

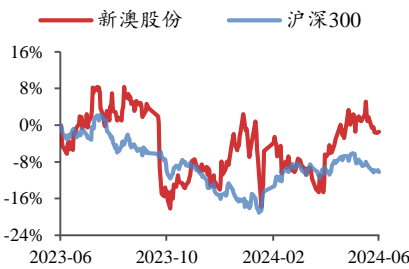
新澳股份 (603889.SH)

2024年06月19日

投资评级: 买入 (首次)

日期	2024/6/19
当前股价(元)	7.39
一年最高最低(元)	8.58/6.06
总市值(亿元)	54.00
流通市值(亿元)	52.95
总股本(亿股)	7.31
流通股本(亿股)	7.16
近3个月换手率(%)	35.48

股价走势图



数据来源: 聚源

毛精纺纱线龙头经纬全球, 扩产扩品类齐头并进

——公司首次覆盖报告

吕明 (分析师)	周嘉乐 (分析师)	张霜凝 (联系人)
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	zhangshuangning@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790522030002	证书编号: S0790122070037

● 毛精纺纱线龙头, 扩产扩品类齐头并进, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司深耕毛纺行业三十余年, 已成为全球毛纺行业龙头, 2022年公司精梳羊毛纱线、粗梳羊绒纱线产量位列全球市占率第2、3名, 2023年毛精纺针织纱线细分品类销量全球第一。在羊毛(绒)需求扩容+竞争格局优化背景下, 公司在宽带战略引领下, 凭借自身竞争力开拓新品类和客户, 产品线拓展并切入羊绒纱线领域, 配合积极的全球化产能扩张步伐, 成长空间广阔。我们预计2024-2026年归母净利润4.5/5.3/6.1亿元, 对应EPS分别为0.6/0.7/0.8元, 当前股价对应PE分别为11.9/10.1/8.8倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 打造优势壁垒: 中高端客户资源深厚, 创新工艺及产品, 铸造品质与服务

公司服务于5000多家客户, 包括500家中高端品牌及服装OEM工厂。凭借较强的开发设计能力、快速响应的一站式服务, 配合积极的品类及产能扩张, 成为Hermes、Lululemon、Allbirds等品牌指定纱线供应商, 与品牌共创。(1) 工艺技术及设备领先: 采用紧密纺、赛络纺、包芯纺等行业先进工艺, 并依托KDC平台不断优化工艺。以高新设备赋能尖端品质, 2014年公司设备进口率达80%以上, 已成为全球顶尖细纱机制造商德国青泽第一大客户, 此外积极布局数字化转型之路, 人效、成品率行业领先。(2) 一体化生产及一站式服务: 公司从洗毛-制条-改性处理-纺纱-染整-质检于一体的毛纺垂直化模式有利于保障品质并提供一站式服务, 服务方面形成定制化、全流程、快速响应的竞争优势, 深度参与下游环节, 同时以小批量、多品种、快翻新的灵活应变服务, 交期领先同业。

● 未来增长: 宽带战略开辟新市场, 全球化产能加速释放

(1) 羊毛纱线多品种、系列化: 2020年宽带发展战略引领下在精纺羊毛基础上新增粗纺/半精纺/混纺羊毛, 针织基础上新增梭织/花式纱线等多品种纱线, 并从服饰用延伸至运动户外/家纺/产业用/新材料等高附加值应用场景。(2) 羊绒纱线成为新增在引擎: 设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯切入羊绒纱线业务, 通过整合二者优势资源合力提升羊绒业务全球市占率, 新澳羊绒产能利用率预计随产品结构/经营转型/优化精纺羊绒提升(2023年约70%), 英国邓肯预计凭借顶奢客户&色彩研发力优势改善盈利能力。(3) 全球化产能加速释放: 毛精纺纱线面临产能瓶颈, 公司顺应纺织供应链迁移趋势布局, 越南产能在成本端具备优势并提升海外交付能力以满足海外订单需求。2023年毛精纺纱线产能13.5万锭, “越南5万锭高档精纺生态纱纺织染整项目”及“宁夏2万锭高品质精纺羊毛(绒)纱项目”稳步推进, 预计至2028年产能以10%-15%复合增速达到26万锭。

● 风险提示: 原材料价格波动、产能扩张及新市场拓展不及预期、汇率波动。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,950	4,438	5,067	5,778	6,556
YOY(%)	14.6	12.4	14.2	14.0	13.5
归母净利润(百万元)	390	404	452	532	612
YOY(%)	30.7	3.7	11.8	17.8	15.0
毛利率(%)	18.8	18.6	18.7	18.8	18.9
净利率(%)	9.9	9.1	8.9	9.2	9.3
ROE(%)	13.5	13.1	13.5	14.5	15.1
EPS(摊薄/元)	0.53	0.55	0.62	0.73	0.84
P/E(倍)	13.9	13.4	11.9	10.1	8.8
P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、毛纺纱线龙头，扩产、扩品类支撑新一轮成长.....	5
1.1、发展历程：做大做精做强主业，推进宽带发展战略.....	6
1.2、股权结构：股权较为集中，扁平化激励充分调动员工积极性.....	7
1.3、财务分析：盈利能力逐步提升，开启新一轮扩产周期.....	8
2、毛纺行业千亿规模，多场景促需求扩容、替代与出清并存.....	12
2.1、产业链：毛纤维原料产量低价值高，中游纺纱环节承上启下.....	12
2.2、行业：我国毛纺业千亿规模，可持续、舒适及户外驱动需求扩容.....	14
2.3、需求：高档服饰具备需求韧性，多场景应用唤醒羊毛/绒新生命力.....	16
2.4、行业竞争格局：欧洲处在价值链高端，疫情加速出清国内落后产能.....	18
3、核心竞争力：三十年栉风沐雨，匠心制造、卓越服务.....	21
3.1、中高端客户壁垒深厚，营销加强品牌覆盖纵深度.....	21
3.2、创新工艺及产品，铸造品质与服务.....	23
3.2.1、硬实力：行业经验丰富，工艺技术及设备领先.....	23
3.2.2、软实力：一体化生产，保障品质并提供一站式服务.....	25
4、未来增长：宽带战略开辟新市场，全球化产能加速释放.....	26
4.1、多品类宽带发展：羊毛多元化扩容，开拓羊绒新空间.....	26
4.1.1、羊毛纱线：多品种、多档次、系列化.....	27
4.1.2、羊绒纱线：设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯，羊绒业务为发展新引擎.....	28
4.2、全球化布局提升竞争力，海外基地加速投产.....	30
5、盈利预测与投资建议.....	34
6、风险提示.....	36
附：财务预测摘要.....	37

图表目录

图 1：公司业务全球化布局.....	5
图 2：公司产品矩阵多品种、多档次、系列化.....	5
图 3：公司羊毛及羊绒业务双驱动，产业链一体化发展.....	5
图 4：公司专注于做大做精做强主业，推进宽带发展战略.....	6
图 5：股权较为集中，子公司产业链高效协同.....	7
图 6：2014-2023 年收入 CAGR 为 12.5%.....	8
图 7：2014-2023 年归母净利润 CAGR 为 15.1%.....	8
图 8：毛精纺纱业务稳健增长、羊绒纱线成为第二大业务、羊毛毛条业务收缩（单位：百万元）.....	9
图 9：公司境内收入占比持续提升，2023 年为 70%.....	10
图 10：境内境外稳健增长，境外毛利率逐步提升.....	10
图 11：2023 年主营成本构成中原材料占比 83%.....	10
图 12：2023 年毛精纺/羊绒纱线/毛条中直接材料占比 81%/85%/89%.....	10
图 13：类比牛皮革原材料供应商兴业科技，澳毛价格长期单边上涨或急剧下跌均会导致毛利率承压.....	11
图 14：2023 年毛精纺毛利率基本恢复至疫情前，羊绒毛利率 2023 年快速提升.....	11
图 15：公司盈利能力 2019 年谷底，2020 年起趋升.....	12
图 16：公司近年财务费用率下降受益于人民币贬值.....	12
图 17：存货从 2021 年开始明显上升.....	12
图 18：2023 年以来开启新一轮资本扩张.....	12

图 19: 全球羊毛纤维 1.1 百万吨, 占全球纤维产量约 1% (单位: 百万吨)	13
图 20: 毛纺织产业链根据生产流程可以分为原材料初加工、毛纺纺纱、毛纺织造及品牌运营等环节	13
图 21: 中国毛纺织业市场规模逐步恢复	15
图 22: 2022 年国内羊绒需求总量 1.68 万吨	15
图 23: 原料进口以澳大利亚羊毛为主, 制品内销比例约 60%, 在欧美日等主要毛纺消费市场的占有率较高	16
图 24: Brunello Cucinelli 2024 春夏女装产品	17
图 25: Brunello Cucinelli 亚洲区 2023 年收入高增	17
图 26: 国内羊毛市场消费群体以女性、高线、年轻人群为主	17
图 27: 疫情加速出清毛纺织及染整精加工落后产能	18
图 28: 国内羊毛/羊绒纱线生产集中度较高	18
图 29: 公司服务 5000 多家客户, 包括 500 家中高端品牌客户及众多服装 OEM 工厂	21
图 30: 公司一年期应收账款占比高于 95%	21
图 31: 2023 年前五大客户销售额 3.7 亿元, 占收入 8.35%	21
图 32: 2018-2023 年外销收入占比 30% 左右, 外销市场仍有较大发展潜力	22
图 33: 依托视频号、小红书、抖音等社媒发布新品、羊毛知识及新流行趋势信息等	22
图 34: 2018-2023 年毛精纺纱线产销率维持高位	23
图 35: 以产定销策略转变, 毛精纺纱线产、销双增	23
图 36: 公司人均创收位于上游纺织制造企业前列 (单位: 万元/人)	24
图 37: 2016 年后机器设备上的投资金额上升	25
图 38: 2020 年以来公司人均产量有所提升	25
图 39: 公司实现集洗毛-制条-改性处理-纺纱-染整-质检于一体的毛纺产业链条	25
图 40: 2018-2023 年公司研发费用率维持在 3% 左右	27
图 41: 运动纱线内层产品 SYRO、中间层产品 REMIX 入选 2023 ISPO 奖项	28
图 42: 2023 年中国精梳羊绒纱线出口数量增长 79%	28
图 43: 羊绒衫和围巾披肩量减价增	28
图 44: 通过设立新澳羊绒、收购英国邓肯等举措切入羊绒市场	29
图 45: 新澳羊绒规模快速提升, 盈利水平提升	30
图 46: 英国邓肯三年收入 CAGR 为 46%, 2023 年扭亏	30
图 47: 相比较意大利、德国及中国, 越南人力成本较低 (单位: 美元)	31
图 48: 纺织供应链向东南亚迁移	31
图 49: 近年来美国进口羊毛纱线中秘鲁和印度占比提升, EU28 国进口羊毛纱线中北欧及中国占比提升	32
图 50: 预计 2028 年毛精纺纱线产能规模将达到 26 万锭, 其中海外产能布局占比 40%	32
图 51: 毛精纺纱线产能由 4.4 万锭扩至 13.5 万锭, 预计 2024 年成为全球第一	33
表 1: 股权激励绑定核心人才, 扁平化激励充分调动员工积极性	7
表 2: 管理层相对稳定, 多数出身一线, 拥有丰富的行业经验	8
表 3: 根据工艺, 毛纺纱线可分为精纺、粗纺、半精纺和花式纱线	14
表 4: 根据原材料, 毛纺纱线可分为羊毛纱线、羊绒纱线	14
表 5: 预计全球羊毛/羊绒服装市场规模保持 3-5%/4-6% 复合增速	15
表 6: 全球来看, 毛精纺纱线中高端市场形成规模的竞争对手较少	19
表 7: 国际产业链完整, 羊绒纱线环节不直接与国内竞争	20
表 8: 复合纺中的三种主要工艺——包芯纺、赛络菲尔纺、嵌入纺	23
表 9: 公司机械化程度高于下游成品制造环节	24
表 10: 公司推出可持续系列、易护理系列、弹力羊毛系列、巴素兰系列等部分特色产品	27
表 11: 毛条、改性处理及染整产能提升, 羊绒业务产能爬坡	34

表 12: 预计 2024-2026 年收入同比分别+14.2%/+14.0%/+13.5%，归母净利润同比+11.8%/+17.8%/+15.0%	35
表 13: 2024 年新澳股份 PE 低于可比公司平均	36

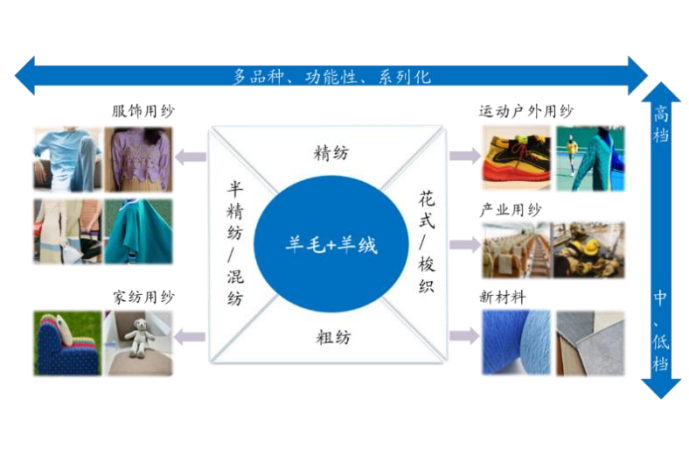
1、毛纺纱线龙头，扩产、扩品类支撑新一轮成长

新澳股份为全球毛纺龙头企业，深耕毛纺三十余年，目前由羊毛及羊绒业务双驱动，根据中国毛纺织行业协会，2022年公司精梳羊毛纱线、粗梳羊绒纱线产量位列全球市占率第2、3名。公司产业链一体化发展，截至2023年，公司在羊毛方面已形成制条产能13000吨、毛精纺纱线产能15000吨（48支）、染整产能15000吨；在羊绒方面已形成粗纺羊绒纱线产能2770吨、精纺羊绒纱线产能360吨、染整产能2500吨。公司践行宽带战略、合作优质客户。截至2023年，公司拥有CASHFEEL、NEWCHUWA、新澳、38°N、CASHQUEEN、Todd&Duncan等自有品牌，形成盖中/高/奢侈端、服饰/运动/家纺等多品种、多档次、系列化的产品矩阵，成为众多优质品牌客户指定纱线供应商，覆盖全球约5000家客户，服务中高端品牌约500家。

图1：公司业务全球化布局



图2：公司产品矩阵多品种、多档次、系列化



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司羊毛及羊绒业务双驱动，产业链一体化发展

主要业务	业务	收入	单价	产能	主要产品	主要生产公司	样品图
羊毛业务	毛条	6.6亿元	9.2万元/吨	制条年产13000吨 改性处理年产18000吨	普通精梳毛条、丝光毛条、防缩毛条、巴素兰毛条及个性化定制毛条等	新中和	
	纱线	24.97亿元	16.7万元/吨	毛精纺纱线年产15000吨 (折48支计算, 13.5万锭)	精纺、粗纺纯羊毛及羊毛混纺类纱线	新澳纺织	
	染整			染整年产能15000吨	条染、纱染、筒染	厚源纺织	
羊绒业务	纱线	12.2亿元	61.3万元/吨	粗纺羊绒: 新澳羊绒年产2500吨; 邓肯公司年产270吨 精纺羊绒: 年产360吨	粗纺、精纺纯羊绒及羊绒混纺类纱线	新澳羊绒、英国邓肯	
	染整			染整年产能2500吨(散绒染色)		新澳羊绒	

资料来源：公司公告、开源证券研究所，收入、单价为2023年数据

1.1、发展历程：做大做精做强主业，推进宽带发展战略

公司的发展分为四个阶段：

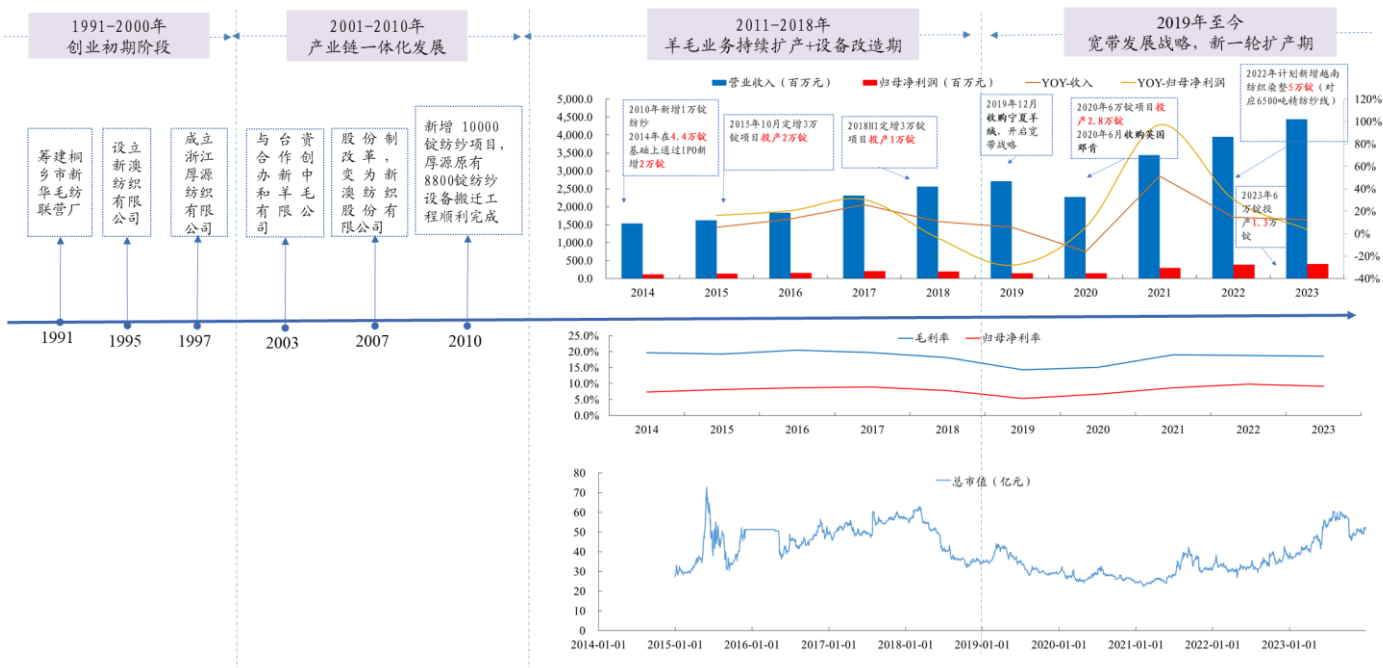
创业初期阶段（1991-2000）：1991年筹建桐乡市新华毛纺联营厂，1995年改制设立新澳纺织有限公司，1999年成立厚源纺织，拓展染色、倒毛等染整工艺。

产业链一体化发展期（2001-2010）：2003年成立新中和公司，专业从事毛条生产和羊毛后处理，推出拳头产品“Cashfeel”，新中和、新澳、厚源分别处于毛纺产业链中段地位，形成了完整的纺纱产业链。2010年新增10000锭纺纱项目，厚源纺织原有8800锭纺纱设备搬迁工程顺利完成。

做精做大毛精纺主业，持续扩大高端产能（2011-2019）：产能升级，IPO募投2万锭高档毛精纺生态纱产能、2016年定增募投新增3万锭精梳纯毛高支纱产能、2018年自筹12.5亿元新增布局6万锭产能，2020年毛精纺纱线产能达12.2万锭。**品质升级**，2015年推进年产1.5万吨染整搬迁项目完善纱线品质，2016年成立新澳纺织技术研究院，在技术和设计等领域积极投入，并通过定增项目提高纺纱装备自动化水平提升产品档次，引进国际先进水平的紧密纺设备、高支纺纱设备，以及混、梳绒/毛系统、复精梳等设备。

确立宽带战略，第二成长曲线（2020年至今）：2019年设立新澳羊绒公司、2020年收购英国邓肯，开拓羊绒纱线市场空间，是宽带战略发展的重要里程碑。宽带战略：一方面，扩品类，精纺羊毛纱线的基础上新增粗纺羊毛纱线品种以及羊绒业务（粗纺及精纺羊绒纱线）；另一方面，扩应用场景，在服饰用纱基础上向家纺、产业、新材料等高附加值领域延伸。2021年宽带发展战略成果显现，2022年计划银行抵款&自筹新增11亿元越南西宁省纺织染整5万锭项目，推进海外产能建设，2023年新澳羊绒产能利用率提升、英国邓肯扭亏，2024年新澳纺织（银川）2万锭精纺纱线项目开始建设。

图4：公司专注于做大做精做强主业，推进宽带发展战略



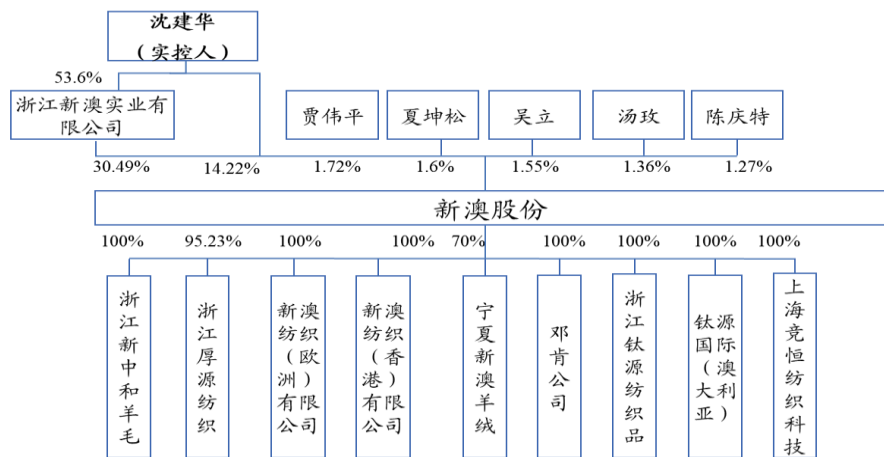
数据来源：公司公告、公司官网、Wind、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权较为集中，扁平化激励充分调动员工积极性

股权较为集中，实控人之子增持股份。董事长沈建华为公司实控人，在毛纺织行业拥有丰富，截至 2024Q1 直接持股 14.22%，通过新澳实业控股 30.49%，共计控股 44.7%。

子公司产业链高效协同。公司布局新中和（进口羊毛-洗毛-制条-改性处理）、新澳股份（纺纱）、厚源纺织（染整-质检）于一体的羊毛产业链，同时通过新澳羊绒&邓肯公司进入羊绒领域，具备可溯源性强、保障订单交付时间和质量等竞争优势。

图5：股权较为集中，子公司产业链高效协同



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截至 2024Q1

股权激励绑定核心人才，扁平化激励充分调动员工积极性。公司实时两期股权激励，2015 年第一次股权激励对象 23 人，授予股份 283 万股，首次授予部分占当时总股本比例 1.43%，业绩考核全部达成。2023 年第二次股权激励计划，激励人数远高于 2015 年，激励充分调动员工积极性，2023 年 10 月 26 日首次授予数量 1421.10 万股，首次授予人数 323 人，约占截至首次授予日公司股本总额的 1.98%。

表1：股权激励绑定核心人才，扁平化激励充分调动员工积极性

	获授限制性股票数量	首次授予占公告日总股本比例	激励人数及主要人员	业绩考核目标
2015 年股权激励	283 万股	1.43%	23 人，董事及高管 6 人、核心技术及中层管理人员 17 人	2015 年净利润相比 2014 年不低于 5% 2016 年净利润相比 2014 年不低于 10% 2017 年净利润相比 2014 年不低于 20%
2023 年股权激励	1621 万股	1.98%	323 人，董事及高管 6 人、管理及骨干人员 317 人	解除限售比例 60%/100%目标： 2023 年扣非净利润相比 2022 年不低于 8/11% 2024 年扣非净利润相比 2022 年不低于 17/23% 2025 年扣非净利润相比 2022 年不低于 26/37%

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

高管在新澳股份体系内任职多年，行业经验丰富。华新忠任桐乡市新华毛纺联营厂生产技术科长，目前担任副董事长兼总经理，沈剑波历任桐乡市新华毛纺联营厂技术员，目前担任董事兼副总经理，刘培意历任公司外贸部业务员、外贸部科长等，主要从事美国、欧洲、日韩、中国香港地区等国际市场的开发工作，目前担任董事兼常务副总经理。

表2：管理层相对稳定，多数出身一线，拥有丰富的行业经验

姓名	职务	简介
沈建华	董事长	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。
华新忠	副董事长、总经理	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。历任桐乡市新华毛纺联营厂生产技术科长，2018年3月起担任厚源纺织董事长兼总经理。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。
沈剑波	董事、副总经理	近五年，一直担任新澳股份副总经理。历任桐乡市新华毛纺联营厂技术员，2020年1月起任公司董事、副总经理。
刘培意	董事、常务副总经理	2015年1月起担任新澳股份副总经理，2017年1月起担任新澳股份常务副总经理。2016年6月起至今担任新澳股份（中国香港）有限公司董事。2019年6月起至今担任浙江鸿德羊绒制品有限公司董事长兼总经理。2020年1月起担任新澳股份董事、常务副总经理。
王玲华	董事、财务总监	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。
陈星	副总经理	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。
郁晓璐	董事会秘书	近五年，一直担任公司证券事务代表。2022年4月起任公司董事会秘书。

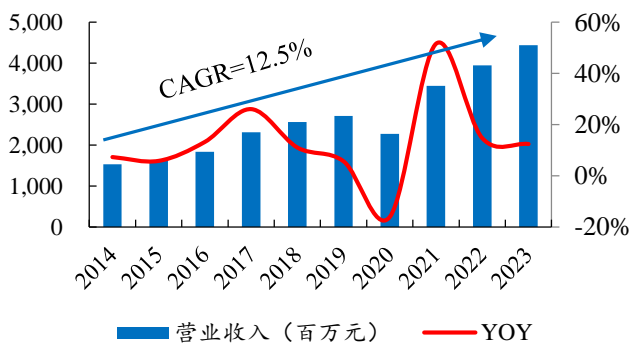
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析：盈利能力逐步提升，开启新一轮扩产周期

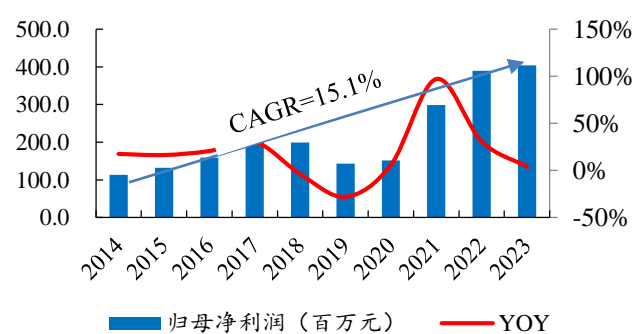
公司收入 Q4 淡、Q2 旺。由于毛纺产品特性，毛精纺服装大多在秋冬季销售，公司所经营的纱线为产业链上游，且下游品牌生产商订货较早，因此每年3-8月为需求旺季，收入呈现出 Q4 淡、Q2 旺的特征。

上市以来业绩稳健，2018-2020 年受原材料价格波动及扩产影响。营业收入规模持续扩大，2014-2023 年 CAGR 为 12.5%，归母净利润 CAGR 达 15.1%，2018-2020 年业绩增速放缓，利润在 2019 年出现低点，收入在 2020 年出现低点，主要系 2018H2 开始至 2020 年底原材料价格急跌、低档混纺替代趋势导致销售价格下降，叠加需求疲软下扩产带来的折旧及人力成本提升，利润受到压缩。

行业出清、毛价反弹、宽带战略，2021 年以来业绩快速增长。随中小毛纺产能出清后行业集中度提升、2020 年 9 月底羊毛价格触底反弹，公司在宽带战略引领下，以产促销和激励政策促进羊毛纱规模及利润双回暖，羊绒纺纱业绩大幅增长。

图6：2014-2023 年收入 CAGR 为 12.5%


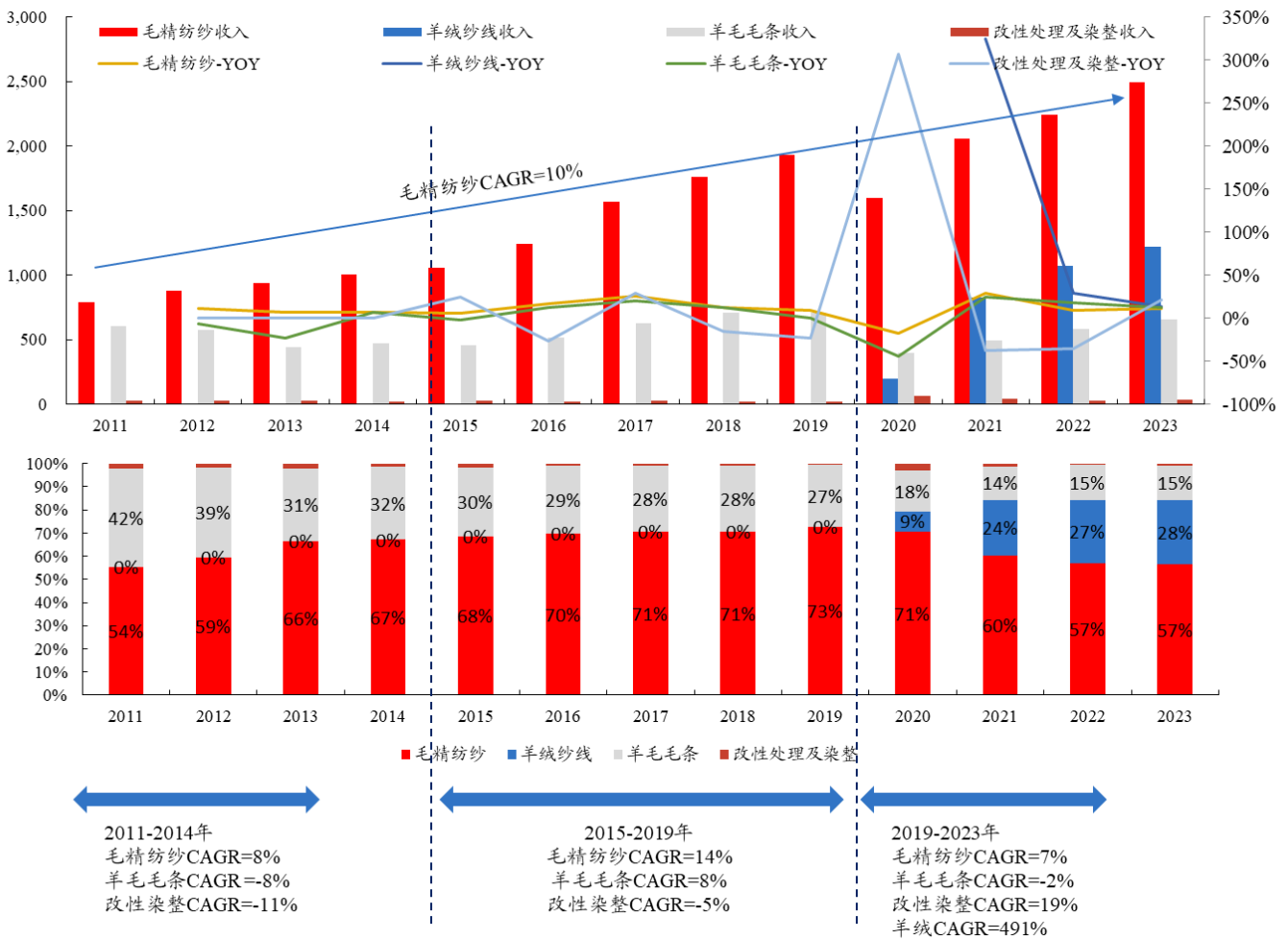
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2014-2023 年归母净利润 CAGR 为 15.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看，公司形成了羊毛羊绒业务的双轮驱动发展。公司已拥有多元化的纱线产品结构体系，并持续创新羊毛、羊绒新产品，探索延伸高附加值应用领域。(1) 毛精纺纱业务稳健增长，2011-2023 年收入 CAGR 为 10%，营收占比始终大于 50%。(2) 羊绒纱线业务持续快速发展，成为第二大业务，成为公司发展的新动力。从 2019 年底开始拓展以来营收贡献不断提升，2020-2023 年收入 CAGR 达 491%，2020-2023 年占比分别为 9%/24%/27%/28%。(3) 羊毛毛条占比逐渐下降，从 2011 年的 42% 逐年下降至 15%。

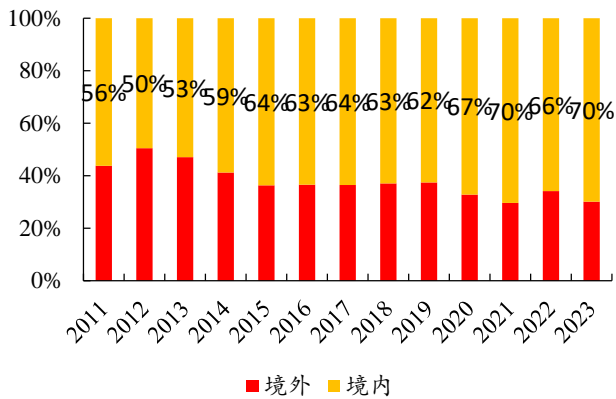
图8：毛精纺纱业务稳健增长、羊绒纱线成为第二大业务、羊毛毛条业务收缩（单位：百万元）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

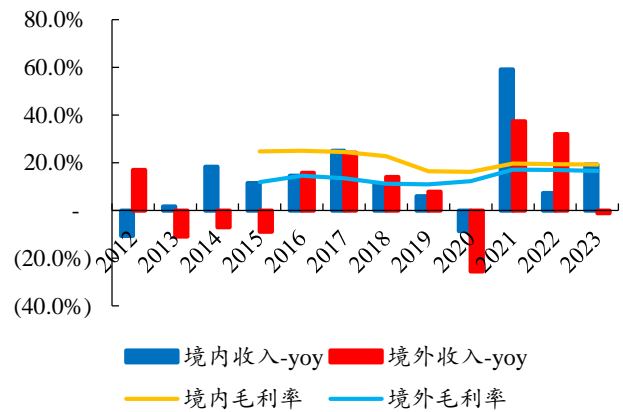
分地区看，境内毛利率较高且增长稳健，2021-2023 年境外规模及盈利快速增长。境内 2011-2023 年收入 CAGR 为 11.7%至 30.85 亿元，2023 年占比 70%，境外收入 CAGR 为 6.3%至 13.3 亿元，公司加快推进全球化产能和营销网络布局，2021-2022 年境外收入快速增长 37%/32%，2023 年受去库周期影响境外收入承压。境内毛利率高于境外，主要系产品结构不同，境内以高支产品为主。2019 年境内外毛利率均受原材料价格急跌影响，2021 年以来随原材料价格回暖而修复，2015-2023 年平均毛利率 21%，境外毛利率逐步提升，自 2015 年的 12%提至 2023 年的 17%。

图9：公司境内收入占比持续提升，2023年为70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

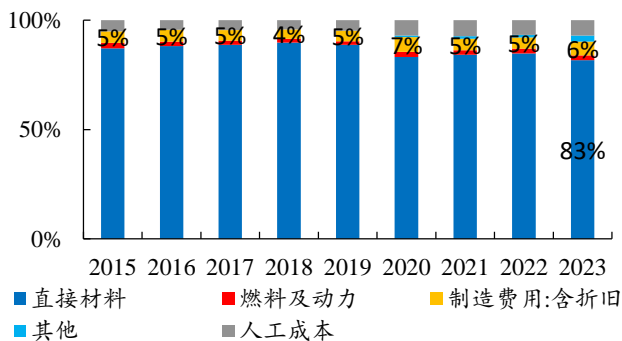
图10：境内境外稳健增长，境外毛利率逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

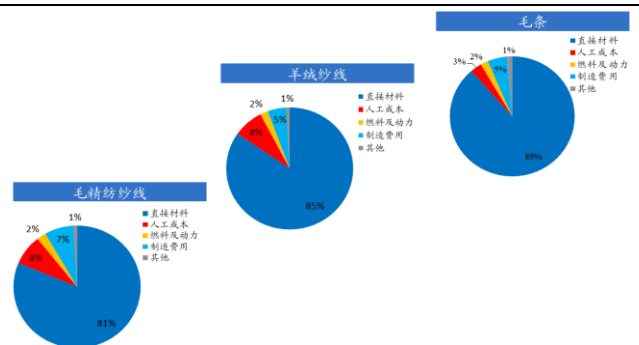
成本结构中以澳毛为主，人力成本逐年提升。公司主要原材料为澳大利亚原产羊毛及其半成品羊毛毛条，2023年主营成本构成中，原材料：人工：制造费用：能源≈83%：7%：6%：2%，原材料占比波动但基本维持80%以上水平，人力成本从2015年的5%提升至7%，能源及制造费用基本稳定。2023年直接材料成本在毛精纺业务成本中占比均在80%以上，在羊绒纱线中占比略高于羊毛纱线，在羊毛毛条中占比接近90%。

图11：2023年主营成本构成中原材料占比83%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2023年毛精纺/羊绒纱线/毛条中直接材料占比81%/85%/89%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

澳毛价格长期单边上涨或急剧下跌均会导致毛利率承压。澳毛价格影响成本及产成品价格，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。通过复盘公司毛利率走势，分为毛价上涨和下跌期：

羊毛价格下跌周期：（1）若温和下跌，产成品价格下降但可通过主动管理保持相对稳定毛利率水平，例如从2011年7月至2015年初，带动期间毛精纺及羊毛单价下降，但公司通过成本管控及销量增长，2012-2015年毛利率-1.2pct/+2.5/+1.4/-0.4pct。（2）若短期内大幅下挫，导致结转成本较高，同时将增加毛纺企业存货管理的难度，毛利率下降。例如2018年8月澳毛价格开始急剧下跌，到2020年9月触底反弹走出低迷，2019年毛利率-3.9pct，之后随毛价反弹温和复苏。

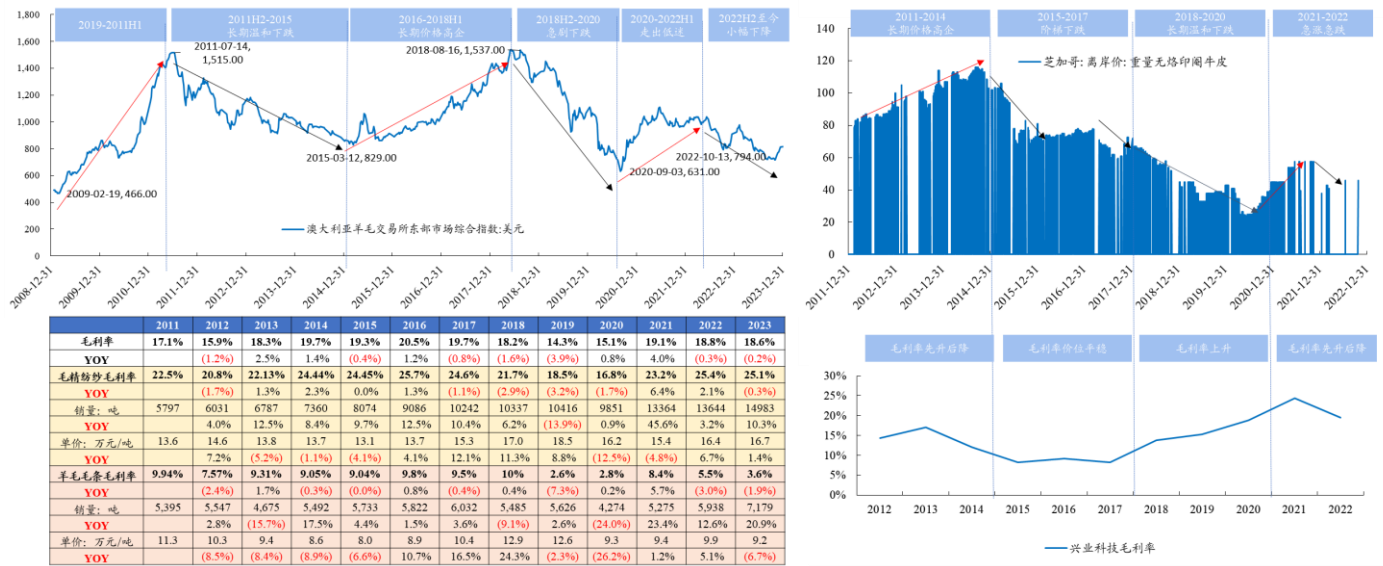
上涨周期：（1）若温和上升，产品价格随之上涨，加之低价备货原材料产生的库存效应，毛利率呈现上涨态势。例如，2020年9月触底反弹后2021年毛利率+4pct。

（2）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，抑制终端需求，

毛利率下降。例如，2015年澳毛价格开始持续波动上涨近四年，2017/2018年毛利率分别-0.8/-1.6pct

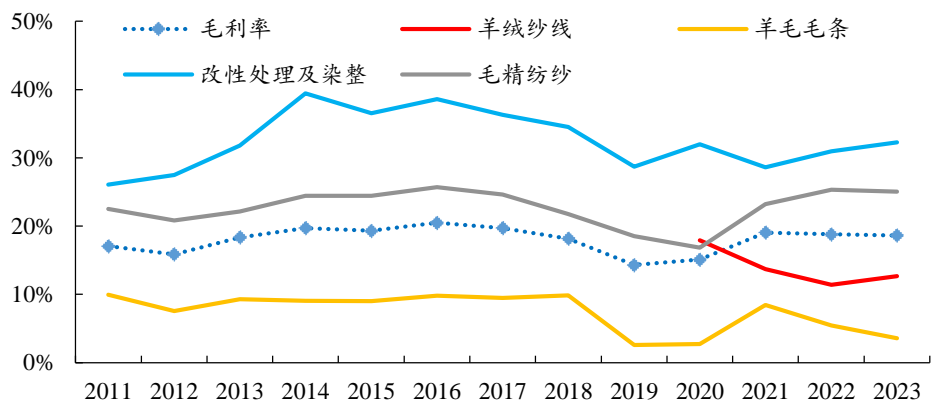
分产品看，毛精纺毛利率基本恢复至疫情前最好水平，羊绒毛利率提升。2022年毛精纺纱/羊毛毛条/改性处理及染整加工/羊绒毛利率分别为25.4%/5.5%/31.0%/11.4%，毛精纺纱毛利率不断提升，2023年达到25.1%，羊绒业务毛利率快速提升，2023年达到12.7% (+1.3pct)。

图13: 类比牛皮革原材料供应商兴业科技，澳毛价格长期单边上涨或急剧下跌均会导致毛利率承压



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所, 注: 图中牛皮单价为美分/磅

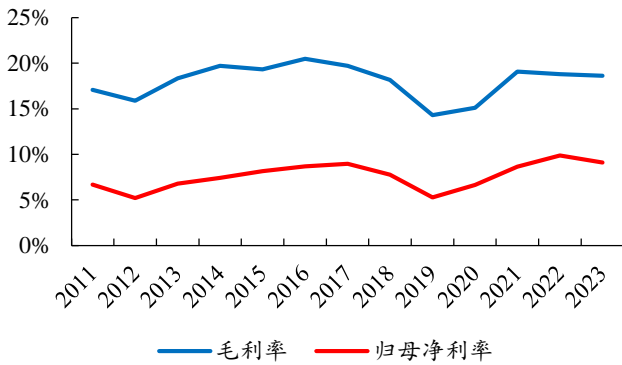
图14: 2023年毛精纺毛利率基本恢复至疫情前, 羊绒毛利率2023年快速提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

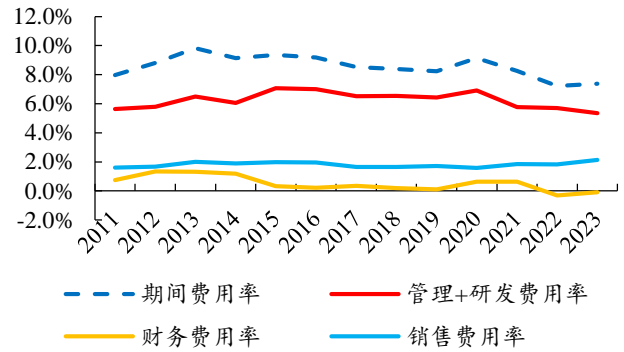
毛利率回升叠加控费, 2020年以来盈利能力持续提升。公司强化综合成本最优化理念, 费用管控突出, 期间费用率从2020年的9.1%下降至2023年的7.4%, 管理及研发费用率下降且财务费用率受益于人民币贬值下降, 2023年销售/管理/研发/财务费用率分别为2.1%/2.8%/2.5%/-0.1%, 净利率持续提升, 2023年归母净利率为9.1%。

图15: 公司盈利能力 2019 年谷底, 2020 年起趋升



数据来源: Wind、开源证券研究所

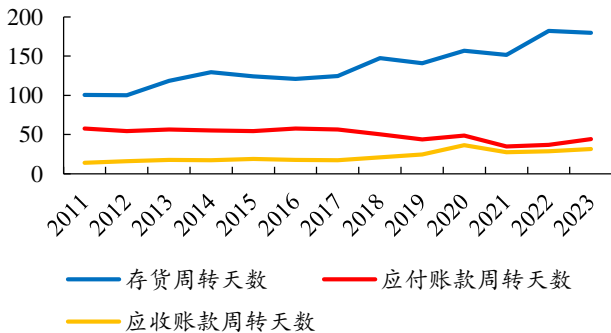
图16: 公司近年财务费用率下降受益于人民币贬值



数据来源: Wind、开源证券研究所

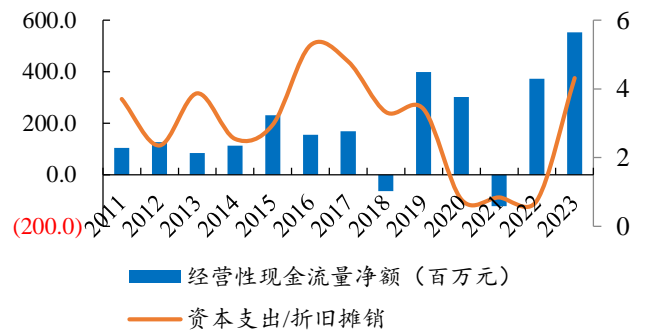
经营指标良性, 2023 年开启新一轮扩张期。2018 年存货周转天数显著上升, 主要系原材料价格持续上涨及募投项目“3 万吨紧密纺高档生态纺织项目”产能释放, 2020 年以来提升主要系公司及新澳羊绒为储备库存, 生产量及原料采购增加。应收及应付账款周转天数基本稳定, 2023 年分别为 32/44 天。经营性活动现金处于恢复周期, 随资本支出扩张波动, 2014 年 IPO 后处于资本扩张周期, 疫情期间趋于保守, 2023 年开启新一轮扩张期。

图17: 存货从 2021 年开始明显上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2023 年以来开启新一轮资本扩张



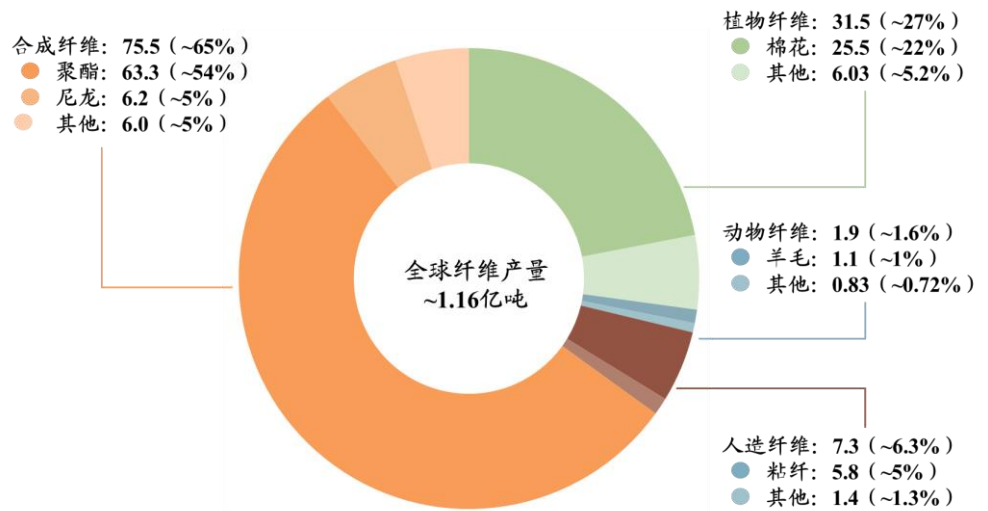
数据来源: Wind、开源证券研究所, 注: 右轴为资本支出/折旧摊销

2、毛纺行业千亿规模, 多场景促需求扩容、替代与出清并存

2.1、产业链: 毛纤维原料产量低价值高, 中游纺纱环节承上启下

毛纤维在全球纺织纤维中产量占比低但价值高。据纺织交易所统计, 2022 年全球纤维总产量 1.16 亿吨, 其中植物纤维:动物纤维:人造纤维:合成纤维=27%:1.6%:6.3%: 65%。全球动物纤维以羊毛为主, 羊毛纤维 110 万吨, 占全球纤维产量约 1%。从价格角度看, 由于化纤实现工业量产, 价格比天然纤维有较大差距, 2023 年 7 月涤纶 DTY/锦纶 DTY/棉花/羊毛/羊绒价格分别为 1.5/1.8/1.8/5.7/33.2 万元/吨, 因此更多应用于高档服装面料市场。

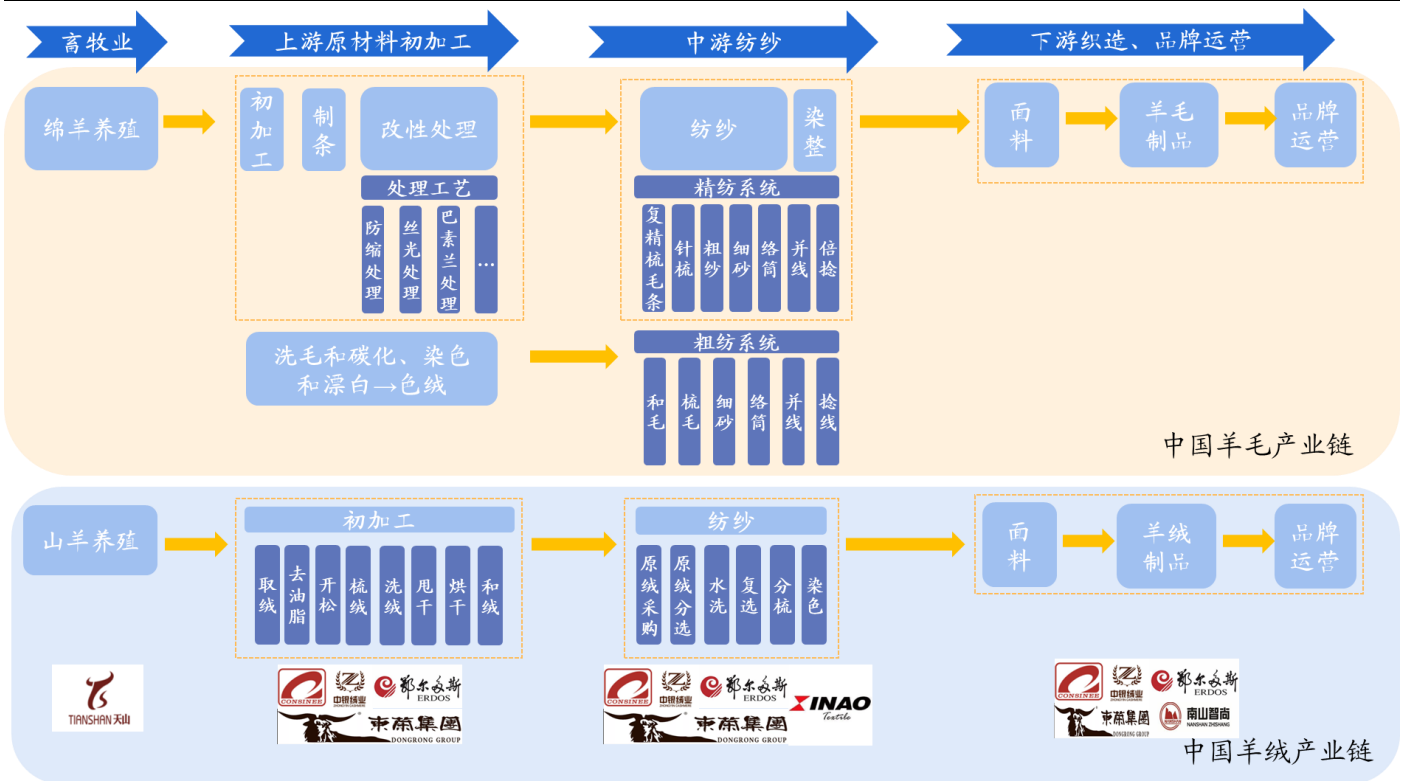
图19：全球羊毛纤维 1.1 百万吨，占全球纤维产量约 1%（单位：百万吨）



数据来源：纺织交易所、开源证券研究所

毛纺织产业链根据生产流程可以分为原材料初加工、毛纺纺纱、毛纺织造及品牌运营等环节，上游为原毛生产及初加工，原毛以羊毛、羊绒纤维为主，中游包含纺纱，下游为制造，终端为品牌运营。毛纺原料是生产优质、多品种毛纺织产品的前提，中游毛纱的生产工艺、特性及质量决定后期毛纺织物的性能与质量，在毛纺织产业链中发挥承上启下的关键作用。

图20：毛纺织产业链根据生产流程可以分为原材料初加工、毛纺纺纱、毛纺织造及品牌运营等环节


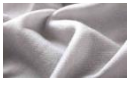




资料来源：前瞻产业研究院、公司公告等、开源证券研究所

根据工艺，毛纺纱线可分为精纺、粗纺、半精纺和花式纱线。从工艺特点看，粗纺纱线工艺流程短、使用原料广泛但纱支数较低，织物蓬松厚实，主要用于粗花呢等；精纺纱线通过关键的精梳工艺得到高支纱，与粗纺比具有表面光洁、富有弹

性、强力好、产品附加值较高的特点，主要用于高端西服等制造，毛精纺纱线包括纯羊毛纱线、高档天然纤维混纺纱（羊毛、蚕丝、羊绒等）以及化学纤维混纺纱。毛精纺被称为“技术纺织”，具有鲜明的技术密集型、资金密集型特点，因此盈利能力、产品定位具有竞争力。

表3：根据工艺，毛纺纱线可分为精纺、粗纺、半精纺和花式纱线

分类	工艺特点	织物效果	成品	织物效果
粗纺纱线	工艺流程短：从梳毛机制成毛条后就可直接纺纱 使用原料广泛：只要纤维长度在25mm以上即可用于纺纱 纱支数较低：最高支数在36Nm	织物蓬松厚实、绒面触感丰富	主要被用于制作羔羊毛和雪兰毛羊毛衫等成衣制品、涂层面料、上衣面料和粗花呢	
精纺纱线	通过精梳工艺提高细长纤维含量，纺织成支数更高的纱线	织物表面平整光洁，织纹细密清晰	主要被用于制作T恤和经典西服、内衣和基础层、运动装、毛袜、制服和毛衣等服装产品	
半精纺纱线	相较精纺工艺，省去精梳工艺，缩短生产流程 相较粗纺工艺，不用双联或多联梳毛机，而采用棉纺的梳棉机与并条机等 使用原料范围广：可实现棉毛丝麻、人造纤维、化学纤维的混纺	相较精纺，织物更加蓬松、柔软 相较粗纺，织物具有支数高（27~102Nm）、条干均匀、表面光洁、抗起球性更优等特点	我国毛纺与棉纺行业自主创新开发的一种新型纱线，成为毛针织物使用的主要纱线	
花式纱/花色纱	采用特种原料、特种设备或特种工艺对纤维或纱线进行加工	通过制造各种花型、搭配各种色彩，使织物外观色调丰富、立体感强	既可加工各种色织女线呢、花呢等衣着面料，又可加工装饰材料	

资料来源：浙江中鼎招股书、《中国毛纺织产品创新与发展新动向》（吴世华等）等、开源证券研究所

根据原材料，毛纺纱线可分为羊毛纱线、羊绒纱线。羊毛出自绵羊，而羊绒出自山羊粗毛根部的一层薄细绒，产量少、生产工艺更复杂、吸水及保暖等性能更优，因此有“软黄金”之称。此外还有兔毛、兔绒，也有马海毛、羊驼毛、牦牛毛，及骆绒、貂绒等特殊动物纤维原料，毛纺原料正在向多品种、高端化方向发展。

表4：根据原材料，毛纺纱线可分为羊毛纱线、羊绒纱线

对比指标	羊毛	羊绒
来源	最好的羊毛来自澳大利亚	最好的羊绒来自中国内蒙古
采集	剔、剪羊毛	特制铁梳抓取
产量	几公斤/只绵羊	不超过250克/只山羊
直径	19.1~25μm（细羊毛）	14~16μm，中空，光泽更好
吸水性	较好	吸水性最强，回潮性15%+
保暖性	较好，耐穿度更高	羊毛的8倍，较轻但耐穿度弱于羊毛
抗皱性	水洗略有缩水	不起皱，不缩水

资料来源：湖北市场监管公众号、开源证券研究所

2.2、行业：我国毛纺业千亿规模，可持续、舒适及户外驱动需求扩容

预计全球羊毛制品市场规模约350亿美金，其中服装受益于羊毛运动服需求提升。综合Business Research Company、MordorIntelligence、MMR，预计2023年全球羊毛制品规模为345~389亿美元，预计未来4-7年单位数增长至约450亿美元，以服装及家纺用拆分，全球羊毛服装市场占比65%，羊毛衫等服装结合休闲和正装风格，羊毛套装以优雅、舒适和耐用而闻名，因此随健身和运动休闲成为流行趋势后，羊毛运动服需求提升。

预计中期全球羊绒服装市场规模保持 4~6% 复合增速。综合 GrandViewResearch、Fortune、PolarismarketResearch，预计 2022 年全球羊绒服装市场规模约 22~32 亿美元，预计至 2030 年增长至约 40 亿美元。

表5：预计全球羊毛/羊绒服装市场规模保持 3-5%/4~6% 复合增速

全球羊毛市场规模预测	2023 年预测	预测	CAGR
Business Research Company	388.7 亿美元	2027 年 450.5 亿美元	2023-2027 年 CAGR≈3.8%
MordorIntelligence	377.6 亿美元	2028 年 442 亿美元	2023-2028 年 CAGR≈3.2%
Techsci Research	338.6 亿美元	2029 年 459.4 亿美元	2024-2029 年 CAGR≈5.3%

全球羊绒服装市场规模预测	2022 年预测	2030 年预测	CAGR
GrandViewResearch	26.4 亿美元	2030 年 42.1 亿美元	2023-2030 年 CAGR≈5.6%
Fortune	32 亿美元	2030 年 44.4 亿美元	2023-2030 年 CAGR≈4.2%
PolarismarketResearch	21.9 亿美元	2030 年 35.5 亿美元	2022-2030 年 CAGR≈6.2%

数据来源：ResearchandMarkets、MordorIntelligence、Techsci Research、GrandViewResearch、Fortune、PolarismarketResearch、开源证券研究所

2023 年中国毛纺织业市场规模 1582 亿元，2018~2023 年 CAGR 为 3%。2021 年随内外需恢复，我国毛纺织及染整规模以上企业营业收入 1513 亿元，同比+15.4%，但 2022 年营收和毛纺产量受到国内消费市场明显波动的影响，2023 年国内外毛纺消费市场均受经济政策形势及消费信心的影响，消费需求未见进一步释放，在复杂形势下，毛纺行业彰显韧性。

中国羊绒资源丰富，为全球最大的羊绒原料生产、加工和产品出口国。世界上主要的羊绒生产国有中国、蒙古、伊朗等，全球约 70% 的山羊绒原料产自中国，其中主要产地内蒙古有大量的优质细毛羊品种，例如中国独有的珍稀绒山羊—克什米尔白山羊，由其生产的绒毛纤维细腻柔软，还可以与其他纤维混纺，增加产品的柔软度和保暖性。2022 年我国羊绒产量为 1.46 万吨，同期进口为 0.77 万吨，出口为 0.55 万吨，国内羊绒需求总量为 1.68 万吨。

图21：中国毛纺织业市场规模逐步恢复

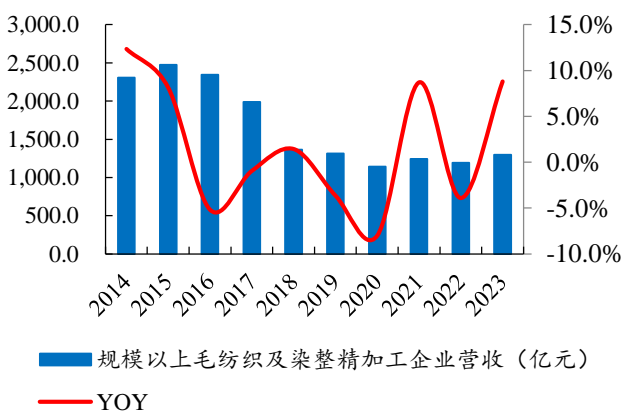
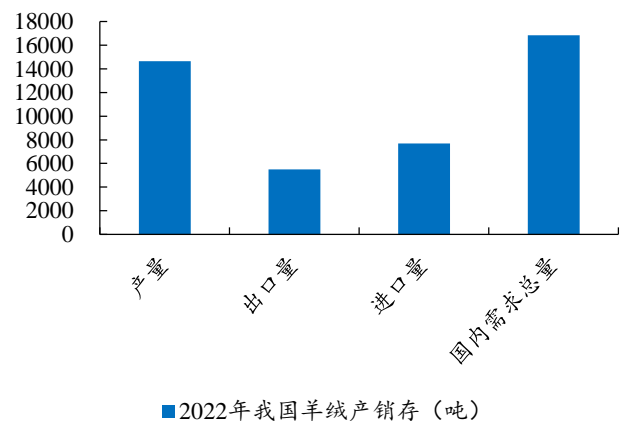


图22：2022 年国内羊绒需求总量 1.68 万吨

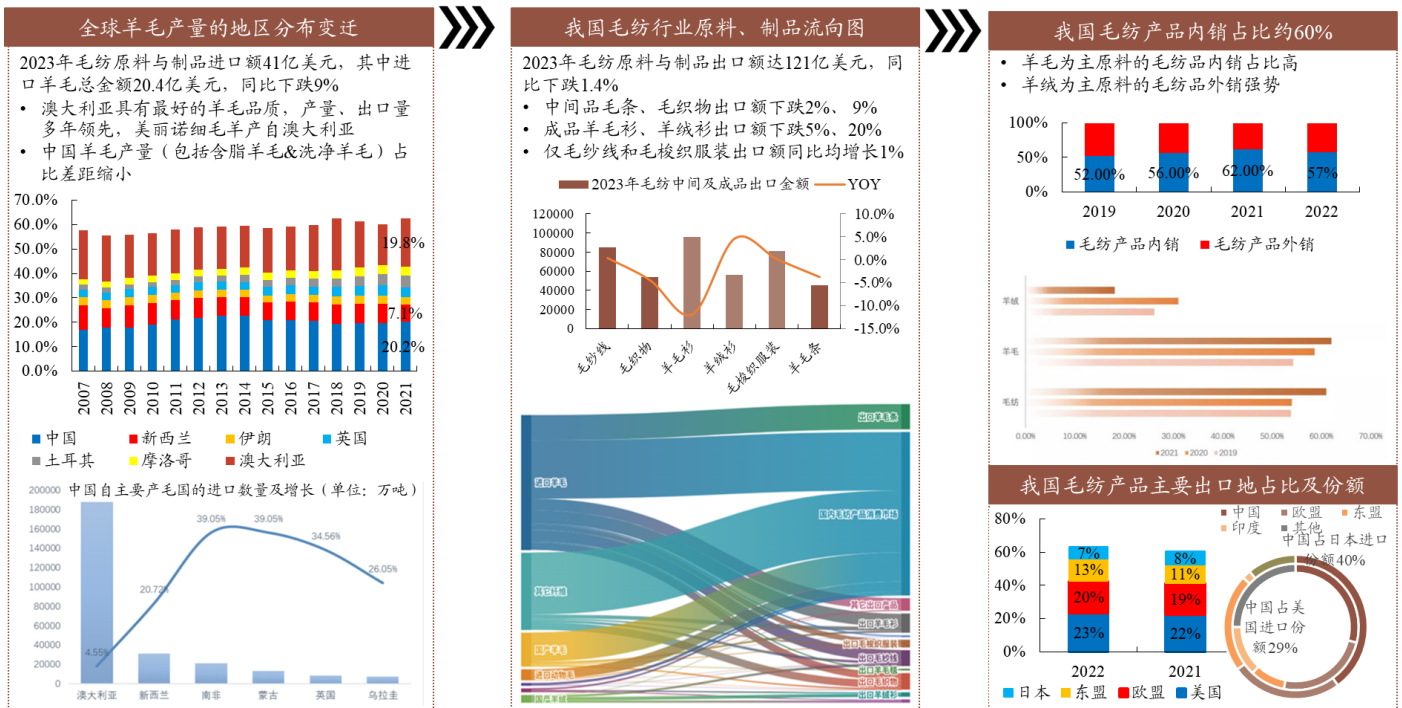


数据来源：中国毛纺织协会、前瞻产业研究院、开源证券研究所，毛纺织行业年度为 1-11 月

数据来源：Wind、开源证券研究所

我国原料进口以澳大利亚羊毛为主，制品内销比例约 60%，在欧美日等主要毛纺消费市场的占有率较高。(1)从原料看,2023 年我国累计进口羊毛 29.7 万吨(+4%)，进口额 20.4 亿美元 (-9%)，平均进口单价 6.9 美元/千克 (-12.4%)，以澳大利亚为主的地区羊毛进口量均有增长。(2)从制品看，包括中间品（毛条、毛纱线、毛织物等）以及成品（羊毛衫、羊绒衫等），我国毛纺产品内销比例约 60%，以羊毛为主原料内销占比更高，以羊绒为主原料则外销更强势，制品主要出口到美国、欧盟、东盟、日本,2022 年 1-11 月中国毛纺产品在美/日进口毛纺品的份额为 29%/40%。

图23：原料进口以澳大利亚羊毛为主，制品内销比例约 60%，在欧美日等主要毛纺消费市场的占有率较高



资料来源：Wind、中国毛纺织行业协会、FAOSTAT 等、开源证券研究所，注：我国毛纺产品出口份额统计截至 2022 年前 11 月，毛纺中间及成品出口金额单位为万元

2.3、需求：高档服饰具备需求韧性，多场景应用唤醒羊毛/绒新生命力

消费习惯逐步向绿色、自然回归。羊毛、羊绒是天然纤维，可迅速生物降解，羊毛最短 3-4 个月完成降解，一般羊毛衣物的降解时间在 1 年以内，此外，根据坎特伯雷大学的调查研究表明，羊毛可以在海洋环境中降解，而合成纤维则会在海洋中存续数十年。消费者环保意识逐步加强，根据亿欧智库发布的《2022 双碳目标下的中国青年可持续消费研究报告》，61%青年群体的“可持续消费”概念中包含使用循环可生材料，但“可持续消费”鞋服产品实际购买渗透率仅有 43.5%，预计未来会逐渐渗透。

户外运动兴起，带动羊毛应用场景多元化。在北欧、澳大利亚，羊毛、羊绒纺织品为受欢迎的户外运动材料，需求日益旺盛，羊毛材质具有舒适性、防水吸汗、透气耐磨等特征，根据 Woolmark，羊毛可吸收达约 35% 的相对湿度，而棉花低于 20%。根据 CBNDATA 发布的《2022 羊毛材质消费趋势洞察》，羊毛的穿着场景丰富，2022 年线上天猫羊毛服饰在野餐露营场景的穿着增速 6.1 倍，户外常规运动增速 4.5 倍。

羊毛细支纱及羊绒凭借高品质和独特物性，满足消费者服装舒适和美观需求。

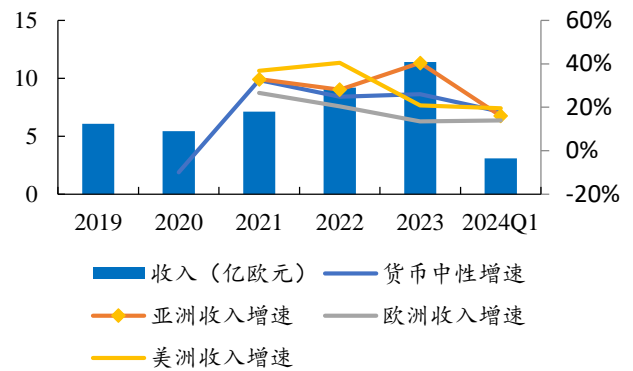
全球来看，LoroPiana、BrunelloCucinelli（上市）、allbirds 等羊毛绒品牌加大对中国市场投入，BC 中国区收入占比 11%（2020 年），位列销售区域第四，亚洲区收入增速维持高增长，2021-2023 年亚洲收入增速分别为 33%/28%/40%。一方面，国内消费者在购买服装时注重面料的稀有性及品质，羊毛服饰因设计感、时尚性、便捷舒适受到年轻群体青睐，另一方面，国内奢侈品牌发展及高级定制业务兴起，因此羊毛服饰的消费力增强，受众群体年轻化，高新级消费者居多，利好羊绒制品市场发展，并带动毛纺产业链增长。2022 年天猫羊毛服饰的消费人群中 18-34 岁人群共占 50%以上，三线及以上城市占比 60%以上。

图24: Brunello Cucinelli 2024 春夏女装产品



资料来源: Tatler 官网

图25: Brunello Cucinelliz 亚洲区 2023 年收入高增



数据来源: Brunello Cucinelliz 官网, 开源证券研究所

图26: 国内羊毛市场消费群体以女性、高线、年轻人群为主

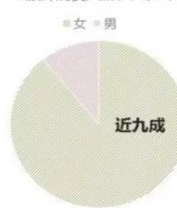
2022 羊毛材质消费趋势洞察

CBNDATA × THE WOOLMARK COMPANY × 天猫 TMALL.COM

人群画像 | 女性仍是羊毛服饰消费核心人群，高线级、年轻人群消费实力强劲

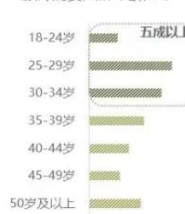
目前整体羊毛材质服饰市场仍然呈现出以女性为主导的消费趋势，其中年轻化、高线级的消费者对于品质羊毛服饰消费需求也不断被提出。而在服饰策略人群消费分布中，主流时尚者策略人群占据多数。

MAT2022年线上天猫羊毛服饰消费人群性别分布



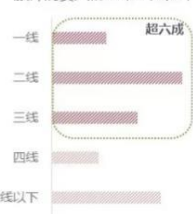
数据来源: 天猫TMIC新品创新中心

MAT2022年线上天猫羊毛服饰消费人群年龄分布



数据来源: 天猫TMIC新品创新中心

MAT2022年线上天猫羊毛服饰消费人群城市级别分布



数据来源: 天猫TMIC新品创新中心; 人群城市按邮编最近180天常用收货城市划分

MAT2022年线上天猫羊毛服饰策略人群分布



数据来源: 天猫TMIC新品创新中心

资料来源: CBNDATA 《2022 羊毛材质消费趋势洞察》

2.4、行业竞争格局：欧洲处在价值链高端，疫情加速出清国内落后产能

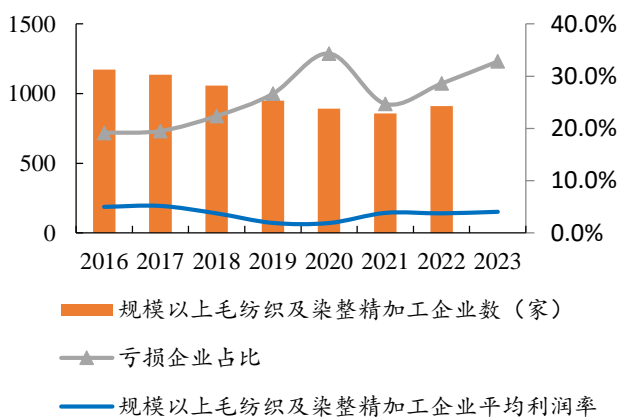
欧洲占据高端市场话语权，中国毛纺行业逐步推进价值链提升。欧洲毛纺企业具有多年历史积累，在纺纱工艺、装备水平、设计理念等方面具有优势，由于全球顶尖品牌基本位于欧洲、以及产能全球化转移趋势下中低端产能外迁，因此意大利等国的毛精纺纱线主要在高端市场占据话语权。中国作为全球毛纺产能转移的主要承接地，毛精纺纱线具有规模和价格优势，为全球最大的毛纺生产国，主要分布在江苏、浙江、广东、山东及上海等地，5个省市拥有的毛纺出口额占全国毛纺总出口额的75%以上，尤其是江苏和浙江已形成较为明显的上下游一体化的产业集群，但仍主要占据中低端市场。《毛纺织行业“十四五”发展指导意见》指出，我国毛纺行业要推进产业迈向价值链中高端，实现精纺面料生产高端化，进一步促进毛纺行业自主品牌向具备市场影响力和国际竞争力的高端化品牌转型升级。

行业存规模和资金壁垒，头部企业具备原料备货、新品创新、设备更新的优势。

(1) 在原料备货上，由于上游羊毛较其他纺织原材料价格高且波动，需要投入资金进行羊毛采购及动态的库存备货；(2) 毛纺设备主要包括梳毛机、和毛机、并线机、细纱机、络筒机、散毛染色机等，需要投入资金购入大量设备组织规模化生产，且我国毛纺织工业化始于19世纪70年代，但20世纪30年代才引入精纺设备，目前先进的生产设备大多需向国外采购，前期设备相关的资金投入较大。(3) 我国实行羊毛、毛条进口关税配额管理，规定上年羊毛、毛条关税配额且有进口实绩的企业或新建成投产且羊毛、毛条年加工能力5,000吨以上的企业才能申请羊毛进口关税配额。

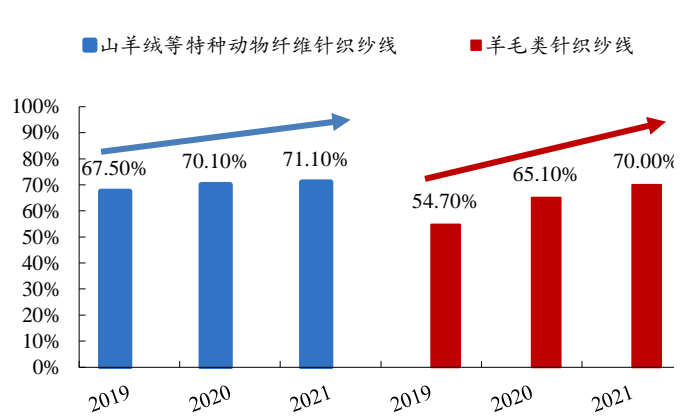
疫情加速出清落后产能，国内羊毛纱线生产集中度较高且仍能进一步提升。在进一步深化供给侧结构性改革的大背景下，一批以低价竞争为主、盈利能力弱、缺乏研发设计能力、生产技术及工艺落后的中小企业逐步被淘汰。国内毛纺织及染整规模以上企业数量从2016年的1172家下降至2022年的911家，虽然2022年规模以上企业利润率稳步回升至疫情前水平，但行业两极分化加剧，2021年以来亏损企业占比持续提升。2021年山羊绒等特种动物纤维针织纱线生产CR10市占率71%，羊毛类针织纱线生产CR10市占率70%。

图27：疫情加速出清毛纺织及染整精加工落后产能



数据来源：中国毛纺织行业协会、开源证券研究所

图28：国内羊毛/羊绒纱线生产集中度较高



数据来源：中国毛纺织行业协会、开源证券研究所

毛精纺纱线竞争格局：全球来看，中高端市场形成规模的竞争对手较少。主要为德国南方毛业（>2 万吨）、意大利 ZegnaBaruffa（2018 年销量 3400 吨）、泰国公司 Indorama，国内其他毛纺织行业如中国江苏阳光、南山智尚、如意集团等多位于产业链其他环节。

表6：全球来看，毛精纺纱线中高端市场形成规模的竞争对手较少

公司	国家	成立	概况	LOGO
德国南方毛业	德国	1966	全球知名全羊毛和羊毛混纺类精纺纱线供应商之一，生产纱线可用于梭织、圆机、横机和新型工业用领域，纺纱年产能超 2 万吨、染整年产能超 1 万吨	
ZEGNABARUFFA	意大利	1850	意大利最大的纱线生产商之一，旗下拥有 Bartia、Chiavazza 和 BottoPoala 品牌，2018 年销售额 1.137 亿欧元，毛利率 5.33%，税前利润率 1%，纱线总销量 3400 吨，主打产品 CASHWOOL	
中国扬子	中德合资	1995	德国南毛集团旗下企业，生产的羊毛纱线可用于梭织，圆机，横机等，年产纱线 1.7 万吨，主打产品 VICTORIA	
新澳羊毛	中国	1991	主要产品为纯羊绒及羊绒混纺类精纺、粗纺纱线及羊毛毛条，主打产品 CASHFEEL，2022 年粗梳精梳羊毛纱产品的国内市场占有率第一	
E.MIROGLIO	意大利	1947	时装及面料制造商，纺织分部 MiroglioTextile2016 年销售额为 1.09 亿欧元	
浙江中鼎	中国	2001	毛纺纱线及染整加工，公司产品广泛用于 Burberry、MaxMara、GIORGIOARMANI、BrooksBrothers、雅戈尔等知名服装品牌	
江苏鹿港科技	中国	2002	主要产品为精纺纱、半精纺纱、粗纺纱、花式纱等各类针织纱线、高档精纺呢绒面料以及职业装和高端商务服装	
江苏阳光	中国	1993	主要生产呢绒面料，供应给国内外采购商用于高级西装、套装、时装和机关制服等	
南山智尚	中国	2007	精纺呢绒、服装，拥有职业装品牌缔尔玛、校服品牌缔尔玛校服、工装品牌裕山、高级定制品牌织尚等多个定制品牌	
如意集团	中国	1996	具有完整的从羊毛-面料-服装的产业链，主要产品为精纺呢绒面料及西装	

资料来源：各公司公告、各公司官网等、开源证券研究所

羊绒竞争格局：国际产业链完整但不直接参与纱线环节竞争，国内羊绒纺纱集中度高于毛纱。

(1) 国际羊绒产业发展成熟，相关企业通常涉及上中游多个环节，但产出品以面料、成衣等高附加值产品为主并形成自主品牌。品牌起步较早，顶级羊绒品牌如 PIACENZA、JohnstonsofElgin、Pringle、BottoGiuseppe 等品牌成立时间甚至可以追溯至 18-19 世纪，此后 LoroPiana、BrunelloCucinelli 等相继成立。分产业链环节看，近年来专注上游羊绒纱线环节的企业陆续被奢侈品整合，Cariaggi、BiagioliModesto 分别被 BrunelloCucinelli、Zegna&Prada 收购。Ballantyne、LoroPiana 产品包括纱线、面料、成衣等但产能规模较小。BottoGiuseppe、Barrie 等虽具备从纱线到面料到成衣的生产能力，但纱线以自用为主，对外主要销售成衣和面料。

(2) 国内羊绒纺纱竞争格局较毛纺纱更集中。以产能口径看，预计国内前三大羊绒纺纱公司合计产能规模占国内比重 70%以上、占全球近 50%。

表7：国际产业链完整，羊绒纱线环节不直接与国内竞争

品牌	国别	成立	业务	品牌介绍
CariaggiLanificio	意大利	1958	纱线	为欧洲顶级奢侈品牌如 LV、迪奥、阿玛尼、纪梵希、博柏利、朗万、赛琳等供应羊绒纱线，2/28 支羊绒纱线是羊绒纱线业的风向标。2022 年 43% 股权被 BrunelloCucinelli 收购，此前是其长期羊绒供应商。
FilatiBiagioli Modesto	意大利	1960	纱线	精于羊绒和高品质纱线生产，为包括 LouisVuitton、Dior、Chanel 等奢侈品牌提供面料，2021 年被 Prada 集团和 ErmenegildoZegna 收购
Malo	意大利	1972	纱线	Malo 羊绒生产技术起源于蒙古，在意大利工作室纺纱和染色。纱线业务较强，成衣稍逊。
LoroPiana	意大利	1924	纱线、面料、成衣	意大利顶级奢侈品牌，以羊绒面料起家，家族企业传承 6 代，于 2013 年被 LVMH 集团收购，其中纱线使用品牌 FIBRENOBILI。
Ballantyne	英国	1921	成衣、面料、纱线	Ballantyne 目标：创造高品质的羊绒针织品，并将自己定位于世界上最好的生产商。努力寻找最好的纱线加工技术，创造出几乎不可企及的重量。
BottoGiuseppe	意大利	1876	成衣、面料	百年历史的意大利品牌，相比于其他羊绒品牌的成衣制造更加偏向于专门生产面料，特殊处理增强羊绒质地衣物的性能，使羊绒更具有光泽感。
AGNONA	意大利	1953	成衣、面料	羊绒面料和成衣两条业务线，1999 年被杰尼亚收购，后独立运营。
COLOMBO	意大利	1980	成衣、面料	以羊绒、水貂、驼绒等稀有材质面料起家，后拓展到成衣。
Barrie	英国	1903	成衣、面料	自 20 世纪以来，便开始制作柔软优雅的羊绒面料，并逐渐延伸到开衫与毛衣单品。在 2012 年被 Chanel 收购，该品牌以前一直为 Hermes 等品牌供货，并生产自有品牌。
PIACENZA	意大利	1733	成衣、面料	家族品牌，已经传承 14 代，被称为“全球拥有四百多年历史的珍稀羊绒生产商”。
JohnstonsofElgin	英国	1797	成衣、面料	以面料起家，为 Burberry 等英国品牌羊绒制品代工，供应 Hermes、Drake's、Brora、Mulberry、HugoBoss 等
Sofia	美国	1960s	成衣	拥有 60 多年历史的家族品牌，Sofia 羊绒衫、大衣、配饰以及家居饰品的原材料都甄选来自世界最好的 cashmere 纺织产地，产品多制作于中国和蒙古。
BrunelloCucinelli	意大利	1978	成衣	意大利的世界顶级奢侈品牌，羊绒女装起家，后拓展业务到其他高级服装、家居。被誉为低调奢华的“山羊绒之王”和“服装界真正的奢侈品”。
TSE	美国	1989	成衣	精品羊绒品牌，重新定义羊绒的使用，并改变人们认为奢侈品必须是传统的观念，通过探索羊绒纤维的可能性，并将系列扩大为现代服饰的完整表达。
Pringle	英国	1815	成衣	苏格兰毛衣制品商，以菱形图案和两件套针织衫风靡全球，并持有伊丽莎白二世女王和王太后颁发的英国王室供货许可证，1956 年开始成为英女王御用品牌。
康赛妮	中国	1999	纱线	年产高档纱线、面料近 10000 吨，其中纯羊绒纱线超过 3000 吨、占世界纯羊绒原料产量的 20% 以上
宁夏羊绒	中国	2019	纱线	2022 年底，2500 吨的粗纺羊绒年产能、260 吨的精纺羊绒年产能，2022 年粗梳羊绒纱线产品的国内市场占有率第二

资料来源：康赛妮官网、Ladymax、观研天下等、开源证券研究所

3、核心竞争力：三十年栉风沐雨，匠心制造、卓越服务

3.1、中高端客户壁垒深厚，营销加强品牌覆盖纵深度

服务中高端优质客户，客户资源壁垒深厚。公司现服务于 5000 多家客户，其中包括 500 家中高端品牌客户及众多服装 OEM 工厂。国际顶级奢侈品牌包括 Hermes、Chanel、Boss 等；户外休闲品牌包括 Lululemon、Allbirds、始祖鸟、破冰船等；国内品牌包括哥哥、之禾、江南布衣等。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。公司凭借较强的开发设计能力、快速响应的一站式服务，配合积极的品类及产能扩张，成为众多优质品牌客户的指定纱线供应商，与品牌方设计师共同探讨纱线流行趋势，开发流行色卡和样衣，形成长期稳定的合作关系。

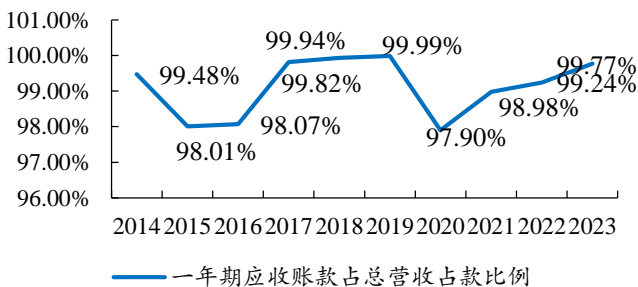
图29：公司服务 5000 多家客户，包括 500 家中高端品牌客户及众多服装 OEM 工厂



资料来源：公司公告、各公司官网、开源证券研究所

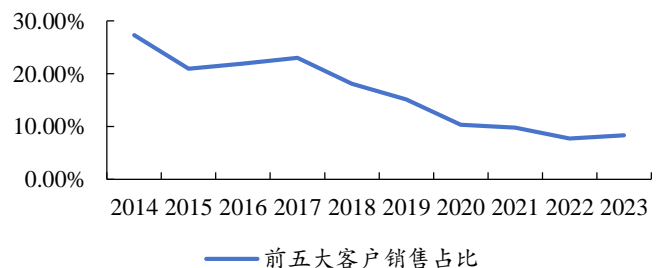
客户分散下订单较为稳定，应收账款账龄优秀。前五大客户销售额占比由 2014 年 27.31% 下降至 2023 年 8.35%，2014 年 1-6 月前五大客户为南益集团（毛纱）、日本毛织（毛条）、德国南方毛业（毛条）、中和羊毛（毛条）、HONGKONGSALES（毛纱），在优质的客户基础上，应收账款以一年期为主。

图30：公司一年期应收账款占比高于 95%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2023 年前五大客户销售额 3.7 亿元，占收入 8.35%

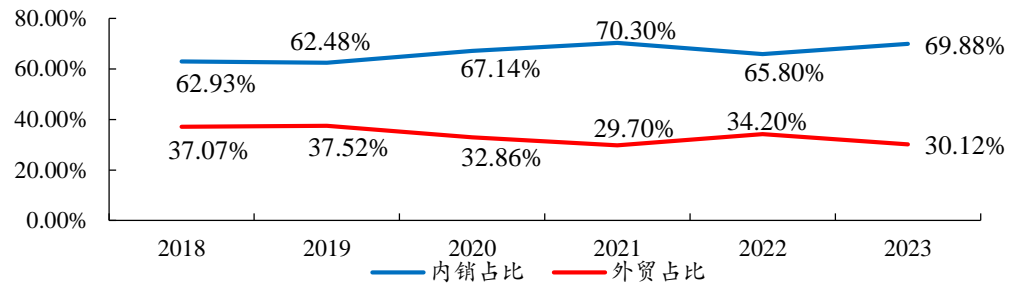


数据来源：公司公告、开源证券研究所

“双循环”下制定内外销齐头并进的销售策略。从终端客户来看，国内、国外客户比例基本维持在 1:1。境外市场采用本土化推广营销策略，在美国、英国、法

国、德国、日韩、北欧等多国设有专业办事处，直接对接当地营销团队、邀请当地专业人士与全球各大品牌进行本土化推广。同时在意大利设有欧洲技术开发销售中心，帮助公司精准捕捉前沿趋势，协助打造海外市场的支持网络。

图32：2018-2023 年外销收入占比 30%左右，外销市场仍有较大发展潜力



数据来源：Wind、开源证券研究所

国内升级品牌形象打造供应商 IP，并积极拓展多元化渠道。公司以“X”为核心的新澳品牌形象全新升级，并在佛罗伦萨-中国香港-上海陆续发布亮相，“X”代表着传承与蜕变，也传递着对自然奢华纱线的坚守态度。同时，除已覆盖的大多数省份外，积极利用数字营销，依托公众号、视频号、小红书、抖音线上图文、短视频、直播社媒发布新产品信息、羊毛知识及新流行趋势信息等，与高端批发、区域市场、电商客户建立精准触达、互动体验的通道。目前各媒体平台的粉丝数量均有增长，品牌形象及客户转化量都得到了有效提升。

图33：依托视频号、小红书、抖音等社媒发布新品、羊毛知识及新流行趋势信息等



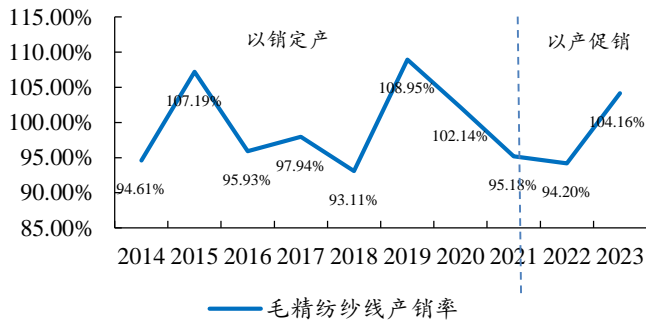
资料来源：公司官方抖音、公司官方公众号、公司官方小红书、开源证券研究所

“以产促销”全面参与市场竞争，客群向中低端延伸。尽管中高端产品附加值较高，但需求量较少导致产能没有完全发挥。2021 年公司优化产销策略，由“以销定产”转变为“以产促销”，生产调度、原料调度均围绕销售市场进行，在生产上充分发挥现有产能规模，进军中低端市场全面参与市场竞争。针对中低端市场特点，公司对技术、产品、客群定位重新调整：（1）将客户拓展至市场批发、直播、电商订单，其中包括淘宝、天猫电商系品牌。（2）开发低成本产品，利用基础产品进入中低端市场，通过规模效益降低单位成本，满足快消低价需求。

产销策略转变后，公司订单趋近饱和，规模效应下毛利率提升。2018-2023 年毛

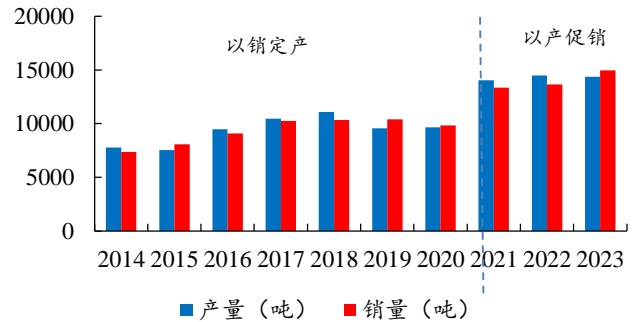
精纺纱线产销率保持高位，即使快消订单提升，但由于规模效应，2018-2023 毛精纺毛利率较策略转变前提升。

图34：2018-2023 年毛精纺纱线产销率维持高位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：以产定销策略转变，毛精纺纱线产、销双增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、创新工艺及产品，铸造品质与服务

3.2.1、硬实力：行业经验丰富，工艺技术及设备领先

深耕羊毛纱线三十年，拥有领先的工艺技术和创新能力。公司深耕毛纺行业三十余年，已成为全球毛纺行业龙头，2022 年公司精梳羊毛纱线、粗梳羊绒纱线产量位列全球市占率第 2、3 名，2023 年毛精纺针织纱线细分品类销量全球第一。采用紧密纺、赛络纺、包芯纺等行业先进工艺，并依托新澳纺织技术暨羊毛针织产品研发中心(KDC)平台不断优化工艺。紧密纺代表了当今环锭纺的最新技术，根据中国棉纺织行业协会数据显示，欧美国家高档面料中 80%以上均采用紧密纺制作。复合纺纱技术是在环锭细纱机上通过 2 种以上纤维的性能结合纺纱的创新，复合纺主要采用包芯纺、赛络菲尔纺、嵌入纺三种工艺，赛络菲尔纺相较于传统环锭纺工艺可在生产过程中减少成纱毛羽，纱线断裂强度高，因此被广泛应用于新澳运动纱线系列，并进一步开拓嵌入纺工艺，提升弹力与抗起球性能。

表8：复合纺中的三种主要工艺——包芯纺、赛络菲尔纺、嵌入纺

工艺	图示	工艺流程	特点	应用系列
包芯纺		由两种或以上的纤维组合而成的一种新型纱线。一般以强力和弹力都较好的合成纤维长丝为芯丝，在前皮辊后喂入，使长丝与牵伸后的外包羊毛纤维并合加捻，羊毛纤维包覆在长丝外面而纺成独特结构的纱。	手感柔软指数：5 颗星 弹力、抗起球指数：3 颗星	SHAPE-P 系列
赛洛菲尔纺		赛洛菲尔纺又称双组分纺纱，是将一根化纤长丝在前皮辊后喂入，使长丝与牵伸后的外包羊毛纤维须条并合加捻后，长丝包覆在羊毛纤维的外面而纺成独特结构的纱。	手感柔软指数：4 颗星 弹力、抗起球指数：4 颗星	BUNDLE 系列
嵌入纺		嵌入纺其纺纱原理类似赛洛菲尔纺，略微不同之处在于它是将两根化纤长丝在前皮辊后喂入，使长丝与牵伸后的外包羊毛纤维须条并合加捻，两根长丝都包覆在羊毛纤维的外面。	手感柔软指数：3 颗星 弹力、抗起球指数：5 颗星	RATTAN 系列

资料来源：公司官方公众号，开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

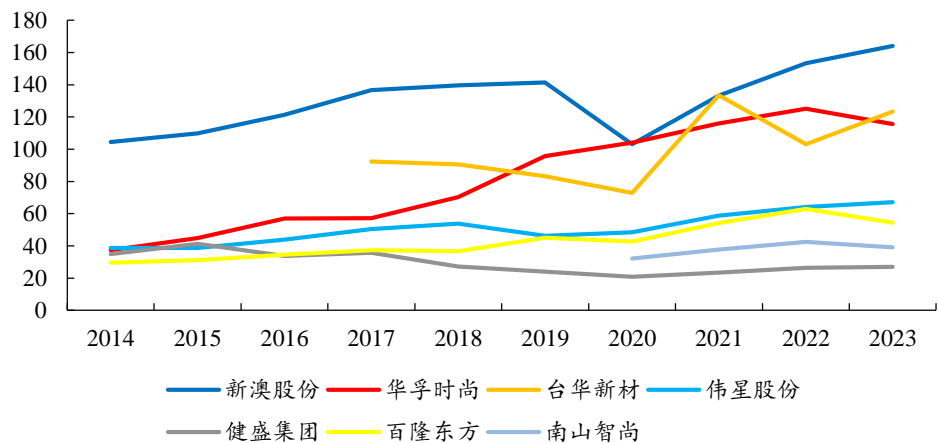
高新设备赋能尖端品质。上游机械化程度高于下游成品，公司与江苏阳光的人力成本与制造费用比例约为 1，低于华利集团、申洲国际。为适应行业最新技术发展与应用领域拓展，且由于国产毛纺设备在制造精度、技术先进性与使用稳定性与进口设备仍存在一定差距，公司积极引进高端进口装备，2014 年公司设备进口率达 80% 以上，现已成为全球顶尖细纱机制造商德国青泽第一大客户。青泽细纱机具备行业领先的牵伸系统及纺纱断面尺寸，以确保优异的纱线质量、低断头率与高生产力，直接决定羊毛纱线细度、均匀度、强度、弹性、光泽、手感、色牢度等品质指标。

表9：公司机械化程度高于下游成品制造环节

	新澳股份	ST 阳光	百隆东方	伟星股份	兴业科技	华利集团	申洲国际
	毛精纺纱线	色纺纱、胚纱	色纺纱、胚纱	纽扣、拉链	牛头层皮革	运动休闲鞋	运动休闲服
毛利率	25.1%	23.8%	7.5%	40.9%	21.6%	25.5%	24.3%
直接材料 (%)	81%	57%	73%	54%	75%	62%	47%
人工成本 (%)	8%	22%	7%	19%	10%	25%	31%
制造费用 (%)	7%	21%	11%	24%	9%	13%	16%
人力/制造	1.08	1.07	0.66	0.80	1.09	1.88	2.01
固定资产+在建工程占比 (%)	31%	32%	25%	42%	18%	25%	41%

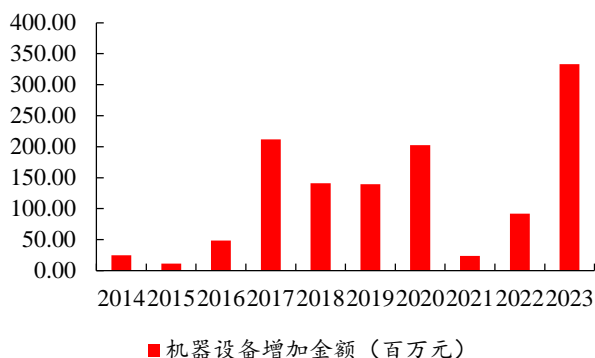
数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：数据截至 2023 年

积极布局数字化转型之路，人效、成品率行业领先。以“智慧工艺、智能制造、智能仓储、智能物流”为核心，采用全球自动化程度最高、最新的设备，得益于领先的技术与先进的设备，预计效率已由每万平 126 人下降至每万平 65 人，未来将有望做到每万平用工 40 人以下，同时公司生产人员人均创收位于上游纺织制造企业前列，成品率领先同业，例如后整理业务染色成品率预计从 85% 提至 90%+，高于同业 70% 水平。

图36：公司人均创收位于上游纺织制造企业前列（单位：万元/人）


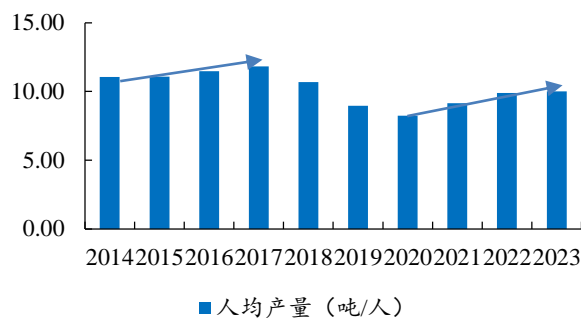
数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

图37：2016年后机器设备上的投资金额上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：2020年以来公司人均产量有所提升



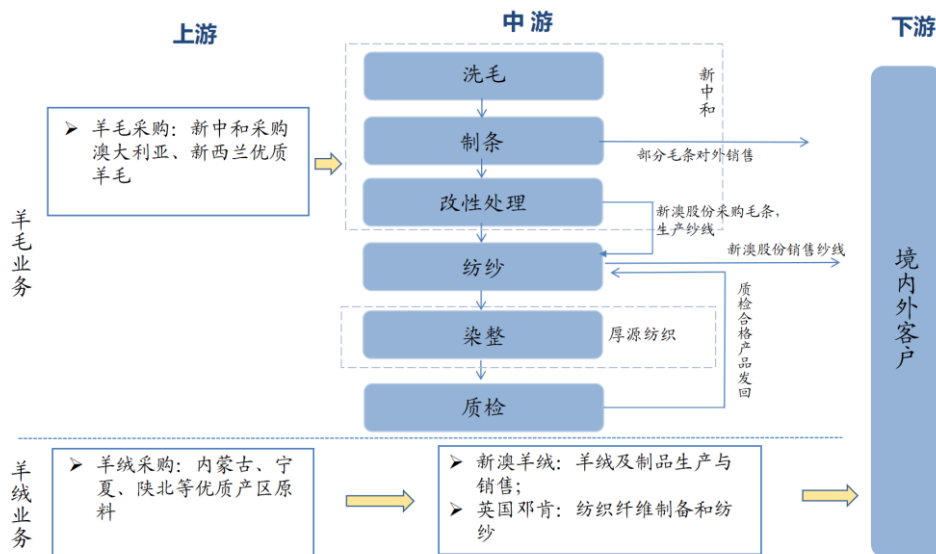
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

3.2.2、软实力：一体化生产，保障品质并提供一站式服务

垂直化产业链，保障交付与服务。通过不断资源整合，公司实现了集洗毛-制条-改性处理-纺纱-染整-质检于一体的毛纺产业链条，打造“全球毛精纺细分行业领导者角色”。上游建立合格供应商名单，羊毛由新中和直接采购澳大利亚、新西兰优质羊毛并生产毛条，部分对外销售部分供给新澳纺织并提供改性处理与加工服务，同时厚源纺织向新澳纺织提供染整加工服务。羊绒采购来自内蒙古、宁夏、陕北等优质产区原料，新澳羊绒生产销售羊绒纱线，并提供羊绒加工服务。

垂直一体化布局优势在于：（1）对供应链的把控力度和可追溯性更强，保障了不确定性情况下的交付。（2）从原毛到色纱的全流程解决能力可为客户提供一站式服务，创意、品质、交期均获形成行业口碑。与竞争对手相比，客户仅需提供产品概念，公司就可通过产业链为客户提供从研发设计、纤维生产、产品制造、终端营销投放的打包式服务助力客户快速进入市场。

图39：公司实现集洗毛-制条-改性处理-纺纱-染整-质检于一体的毛纺产业链条



资料来源：公司公告、开源证券研究所

产品质高、色正、环保、健康，助力品牌势能持续增强。截至2023年末，新澳股份、新中和、厚源纺织、新澳羊绒均已通过ISO9001质量管理体系认证。公司建

立全流程质量管理体系，体现在：（1）原材料精选澳洲美丽诺羊毛和优质产区的山羊绒，其中美丽诺羊毛是所有羊毛品种里最纤细柔软的一种，其纤维直径通常在 19.5 微米以下，穿着的舒适度与柔软性要远高于普通羊毛。（2）在制程质量管理上，采取追踪质量指标、检验员目光核对、检测设备校准、与第三方对标测试等措施。（3）公司具备完善的内部质检能力，开展从原料（毛条、化纤、长丝等）进货检验、纺纱检验、后道检验等，从严把控质量。

服务方面形成了定制化、全流程、快速响应的竞争优势，深度参与下游环节。公司拥有独立的产品设计开发团队，全方位服务于客户，一方面根据客户需求设计出个性化的产品，提供从原料到纺纱工艺的全流程设计以及现场技术支持服务等，另一方面通过自身的设计优势引导客户选择，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。

（1）羊毛方面，公司通过参加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，开发多样化的功能性纱线，推出户外运动系列羊毛产品。

（2）羊绒方面，英国邓肯凭借产品品质与色彩研发在全球奢侈品市场上有影响力，公司通过共享其色彩研发人员，在保持原创性的基础上引导符合中国市场的特色时尚需求。同时公司坚持全流程监控并建立了流行色体系，每年 1 月、7 月邀请意大利色彩专家进行毛针织产品主题流行色趋势预测。

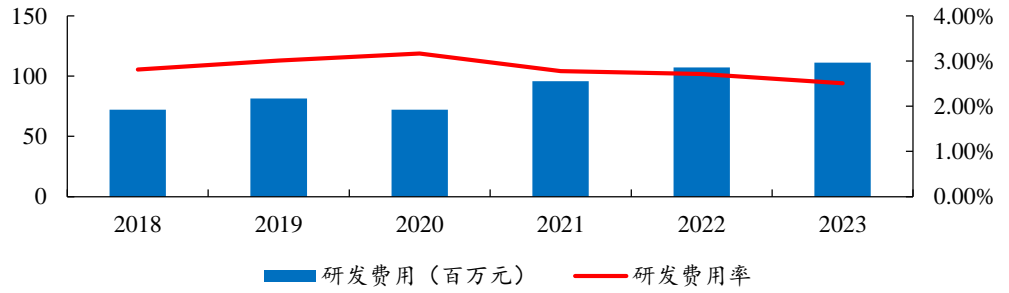
小批量、多品种、快翻新的灵活应变服务，交期领先同业。羊毛领域通常会在生产过程中包含白纱储备，白纱可通过绞染和筒染，预计 5-7 天内快速交付满足快反订单，常规标品会备色纱以应对电商和直播的快反需求。在粗纺羊绒领域，会压缩交货期和周转时间或提高染色成功率的方式提升快速交付能力。综合来看交期已有较大提升，旺季交期在 60-70 天，淡季 30-40 天，快反订单现压缩至 7 天，在复杂多变的全球经济形势下，与欧洲竞争对手相比，快反将成为铸造公司核心竞争力的一把利刃。

案例参考：2022 年公司根据 Lululemon 提供的产品概念，研发团队与销售团队将技术性与故事性进行整合，借助垂直一体化产业链提供打包式服务，包括纤维生产、产品制造、终端营销投放等，在短时间内快速推出产品，同时凭借较强的研发能力、设备技术壁垒使得竞争对手无法在短时间内进行复制。

4、未来增长：宽带战略开辟新市场，全球化产能加速释放

4.1、多品类宽带发展：羊毛多元化扩容，开拓羊绒新空间

凭借领先的工艺和设备基础，公司新品逐渐差异化、功能化、高附加值化。例如，2022 年公司推出羊毛与桑蚕丝、二醋酸等纤维混纺纱、羊毛羊绒与可降解材料混纺纱线，抗病毒功能性纱线产品与可机洗系列粗纺羊毛等系创新产品，打破传统品类的局限。在产品附加值上，纯绒、纯毛产品由于工艺简单、产品同质化，价格更加透明，因此公司更侧重于开发具有高研发、高附加值的混纺纱线，研发费用逐年提升，研发费用率维持在 3% 左右，投入主要用于技术改进纯天然纤维产品、开发特殊功能性纱线产品、可持续发展纱线产品与特殊工艺等系列创新产品。

图40：2018-2023 年公司研发费用率维持在 3%左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：公司推出可持续系列、易护理系列、弹力羊毛系列、巴素兰系列等部分特色产品

系列	名称	成分	特点	图示
可持续产品系列	RETREAD	70%超细美丽诺羊毛(19.5 微米, 防缩)+20% 再生生物可降解尼龙 (CiCLO@)+10%山羊绒	70%防缩羊毛, 绒面光滑平整, 20%可降解尼龙使得面料蓬松有弹性, 10%山羊绒混纺更耐磨。	
	RESHAPE	60%RWS 超细美丽诺羊毛+30%零碳天丝+10%回收山羊绒	零碳天丝以环保工艺减少生产环节碳排放, 回收羊绒与美丽诺羊毛加入让产品兼具舒适与自然	
	HERITAGE	80%超细羊羔毛+20%再生尼龙	回再生尼龙来自海洋渔网回收, 弹性足、耐磨性好, 与羊羔毛纺织适合做外套等成衣制品	
易护理系列	HEATRY	100%超细美丽诺羊毛 (18.5 微米, 防缩)		
	EASYCARE	100%超细美丽诺羊毛 (19.5 微米, 防缩)	100%的可机洗粗纺羊毛, 采用防缩工艺, 布面平整不易变形, 并具有良好的抗起球性能	
	TOPWASH	100%超细美丽诺羊毛 (17.5 微米, 防缩)		
弹力羊毛系列	SHAPE-P	90%极细美丽诺羊毛 (17.5 微米, 巴素兰)+10%PBT	既保留了羊毛柔软、透气、防臭的天然性能, 又赋予面料良好的弹性和恢复性, 穿着运动时伸缩自如, 舒适合体	
	BUNDLE	尼龙长丝+羊毛纱线 (赛络菲尔纺工艺)	增强纱线强度和耐磨性, 提高纱线抗起球性能	
	RATTAN	尼龙长丝+羊毛纱线 (采用嵌入纺工艺)	以良好的弹性和耐磨性契合运动服饰的功能性诉求	
巴素兰系列	CASHFEEL	100%超细美丽诺羊毛 (19.5 微米, 巴素兰)		
	EMPIRE	100%超细美丽诺羊毛 (17.5 微米, 巴素兰)	采用巴素兰工艺处理, 使得羊毛表层手感更加蓬松、光滑, 同时保留羊毛的天然弹性和舒适性	
	LUXURY	100%超细美丽诺羊毛 (16.5 微米, 巴素兰)		
	PRIME	100%超细美丽诺羊毛 (15.5 微米, 巴素兰)		

资料来源：公司微信公众号、开源证券研究所

4.1.1、羊毛纱线：多品种、多档次、系列化

产品档次上, 公司拥有 CASHFEEL、LANABLEND、Luxury&Empire、EasyCare、NEWCHUWA、38° N、CASHQUEEN、Todd&Duncan 等多个自有知名品牌, 覆盖中端、高端、奢侈端。2021 年以产促销策略的调整, 公司利用基础品类产品逐渐下沉至直播、电商批发市场。

2020 年宽带发展战略引领下产品多品种、系列化发展。(1) 多品种：在精纺

羊毛基础上新增粗纺/半精纺/混纺羊毛，针织基础上新增梭织/花式纱线。（2）新型纱线方面：从服饰用延伸至运动户外、家纺、产业用、新材料等高附加值应用场景。2016 年公司开始进入户外运动场景市场，主推运动纱线包括内层纱线、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。随着户外运动、野餐露营等羊毛室外穿搭场景消费热度攀升，公司户外运动纱线销售占比上升，2021/2022/2023 年分别为 20%、25%、25%。同时，根据羊毛柔软性与耐用性的特点，公司拓展羊毛家纺用纱领域，并推出 TUXTURE、LICHEN、CLOUD 等系列家纺用纱。此外，公司与航空航天研究院、高铁研究院等多部门合作，开展内饰合作开发试样，预计未来将羊毛产品扩展到新能源汽车、公交车、高铁和飞机座椅套等领域。

图41：运动纱线内层产品 SYRO、中间层产品 REMIX 入选 2023 ISPO 奖项

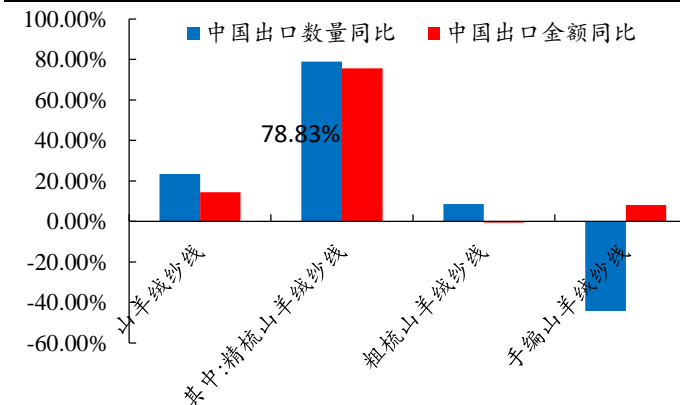


资料来源：公司官方微信公众号、公司公告、开源证券研究所

4.1.2、羊绒纱线：设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯，羊绒业务为发展新引擎

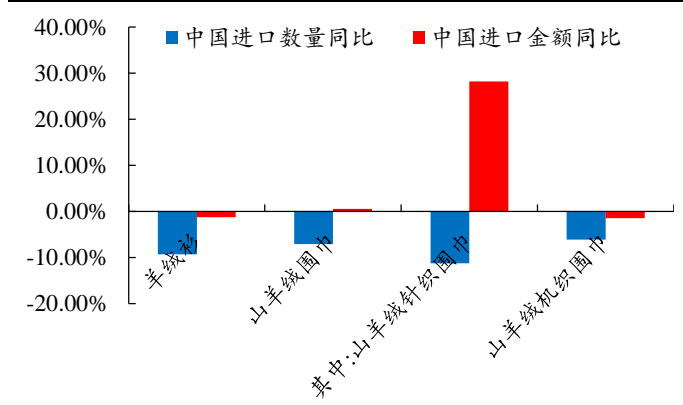
精梳羊绒纱线出口需求旺盛，高端山羊绒国内市场趋势向好。2023 年中国精梳羊绒纱线出口数量增长 79%，在实际应用中，精梳羊绒更多地被用于精纺过程，以生产高品质、细腻的纱线和织物。另一方面，从中国进口羊绒制品金额及数量看，在羊绒衫和围巾披肩这两类产品进口单价分别增长 8.89%和 8.20%，体现高端山羊绒制品和高附加值产品在国内市场发展趋势向好。

图42：2023 年中国精梳羊绒纱线出口数量增长 79%



数据来源：中国毛纺织行业协会、中国海关、开源证券研究所

图43：羊绒衫和围巾披肩量减价增



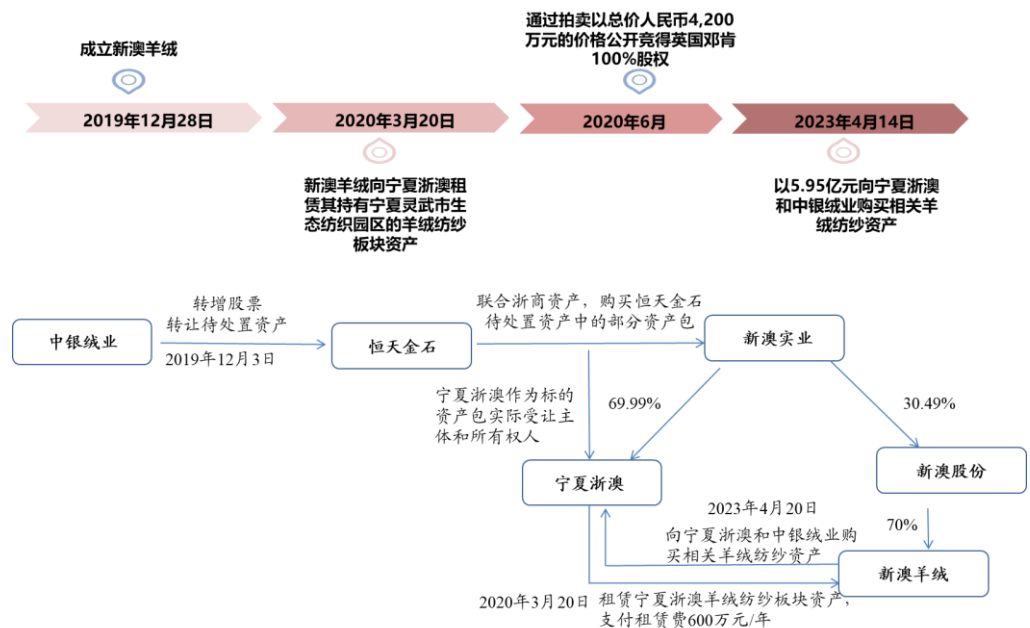
数据来源：中国毛纺织行业协会、中国海关、开源证券研究所

子公司新澳羊绒定位中高端、邓肯定位顶奢市场，公司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。

(1) 宁夏新澳羊绒：前期租赁后期购买中银绒业羊绒纺纱资产，控股 70%。2019 年 12 月公司控股股东新澳实业联合浙商资产为主的关联方以约 10 亿元价格收购位于宁夏灵武市生态纺织园区待处置资产包，并指定宁夏浙澳作为标的资产包实际受让主体和所有权人。2019 年 12 月 28 日设立宁夏新澳羊绒有限公司，开拓羊绒纱线业务。2020 年 3 月 20 日新澳羊绒与宁夏浙澳签订租赁协议，租赁其持有位于宁夏灵武市生态纺织园区的羊绒纺纱板块资产，并支付租赁费每年 600 万元；同时，新澳羊绒受托看管宁夏浙澳持有的位于宁夏灵武市生态纺织园区的除羊绒纺纱板块资产外的全部资产，每年收取管理费 560 万元。2023 年 4 月 13 日新澳羊绒以 5.95 亿元向宁夏浙澳和中银绒业购买相关羊绒纺纱资产。

(2) 英国邓肯：公开竞价，目前 100% 控股。2020 年 6 月，公司通过拍卖以总价人民币 4,200 万元的价格公开竞得英国邓肯 100% 股权。英国邓肯是拥有百年历史的世界知名羊绒纱线生产商，在羊绒纱线的研发、生产、销售等方面具备丰富的行业经验和历史积淀，并向全球一线奢侈品提供羊绒纱线。

图44：通过设立新澳羊绒、收购英国邓肯等举措切入羊绒市场



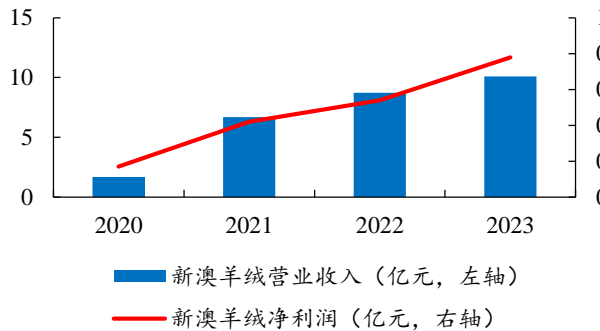
资料来源：公司公告、开源证券研究所

新澳羊绒转型升级，盈利水平快速提升。从经营成效看，新澳羊绒 2020-2023 年收入/利润 CAGR 为 82%/66%，2023 年收入突破 10 亿元，净利润 0.78 亿元，净利率快速提升。**(1) 产品结构转型：**纯羊绒产品价格透明且利润率较低，但相较于基础羊绒，预计通过开发多组合比例和偏花式羊绒纱线毛利率高 3-5pct，有技术壁垒的产品高 10pct。公司现重点开发牦牛绒、马海毛、羊仔毛等特种动物纤维与丝、亚麻和棉等植物纤维混纺羊绒纱线，打破羊绒季节性产品，拉长产品周期，预计将提升盈利水平。**(2) 经营模式转变：**此前经营模式以加工单为主，盈利能力较低，2020 年公司接手后逐步向经销单转变，2020-2022 年经销单占比 80%/25%/5%，2022 年自产直销单量同比增长 31%，取代原部分加工量。**(3) 研发协同：**英国邓肯具备突出的色彩研发实力与行业经验，新澳羊绒共享邓肯羊绒色彩研发技术人员与色卡产品设计师，并定期派技术专家、生产管理人员到宁夏进行交流。**(4) 优化精纺羊绒业务：**2022 年新澳羊绒的启动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，2023 年理顺羊绒业务布局。

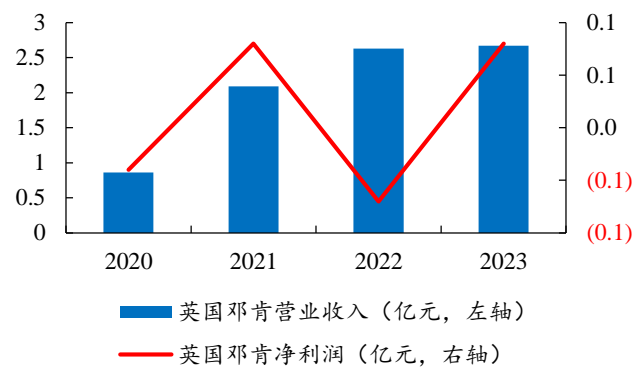
英国邓肯扭亏为盈，协同之下蓄势待发。 凭借顶奢市场客户优势以及突出的色彩研发实力，助力公司增强国际市场竞争能力，2020-2023 年收入 CAGR 为 46%，净利润自-0.04 亿元提升至 0.08 亿元。

图45：新澳羊绒规模快速提升，盈利水平提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图46：英国邓肯三年收入 CAGR 为 46%，2023 年扭亏



数据来源：公司公告、开源证券研究所

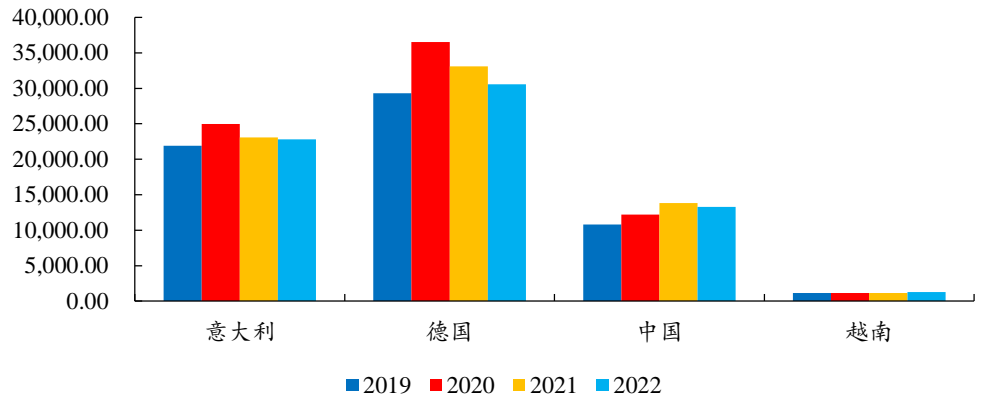
4.2、全球化布局提升竞争力，海外基地加速投产

毛精纺纱线销量国内第一/全球第二，粗纺羊绒纱线国内第二/全球第三。 截至 2023 年，羊毛业务中，毛精纺纱线年产 1.5 万吨，毛条年产 1.3 万吨，改性处理年产 1.8 万吨，染整产能 1.5 万吨。羊绒业务中，粗纺羊绒 2770 吨，其中新澳羊绒年产 2500 吨、邓肯年产 270 吨，精纺羊绒 360 吨，染整年产能 2500 吨。

设立新澳越南，加速全球化产能布局。 2023 年 5 月在越南新设全资孙公司新澳纺织(越南)，分步建设实施 50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目，项目一期 20,000 锭（约 2600 吨）预计 2024Q4 完成安装调试后进入试生产阶段，预计 2025 年全面投产，2027 年二期 30,000 锭（约 3900 吨）投产，建设完成后逐步形成年产约 6500 吨精纺针织纱线的生产能力。

全球化产能布局优势突出，预计长期海外产能占比提至 40%。 (1) **更具市场竞争力和抗风险能力。** 公司现已在浙江、宁夏、英国苏格兰以及越南西宁省设有 7 家生产企业，海内外产能、内外销市场形成优势互补、灵活调配，预计在复杂多变的环境中保持较稳定发展。(2) **成本管控具备优势。** 目前同口径下公司工人薪资水平较欧洲竞争对手工人薪资低近 1/2，而越南人力成本较国内更低，2022 年越南平均薪资为 730 万越南盾/月（约 310 美元/月），中国平均薪资约为 97500 元/年（约 1207 美元/月），越南工厂投产后将进一步巩固成本优势。同时新澳越南在 3 年启动期和 2 年免税期内享受企业所得税免税优惠，4 年减半期内享受企业所得税减半优惠。

图47：相比较意大利、德国及中国，越南人力成本较低（单位：美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 顺应纺织供应链迁移趋势，有效提升公司海外供应链交付能力，更好满足境外客户订单需求。百隆、申洲国际等中下游面料、服装生产产能逐步转移到东南亚，美国及欧盟羊毛纱线产能布局也体现多元化趋势，从欧美进口羊毛纱线占比看，近年来美国进口羊毛纱线中秘鲁及印度占比提升，EU28国进口羊毛纱线中北欧及中国占比提升，越南布局将进一步强化海外接单能力。

图48：纺织供应链向东南亚迁移

年份	鞋靴：美国从各国进口占比 (%)							鞋靴：EU 28从中国进口占比 (%)						
	中国	越南	意大利	印度	墨西哥	哥伦比亚	中国	越南	德国	意大利	比利时	波兰		
2004	69%	3%	7%	3%	1%	0%	15%	11%	4%	15%	3%	5%		
2005	71%	4%	6%	3%	1%	0%	22%	10%	4%	14%	4%	5%		
2006	73%	5%	6%	2%	1%	0%	23%	9%	4%	13%	4%	4%		
2007	73%	5%	6%	2%	1%	0%	24%	10%	4%	13%	4%	4%		
2008	74%	6%	6%	2%	1%	0%	25%	11%	4%	13%	3%	3%		
2009	76%	7%	4%	3%	1%	0%	26%	10%	4%	12%	4%	4%		
2010	76%	8%	4%	3%	1%	0%	28%	10%	4%	11%	4%	4%		
2011	74%	9%	5%	3%	2%	0%	27%	9%	4%	11%	4%	4%		
2012	72%	10%	5%	4%	2%	0%	27%	9%	4%	10%	4%	4%		
2013	69%	12%	5%	5%	2%	0%	26%	9%	4%	10%	4%	4%		
2014	66%	14%	5%	5%	2%	0%	26%	10%	5%	10%	4%	5%		
2015	63%	16%	5%	5%	2%	1%	25%	11%	5%	9%	4%	5%		
2016	58%	19%	5%	6%	2%	1%	23%	12%	6%	10%	5%	5%		
2017	56%	22%	5%	6%	2%	1%	22%	12%	7%	10%	5%	5%		
2018	53%	23%	6%	6%	2%	1%	22%	12%	7%	9%	5%	4%		
2019	50%	26%	6%	6%	2%	2%	21%	13%	7%	9%	5%	5%		
2020	43%	31%	6%	7%	2%	2%	20%	13%	8%	9%	5%	5%		
2021	42%	28%	8%	7%	2%	3%	22%	13%	7%	10%	5%	5%		
2022	39%	30%	7%	9%	2%	3%	24%	15%	6%	9%	4%	4%		
2023年累计	37%	30%	8%	8%	3%	3%	17%	13%	11%	10%	6%	5%		
年份	非针织服装：美国从各国进口占比 (%)							非针织服装：EU 28从中国进口占比 (%)						
	中国	越南	意大利	印度	墨西哥	哥伦比亚	中国	越南	德国	意大利	比利时	波兰		
2004	19%	4%	4%	5%	5%	11%	2%	18%	4%	5%	7%	7%		
2005	28%	4%	5%	6%	5%	10%	2%	24%	3%	5%	7%	7%		
2006	32%	5%	6%	6%	6%	8%	2%	25%	4%	5%	6%	6%		
2007	36%	6%	6%	5%	6%	7%	2%	28%	3%	5%	6%	7%		
2008	37%	7%	7%	5%	6%	7%	2%	31%	3%	5%	7%	6%		
2009	42%	7%	8%	5%	6%	7%	2%	32%	4%	5%	6%	6%		
2010	43%	7%	8%	5%	6%	7%	2%	33%	4%	5%	6%	6%		
2011	41%	8%	9%	5%	6%	7%	2%	32%	5%	5%	6%	6%		
2012	40%	8%	9%	5%	6%	7%	2%	30%	7%	5%	6%	6%		
2013	39%	9%	10%	5%	6%	6%	2%	28%	8%	5%	6%	6%		
2014	38%	10%	9%	5%	6%	6%	2%	28%	8%	5%	6%	6%		
2015	38%	11%	10%	5%	6%	6%	2%	27%	9%	5%	5%	6%		
2016	37%	12%	10%	6%	6%	6%	2%	25%	10%	5%	6%	6%		
2017	36%	13%	10%	6%	6%	6%	2%	24%	10%	6%	6%	6%		
2018	34%	13%	10%	5%	6%	6%	2%	23%	11%	6%	6%	6%		
2019	31%	15%	11%	6%	6%	5%	2%	22%	11%	6%	6%	6%		
2020	31%	18%	11%	5%	5%	5%	3%	25%	11%	6%	5%	7%		
2021	25%	17%	13%	6%	5%	6%	3%	22%	11%	6%	6%	7%		
2022	23%	18%	15%	7%	6%	5%	3%	22%	13%	5%	5%	8%		
2023年累计	21%	18%	13%	7%	6%	5%	3%	17%	11%	9%	6%	6%		

数据来源：ITC、开源证券研究所

图49：近年来美国进口羊毛纱线中秘鲁和印度占比提升，EU28国进口羊毛纱线中北欧及中国占比提升

羊毛纱线：EU28从各国进口占比 (%)																
	挪威	德国	芬兰	瑞士	法国	澳大利亚	荷兰	波兰	芬兰	美国	美国	比利时	西班牙	意大利	日本	中国
2004	1%	13%	1%	2%	2%	2%	1%	0%	2%	7%	2%	3%	0%	3%	1%	0.37%
2005	1%	13%	1%	2%	2%	2%	1%	0%	2%	7%	2%	2%	1%	3%	1%	0.25%
2006	1%	12%	1%	2%	2%	2%	1%	0%	3%	4%	2%	1%	2%	2%	1%	1.38%
2007	1%	13%	1%	2%	3%	1%	1%	0%	4%	5%	2%	1%	3%	1%	1%	1.26%
2008	1%	15%	1%	4%	2%	2%	1%	1%	3%	5%	2%	1%	1%	1%	1%	1.21%
2009	1%	16%	1%	4%	2%	2%	1%	1%	3%	4%	2%	1%	1%	1%	1%	1.75%
2010	2%	16%	1%	4%	3%	2%	1%	1%	2%	4%	2%	1%	1%	1%	1%	0.40%
2011	2%	16%	2%	4%	3%	2%	1%	2%	2%	4%	2%	1%	2%	1%	1%	0.49%
2012	2%	15%	2%	4%	2%	2%	1%	2%	2%	3%	2%	1%	1%	2%	1%	0.62%
2013	2%	14%	1%	5%	3%	3%	2%	0%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	1%	0.44%
2014	2%	13%	1%	4%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	1%	0.51%
2015	3%	13%	2%	4%	3%	2%	2%	1%	3%	3%	2%	1%	2%	1%	1%	0.56%
2016	6%	13%	2%	4%	3%	2%	3%	1%	3%	3%	2%	1%	2%	1%	1%	0.57%
2017	6%	12%	2%	4%	4%	3%	3%	1%	3%	2%	1%	1%	2%	0%	1%	0.29%
2018	7%	12%	3%	4%	3%	3%	3%	1%	3%	3%	1%	1%	2%	1%	1%	0.35%
2019	8%	14%	3%	4%	3%	3%	3%	1%	3%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	0.45%
2020	9%	11%	5%	4%	3%	3%	3%	1%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0.45%
2021	10%	10%	5%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	0%	0.43%
2022	9%	12%	5%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0.47%

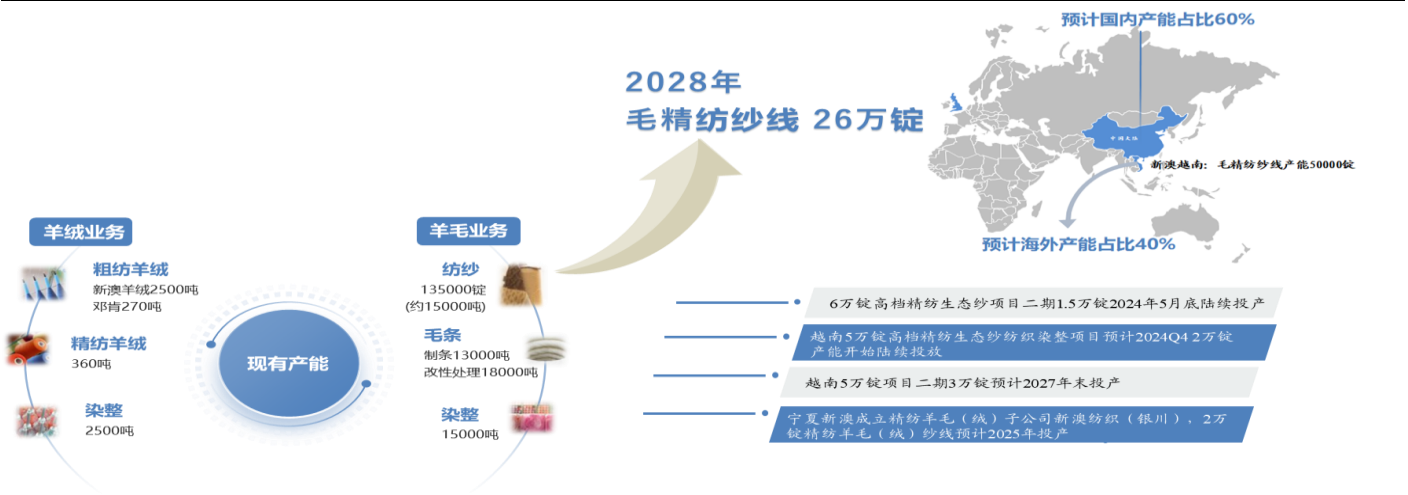
羊毛纱线：美国从各国进口占比 (%)															
	秘鲁	意大利	土耳其	印度	法国	英国	爱尔兰	日本	德国	乌克兰	挪威	加拿大	冰岛	罗马尼亚	中国
2004	7%	27%	1%	0%	3%	4%	0%	3%	2%	2%	1%	2%	1%	0%	0%
2005	17%	36%	3%	0%	2%	4%	0%	5%	2%	2%	1%	4%	1%	0%	0%
2006	15%	19%	4%	0%	1%	2%	0%	3%	2%	2%	1%	9%	1%	1%	4%
2007	15%	20%	4%	0%	0%	2%	0%	4%	2%	2%	1%	7%	0%	1%	5%
2008	22%	18%	4%	0%	0%	3%	0%	4%	2%	3%	1%	7%	0%	3%	3%
2009	21%	15%	5%	0%	0%	1%	1%	4%	2%	3%	0%	11%	0%	1%	3%
2010	27%	14%	10%	0%	0%	1%	0%	2%	4%	4%	0%	4%	0%	1%	3%
2011	29%	19%	12%	0%	0%	1%	0%	2%	2%	4%	1%	1%	0%	2%	3%
2012	29%	17%	11%	0%	0%	2%	0%	3%	2%	5%	1%	1%	0%	2%	5%
2013	26%	14%	11%	0%	0%	1%	0%	3%	2%	4%	1%	2%	0%	2%	8%
2014	36%	15%	7%	0%	0%	1%	0%	2%	7%	4%	1%	3%	0%	3%	7%
2015	39%	14%	9%	0%	0%	1%	0%	2%	1%	5%	1%	3%	0%	2%	9%
2016	36%	13%	7%	0%	0%	2%	0%	3%	2%	4%	0%	3%	0%	1%	8%
2017	43%	11%	6%	0%	0%	2%	0%	2%	1%	5%	0%	3%	0%	1%	7%
2018	50%	12%	6%	0%	1%	3%	0%	2%	1%	4%	0%	4%	0%	1%	8%
2019	45%	12%	5%	1%	1%	3%	0%	2%	2%	3%	0%	2%	0%	1%	5%
2020	49%	10%	7%	3%	1%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	2%	0%	1%	3%
2021	74%	11%	11%	4%	1%	3%	2%	3%	2%	2%	1%	2%	1%	2%	3%
2022	63%	9%	8%	5%	3%	2%	2%	3%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	2%
2023	61%	9%	6%	5%	4%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

数据来源：ITC、开源证券研究所

排期过长、外协产能提升，毛精纺纱线产能瓶颈。目前公司羊毛产能利用率过高，无法满足现有订单所需，导致目前交期处于历史最长。为满足订单生产要求，部分羊毛业务采用外协加工模式，2023 年外协加工 1700 吨，2024 年外协加工预计 2500 吨，但受限于外协设备和技术限制，外协加工以粗纺纱线为主，盈利能力低于资产。未来新增产能的投建，一方面将缓解订单压力，有效缩短交期，另一方面，羊毛行业竞争格局向头部集中，加速产能扩张将进一步巩固公司行业龙头地位，同时利用规模效益实现降本增效

毛精纺纱线积极扩产，2024 年产能或成全球第一，2028 年产能预计达 26 万锭。2023 年毛精纺纱线产能 13.5 万锭，2024 年底预计达 15 万锭。长期看，每年将实现 10%-15% 的产量增长，预计 2028 年毛精纺纱线产能规模将达到 26 万锭。

图50：预计 2028 年毛精纺纱线产能规模将达到 26 万锭，其中海外产能布局占比 40%



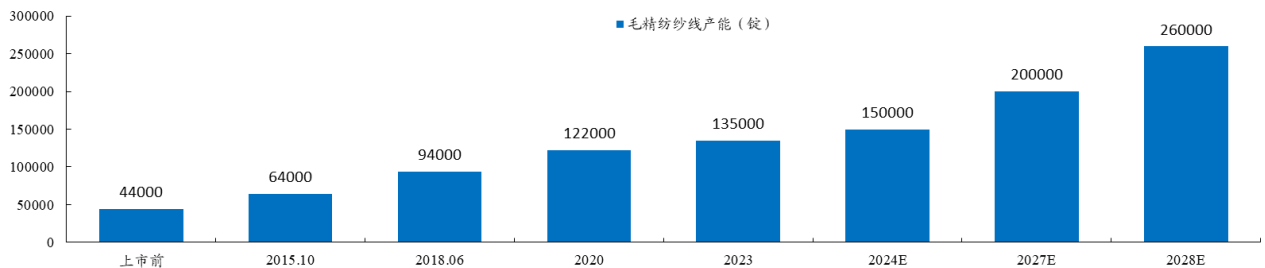
资料来源：公司公告、开源证券研究所

毛精纺纱线扩产计划如下：

(1) 60,000 锭高档精纺生态纱项目二期正有序推进，其中 13,000 锭技改项目已于 2023 年投产，后续 15,000 锭将于 2024H1 陆续投产。

(2) 越南 50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目，预计 2024Q4 20,000 锭产能陆续投放，2025 年 6 月全面投产。第二阶段 30,000 锭预计 2027 年建设完成并陆续投产。

(3) 成立精纺羊毛（绒）子公司新澳纺织（银川），拟利用子公司宁夏新澳羊绒纺织园区现有生产车间，购置先进的精梳机、针梳机、粗纱机、细纱机、络筒机等设备，通过细络联搭建智能化、连续化纺纱生产线，选用复精梳及纺纱技术，生产高品质精纺羊毛纱、羊绒纱，项目建设完成将形成年产 2700 吨（20,000 锭）高品质毛（绒）纱产能，其中精纺高品质羊毛纱线产能占比 85%，精纺高品质羊毛及羊绒混纺纱线产能占比 15%，预计 2025 年 10 月投产。

图51：毛精纺纱线产能由 4.4 万锭扩至 13.5 万锭，预计 2024 年成为全球第一


项目名称	资金及来源	2015	2017	2018	2020	2023	2024E	2028E
20,000 锭高档毛精纺生态纱项目	2.55 亿元，募集资金	2015 年完工达产						
30,000 锭紧密纺高档生态纺织项目	6.54 亿元，募集资金+自筹+金融机构贷款		2017H2 20,000 锭建成投产	2018H1 10,000 锭建成投产				
60,000 锭高档精纺生态纱项目	12.5 亿元，自筹+金融机构贷款				2020 年一期 28,000 锭产能释放	2023 年二期中的 1.3 万锭技改项目已投产	1.5 万预计 2024H1 投产	
新澳越南 50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目	10.96 亿元，自筹+金融机构贷款						一期 2 万锭预计于 2024Q4 陆续投产	二期 3 万锭预计 2027 年建设完成并陆续投产
20,000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目	2.5 亿元，自筹+金融机构贷款							2 万锭高品质精纺纱生产线，预计 2025 年 10 月投产

数据来源：公司公告、开源证券研究所

羊绒纱线技改升级，产能利用率逐步提升。 预计 2020-2023 年羊绒产能利用率分别为 11.63%/47.89%/56.47%/66.75%，（1）国内：2020 年新澳羊绒正式运行后，未来在羊绒搬迁技改、老旧设备改造下，产能利用率仍有较大提升空间，目前宁夏新澳拥有 35 条生产线，其中 2 条生产线设备老旧，2022 年宁夏新澳启动精纺羊绒搬迁技改项目，对标欧洲先进技术，未来将进一步释放潜在精纺羊绒产能。（2）国外：邓肯已完成部分老旧设备改造，自动化程度提升预计降低用工成本提升盈利水平。

表11：毛条、改性处理及染整产能提升，羊绒业务产能爬坡

单位：吨	上市前		2018 新增	2019 新增	2022 新增	2023 新增	2023 年产能
毛精纺纱线	6600						15000 (48 支)
毛条	7000	6000 吨毛条+12000 吨功能性纤维改性处理项目			3000	3000	13000
改性处理	10000	3.8 亿元自筹+金融贷款			6000	6000	18000
染色	8000	年产 15,000 吨生态毛染整搬迁项	5000	3000			15000
后整理		目, 4.7 亿元募集+自筹+金融贷款	5000	2000			
粗纺羊绒		新澳羊绒					2500
		英国邓肯			英国邓肯技术改造		270
精纺羊绒		新澳羊绒			精纺羊绒搬迁技改		360
羊绒染整							2500

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

整体预计 2024-2026 年收入同比分别+14.2%/+14.0%/+13.5%，毛利率分别为 18.7%/18.8%/18.9%，具体分品类看：

(1) 毛精纺纱线：2024-2026 年收入预计同比增长 13.4%/11.4%/11.1%，主要由量驱动，结合公司产能扩张节奏，预计每年产量保持双位数复合增长，销量方面，预计 2024-2026 年销量分别为 14%、11%、11%，受益于自有产能新扩及爬坡贡献，同时 2024 年预计产能瓶颈下外协产能显著增加。价格方面，目前羊毛价格处于低位，单价有望随毛价反弹而小幅提升，2026 年预计保持稳定。毛利率方面，预计 2024-2026 年分别为 25.3%/25.4%/25.4%，毛价反弹下公司拥有低成本库存储备，同时及细支羊毛纱线、功能性纱线收入占比有望进一步提升。

(2) 羊绒纱线：2024-2026 年收入预计同比增长 18.8%/20.8%/20.2%，主要由量驱动，销量方面，子公司新澳羊绒定位中高端、邓肯定位顶奢，公司通过整合新澳羊绒和英国邓肯两者优势资源，随着客户开拓，产能利用率预计持续提升。价格方面，由于 2023Q2 加大低单价但高毛利率的混纺纱线开发，2024H1 单价预计有所下降，2025-2026 年预计小幅提升。毛利率方面，2023 年新澳羊绒从租赁转为固定资产，折旧及财务成本增加导致毛利率下降，长期看，随着产能利用率提升、产品结构改善（预计目前混纺产品占比约 40%），毛利率有望提升。

(3) 羊毛毛条：2024-2026 年收入预计同比增长 12.4%/10.9%/8.5%，作为中间品，下游需求较为稳定，2023 年需求受毛价下跌影响单价，进而导致毛利率大幅下降，2024 年预计毛价底部企稳，2024-2026 年毛利率修复且中期保持稳定。

费用率：销售费用率预计为稳定略降趋势，主要系 2023 年进行品牌形象升级、营销资源投入以及相关展业活动预计均摊费用。2024-2026 年预计股权激励的摊销费用分别为 1849、896、385 万元，预计将导致财务费用率提升。其他费用率假设随着收入增长稳中有降。

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 4.5/5.3/6.1 亿元，对应增速 +11.8%/+17.8%/+15.0%，归母净利率 8.9%/9.2%/9.3%。

表12: 预计 2024-2026 年收入同比分别+14.2%/+14.0%/+13.5%，归母净利润同比+11.8%/+17.8%/+15.0%

单位: 百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	3445	3950	4438	5067	5778	6556
YOY	51.6%	14.6%	12.4%	14.2%	14.0%	13.5%
毛精纺纱线	2060	2244	2497	2833	3157	3506
YOY	29.1%	8.9%	11.3%	13.4%	11.4%	11.1%
销量	13364	13644	14983	17080	18959	21045
yoy	45.6%	3.2%	10.3%	14.0%	11.0%	11.0%
单价	15.4	16.4	16.7	16.6	16.7	16.7
yoy	-4.8%	6.7%	1.4%	(0.5%)	0.4%	0.1%
羊绒纱线	830	1071	1222	1452	1754	2109
YOY	324.6%	29.0%	14.1%	18.8%	20.8%	20.2%
销量	1302	1608	1996	2634	3214	3856
yoy	368.3%	23.5%	24.1%	32%	22%	20%
单价	63.8	66.6	61.3	55.1	54.6	54.7
yoy	-9.3%	4.5%	-8.1%	(10.0%)	(1.0%)	0.2%
羊毛毛条	495	586	661	743	824	894
YOY	24.9%	18.3%	12.8%	12.4%	10.9%	8.5%
销量	5275	5938	7179	8,041	8,845	9,552
yoy	23.4%	12.6%	20.9%	12%	10%	8%
单价	9.4	9.9	9.2	9.24	9.3	9.4
yoy	1.2%	5.1%	-6.7%	0.4%	0.8%	0.5%
改性处理及染整	41	27	32	37	41	44
YOY	-38.0%	-35.3%	21.1%	13.9%	10.6%	8.3%
销量	3042	2560	3192	3671	4038	4361
yoy	-12.4%	-15.9%	24.7%	15%	10%	8%
单价	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
yoy	-29.3%	-23.1%	-2.9%	-1.0%	0.5%	0.3%
毛利率	19.1%	18.8%	18.6%	18.7%	18.8%	18.9%
毛精纺纱线	23.2%	25.4%	25.1%	25.3%	25.4%	25.4%
羊绒纱线	13.7%	11.4%	12.7%	12.7%	13.0%	13.5%
羊毛毛条	8.4%	5.5%	3.6%	4.5%	5.5%	5.5%
改性处理及染整	28.6%	30.9%	32.3%	32.3%	32.3%	32.3%
费用率	8.3%	7.2%	7.4%	7.7%	7.4%	7.3%
销售费用率	1.9%	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%
管理费用率	3.0%	3.0%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%
研发费用率	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用率	0.6%	-0.3%	-0.1%	0.4%	0.2%	0.2%
归母净利润	298	390	404	452	532	612
YOY	96.9%	30.7%	3.7%	11.8%	17.8%	15.0%
归母净利率	8.7%	9.9%	9.1%	8.9%	9.2%	9.3%

数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

我们选取南山智尚（毛纺一体化龙头）、百隆东方（色纺纱龙头）、富春染织（色纺龙头）、伟星股份（辅料龙头）作为可比公司。与可比公司相比，2024年新澳股份PE低于可比公司平均。从PEG角度看，可比公司平均PEG（2023年对应PE/未来三年净利润复合增速）约为0.92，预计新澳股份2024-2026年公司利润CAGR为15%，对应PEG为0.9，仍有进一步提升空间，在羊毛（绒）需求扩容+竞争格局优化背景下，公司在宽带战略引领下，凭借自身竞争力开拓新品类和客户，产品线拓展并切入羊绒纱线领域，配合积极的全球化产能扩张步伐，成长空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

表13：2024年新澳股份PE低于可比公司平均

证券简称	评级	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			2024-2026 三年利润 CAGR	PE			总市值 (亿元)
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
南山智尚	买入	10.5	2.4	2.9	3.3	20%	20%	13%	18%	15.5	13.0	11.5	37.8
百隆东方	未评级	5.1	6.0	8.0	9.2	19%	34%	15%	22%	12.7	9.5	8.3	76.4
富春染织	未评级	10.9	2.2	2.8	3.2	111%	26%	16%	46%	7.4	5.9	5.1	16.4
伟星股份	买入	13.3	6.6	7.5	8.5	18%	14%	13%	15%	23.6	20.7	18.3	155.2
平均值		9.8	4.3	5.3	6.1	26%	23%	14%	21%	14.8	12.3	10.8	71.4
新澳股份	买入	7.4	4.5	5.3	6.1	12%	18%	15%	15%	11.9	10.1	8.8	54.0

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：新澳股份、伟星股份、南山智尚为开源证券研究所预测，其余为Wind一致预测，收盘价截至2024年6月19日

6、风险提示

(1) 原材料价格波动：公司主要原材料为澳大利亚和新西兰羊毛，其价格波动将导致原材料成本以及产品价格变化，由于公司主要产品羊毛纱线、羊绒纱线、羊毛毛条的直接材料成本占比均达80%以上，因此原材料价格波动对公司毛利率影响较大。

(2) 产能扩张不及预期：公司计划在国内宁夏地区和越南扩张产能，越南地区的法律法规、政策体系、文化等方面与国内差异较大，因此存在一定的管理和运营风险，产能扩张有可能不及预期。

(3) 汇率变动风险：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。

(4) 新市场拓展不及预期：公司羊毛业务产品线不断扩展，包括高附加值的家纺、产业用和新材料应用，羊绒业务产品亦处在开拓客户阶段，若市场开拓不及预期，则可能导致公司经营业绩不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3307	3524	4111	4556	5213
现金	955	1027	1172	1337	1517
应收票据及应收账款	369	415	436	559	557
其他应收款	33	19	41	27	50
预付账款	7	7	9	10	12
存货	1745	1856	2253	2424	2879
其他流动资产	198	199	199	199	199
非流动资产	1339	2121	2249	2377	2484
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1147	1624	1730	1843	1933
无形资产	98	185	201	216	234
其他非流动资产	95	313	318	318	318
资产总计	4646	5645	6360	6932	7698
流动负债	1446	1950	2473	2769	3192
短期借款	606	580	1448	1287	1930
应付票据及应付账款	593	798	649	1048	856
其他流动负债	247	572	376	434	405
非流动负债	168	400	330	260	188
长期借款	150	380	311	240	169
其他非流动负债	18	19	19	19	19
负债合计	1615	2350	2803	3028	3380
少数股东权益	74	125	154	188	227
股本	512	731	731	731	731
资本公积	1049	892	892	892	892
留存收益	1401	1600	1810	2072	2370
归属母公司股东权益	2957	3170	3403	3716	4091
负债和股东权益	4646	5645	6360	6932	7698

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	373	552	36	937	171
净利润	409	430	481	566	651
折旧摊销	130	154	162	187	214
财务费用	-12	-5	20	12	10
投资损失	-4	-2	-3	-4	-4
营运资金变动	-155	-68	-625	174	-701
其他经营现金流	6	43	1	2	1
投资活动现金流	-125	-671	-287	-311	-317
资本支出	101	681	290	314	321
长期投资	0	-8	0	0	0
其他投资现金流	-24	19	3	3	4
筹资活动现金流	26	136	-471	-299	-318
短期借款	54	-26	868	-162	644
长期借款	150	230	-70	-70	-72
普通股增加	0	219	0	0	0
资本公积增加	4	-157	0	0	0
其他筹资现金流	-181	-130	-1270	-67	-889
现金净增加额	288	43	-723	326	-464

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3950	4438	5067	5778	6556
营业成本	3207	3612	4120	4689	5317
营业税金及附加	17	26	30	34	38
营业费用	72	94	106	120	133
管理费用	118	126	139	158	179
研发费用	107	111	122	138	154
财务费用	-12	-5	20	12	10
资产减值损失	-16	-22	-20	-20	-20
其他收益	15	30	30	29	26
公允价值变动收益	-4	1	-1	-2	-1
投资净收益	4	2	3	4	4
资产处置收益	38	1	1	1	1
营业利润	469	484	542	639	734
营业外收入	2	6	3	4	4
营业外支出	3	5	3	3	4
利润总额	467	486	543	639	735
所得税	59	55	62	73	84
净利润	409	430	481	566	651
少数股东损益	19	26	29	34	39
归属母公司净利润	390	404	452	532	612
EBITDA	615	669	745	881	1010
EPS(元)	0.53	0.55	0.62	0.73	0.84

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	14.6	12.4	14.2	14.0	13.5
营业利润(%)	32.8	3.4	11.9	17.9	15.0
归属于母公司净利润(%)	30.7	3.7	11.8	17.8	15.0
获利能力					
毛利率(%)	18.8	18.6	18.7	18.8	18.9
净利率(%)	9.9	9.1	8.9	9.2	9.3
ROE(%)	13.5	13.1	13.5	14.5	15.1
ROIC(%)	11.4	10.4	9.8	11.5	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	34.8	41.6	44.1	43.7	43.9
净负债比率(%)	-6.0	5.8	19.2	7.4	15.8
流动比率	2.3	1.8	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.1	0.8	0.7	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	12.5	11.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.7	8.2	15.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.55	0.62	0.73	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.76	0.05	1.28	0.23
每股净资产(最新摊薄)	4.05	4.34	4.66	5.09	5.60
估值比率					
P/E	13.9	13.4	11.9	10.1	8.8
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.4	8.3	8.2	6.5	6.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn