

新澳股份 (603889.SH)

高端毛纺龙头，海外扩张与品类多元化驱动增长

买入

核心观点

公司概况：毛精纺行业纺纱龙头，财务指标健康。公司是毛精纺纱龙头生产商，涉及毛条、纺纱、染整环节。2014年上市至今积极投入毛精纺产能扩张，产能年复合增长高双位数，2020年快速拓展羊绒业务，目前拥有毛精纺/羊绒纱线产能15000/3030吨。从财务状况看，公司收入较快增长，营运指标较健康，毛利率稳步上升，2018-2022年股利支付率均在50%以上。

毛纺行业：行业小众，主要应用于高端服饰，近两年行情回暖。羊毛羊绒纤维规模小而价格高昂，主要应用于高档服饰。全球羊毛年产量约176万吨，大部分产自澳大利亚，中国年产量35万吨左右。全球羊绒年产量约2万吨，其中75%来自中国。2017年开始毛纺产业规模呈萎缩趋势，近两年有所回暖。我们估算新澳在全球/中国羊毛纱的市占率分别约1.6%/8.1%，在全球/中国羊绒纱市占率分别约8.5%/11.7%，体量在行业前列。

成长分析：行业格局优化，海外产能扩张、新品类和客户驱动增长。1) **行业出清：**国内规模以上毛纺织企业盈利水平不佳，企业数量、营业收入总体下降，行业出清趋势明确。2) **公司竞争力：**凭借全球化布局、技术设计创新、优质客户合作、规模效应等优势实现逆势扩张，与同行纵向和横向相比，新澳各项盈利指标和增长质量均表现出色，主要产品受羊毛价格波动影响可控，盈利水平总体提升。3) **成长趋势：**供应端，根据公告规划，2023-2027年集团毛精纺纱产能年复合增长11.4%至2.3万吨以上（其中越南6500吨），羊绒业务将优化客户及产品结构，目前产能利用率爬升至70%，仍有较大提升空间；需求端，越南产能扩张伴随当地毛纺产业崛起浪潮，凭借更有利的成本、关税和贸易优势，加快海外客户开拓。宽带战略下，羊毛品类多元化和功能性提升，充分抢占运动户外、家纺、新材料等各细分领域市场份额，在与原有客户形成深度合作的同时，新客户数量快速增长。

风险提示：终端消费疲软，海外扩张不及预期，原料价格波动，汇率波动。

投资建议：看好公司产能扩张，持续获取市场份额。在毛纺行业格局优化背景下，公司凭借优秀的综合竞争力积极拓展市场，实现逆势扩张。在品牌去库存进入尾声、海外需求陆续回暖背景下，公司积极布局海外扩张，开拓新品类和客户，中长期成长空间广阔。预计公司2023~2025年归母净利润分别为4.1/4.7/5.5亿元，同比增长5%/15%/18%，其中，扣非后归母净利润同比增长13%/15%/18%；给予目标价8.4~9.0元（对应2024年PE13~14x）。考虑到公司良好的盈利水平和增长质量，当前估值性价比较高，首次覆盖给予“买入”评级。

公司研究 · 深度报告

纺织服饰 · 纺织制造

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：关竣尹

0755-81982834

cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	8.40 - 9.00元
收盘价	6.96元
总市值/流通市值	5085/4986百万元
52周最高价/最低价	9.59/5.74元
近3个月日均成交额	36.60百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,445	3,950	4,437	5,084	5,737
(+/-%)	51.6%	14.6%	12.3%	14.6%	12.8%
归母净利润(百万元)	298	390	410	471	555
(+/-%)	96.9%	30.7%	5.2%	14.8%	17.9%
每股收益(元)	0.58	0.76	0.56	0.64	0.76
EBIT Margin	11.0%	10.9%	11.3%	11.6%	12.0%
净资产收益率 (ROE)	11.0%	13.2%	12.8%	13.5%	14.5%
市盈率 (PE)	11.9	9.1	12.4	10.8	9.2
EV/EBITDA	9.4	9.3	10.8	9.0	7.8
市净率 (PB)	1.31	1.20	1.59	1.46	1.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按预期总股本计算

内容目录

公司概况：中高端毛纺行业龙头	5
业务分析：毛精纺细分行业龙头，羊绒业务快速增长	5
实控人为沈建华，高管拥有丰富行业经验	6
发展史：三十年发展史，产能稳步扩张，羊绒新业务快速增长	7
财务分析：收入持续增长，毛利率稳步上升	10
产能扩张驱动收入稳步提升，疫情后重回正轨	10
2019 年至今毛利率保持提升趋势，费用率稳中有降	10
经营指标较健康，保持较高派息率	11
毛纺行业：行业小众，主要应用于高端服饰，近两年行情回暖	12
产业链：初始原料为羊毛和羊绒	12
行业规模：行业小众，价格昂贵，近两年行情有所回暖	13
中国原毛进口依赖度较高，羊毛纱和面料加工产业相对成熟	15
竞争格局：新澳市场份额较高，同行主要有 Baruffa、南方毛业、浙文影业等	16
成长分析：行业格局优化，海外产能扩张、新品类和客户驱动增长	18
高端羊毛材质服饰消费占比提升，品类呈现多元化趋势	18
毛纺行业普遍利润率低，出清趋势明确，头部企业份额有望提升	19
竞争力：综合优势显著，份额持续提升，盈利水平平稳上升	20
供应端成长：毛精纺纱新一轮海外扩张周期开启，羊绒产能利用率提升空间大	23
需求端成长：品类和客户驱动增长，越南产能加快海外市场开拓	25
盈利预测	28
假设前提	28
盈利预测情景分析	29
估值与投资建议	30
绝对估值：8.5~9.3 元	30
相对估值：8.4~9.0 元	31
投资建议	31
风险提示	33
附表：财务预测与估值	35

图表目录

图 1: 公司股权结构图	6
图 2: 公司发展历程 (股价、收入、业务结构、利润率)	9
图 3: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)	10
图 4: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)	10
图 5: 公司利润率变化情况	11
图 6: 公司费用率变化情况	11
图 7: 公司 ROE 和 ROIC (年化)	11
图 8: 公司营运资金周转天数 (天)	11
图 9: 公司资产负债率	12
图 10: 公司股利支付率	12
图 11: 公司资本支出和经营活动现金流净额 (亿元)	12
毛纺行业: 行业小众, 主要应用于高端服饰, 近两年行情回暖	12
图 12: 毛纺行业产业链 (羊毛)	13
图 13: 毛纺行业产业链 (羊绒)	13
图 14: 中国绵羊毛产量 (万吨)	14
图 15: 中国山羊毛和羊绒产量 (万吨)	14
图 16: 全球含脂原毛产量 (万吨)	14
图 17: 全球羊绒产量 (万吨)	14
图 18: 2017 年全球主要纺织纤维产量 (万吨)	15
图 19: 各纺织纤维的平均价格比较 (万元/吨)	15
图 20: 中国毛纱线 (绒线) 产量	15
图 21: 中国毛机织物 (呢绒) 产量	15
图 22: 中国羊毛进口数量及进口羊毛依赖度	16
图 23: 中国羊毛进口中有 2/3 来自澳大利亚	16
图 24: 羊毛纱出口市占率	16
图 25: 羊毛面料出口市占率	16
图 26: 毛纺产业主要企业及产能体量梳理	17
成长分析: 行业格局优化, 海外产能扩张、新品类和客户驱动增长	18
图 27: 羊毛材质服饰天猫消费金额占整体服饰比重	19
图 28: 天猫羊毛服饰消费人群城市级别分布	19
图 29: 羊毛材质服饰细分品类消费占比及增长情况	19
图 30: 国内规模以上毛纺织企业营业收入及利润率	20
图 31: 国内规模以上毛纺织企业数量	20
图 32: 新澳股份盈利水平领先同行且持续提升	20
图 33: 新澳股份全球产业分布	21
图 34: 新澳股份与产业链同行的规模体量、盈利能力、增长质量对比	22
图 35: 新澳股份毛利率、毛精纺纱单价、单位毛利与羊毛行业价格对比	23

图 36: 公司回报指标及 capex 指标分析 (财务比率按年化计算)	23
图 37: 公司历史上毛精纺纱产能扩张情况 (吨)	24
图 38: 公司未来各业务产能规模预估 (吨)	24
图 39: 毛精纺纱和羊绒纱线产能利用率	25
图 40: 公司各业务产销率情况	25
图 41: 越南羊毛纱、羊毛面料出口金额 (单位: 万美元)	26
图 42: 新澳国内和越南产能扩张预期	26
图 43: 公司纱线流行色卡	27
图 44: 公司运动类羊毛纱线在瑜伽运动的应用	27
图 45: 公司羊毛纱线在针织运动鞋面的应用	27
图 46: 公司销售给运动品牌客户的纱线销量比重	27
图 47: 公司羊毛纱线做成的样衣	28
图 48: 公司服务的客户数量	28
表 1: 公司主要产品介绍及规模介绍	5
表 2: 公司主要业务销量、单价、毛利率	6
表 3: 公司主要高管和简介	7
表 4: 精纺、半精纺、粗纺羊毛对比	13
表 5: 毛纺产业主要企业及基本信息梳理	18
表 6: 公司产能扩张进度及计划表	24
表 7: 新澳股份母公司和主要子公司收入及净利润情况 (半年度, 百万元)	25
表 8: 分业务盈利预测假设 (金额单位: 百万元)	29
表 9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	30
表 10: 公司盈利预测假设条件 (%)	30
表 11: 资本成本假设	30
表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31
表 13: 可比公司估值	31
表 14: 盈利预测与估值	32

公司概况：中高端毛纺行业龙头

业务分析：毛精纺细分行业龙头，羊绒业务快速增长

公司简介：公司是全球毛精纺行业头部制造商，成立于1995年。2022年营收40亿元，归母净利润3.9亿元，拥有毛精纺纱/羊绒纱线年产能15000/3030吨，2022年实际产量14484/1711吨。分两块业务的市场地位看，精梳羊毛纱在国内市占率11%-12%，在全球市占率5%左右；粗纺羊绒纱在国内市场占有率11.5%（第二），全球市场占有率为4.7%（第三）。

在毛精纺纱方面，公司拥有羊毛制条、纺纱、染整一体化生产模式，2019年开拓羊绒纱线业务。目前基于多元化发展战略，服务全球约5000多家客户、500多个品牌，供应运动户外品牌的纱线销售占比提升至25%左右，大部分毛精纺纱线由品牌指定，客户资源壁垒深厚。

1) **分业务：**2022年毛精纺纱/羊毛毛条/羊绒纱线销售收入分别为22.4/5.9/10.7亿元，占比57%/15%/27%，。三项业务毛利率分别为25.4%/5.5%/11.4%，2020~2022年羊绒纱线毛利率从17.9%降低至11.4%，主要由于自接经销单模式取代原加工模式及仍处于市场拓展期。

2) **品牌客户：**公司主要品牌客户为国内外中高端服装品牌。

表1：公司主要产品介绍及规模介绍

	羊毛毛条	毛精纺纱线	羊绒纱线
产品图			
销售收入(2022年)	5.86亿元	22.44亿元	10.7亿元
单价	9.87万元/吨	16.45万元/吨	66.63万元/吨
产能(2022年)	9000吨	15000吨	3030吨
产量	6,469.8吨	14,484.0吨	1,710.9吨
体系外销量	5,938.3吨	13,643.7吨	1,607.8吨
收入占比(2022年)	14.83%	56.81%	27.12%
毛利率(2022年)	5.46%	25.35%	11.39%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司主要业务销量、单价、毛利率

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
羊毛条（百万元）	460.7	517.8	625.0	706.2	707.6	396.6	495.2	585.8
-体系外销量（吨）	5733.0	5821.7	6032.5	5484.8	5626.0	4273.7	5275.2	5938.3
-单价（万元/吨）	8.0	8.9	10.4	12.9	12.6	9.3	9.4	9.9
毛利率(%)	9.04%	9.83%	9.48%	9.87%	2.60%	2.75%	8.45%	5.46%
收入占比	28.42%	28.22%	27.03%	27.52%	26.11%	17.45%	14.37%	14.83%
毛精纺纱线（百万元）	1058.7	1240.6	1567.0	1759.5	1928.3	1595.0	2059.9	2243.9
-体系外销量（吨）	8074.4	9086.2	10242.1	10336.7	10416.4	9850.6	13364.5	13643.7
-单价（万元/吨）	13.1	13.7	15.3	17.0	18.5	16.2	15.4	16.4
毛利率(%)	24.45%	25.70%	24.63%	21.75%	18.55%	16.83%	23.23%	25.35%
收入占比	65.32%	67.62%	67.78%	68.56%	71.16%	70.16%	59.78%	56.81%
羊绒纱线（百万元）	-	-	-	-	-	195.5	830.2	1071.2
-体系外销量（吨）	-	-	-	-	-	278.0	1301.8	1607.8
-单价（万元/吨）	-	-	-	-	-	70.3	63.8	66.6
毛利率(%)	-	-	-	-	-	17.90%	13.71%	11.39%
收入占比	-	-	-	-	-	8.60%	24.10%	27.12%

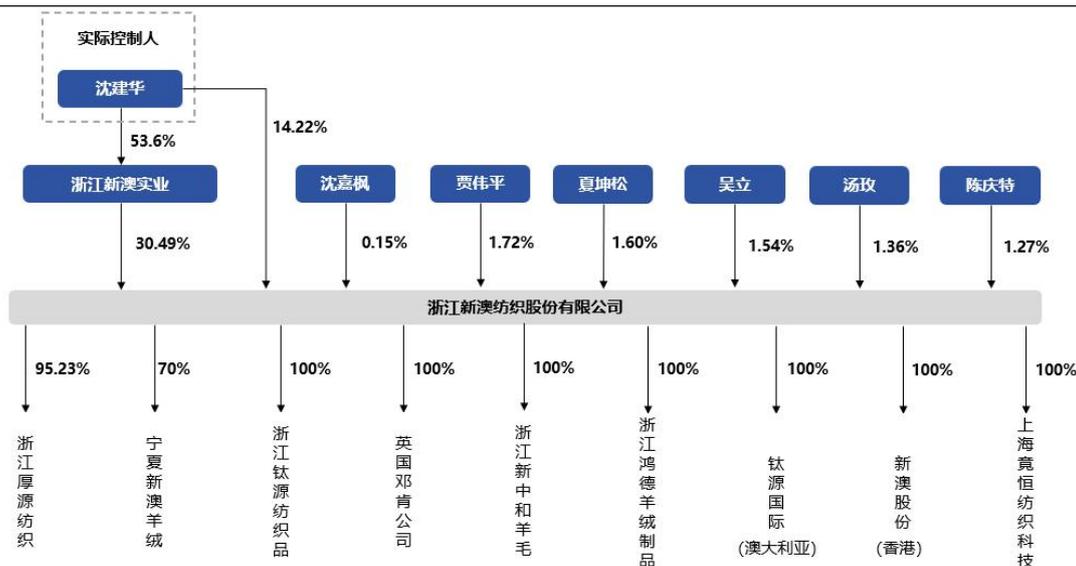
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

实控人为沈建华，高管拥有丰富行业经验

沈建华是公司实际控制人，直接持股 14.22%，沈建华之子沈嘉枫 2023 年 12 月 20 日增持股份 0.15%，新澳实业、公司实际控制人沈建华、沈嘉枫合计持有公司总股本比例 44.85%。沈建华现任浙江新澳纺织、浙江新澳实业董事长，在毛纺行业拥有丰富的经营管理经验。

高管具有丰富行业经验。例如，华新忠工程师出身，现任公司副董事长兼总经理；沈剑波现任公司董事、副总经理，拥有非常丰富的产品生产、研究和开发经验；刘培意现任公司董事、常务副总经理，拥有非常丰富的国际市场开发经验；陈星现任公司董事、副总经理。公司高管团队大多从生产线出身，拥有多年的生产、品控、技术研发和经营管理经验。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

表3：公司主要高管和简介

姓名	职务	年龄	简介
沈建华	董事长	59	经济师，高中学历。近五年，一直担任新澳股份董事长、浙江新中和羊毛有限公司董事、浙江新澳实业有限公司董事长、浙江茂森置业有限公司董事、桐乡市新新典当有限责任公司董事、浙江恒易生物科技有限公司董事。工程师，高级经济师，大专学历。历任桐乡市新华毛纺联营厂生产技术科长。近五年，一直担任新澳股份董事、浙江新澳实业有限公司董事、浙江新中和羊毛有限公司董事长、浙江鸿德羊绒制品有限公司监事。2018年3月起担任浙江厚源纺织股份有限公司董事长兼总经理。2021年6月起至今担任嘉兴飞迅特种纤维科技有限公司执行董事兼经理。2020年1月起任公司副董事长，2021年2月起任公司副董事长兼总经理。
华新忠	副董事长、总经理	50	工程师，大专学历。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。现任浙江新澳纺织股份有限公司董事、副总经理。
沈剑波	副总经理	48	人力资源经理，经济师，本科学历，近五年，一直担任新澳股份副总经理。2018年4月至2021年1月期间曾兼任公司董事。
陈星	副总经理	39	本科学历。2004年进入公司，历任浙江新澳纺织股份有限公司外贸部业务员、外贸部科长、总经理助理，主要从事国际市场的开发工作。现任浙江新澳纺织股份有限公司董事、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等。
刘培意	常务副总经理	41	本科学历。2012年进入公司证券部，2014年7月参加上海证券交易所董事会秘书资格培训并取得《董事会秘书资格证书》。2015年1月起任浙江新澳纺织股份有限公司证券事务代表。2022年4月起任浙江新澳纺织股份有限公司董事会秘书。
郁晓璐	董事会秘书	36	大专学历，2007年至2018年任公司财务科科长；现任本公司董事、财务总监，浙江厚源纺织股份有限公司董事，宁夏新澳羊绒有限公司董事。
王玲华	财务总监	45	

资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

发展史：三十年发展史，产能稳步扩张，羊绒新业务快速增长

（一）1992~2007年：毛纺起家，快速布局上下游产业链延伸。1992年公司前身桐乡市新华毛纺联营厂开业成立，1995年新华毛纺联营终止并改制为浙江新澳纺织有限公司，主要业务为毛精纺纱线。

2000年成立子公司厚源纺织，拓展产业链下游的染整加工业务；2003年与台资合作设立浙江新中和羊毛有限公司，主要生产毛条产品，向毛纺纺纱产业链上游拓展，形成集毛条制条、改性处理、纺纱、染整精加工于一体的纺纱产业链。

（二）2008~2018年：积极扩张产能，持续技术创新。2008年公司对羊毛抗起球进行研究应用，大幅提高原有羊毛纱线的抗起球级别。其中“毛纱抗起球的关键工艺技术及装备”、“低浴比浸淋式毛纱染色节能减排技术及装备”被列入浙江省重大科技专项重大工业项目。

2010年公司新增10000锭纺纱项目，子公司厚源纺织顺利完成原有8800锭纺纱设备搬迁工程，生产力大幅提高。

2014年公司在上交所上市募集资金，在原有44,000锭纺纱产能基础上进行产能扩充，投资于“20,000锭高档毛精纺生态纱项目”，2015年10月项目顺利完工并达产；同时技术水平持续提升，2014年公司设备进口率达到80%以上，计算机配毛、毛条质量预测、毛纺工艺设计等主要工序的技术水平领先。

2016年公司成立省级浙江省新澳纺织技术研究院暨羊毛针织产品研发中心(KDC)，由国际羊毛局提供技术指导与支持，并与北京服装学院、香港理工大学等院校及科研机构合作，获授权多项专利。

2015~2017年子公司厚源纺织响应政府对印染行业整治提升的规划，推进“年产15000吨生态毛染整搬迁建设项目”。2015~2018年公司通过“30000锭紧密纺高档生态纺织项目”提高纺纱装备自动化水平、扩张高档毛精纺纱产能。一期20,000锭产能于2017年下半年投产，二期10,000锭于2018年6月投产。

2014-2018年6月，公司毛精纺纱线产能从原先44,000锭扩张到94,000锭。

2018年公司新增布局“60,000锭高档精纺生态纱项目”，为新一轮产能扩张布局。

（三）2019年~至今：提出宽带战略，新开拓羊绒业务，经过多年发展，公司已拥有羊毛毛条 11000 吨、毛精纺纱线 15000 吨、羊绒纱线 3030 吨产能。

2017~2019 年产能稳步扩张，公司销量增幅不大，主要由于经济增长放缓、地缘政治风险等导致毛纺终端需求不景气，同时羊毛价格持续上涨导致一部分低价产品的量被挤出，公司毛精纺纱平均价格上升了 21%。

2020 年公司提出宽带发展战略，包括 1）品类多元化发展，在精纺羊毛基础上新增粗纺羊毛、粗纺和精纺羊绒。2）应用多元化，在服饰用纱基础上尝试向家纺用、产业用、新材料等高附加值纺织应用领域探索延伸，提升市场份额。

2020 年公司计划投资年新增 6,000 吨毛条和 12,000 吨纤维改性处理生产线项目。一期项目的 3000 吨毛条和 6000 吨功能性纤维改性处理产能于 2022 年投产。

“60,000 锭高档精纺生态纱项目”一期 28,000 锭产能在 2020 年陆续进入投产阶段，2021 年进入设备安装、调试阶段。**二期 13,000 锭计划于 2023 年陆续投产**，项目的实施将进一步淘汰落后产能，实现增产增效。

2022 年公司推进“越南 50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”，开始布局海外市场，2023 年公司已经筹备开工建设；同时新澳羊绒开启精纺羊绒搬迁技改项目，对标欧洲先进技术，培育市场竞争新优势。英国邓肯完成部分老旧设备改造，自动化程度提升。

2022 年以来毛纺行业需求总体向好，同时羊毛价格上升、羊绒业务放量，产品保持量价利齐升趋势。2023H1 海外品牌去库存压力下，供应商订单需求减小，因此公司围绕快反策略扩展羊毛纱线品类、增加产品应用场景，进一步引导市场需求、开拓业务空间。

其中拓展羊绒纺纱是公司宽带发展战略的重要一环，具体来看：

1、新澳羊绒：2019 年 12 月新澳股份出资 2,100 万元，通过持有 70%股权设立子公司新澳羊绒，开拓羊绒纺纱市场。2020 年 3 月，新澳羊绒通过关联方宁夏浙澳租赁中银绒业羊绒纱资产，支付租赁费每年 600 万元，而同时新澳羊绒受托看管关联方宁夏浙澳除羊绒纺纱板块资产外的其余资产，每年收取管理费 560 万元。

2020 年以来新澳羊绒在技术上改造中银绒业原有羊绒生产线，从纯绒到混纺扩大产品系列，以自产直销单取代加工单。在新业务初期，为顺利优化客户结构、拓展市场，因此一定程度上让利，2020-2022 年，羊绒纱线毛利率有所下降。

2022 年新澳羊绒拥有年产粗纺/精纺纱线 2500/260 吨的能力。

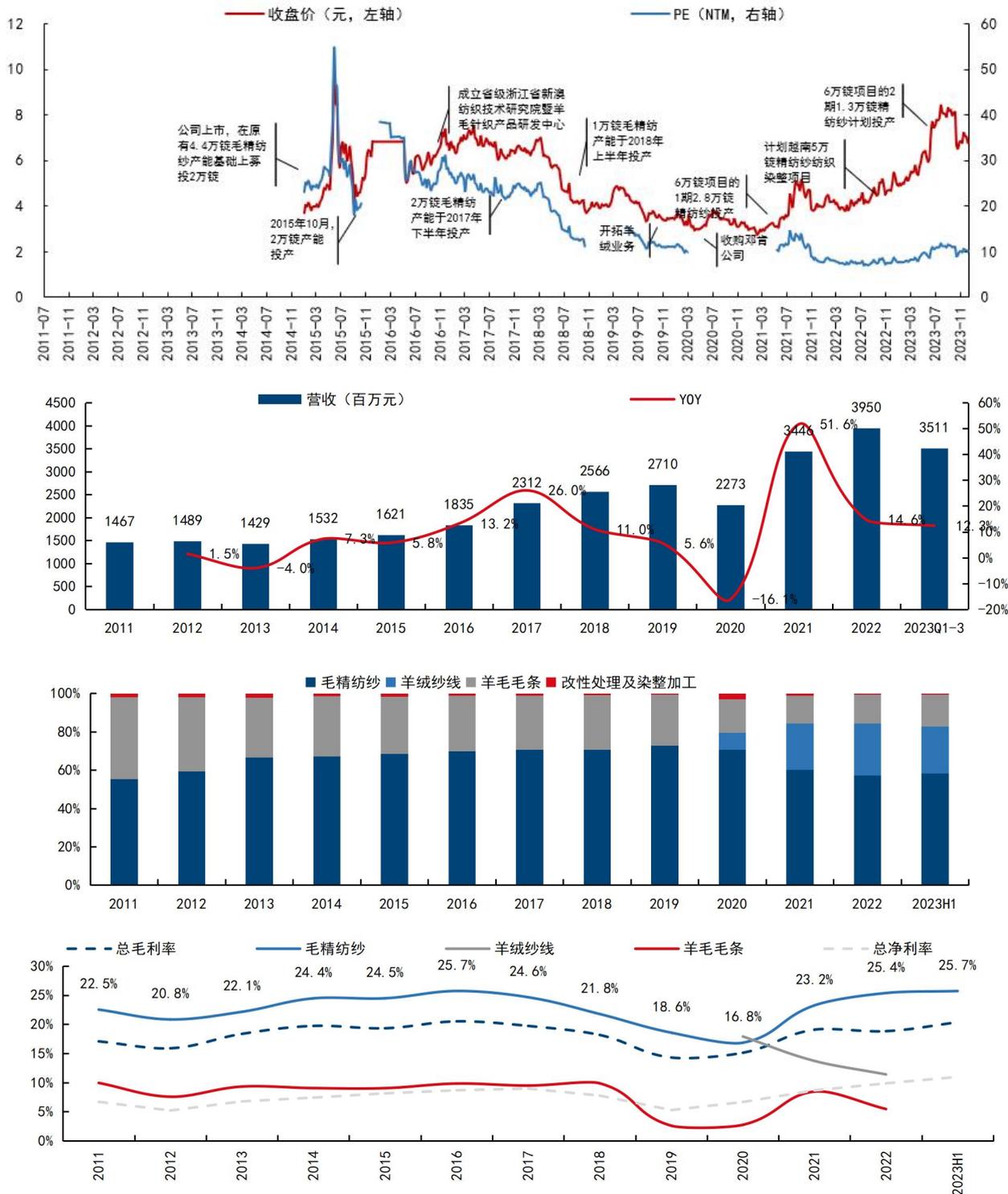
2023 年 4 月，公司发布公告，为减少关联交易、进一步增强羊绒发展实力，子公司新澳羊绒拟以现金方式，**以含税价 5.95 亿元向宁夏浙澳和中银绒业购买相关羊绒纺纱资产**，包括房屋建筑物、机器设备、土地使用权等。购买资产完成后，预计会产生一定的折旧成本。

2、英国邓肯：为开拓高端羊绒纱线，2020 年 6 月公司出价 4,200 万元竞拍取得英国邓肯 100%股权。邓肯公司拥有年产粗纺羊绒纱 270 吨，在高端羊绒纱线研发和生产拥有超过 150 年的经验，服务顶奢品牌客户，同样规格的产品英国邓肯售价是新澳羊绒的 2-3 倍。在财务上，全资子公司英国邓肯纳入公司合并报表范围。

2020 年以来公司与英国邓肯协同效应良好，共同研发高附加值产品、引入海外优质客户，并引入精益生产经验实现降本增效，邓肯公司盈利水平不断改善。

图2: 公司发展历程 (股价、收入、业务结构、利润率)

1992~2007	2008~2018	2019年之后
布局上下游产业链, 注重技术创新	上市后2万锭和3万锭高档毛精纺产能依次投产, 2018上半年毛精纺产能到达9.4万锭	提出宽带发展战略, 开拓羊绒业务。新老业务继续保持扩张



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析：收入持续增长，毛利率稳步上升

产能扩张驱动收入稳步提升，疫情后重回正轨

2011~2013 年公司营业收入保持相对稳定，已有初步产能扩张计划，但由于毛纺行业整体处于震荡调整期，终端需求相对疲软，营业收入基本维持 14 亿元左右。

2014 年公司上市，产能扩张及价格提升驱动 2014~2019 年收入进入快速增长期，复合增速 12%，2019 年收入增长至 27.1 亿元。2018~2019 年由于毛利率下降和费用率提升，公司净利润出现小幅下滑。

2020 年受到疫情与原材料价格下跌的双重影响，主要产品量价均有所下降；2021-2022 年终端需求回暖、产能爬坡、羊毛价格企稳回升，收入增长 52%/15%。2023 前三季度，海外品牌去库压力大、供应商订单需求大幅下降，公司积极拓宽纱线应用场景，收入同比增长 12%。

图3：公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年至今毛利率保持提升趋势，费用率稳中有降

公司整体毛利率走势与市场需求景气度、产能投资节奏、羊毛市场价走势都有一定关联。1) 羊毛价格走势主要影响的是初加工的毛条业务的毛利率，呈正向关联。2) 毛精纺业务主要是成本加成定价，单位毛利一般保持稳定或稳中有升，而 2018-2020 年毛精纺单吨毛利的下降实际上是由于消费增速放缓及地缘政治因素导致需求下降，叠加 2016-2019 年资本开支大年，单吨固定成本上升，因此对盈利水平产生了一定冲击。

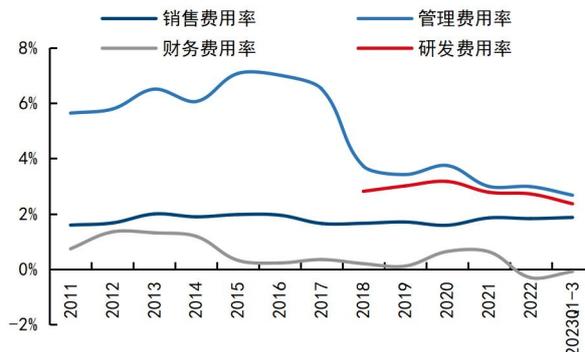
2019 年至今随着行业需求回暖、羊毛价格企稳回升、资本开支放缓，毛利率保持稳步提升，成为净利率增长的主要推动力，同时随着收入规模扩大，费用率总体稳中有降。

图5: 公司利润率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



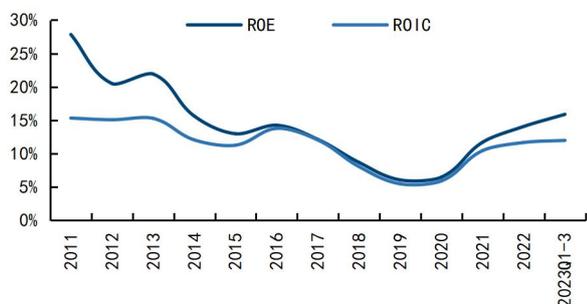
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理; 备注: 2018年前研发费用计入管理费用。

经营指标较健康, 保持较高派息率

从营运资金周转天数看, 2011~2023年三季度存货周转天数从101天波动上升至169天, 主要是产能产量规模扩大、羊绒业务扩张及原材料储备增加所致; 应收账款周转天数基本稳定, 疫情之前保持15~20天左右, 2019年后小幅上升, 2023三季度末为39天。

从盈利能力看, 近年ROE呈现提升趋势, 2023前三季度年化ROE达到15.9%。

图7: 公司ROE和ROIC(年化)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司营运资金周转天数(天)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率较健康, 疫情期间投资扩张放缓, 2023年资本支出增加。2014年公司上市后, 资产负债率有所上升, 但总体维持在20~30%的健康水平, 近两年小幅上升, 2023年三季度为43%; 2011~2019年公司持续投入资金扩张产能, 年度资本开支最高上升至3.4亿元。疫情期间公司投资扩张步伐有所减缓。2023前三季度资本开支5.7亿元, 大部分是购买羊绒资产的一次性支出, 另外小部分是公司开始逐步增加对新产能的投入。

同时, 基于较健康的现金流状况, 公司上市至今年度派息率均在40%以上, 2021-2022年派息率分别为51.5%和52.5%。

图9：公司资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司股利支付率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司资本支出和经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛纺行业：行业小众，主要应用于高端服饰，近两年行情回暖

产业链：初始原料为羊毛和羊绒

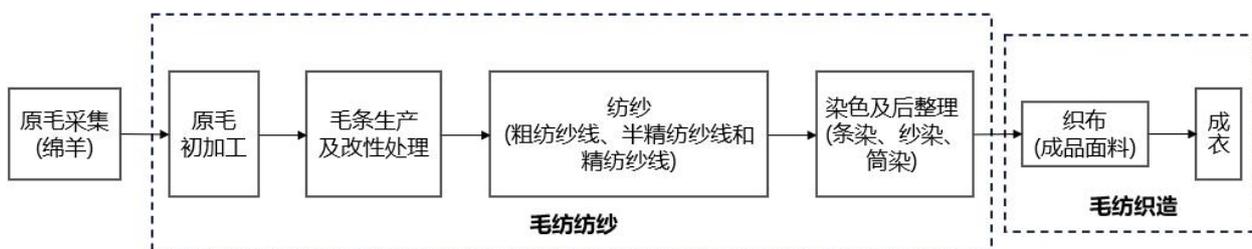
初始原料：毛纺产业中，羊毛和羊绒是两大初始原材料，两者区别如下：1) 羊毛出自绵羊，羊毛制品有手感丰满、保暖性好、穿着舒适等特点，羊毛原毛主要产自澳大利亚，全球年产量约 176 万吨。2) 羊绒生长在山羊外表皮层，掩在山羊粗毛根部的一层薄薄的细绒，羊绒属于稀有特种动物纤维，价格昂贵，全球产量仅 2 万吨左右，其中约 70% 产自中国内蒙古地区。

生产环节：毛纺产业主要生产环节与其他纺织纤维类似，原毛、毛条、纺纱、染整、织布、制衣。中间产品主要有毛条、粗纺/半精纺/精纺纱线或粗纺/半精纺/精纺羊绒、纯/混纺羊毛或羊绒面料。

新澳股份拥有羊毛和羊绒纱线两大业务，产业环节涉及毛条制条、改性处理、纺纱、染整精加工一体化。

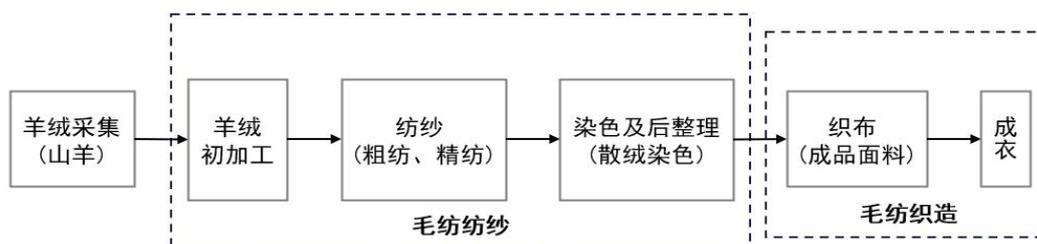
精纺、半精纺、粗纺纱对比：毛纺工艺分为精纺、半精纺以及粗纺，其中精纺工艺增加精梳工序，原料要求较高，纺成纱线韧度优于普梳纱，毛感较少、抗起球性较好。从全球出口情况看，精纺纱线在规模上大约为粗纺纱线 3 倍。精纺纱定价更高但成本亦较高，新澳股份的精纺纱毛利率高于同行。

图 12: 毛纺行业产业链（羊毛）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13: 毛纺行业产业链（羊绒）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 4: 精纺、半精纺、粗纺羊毛对比

	精纺	半精纺	粗纺
工艺简介	精纺工艺增加精梳工序；精纺纱线条纹清毛纺与棉纺技术融为一体，工艺程序少、弹性好、韧性强，毛感较少，抗起球成本较低；既有少许绒感，抗起球又比粗纺性较好。	半精纺与棉纺技术融为一体，工艺程序少、弹性好、韧性强，毛感较少，抗起球成本较低；既有少许绒感，抗起球又比粗纺性好，价格低于精纺。	粗纺纱线蓬松且支数低，多用于织造呢绒。
公司毛利率（2022 年）	新澳股份 25.35%； 浙文影业 9.40%	浙文影业 20.28%	/
全球出口额比例关系	≥85%精梳羊毛纱线：10.0 亿美元	/	≥85%粗梳羊毛纱线：3.1 亿美元

资料来源：uncomtrade，国信证券经济研究所整理

行业规模：行业小众，价格昂贵，近两年行情有所回暖

1、2017 年开始羊毛和羊绒产量规模收缩，近两年恢复增长

1) **国内：**羊毛方面，1978-2017 年中国绵羊毛产量稳步增长至 41 万吨，2018 年至今开始下滑。近两年羊毛产量企稳回升，在 35 万吨左右。

羊绒方面，中国主要羊绒产区为内蒙古，羊绒产量走势与山羊毛产量走势趋同，2016 年以前羊绒产量快速增长至 1.9 万吨。由于国家沙漠化治理控制畜牧数量，2017 年开始羊绒产量有所下滑，近 3 年保持在 1.5 万吨左右。

2) **全球：**羊毛方面，近 20 年全球含脂原毛产量整体保持平稳，2017-2020 年下

滑至 169 万吨，2021 年行情回暖，小幅回升至 176 万吨。世界主要羊毛产区为澳大利亚，其次是中国，中国羊毛产量占全球 20%左右。

羊绒方面，1977-2000 年世界羊绒产量上升至 1.6 万吨。根据国际羊绒羊毛展览会数据，2021 年全球羊绒产量约 2 万吨，属于非常稀缺的高端纤维（新澳羊绒纱线含税平均售价超过 70 万元/吨）。全球 75%羊绒产自中国。

图 14: 中国绵羊毛产量（万吨）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 中国山羊毛和羊绒产量（万吨）



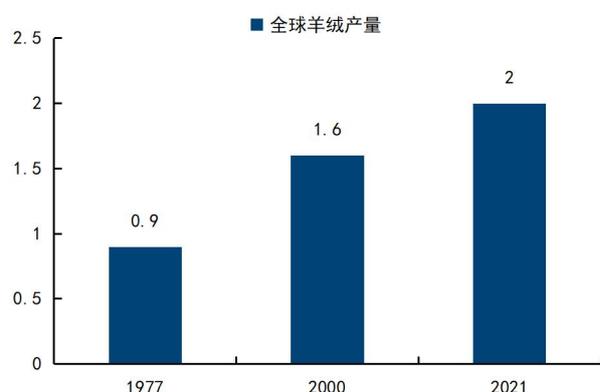
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 全球含脂原毛产量（万吨）



资料来源: 联合国粮农组织、国信证券经济研究所整理

图 17: 全球羊绒产量（万吨）



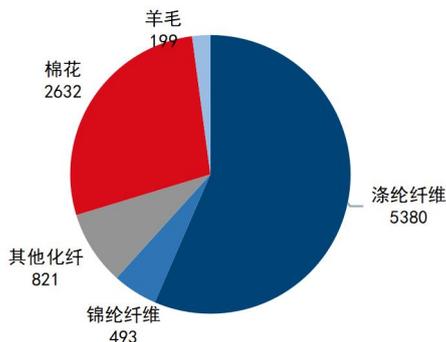
资料来源: 国际羊绒羊毛展览会、国信证券经济研究所整理

2、与其他纺织纤维对比，羊毛和羊绒纤维小众，价格显著高

羊毛供应量相对有限，应用领域主要是中高档品牌服饰。2017 年全球纤维产量超过 9000 万吨，其中涤纶纤维 5380 万吨，锦纶纤维 493 万吨，棉花 2632 万吨，羊毛仅 199 万吨，羊绒则只有 2 万吨左右。

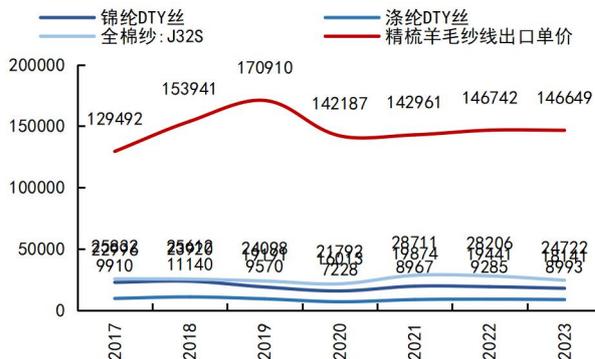
从价格水平看，羊毛纱单吨价格平均在 14 万元人民币以上，新澳羊绒纱单吨含税价格在 70 万元以上，棉纱平均吨价在 2.5 万元左右，锦纶 DTY 丝平均吨价在 1.8 万元左右，涤纶 DTY 丝吨价不足 1 万元。羊毛和羊绒纱价格显著高于其他纺织纤维。

图18: 2017 年全球主要纺织纤维产量（万吨）



资料来源: 日本化纤协会, wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 各纺织纤维的平均价格比较（万元/吨）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

3、中国毛纱线和毛机织物产量总体减少，近两年企稳

近 20 年中国毛纱线产量整体呈现下降趋势，2005-2017 年保持 30-40 万吨左右。2018-2021 年国内毛纱线产量下滑，2021 年下降至 17.8 万吨。近几年新澳股份毛精纺纱线产能逆势扩张，2022 年年产毛精纺纱线 1.5 万吨，占国内 8%左右。

毛机织物产量波动较大，2020-2021 年毛机织物产量快速下滑。根据中国毛纺织行业协会估算，随着终端需求恢复增长，2022 年毛机织物生产形势有望回暖，产量预计同比增长 4.3%。

图20: 中国毛纱线（绒线）产量



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图21: 中国毛机织物（呢绒）产量



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

中国原毛进口依赖度较高，羊毛纱和面料加工产业相对成熟

1、羊毛和羊绒进出口情况

羊毛: 中国是纺纱、染整、织布大国，但羊毛原毛生产体量只占全球 20%左右，进口依赖度较高（其中 2/3 的原毛进口来自澳大利亚），原毛出口接近 0。新澳股份绵羊毛大部分从澳大利亚进口取得。

羊绒: 中国北方气候寒冷干燥有利于优质羊绒生产，为全球羊绒第一生产大国，产量在全球占比 75%以上，羊绒进口依赖度较低。根据海关统计数据，2022 年中

国出口无毛绒（指除去杂质后的净绒）5467 吨，在全球羊绒贸易量占比 60%左右。新澳股份羊绒大部分来源于内蒙古、宁夏等国内优质产区。

图 22：中国羊毛进口数量及进口羊毛依赖度



资料来源：Wind、uncomtrade，国信证券经济研究所整理

图 23：中国羊毛进口中有 2/3 来自澳大利亚



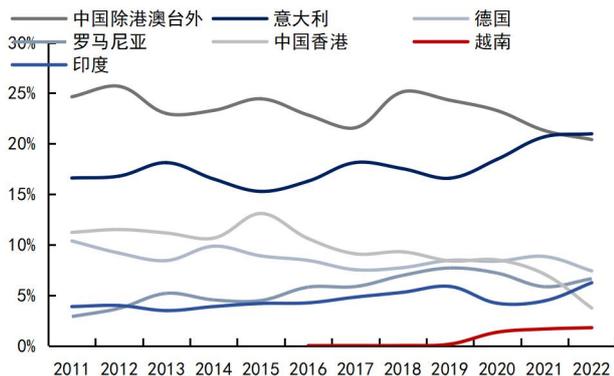
资料来源：Wind、uncomtrade，国信证券经济研究所整理

2、羊毛纱和羊毛面料进出口

羊毛纱：中国和意大利是主要出口国，中国羊毛纱的出口市占率在 20-25%，意大利在 15%-20%。值得关注的是，近 3 年越南和印度羊毛纱出口份额占比快速提升，越南出口份额从 2019 年的 0.2%，快速提升到 2022 年的 1.8%，印度出口份额逐步提升至 2022 年的 6.2%。

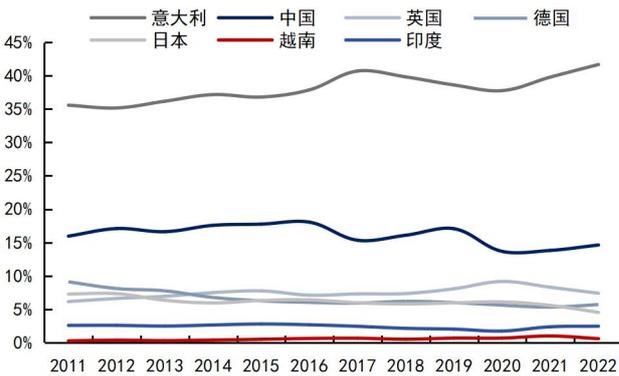
羊毛面料：意大利拥有先进生产设计工艺，出口市占率保持领先，2022 年全球出口份额 42%。中国为第二大羊毛面料出口国，出口市占率 15% 左右，2020 年至今中国的出口市占率恢复增长。越南羊毛面料出口份额较小，2021 年之前快速提升至 1%，2022 年有所下滑。

图 24：羊毛纱出口市占率



资料来源：Wind、uncomtrade，国信证券经济研究所整理

图 25：羊毛面料出口市占率



资料来源：Wind、uncomtrade，国信证券经济研究所整理

竞争格局：新澳市场份额较高，同行主要有 Baruffa、南方毛业、浙文影业等

（一）毛纺产业链主要同行分析

毛纺企业主要集中于原毛、纱线、面料、成衣四个产业链环节。上游环节主营原毛和毛条生产销售，头部企业天宇羊毛工业拥有年产原毛 10 万吨产能。下游环节主营毛纺面料/成衣生产销售，江苏阳光 2022 年拥有 2432 万米呢绒面料产量，南山智尚拥有年产精纺面料 1600 万米、西装 75 万套、衬衣 65 万件产能。

新澳股份为全球毛精纺细分行业龙头，主营中上游的毛条、纺纱和染整环节。在行业出清背景下公司稳步扩张，目前拥有年产精纺纱线 1.5 万吨、羊绒纱线 3030 吨产能。

从新澳股份的主要竞争对手看，1) 精纺纱线方面，欧洲企业拥有先进纺纱工艺、设计和装备，在高端市场占据主要份额，主要为德国南方毛业集团和意大利 Baruffa，分别拥有羊毛纱线 2.6 万吨和 0.6 万吨产能。国内的主要竞争对手为浙文影业，年产精纺和半精纺纱线约 3.5 万吨（其中自产占 50%）；2) 羊绒纱线方面，主要竞争对手为南冠科技和康赛妮，分别拥有年产羊绒纱线 1500 吨、5000 吨产能等。

（二）新澳在羊毛和羊绒纱的市场份额较高

1、羊毛纱线：中国毛纱线产量 17.8 万吨，占原毛产量比例大约 50%，主要由于除杂和洗涤过程中的损耗。全球原毛产量 176 万吨，由此估算全球毛纱线产量为 88 万吨，我们假设精梳羊毛：（粗梳+半精梳羊毛）=1：1。由此推算市占率：

1) 在毛纺纱行业，2022 年新澳在全球/中国羊毛纱的市占率分别约 1.6%/8.1%。

2) 在精梳羊毛纱领域，新澳在国内市占率 16.2%，在全球市占率 3.3%左右。

2、羊绒纱线：全球羊绒年产量在 2 万吨左右，中国产量 1.46 万吨，我们假设羊绒纱体量与羊绒体量相近。1) 由此估算，2022 年新澳在全球/中国羊绒纱的市占率分别为 8.5%/11.7%。2) 根据银川政府官网披露，宁夏新澳的粗纺羊绒纱在全球/中国的市占率分别为 4.7%/11.5%（全球第三，中国第二）。

图 26: 毛纺产业主要企业及产能体量梳理

所处环节	原毛	毛条	羊毛纱线	羊绒纱线	面料	成衣
产能规模	万吨	万吨	万吨	万吨	万米	万件
天宇羊毛工业	10	2.8				
红太阳毛纺织	3	1.5				
新澳股份(603889.SH)		1.1	1.5	0.303		
Baruffa(意大利)			0.6			
南方毛业集团(德国)			2.6			
浙江中鼎(A22316.SZ)			0.20	0.11		
河北南冠科技				0.15		
康赛妮			0.5	0.5		50
浙文影业(601599.SH)			3.5			665
江苏阳光(600220.SH)					2432	
南山智尚(300918.SZ)					1600	130
如意集团(002193.SZ)					800	300
鄂尔多斯(600295.SH)						360

资料来源：各公司官网、各公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 毛纺产业主要企业及基本信息梳理

公司	产业环节	产能 (最新)	业务简介
天宇羊毛工业	原毛和毛条	原毛 10 万吨; 毛条 2.8 万吨	公司成立于 1999 年, 业务范围涵盖羊毛全球采购、专业仓储运输、洗毛制条以及羊毛功能处理。在澳大利亚拥有 3 个百年牧场, 在新西兰、南非、南美拥有专业采购团队, 服务于中高端品牌客户。
红太阳毛纺织	原毛和毛条	年洗原毛 3 万吨; 毛条 1.5 万吨	公司成立于 2002 年, 主要生产销售毛条、毛纱, 是一家集洗毛、制条、羊毛条功能性处理、销售为一体的新型企业。主要品牌客户有中国浙江新澳、德国南方毛业集团、ZegnaBaruffa、Yunsa 等。
新澳股份 (603889.SH)	纱线	毛条 1.1 万吨; 毛精纺纱线 1.5 万吨; 羊绒纱线 3030 吨 (2023H1)	公司成立于 1995 年, 拥有集洗毛、制条、改性处理、纺纱、染整、质检一体化产业链。主要客户为国内外中高端服装品牌。2022 年收入为 39.5 亿元, 毛精纺纱/羊毛毛条/羊绒纱分别占比 57%/15%/27%。
Baruffa (意大利)	纱线	羊毛纱线 6000 吨 (2014 年)	公司成立于 1850 年, 生产精纺纱线, 由超细美利诺羊毛、羊绒、蚕丝等高档纤维纺成。主要品牌客户有 Prada、Hugoboss、Armani、Zegna、Fendi、Hermes 等。2018 年收入为 1.14 亿欧元。
南方毛业集团 (德国)	纱线	羊毛纱线 2.6 万吨 (其中扬子纱 1.7 万吨)	公司成立于 1966 年, 专业生产精纺坯纱和色纱, 1994 年在中国设立张家港扬子纺纱。主要客户品牌有 Burberry、Kenzo 等。
南冠科技	纱线	羊绒纱线 1500 吨左右	公司成立于 2018 年 3 月, 主要由羊绒纱, 山羊绒, 貂绒纱等产品, 纱线颜色反映市场最新颜色趋势, 同时会与客户共同开发。羊绒纱线年产能 1500 吨左右, 年产值约 10 亿元。
浙江中鼎 (A22316.SZ)	纱线	纯毛/纯绒/混纺/混绒纱线产量分别 1088/445/958/610 吨 (2021 年)	公司成立于 2001 年, 主营业务毛纺纱线研发、生产和销售及染整加工业。主要客户品牌有 Hugoboss、Burberry、MaxMara、雅莹、雅戈尔等国内外知名服装品牌。2021 年收入为 8.4 亿元, 山羊绒针织纱线市占率 12%, 羊毛类针织纱线市占率 2.0%
康赛妮	纱线、面料	高档纱线 1 万吨 (纯羊绒纱线 3000 吨以上、羊绒粗混纺纱线产能 2000 吨); 面料 50 万平米	公司成立于 1999 年, 是一家集染色、粗纺、精纺、半精纺、花式纱、高档面料一体集团, 其中纯羊绒纱线产能 3000 吨以上, 占世界纯羊绒原料产量的 15%-20% 以上, 羊绒粗混纺纱线产能 2000 吨。主要客户品牌有 Chanel、Hermes、Burberry、Theory、Hugoboss、MaxMara 等。2019 年收入为 13.5 亿元。
浙文影业 (601599.SH)	纱线、面料	年产精纺纱线 2 万吨; 半精纺纱线 1.5 万吨; 精纺面料 665 万平米 (自产 50%)	公司成立于 1993 年, 是一家纺织、服装、酒店、影视行业多元化发展的上市企业, 主营业务精纺纱、半精纺纱、高档精纺呢绒面料。主要品牌客户有 Cos、Arket、CK 等。2022 年收入为 27.3 亿元, 精纺纱线/半精纺纱线/呢绒面料分别占比 24%/45%/13%。
江苏阳光 (600220.SH)	面料	年产精纺面料 2432 万平米	公司成立于 1986 年, 主营业务呢绒面料、电汽生产和销售。主要品牌客户有 Takisada-Nagoya、Prominent 等。2022 年收入为 19.9 亿元, 呢绒面料占比 91%。
南山智尚 (300918.SZ)	面料、成衣	精纺面料 1600 万平米; 西装 75 万套; 衬衣 65 万件	公司成立于 1997 年, 主营业务精纺呢绒、职业装以及防护产品设计、生产与销售。主要客户品牌有 AoyamaTrading、PeerlessClothing、报喜鸟等。2022 年收入为 16.3 亿元, 精纺呢绒/服装分别占比 55%/43%。
如意集团 (002193.SZ)	面料、成衣	精纺面料 800 万平米; 服装 300 万件	公司成立于 1972 年, 主营业务纺织品、服装以及服饰设计、生产与销售。主要品牌客户有 Hugoboss、Armani、Zegna 等。2022 年收入为 5.9 亿元, 精纺呢绒/服装分别占比 30%/64%。
鄂尔多斯 (600295.SH)	成衣	年产羊绒衫 322.6 万件; 年产围巾、披肩 37 万条	公司成立于 1980 年, 主营业务服装、电力冶金化工两大板块, 服装板块从事羊绒品类服装及服饰生产加工、品牌建设与市场销售。旗下拥有 1436、ERDOS、鄂尔多斯 1980、BLUEERDOS、erdosKIDS 等知名品牌。2022 年收入为 363.9 亿元, 服装板块占比 9%。

资料来源: 各公司官网、各公司公告, 国信证券经济研究所整理

成长分析: 行业格局优化, 海外产能扩张、新品类和客户驱动增长

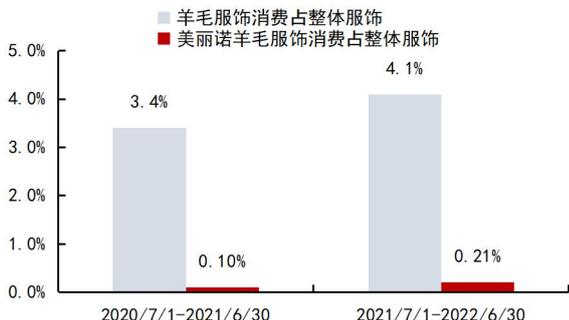
高端羊毛材质服饰消费占比提升, 品类呈现多元化趋势

羊毛服饰消费占比提升, 其中美丽诺羊毛服饰占比翻倍。据 CBNDATA 统计, 2021-2022 年天猫上羊毛材质 (羊毛含量 > 50%) 服饰消费金额占整体服饰比重在 4% 左右, 这一占比数值相比前一年提升了约 0.7 个百分点, 吸引消费者购买羊毛服饰的主要原因有柔软舒适和保暖性能。

其中更高品质的美丽诺羊毛材质服饰占比实现翻倍增长 (新澳生产的羊毛纱线主要源于澳洲美丽诺羊毛, 具有柔软舒适保暖、弹性佳、不易变形等优势)。

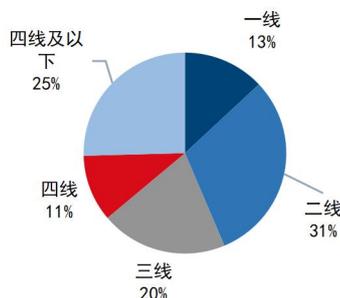
从天猫羊毛材质服饰消费者画像看, 以女性、高线、年轻、时尚为主。1) 女性消费者占比近 90%, 2) 三线及以上城市的消费者超过 60%, 3) 35 岁以下的消费群占比在 50% 以上, 4) 大部分是偏好时尚和品质消费的人群。

图27: 羊毛材质服饰天猫消费金额占整体服饰比重



资料来源: CBNDATA《2022 羊毛材质消费趋势洞察》, 国信证券经济研究所整理

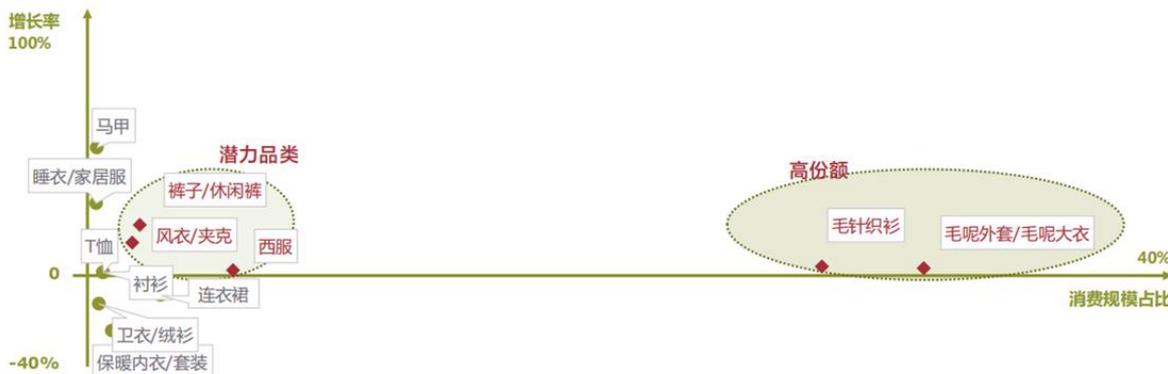
图28: 天猫羊毛服饰消费人群城市级别分布



资料来源: CBNDATA《2022 羊毛材质消费趋势洞察》, 国信证券经济研究所整理

传统羊毛大衣和针织衫增长平缓, 品类朝多元化方向发展。从羊毛细分品类趋势看, 毛呢外套/大衣、毛针织衫仍然是主流的消费品类, 市场份额较高但增速平缓。羊毛休闲裤、风衣夹克有一定的体量且增长较快, 羊毛睡衣/家居服和马甲规模小但增速高, 这些新品类在羊毛材质的应用上仍然有较大提升空间和增长潜力。

图29: 羊毛材质服饰细分品类消费占比及增长情况



资料来源: CBNDATA《2022 羊毛材质消费趋势洞察》, 国信证券经济研究所; 备注: 马甲品类增长数据缩小 10 倍展示, 睡衣家居服缩小 5 倍展示

毛纺行业普遍利润率低, 出清趋势明确, 头部企业份额有望提升

国内羊毛纺织行业总体盈利水平不佳, 因此经营不善企业持续呈现出清趋势, 2016-2021 年, 规模以上毛纺织企业数量从 1172 家减少至 857 家。规模以上毛纺织企业营业收入从 2016 年的 2346 亿元下降至 2022 年 1370 亿元, 在 2017 年之前, 平均利润总额比率在 5%-6%, 处于较低水平, 随后利润率下降, 随着行业逐步出清, 2020 年开始利润率企稳回升, 2021 年在 4%左右。

新澳股份利润率持续领先于毛纺行业水平, 近两年利润总额比率在 12%-13%, 规模优势下, 积极投入产能建设和新业务收购推动收入快速增长, 在行业出清的趋势下, 具有综合竞争力的龙头企业进入增长正循环, 市占率快速提升。

图30: 国内规模以上毛纺织企业营业收入及利润率



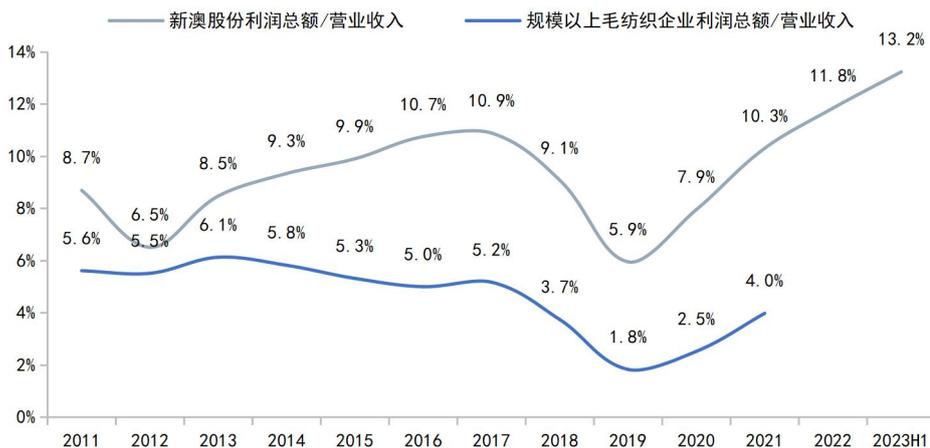
资料来源: Wind、中国毛纺织行业协会、国信证券经济研究所整理

图31: 国内规模以上毛纺织企业数量



资料来源: Wind、中国毛纺织行业协会、国信证券经济研究所整理

图32: 新澳股份盈利水平领先同行且持续提升



资料来源: Wind、中国毛纺织行业协会、国信证券经济研究所整理

竞争力: 综合优势显著, 份额持续提升, 盈利水平平稳上升

(一) 技术、市场、规模优势下, 公司盈利指标和增长质量好于同行

在毛纺行业出清大趋势下, 新澳股份凭借较强的竞争力持续扩张推动份额提升。

主要优势有:

- 1) 全球化布局研发、销售和和生产(越南基地在建)基地, 提升抗风险能力;
- 2) 技术创新及设计开发优势, 产品设计开发团队可针对客户需求设计个性化纱线, 同时针对户外运动场景开发功能性纱线, 拓展羊毛的应用领域;
- 3) 一体化优势, “洗毛-制条-改性处理-纺纱-染整”一体化布局, 利于保障更好的服务、更高品质和快速响应, 增强客户粘性;
- 4) 客户优势, 凭借较好的技术创新及设计能力, 成功合作经营韧性及景气度较高的高端及奢侈品牌、户外运动品牌优质客户(2022年运动板块占比在25%左右),

图34：新澳股份与产业链同行的规模体量、盈利能力、增长质量对比

涉及产业环节	公司	收入规模		毛利率		净利率		ROE	ROIC	资产负债率	收入CAGR	
		2022	2023H1	2022	2023H1	2022	2023H1	2022	2022	2022	2015-2019	2019-2022
羊毛纺织业	毛条+羊毛纱+染整	39	23	18.8%	20.3%	10.4%	11.6%	13.7%	11.1%	34.8%	13.7%	13.4%
	羊毛纱+染整	8	/	20.4%	/	14.2%	/	21.2%	/	/	/	10.5%
	羊毛纱+染整+织布	27	15	16.3%	16.6%	3.1%	6.2%	6.5%	4.7%	57.5%	6.3%	-3.3%
	精纺呢绒面料	20	8	27.5%	23.2%	5.9%	1.5%	5.5%	3.0%	49.2%	3.4%	-5.5%
	精纺呢绒面料+成衣	16	7	33.5%	34.1%	11.5%	10.7%	10.8%	8.4%	43.4%	0.0%	-2.5%
棉纱和化纤纺织业	精纺呢绒面料+成衣	6	2	16.4%	11.9%	-35.0%	-33.3%	-5.9%	-4.0%	41.9%	3.6%	-20.2%
	棉纱为主	239	108	11.6%	2.4%	0.8%	-6.8%	1.6%	0.9%	61.4%	20.1%	2.7%
	棉纱+染色	70	32	26.9%	14.9%	22.5%	8.5%	16.4%	10.9%	38.0%	5.6%	4.0%
	棉纱染色	22	11	11.8%	12.1%	7.4%	3.9%	10.1%	8.0%	44.4%	7.9%	16.5%
	锦纶纱+坯布+面料	40	22	21.7%	21.2%	6.7%	8.4%	6.9%	4.9%	46.2%	9.2%	14.1%
	面料	62	28	12.8%	11.9%	9.4%	8.8%	17.0%	12.9%	42.3%	-2.7%	-0.5%
	面料	61	22	9.5%	7.8%	-1.5%	-3.4%	-3.4%	-3.1%	32.2%	-0.2%	-3.0%
	辅料	36	18	39.0%	41.2%	13.5%	16.6%	17.5%	14.3%	38.6%	9.8%	10.0%
	成衣	173	73	18.6%	19.1%	6.9%	7.3%	13.1%	11.9%	29.0%	9.6%	1.0%
	成衣	73	35	25.7%	24.9%	10.9%	11.8%	24.2%	21.2%	36.8%	3.7%	6.2%
棉纱+面料+成衣	面料+成衣	278	116	22.1%	22.4%	16.4%	18.4%	15.6%	11.7%	29.3%	15.7%	7.0%
	面料+成衣	90	33	27.8%	29.9%	16.7%	15.6%	29.3%	26.5%	24.6%	2.5%	13.0%
	棉纱+面料+成衣	60	25	18.4%	16.5%	6.5%	4.8%	16.4%	7.1%	64.0%	6.1%	2.3%

资料来源：wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

（二）毛精纺纱盈利水平总体稳中有升，短期跟随羊毛价格小幅波动

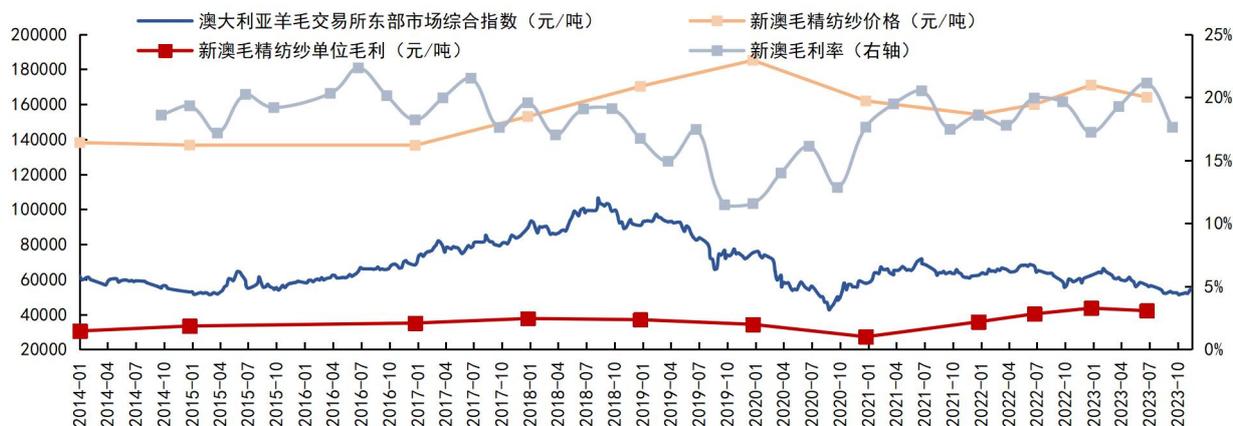
公司分为毛精纺纱、毛条、羊绒三大业务，从子公司和母公司净利润占比看，毛精纺纱+染整加工业务利润占比超过 3/4，因此下面会重点结合毛精纺纱业务情况来分析影响公司盈利水平波动的因素。

1、从毛精纺纱的单吨毛利来看，总体稳中有升，与羊毛价格波动弱关联，影响可控。复盘过去羊毛价格与公司毛精纺纱的单吨毛利情况，可以发现：1）拉长周期来看，剔除 2020 年疫情影响，毛精纺单吨盈利总体呈现提升趋势；2）毛精纺单吨盈利与羊毛价格呈现一定的正关联，主要由于公司备有 2-3 个月的原材料库存，羊毛价格下跌会影响现货订单报价，从而影响当期盈利；3）两者虽然有正向关联，但关联度较弱，原材料价格只要不是短期大幅波动，产生的影响一般可控，这主要由于公司毛精纺大部分是期货订单，锁定销售价格和大部分原材料价格。

2、于公司整体毛利率而言，羊毛价格波动的影响主要作用在毛条业务，但这个影响在减小。由于毛条属于初加工业务，定价模式以随行就市为主，毛条盈利水平与羊毛价格呈正相关。但随着毛精纺纱和羊绒业务的占比提升，近两年毛条业务在公司利润占比有所下降（2023 上半年利润占比约 6%，而 2018 年利润占比 22%），因此羊毛价格对盈利波动的影响减小。

3、展望：近期羊毛价格持续下跌，公司或增加原材料备货，利于价格回升后盈利水平提升。由于近期羊毛价格持续下跌，公司认为目前或是买入原材料羊毛的良好时机，成本低位备货，在后续旺季和消费需求回升催化下，价格水平有望回升，推动整体盈利水平上升。

图35：新澳股份毛利率、毛精纺纱单价、单位毛利与羊毛行业价格对比



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

（三）盈利回报能力良好，从 capex 指标看新一轮投资扩张周期开启

公司历史上盈利回报指标良好，2018-2020 年依次受地缘政治影响和疫情影响，纺织行业需求下降叠加资本开支大年，盈利水平相对下降。2021-2023 上半年，随着资本开支放缓、投放产能爬坡、订单需求回升，公司盈利弹性快速释放，2023 上半年年化 ROE 17%、ROIC 13.6%、固定资产收益率 45%。

从 capex 指标看，2023 上半年资本开支 1.5 亿元，资本开支/营收、资本开支/净利润、年化资本开支/固定资产、资本开支/折旧等指标均明显上升。显示新一轮产能扩张周期即将到来，且首次在越南投资建厂，未来产能的释放叠加纺织行业需求回暖，公司中长期成长空间较大。

图36：公司回报指标及 capex 指标分析（财务比率按年化计算）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
回报指标：													
ROE	30.8%	22.3%	23.3%	16.0%	13.0%	14.1%	12.2%	8.7%	6.1%	6.2%	11.4%	13.7%	17.0%
ROIC	15.3%	15.1%	15.3%	12.1%	11.3%	13.8%	12.0%	8.1%	5.5%	5.9%	10.4%	11.7%	13.6%
固定资产收益率	46.0%	31.7%	31.4%	33.3%	36.1%	40.4%	37.4%	25.9%	15.8%	14.3%	27.3%	35.5%	45.4%
固定资产周转率	6.9	6.1	4.6	4.5	4.4	4.7	4.2	3.3	3.0	2.1	3.2	3.6	4.1
毛利率	17.0%	15.9%	18.3%	19.7%	19.3%	20.5%	19.7%	18.2%	14.3%	15.1%	19.0%	18.8%	20.3%
净利润	98	78	97	114	132	159	207	199	143	151	298	390	255
capex指标：													
折旧/营收	1.7%	2.0%	2.3%	2.5%	2.4%	2.5%	2.6%	3.2%	3.5%	4.9%	3.5%	3.2%	3.0%
折旧/固定资产	12.0%	10.5%	9.8%	11.0%	10.1%	11.5%	8.4%	10.1%	9.7%	9.7%	11.6%	10.9%	12.6%
capex/营收	6.8%	4.9%	9.4%	6.5%	7.5%	13.8%	12.8%	11.1%	12.4%	3.9%	3.2%	2.6%	6.5%
capex/净利润	101.4%	93.3%	139.1%	87.8%	92.4%	159.6%	143.1%	142.9%	234.8%	58.6%	36.8%	26.0%	59.0%
capex/固定资产	46.7%	26.2%	39.7%	29.1%	31.3%	63.6%	41.9%	34.4%	34.1%	7.8%	10.5%	8.8%	27.4%
capex/折旧	3.90	2.48	4.05	2.65	3.09	5.52	4.99	3.42	3.51	0.80	0.91	0.81	2.17
折旧金额 (百万元)	26	29	33	38	40	46	59	83	96	110	121	125	69
capex金额 (百万元)	100	72	135	100	122	254	297	285	336	89	110	101	150

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

供应端成长：毛精纺纱新一轮海外扩张周期开启，羊绒产能利用率提升空间大

1、首次在海外越南布局产能，预计到 2027 年毛精纺纱产能双位数复合增长

从前文的 capex 指标分析可见，经过 2-3 年的扩张步伐放缓后，公司即将开启新一轮的产能扩张周期，且首次在海外越南布局产能。到 2027 年毛精纺纱产能复合

增长预计 11.4%，邓肯公司通过新增设备及技改扩充羊绒产能。

1) 2023 年下半年预计新增年产 1.3 万锭（约合 1560 吨）高档毛精纺纱产能（同时淘汰原有老设备约 1 万锭）、年产 3000 吨毛条和年产 6000 吨功能性纤维改性处理产能；

2) 2024 年预计在国内新增年产 1.5 万锭（约合 1800 吨）毛精纺纱产能。并预计最快在 2024 年末于越南投产 2 万锭（约合 2600 吨）毛精纺纱产能。

2023 年 11 月越南工厂动土典礼，目标在 2024 年底完成设备调试并开始逐步投产 2 万锭产能，越南工厂将使用更先进的设备，降低对人力的依赖。

3) 越南精纺纱染整项目剩余 3 万锭（约合 3900 吨）产能预计在 2027 年投产。

4) 同时，邓肯公司有望通过技改和新增设备提高产能。

表 6: 公司产能扩张进度及计划表

总投资额	项目名称	2021/12/31	2022/6/30	2023/6/30	2023E	2024E	2025E	2027E
12.5 亿元	60,000 锭高档精纺生态纱项目	2.8 万锭（约合 3360 吨）2020 年进入投产阶段，2021 年进入设备安装和调试阶段			1.3 万锭（约合 1560 吨）在 2023 年下半年陆续投产	剩余 1.5 万锭产能（约合 1800 吨）预计 2024H1 投产		
3.8 亿元	年新增 6,000 吨毛条和 12,000 吨功能性纤维改性处理	一期项目 2021 年投入建设	一期 3,000 吨毛条和 6,000 吨功能性纤维改性处理产能逐步投产		二期 3,000 吨毛条和 6,000 吨功能性纤维改性处理投产计划 2023 年内完成			
10 亿元左右	越南 50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目			越南投资建厂		一期 2 万锭（约合 2600 吨）预计最快 2024 年末投产	二期 3 万锭（约合 3900 吨）预计于 2027 年投产	

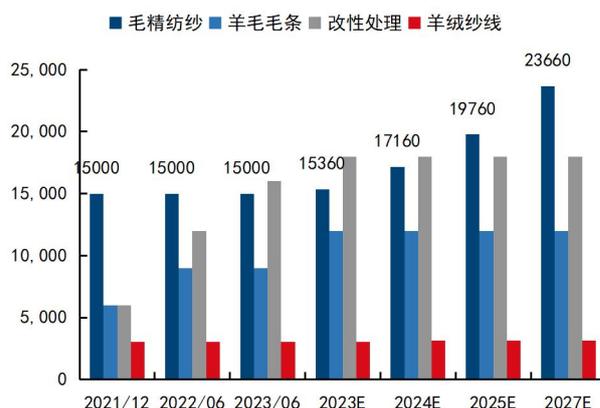
资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：越南产能按 1 纱锭=0.13 吨估算，其他产能按 1 纱锭=0.12 吨估算

图 37: 公司历史上毛精纺纱产能扩张情况（吨）



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：这里按 1 纱锭=0.12 吨来估算

图 38: 公司未来各业务产能规模预估（吨）



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：越南产能按 1 纱锭=0.13 吨估算，其他产能按 1 纱锭=0.12 吨估算

2、羊绒业务产能利用率爬升空间大，盈利水平正逐步改善

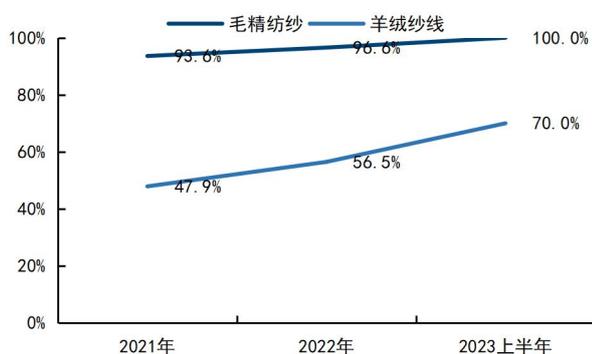
2019 年公司设立宁夏新澳子公司开拓羊绒纱线业务，2020 年收购英国邓肯进一步扩张，英国邓肯公司拥有超过 150 年历史，拥有先进的科技、累积上千种色彩和独有的传统配色工艺，受到英国皇室的青睐，世界顶奢品牌等都选择邓肯公司的纱线。

目前公司拥有年产 3030 吨羊绒纱线产能，其中粗纺羊绒 2770 吨（新澳羊绒 2500 吨，邓肯公司 270 吨），精纺羊绒 260 吨。染整年产能 2500 吨（散绒染色）。

产能利用率仍然处于爬升阶段，盈利水平改善。2021/2022/2023 上半年分别为 48%/57%/70%，产销率分别为 79%/90%/94%。随着产能利用率的提升，及降本增效的效益发挥，2023 上半年宁夏新澳和邓肯公司分别实现净利润 4000 万元/1100 万元，合计 5100 万元，环比大幅改善。

展望未来，1) 产能增加：邓肯公司有望通过设备新增和技改扩充一部分产能；2) 拓展市场和客户订单：持续优化客户结构及产品结构，大力拓展国内市场；3) 降本增效提升盈利：目前成本管控已有一定成效，2023 上半年羊绒业务的投放成本同比下降较多。

图 39: 毛精纺纱和羊绒纱线产能利用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 40: 公司各业务产销率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 7: 新澳股份母公司和主要子公司收入及净利润情况（半年度，百万元）

		2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1
收入:														
母公司	精纺纱线	837	740	997	785	1156	794	842	776	1127	925	1262	986	1324
厚源纺织	染整加工	85	70	91	80	96	72	83	86	119	99	128	108	134
新中和羊毛	毛条	728	789	874	936	897	652	456	487	677	802	709	859	929
宁夏新澳	羊绒							24	144	244	425	423	450	426
邓肯公司	羊绒									116	93	136	128	160
净利润:														
母公司	精纺纱线	78	73	81	57	109	15	26	15	122	84	168	108	195
厚源纺织	染整加工	12	6	10	14	15	7	64	21	21	15	22	24	29
新中和羊毛	毛条	19	19	28	18	8	-5	4	6	39	17	29	2	17
宁夏新澳	羊绒							-2	19	31	12	25	30	40
邓肯公司	羊绒									8	0	-2	-5	11
利润合计		108	97	118	89	131	17	92	60	219	128	241	158	292

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

需求端成长：品类和客户驱动增长，越南产能加快海外市场开拓

1、伴随纺织业迁移浪潮在越南扩张，有利于进一步开拓海外客户市场

越南因劳动力、政策、基建、贸易等优势，纺织业快速崛起形成一定规模。从纺织业整体来看，随着劳动力成本高企和贸易摩擦加剧，下游的纺织服装加工产业往东南亚外溢是大势所趋，东南亚国家中，越南与中国更相近的风俗习惯和较为完善的基建设施，叠加当地政府大力推行招商引资优惠政策，良好的营商环境吸

引了大量中资企业前往当地建厂。越南出口纱线/面料/成衣的份额分别为 9.6%/1.8%/6.3%，在东南亚国家中均处于较高水平。

从越南羊毛纱纺织业情况看，羊毛纱产业正从 0 到 1 快速崛起。2019 年越南羊毛纱出口金额仅 232 万美元，2022 年快速增长至 2329 万美元。伴随着羊毛纱产业崛起，毛条进口金额也在快速增长，2019 年越南进口毛条金额为 1125 万美元（2011-2019 年基本持平），2022 年快速增长至 4470 万美元。同时羊毛面料出口金额也处在平稳增长的通道上。

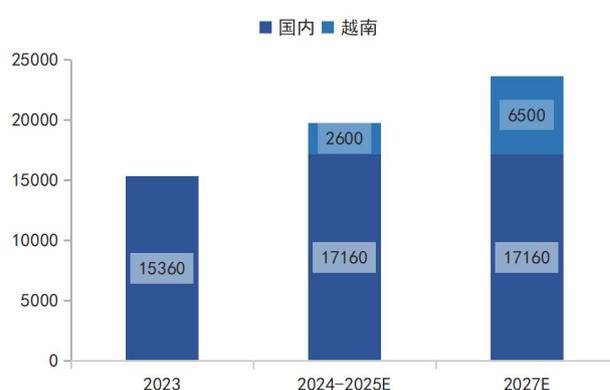
2027 年公司越南产能占比预计达到 27%，利于进一步拓展海外客户市场。公司于越南扩张的 5 万锭毛精纺纱项目（合 6500 吨），2023 年 11 月越南工厂动土典礼，目标最快在 2024 年底完成设备调试并开始逐步投产 2 万锭产能，于 2027 年投产剩余 3 万锭产能，预计到 2027 年集团毛精纺纱产能中有 27% 位于越南。越南工厂将使用更先进的设备，降低对人力的依赖。越南工厂的放量伴随着越南纺织产业快速崛起的浪潮，有效降低地缘政治风险，并享有税率优惠和人工成本优势，有助于加深海外品牌客户合作和进一步开拓海外市场。

图 41: 越南羊毛纱、羊毛面料出口金额（单位：万美元）



资料来源：uncomtrade，国信证券经济研究所整理

图 42: 新澳国内和越南产能扩张预期



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、宽带战略下，品类多元化和丰富度提升，充分抢占各细分领域市场份额

2020 年公司提出宽带发展战略，包括 1) 品种多元化发展，在精纺羊毛基础上新增粗纺羊毛、粗纺和精纺羊绒。2) 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，在服饰用纱基础上尝试向家纺用、产业用、新材料等高附加值纺织应用领域探索延伸，提升市场份额。

3、运动产品占比快速提升，纱线品类丰富度和功能性提升

在运动和户外赛道高景气成长及服装消费趋势多元化背景下，公司探索开发多样化功能纱线，推出户外运动纱线集锦卡，其中包括内层纱线、中间层&配饰类纱线、鞋袜类纱线，涵盖瑜伽、滑雪、徒步、户外等各类运动场景。

同时近年开拓了针织运动鞋的应用，羊毛纱作为针织鞋面材料能满足运动鞋常规的耐磨、透气舒适、轻量柔软等性能，且在吸湿排汗、抗菌除臭方面的优势显著。

2022 年公司销售给运动品牌客户的纱线销量比重从 20% 提升至 25% 左右。

图43: 公司纱线流行色卡



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图44: 公司运动类羊毛纱线在瑜伽运动的应用



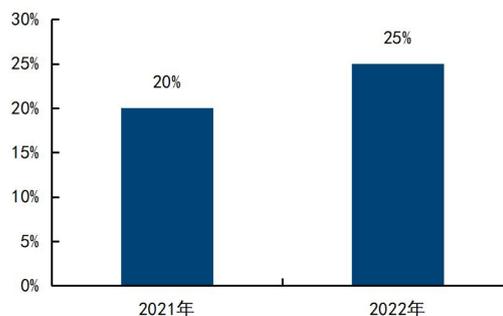
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图45: 公司羊毛纱线在针织运动鞋面的应用



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图46: 公司销售给运动品牌客户的纱线销量比重



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

4、加深原有客户的合作, 加大新客户开拓力度, 客户数量快速增长

在市场开拓方面, 公司销售团队主动赴海外抢单, 积极参加国际展会并持续开展市场调研: 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, 同时满足小批量、多频次、快速响应的需求; 3) 在社交媒体传播品牌形象, 提升公司在终端市场的知名度和形象。具体来看:

1、**原有客户合作基础深。**公司是众多服装品牌指定的纱线供应商, 公司与品牌方的设计师共同探讨纱线流行趋势, 一般提前 1.5 年开始预判流行趋势, 开发流行色卡和样衣。因此公司与原有品牌客户形成较深的合作基础和粘性, 凭借全球化布局、快速响应、产品创新、规模和一体化等竞争力, 具备份额提升的潜力。

2、**新客户数量持续增长。**2017 年公司服务全球客户数量为 3000 余家, 2022 年提升至 5000 家以上, 合作品牌数量达到 500 个以上。

图47：公司羊毛纱线做成的样衣



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图48：公司服务的客户数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年归母净利润分别为4.1/4.7/5.5亿元，同比增长5%/15%/18%，EPS为0.56/0.64/0.76元。

收入：预计2023-2025年收入分别增长12%/15%/13%至44/51/57亿元。收入增长预计主要由量扩张所带动，毛精纺业务的销量增速主要参考产能扩张的计划及爬坡的节奏，羊绒纱线则假设随着客户开拓，未来产能利用率爬升。

毛利率：预计2023-2025年分别为19.1%/19.1%/19.3%。1) 毛精纺纱：受羊毛价格下跌持续时间较长影响，下半年毛利率有一定压力，预计2023全年毛精纺业务毛利率同比持平，随后两年平稳。2) 羊绒业务：预计未来客户和产品结构优化将对毛利率产生正向贡献，同时2023年公司投入5.95亿元把羊绒资产从租赁转为公司固定资产，产生的新增折旧会对毛利率产生负面影响，综合来看预计2023-2025年羊绒业务毛利率分别为14.5%/14.7%/15.0%。3) 其他：羊毛毛条、改性处理和染整业务预计毛利率保持不变。

费用率：2023-2025年预计股权激励的摊销费用分别为337、1849、896万元，假设财务费用中的汇兑收益分别为1300、0、0万元。除了上述影响因素外，其余费用率假设随着收入增长稳中有降。

其他经营收益率：假设2024-2025年信用减值损失比率略微减少。

所得税率：预计在2023~2025年公司所得税率12.0%，假设现有的所得税优惠政策维持，例如，宁夏新澳羊绒子公司实行企业所得税地方分享部分“三免”的优惠政策维持到2025年12月31日。

归母净利润：综上所述，预计公司未来3年归母净利润分别为4.1/4.7/5.5亿元，同比增长5%/15%/18%。2023年归母净利率下降，主要由于2022年产生3807万元的资产处置收益，但2023年预计不再发生资产处置收益，若剔除非经常损益影响，我们预计公司2023年扣非后归母净利率提升0.1个百分点至8.8%，扣非净利润增长13.2%。

表8：分业务盈利预测假设（金额单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入（百万元）	2710	2273	3446	3950	4437	5084	5737
毛精纺纱	1928	1595	2060	2244	2451	2763	3132
羊绒纱线	0	196	830	1071	1253	1483	1750
羊毛毛条	708	397	495	586	671	773	790
改性处理及染整	16	67	41	27	30	33	33
销量（吨）							
毛精纺纱	10416	9851	13364	13644	15053	16800	19048
羊绒纱线	/	278	1302	1608	1929	2261	2641
羊毛毛条	5626	4274	5275	5938	7352	8305	8402
改性处理及染整	2120	3472	3042	2560	2864	3150	3150
单价（万元/吨）							
毛精纺纱	18.5	16.2	15.4	16.4	16.3	16.4	16.4
羊绒纱线	/	70.3	63.8	66.6	65.0	65.6	66.3
羊毛毛条	12.6	9.3	9.4	9.9	9.1	9.3	9.4
改性处理及染整	0.8	1.9	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
收入 YOY	5.6%	-16.1%	51.6%	14.6%	12.3%	14.6%	12.8%
毛精纺纱	9.6%	-17.3%	29.1%	8.9%	9.2%	12.7%	13.4%
羊绒纱线			324.6%	29.0%	17.0%	18.4%	18.0%
羊毛毛条	0.2%	-44.0%	24.9%	18.3%	14.5%	15.2%	2.2%
改性处理及染整	-22.6%	307.5%	-38.0%	-35.3%	11.9%	10.0%	0.0%
毛利率	14.3%	15.1%	19.1%	18.8%	19.1%	19.4%	19.6%
毛精纺纱	18.6%	16.8%	23.2%	25.4%	25.4%	25.5%	25.5%
羊绒纱线	/	17.9%	13.7%	11.4%	14.5%	14.7%	15.0%
羊毛毛条	2.6%	2.8%	8.5%	5.5%	3.2%	5.0%	5.0%
改性处理及染整	28.7%	32.0%	28.6%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
费用率	8.2%	9.1%	8.3%	7.2%	7.3%	7.7%	7.5%
销售费用率	1.7%	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
管理费用率	3.4%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	2.9%
研发费用率	3.0%	3.2%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
财务费用率	0.1%	0.6%	0.6%	-0.3%	-0.1%	0.3%	0.2%
-汇兑损失比率	0.0%	0.5%	0.3%	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.0%
其他经营收益率	0.2%	2.9%	-0.2%	0.7%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
所得税率	10.4%	10.9%	11.7%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%
归母净利润	143.2	151.5	298.3	389.7	410.0	470.6	554.7
yoy	-28.2%	5.8%	96.9%	30.7%	5.2%	14.8%	17.9%
归母净利润率	5.3%	7.1%	9.1%	10.3%	9.8%	9.9%	10.3%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1）乐观假设下，公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.5 亿、5.1 亿、6.0 亿元；2）中性假设下，公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.1 亿、4.7 亿、5.5 亿元；3）悲观假设下，公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.7 亿、4.3 亿、5.1 亿元。

表9：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,445	3,950	4,441	5,096	5,757
(+/-%)	51.6%	14.6%	12.4%	14.7%	13.0%
归母净利润(百万元)	298	390	447	514	604
(+/-%)	96.9%	30.7%	14.6%	15.1%	17.6%
摊薄 EPS	0.58	0.76	0.61	0.70	0.83
中性预测					
营业收入(百万元)	3,445	3,950	4,437	5,084	5,737
(+/-%)	51.6%	14.6%	12.3%	14.6%	12.8%
归母净利润(百万元)	298	390	410	471	555
(+/-%)	96.9%	30.7%	5.3%	14.8%	17.7%
摊薄 EPS(元)	0.58	0.76	0.56	0.64	0.76
悲观预测					
营业收入(百万元)	3,445	3,950	4,432	5,072	5,717
(+/-%)	51.6%	14.6%	12.2%	14.5%	12.7%
归母净利润(百万元)	298	390	374	429	506
(+/-%)	96.9%	30.7%	-3.9%	14.5%	18.0%
摊薄 EPS	0.58	0.76	0.51	0.59	0.69
总股本(百万股)	512	512	731	731	731

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

综合绝对估值和相对估值，公司股票合理估值区间在 8.4~9.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：8.5~9.3 元

在产能利用率恢复、新建产能投产假设下，我们预计公司在未来几年收入端保持一定增长，具体假设情况如下表所列示：

表10：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	-16.1%	51.6%	14.6%	12.3%	14.6%	12.8%	5.8%	11.2%	13.2%
营业成本/营业收入	84.9%	80.9%	81.2%	80.9%	80.6%	80.4%	80.4%	80.3%	79.7%
管理费用/营业收入	3.6%	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用/营业收入	3.2%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
销售费用/销售收入	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业税及附加/营业收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
所得税税率	10.9%	11.7%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
股利分配比率	60.3%	39.6%	44.3%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表11：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.05	T	12.00%
无风险利率	2.00%	Ka	9.88%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	1.21
公司股价（元）	6.96	Ke	11.08%
发行在外股数（百万）	731	E/(D+E)	85.23%
股票市值(E, 百万元)	5085	D/(D+E)	14.77%
债务总额(D, 百万元)	881	WACC	10.22%
Kd	6.00%	永续增长率（10年后）	0.50%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 8.5~9.3 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

8.92		WACC 变化				
		9.8%	10.0%	10.22%	10.4%	10.6%
永续 增长 率变 化	1.1%	9.98	9.66	9.35	9.05	8.77
	0.9%	9.82	9.50	9.20	8.91	8.64
	0.7%	9.66	9.35	9.06	8.78	8.51
	0.5%	9.50	9.21	8.92	8.65	8.39
	0.3%	9.36	9.07	8.79	8.53	8.27
	0.1%	9.22	8.94	8.67	8.41	8.16
	-0.1%	9.08	8.81	8.55	8.30	8.05

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值: 8.4~9.0 元

新澳股份主营羊毛和羊绒纺纱及染整，属于纺织制造中上游环节，我们选取 A 股上市公司中与新澳股份主营业务及市值体量相近的公司作为可比公司：拉链纽扣制造商伟星股份、高端锦纶制造商台华新材、棉纺制造商百隆东方、“纺纱-面料-制衣”一体化制造商盛泰集团。

以上四家可比公司 2024 年平均 PE 为 14.2x，其中，台华新材估值较高主要由于锦纶 66 和再生锦纶新材料即将放量的预期，伟星股份估值较高主要由于快速响应和差异化服务等竞争力优秀、市场份额成长空间较大。考虑到新澳股份是毛精纺领域龙头制造商，未来 5 年毛精纺产能保持年复合增长双位数确定性较高，羊绒业务产能利用率有望继续爬升，成本加成定价模式下盈利水平较高且稳定，因此相对估值方法下给予新澳股份目标价 8.4~9.0 元，对应 2024 年 PE 13-14x。

表 13: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			净利润 CAGR		PEG	总市值 人民币亿元
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023-2025		
603889.SH	新澳股份	买入	6.96	0.76	0.56	0.64	0.76	9.2	12.4	10.9	9.2	16.5%	0.75	52
可比公司														
002003.SZ	伟星股份	买入	10.44	0.47	0.50	0.61	0.71	22.2	20.9	17.1	14.7	19.2%	1.09	122
603055.SH	台华新材	买入	11.66	0.30	0.52	0.78	0.97	38.9	22.4	14.9	12.0	36.6%	0.61	106
601339.SH	百隆东方	买入	5.05	1.04	0.39	0.50	0.65	4.8	12.9	10.0	7.7	29.3%	0.44	76
605138.SH	盛泰集团	增持	7.72	0.68	0.29	0.52	0.67	11.4	26.6	14.8	11.5	52.0%	0.51	44
平均值								19.3	20.7	14.2	11.5			

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理和预测; 注: 未评级的公司来自 wind 一致预期

投资建议

看好公司产能扩张，获取市场份额，首次覆盖给予“买入”评级。在毛纺行业格局优化背景下，公司凭借优秀的综合竞争力积极拓展市场，实现逆势扩张。在品牌去库进入尾声、海外需求陆续回暖背景下，公司积极布局海外扩张，开拓新品类和客户，中长期成长空间广阔。预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 4.1/4.7/5.5 亿元，同比增长 5%/15%/18%，其中，扣非后归母净利润同比增长 13%/15%/18%；给予目标价

8.4~9.0 元（对应 2024 年 PE 13~14x）。考虑到公司良好的盈利水平和增长质量，当前估值性价比较高，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14: 盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,445	3,950	4,437	5,084	5,737
(+/-%)	51.6%	14.6%	12.3%	14.6%	12.8%
归母净利润(百万元)	298	390	410	471	555
(+/-%)	96.9%	30.7%	5.2%	14.8%	17.9%
每股收益(元)	0.58	0.76	0.56	0.64	0.76
EBIT Margin	11.0%	10.9%	11.3%	11.6%	12.0%
净资产收益率 (ROE)	11.0%	13.2%	12.8%	13.5%	14.5%
市盈率 (PE)	11.9	9.1	12.4	10.8	9.2
EV/EBITDA	9.4	9.3	10.8	9.0	7.8
市净率 (PB)	1.31	1.20	1.59	1.46	1.33

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 8.4~9.0 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 7.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 作为相对估值的参考,同时考虑公司增发的因素、公司成长性,对行业平均动态 PE 进行修正,最终给予公司 13~14 倍 PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高或其他资本市场系统性因素导致市场整体估值下行的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 12.3%/14.6%/12.8%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年收入的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 19.1%/19.4%/19.6%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年业绩预测值高于实际值风险。

具体来看,可能存在的风险有:

1、宏观环境波动与海外消费需求疲软风险

公司主要从事高端精纺纱线与羊绒纱线生产,客户以全球知名中高端服装品牌为主,其销售由终端消费需求驱动。近年来,全球经济增长趋缓,各主要经济体之间贸易摩擦进一步恶化全球经济前景。同时欧美发达国家通胀率高企,利率上行,海外消费需求较弱。因此,未来宏观经济走势存在一定程度的不确定性,虽然公司凭借较强竞争力市场份额持续提升,但若海外消费需求持续疲软,则可能导致订单不及预期,从而对公司经营业绩造成不利影响。

2、海外基地投资及招工不及预期风险

公司计划在越南分步建设实施“50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”,由于越南法律法规、政策体系、商业环境、文化特征与国内差异较大,因此存在一定管理、运营和市场风险,公司经营业绩可能不及预期。

3、原材料价格大幅波动风险

公司主要原材料为澳大利亚原产羊毛与羊毛毛条,其价格波动将导致原材料成本以及产品价格变化,从而对公司毛利率产生一定影响。若羊毛价格长期

高企，则公司毛纺产品价格持续走高，产品需求受到抑制。若羊毛价格在短期内大幅下挫，则公司存货管理难度上升。因此，如果澳毛价格短期内大幅波动，则可能对公司生产经营造成不利影响。

4、 汇率大幅波动风险

公司部分销售收入来源于外销收入，同时主要原材料羊毛大部分从澳大利亚进口取得。由于出口产品、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、欧元汇率大幅波动，则可能导致公司财务状况和经营业绩不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	642	955	800	700	687	营业收入	3445	3950	4437	5084	5737
应收款项	267	402	452	518	584	营业成本	2789	3207	3588	4099	4612
存货净额	1497	1745	1812	1954	2138	营业税金及附加	14	17	19	21	24
其他流动资产	113	50	56	64	72	销售费用	64	72	79	88	99
流动资产合计	2620	3307	3275	3391	3636	管理费用	103	118	137	161	172
固定资产	1220	1199	1721	1874	2000	研发费用	96	107	116	131	147
无形资产及其他	99	98	94	90	86	财务费用	22	(12)	(2)	15	13
投资性房地产	34	42	42	42	42	投资收益	1	4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	21	12	(26)	(25)	(28)
资产总计	3973	4646	5131	5396	5764	其他收入	(124)	(96)	(94)	(106)	(120)
短期借款及交易性金融负债	558	612	731	616	500	营业利润	353	469	495	568	668
应付款项	364	593	664	702	790	营业外净收支	2	(1)	1	2	2
其他流动负债	248	241	270	308	346	利润总额	355	467	496	569	669
流动负债合计	1170	1446	1666	1626	1636	所得税费用	42	59	60	68	80
长期借款及应付债券	0	150	150	150	150	少数股东损益	15	19	27	31	34
其他长期负债	26	18	22	26	31	归属于母公司净利润	298	390	410	471	555
长期负债合计	26	168	172	177	181	现金流量表（百万元）					
负债合计	1196	1615	1838	1802	1816	归母净利润	298	390	410	471	555
少数股东权益	59	74	90	108	129	资产减值准备	18	(13)	14	2	2
股东权益	2718	2957	3203	3486	3818	折旧摊销	124	129	141	174	197
负债和股东权益总计	3973	4646	5131	5396	5764	公允价值变动损失	(21)	(12)	26	25	28
						财务费用	22	(12)	(2)	15	13
关键财务与估值指标						营运资本变动	(502)	(126)	(4)	(135)	(126)
每股收益	0.58	0.76	0.56	0.64	0.76	其它	(9)	23	2	16	19
每股红利	0.23	0.34	0.22	0.26	0.30	经营活动现金流	(91)	391	590	554	675
每股净资产	5.31	5.78	4.38	4.77	5.23	资本开支	(171)	(104)	(700)	(350)	(350)
ROIC	14%	14%	14%	15%	17%	其它投资现金流	(101)	(54)	0	0	0
ROE	11%	13%	13%	14%	15%	投资活动现金流	(272)	(158)	(700)	(350)	(350)
毛利率	19%	19%	19%	19%	20%	权益性融资	(13)	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	11%	12%	12%	负债净变化	0	150	0	0	0
EBITDA Margin	15%	14%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(118)	(173)	(164)	(188)	(222)
收入增长	52%	15%	12%	15%	13%	其它融资现金流	491	125	119	(115)	(116)
归母净利润增长率	97%	31%	5%	15%	18%	融资活动现金流	242	80	(45)	(304)	(338)
资产负债率	32%	36%	38%	35%	34%	现金净变动	(122)	313	(155)	(100)	(13)
息率	3.3%	4.8%	4.6%	5.3%	6.2%	货币资金的期初余额	763	642	955	800	700
P/E	11.9	9.1	12.4	10.8	9.2	货币资金的期末余额	642	955	800	700	687
P/B	1.3	1.2	1.6	1.5	1.3	企业自由现金流	(213)	274	(121)	207	325
EV/EBITDA	9.4	9.3	10.8	9.0	7.8	权益自由现金流	279	548	(12)	78	198

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032