分释放



资料来源：公司官微，天风证券研究所

图 43：15H1-21H1 毛精纺纱产销量及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司坚守实业初心，募投资项目聚焦主业不断扩张高端产能，发挥设备优势提高产品质量。为积极扩展国内外市场，向客户提供先进、优质的高端毛纺织产品，公司先后投资建设“20,000 锭高档毛精纺生态纱项目”、“30,000 锭紧密纺高档生态纺织项目”，“欧洲技术、开发和销售中心项目”，“年产 15,000 吨生态毛染整搬迁建设项目”以及“60,000 锭高档

精纺生态纱项目（一期，28,000 锭）”聚焦主业扩大产能，主要用于拓展高档毛精纺纱线产能，从细分产品品类看，2011-2020 年毛精纺纱线毛利率均高于公司整体毛利率。从长远来看，随着产能扩大，毛精纺纱线收入占比将进一步提升，从而提升公司整体毛利率。

2020 年，“60,000 锭高档精纺生态纱项目（二期）项目” 进一步提高公司毛精纺纱装备水平，提高产量和产品档次，进一步提高公司的产品附加值。一方面可以提高公司毛精纺纱线的产能，巩固公司在行业内的领先地位，另一方面有利于丰富毛精纺纱线的产品结构，针织和机织毛精纺纱线相互补充，提高公司的竞争力。

同年，“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”提高毛条附加值，占领更多的市场份额，满足客户对产品个性化的要求，提高市场占有率。通过对羊毛毛条生产环节的有效控制，一方面拓宽可生产纱线品种范围，使公司具备根据客户个性化要求进行全道生产工艺调整优化的能力；另一方面由于下游需求的季节性，使公司在旺季时能够保证羊毛毛条供应的连续性，掌握羊毛毛条的交货期，从而抓住市场机遇抢占市场。

表 6：2017-2020 年公司募投产能项目

开工时间	项目	影响
2017 年	30,000 锭紧密纺高档生态纺织项目	通过提高纺纱装备自动化水平，提升产品档次，扩大高档毛精纺纱产品的生产能力，进一步增强公司在全球中高端品牌市场竞争能力，扩大市场占有率。
2017 年	年产 15,000 吨生态毛染整搬迁建设项目	提升后处理染整能力，进一步稳定纱线品质，满足更多高端品牌客户需求，且响应政府对印染行业整治提升规划，实现企业经济效益、生态效益、社会效益多重提升。
2018 年	60,000 锭高档精纺生态纱项目项目（一期，28,000 锭）	有效解决公司产能无法满足客户订单需求的发展瓶颈，扩大龙头企业效应和规模效应；提高纱线产品质量和档次，更好满足国内外中高端品牌客户不断变化的市场需求。
2020 年	60,000 锭高档精纺生态纱项目（二期）项目	新增毛精纺机织纱产能，优化现有产品结构，以期进一步提升公司在毛纺行业的竞争力和市场占有率。
2020 年	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	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。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着新型纺纱工艺和羊毛改性技术，譬如募投项目所使用的紧密纺技术，防缩丝光和生物酶处理等改性处理工艺不断升级改进，羊毛产品作为冬季服装服饰最适用的穿着材料，其终端需求将稳步增长。针对募投项目新增产能，公司采取一系列新增产能的消化措施，包括：

表 7：针对募投项目，公司采取一系列新增产能消化措施

措施	内容
差异化竞争策略	凭借在毛纺全产业链中纺纱领域的专业化、精细化、集约化经营理念，公司产品主要面向中高档服装制造商，与多数企业形成差异化竞争。
紧跟下游市场需求	服饰和毛纱整体市场空间较大，公司将紧跟下游市场需求，利用多元化营销方案，推出适销对路的产品方案，满足市场需求，推进业务发展。
产业链竞争策略	公司实现了毛条制条、改性处理、纺纱、染整精加工于一体的资料来源：天风证券研究所纺纱产业链，不断整合资源，完善毛纺产业链，并根据毛纺行业上下游的特点将自身定位成“做全球最好的毛精纺纱线供应商”的角色。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

数字化赋能新营销，打造供应商品牌 IP，新澳逐渐从传统 B2B 模式转变到 B2C 模式，挖掘 C 端用户需求，将供应链专业技术性内容转化为 C 端用户更容易理解的内容，输入给品牌，以更直观方式将产品背后的原材料呈现给消费者，解决消费端痛点。

表 8：公司数字化营销策略

营销举措	内容
借力天猫渠道，打造羊毛超级品类	2020 年携手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。破圈供应商身份直接触达终端消费市场全新尝试，旨在以高品质羊毛纱线，结合多样化时尚设计打破传统羊毛针织，实现多品类、多场景运用。
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。公司秉承可持续发展践行者、天然品质守护者、流行趋势洞察者等多合一身份，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	2020 年公司将“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，更直接触达终端消费市场，挖掘支持新锐设计力量。
建立新媒体矩阵，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：公司公告，天风证券研究所

在未来，供应链将直接面向 C 端消费者，让消费者从原料上更深入地了解产品特性，新澳与品牌方强强联合，开发一流 IP 产品，打造电商超级内容，形成从研发到营销数字化闭环，为消费者铸造一个易打理、自然健康的超级单品，让更多的人悦享羊毛，臻享生活。

3.2.2. 巩固和扩大与客户供应链协作，全面深化布局境内境外市场

公司加强与客户的供应链协作，巩固和扩大客户规模。公司利用自身优势资源，与品牌客户在原料选择、产品设计开发、流行趋势预判、工艺技术迭新等诸多环节进行全方位合作，共同为品牌客户构建高效、优质、快速的供应链体系。公司作为纱线制造商，通过充分介入到品牌客户的诸多环节，不断巩固深入供应链协作，从而与客户建立并维护较为长期稳定的合作关系。未来，公司将继续与现有客户进一步加深合作，扩大合作规模，以实现双方的合作共赢。除现有客户以外，公司也将继续开拓新客户，实现公司规模持续、稳定增长。

公司深化国际化产业布局，打通国内外产业一体、迈向国际化经营的目标。积极顺应“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”新发展格局方针，**公司营销渠道覆盖国内大多省份和境外二十多个国家和地区**，构建了国内业务与海外业务相互促进的市场体系，针对不同市场灵活调整应对策略。

一方面，紧抓“内循环”为主体的战略机会，深化内贸市场多元化开拓，大力开发内贸高端批发客户、区域市场品牌以及电商客户，提升市场空间，挖潜市场需求。2020 年国内疫情稳定后，公司销售力量就高频率地走访了浙江、上海、江苏、福建、广东、深圳等多地的主要客户，抢占先机、促进订单回补和潜力释放。为深入了解广深地区市场需求，开拓客群资源，公司于 2020 年 7 月首次亮相 2020yarnexpo 大湾区国际纺织纱线博览会，发布 2021/2022 秋冬新品主题，呈现横机集锦 9 大系列。

另一方面，充分发挥布局多年的本土化策略和海外子公司优势，在美国、英国、法国、德国、日韩、北欧等市场当地设立办事处，并聘请专业团队进行市场开拓。随着新澳香港、新澳欧洲等渠道铺开，敏锐把握前沿市场行情动态，为海外市场提供强有力的支撑

平台。

图 44：公司全球产业分布

公司全球产业分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

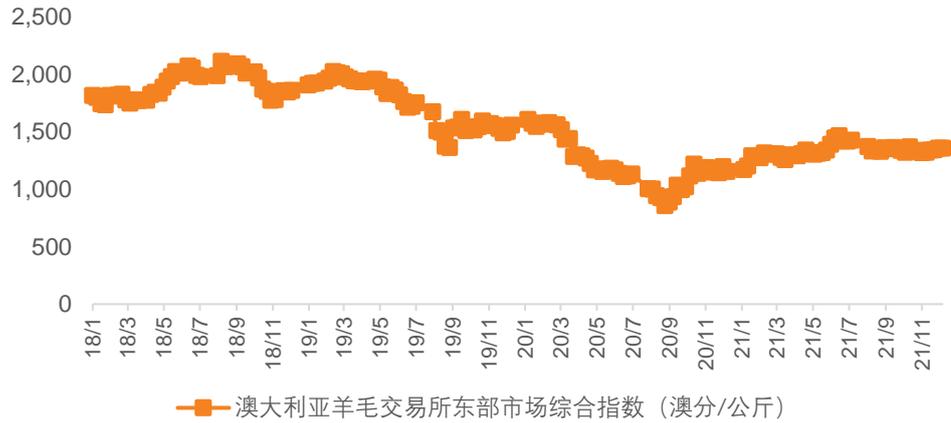
与英国邓肯的整合，进一步完善全球产业布局，公司与其共享市场营销渠道，在降低整体营销投入成本的同时，实现国内与境外市场、欧洲与亚洲市场等各自具有客群优势市场的融合互通，提升整体盈利能力水平和全球客户范围覆盖。公司将在积极利用营销渠道现有优势资源基础上，通过引入海外优质客户，继续深入世界一线品牌供应链体系，扩大在海外市场的业务覆盖。同时，公司也将向英国邓肯公司加大在中国市场的推广和开拓力度，提高其在中国市场的销售规模。双方将借助共有的销售平台与营销网络，整合国内、国际资源，共同提升在全球细分市场的销售率和占有率，合力增强在世界毛纺行业中的知名度和影响力。

3.2.3. 羊毛价格至高位仍具空间，自动化智能化夯实成本优势

2020 年 7-9 月，澳洲羊毛价格进入周期性底部，澳洲东部羊毛拍卖市场指数处于近十年来低位。2020 年 9 月中旬以来，羊毛价格处于回暖状态，持续上升的羊毛价格有利于产品销售价格回升和市场信心恢复，且当期结转的销售成本包含前期相对低位的库存，公司主要产品毛利率和单位毛利将转入上升通道，有利于提升公司业绩，具体情况为，

原材料羊毛价格低位修复后转入波动上行通道，较历史高位存在一定差距，公司存货跌价风险降低，盈利能力回升。2018 年 8 月澳毛价格处于历史高位 2116 澳分/公斤，2020 年 9 月触底 858 澳分/公斤后反弹延续波动上涨，市场买涨情绪较强，客户采购行为积极。2021 年 12 月 16 日羊毛价格 1358 澳分/公斤，距低位上涨约 58%，距高位仍有近 56% 的空间。前期深度下跌使得羊毛价格仍处于周期性低位，羊毛纤维更具市场竞争力，毛纺企业之前被高价位挤压的产品市场有望得到一定程度释放。在采购方面，公司采取稳健的“平均买入法”，同时结合原材料价格走势，“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，合理统筹安排采购计划，掌握适度安全库存边际。公司采取“以销定产、适度库存”的经营策略，对存货采取月末一次加权平均法进行处理，销售成本结转受到前期原材料采购价格影响，公司在羊毛价格周期性底部采购备料的低价原材料预计提高公司主要产品单位毛利和毛利率，进而提升公司业绩。

图 45：2018 年至今羊毛价格波动情况

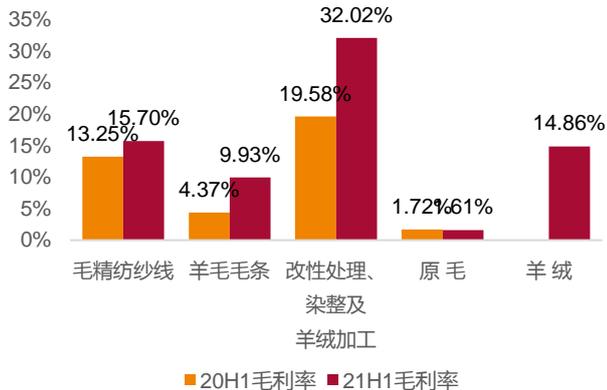


资料来源：AWI 澳大利亚羊毛发展公司，www.wool.com，天风证券研究所

公司紧抓内部管理，强化成本费用管控，提质增效。公司以“综合成本最优化”为理念，细化成本分析工作，多维度探索节流增效的措施，同时，进一步强化工艺创新，优化工艺流程，提高产品生产效率和降低产品成本。

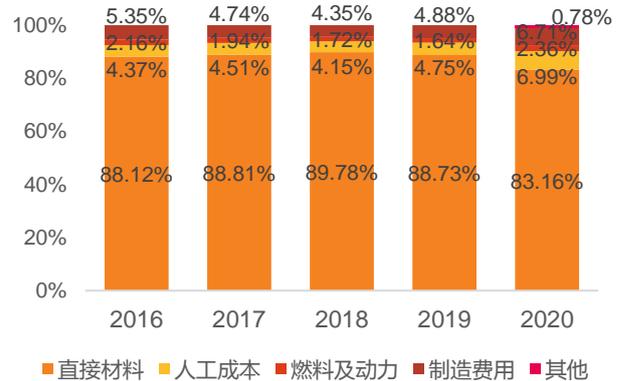
公司强化成本控制增厚利润，企业实现稳中向好发展，21Q1-3 公司毛利 5.19 亿元，同比增长 111.36%；毛利率 19.20%，同比增长 4.91pct。21H1 分产品看，毛精纺纱线成本同比减少 29.91%，毛利率 15.70%，同比增长 2.45pct，公司主要产品毛精纺纱线毛利率水平近年来基本保持在 20±5%区间内，对比近年来全国毛纺织和染整精加工规模以上企业平均毛利率约不到 10%，盈利能力较毛纺同行业优势明显；羊毛毛条成本同比减少 39.60%，主要受全球新冠疫情及前期原材料价格大幅回落的一定影响，羊毛毛条销售价格持续下滑，订单量减少，导致羊毛毛条生产量及料工费的下降，毛利率 9.93%，同比增长 5.56pct；改性处理、染整及羊绒加工 21H1 毛利率 32.02%，同比增长 12.43pct；羊绒毛利率 14.86%。2020 年直接材料成本占比减少 5.57pct；人工成本占比增长 2.24%，公司通过设备效率的发挥，产能的增加，未来人工成本有望减少。随着终端消费需求逐步释放，公司产能利用率提升，进而减少相应的人工、折旧等单位固定成本，公司规模化效应得以体现，盈利能力提升。

图 46：20H1/21H1 公司主营业务分部毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 47：2016-2020 公司营业成本结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司进一步提升智能制造水平，产能利用率提升减少单位固定成本。公司深化推进“基于智能制造及立体仓储的毛精纺项目”，以指定纺纱车间为试点，在国际领先自动化设备基础上，导入面向毛纺行业的 MES 系统，构建自动化立体仓储。5G 时代到来对智能化制造提出升级新要求，公司将继续利用数字化、信息化助力企业管理水平和生产效率持续提升。2020 年产量同比增长 5.80%至 1.82 万吨，其中改性处理、染整及羊绒加工产量同

比增长 63.33%。21H1 毛精纺纱线产销量较上年同期均有较大增加。随着产能利用率提升，规模效益显现，单位制造成本同比减少，人工、折旧等固定费用有所分摊。

通过规模化和自动化生产提升公司竞争力，进一步提高产品质量、提高劳动生产率，减少单位工序的人工使用数量，进而降低人工成本，提高产品的市场竞争力。规模化集中生产，有利于摊薄研发、运输、生产、检测等各环节的单位成本。生产规模进一步扩大，员工操作熟练度、原材料与机器设备利用率以及生产效率提高，从而有效降低生产成本，扩大利润空间。譬如“60,000 锭高档精纺生态纱项目（二期）”引进国际最先进的纺纱技术紧密纺，纺纱技术紧密纺是高新技术发展的必然趋势，该技术生产的紧密纺成纱紧密度高，纱线外观光洁，毛羽少，在编织过程中不易产生磨毛现象，用于国际国内中高端机织品牌服装，有利于扩大公司中高端客户的种类，加强公司行业地位。

公司新澳精梳羊毛纱智能工厂获评 2021 年浙江省智能工厂。通过两化融合省级工业互联网平台创建，实现智能仓储，产品全生命周期管控，一体化的能源管控平台，为客户提供个性化定制，打造高度柔性、质量可靠、响应敏捷、成本可控的精梳羊毛纱智能工厂。

图 48：公司立体仓库，两化融合赋能智能制造



资料来源：公司官微，天风证券研究所

表 9：2020 年产销量情况分析表

主要产品	产量 (吨)	销量 (吨)	库存 (吨)	产量同比增速	销量同比增速	库存同比增速	产销率
毛精纺纱线	9,644.69	9,850.61	2,138.87	0.88%	-5.43%	-8.78%	102.14%
羊毛毛条	4,492.11	4,273.69	951.32	-17.21%	-24.04%	29.80%	95.14%
改性处理、染整及羊绒加工	3,569.80	3,472.23	188.03	63.33%	63.79%	107.86%	97.27%
羊绒纱线	352.48	278	170.26				78.87%
其他	109.28	54.11	55.17				49.52%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司引进大量来自德国、意大利的国际先进纺纱设备，并持续更新，引进、消化、吸收国际先进纺纱工艺和技术。近年来，行业重新洗牌使小而散企业逐步被市场淘汰，行业龙头企业优势显著增强，战略上拥有前瞻眼光，资源上拥有技术能力、资本能力、销售渠道和品牌基础的公司将占得先机。公司在全球毛纺细分行业龙头地位凸显，公司被国家工业和信息化部和中国工业经济联合会认定为 2019-2021 制造业单项冠军示范企业，获制造业精梳羊毛纱单项冠军。公司自上市以来，借助资本市场平台，紧紧抓住资本市场新引擎，专注主业做大做精做强，加快扩张高档毛精纺纱生产能力，提升市场占有率，发挥规模效益。

4. 盈利预测与估值

公司紧紧围绕“成为全球最专业的毛精纺纱线供应商”的企业愿景，聚焦主业做大做强，不断提高精益化管理水平，深化上游产业链整合，持续扩大高端产能，加快推进海外布局。今年公司发展迈入第四个十年，在“碳达峰、碳中和”目标以及纺织业“十四五”发展纲要引领下，在前期积累毛精纺制造优势基础上，围绕可持续宽带发展战略，推动同行业下品类多元化扩容，为全球客户提供品种更多、功能性更强、应用场景更广的纱线产品，并加强线上销售及新型消费渠道革新，努力成为全球专业的一站式天然纤维纱线供应商。

关于公司估值及盈利预测我们提出以下假设：

- 1) 公司主要产品毛精纺纱线毛利率水平近年来基本保持在 $20 \pm 5\%$ 区间内，21H1 毛精纺纱产销量较上年同期均有较大增加，毛精纺纱线 2021-2023 营收增速为 39%，17%，13%；
- 2) 原材料羊毛价格前期深度下跌使得羊毛价格处于周期性低位，羊毛纤维更具市场竞争力，毛纺企业之前被高价位挤压的产品市场有望得到一定程度释放。原材料羊毛价格低位修复后转入波动上行通道，提升公司产品单位毛利和毛利率，羊毛毛条 2021-2023 营收增速为 24%，19%，15%；
- 3) 纺纱产销量攀升对前道毛条改性处理和后道染整加工均起到带动作用，子公司新中和“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”旨在提升子公司新中和的毛条加工能力和功能纤维改性处理能力，改性处理及染整加工 2021-2023 营收增速为 23%，19%，16%；
- 4) 公司通过设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯等举措，开拓羊绒纱线市场空间，宽带发展成效显现，羊绒业务板块发展较快，羊绒 2021-2023 营收增速为 234%，57%，43%。

表 10：公司营收预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收（亿元）	27.10	22.73	34.44	43.06	52.00
YoY	5.60%	-16.12%	51.49%	25.05%	20.75%
毛精纺纱线（亿元）	19.28	15.95	22.17	26.00	29.49
YoY	9.59%	-17.29%	39.01%	17.27%	13.41%
产量（吨）	9560.39	9644.69	11523.05	12905.81	14196.40
产销比	108.95%	102.14%	107.66%	107.87%	107.98%
销量（吨）	10416.37	9850.61	12405.15	13921.56	15329.03
单价（万元/吨）	18.51	16.19	17.87	18.68	19.24
羊毛毛条（亿元）	7.08	3.97	4.92	5.85	6.72
YoY	0.20%	-43.96%	24.09%	18.92%	14.81%
产量（吨）	5425.82	4492.11	5615.14	6457.41	7296.87
产销比	103.69%	95.14%	99.41%	99.81%	99.91%
销量（吨）	5625.98	4273.69	5582.20	6445.20	7290.36
单价（万元/吨）	12.58	9.28	8.82	9.08	9.22
改性处理及染整加工（亿元）	0.16	0.67	0.82	0.98	1.13
YoY	-22.64%	307.51%	22.74%	19.15%	16.04%
产量（吨）	2185.58	3569.80	4316.54	4920.85	5511.35
产销比	97.00%	97.27%	97.75%	98.24%	98.34%
销量（吨）	2119.94	3472.23	4219.55	4834.34	5419.87
单价（万元/吨）	0.77	1.92	1.94	2.02	2.09

羊绒 (亿元)	1.96	6.53	10.23	14.66
YoY		233.72%	56.83%	43.22%
产量 (吨)	352.48	1057.44	1533.29	2069.94
产销比	78.87%	85.18%	88.59%	91.24%
销量 (吨)	278.00	900.72	1358.29	1888.70
单价 (万元/吨)	70.33	72.44	75.34	77.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予买入评级，预计公司 2021~2023 年总营收分别为 34.44、43.06、52.00 亿元，**对应净利润分别为 3.03、4.02、5.02 亿元**，21~23 年对应 EPS 分别为 0.59、0.79、0.98 元，对应 PE 分别为 12x、9x、7x。可比公司 2022 市值加权平均 PE 估值为 11X 的基础上，给予公司 2022 年 PE11X，对应股价为 8.69 元/股。

表 11：对比估值分析

	2021 年 P/E	2022 年 P/E
百隆东方	8.77	8.12
华孚时尚	17.36	14.58
水星家纺	12.66	10.82
市值加权平均 P/E	12.85	11.14

资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所

5. 风险提示

（一）宏观经济、行业和市场波动风险

全球疫情多次反复，当前国内疫情在多地暂时出现局部反弹，增加市场复苏不确定性，对纺织行业产销形势保持平稳形成考验。同时，国际贸易摩擦亦或给纺织服装企业进出口业务带来不确定性风险。

（二）原材料价格波动风险

1、羊毛价格波动风险

公司产品主要原材料为澳大利亚原产羊毛及其半成品羊毛毛条，澳毛价格受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响，其价格波动影响毛纺行业原材料成本及产品价格。由于澳毛主要通过澳大利亚公开拍卖市场取得，价格透明，市场化程度高，产业上下游对澳毛价格波动响应机制已经形成。

如果羊毛价格长期高企，将直接推动毛纺产品价格持续走高，导致毛纺产品需求受到抑制；如果羊毛价格在短期内大幅下挫，将增加毛纺企业存货管理难度。

2、羊绒价格波动风险

由于羊绒单位价值较高，历史波动幅度较大，存在价格波动风险。

（三）汇率波动风险

公司部分销售收入来源于外销收入，同时公司主要原材料羊毛主要从澳大利亚进口取得。公司出口产品和进口原材料主要结算货币为美元，进口设备主要结算货币为欧元，因此人民币对美元、欧元的汇率波动对公司财务状况和经营业绩产生一定影响。

（四）产能不及预期风险

公司产能利用率提升，毛精纺纱线产能利用率和产销率均保持高位，若未来公司产能扩

张及利用率不及预期，将影响公司供给能力，延缓公司市占率进一步提高，对公司业绩产生一定影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	584.62	763.46	275.49	344.50	415.98
应收票据及应收账款	202.15	259.26	301.10	199.28	404.92
预付账款	6.37	5.88	20.51	9.66	24.23
存货	830.60	852.60	1,455.53	1,410.26	2,016.27
其他	120.83	65.46	158.37	123.96	123.19
流动资产合计	1,744.56	1,946.65	2,211.00	2,087.66	2,984.60
长期股权投资	2.88	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	987.45	1,134.71	1,136.32	1,145.25	1,145.57
在建工程	243.46	74.15	80.49	96.29	87.78
无形资产	95.30	100.51	96.99	93.47	89.94
其他	9.05	13.88	20.37	14.00	15.13
非流动资产合计	1,338.14	1,323.25	1,334.17	1,349.01	1,338.42
资产总计	3,082.70	3,269.90	3,545.17	3,436.67	4,323.02
短期借款	279.39	240.82	140.86	4.19	266.81
应付票据及应付账款	289.47	249.97	500.24	415.13	708.35
其他	101.23	192.84	199.26	147.07	274.82
流动负债合计	670.10	683.64	840.36	566.39	1,249.97
长期借款	9.01	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.74	9.82	7.49	7.69	8.33
非流动负债合计	14.76	9.82	7.49	7.69	8.33
负债合计	684.86	693.46	847.85	574.08	1,258.31
少数股东权益	28.10	47.18	54.45	66.99	86.54
股本	511.75	511.75	511.75	511.75	511.75
资本公积	959.38	1,045.33	1,045.33	1,045.33	1,045.33
留存收益	1,858.36	2,013.89	2,131.13	2,283.85	2,466.43
其他	(959.75)	(1,041.70)	(1,045.33)	(1,045.33)	(1,045.33)
股东权益合计	2,397.84	2,576.44	2,697.32	2,862.59	3,064.71
负债和股东权益总计	3,082.70	3,269.90	3,545.17	3,436.67	4,323.02

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	144.40	161.04	303.15	402.17	502.17
折旧摊销	98.80	114.13	55.58	58.79	61.71
财务费用	7.99	19.77	1.04	(1.28)	0.57
投资损失	(8.59)	0.46	(0.87)	(0.58)	(0.61)
营运资金变动	391.08	171.33	(480.13)	67.93	(417.29)
其它	(235.04)	(165.25)	29.00	18.66	8.94
经营活动现金流	398.65	301.47	(92.23)	545.69	155.49
资本支出	334.06	89.96	62.34	79.80	49.35
长期投资	0.21	(2.88)	0.00	0.00	0.00
其他	(553.82)	(68.24)	(161.47)	(172.55)	(76.52)
投资活动现金流	(219.55)	18.85	(99.13)	(92.75)	(27.17)
债权融资	289.41	249.84	144.20	8.64	272.41
股权融资	(1.75)	76.18	(3.93)	2.02	0.17
其他	(389.47)	(449.07)	(436.88)	(394.59)	(329.42)
筹资活动现金流	(101.80)	(123.06)	(296.61)	(383.93)	(56.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	77.29	197.26	(487.97)	69.01	71.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,709.91	2,273.17	3,443.62	4,306.25	5,199.79
营业成本	2,322.56	1,929.78	2,798.29	3,466.27	4,152.24
营业税金及附加	10.67	12.54	17.01	19.98	23.09
营业费用	46.20	36.08	54.55	67.78	80.80
管理费用	92.66	85.16	105.03	123.59	145.28
研发费用	81.55	72.07	109.99	138.02	167.64
财务费用	3.02	14.51	1.04	(1.28)	0.57
资产减值损失	(12.26)	(2.80)	(2.58)	2.45	1.43
公允价值变动收益	(0.41)	(0.01)	21.34	5.90	(11.05)
投资净收益	8.59	(0.46)	0.87	0.58	0.61
其他	(1.88)	(62.92)	(44.43)	(12.97)	20.88
营业利润	159.21	189.22	382.51	495.92	618.29
营业外收入	3.15	1.23	2.82	2.40	2.15
营业外支出	1.17	9.75	14.42	12.21	12.13
利润总额	161.19	180.70	370.91	486.11	608.32
所得税	16.79	19.66	60.10	71.19	86.16
净利润	144.40	161.04	310.81	414.93	522.15
少数股东损益	1.18	9.58	7.65	12.76	19.99
归属于母公司净利润	143.22	151.46	303.15	402.17	502.17
每股收益(元)	0.28	0.30	0.59	0.79	0.98

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.60%	-16.12%	51.49%	25.05%	20.75%
营业利润	-31.47%	18.85%	102.15%	29.65%	24.67%
归属于母公司净利润	-28.16%	5.75%	100.15%	32.66%	24.86%
获利能力					
毛利率	14.29%	15.11%	18.74%	19.51%	20.15%
净利率	5.29%	6.66%	8.80%	9.34%	9.66%
ROE	6.04%	5.99%	11.47%	14.39%	16.86%
ROIC	6.63%	8.93%	15.69%	16.72%	21.37%
偿债能力					
资产负债率	22.22%	21.21%	23.92%	16.70%	29.11%
净负债率	-12.31%	-19.94%	-4.87%	-11.73%	-4.68%
流动比率	2.60	2.85	2.63	3.69	2.39
速动比率	1.36	1.60	0.90	1.20	0.77
营运能力					
应收账款周转率	13.37	9.85	12.29	17.21	17.21
存货周转率	2.98	2.70	2.98	3.01	3.04
总资产周转率	0.89	0.72	1.01	1.23	1.34
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.30	0.59	0.79	0.98
每股经营现金流	0.78	0.59	-0.18	1.07	0.30
每股净资产	4.63	4.94	5.16	5.46	5.82
估值比率					
市盈率	25.37	23.99	11.99	9.03	7.24
市净率	1.53	1.44	1.37	1.30	1.22
EV/EBITDA	7.25	6.08	8.01	6.01	5.21
EV/EBIT	10.01	9.35	9.17	6.72	5.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com