

新澳股份（603889）

厚积薄发国产替代，优质小而美供应链激活成长

对于传统制造，我们认为在考虑行业景气度同时，更应自下而上关注赛道格局及公司竞争力释放。

公司主要业务为羊毛纱线及毛条、羊绒纱线研发生产和销售；近年来践行宽带发展战略，基于纺纱主业内进行品类多元化扩容，取得显著成效：

①**户外运动应用方面**，羊毛穿着向多场景、新兴场景延伸，户外运动、野餐露营等羊毛室外穿搭场景消费热度攀升。公司探索开发多样化功能性纱线，推出户外运动纱线产品集锦卡，包括内层纱线、中间层&配饰类纱线、鞋袜类纱线，涵盖瑜伽、滑雪、徒步等各类运动场景。2022年毛精纺纱中供应运动户外品牌销量占比约25%。

②**羊绒纱线方面**，通过整合新澳羊绒和英国邓肯两者优势资源，合力提升羊绒业务在全球影响力和市占率。其中新澳羊绒重视产品品质提升与工艺技术的创新，优化客户结构，扩大海外市场占比，促进产能释放；英国邓肯定位奢侈品市场，销量和营收均有增长。

③**新型纱线方面**，公司组织专门团队进行前期市场调研及样品开发，重视在家纺、室内装饰、产业用纱等新材料和技术工艺等方面的资源积累和客户拓展，结合潜在市场机会不断尝试丰富品类储备。

此外，公司通过新建产能陆续释放及现有产能的提质增效，坚持积极的以产促销模式，实现产销协同，突破产能瓶颈，发挥规模效益。同时，优化管理体系和激励体系，坚持积极产销策略，强化绩效考核，通过目标指标分解、业绩挂钩奖励等创新措施，充分调动管理团队的积极性和主动性。

营销拓展多措并举，市场动态精准把握

销售团队全力以赴接单，全面参与多层次市场竞争。公司销售团队主动赴海外抢单，参加SPINEXPO、ISPO等国际行业展会，深入了解市场和行业发展趋势及客户的需求，奠定与客户的基础合作。营销策略方面：①通过对市场流行趋势的研判，向全球客户定期发布针织流行趋势，以自身设计优势引导客户选择；②通过内部数据分析，研究市场需求，指导精准备货，并以小批量、多品种、快翻新的产业链及产能规模优势，快速响应订单需求；③不断探索营销新模式，搭建了以公众号、抖音、小红书、视频号、Instagram为主的新媒体矩阵，以多样化表现形式传递文化，提升终端消费市场中的知名度和形象，同时为新产品的市场开拓提供新的方向。

优质客户具备复苏韧性，户外运动赛道景气度好

近年来消费分层加剧，中高端及奢侈品牌由于核心客群消费能力受损有限，呈现韧性强、复苏快的特点，户外运动景气度相对较好。头部品牌对于供应商的选择有一套较为复杂、严格的认证流程，仅少数企业有能力进入高端市场领域参与综合竞争。新澳凭借丰富的行业经验、良好的市场口碑以及较强的开发设计能力，成为众多优质品牌客户的指定纱线供应商，与他们形成长期稳定的合作关系。公司服务于全球约5000多家客户、500多个品牌，客户资源壁垒相对深厚。

市场关注点在为何传统织制估值有提升空间，我们认为如果细分格局发生变化特别是此前若由外资主导，则我国传统优质制造厚积薄发借助技术升级、品类延展、服务交期、市场开拓等多重优势有望加速国产替代进程；期间将伴随预期差释放带来的估值修复及市值兑现。

我国传统纺织制造经过多年沉淀及分化，我们认为当前尚专注主业及持续进步的企业已经历内资竞争，当走向世界直面品牌，公司诸多优势有望加速释放，从当年的小舞台走向大舞台。

维持盈利预测，维持“买入”评级

投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.36元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	716.44
流通A股股本(百万股)	716.44
A股总市值(百万元)	5,273.03
流通A股市值(百万元)	5,273.03
每股净资产(元)	5.96
资产负债率(%)	34.26
一年内最高/最低(元)	9.59/5.74

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：聚源数据

相关报告

- 《新澳股份-公司点评:优质毛纺制造崛起，制造+服务+全球化释放成长性》2023-05-23
- 《新澳股份-年报点评报告:全球布局优化产能，宽带战略加速领航》2023-04-15
- 《新澳股份-公司点评:需求复苏订单可期，加速扩产全球布局》2023-03-14

近年来,毛纺行业的重新洗牌使小而散的企业逐步被市场边缘化进而淘汰。随着行业集中度提高,公司作为龙头企业韧性发展、逆势而上,市场份额提升空间仍然较大。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 4.6、5.6、6.7 亿,PE 分别为 11、9、8x。

风险提示: 羊毛、羊绒等原材料价格波动风险; 汇率波动风险; 贸易风险; 产能释放不及预期等风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,445.50	3,949.88	4,626.27	5,702.97	6,854.01
增长率(%)	51.57	14.64	17.12	23.27	20.18
EBITDA(百万元)	622.93	680.91	682.34	839.81	965.49
归属母公司净利润(百万元)	298.27	389.73	457.42	561.84	673.57
增长率(%)	96.93	30.66	17.37	22.83	19.89
EPS(元/股)	0.42	0.54	0.64	0.78	0.94
市盈率(P/E)	17.29	13.24	11.28	9.18	7.66
市净率(P/B)	1.90	1.74	1.54	1.43	1.31
市销率(P/S)	1.50	1.31	1.12	0.90	0.75
EV/EBITDA	4.83	4.93	6.58	5.69	4.78

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	641.82	954.88	855.04	456.24	548.32	营业收入	3,445.50	3,949.88	4,626.27	5,702.97	6,854.01
应收票据及应收账款	264.54	368.65	426.01	494.27	633.09	营业成本	2,788.62	3,206.95	3,701.48	4,587.47	5,485.95
预付账款	49.50	7.25	46.92	32.89	58.04	营业税金及附加	13.89	16.64	18.04	27.37	29.50
存货	1,497.35	1,745.39	1,618.12	2,606.26	2,588.41	销售费用	63.84	72.24	67.08	98.09	120.63
其他	167.06	231.04	154.66	202.50	200.05	管理费用	103.03	117.83	121.21	168.24	202.88
流动资产合计	2,620.29	3,307.22	3,100.74	3,792.17	4,027.92	研发费用	95.79	107.36	113.34	171.66	214.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	21.73	(12.09)	2.73	(4.11)	(4.75)
固定资产	1,047.53	1,146.67	1,058.88	982.09	898.91	资产/信用减值损失	(23.10)	(26.01)	(6.00)	(21.37)	(17.79)
在建工程	172.43	52.78	67.67	88.60	83.16	公允价值变动收益	0.02	(3.51)	(72.23)	28.92	4.80
无形资产	98.72	97.72	94.11	90.50	86.90	投资净收益	1.38	3.92	8.95	4.75	5.87
其他	33.78	41.66	28.44	33.25	33.64	其他	27.38	(1.99)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,352.47	1,338.82	1,249.10	1,194.44	1,102.61	营业利润	352.91	468.55	533.10	666.55	798.15
资产总计	3,972.76	4,646.04	4,349.83	4,986.61	5,130.52	营业外收入	2.15	1.99	4.33	2.83	3.05
短期借款	552.87	606.39	212.00	116.29	37.30	营业外支出	0.33	3.13	1.02	2.49	2.21
应付票据及应付账款	363.70	593.07	391.45	808.00	702.08	利润总额	354.73	467.41	536.41	666.89	798.98
其他	180.09	188.12	283.33	325.13	333.35	所得税	41.63	58.91	54.45	76.67	91.22
流动负债合计	1,096.65	1,387.58	886.79	1,249.42	1,072.72	净利润	313.10	408.49	481.97	590.22	707.76
长期借款	0.00	150.15	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	14.83	18.77	24.54	28.38	34.20
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	298.27	389.73	457.42	561.84	673.57
其他	26.08	18.17	18.03	20.76	18.98	每股收益(元)	0.42	0.54	0.64	0.78	0.94
非流动负债合计	26.08	168.31	18.03	20.76	18.98						
负债合计	1,195.73	1,614.80	904.81	1,270.18	1,091.71						
少数股东权益	59.30	74.14	84.65	97.78	113.34	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	511.75	511.75	716.44	716.44	716.44	成长能力					
资本公积	1,045.33	1,048.89	1,048.89	1,048.89	1,048.89	营业收入	51.57%	14.64%	17.12%	23.27%	20.18%
留存收益	1,164.49	1,400.69	1,596.52	1,856.49	2,163.09	营业利润	86.51%	32.77%	13.78%	25.03%	19.74%
其他	(3.83)	(4.22)	(1.48)	(3.18)	(2.96)	归属于母公司净利润	96.93%	30.66%	17.37%	22.83%	19.89%
股东权益合计	2,777.02	3,031.25	3,445.02	3,716.43	4,038.81	获利能力					
负债和股东权益总计	3,972.76	4,646.04	4,349.83	4,986.61	5,130.52	毛利率	19.06%	18.81%	19.99%	19.56%	19.96%
						净利率	8.66%	9.87%	9.89%	9.85%	9.83%
						ROE	10.98%	13.18%	13.61%	15.53%	17.16%
						ROIC	16.14%	15.59%	18.22%	21.76%	21.72%
						偿债能力					
						资产负债率	30.10%	34.76%	20.80%	25.47%	21.28%
						净负债率	-3.02%	-6.36%	-18.47%	-8.99%	-12.50%
						流动比率	2.24	2.29	3.50	3.04	3.75
						速动比率	0.96	1.08	1.67	0.95	1.34
						营运能力					
						应收账款周转率	13.16	12.48	11.64	12.39	12.16
						存货周转率	2.93	2.44	2.75	2.70	2.64
						总资产周转率	0.95	0.92	1.03	1.22	1.35
						每股指标(元)					
						每股收益	0.42	0.54	0.64	0.78	0.94
						每股经营现金流	-0.17	0.52	0.60	0.20	0.84
						每股净资产	3.79	4.13	4.69	5.05	5.48
						估值比率					
						市盈率	17.29	13.24	11.28	9.18	7.66
						市净率	1.90	1.74	1.54	1.43	1.31
						EV/EBITDA	4.83	4.93	6.58	5.69	4.78
						EV/EBIT	6.03	6.08	8.23	6.82	5.61

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	313.10	408.49	457.42	561.84	673.57
折旧摊销	125.60	129.74	136.51	139.46	142.23
财务费用	22.27	(1.26)	2.73	(4.11)	(4.75)
投资损失	(1.38)	(4.75)	(8.95)	(4.75)	(5.87)
营运资金变动	(619.30)	(144.19)	(113.39)	(605.10)	(240.18)
其它	38.71	(15.04)	(47.69)	57.30	39.00
经营活动现金流	(121.00)	372.99	426.63	144.63	603.99
资本支出	117.51	115.01	60.14	77.27	51.78
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(144.19)	(240.16)	27.96	(209.47)	(104.32)
投资活动现金流	(26.68)	(125.15)	88.10	(132.20)	(52.54)
债权融资	286.31	216.43	(546.38)	(92.41)	(73.99)
股权融资	(160.99)	(201.52)	(68.19)	(318.81)	(385.37)
其他	55.06	11.33	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	180.39	26.24	(614.57)	(411.22)	(459.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	32.72	274.09	(99.84)	(398.80)	92.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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