



Research and
Development Center

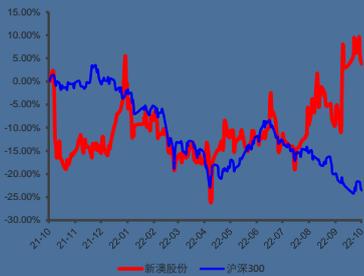
多品类宽带发展，毛纺龙头量价齐升成长可期

—新澳股份（603889.SH）深度报告

2022年10月24日

汲肖飞 纺服行业分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 纺服行业研究助理
liyanyuan@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
新澳股份 (603889.SH)
投资评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元):	6.96
52周内股价	5.26-7.82
波动区间(元):	
最近一月涨跌幅	4.67
(%):	
总股本(亿股)	5.12
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	36

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDASECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

多品类宽带发展，毛纺龙头量价齐升成长可期

2022年10月24日

本期内容提要：

- ◆**毛纺龙头聚焦主业，业绩稳健增长。**公司主要从事毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条的研发、生产和销售，旗下自有品牌包括 CASHFEEL、LANA BLEND 和 Todd&Duncan 等，覆盖服饰、运动、家纺，具有较高的行业知名度，已服务于约 5000 家客户和约 500 个品牌客户。公司坚持多品类宽带发展，2019-20 年设立宁夏新澳、收购英国邓肯，开拓羊绒纱线市场空间，打造双轮发展体系，现已成为全球毛精纺细分领域龙头。伴随公司产能逐步释放，原材料价格逐步企稳，公司盈利水平进入上行通道，2021-22H1 公司实现营收 34.45 亿元、21.19 亿元，同增 51.57%、20.43%，实现归母净利润 2.98 亿元、2.42 亿元，同增 96.93%、40.41%。
- ◆**运动领域持续渗透，头部企业趋向专业化竞争。**近年来在内需扩大和消费升级的趋势下，国内毛纺工业呈现逐步复苏态势，20 年国内规模以上毛纺企业营业收入为 1311 亿元，同增-0.30%，跌幅大幅收窄。伴随国产品牌与国潮文化的崛起，以及毛纺制品在运动休闲领域持续渗透，毛纺织需求空间持续拓展。长期来看，毛纺行业竞争呈两极分化趋势，数量庞大中小企业在低端产品领域以价格竞争为主，难以进入高端领域参与竞争。国内头部毛纺企业定位高端，在科技创新、品牌建设、管理水平、销售网络等方面与中小企业拉开差距，逐步向“专业化”经验模式转型，由企业间单一的价格竞争，上升到品牌、技术、产品、服务等层面的综合竞争，以获得更多市场份额。
- ◆**技术、产品、生产、服务齐发力，高筑竞争壁垒。**1) 产品与研发方面，公司不断加强技术创新，在多品类宽带战略指引下，搭建出多品种、多档次、系列化产品结构，不断推动产品向功能化及高附加值防线发展，在满足客户需求的同时，以先进设计优势引领客户选择。2) 生产方面，公司拥有垂直一体化纺纱产业链，能够快速反应和全流程解决问题；在原有全产业链基础上，公司完成数字化转型，实现业务、生产、仓储全流程的高效协同，精细化的生产经营模式，带来较强的成本优势、品质和效率保证。3) 服务与客户方面，公司拥有先进质量管理体系，产品品质通过全球多项质量认证；得益于一体化智能化产业链，公司能够为客户提供定制化服务，实现小批量多品种快速反应。品质、服务优势助力公司树立较高品牌知名度，成为知名客户指定纱线供应商，客户粘性较强。
- ◆**新品类景气度高，羊绒业务开辟新成长曲线。**公司陆续推进高档生态纺项目、毛条生产项目、功能性纤维改性处理项目建设，一方面产能陆续释放推动毛精纺产销持续放量，从而实现规模化生产降低单位成本，另一方面新产能的建设助力公司扩大产品品种，优化现有产品结构，提高产品附加值，满足客户的个性化需求。此外伴随可持续观念深入人心，户外运动品类景气度高，公司积极投入户外运动领域，发挥羊毛纤维综合优势，开发多功能混纺纱、新型包芯纱以及发热混纺纱等功能性产品，运动户外品类纱线销售占比持续提升，截至 22H1 公司运动产品纱线销量占比已提升至 20%。
- ◆**盈利预测与投资评级。**我们看好公司较强的技术研发实力、一体化产业链和较高的智能化生产水平带来的成本优势和稳定品质。随着产能规模持续扩张，公司产品结构持续向高附加值方向发展。此外公司羊绒纱线业务助力公司进一步扩展运动休闲领域份额，成长性较强。我们预计 2022-24 年公司收入为 39.98/47.48/55.81 亿元，同增

16.04%/18.75%/17.56%，归母净利润 3.86/4.93/5.88 亿元，同增 29.31%/27.88%/19.29%。我们给予公司目标价 10.50 元，公司竞争优势明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**宏观经济波动风险、新产能落地不及预期、原材料价格波动风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,273	3,445	3,998	4,748	5,581
增长率 YoY%	-16.1%	51.6%	16.0%	18.7%	17.6%
归属母公司净利润 (百万元)	151	298	386	493	588
增长率 YoY%	5.8%	96.9%	29.3%	27.9%	19.3%
毛利率%	15.1%	19.1%	19.1%	19.9%	20.8%
净资产收益率 ROE%	6.0%	11.0%	13.1%	14.3%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.58	0.75	0.96	1.15
市盈率 P/E(倍)	24.26	12.32	9.53	7.45	6.24
市净率 P/B(倍)	1.45	1.35	1.25	1.07	0.91

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价



目录

公司分析：毛纺龙头聚焦主业，业绩稳健增长	7
基本概况：毛精纺纱+羊绒纱线双轮驱动，构建“双循环”发展格局	7
财务分析：产能释放原材料价格企稳，盈利水平进入上行通道	9
公司治理：股权结构稳定，高管经验丰富	10
行业分析：运动领域持续渗透，头部企业趋向专业化竞争	12
行业现状：内需扩大+消费升级，疫后毛纺市场巩固复苏趋势	12
格局演变：竞争呈两极分化，头部企业逐步向专业化转型	14
核心优势：技术、产品、生产、服务齐发力，高筑竞争壁垒	16
技术研发：聚焦高景气品类，产品开发引领需求	16
智能生产：产业链一体化交付稳定，智能化生产提质增效	16
品牌效应：品质、服务优质，高筑客户资源壁垒	17
未来成长：宽带战略不断延伸业务空间，构筑未来成长动力	18
品类拓展：羊绒、羊毛充分协同，运动、功能纱线景气度高	18
价格下沉：宽带战略&规模优势，助力降维打开中端市场	20
羊毛复盘：当前价格处于历史中枢，向上趋势保持坚挺	21
盈利预测及假设	22

表目录

表 1：公司高管履历	11
表 2：公司业绩与盈利预测（百万元）	23
表 3：可比公司 EPS 及估值对比	23

图目录

图 1：近年来公司重要发展历程	7
图 2：公司主要业务情况	7
图 3：公司旗下主要品牌及介绍	7
图 4：公司经营模式情况介绍	8
图 5：2022H1 公司各项业务收入占比情况	8
图 6：公司全球产业分布情况	8
图 7：2022H1 公司各地区收入占比情况	8
图 8：2021H1-2022H1 公司境内外营收快速增长	8
图 9：2017-2022H1 公司营业收入及增速	9
图 10：2017-2022H1 公司分业务收入情况（百万元）	9
图 11：2017-2022H1 公司分业务毛利率情况	10
图 12：2017-2022H1 公司各项期间费用率情况	10
图 13：2017-2022H1 公司归母净利润及增速	10
图 14：2017-2021 年公司净资产收益率情况	10
图 15：公司股权结构图（截至 2022 年 9 月）	11
图 16：毛纺织产业链分布情况	12
图 17：近年来毛纺行业市场规模及增速情况	12
图 18：近年来国内毛纺纱线产量及增速情况	12
图 19：近年来国内毛织物产量及增速情况	12
图 20：2021、22 年 1-5 月规模以上毛纺染整企业效益指标	13
图 21：2021、22 前五个月毛纺产品出口数量增速变化情况	13
图 22：2022 年 1-5 月美国主要毛纺产品进口（百万美元）	13
图 23：2022 年 1-5 月日本主要毛纺产品进口（亿日元）	13
图 24：2022 年美国、日本与欧盟毛纺产品进口分布	14
图 25：毛纺织行业规模以上企业户数变动情况	14
图 26：近年来羊毛价格变动情况	14
图 27：2021 年国内头部毛纺企业收入构成情况	15
图 28：2021-22H1 国内头部毛纺企业营收对比（百万元）	15
图 29：2021-22H1 国内头部毛纺企业毛利率对比（%）	15
图 30：近年来公司与同行业公司研发投入占比对比情况	16
图 31：近年来公司与同行公司研发人员占比对比情况	16
图 32：公司拥有毛纺行业一体化产业链	17
图 33：公司构筑以智慧工艺智能制造仓储物流为核心体系	17
图 34：公司毛精纺纱等产品通过全球多项质量认证	17
图 35：公司向客户提供一体化求流程的服务	17
图 36：公司坚持多品类宽带发展战略下游应用覆盖服饰产业和家纺	18



图 37: 羊毛与羊绒主要性能对比情况.....	19
图 38: 公司成立宁夏新澳、收购英国邓肯从事羊绒业务.....	19
图 39: 2020-21 年公司羊绒业务产销量快速提升 (吨).....	19
图 40: 公司积极扩充运动、功能性、可持续发展纱线品类.....	20
图 41: 截至 22H1 公司运动纱线销量占比已达 20%.....	20
图 42: 近年来公司各项产品产量变动情况 (吨).....	20
图 43: 近年来公司各项产品销量变动情况 (吨).....	20
图 44: 国内高收入群体追求高性价比和高品质.....	21
图 45: 国内低收入群体追求服装高性价比和必要性.....	21
图 46: 2016 年以来澳大利亚羊毛价格指数 (澳元/公斤).....	22

投资逻辑

公司主要从事毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条的研发、生产和销售，旗下多个自有品牌覆盖服饰、运动、家纺等多个领域。近年来公司先后设立宁夏新澳、英国邓肯，拓展羊绒纱线业务，打造羊毛、羊绒双轮驱动发展体系。随着公司产品产能逐步释放、原材料价格企稳，盈利水平进入上行通道。

短期来看，一方面公司持续发挥羊毛与羊绒业务在技术、品牌和营销渠道方面的协同效应，羊绒业务持续放量，带动羊绒纱线收入和业绩快速提升；另一方面，公司积极顺应毛纺行业内需扩大、消费升级趋势，伴随高档生态纺织项目、功能性纤维改性处理产线项目陆续投产，公司有望进一步深入户外运动领域，加强羊毛在功能性、运动领域的运用，持续提升运动户外品类纱线销售占比，优化现有结构，提高产品附加值，业绩成长性较强。

长期来看，宽带战略和规模优势助力公司降维打开中端市场。具体来看，公司现有毛纺、羊绒纱线生产规模行业领先，产能陆续释放推动产品持续放量，叠加高效的智能化生产推动公司实现规模化降低单位成本的同时进一步提高产品质量，持续提升公司产品竞争力。此外疫后时代，消费者高性价比需求崛起，公司围绕宽带战略，充分发挥规模化降成本优势，有望通过终端下沉战略，将现有客户结构由高端延伸至中高端与大众市场相结合状态，全方位参与市场竞争，打开业绩成长天花板。

与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为公司体量小、发展空间有限，但我们分析后认为：

公司持续高筑毛纺行业长期竞争优势，在产品研发方面，凭借较强的技术工艺水平，搭建多品种、多档次、系列化产品结构，在满足客户个性化需求的同时，引领客户选择；在生产方面，公司全产业链、智能化生产为公司产品带来成本优势和品效保证；客户服务方面，先进质量管理体系和智能一体化产业链助力公司为客户提供小单快反服务，客户粘性较强。

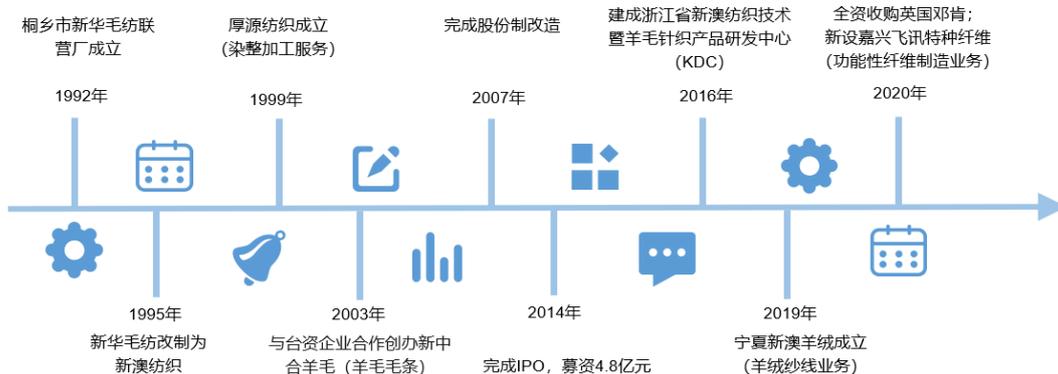
公司围绕毛纺产业链不断延伸业务范围，构筑未来成长动力。一方面公司通过收购、投资等方式拓展羊绒业务，实现双轮驱动发展模式；另一方面，公司积极推进羊绒纱线由传统服饰向运动休闲、家纺、产业用纺织等多领域延伸，打开毛纺产品应用空间。此外，公司作为毛纺龙头，充分发挥规模化优势，拓展高性价比服装市场、渠道，下沉产品价格带，降维打开终端市场，未来成长可期。

公司分析：毛纺龙头聚焦主业，业绩稳健增长

基本概况：毛精纺纱+羊绒纱线双轮驱动，构建“双循环”发展格局

公司成立于1995年，主要从事毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条的研发、生产和销售，拥有一体化的纺纱产业链，自有品牌包括 CASHFEEL、LANA BLEND、Luxury&Empire、Easy Care、NEWCHUWA、38°N、CASHQUEEN、Todd&Duncan 等，产品涵盖服饰、运动、家纺等下游领域，是国内外服装品牌重要的毛纺针织原料供应商，拥有约 5000 家客户及约 500 个品牌客户资源。2019-20 年公司在纺纱主业内进行品类多元化扩容，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，打造“双轮驱动”发展体系。经过多年发展，公司现已成为全球毛精纺细分领域龙头，是国家工信部和中国经济联合会认定的制造业“精梳羊毛纱单项冠军”企业。

图 1：近年来公司重要发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司主要业务情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司旗下主要品牌及介绍

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。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

从经营模式来看，公司构建以母公司为主体，各主要子公司专业化分工生产、独立销售的市场化经营模式。母公司采购毛条生产纱线并对外销售；子公司新中合采购澳大利亚、新西兰等地的优质羊毛并生产毛条，一部分供应给母公司的同时，提供毛条改性处理加工服务，其余对外销售；厚源纺织提供染整加工服务；新澳羊绒生产销售羊绒纱线并提供羊绒加工服务。从收入结构来看，公司主要收入来源为毛精纺纱、羊绒及羊毛毛条，2022H1三者收入比重分别为 59.91%、24.79%、14.11%。

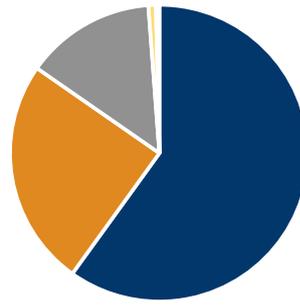
图 4：公司经营模式情况介绍



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2022H1 公司各项业务收入占比情况

■ 毛精纺纱 ■ 羊绒 ■ 羊毛毛条 ■ 改性处理及染整加工 ■ 其他



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司坚持“双循环”新发展格局，积极构建全球化市场体系，共拥有 6 家生产型企业，分布于浙江、宁夏、苏格兰等地区，多家贸易型公司设于中国香港、上海、深圳、澳大利亚等地，并在意大利设有欧洲技术开发销售中心。营销方面，公司营销渠道覆盖国内多数省份以及美国、英国、法国、德国、日韩、北欧等二十多个国家和地区，与全球约 5000 家客户、约 500 个品牌建立合作关系，22H1 公司来自境内外市场的营收占比分别为 61.66%、38.34%。依托全球化布局，公司积极挖掘海内外市场需求，22H1 境内外市场营收快速增长，分别同增 33.41%、13.56%。

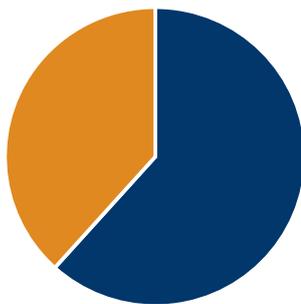
图 6：公司全球产业分布情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：2022H1 公司各地区收入占比情况

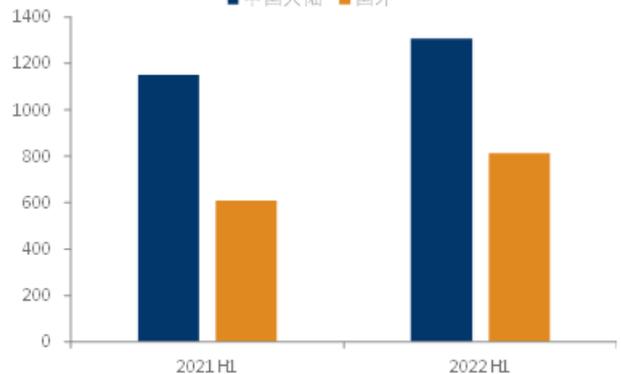
■ 中国大陆 ■ 国外



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 8：2021H1-2022H1 公司境内外营收快速增长

■ 中国大陆 ■ 国外



资料来源：Wind，信达证券研发中心

财务分析：产能释放原材料价格企稳，盈利水平进入上行通道

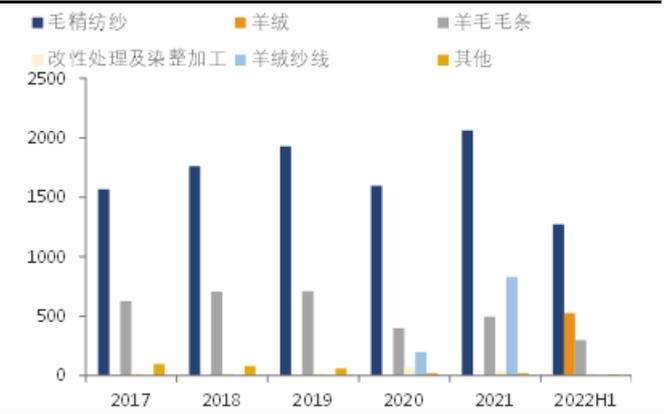
2017-2021年公司营收呈现波动增长态势，20年实现营收22.73亿元，同比下滑16.12%，主要系2020年上半年新冠疫情影响产品销量、原材料价格大幅回落影响产品销售价格，公司主营产品毛精纺纱线和羊毛毛条营收同比下降，叠加海外疫情影响下市场萎缩，出口订单减少。2021年后一方面疫情好转，纺织行业需求逐步复苏，原材料价格平稳波动提振市场信心及需求，另一方面公司毛精纺纱线产能逐步释放，并整合宁夏羊绒与英国邓肯优势资源开辟羊绒业务，毛精纺纱线、羊绒业务营收快速增长，带动2021年、22H1营业收入同增51.57%、20.43%至34.45亿元、21.19亿元。

图 9：2017-2022H1 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

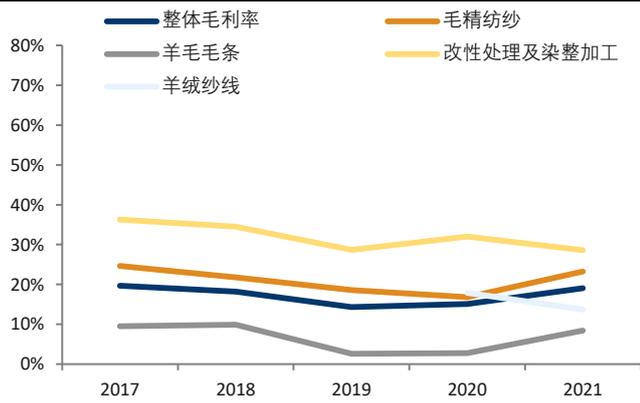
图 10：2017-2022H1 公司分业务收入情况 (百万元)



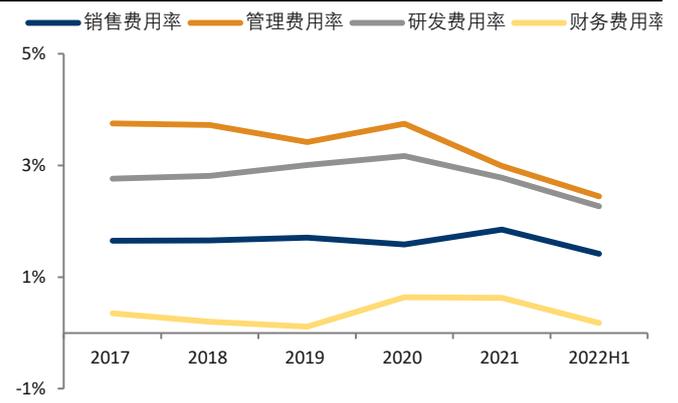
资料来源：Wind，信达证券研发中心

近年来在公司产能逐步释放、羊毛价格持续上行的影响下，毛利率整体呈现增长态势，2021年公司毛利率为19.06%，同增3.95PCT。22H1由于毛利率相对较低的羊绒纱线业务占比提升，公司整体毛利率同降1.11PCT至19.03%。分业务看，2020年以前公司毛精纺纱毛利率逐年下滑，主要系原材料羊毛价格跌幅延续，拖累产品销售价格。20H2以来，羊毛价格逐步回暖、产品销售价格提升，公司毛精纺纱业务产销量同比保持增长，规模效应体现，带动21年毛精纺产品毛利率同增6.40PCT至23.23%。羊绒业务方面，21年羊绒纱线毛利率同降4.19PCT至13.71%，主要系公司羊绒业务仍处于拓展市场、产能爬升前中期。

公司强化综合成本最优化理念，持续加强费用管控，近年来期间费用率总体呈下降趋势，22H1期间费用率同降1.36PCT至6.31%，得益于规模效应，22H1公司管理费用率同降1.01PCT至4.71%。公司销售规模持续扩大，职工薪酬增加，带动销售费用有所增长，但在营收快速增长的影响下，22H1销售费用率同降0.07PCT至1.42%。研发费用方面，22H1公司研发投入略有下降，研发费用率同降0.69PCT至2.27%。受美元升值导致汇兑收益增加影响，22H1财务费用率同降0.28PCT至0.18%。

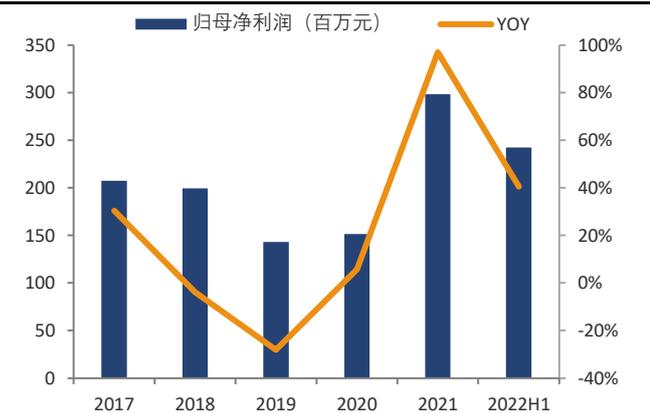
图 11: 2017-2022H1 公司分业务毛利率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

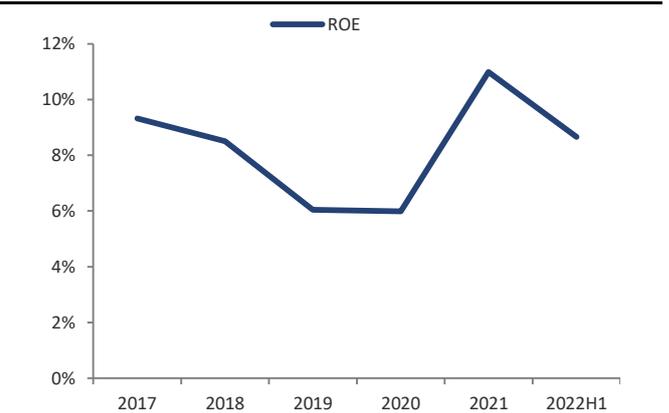
图 12: 2017-2022H1 公司各项期间费用率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利表现方面,一方面公司优化产销策略,毛精纺纱线及羊绒纱线业务释放规模效益,另一方面公司持续加强费用管控,综合优化成本,2021年公司实现归母净利润 2.98 亿元,同增 96.93%;22H1 公司持续发挥龙头竞争优势,在同期高基数背景下,延续增长态势,22H1 实现归母净利润 2.42 亿元,同增 40.41%。净资产收益方面,盈利能力的稳健提升带动公司 ROE 有所增长,2021-22H1 公司净资产收益率同增 4.99PCT、2.02PCT 至 10.98%、8.66%。

图 13: 2017-2022H1 公司归母净利润及增速


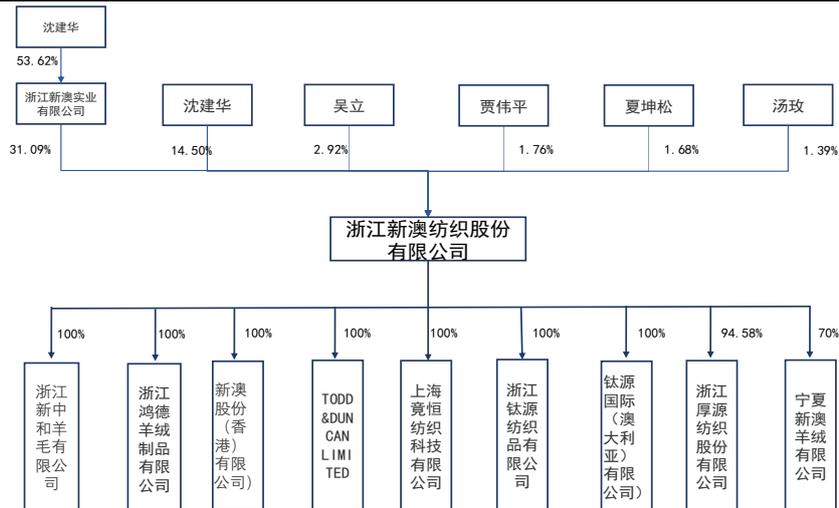
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 2017-2021 年公司净资产收益率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司治理: 股权结构稳定, 高管经验丰富

公司董事长沈建华作为实际控制人,截至 22 年 9 月分别直接持有、通过浙江新澳实业有限公司间接持有公司 14.50%、16.67% 的股份,合计持股比例为 31.17%,对公司掌控力较强。此外副董事长兼总经理华新忠、副总经理沈剑波、常务副总经理刘培意、副总经理陈星分别持有公司 204.99 万股、52.0 万股、39.26 万股、18.08 万股,占总股本的 0.40%、0.10%、0.08%、0.04%,核心高管持股绑定管理团队利益,提高激励水平,推动公司主业稳步发展。

图 15: 公司股权结构图 (截至 2022 年 9 月)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司管理层具有丰富的行业经验与专业知识,多年来推动公司技术水平持续提升,产品不断升级。董事长沈建华具备多年行业工作及管理经验,带领公司成长为毛纺纱线行业龙头,持续提高公司竞争优势。其他高管在公司任职多年,在毛纺行业拥有丰富行业积累,对产品生产、研发和企业管理经验丰富,公司管理架构基本保持稳定。

表 1: 公司高管履历

姓名	职位	背景
沈建华	董事长	历任桐乡市芝村丝厂助理会计、桐乡市新华羊毛衫厂财务科长、桐乡市新华毛纺联营厂厂长。1995年起担任浙江新澳纺织集团有限责任公司董事长,总经理。2007年12月起至今担任浙江新澳纺织股份有限公司董事长,浙江新澳实业有限公司董事长。
华新忠	副董事长、 总经理	历任桐乡市新华毛纺联营厂生产技术科长。1995年起担任浙江新澳纺织集团有限责任公司董事,副总经理。2007年12月起担任浙江新澳纺织股份有限公司董事,副总经理。2009年8月起担任浙江新中和羊毛有限公司董事长,总经理。2018年3月起担任浙江厚源纺织股份有限公司董事长,总经理。
沈剑波	副总经理	历任桐乡市新华毛纺联营厂技术员,车间主任,浙江新澳纺织集团有限责任公司生产技术科长,产品开发科长,总经理助理。现任本公司副总经理。
陈星	副总经理	历任外贸单证单证组长,人力资源科科长,人力资源科兼企管科科长,总经理助理。2018年4月起至今任本公司副总经理。
王玲华	财务总监	历任财务部会计助理及主办会计,财务科科长。现任新澳股份财务副总监。
刘培意	常务副总经理	历任外贸部业务员,外贸部科长,总经理助理。现任新澳股份常务副总经理,浙江鸿德羊绒制品有限公司董事长兼总经理。
郁晓璐	董事会秘书	历任公司证券事务代表。2022年4月起任公司董事会秘书兼证券事务代表。

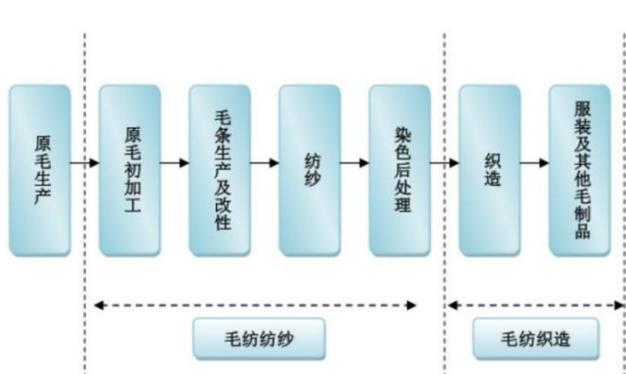
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业分析：运动领域持续渗透，头部企业趋向专业化竞争

行业现状：内需扩大+消费升级，疫后毛纺市场巩固复苏趋势

毛纺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。近年来在内需扩大和消费升级的趋势下，我国毛纺织工业在经过几年的低迷后，呈现逐步复苏态势，2019-20 年国内规模以上毛纺企业营业收入为 1315 亿元，1311 亿元，同增-3.66%、-0.30%，跌幅大幅收窄。伴随国产品牌与国潮文化的崛起，以及毛纺制品的应用在运动休闲领域持续渗透，毛纺织品的需求空间有望持续扩展。从产量来看，疫情后国内毛纺消费市场持续巩固复苏趋势，2021H1 国内毛纱线、毛织物产量分别为 8.4 万吨、1.2 亿米，同增 16.2%、-11.1%。

图 16：毛纺织产业链分布情况



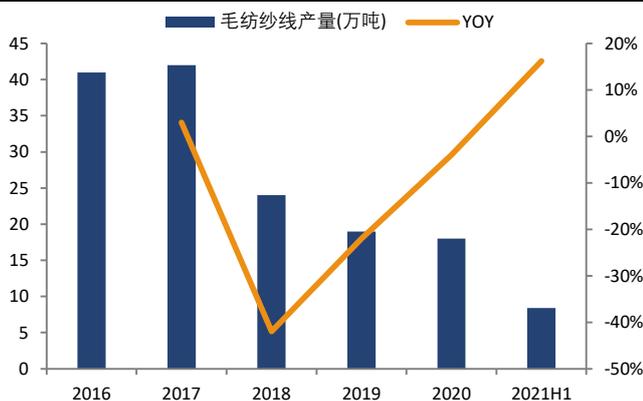
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17：近年来毛纺行业市场规模及增速情况



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 18：近年来国内毛纺纱线产量及增速情况



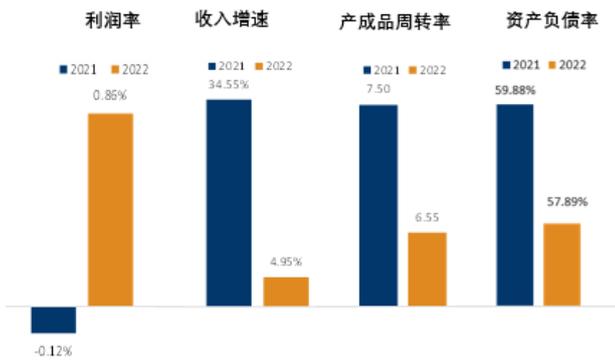
资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 19：近年来国内毛织物产量及增速情况

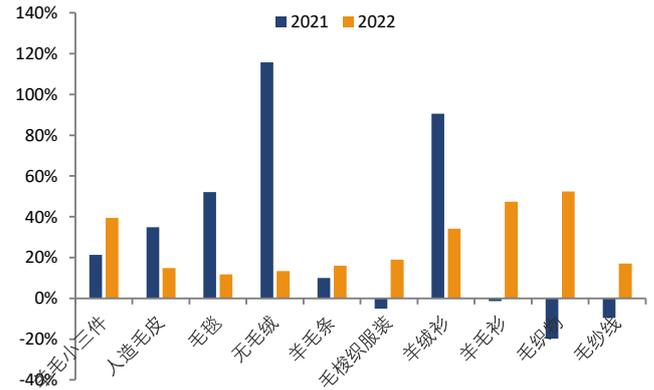


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

从规模以上毛纺织染整企业的效益指标来看，2022 年 1-5 月毛纺行业累计收入水平保持增长，但涨幅较去年同期明显收窄，主要受国内新冠疫情扩散影响；产品销售周期延长，产成品周转率为 6.55 次/年，较去年同期下降 12%。毛纺出口方面，2022 年 1-5 月中国毛纺织原料与制品出口总额为 32 亿美元，同增 21.3%，其中各类产品出口额均实现同比增长；在出口数量方面，除毛纱线、羊毛衫出口数量有所下滑，其他毛纺品类均实现增长。

图 20: 2021、22 年 1-5 月规模以上毛纺染整企业效益指标


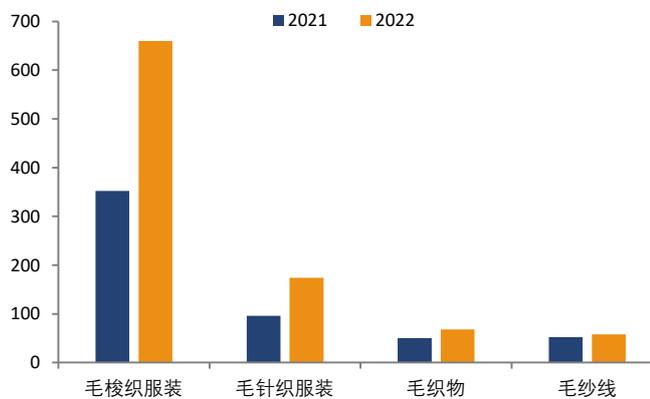
资料来源: 中国毛纺织行业协会, 信达证券研发中心

图 21: 2021、22 前五个月毛纺产品出口数量增速变化情况


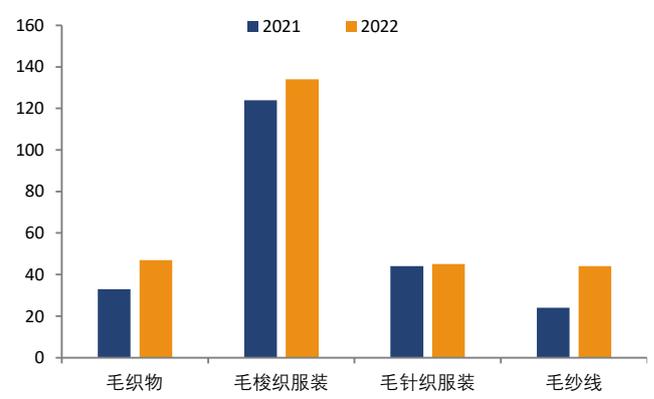
资料来源: 中国毛纺织行业协会, 信达证券研发中心

海外市场方面, 疫情后全球毛纺消费复苏, 中国为主要毛纺产品出口国家。美国市场毛纺服装快速增长, 2022 年 1-5 月美国毛梭织服装、毛针织服装进口额均超 6.5 亿美元、1.5 亿美元, 同增 86.67%、84.34%, 毛纺产品需求快速增长, 2022 年 1-5 月美国进口毛纺产品总额 13 亿美元, 同增 51%。日本方面, 在低基数影响下, 2022 年 1-5 月日本毛纺产品进口额呈现较快增长, 毛织物、毛纱线产品同比增长 43.56%、87.15%。

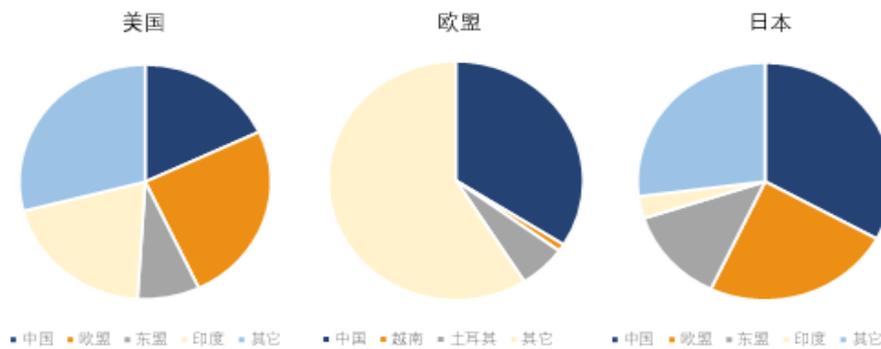
从海外国家毛纺产品进口结构来看, 中国毛纺产品在主要消费市场表现基本稳定, 2022 年 1-5 月中国进口毛纺产品分别占美国、日本进口总额的 18%、33%, 较 21 年同期均增长 2PCT, 22 年 1-3 月中国出口毛纺产品占欧盟进口总额的 34%, 同增 2PCT。

图 22: 2022 年 1-5 月美国主要毛纺产品进口 (百万美元)


资料来源: 中国毛纺织行业协会, 信达证券研发中心

图 23: 2022 年 1-5 月日本主要毛纺产品进口 (亿日元)


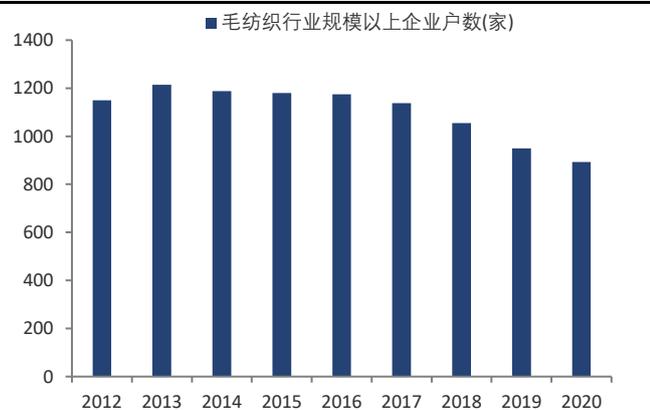
资料来源: 中国毛纺织行业协会, 信达证券研发中心

图 24: 2022 年美国、日本与欧盟毛纺产品进口分布


资料来源: 中国毛纺织行业协会, 信达证券研发中心

格局演变: 竞争呈两极分化, 头部企业逐步向专业化转型

毛纺织行业具有技术、资金、劳动密集的特点, 行业竞争呈现两极分化趋势, 数量庞大的中小企业在中低端产品领域以价格竞争为主。这类企业通常缺乏研发、设计能力, 生产技术及工艺落后, 规模小、产品质量低, 定价能力弱, 低端产能过剩, 难以进入高端产品领域参与竞争, 满足消费升级需求, 因此近年来在人力成本上涨、原材料成本波动的背景下, 大量中小企业因技术储备不足、人才和资金短缺, 难以实现生产设备的升级与技术改革, 在激烈的市场竞争中退出市场, 2020 年国内毛纺行业规模以上企业数仅为 893 家, 同降 6%。

图 25: 毛纺织行业规模以上企业户数变动情况


资料来源: 历年《中国纺织工业发展报告》, 信达证券研发中心

图 26: 近年来羊毛价格变动情况

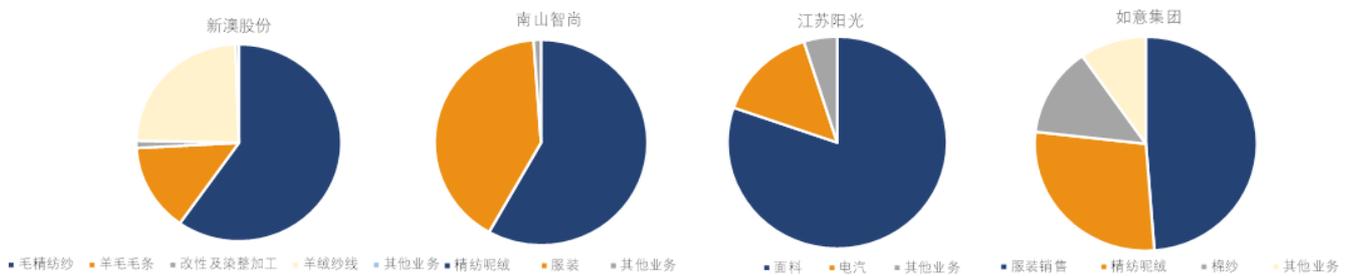

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

相较于国际头部毛纺企业, 国内头部毛纺企业在生产工艺技术、质量管理水平、营销网络建设等方面与国际先进水平差距不断缩小, 呈现出专业化的技术创新机制、设计开发、国际销售网络和管理体系。相较于国内毛纺企业, 优质企业定位高端市场, 在科技创新、品牌建设、管理水平、销售网络方面逐步与中小企业拉开差距。行业内企业间的竞争由单一的价格竞争, 上升到品牌、技术、产品、服务等层面的综合竞争, 逐步向“专业化”经营模式转型。行业内领先企业开始注重应用高新技术, 开发更为轻薄化、功能化产品, 如新澳股份的功能性纱线和户外系列羊毛产品, 南山智尚先期开发的 Super200S 面料和纯羊绒、毛丝等系列面料, 以及江苏阳光具有国际顶级面料品质的高端高支全毛面料和融入新时尚元素的时尚科技系列花式花呢面料。

从国内头部毛纺企业营收规模来看，纱线标准化程度较高，更为容易标准化，新澳股份为毛纺纱线环节规模最大的公司，2021 年实现营收 34.45 亿元，其中毛精纺纱、羊绒纱线分别贡献营收 20.60 亿元、8.30 亿元，营收占比为 59.78%、14.37%，纱线业务具有较强的研发、工艺、渠道等优势，凭借规模化降低成本，持续提升毛精纺纱、羊绒纱线市场规模。毛纺面料、服装环节上市公司包括江苏阳光、南山智尚、如意集团等，与毛纺纱线公司相比，收入体量相对较小，盈利能力更强，2021 年南山智尚、如意集团实现收入 14.92 亿元、6.90 亿元，其中毛纺服装收入占比为 40.73%、48.78%。

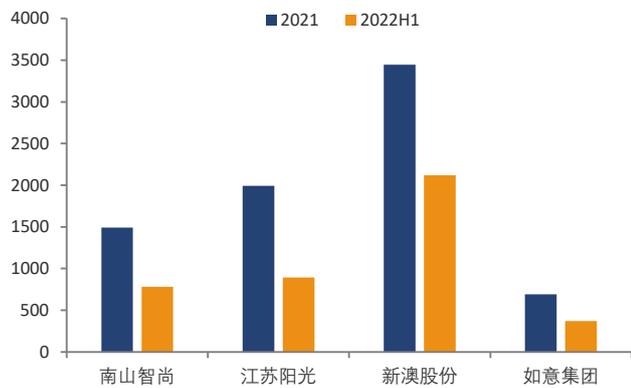
从毛利率来看，毛纺服装代工业务毛利率相对较高，如意集团、南山智尚 22H1 毛利率分别为 40.38%、31.38%，高于面料业务占比较高的江苏阳光。相较于面料、成衣环节占比较高的公司，新澳股份以纱线业务为主，标准化程度较强、规模天花板较高，盈利能力相对较低，22H1 毛利率为 19.02%。

图 27：2021 年国内头部毛纺企业收入构成情况



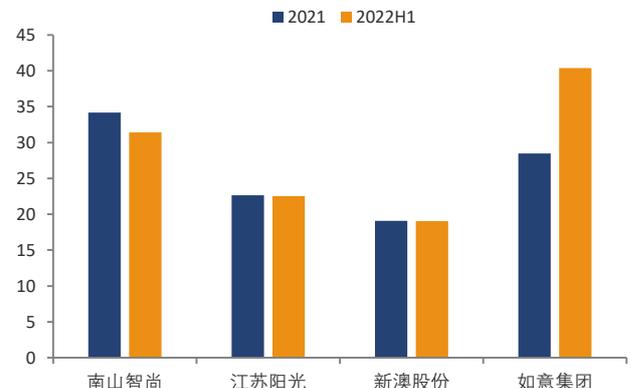
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：2021-22H1 国内头部毛纺企业营收对比（百万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：2021-22H1 国内头部毛纺企业毛利率对比（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

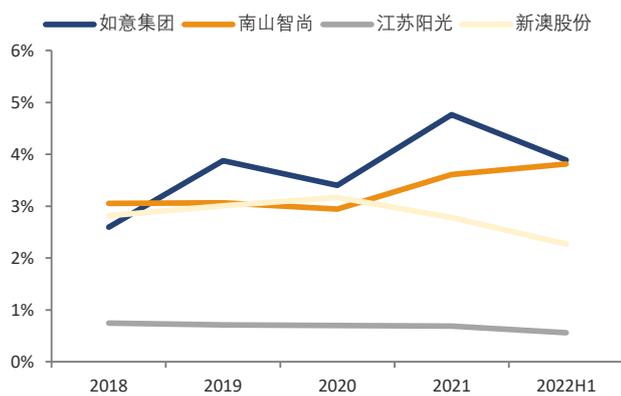
核心优势：技术、产品、生产、服务齐发力，高筑竞争壁垒

公司重视技术研发，不断加强技术创新，在多品类宽带战略的指引下，公司搭建出多品种、多档次、系列化的产品结构体系，不断推动产品向功能化及高附加值方向发展，能够在满足客户需求的同时，通过设计优势引领客户选择。公司拥有先进的研发设计能力、产业链高度协同效应、智能化生产带来的成本优势与品质保障，树立较高的品牌知名度和认可度，不断高筑竞争壁垒。

技术研发：聚焦高景气品类，产品开发引领需求

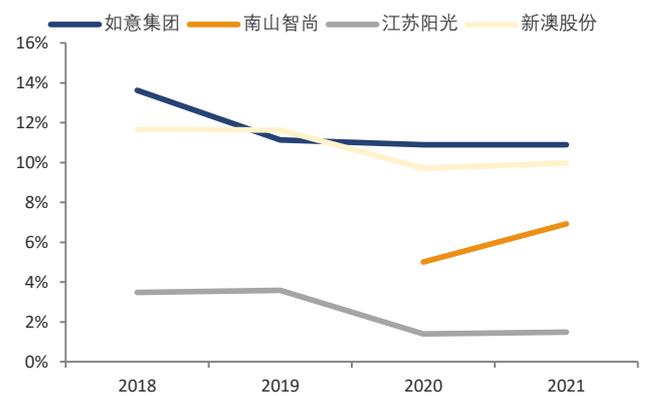
公司重视技术研发，近年来研发费用率、研发人员占比基本维持在 2%、9%以上。公司依托新澳纺织技术暨羊毛纺织产品研发中心平台，以省级重点企业研究院和博士后工作站为动力，不断加强技术创新、优化技术工艺，推动产品向差异化、功能化及高附加值方向发展。具体来看，公司将紧密纺、赛洛纺、包芯纺等先进工艺应用于毛纺纺纱，实现新品多元化扩容，自主开发的羊毛与二醋酸混纺纱、羊绒与可降解混纺纱线、羊绒花式纱等新品，在确保纱线服装用性能的同时，增添多元化外观和优质触感。

图 30：近年来公司与同行业公司研发投入占比对比情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 31：近年来公司与同行公司研发人员占比对比情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

在产品开发方面，公司一方面根据客户需求生产设计出个性化产品，另一方面通过资深设计优势引导客户选择，组建专业产品开发团队，进行新型纱线的调研、开发、应用，成功利用羊毛纤维的独特优势，将其与功能性纤维结合，推出户外运动系列羊毛产品，实现羊毛在运动领域的应用，2021 年公司产品获得德国慕尼黑体育用品博览会功能性纺织品流行趋势 TOP 奖项。此外公司针对后疫情时代消费特点，推出具有抗病毒功能的居家舒适型纱线，21 年获得天猫 NFAC 超级面料第三期甄选面料商 TOP3，多款产品入选中国功能性针织产品流行趋势的产品推荐。

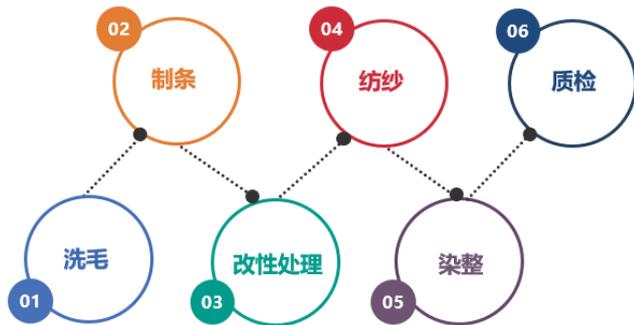
智能生产：产业链一体化交付稳定，智能化生产提质提效

公司不断整合资源，完善毛纺产业链，实现集洗毛、制条、改性处理、纺纱、染整、质检于一体的纺纱产业链。垂直一体化的布局整合上游关键步骤和生产工序，实现集约化、精细化管理，能够保证订单的及时反应和快速交付。此外，从原毛到色纱的全流程解决能力，确保公司在新品研发、质量控制和经营效率等方面具有较强的优势。

公司积极布局数字化转型，在原有全产业链的基础上，完成智能化工厂规划，实现业务、生产、仓储等全流程体系间的协同。1) 生产与质检方面，2022 年公司毛精纺生产制造执

行系统已在所有生产车间和质检组上线；2) 仓储调度方面，22 年公司智能仓储调度平台在立体仓库、成品库、样品库上线，并完成与 ERP、MES 的全系统间贯通。信息化与自动化的结合助力公司逐步实现精细化的生产经营模式，带来较强的成本优势、品质和效率保证。

图 32: 公司拥有毛纺行业一体化产业链



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 33: 公司构筑以智慧工艺智能制造仓储物流为核心体系



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

品牌效应：品质、服务优质，高筑客户资源壁垒

公司致力于打造毛纺行业精品品牌，原材料方面，公司严格把控原材料源头，羊毛纱线原材料主要来自澳洲美丽诺羊毛，羊绒纱线为优质产区的山羊绒；工艺与质量方面，公司拥有先进的技术工艺和严格的质量管理体系，通过国内及国际多项质量认证，包括环境管理、能源管理和职业健康安全管理体系认证。凭借较为领先的产品品质，公司获得国际羊毛局纯羊毛标志和高比例羊毛混纺标志特许权威企业认定，并持有澳大利亚美丽诺羊毛标志证书及中国纺织工业联合会颁发的纺织品安全管理白名单资质。此外公司以可持续发展为产品开发理念，先后通过 RWS、SustainaWool、GCS 等可追溯、可循环类的生态环保认证。

在客户服务方面，得益于一体化、智能化的毛纺产业链，公司能够从原料到纺纱工艺为客户提供个性化定制化服务，实现小批量、多品种、快翻新的快速反应服务机制，并保证全流程现场技术支持。产品品质与客户服务方面的竞争优势助力公司树立较高的品牌知名度和认可度，成为众多优质品牌客户指定纱线供应商，被客户授予“最佳服务奖”、“最佳货期奖”等荣誉。截至 2022H1 公司已服务于全球约 5000 多家客户、500 多个品牌，享有较高的客户资源壁垒。

图 34: 公司毛精纺纱等产品通过全球多项质量认证



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 35: 公司向客户提供一体化求流程的服务



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

未来成长：宽带战略不断延伸业务空间，构筑未来成长动力

2019 年公司提出宽带发展战略，围绕毛纺产业链不断延伸业务范围，构筑未来成长动力。

1) 公司在羊毛基础上通过收购、投资等方式拓展羊绒品类，公司投资设立子公司宁夏新澳，收购高端羊绒品牌英国邓肯，实现双轮驱动发展业务模式。2) 公司拓展产品品类，羊毛、羊绒纱线由传统针织服饰向运动休闲、家纺、产业用纺织品等领域延伸，不断扩大市场空间。3) 公司积极拓展产品价格带，传统羊毛、羊绒服装定价较高，主要应用于中高端服装品牌，公司作为行业龙头，早期主要聚焦高毛利率、高单价的产品，中低端市场主要由中小企业占据。随着业务规模扩大，公司积极拓展高性价比服装市场、渠道，下沉产品价格带，借助自身优势降维打开中端市场。

图 36：公司坚持多品类宽带发展战略下游应用覆盖服饰产业和家纺



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

品类拓展：羊绒、羊毛充分协同，运动、功能纱线景气度高

横向拓宽业务范围，羊绒业务开辟新成长曲线。

公司坚持横向宽带发展战略，2019-20 年先后投资设立宁夏新澳、英国邓肯，开启羊绒业务，丰富多元化的产品结构，培育新的业务发展空间。近年来，公司羊绒业务持续放量，产销量快速增长，2021 年公司羊绒纱线产销量分别为 1450.95 吨、1301.78 吨，同增 311.64%、368.27%。公司羊绒纱线业务加强市场推广力度，22H1 自接经销单量同比去年同期增加约 50%，取代原部分加工量，带动羊绒业务实现营收 4.23 亿元，同增 73.10%。

2019 年公司控股公司收购中银绒业羊绒业务，并出租给控股子公司宁夏新澳羊绒，正式开启羊绒业务。随后公司收购英国邓肯，英国邓肯为世界知名羊绒纱线生产商，在羊绒纱线的研发、生产、销售等方面拥有丰富的行业经验，为世界一线品牌提供高品质羊绒纱线。通过投资设立宁夏新澳、收购英国邓肯，公司显著提升羊绒纺纱生产能力、技术水平和市场知名度，实现高端羊绒品类拓展和海外业务布局，充分发挥技术研发、品牌建设、营销渠道等方面的协同效应。具体来看，技术研发方面，公司将自有成熟的毛精纺纱线工艺与宁夏新澳多年的羊绒纱线生产经验和英国邓肯的国际领先的羊绒染整技术相结合，进一步开拓技术研发的多种可能性，如粗纺精做、多组分纤维混纺、功能纱线等，带动产品向差异化、功能化、高附加值发展。品牌建设方面，公司在原有纱线品牌基础上，拥有 Todd&Duncan 等世界知名羊绒品牌，完善细分市场的多品牌体系，拓展公司在全球羊绒纺纱市场的整体知名度和客群定位。营销渠道方面，公司在利用现有营销渠道现有优势资源的基础上，积极整合子公司的客户资源，深入世界一线品牌供应链体系、引入更多优质客

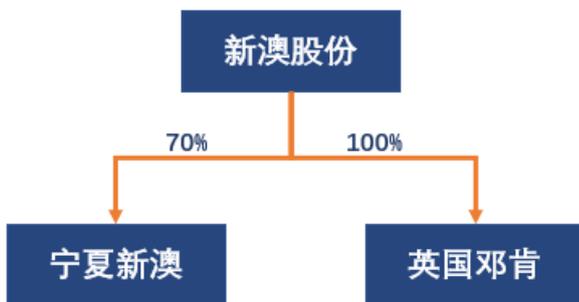
户，扩大全球市场业务覆盖，借助共有销售平台与营销网络，提升在全球细分市场份额。

图 37：羊毛与羊绒主要性能对比情况

对比	羊毛	羊绒
特性	羊毛鳞片排列紧密且厚，卷曲度小，保型性好，皮质含量低，细羊毛横截面接近圆形，粗羊毛横截面为扁圆形，纵向表面有许多鳞片。	羊绒由鳞片层和皮质层组成，没有髓质层，直径更细，横截面多为规则的圆形，纵向表面有较薄的呈环状的鳞片。
优点	弹性好强度高，具有缩绒性与可塑性，强抗日光能力。	集纤细、轻薄、柔软、滑糯、保暖于一身，色泽自然柔和，柔韧、富有弹性。
密度	更高	更低
吸湿性	更低	更高
抗起球性	更高	更低

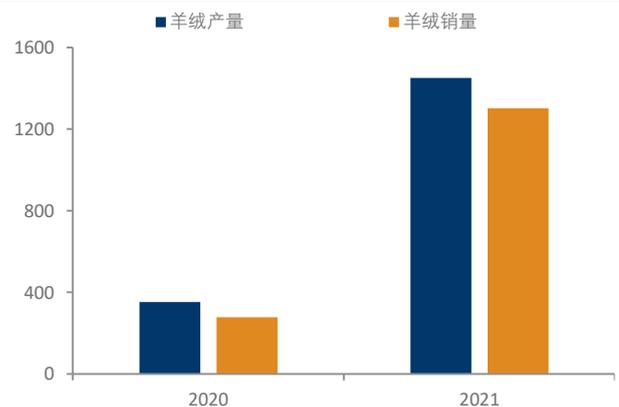
资料来源：至诚名牌导航，信达证券研发中心

图 38：公司成立宁夏新澳、收购英国邓肯从事羊绒业务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 39：2020-21 年公司羊绒业务产销量快速提升（吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

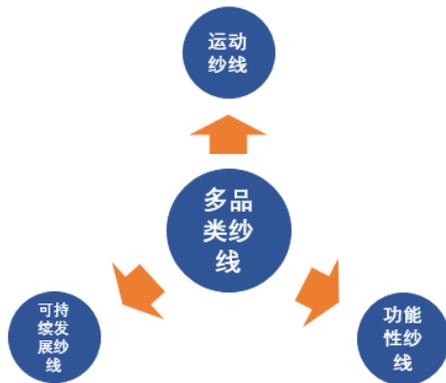
可持续观念深入人心，户外运动品类景气度高，公司积极扩充功能性、运动品类

近年来新兴经济体人口规模的快速发展，内需扩大和消费升级成为毛纺发展的主要动力，毛纺产品需求向多样化、个性化、时尚化方向发展，消费者开始重视毛纺织产品天然、舒适、绿色、环保等高品质特性。公司积极适应行业新技术发展方向，拓展产品应用领域，先后投资建设“30000 锭高档生态纺织项目”、“60000 紧密纺高档生态纺织项目”及“6000 吨毛条生产线和 12000 吨功能性纤维改性处理生产线项目”，扩大产品品类，优化现有结构，提高附加值，满足客户个性化需求。

公司自 2018 年起积极拓展户外运动领域，发挥羊毛纤维的纯天然、可降解、调温吸湿、抑菌除味等优势，开发羊毛石墨烯等多功能混纺纱、新型包芯纱及抗菌、远红外发热混纺纱等功能性产品，实现羊毛在运动领域的应用，包括服饰内层、中间层、运动配件等，产品品类覆盖围脖、帽子、围巾、手套、袜子、针织鞋面等产品系列。近年来公司积极开拓瑞典、芬兰、丹麦、挪威、加拿大、美国、日本等市场，供应近百家全球运动户外品牌客户，涉及瑜伽、滑雪、徒步等各类运动产品，运动户外品类纱线销售持续提升，截至 22H1 公司运动产品纱线销量占比已提升至 20% 以上。此外公司重视在家纺、室内装饰、产业用纱等新材料和技术工艺方面的资源积累，通过组织专门团队进行新型纱线的前期市场调研和

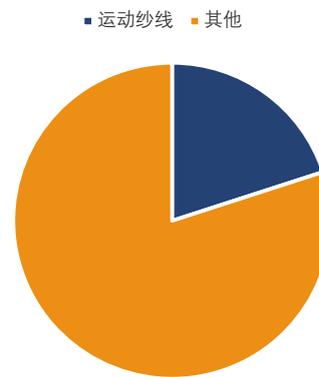
样品开发，不断尝试丰富品类储备，以实现向家纺、产业用、新材料等高附加值纺织应用领域延伸，并致力于成为全球专业的一站式天然纤维纱线供应商。

图 40: 公司积极扩充运动、功能性、可持续发展纱线品类



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 41: 截至 22H1 公司运动纱线销量占比已达 20%



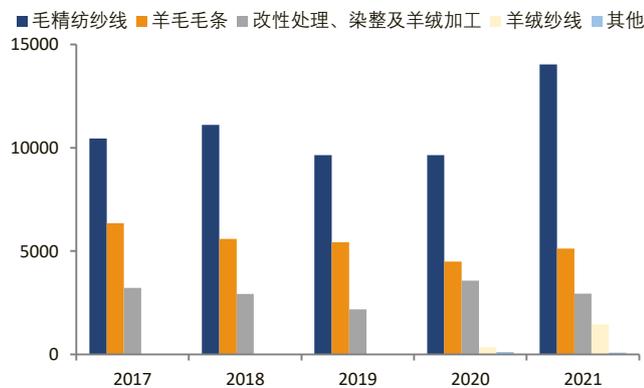
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

价格下沉: 宽带战略&规模优势, 助力降维打开中端市场

随着中国经济结构转型升级, 劳动力成本上升, 传统劳动密集型产业逐步退出, 中高端制造业快速崛起。在整个中国制造升级大背景下, 纺织产业规模化龙头, 经过多年发展在行业内具有明显规模优势, 以应对劳动力成本优势丧失, 规模化降低成本为核心竞争优势。公司发展早期打造供应链基础能力, 通过劳动力成本、快速交期、服务响应等优势绑定头部品牌客户, 快速成长扩大规模。在成为行业头部供应商后公司具有成本规模优势, 可以自动化改造降低对人工依赖。

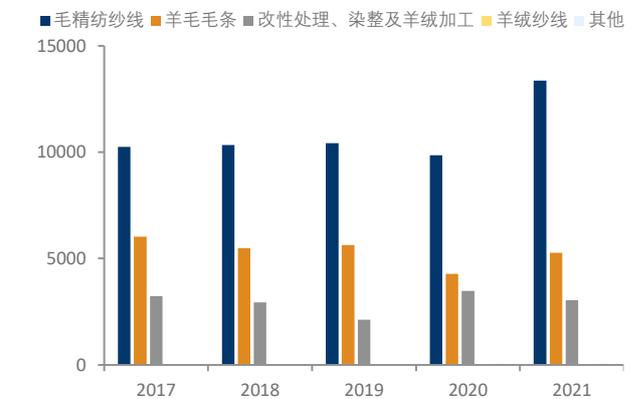
公司持续强化规模优势, 巩固毛纺行业龙头地位。为适应行业最新的技术发展和应用领域拓展, 公司持续推进产能扩张, 引进先进的机器设备, 实现高度自动化水平生产, 扩大公司产能, 截至 2022H1 公司拥有毛精纺纱、羊绒纱线产能 15000 吨、3030 吨, 产能规模全球较为领先。产能的陆续释放推动毛精纺产销持续放量, 2021 年公司毛精纺纱线产销量达 14041.53 吨、13364.48 吨, 同增 45.59%、35.67%。先进高效的智能化生产促进公司从“劳动密集型”向“技术密集型”转变, 有利于公司进一步提高产品质量、提高生产效率, 减少单位工序人工数量, 实现规模化生产降低单位成本, 提高产品竞争力, 扩大市场份额。

图 42: 近年来公司各项产品产量变动情况 (吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 43: 近年来公司各项产品销量变动情况 (吨)

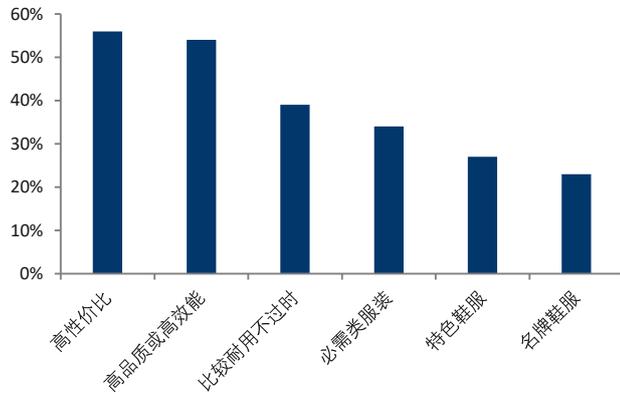


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

服饰消费聚焦性价比, 下沉市场崛起。据《2021 年新青年时尚消费趋势发展报告》新青年群体已成为时尚消费主力军, 近七成新青年时尚消费者在购物时首要考虑性价比因素。尤

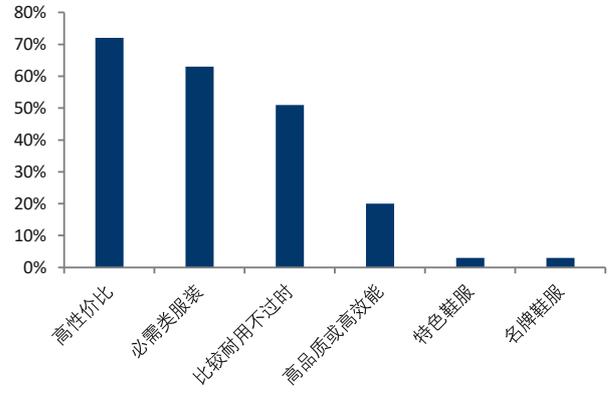
其对于服装品类产品，以较低的价格买到质量较高的产品，成为大多数消费者在当下新的消费诉求，从奥纬咨询的调研报告显示，疫后时代对于高收入、中低收入群体而言，高性价比均为其鞋服消费的首要考虑要素，近年来优衣库、名创优品、SHEIN 的发展反映出消费者高性价比需求的崛起，新电商平台拼多多则成为时尚消费者首选性价比平台。

图 44：国内高收入群体追求高性价比和高品质



资料来源：奥纬咨询，信达证券研发中心

图 45：国内低收入群体追求服装高性价比和必要性



资料来源：奥纬咨询，信达证券研发中心

宽带战略&规模优势，助力终端价格下沉。公司坚持多品类宽带发展战略，现已搭建覆盖中端、高端、奢侈端，及针织服饰、运动休闲、家纺类等多品种、多档次、系列化的产品结构体系。围绕宽带发展战略，公司在引导服装、家纺、产业等领域纱线产品的迭代创新的同时，在高性价比市场蓬勃发展和电商渠道平台服装品牌盛行的时代背景下，充分发挥规模化降成本优势，有望通过终端下沉战略，与拼多多、抖音等大型渠道电商合作，将现有客户结构由中高端延伸至中高端与大众市场相结合的状态，全方位参与市场竞争，进一步扩大现有份额。

羊毛复盘：当前价格处于历史中枢，向上趋势保持坚挺

公司作为全球毛纺纱线龙头，羊毛原料以进口澳大利亚为主，产品价格、毛利率受原材料价格波动影响，具有一定周期性。当羊毛价格处于下跌区间时，公司业绩增速通常处于较低水平，股价表现相对低迷。2020Q3 澳毛价格见底，此后羊毛价格稳步提升，目前处于历史平均偏低水平，未来随着毛纺产品需求持续增长，羊毛价格持续下跌风险较小，公司积极扩大业务规模，推动收入实现稳定增长。

1) 2015 年 12 月 20 日，《中澳自由贸易协定》正式生效，中澳贸易关税削减，皮革、毛坯的 5%-14% 的关税在 2-7 年内取消，澳大利亚羊毛出口量增长，中国羊毛需求持续向好，带动澳大利亚羊毛价格持续上涨，截至 2018 年 6 月澳大利亚羊毛价格达 2056 澳元/公斤，较 2016 年年初上涨 60.37%。

2) 2018H2 中美贸易摩擦紧张局势升级，需求放缓导致市场信心下降，澳洲羊毛价格加速下跌，2019 年 9 月 5 日澳大利亚羊毛降至 1365 澳元/公斤，达到 2018 年下半年以来最低位，较 18 年同期下降 34.63%，随后 2019Q4 期间，羊毛价格止跌企稳，维持在 1400-1600 澳元/公斤的水平。

3) 2020 年前三季度，全球新冠疫情蔓延，全球消费信心受挫，纺织服装行业受到冲击，2020 年 1-4 月国内毛纺服装出口同比下滑 33%，2020 年 1-5 月主要毛纺消费国服装零售市场销售额同比下降 38%，疫情导致的全球性居家隔离减少正装市场需求，澳大利亚羊毛

价格加剧下跌，2020年9月3日澳大利亚羊毛价格降至858澳元/公斤，同降37.14%，创2016年以来新低。

4) 2020Q4 后伴随全球服装消费恢复，中国市场毛纺服装需求反弹，澳大利亚羊毛价格恢复增长，截至20年底，澳大利亚羊毛价格较20Q3末增长23.48%至1157澳元/公斤。2021年随着全球经济逐步恢复，澳大利亚羊毛产量受益于频繁降雨同比略有增长。澳洲羊毛价格稳健攀升，截至21年末，澳羊毛价格达1358澳元/公斤，同增17.37%。

5) 受22年国内疫情影响，羊毛产品需求下降，带动澳大利亚羊毛价格下行，当前羊毛价格处于2016年来的中等偏低水平，展望未来，一方面从毛纺行业季节性来看，11-12月为全球毛纺产品下单旺季；另一方面全球经济逐步恢复，毛纺产品需求正处于疫后恢复阶段，叠加功能性毛纺产品渗透率持续提升推动产品需求增长，我们认为羊毛价格有望保持稳中有升。

图 46: 2016 年以来澳大利亚羊毛价格指数 (澳元/公斤)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们预计:

1) 收入方面，2022-24 年公司新建纺纱产能逐步落地投产，销量同比有望提升；此外在宽带战略指引下，一方面公司先进的功能性产品持续优化产品结构，提高产品附加值，另一方面公司充分发挥规模化降成本优势，积极拓展大众定位的高性价比产品，带动收入规模不断扩张。综上，我们预计 2022-2024 年公司收入为 39.98/47.48/55.81 亿元，同增 16.04%/18.75%/17.56%，看好未来业绩成长性。

2) 毛利率方面，2022-2024 年伴随公司毛精纺纱和羊绒纱线产销提升，规模效应凸显，强化盈利能力，预计 2022-2024 年公司整体毛利率呈现稳中提升态势。

3) 费用率方面，公司收入持续扩张，规模效应显现，我们预计 2022-2024 年期间费用率小幅下降，整体盈利能力提升。

综上，我们预计 2022-24 年公司收入为 39.98/47.48/55.81 亿元，同增 16.04%/18.75%/17.56%，归母净利润 3.86/4.93/5.88 亿元，同增 29.31%/27.88%/19.29%。

表 2: 公司业绩与盈利预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	2,273	3,445	3,998	4,748	5,581
增速	-16.1%	51.6%	16.0%	18.7%	17.6%
归母净利	151	298	386	493	588
增速	5.8%	96.9%	29.3%	27.9%	19.3%
毛利率	15.1%	19.1%	19.1%	19.9%	20.8%
EPS	0.30	0.58	0.75	0.96	1.15

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

相对估值: 公司生产毛精纺纱、羊绒纱线等纺织品，下游主要面向面料、成衣厂商，可比上市公司包括南山智尚、台华新材、百隆东方、华生科技等，我们预计公司 2022 年 EPS 为 0.75 元，目前股价对应 9.23 倍 PE，可比公司平均估值为 2022 年 14 倍 PE，我们认为公司一方面扩展高附加值的羊绒纱线业务，并且有望通过拓展高性价比市场打开业绩成长空间，因此增速高、空间大，给予同业平均估值 14 倍，对应目标价为 10.50 元。

表 3: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300918.SZ	南山智尚	8.41	30.28	20.02	16.92	13.23	10.42	0.42	0.50	0.64	0.81
603055.SH	台华新材	9.41	81.75	17.11	15.78	10.40	8.06	0.55	0.60	0.91	1.17
601339.SH	百隆东方	5.73	85.95	6.16	6.38	6.38	5.83	0.93	0.90	0.90	0.98
605180.SH	华生科技	15.02	19.53	7.62	16.88	12.84	9.95	1.97	0.89	1.17	1.51
	行业平均			12.73	13.99	10.71	8.57				
603889.SH	新澳股份	6.96	35.62	11.94	9.23	7.22	6.05	0.58	0.75	0.96	1.15

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价; 南山智尚、台华新材、百隆东方为 wind 一致预期

绝对估值:

我们假设无风险收益率为 2.73%、风险溢价率为 4.83%、永续增长率为 0.5%，通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 60.26 亿元，对应目标价为 11.78 元。

估值结论及投资评级

综上，我们给予公司目标价 10.50 元，看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

宏观经济波动风险: 一方面全球及国内疫情反复，增加了市场复苏的不确定性，对纺织行业产销形势保持平稳形成考验；另一方面国际贸易摩擦、地缘政治冲突等也可能给纺织服装企业进出口业务带来不确定性风险，将对公司未来的业绩造成不利影响。

新产能落地不及预期风险: 公司未来将通过扩张纱线、毛条产能，以深化同下游客户的业务合作，获得更多市场份额。如果公司产能扩建不及预期，难以匹配下游需求，将对公司业绩增长产生不利影响。

原材料价格波动风险。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，原材料价格波动对产品成本影响较大。如果未来原材料价格出现大幅波动，公司无法及时将原材料价格波动的风险向下游转移，将存在因原材料价格波动带来的毛利率下降、业绩下滑的风险。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,947	2,620	3,330	5,097	6,518
货币资金	763	642	2,017	1,991	4,464
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	259	265	293	470	533
预付账款	6	50	25	36	52
存货	853	1,497	734	2,313	1,123
其他	65	167	260	286	347
非流动资产	1,323	1,352	1,476	1,473	1,473
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,135	1,048	1,148	1,173	1,201
无形资产	101	99	99	99	99
其他	88	206	229	201	174
资产总计	3,270	3,973	4,806	6,569	7,991
流动负债	684	1,170	1,551	2,418	2,782
短期借款	241	553	983	1,483	2,003
应付票据	15	57	-19	77	0
应付账款	235	307	328	512	389
其他	193	253	260	346	389
非流动负债	10	26	226	606	1,046
长期借款	0	0	200	580	1,020
其他	10	26	26	26	26
负债合计	693	1,196	1,778	3,024	3,828
少数股东权益	47	59	78	103	132
归属母公司股东权益	2,529	2,718	2,950	3,443	4,032
负债和股东权益	3,270	3,973	4,806	6,569	7,991

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,273	3,445	3,998	4,748	5,581
同比(%)	-16.1%	51.6%	16.0%	18.7%	17.6%
归属母公司净利润	151	298	386	493	588
同比(%)	5.8%	96.9%	29.3%	27.9%	19.3%
毛利率(%)	15.1%	19.1%	19.1%	19.9%	20.8%
ROE%	6.0%	11.0%	13.1%	14.3%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.58	0.75	0.96	1.15
P/E	24.26	12.32	9.53	7.45	6.24
P/B	1.45	1.35	1.25	1.07	0.91
EV/EBITDA	7.62	6.14	3.89	4.26	2.22

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,273	3,445	3,998	4,748	5,581
营业成本	1,930	2,789	3,233	3,805	4,418
营业税金及附加	13	14	16	19	22
销售费用	36	64	72	85	101
管理费用	85	103	104	123	153
研发费用	72	96	100	119	142
财务费用	15	22	23	27	68
减值损失合计	-3	-21	-2	-2	-2
投资净收益	0	1	2	3	4
其他	69	14	9	18	23
营业利润	189	353	460	588	702
营业外收支	-9	2	0	0	0
利润总额	181	355	460	588	702
所得税	20	42	55	71	84
净利润	161	313	405	518	617
少数股东损益	10	15	19	24	29
归属母公司净利润	151	298	386	493	588
EBITDA	256	504	735	884	1,013
EPS(当年)(元)	0.30	0.58	0.75	0.96	1.15

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	301	-121	1,308	-565	1,871
净利润	161	313	405	518	617
折旧摊销	114	131	223	249	225
财务费用	20	22	35	68	108
投资损失	0	-1	-2	-3	-4
营运资金变动	62	-605	631	-1,409	913
其它	-56	19	17	12	12
投资活动现金流	19	-27	-374	-273	-252
资本支出	-48	-71	-345	-245	-225
长期投资	-3	0	-30	-30	-30
其他	69	44	1	2	3
筹资活动现金流	-123	180	441	812	852
吸收投资	10	0	0	0	0
借款	610	685	630	880	960
支付利息或股息	-91	-118	-189	-68	-108
现金流净增加额	188	19	1,376	-26	2,472

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。