

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.67
总股本/流通股本(亿股)	7.31 / 7.16
总市值/流通市值(亿元)	56 / 55
52周内最高/最低价	8.45 / 6.38
资产负债率(%)	41.6%
市盈率	13.70
第一大股东	浙江新澳实业有限公司

研究所

分析师: 李媛媛
SAC 登记编号: S1340523020001
Email: liyuanyuan@cnpsec.com

新澳股份(603889)

毛纺龙头，份额提升，盈利优化

● 投资要点

(1) 毛纺龙头制造商，收入业绩稳健增长。公司可追溯至1991年，主营毛精纺纱、羊绒纱线及羊毛毛条的研发、生产和销售，深耕毛纺行业30余年，在浙江、宁夏、英国、越南拥有生产基地。23年公司毛精纺纱/羊毛毛条/羊绒纱线产能分别为1.5万吨(折48支计算)/1.3万吨/3130吨，配套羊毛/羊绒染整1.5万吨/2500吨。公司实际控制人为沈建华先生，截至2024Q1直接持有公司14.22%股份，通过新澳实业控股30.49%，公司上市以来推进2期股权激励绑定核心员工，团队稳定，核心员工获得股权。公司2023年收入/归母净利润分别为44.38亿元/4.04亿元，11年-23年对应复合增速分别为9.67%/12.52%，收入业绩稳定增长；24Q1公司收入/归母净利润分别为11.00亿元/0.96亿元，同比增速分别为12.50%/6.59%，得益于下游补库需求收入稳健增长，受短期原材料价格影响等利润端稍逊色。

(2) 千亿级毛纺市场，外销向好，行业格局优化。毛纺市场规模大：1) 21年国内规模以上毛纺及印染加工市场规模超过1500亿元，近年保持平稳；2) 22年中国毛纱线产量为18万吨，若以16.5万元/吨价格测算，则对应产值规模为297亿元，23年羊绒产量为1.76吨，若以61万元/吨的纱线价格测算，则对应产值规模为110亿元。行业外销向好，内销品类渗透空间大：1) 24年1-5月毛纺原料及制品出口额同比-3.6%，5月降幅收窄至2%，稳中向好；2) 国内线上羊绒/羊毛服装快速增长，品类渗透率有望提升。行业经过17年-21年洗牌，规模以上企业平均收入提升，盈利恢复，行业格局向好。羊毛纱线领域德国南毛集团、新澳股份为全球头部企业，国内量份额分别为9.4%/8.3%，差距不断缩小；羊绒纱线领域行业集中度高，康赛妮、新澳股份为国内前两大厂家，国内量份额分别达30%/13%；整体龙头优势不断强化。

(3) 羊绒业务收入业绩双发力，产能扩张助力份额提升，毛价低位有望改善盈利。收入端看，公司近年宽带战略扩宽天花板：1) 依托研发创新不断扩展新赛道，22年运动户外纱线占毛精纺纱量的25%，向梭织纱线、家纺及产业用纱等领域扩展；2) 加快电商等中端客户扩展，国内品牌客户获得较快增长；3) 羊绒业务快速发展，23年收入约12亿元，通过挖掘客户需求、丰富产品结构等将获得快速成长。公司积极扩产，预计24-25年将新增5.5万吨精纺纱线，产能充裕助力份额提升。从盈利端来看：1) 澳毛价格处于历史低位，Q2以来在1150澳分/kg附近震荡，向下有限，若维持相对稳定或上涨均有望带来毛利率改善；2) 23年羊绒业务净利率仅6.7%，低于公司平均水平，未来产能利用率提升+技术管理改进+产品结构优化等均将带来净利率提升。

● 投资建议

我们预计 2024 年-2026 年公司收入分别为 50.36 亿元、57.07 亿元、64.39 亿元，同比增速分别为 13.5%、13.3%、12.8%，归母净利润分别为 4.6 亿元、5.2 亿元、5.9 亿元，截止最新收盘日（2024 年 7 月 11 日）对应 PE 为 12.3 倍、10.9 倍、9.5 倍，我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

- 1) 羊毛羊绒等下游景气度下行带动客户订单需求放缓风险；
- 2) 羊绒业务降本增效不及预期；
- 3) 原材料价格下降等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,438	5,036	5,707	6,439
增长率(%)	12.37	13.47	13.32	12.82
EBITDA（百万元）	634	752	869	966
归属母公司净利润（百万元）	404	455	515	587
增长率(%)	3.70	12.54	13.17	14.09
EPS（元/股）	0.55	0.62	0.70	0.80
市盈率（P/E）	13.86	12.32	10.89	9.54
市净率（P/B）	1.77	1.64	1.52	1.41
EV/EBITDA	8.47	7.84	7.03	6.30

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 公司概况：毛纺龙头制造商，近十年收入业绩稳健增长	6
1.1 基本情况：深耕毛纺行业三十余年，注重员工激励	6
1.2 财务分析：收入业绩稳健增长，ROE 稳步提升	9
1.3 业务分析：毛精纺纱为主，羊绒业务快速成长	12
2 行业分析：千亿级毛纺市场，格局持续优化	15
2.1 产业链：羊毛为重要纺织品原料，毛纺纺纱影响产品品质具备较高产业地位	15
2.2 需求：千亿级毛纺市场，外销稳中向好，内销品类渗透有望提升	17
2.3 竞争格局：行业格局优化，龙头份额较高	21
3 未来看点：原材料价格低位+羊绒产能扩张有望带来利润率改善	23
3.1 产品&客户扩展+积极扩产打开成长天花板	23
3.2 羊毛价格低位，有望带来毛利率提升	26
3.3 羊绒业务快速成长，产能利用率提升有望优化利润率	28
4 盈利预测及投资建议	30
5 风险提示	30

图表目录

图表 1: 公司主要产品情况.....	6
图表 2: 公司主要发展历程.....	7
图表 3: 公司股权结构情况.....	8
图表 4: 公司高管情况.....	8
图表 5: 公司股权激励情况.....	9
图表 6: 公司 2011 年-24Q1 营业收入及增速.....	9
图表 7: 公司 2011 年-24Q1 归母净利润及增速.....	9
图表 8: 公司 2011 年-2024Q1 毛利率及归母净利率.....	10
图表 9: 公司 2011 年-2024Q1 期间费用率.....	10
图表 10: 公司存货、应收/应付账款周转天数及变化.....	11
图表 11: 公司经营活动现金流净额及占比净利润.....	11
图表 12: 公司资本开支情况 (亿元).....	11
图表 13: 公司 ROE 及 ROIC 变化.....	12
图表 14: 公司上市以来分红金额及分红率.....	12
图表 15: 公司上市以来股息率情况.....	12
图表 16: 公司收入分品类占比情况.....	13
图表 17: 公司分品类毛利率情况.....	13
图表 18: 公司分业务收入情况 (百万元).....	13
图表 19: 公司 2015 年-2023 年毛精纺纱销量及变化.....	14
图表 20: 公司 2015-2023 年毛精纺纱 ASP 变化.....	14
图表 21: 公司 2020 年-2023 年羊绒纱线销量及变化.....	14
图表 22: 公司 2010-2023 年羊绒纱线 ASP 变化.....	14
图表 23: 公司分地区收入占比情况.....	15
图表 24: 公司分地区毛利率情况.....	15
图表 25: 纺织原料构成.....	15
图表 26: 毛的主要分类.....	15
图表 27: 毛纺产业链条情况.....	16
图表 28: 毛纺纱线产品的分类及特征.....	17
图表 29: 中国规模以上毛纺及印染加工企业收入及增速.....	17
图表 30: 中国毛纺原料及制品出口金额及增速.....	18
图表 31: 2023 年中国主要毛纺产品出口金额及增速 (美元).....	18
图表 32: 中国毛纺原料及制品出口地区分布及增速.....	19
图表 33: 美国/欧盟/日本毛纺产品进口国情况.....	19
图表 34: 中国羊毛进口量及金额.....	19
图表 35: 2023 年中国羊毛分地区进口金额及增速 (美元).....	19

图表 36:	全球羊毛羊绒产量及结构	20
图表 37:	中国羊绒产量及增速情况(万吨)	20
图表 38:	全球毛纺行业市场规模(亿美元)	20
图表 39:	中国规模以上毛纺及印染加工企业数量及平均营收	21
图表 40:	中国规模以上毛纺及印染加工企业平均利润及利润率	21
图表 41:	羊毛产业链竞争对手情况	22
图表 42:	羊绒产业链竞争对手情况	23
图表 43:	公司近年来羊毛纱线产品创新及应用变化	24
图表 44:	公司毛精纺纱、羊绒产能变化情况	25
图表 45:	公司羊毛、羊绒产能利用率	25
图表 46:	公司上市以来募集资金以及自有资金产能扩展情况	25
图表 47:	公司毛精纺纱成本结构及单位成本	27
图表 48:	公司羊绒业务成本结构及单位成本	27
图表 49:	澳毛价格与公司毛利率情况(澳分/kg)	28
图表 50:	近期澳毛价格变化(澳分/kg)	28
图表 51:	新澳羊绒营业收入及净利润(百万元)	29
图表 52:	英国邓肯营业收入及净利润(百万元)	29
图表 53:	公司羊绒业务产能利用率与净利率	29
图表 54:	公司与浙江中鼎羊绒业务毛利率比较	29
图表 55:	公司收入成本假设	30

1 公司概况：毛纺龙头制造商，近十年收入业绩稳健增长

1.1 基本情况：深耕毛纺行业三十余年，注重员工激励

毛精纱线龙头制造商。公司前身新华毛纺成立于1991年，主营业务为毛精纺纱及中间产品羊毛毛条的研发、生产和销售，深耕毛纺行业30余年，已建立起毛条—染色—纺纱一体化的产业链，2019年涉足羊绒纱线业务，实现多品类协同发展，是国内“精梳羊毛纱单项冠军”。

- **产能情况：**截至23年，公司毛精纺纱/羊毛毛条/羊绒纱线产能分别为1.5万吨（折48支计算）/1.3万吨/3130吨（新澳羊绒粗纺2500吨、英国邓肯粗纺270吨、精纺360吨），配套羊毛染整1.5万吨、羊绒染整2500吨。目前，子公司新澳越南“5万吨高档精纺生态纱纺织染整项目”正在建设中，项目一期2万吨预计今年底至2025年建设完成并陆续投产；公司“60,000锭高档精纺生态纱项目”二期有序推进，其中13,000锭技改项目已投产，淘汰部分落后产能，后续15,000锭设备陆续到厂安装调试，预计今年年中陆续投产。
- **产能基地：**公司产能全球化布局初显，目前在浙江、宁夏、英国苏格兰以及越南西宁市合计设有7家生产企业。其中母公司新澳股份采购毛条生产纱线并对外销售，新中和采购澳大利亚、新西兰等地的优质羊毛，生产毛条，其中部分供应给新澳股份，其余对外销售，同时为新澳股份提供毛条改性处理加工服务；厚源纺织提供染整加工服务；宁夏新澳及英国邓肯主要生产高端羊绒纱线，新澳越南为东南亚纱线制造基地。

图表1：公司主要产品情况

	毛精纺纱	羊绒纱线	羊毛毛条
产品图			
收入/占比	23年收入24.97亿元，占比56.27%	23年收入12.22亿元，占比27.54%	23年收入6.61亿元，占比14.88%
产能	1.5万吨	3130吨	1.3万吨
销量/单价	23年销量1.5万吨，单价16.7万元/吨	23年销量1996吨，单价61.3万元/吨	23年销量7179吨，单价9.2万元/吨
生产基地	母公司新澳股份	子公司宁夏新澳羊绒、英国邓肯	子公司新中和

资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

- **客户情况：**公司产品定位中高端，纱线产品客户分散度较高，主要分为品牌服装商和贴牌服装生产商两大类，共有5000多家客户、500多个服装品牌，包括哥弟、雅戈尔、江南布衣、PRADA、BURBERRY、BOSS、COS等。

根据产业链布局及扩产节奏，公司30年发展历程可以分为以下四个阶段：

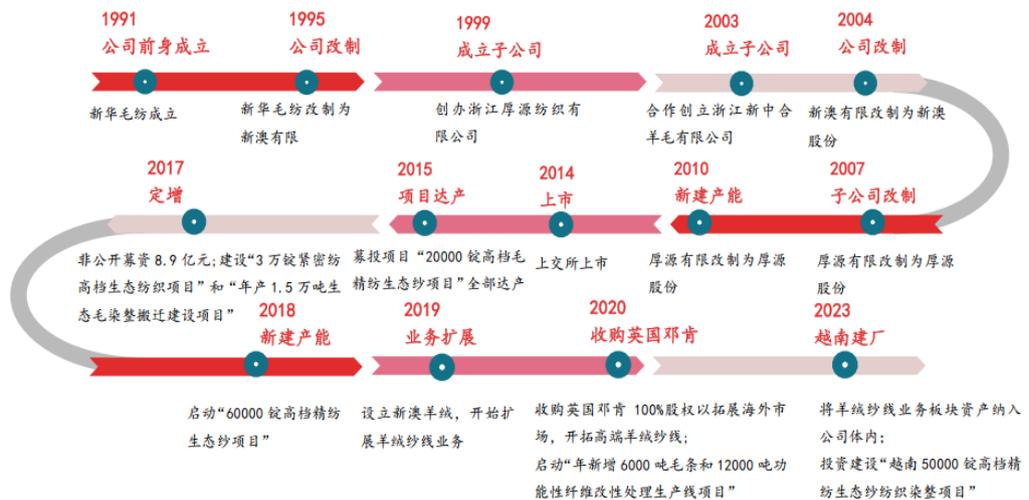
1) 1991年-1998年，**初创期。**新澳股份前身为新华毛纺，于1991年成立，主要从事羊毛纺纱业务，1995年改制为浙江新澳纺织有限责任公司，完成初期产权界定。

2) 1999年—2013年，布局上下游，初步扩产能。1999年公司创办浙江厚源纺织有限公司，负责提供毛条染整及纱线染整，进一步完善纱线产品的后道加工程序；2003年公司与台湾中和羊毛工业股份有限公司合作创立合资合作企业浙江新中合羊毛有限公司，主营羊毛改性处理和毛条生产，完成向毛纺产业链上游的延伸，同年推出纱线产品“Cashfeel”；2004年公司改制为股份公司；2010年新澳股份新增10000锭纺纱项目，子公司厚源纺织原有8800锭纺纱设备搬迁工程顺利完成，生产力跃居世界前列。

3) 2014年—2018年，公司上市，产能扩张。公司2014年在上交所上市；2015年，公司募投项目“20000锭高档毛精纺生态纱项目”全部达产；2017年，公司非公开募资8.9亿元，建设“30000锭紧密纺高档生态纺织项目”和“年产15000吨生态毛染整搬迁建设项目”，以上项目分别于2018年和2021年投产/完成验收。伴随客户订单规模的扩大，公司于2018年启动“60000锭高档精纺生态纱项目”，其中一期28000锭已于2020年投产，二期的13000锭于2023年下半年投产，公司上市以来不断扩充产能，国内份额不断提升。

3) 2019年—至今，拓展羊绒业务，加快海外布局。2019年12月，公司设立宁夏新澳羊绒有限公司，开始扩展羊绒纱线业务，丰富产品结构；2020年6月，公司以4200万元收购英国邓肯100%股权，加快粗纺羊绒技术、销售等方面提升，开拓高端羊绒纱线业务，同年启动“年新增6000吨毛条和12000吨功能性纤维改性处理生产线项目”，一期的3000吨毛条和6000吨功能性纤维改性处理产能已于2022年实现投产；2023年4月审议通过宁夏新澳拟以现金5.95亿元向宁夏浙澳购买资产包，将羊绒资产纳入上市公司体内，同年投资建设“越南50000锭高档精纺生态纱纺织染整项目”，实现产能东南亚布局。

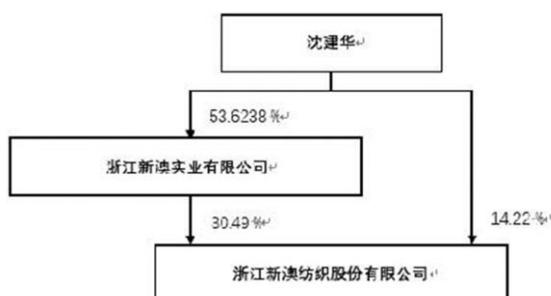
图表2：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，公司公告、中邮证券研究所

公司实控人控制股份比例为 44.71%，高管团队稳定。公司实际控制人为沈建华先生，截至 2024Q1，直接持有公司 14.22% 的股份，并通过控股股东新澳实业控制 30.49%，合计控制上市公司 44.71% 的股份，上市以来未减持。公司核心高管团队较为稳定，加入公司时间较长，拥有丰富经验。

图表3：公司股权结构情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表4：公司高管情况

姓名	职务	年龄	履历
沈建华	董事长	60	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	51	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。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（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。2023年12月起至今担任新澳纺织英国有限公司董事。2020年1月起担任新澳股份董事、常务副总经理。
刘培意	董事、常务 副总经理	42	近五年，一直担任新澳股份副总经理。2020年1月起任公司董事、副总经理。
沈剑波	董事、 副总经理	49	2007年至2018年任公司财务科科长；2010年4月起至今担任浙江厚源纺织股份有限公司董事。2019年12月担任宁夏新澳羊绒有限公司董事。2023年12月起至今担任新澳纺织英国有限公司董事。现任本公司董事、财务总监。
王玲华	董事、 财务总监	46	近五年，曾就职于浙江广洋投资管理有限公司等。2021年2月起任新澳股份董事。
王雨婷	董事	34	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	40	2015年1月至2023年1月任公司证券事务代表，2022年4月起任公司董事会秘书。
郁晓璐	董事会秘书	37	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

上市以来注重员工激励。公司上市以来注重员工激励，2015年-2017年进行第一次员工激励，涉及高管及核心员工26人，授予股份261万股，考核业绩指标均已达成；2023年9月，公司发布第二期股权激励计划，合计授予高管及核心骨干354人，授予1,753万股（占总股本的2.45%），23年考核业绩指标已达成。此外，公司羊绒业务中，宁夏新澳羊绒子公司中，公司持股比例为70%，员工持股剩余30%持股比例，公司注重员工激励，共享公司成长红利。

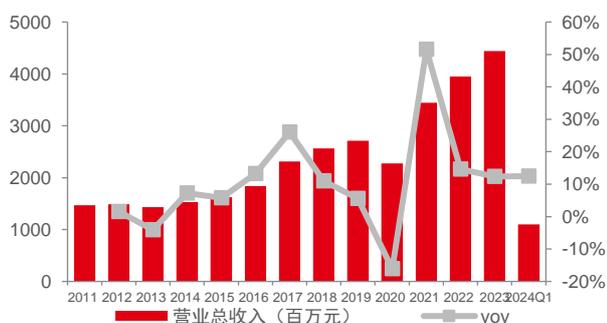
图表5：公司股权激励情况

	第一次股权激励	第二次股权激励
考核期限	2015 年-2017 年	2023 年-2025 年
人数	26 人	354 人
股份	261 万	1,753 万
行权价格	15.03 元/股	4.11 元/股
考核目标	以 2014 年净利润为基数： 1) 2015 年净利润相比 2014 年增长不低于 5%； 2) 2016 年净利润相比 2014 年增长不低于 10%，且相比 2015 年保持增长； 3) 2017 年净利润相比 2014 年增长不低于 20%，且相比 2016 年保持增长	达到触发值解锁比例为 60%，达到目标值解锁比例为 100%；以 2022 年扣非净利润（剔除股权激励费用，下同）为基数： 1) 触发值标准：23—25 年扣非净利润相比 2022 年不低于 8%/17%/26%； 2) 目标值标准：23—25 年扣非净利润相比 2022 年不低于 11%/23%/37%
实际达成情况	均已达成	1) 23 年扣非净利润同增 13.28%，达到目标值标准； 2) 24/25 年达到触发值保底扣非净利润分别为 4.02/4.33 亿元；24/25 年达到目标标准值保底扣非净利润分别为 4.23/4.71 亿元

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 财务分析：收入业绩稳健增长，ROE 稳步提升

收入业绩稳健增长，2021 年以来回归正轨。公司 2023 年收入/归母净利润分为 44.38 亿元/4.04 亿元，11 年-23 年对应复合增速分别为 9.67%/12.52%，19 年-20 年受宏观环境影响客户下单节奏、原料价格下跌和低档混纺替代趋势等因素影响收入业绩出现下降，上市以来其余年份基本保持稳步增长。2021 年以来，公司新澳羊绒生产经营步入正轨，前期宏观因素逐步消化，收入业绩重回稳健增长。24Q1 公司收入/归母净利润分别为 11.00 亿元/0.96 亿元，同比增速分别为 12.50%/6.59%，得益于下游补库需求收入稳健增长，受短期原材料价格影响利润端稍逊色。

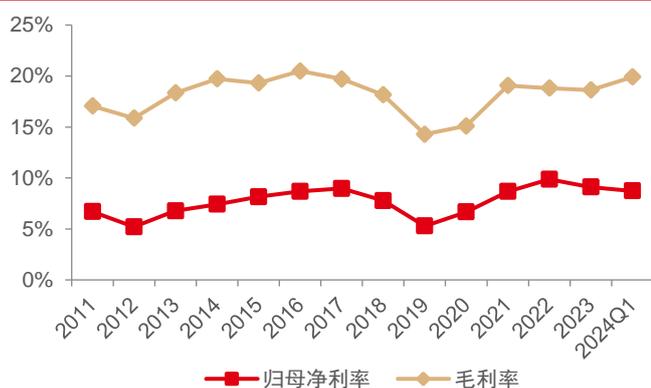
图表6：公司 2011 年-24Q1 营业收入及增速


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

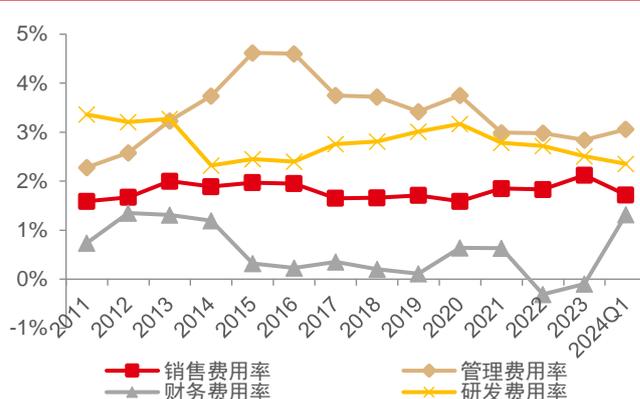
图表7：公司 2011 年-24Q1 归母净利润及增速


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

期间费用率稳定，2020年起盈利能力回升。公司自2014年上市以来整体毛利率维持在18%-20%之间，其中2019年-2020年毛利率较低，主要系：1) 18H2-20年原材料价格下跌；2) 19年中美贸易关系复杂影响出口形势，订单不足及扩产影响毛利率；3) 低档混纺替代影响价格。2020年以来受益于原材料价格上升和公司以产促销模式成效释放，公司毛利率逐步恢复。2023年/2024Q1公司毛利率分别为18.6%/19.9%，同比-1.0pct/+3.3pct，羊绒纱线业务毛利率仍处于低位带来23年毛利率下降，24年伴随产能利用率提升以及原材料价格稳定有所提升。公司销售费用率整体稳定，约2%；管理费用率与扩产周期以及收入规模效应相关，21年以来保持3%左右水平；上市以来财务费用变动主要受负债率以及汇率（20年/22年/23年汇兑收益分别为-0.1亿元/0.25亿元/0.18亿元）等因素影响；2023年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为2.1%/2.8%/2.5%/-0.1%，同比较为稳定，24Q1公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为1.7%/3.1%/2.4%/1.3%，同比变动分别为-0.03pct/-0.06pct/+1.31pct/+0.09pct，财务费用率变动较大主要系长期负债（23年收购羊绒资产）增长导致利息支出增加（24Q1为1027.6万元，同比+79%），综上2023年/2024Q1归母净利润率分别为9.1%/8.7%，处于历史较好水平。

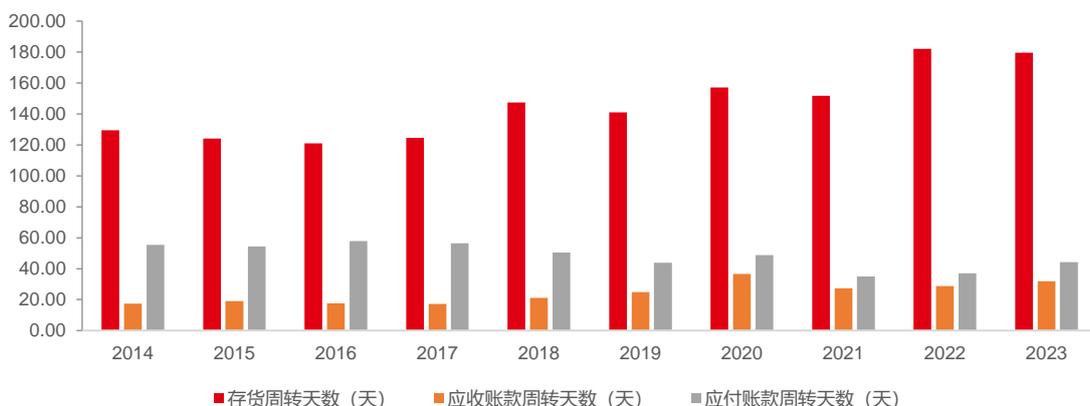
图表8：公司2011年-2024Q1毛利率及归母净利润率


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表9：公司2011年-2024Q1期间费用率


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

销售模式变化带来存货周转天数有所上升。公司2023年存货周转天数为180天，2020年以来公司改变销售模式为以产定销，存货周转天数有所提升；应收账款周转天数自2020年有所提升，主要系宏观因素影响部分客户汇款周期延长、公司为开发新兴市场主动适当放宽部分客户信用期，2023年应收账款周转天数为32天，整体账期可控；公司应付账款周转天数近期较为稳定，2023年为44天。

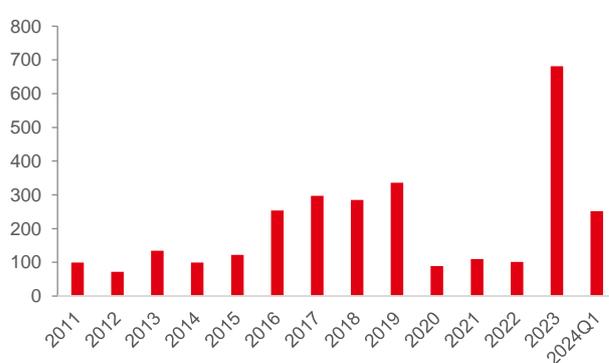
图表10：公司存货、应收/应付账款周转天数及变化


资料来源：ifind，中邮证券研究所

经营现金流净额表现健康，23年进入新一轮资本扩张周期。公司2023年经营活动现金流净额为5.5亿元，好于净利润，过去仅2018年和2021年经营活动现金流净额为负，2018年主要系存货及应收账款的增长，2021年主要系羊绒纺纱业务购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增加。在资本开支方面，公司2014年上市产能扩张带来明显资本扩张周期，2020-2022年受宏观环境等因素影响扩张步伐放缓，2023年开始新一轮扩张周期，当年资本开支6.8亿元，主要系购买羊绒资产的一次性支出，考虑到越南以及国内在建产能规划，未来保持一定的资本开支。

图表11：公司经营活动现金流净额及占比净利润


资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表12：公司资本开支情况 (亿元)


资料来源：ifind，中邮证券研究所

近年 ROE/ROIC 有所回升。公司自2014年上市以来 ROE 有所下降，主要系产能不断扩充过程中资产周转效率降低等因素影响，2020年以来 ROE 逐渐上升，主要得益于净利率的恢复。截止2023年公司 ROE/ROIC 分别为 13.2%/10.6%。

图表13: 公司 ROE 及 ROIC 变化

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROIC (%)	15.07	15.28	12.05	11.26	13.78	12.04	8.05	5.47	5.91	10.46	11.70	10.60	2.42
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	13.2
权益乘数	2.8	2.6	2.5	2.0	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7
资产周转率	1.6	1.7	1.4	1.1	1.1	1.2	1.1	0.9	0.9	0.7	1.0	0.9	0.9
净利率 (%)	6.7	5.2	6.8	7.4	8.2	8.7	9.0	7.8	5.3	6.7	8.7	9.9	9.1

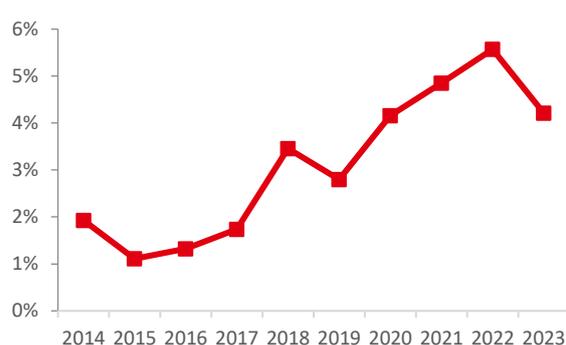
资料来源: ifind, 中邮证券研究所

分红水平高, 注重股东回报。公司 2014 年-2022 年分红率均保持在 40%以上, 2019 年及之后维持在 50%以上的高水平; 上市以来, 公司在资本市场共募集资金 13.7 亿元, 累计分红达 11.53 亿元, 股息率近三年在 4%—6%之间, 2023 年股息率为 4.2%。公司保持较高分红率, 注重股东回报, 股息率较高。

图表14: 公司上市以来分红金额及分红率



图表15: 公司上市以来股息率情况



资料来源: ifind, 中邮证券研究所

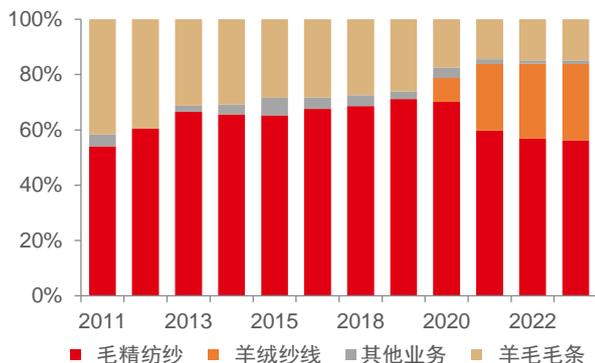
资料来源: ifind, 中邮证券研究所

1.3 业务分析: 毛精纺纱为主, 羊绒业务快速成长

毛精纺纱业务占据基本盘, 羊绒纱线业务快速发展。公司主要产品分为毛精纺纱、羊绒纱线、毛条及其他: 1) 毛精纺纱业务, 公司生产各类毛精纺纱线, 包括纯羊毛针织纱、高档天然纤维混纺纱以及化学纤维混纺纱等, 2023 年公司毛精纺纱业务收入为 25.0 亿元, 同比增长 11.3%, 占比 56.3%, 11-23 年复合增速为 10.1%, 该业务通过不断提升份额保持稳健增长, 细分地位稳固; 2023 年毛纺毛利率为 25.1%, 同比-0.29pct, 毛利率下降主要受原材料价格波动影响, 当前处于历史较佳水平。2) 羊绒纱线业务, 公司 2019 年开始拓展羊绒纱线业务, 2023 年公司羊绒纱线业务收入为 12.2 亿元, 同比增长 14.1%, 占比 27.5%, 20-23 年复合增速为 84.2%, 该业务获得快速发展; 2023 年毛利率为 12.7%, 同比+1.29pct, 新澳羊绒和英国邓肯客户结构和产品结构优化+产能利用率有所提升带来毛利率优化, 整体仍处于历史较低水平, 提升空间大。3) 羊毛毛条业务, 羊毛毛条为纺纱产业链中的中间产品, 主要用于下游纺纱, 2023 年公司羊毛毛条业务收入为 5.9 亿元, 同比增长 18.3%, 占比 14.8%, 11-23 年复合增速

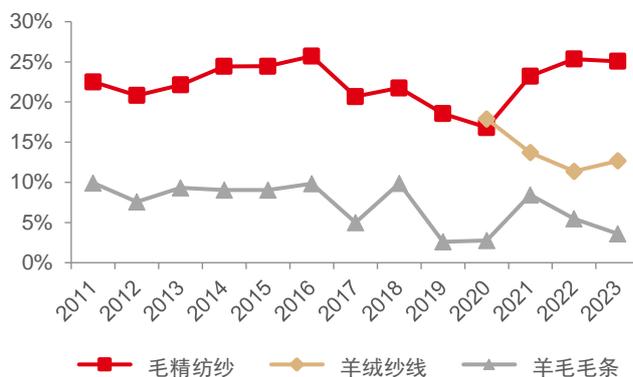
为 0.7%，羊毛毛条业务整体收入体量较小、近些年占比不断下降；2023 年毛利率为 3.6%，同比-1.87pct，主要受原材料价格波动影响。

图表16：公司收入分品类占比情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表17：公司分品类毛利率情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表18：公司分业务收入情况 (百万元)



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

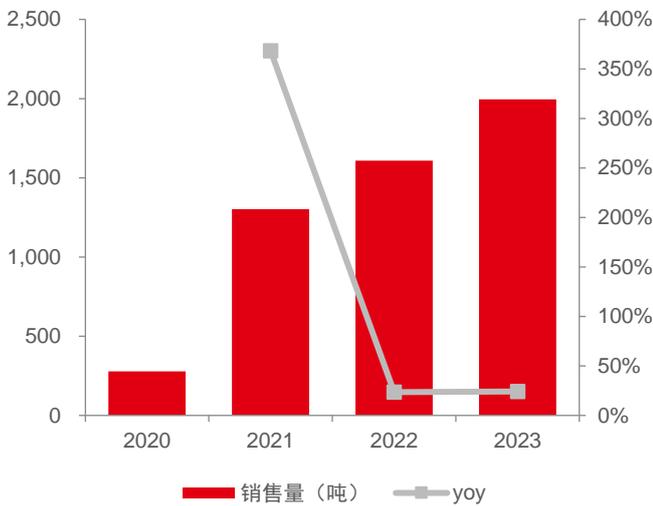
毛精纺纱量价齐升，羊绒纱线量增价减。分量价来看，1) 2023 年公司毛精纺纱销量为 14,982.7 吨，同比增长 9.8%，15 年-23 年复合增速为 8.0%，2023 年公司毛精纺纱 ASP（收入/销量）为 16.7 万元/吨，同比增长 1.4%，15 年-23 年复合增速为 3.0%，保持提升，20 年-21 年受原材料价格、产品结构等因素冲击价格有所回落，目前获得恢复，毛精纺纱业务实现量价齐升。2) 2023 年公司羊绒纱线销量 1,995.6 吨，同比增长 24.1%，20-23 年复合增速为 92.9%，新澳羊绒提质增效产能释放+并购英国邓肯等带来快速增长，2023 年公司羊绒 ASP 为 64.3 万元/吨，同比下降 8.1%，主要系混纺羊绒产品销售占比提升以及原材料价格扰动。

图表19：公司 2015 年-2023 年毛精纺纱销量及变化

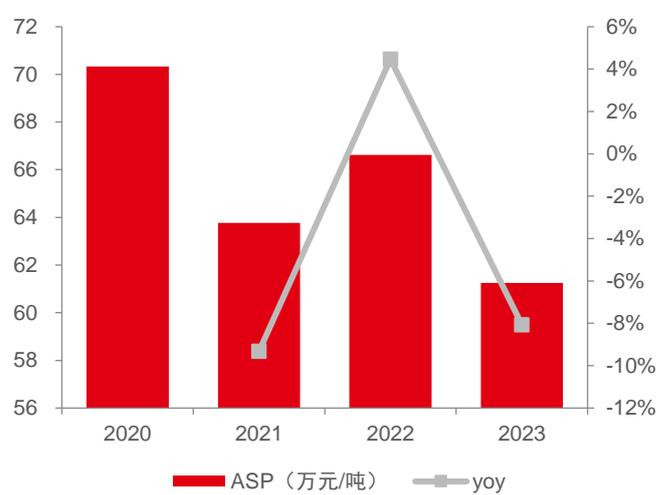

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表20：公司 2015-2023 年毛精纺纱 ASP 变化


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表21：公司 2020 年-2023 年羊绒纱线销量及变化


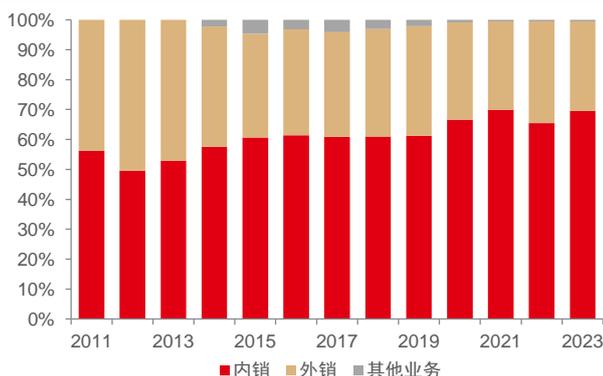
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表22：公司 2010-2023 年羊绒纱线 ASP 变化


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

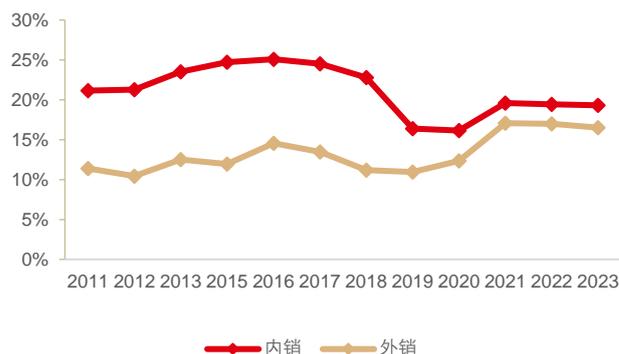
内销收入占比高，毛利率略高。2023 年公司内销/外销收入分别为 30.9 亿元/13.3 亿元，占比分别为 69.5%/30.0%，内销收入占比高；2023 年公司内销/外销业务毛利率分别为 19.3%/16.6%，内销毛利率略高于外销毛利率，主要系产品结构不同，内销以高支产品为主。若穿透计算，公司内销与外销比例接近，约 50%。

图表23：公司分地区收入占比情况



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表24：公司分地区毛利率情况



资料来源：ifind，中邮证券研究所

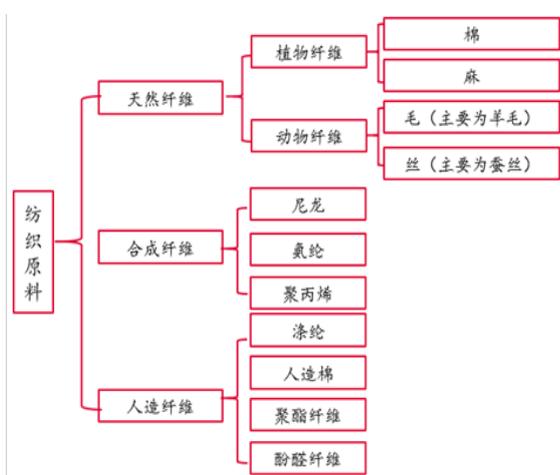
直销为主，公司客户集中度较低。公司主要客户分为两大类：一类是品牌服装商，另一类是贴牌服装生产商。针对品牌服装商，公司有两种销售模式：1) 与品牌服装商签订销售合同，直接销售给品牌服装商，并与其进行价款结算；2) 与品牌服装商商谈项目合作方案，成为其指定纱线供应商，经双方确认，品牌服装商指定贴牌织造厂到公司采购产品，并由贴牌织造厂与公司签订销售合同，产品价格由先前品牌服装商与公司确认，付款方式由贴牌织造厂与公司协商确定，并与贴牌织造厂进行价款结算。针对贴牌服装商，公司与其签订合同，进行价款结算。2023年前五名客户销售额为3.7亿元，占年度销售额总额8.4%，单一客户依赖程度低。

2 行业分析：千亿级毛纺市场，格局持续优化

2.1 产业链：羊毛为重要纺织品原料，毛纺纺纱影响产品品质具备较高产业地位

羊毛为主要的动物纤维纺织品原料。纺织原料分为天然纤维、合成纤维、人造纤维，天然纤维是重要的纺织原料，包括植物纤维以及动物纤维，而以羊毛/绒为主的毛是主要的动物纤维，广泛应用于各类高档服装上。

图表25：纺织原料构成



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

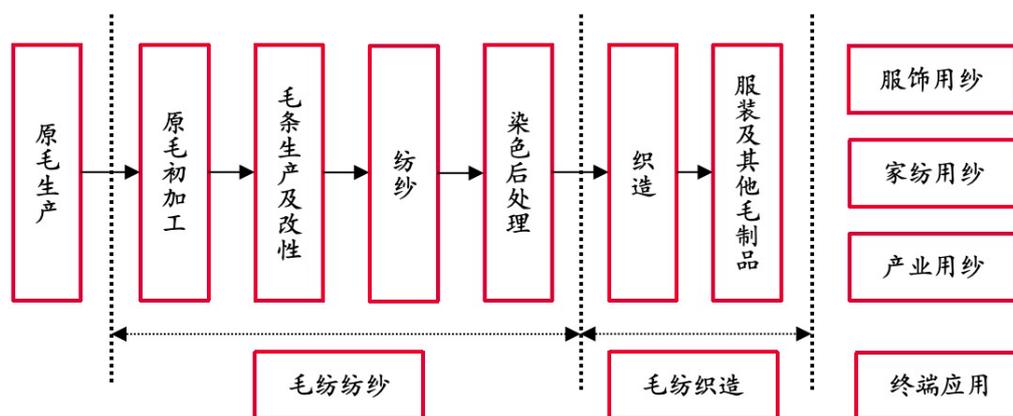
图表26：毛的主要分类

品类	直径	简介
羊毛	20-40微米	来自绵羊，由体表生长的毛发构成，通过剪切获得。从产地上看，大洋洲占全球原毛的40%左右，主要为澳大利亚细毛及新西兰的半细毛，中国为重要原毛生产国。主要来自于山羊，是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，通过在春季用特制的梳子从山羊身上轻轻梳取获得。从产地上看，中国为全球最大原绒生产国，约占一半，蒙古等亦为重要生产地。
羊绒	14-16微米	取自双峰驼身上的毛纤维，重要特征是粗细毛纤维混杂。
驼毛	22-30微米	来源于安哥拉山羊身上的被毛。
马海毛	10-90微米	

资料来源：绿色家居检测，中邮证券研究所

毛纺纺纱在产业链拥有重要地位，影响纺织品的质量。我国毛纺织业开始于19世纪70年代，已有130多年历史，毛纺产业链按生产流程可分为原毛生产、毛纺纺纱、毛纺织造等主要环节，终端产品主要为各种毛纺服装（如羊毛/绒衫、西装、毛袜、羊毛大衣等）以及家纺（如毛毯等）等。纺纱作为毛纺织工业的一道极为重要的生产环节，是整个毛纺织工业的基础，毛纺的生产工艺及特性直接决定后期纺织制品的性能与质量，在整个毛纺织产业链中居于重要的地位。

图表27：毛纺产业链条情况



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

精纺具备较好的盈利能力，混纺可提升毛利率。 1) 从制作工艺上，毛纺按工艺分类分为精纺、半精纺、粗纺，其中精纺与半精纺&粗纺相比工艺流程较长，具有表面光洁、富有弹性、强力好、产品附加值较高的特点，因其盈利能力、产品定位具有竞争力，成为毛纺主流产品。2) 从原材料端上，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，主要用于针织服装织造，包括羊毛衫、羊绒衫、羊毛内衣、羊毛T恤、毛袜及其他针织品等；混纺由于成本透明性降低，具备较好的盈利能力，如浙江中鼎2021年产品纯毛纱线/纯绒纱线毛利率分别为28.4%/16.6%，而混纺纱线/混绒纱线毛利率分别为29.3%/26.2%，混纺毛利率更高。3) 从编织方式，可分为针织用纱和梭织用纱等，一般针织用纱主要用于羊毛衫、毛袜等，梭织用纱主要用于西装、外套等。4) 从终端用途，可分为服饰用纱、家纺用纱、产业用纱等。

图表28：毛纺纱线产品的分类及特征

分类	工艺流程	工艺特点	织物效果
精纺	和毛、精梳、混条、针梳、粗纱、细纱、络筒、并线、倍捻、蒸纱定型、摇纱、检验包装。	通过精梳工艺提高细长纤维含量，纺织成支数更高的纱线，工艺流程长。	织物表面平滑光洁，织纹细密清晰，产品附加值高。
半精纺	和毛、梳毛、针梳/并条、粗纱、细纱、络筒、并线、倍捻、蒸纱定型、检验包装	相较精纺工艺，半精纺省去精梳工艺，并将棉纺工艺中的梳棉机、并条机与毛纺工艺融为一体，流程较短、成本较低。	相较于精纺纱线织物，半精纺纱线织物更加蓬松、柔软；相较于粗放纱线织物，半精纺纱线更具有支数高、条干均匀、表面光洁等特点，且抗起球性优于粗放纱线织物。
粗纺	和毛、梳毛、细纱、络筒、并线、倍捻、检验包装	流程短、成本低。	织物蓬松厚实、线面触感丰富。

资料来源：浙江中鼎招股说明书，中邮证券研究所

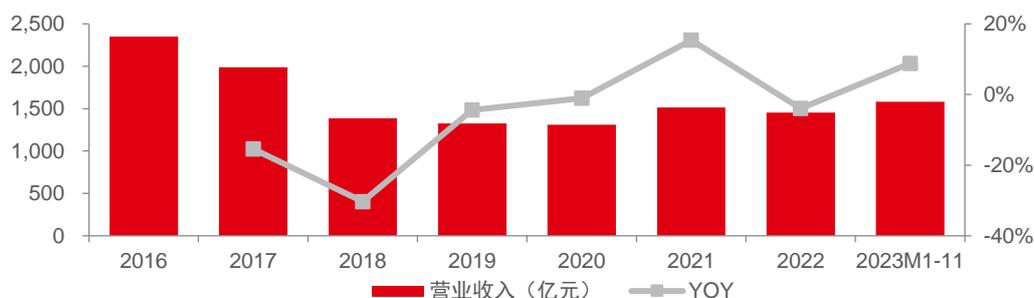
2.2 需求：千亿级毛纺市场，外销稳中向好，内销品类渗透有望提升

我们从下游需求、中游制造以及上游原材料生产多个环节看，毛纺市场规模达千亿体量，需求整体平稳：1) 根据中国毛纺织协会测算，21年国内规模以上毛纺及印染加工市场规模超过1500亿元，毛纺原材料及制品出口额占规模以上企业市场规模的50%以上，考虑到小微企业预计内需与外销占比较为接近；2) 国内羊毛纱线/羊绒产量分别18万吨/1.7万吨，若参考龙头企业均价，对应产值规模为297亿元/110亿元，全球预计约千亿；3) 全球仅羊毛服装市场规模超450亿美元，未来将保持1%稳健增长，行业需求较为平稳。从趋势来看，24年1-5月毛纺原料及制品出口额同比-3.6%，其中5月降幅收窄至2%，外销稳中向好；国内羊毛/绒服饰线上快速发展，品类渗透率有望提升。

1) 制造端：规模以上毛纺及印染加工市场规模超1500亿元，外销稳中向好

国内规模以上毛纺及印染加工市场规模超1500亿元，18年以来平稳增长。根据毛纺织行业协会，2021年国内规模以上毛纺织及印染加工企业营业收入为1513亿元，同比增长15.4%，实现近5年最高增速以及市场规模；23年1-11月行业规模以上企业平均增速为8.8%，补库+基数效应带来增长。

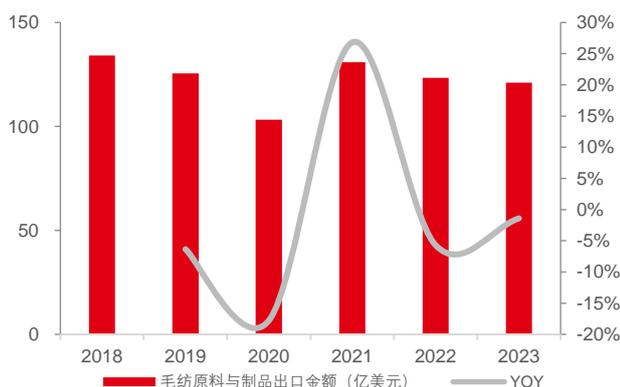
图表29：中国规模以上毛纺及印染加工企业收入及增速



资料来源：浙江中鼎招股说明书，中国毛纺织业协会，中邮证券研究所

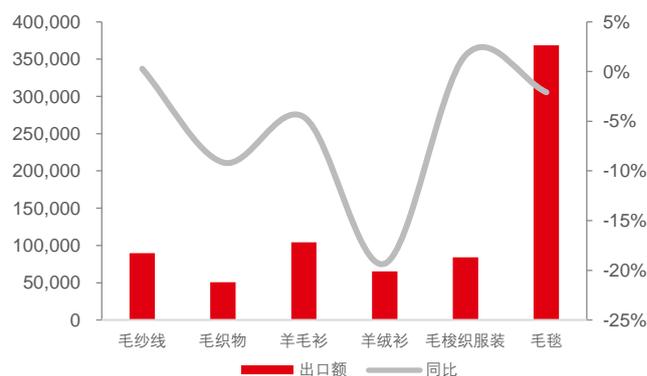
国内毛纺原料及制品出口约 120 亿美元，占规模以上毛纺及印染加工收入的 50% 以上，毛纱线及毛条直接出口规模较小。根据海关总署及中国毛纺织业协会数据，2023 年中国毛纺原料及制品出口金额为 121 亿美元，同比-1.4%，占规模以上毛纺及染整精加工企业规模的 50% 以上（两者口径部分交叉）。分产品类型来看，毛毯体量较大，出口金额超过 35 亿美元，占比约 30%，毛织物及羊毛毛条体量较小，出口金额约 5 亿美元，占比不足 5%，毛纱线、羊毛衫、羊绒衫、毛梭织服装出口金额在 8-10 亿美金区间，占比 7%-8%，整体而言毛纱线及毛条直接出口较少，大部分以制成品形态出口。

图表30：中国毛纺原料及制品出口金额及增速



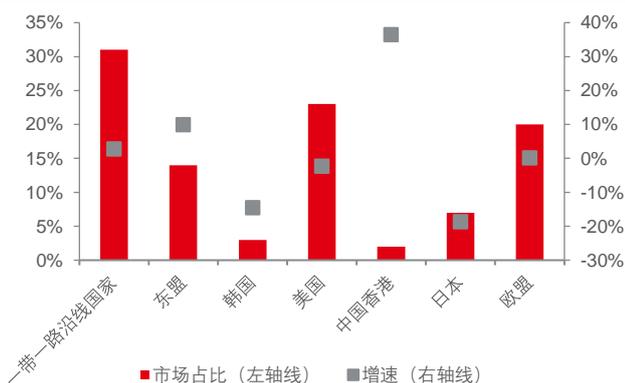
资料来源：中国毛纺织业协会，中邮证券研究所

图表31：2023 年中国主要毛纺产品出口金额及增速 (美元)



资料来源：中国毛纺织业协会，海关总署，中邮证券研究所

美国、欧盟为毛纺产品主要进口消费地，从中国进口比例约 30%-40%。根据欧盟统计局、美国商务部、日本商务部数据，2023 年 1-11 月美国/日本毛纺产品进口金额分别为 38 亿美元、13 亿美元，分别同比-6.6%/+16.7%，2023 年 1-9 月欧盟毛纺产品进口金额为 40 亿美元，同比+2%，欧盟及美国为全球重要的毛纺产品消费地；根据同一数据来源，美国、欧盟、日本毛纺产品从中国进口比例分别为 29%（22 年 1-11 月）、40%（22 年 1-9 月）、38%（22 年 1-11 月），中国为上述市场第一大进口国。根据海关总署数据，22 年 1-11 月中国毛纺产品前五出口市场分别美国、欧盟、东盟、日本、韩国，占比分别为 23%、20%、14%、7%、3%。

图表32：中国毛纺原料及制品出口地区分布及增速

图表33：美国/欧盟/日本毛纺产品进口国情况

	中国	欧盟	东盟	印度	其他
美国进口市场结构	29%	24%	9%	13%	25%
日本进口市场结构	40%	25%	22%	2%	11%
欧盟进口市场结构	38%	1%	4%	7%	50%

资料来源：海关总署，中邮证券研究所

资料来源：美国国际贸易局，日本商务部，欧盟统计局，中邮证券研究所

备注：统计时间为2022年1-11月

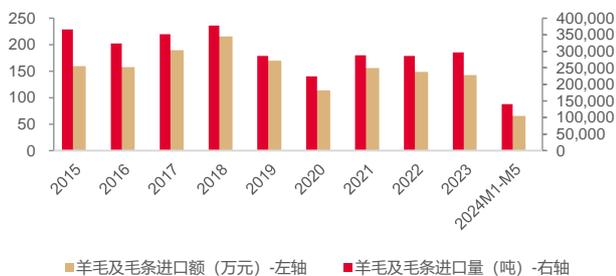
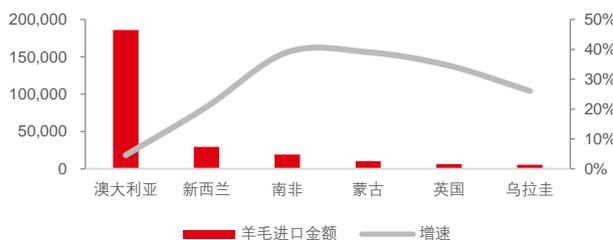
备注：美国/日本统计时间为2022年1-11月，欧盟统计时间为2022年1-9月

24年1-5月毛纺出口较为稳健，5月好转。根据海关数据，24年1-5月中国毛纺原料及制品出口金额为56亿美元，同比-3.6%，其中5月出口额为13.2亿元，同比-2%，降幅收窄，整体较为稳健。

2) 原材料端：国内毛纱线产量约18万吨，国内羊毛/羊绒纱线规模预计超400亿

国内羊毛纱线产量约18万吨，羊毛及毛条进口金额约20亿美元，近年来较为稳定。根据海关总署数据，2023年中国进口羊毛及毛条29.7万吨，同比+4%，进口金额20.4亿美元，同比-7%，进口平均价格为0.69万美元/kg，同比下降12.4%；从进口市场来看，澳大利亚为国内主要羊毛及毛条进口国，2023年进口金额超过18亿美元。我们认为，进口羊毛一定程度上反应毛纺行业中高端市场，若参考龙头厂商毛利率（假设为25%）测算毛纱线市场，则对应高端市场规模为25.5亿美元。

根据毛纺行业协会，2022年中国毛纱线产量约18万吨，19年以来保持相对稳定，若以16.5万元/吨价格计算，则对应的产量规模为297亿元。考虑到中国毛纺原材料及相关制品占欧美等重要羊毛消费市场的28%-38%，以35%算，则全球毛纱线产量市场规模为849亿元。

图表34：中国羊毛进口量及金额

图表35：2023年中国羊毛分地区进口金额及增速 (美元)


资料来源：海关总署，中国毛纺织业协会，中邮证券研究所

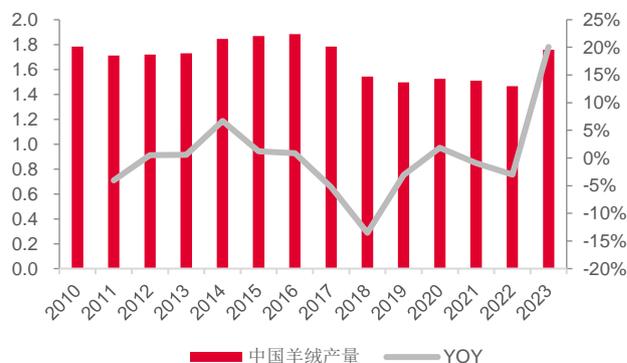
资料来源：中国毛纺织业协会，中邮证券研究所

全球羊毛产量超过 170 万吨，孕育更大市场规模。根据华经产业研究院，2021 年全球含脂羊毛产量为 176 万吨，近年来基本保持稳定；2022 年中国绵羊毛、细羊毛、半细羊毛、山羊粗毛合计产量为 65 万吨，占据全球近 1/3 产量。

图表36：全球羊毛羊绒产量及结构



图表37：中国羊绒产量及增速情况(万吨)



资料来源：中国毛纺织业协会，中邮证券研究所

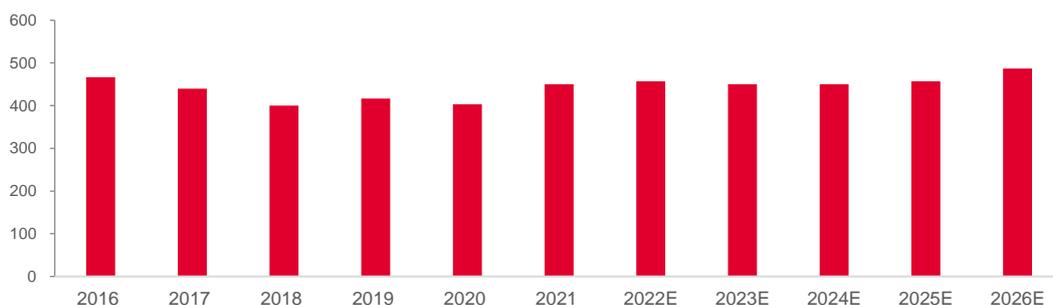
资料来源：ifind，中邮证券研究所

中国为羊绒生产大国，国内产值规模超 100 亿元。中国为全球羊绒的生产大国，最主要的山羊绒产地在内蒙古、河北、宁夏、青海、陕西等地，全球除中国外，蒙古、伊朗、阿富汗、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、巴基斯坦、土耳其等国家生产羊绒。根据 ifind，2023 年我国羊绒产量约为 17,589.5 吨，同比+20.1%，出现较大回升，受产业结构调整、下游需求疲软以及贸易摩擦等因素 18 年-22 年羊绒产量保持在 1.5 万吨左右，23 年受益于补库等因素产量提升。若以龙头公司羊绒纱线 61 万元/吨价格测算，23 年羊绒产量对应产值规模为 110 亿元。根据农民日报，我国羊绒产量约占世界的 1/2，贸易量占全世界的 70%，若假设国内产值规模占全球的 70%，则对应全球产值规模为 157 亿元。

3) 需求端：全球毛纺服装市场约 450 亿美元，国内线上羊毛服饰快速增长

全球毛纺服装市场超过 450 亿美元，保持平稳增长。根据毛纺行业协会，2021 年全球毛纺服装市场规模约 450 亿美元，18 年以来保持稳健增长，预计以 1.2% 复合增速增长，到 2026 年市场规模突破 500 亿美元。根据海关数据，中国毛纺制品出口中，23 年毛毯以 35 亿美元以上金额占据较高比例，考虑到毛纺产品在家纺等领域应用，预计市场规模更高。若按照 3 倍加倍率，假设原材料成本占比 60%，则对应服装类毛纺行业规模为 90 亿美元；考虑到其他领域应用，对应行业规模更大。

图表38：全球毛纺行业市场规模（亿美元）



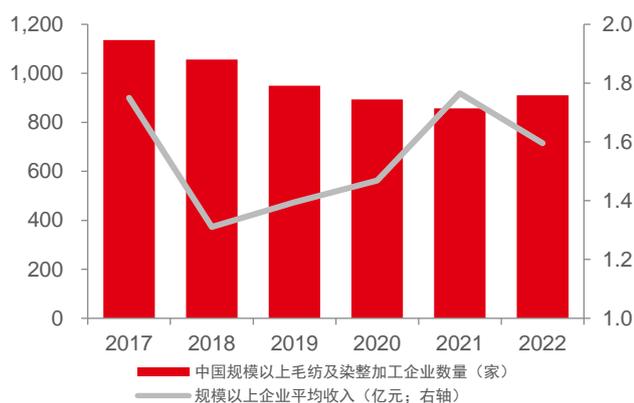
资料来源：中国纺织业协会，浙江中鼎招股说明书，中邮证券研究所

中国羊毛服饰线上快速增长。根据《2022 淘宝天猫服饰行业趋势白皮书》，MAT2022 年（2021.7.1-2022.6.30），羊毛服饰在天猫增长率达到 18%，高线级年轻女性为核心用户群，羊毛外套、羊毛衫占据较高份额；根据新华网及抖音平台数据，22 年抖音电商销量超万件羊绒类商家近 700 家，23H1 羊绒类商家 GMV 同增 46%，其中代表商家洪陵羊绒 22 年 GMV 突破 15 亿元。羊毛服饰作为中高端服饰品类，在服装类目占比仍较低，有望获得稳健增长。

2.3 竞争格局：行业格局优化，龙头份额较高

17 年-21 年行业经过洗牌，规模以上企业收入提升，盈利优化。根据中国毛纺行业协会，受环保加严、需求低迷、贸易摩擦等多因素影响 17-18 年行业规模大幅下降，伴随羊毛价格走低、宏观因素冲击，17-21 年行业利润率逐步下降至 2.0%，部分企业因行业规模萎缩、盈利能力下降逐渐出清，资源向头部企业聚集。截止 2021 年规模以上毛纺及染整加工企业数量下降至近 5 年最低点，为 857 家，而规模以上企业平均收入 / 平均利润分别为 1.77 亿元/677 万元，行业平均利润率为 3.8%，行业平均收入水平恢复至 17 年水平，盈利不断改善，行业格局优化。

图表39：中国规模以上毛纺及印染加工企业数量及平均营收



图表40：中国规模以上毛纺及印染加工企业平均利润及利润率



资料来源：中国纺织业协会，浙江中鼎招股说明书，中邮证券研究所

资料来源：中国纺织业协会，浙江中鼎招股说明书，中邮证券研究所

羊毛产业：德国南毛集团、新澳股份为全球头部企业，国内量份额分别为 9.4%/8.3%，差距不断缩小。行业头部玩家包括德国南毛集团（以及子公司张家港扬子纺纱）、意大利 ZEGNABARUFFA、浙江中鼎等公司。德国南毛集团全球毛精纺纱龙头厂家，定位中高端，旗下有 Südwolle、Biella Yarn、Yarn in Motion、Richter、HF、Stöhr 和 SOEY 七大品牌，2022 年营业收入为 4.99 亿欧元，同比+13.9%，在全球拥有 10 个生产基地，13 个营销网络中心，年产能 2.57 万吨，在国内与江苏澳洋集团有限公司设立张家港扬子纺纱，国内产能为 1.7 万吨；意大利 ZEGNABARUFFA 为全球高端毛精纺纱龙头厂家，2018 年销售纱线 3400 吨，实现收入 1.1 亿欧元，单价为 3.2 万欧元/吨，高于公司同期吨单价。若以 22 年国内毛纱线 18 万吨产量计算，南毛集团旗下扬子纺纱份额约 9.4%（1.7 万吨/18 万吨），新澳股份份额约 8.3%

(1.5万吨/18万吨)，若考虑到价格因素，两者均定位中高端，预计份额更高；考虑到龙头企业扩产节奏，两者差距不断缩小。

图表41：羊毛产业链竞争对手情况

名称	国家	成立时间	业务介绍	产能	财务情况
德国南毛集团	德国	1966	主要生产染色和天然精梳羊毛纱线以及羊毛混纺纱线。产品定位高端，客户包括 COLIN WANG 等	年产能 2.57 万吨	2019/2020/2021/2022 年营业收入为 4.56 亿欧元/3.47 亿欧元/4.38 亿欧元/4.99 亿欧元
ZEGNABARUFFA	意大利	1850	主要生产精纺针织纱线，主打品牌 CASHWOOL	2018 年纱线售出数量约为 3400 吨	2018 年销售额 1.1 亿欧元，同比增长 12.5%，营业毛利 600 万欧元，税前净利润 120 万欧元
张家港扬子纺纱	中国	1994	生产各类纯毛机织纱和针织纱	产能 1.7 万吨	—
浙江中鼎	中国	2001	主要从事毛纺纱线的研发、生产和销售及染整加工业务	拥有高档粗纺和半精纺针织绒线 3550 吨产能	21 年公司纯毛纱线/混毛纱线营收分别为 1.5 亿/1.4 亿元，销量分别为 876.8 吨/949.0 吨，羊毛纱线合计 2.9 亿元
浙文影业	中国	2002	主要生产各类精纺纱（腈纶仿羊绒系列纱线、全羊绒纱、全毛纱、毛腈纱、混纺纱）及半精纺纱（全羊绒纱、丝羊绒纱、各种纤维混纺纱）以及呢绒面料	年产各类无结毛纱 38000 吨，高档精纺面料 800 万米，西服 100 万套、衬衫 200 万件	23 年收入为 28.7 亿元，其中精纺+半精纺+呢绒+服装收入为 26.0 亿元，占比 90.9%
如意集团	中国	1993	业务包括纺织品、服装和服饰的设计、生产、销售，以及羊毛及其他纺织原料辅料的收购、加工及销售等	23 年产量为 524.2 万（米/套件）	23 年收入为 3.8 亿元，其中服装销售/精纺呢绒收入分别为 2.5 亿元/1.1 亿元，占比为 66.2%/29.8%

资料来源：公司公告，各公司官网，中邮证券研究所

羊绒行业：行业集中度高，康赛妮、新澳股份为国内前两大厂家，国内量份额预计分别达 30%/13%。行业玩家包括康赛妮、新澳股份、浙江中鼎等综合厂家公司以及意大利高端厂家，后者主要为高奢品牌供应原材料，且实现品牌持股，包括 CariaggiLanificio、FilatiBiagioli Modesto、LoroPiana 等。康赛妮是全球领先羊绒纱线制造商，拥有 26 条全智能数据化粗纺生产线、5 大生产基地、2 万吨纱线产能，为全球供应超过 15%的羊绒纱线，产品定位中高端，根据宁波市工商联，康赛妮年产各类纯羊绒和羊绒混纺纱线达到 5000 余吨，2023 年实现营业收入约 50 亿元，同比增长近 30%；浙江中鼎年产各类高档粗纺和半精纺针织绒线 3550 吨，21 年纯绒纱线/混绒纱线产能为 444.82 吨/608.11 吨，合计 1052.93 吨，21 年销量 377.56 吨/578.13 吨，合计 955.69 吨。若以国内羊绒 1.5 万吨产量为基础测算，康赛妮国内份额约 30%（0.5 万吨/1.5 万吨），新澳股份国内份额约 13.3%（0.2 万吨/1.5 万吨），浙江中鼎国内份额约 6.4%（销量 956 吨/1.5 万吨），行业集中度高。

图表42：羊绒产业链竞争对手情况

名称	国家	成立时间	主营业务	财务情况
CariaggiLanificio	意大利	1958	生产羊绒及高端纱线	2023 年被 Brunello Cucinelli 和 Chanel 共同收购，双方各持有 24.5% 股权
FilatiBiagioli Modesto	意大利	1960S	生产纯羊绒、丝羊绒、驼绒、羊绒棉等名贵纱线	2021 年被 Prada 和 Ermenegildo Zegna Group 联合收购，双方各持有 40% 股权
Loro Piana	意大利	1924	专注于生产亚麻、羊绒等珍贵动植物纤维，以顶级的小山羊绒、骆马毛和美利奴羊毛服饰著称	2013 年被 LVMH 收购
康赛妮	中国	1999	生产和销售各种粗纺，精纺，半精纺和花式工艺的纯山羊绒纱线和羊绒混纺纱线，客户有 LV、HERMES、ARMANI、PRADA、CHANEL、POLO、THEORY、J. CREW 等	根据宁波市工商联，23 年集团实现营业收入约 50 亿元，同比增速近 30%，设计产能 2 万吨，年产纯绒/混绒纱线 5000 余吨
宁夏新澳羊绒	中国	2019	羊绒制品、纺织原料及产品的生产和销售，母公司客户有哥弟、雅戈尔、PRADA、BURBERRY、BOSS、COS 等	23 年宁夏新澳羊绒纱业务营收 10.18 亿元，产品销量同比增长 31.76%；英国邓肯营收 2.67 亿元，两者合计产量 2022.58 吨，合计销量 1955.56 吨
英国邓肯	英国	1867	公司主要从事毛纺纱线的研发、生产和销售及染整加工业务，客户有 Burberry、MaxMara、GIORGIO ARMANI、Theory、Sandro、HUGO BOSS、Calvin Klein、雅莹、MO&Co.、雅戈尔等	年产各类高档粗纺和半精纺针织绒线 3550 吨，21 年纯毛纱线/纯绒纱线/混毛纱线/混绒纱线营收分别为 2.7 亿元/1.9 亿元，销量分别为 377.6 吨/578.1 吨
浙江中鼎	中国	2001		

资料来源：各公司官网，中邮证券研究所

3 未来看点：原材料价格低位+羊绒产能扩张有望带来利润率改善

3.1 产品&客户扩展+积极扩产打开成长天花板

依托研发创新能力持续开辟新赛道，户外运动纱线占比达 25%，向梭织纱线、家纺及产业用纱扩展。公司践行宽带发展政策以来，持续推进产品创新，运动户外领域快速发展，并尝试向家纺、产业用纱、新材料等高附加值纺织应用进一步探索延伸。具体而言：

1) 在户外运动方面，公司 2016 年开始探索羊毛在运动领域的运用，18 年&19 年推出多种纤维混纺产品，包括 Hamlet、Neat 等系列，22 年推出户外运动纱线产品集锦卡，包括内层纱线、中间层&配饰类纱线、鞋袜类纱线等，涵盖瑜伽、滑雪、徒步等各类运动场景，截至 22 年，公司毛精纺纱线业务中供应运动户外品牌的纱线销量占比约 25%。

2) 在家纺及产业用纱领域，公司 20 年起提出向家纺用纱等领域延展，23 年首次参展 intertextile 家纺展，并与汽车内饰企业合作开发试样。

3) 23 年公司增加羊毛梭织纱线，主要应用于中高端衬衫、西装、制服等面料，在中国、意大利、日本等市场赢得好评；此外公司持续开发功能性纱线、可持续发展羊毛产品，致力于高附加值产品开发。

图表43：公司近年来羊毛纱线产品创新及应用变化

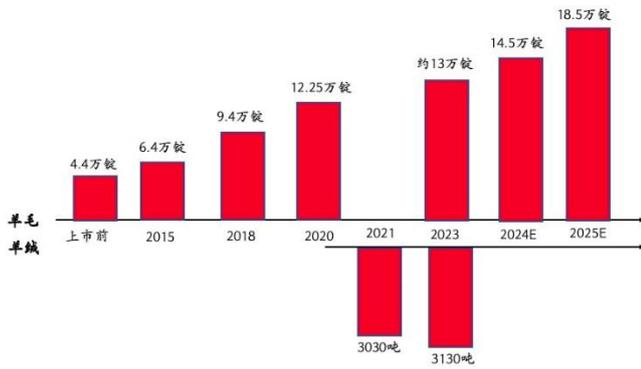
时间	产品布局情况
2019年	持续扩展羊毛在 <u>户外运动休闲市场应用</u> ，与涤纶、莱赛尔、金银丝等优质纤维混纺，其中 WALK、JOG、SPRINT、SKIP 四款 FOOTWEAR 系列纱线运用于时下流行的羊毛针织运动鞋面；功能性羊毛纱线开始在瑜伽、滑雪、骑行、徒步等多个领域的纺织品国际市场崭露头角，受到加拿大、挪威、丹麦、新西兰等国中高端运动品牌客户的青睐。报告期内，在欧洲尤其是北欧市场，呈现较好的发展势头。
2020年	依托研发创新能力， <u>重塑羊毛多样化</u> ，除传统针织衫领域， <u>扩宽在内衣、袜子、鞋面、运动及户外、家纺纱线等领域应用</u> ，覆盖四季时间，包括运动羊毛产品、功能性羊毛产品（抑菌、抗紫外线等）、可持续发展羊毛产品。
2021年	1) 仍聚焦运动羊毛产品（销售占比迅速提升，供应全球近百家知名户外运动品牌，户外运动纱线占比约 20%）、功能性羊毛产品（报告期内推出具备抗病毒能力的居家舒适纱线）以及可持续发展羊毛产品等领域；2) 开拓粗纺、花式纱、半精纺等领域，尝试向家纺用纱、产业用纱、新材料等高附加值纺织应用进一步探索延伸。
2022年	持续挖掘户外运动领域应用，推出户外运动纱线产品集锦，报告期内公司毛精纺纱业务中供应 <u>户外品牌的纱线量占比约 25%</u> ；扩展新型纱线应用，继续尝试向家纺用纱、室内装饰、产业用纱、新材料等高附加值纺织领域应用。持续开辟发展新赛道，提升产品附加值，以多元化驱动增长：1) 在原有羊毛针织纱线基础上， <u>增加羊毛梭织纱线</u> ，主要应用于中高端衬衫、西装、制服等面料，在中国、意大利、日本等市场赢得好评；2) 运动纱线领域全新升级
2023年	“X DYNAMIC SOUL”运动集锦；3) 其他纱线领域， <u>与汽车内饰企业合作开发试样</u> ，努力攻关羊毛纱线在产业用方面的技术难题；首次 <u>参展 intertextile 家纺展</u> ；开发粗支羊毛混纺、改性涤纶、再生羊毛混纺纱、缩绒用羊毛纱、花式纱等品种。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

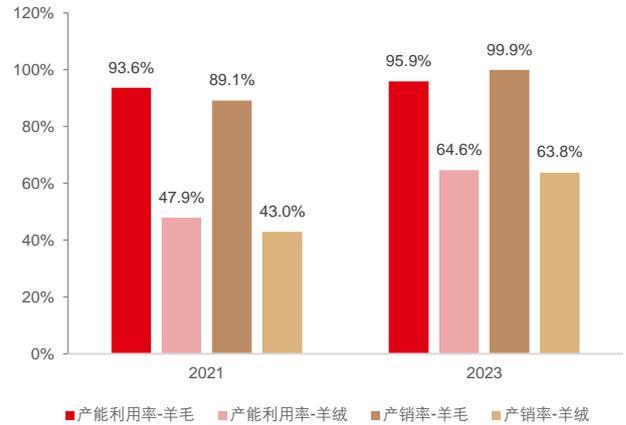
加快电商客户等中端领域延展，电商领域客户获得快速增长。公司 20 年起积极利用数字营销打造新媒体矩阵，依托公众号、视频号、小红书、抖音线上图文、短视频、直播社媒发布新产品信息、羊毛知识及新流行趋势信息，助力 B 端销售提升；公司与高端批发、区域市场、电商客户建立精准触达、互动体验的通道，21 年公司电商类品牌客户增长明显，当年国内收入增长 59%，远好于境外 37% 增速。

积极扩产，布局海外，25 年有望建成超过 18 万锭毛纺产能，位居国内第一。公司通过 IPO、自有资金募投、发行可转债等方式积极扩产，羊毛业务产能由上市前 4.4 万锭扩张到 23 年约 13 万锭，国内产能仅次于张家港扬子；羊绒业务经过 4 余年发展建成 3130 吨产能，国内产能布局上与康赛妮具备一定差距。截止 2023 年公司毛精纺纱、羊绒纱线产能利用率分别为 96%/65%，毛纺近年来产能利用率保持高位。截止 2025 年，公司“60,000 锭高档精纺生态纱项目”（第二期 1.5 万锭产能）、新澳越南“50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”（第一期 2 万锭产能）以及“20,000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”均有望投产，届时公司毛精纺纱产能将达到 18.5 万锭（其中 400 吨羊毛/羊绒混纺纱线），若不考虑扬子扩产，公司将成为国内毛精纺纱第一制造商。

图表44: 公司毛精纺纱、羊绒产能变化情况



图表45: 公司羊毛、羊绒产能利用率



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

备注: 25年预计释放产能中含400吨羊毛/羊绒混纺纱线

图表46: 公司上市以来募集资金以及自有资金产能扩展情况

事件	项目名称	时间	产能规划	投资金额	实际产能建设情况
公开 发行 募投 项目	“20,000 锭高档毛精纺生态纱项目”	2014年	对应 2280 吨产能	3.3 亿元(固定资产 2.55 亿元+流动资金 0.7 亿元)	项目于 2015 年 10 月完工并达产
定增 募集 资金	“30000 锭紧密纺高档生态纺织项目”	2015年	引进国际先进水平的紧密纺设备 20000 锭及高支纺纱设备 10000 锭, 混、梳绒(毛)系统、复精梳等设备, 建成后将形成年产 3300 吨精梳纯毛高支纱生产能力	募集资金总额为 8.9 亿元, 扣除发行费募集资金净额为 8.75 亿元	1) 20,000 锭已于 2017 年下半年建成投产; 2) 10,000 锭于 2018 年上半年建成投产
自建 产能	“年产 15000 吨生态毛染整搬迁建设项目”	2015年	搬迁技改现有项目中的状态较好的部分设备, 引进国际先进的小浴比染色机, 预计建设周期为 3 年, 建成后将形成年染整生态毛 15000 吨的生产能力	项目总投资约 4.7 亿元	1) 16 年一期工程已进入验收及配套设施基建阶段 2) 17 年二期项目的主体建筑工程已建成, 消防已通过现场验收, 相关配套设施基建已接近尾声 3) 18 年该项目毛条染色 5,000t/a 和绞纱染色、后整理 5,000t/a 已正常达产
自有 资金 募投 项目	“60,000 锭高档精纺生态纱项目”	2018年	年产约 8,640 吨高档精纺纱	12.5 亿元	1) 第一期 2.8 万锭 19 年设备调整完毕, 20 年逐步产能释放; 2) 第二期 1.3 万锭 23 年下半年投产; 3) 第二期 1.5 万锭预计今年年中陆续投产

	新澳越南“50,000锭高档精纺生态纱纺织染整项目”	2022年	年产约6500吨精纺针织纱线	10.96亿元	项目一期2万锭预计今年底至2025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”	2024年	年产2700吨高品质精纺纱线,其中2300吨为羊毛纱线,400吨为羊毛及羊绒混纺纱线	2.5亿元(固定资产) 2亿元+流动资金 0.5亿元)	计划于2025年10月项目开始投产
发行 可转 债	新中和“年新增6,000吨毛条和12,000吨功能性纤维改性处理生产线项目”	2020年	形成年产6000吨毛条和12000吨功能性纤维改性处理毛条的生产规模。	3.12亿元	1) 22年新中和一期3000吨毛条和6000吨功能性纤维改性处理产能逐步实现投产 2) 23年新中和二顺利完工

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 羊毛价格低位，有望带来毛利率提升

原材料成本占比高，人工及制造费用占比较低：1) 在公司毛精纺纱业务和羊绒纱线业务成本结构中，直接材料均达80%以上。公司羊毛主要从澳大利亚等地区进口，原材料的采购以公开市场报价为主，每日波动，报价为澳元，而结算价格为美元；产品定价由生产成本、工序工艺等多因素综合决定；由于需要一定生产周期，公司采用适度库存策略，销售成本的结转与销售价格存在一定的滞后性。根据公司公告，公司整体采用“涨的时候快买慢卖，跌的时候慢买快卖”策略降低原材料波动风险。近七年公司羊毛纱线直接材料成本在9.8万元/吨-13.1万元/吨之间波动，占总成本比例持续下降，23年为81.4%，单位直接材料成本与原材料价格、汇率有关，同时公司致力于优化产品结构降低原材料价格的影响；近4年羊绒纱线直接材料成本在47万元-51万元/吨之间波动，占比总成本相对稳定，23年为84.7%，主要与原材料价格及产品结构等因素有关。

1) 人工费用：公司毛精纺纱单位人工成本总体呈现上升趋势，与人力成本的上升及产品结构等因素有关，23年人工成本为0.99万元/吨；羊绒业务单位人工成本呈现下降趋势，主要在于提升产能利用率，发挥规模效应，23年人工成本为4.11万元/吨。

2) 制造费用：公司毛精纺纱以及羊绒业务单位制造费用均呈现一定波动，与产能扩张、生产效率等因素有关，23年毛纺制造费用占比成本为7.4%，单位制造费用为0.92万元/吨；23年羊绒业务制造费用占比成本为4.8%，单位制造费用为2.55万元/吨。

图表47：公司毛精纺纱成本结构及单位成本

年份	成本结构					单位成本 (万元/吨)				合计
	直接材料	直接人工	燃料及动力	制造费用	其他	直接材料	直接人工	燃料及动力	制造费用	
2017	87.51%	5.22%	2.04%	5.23%	0.00%	10.63	0.63	0.25	0.64	12.15
2018	88.10%	5.11%	1.85%	4.94%	0.00%	11.73	0.68	0.25	0.66	13.32
2019	86.68%	5.88%	1.77%	5.67%	0.00%	13.07	0.89	0.27	0.85	15.08
2020	82.62%	7.19%	2.17%	7.07%	0.95%	11.13	0.97	0.29	0.95	13.34
2021	82.63%	7.80%	2.05%	6.44%	1.08%	9.78	0.92	0.24	0.76	11.70
2022	82.91%	7.36%	2.27%	6.24%	1.22%	10.18	0.90	0.28	0.77	12.13
2023	81.39%	7.94%	2.35%	7.38%	0.94%	10.17	0.99	0.29	0.92	12.37

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表48：公司羊绒业务成本结构及单位成本

时间	成本结构					单位成本 (万元/吨)				总结
	直接材料	直接人工	燃料及动力	制造费用	其他	直接材料	直接人工	燃料及动力	制造费用	
2020	84.37%	8.46%	2.83%	4.21%	0.13%	48.72	4.89	1.63	2.43	57.74
2021	86.39%	7.79%	1.87%	3.10%	0.85%	47.54	4.29	1.03	1.71	55.03
2022	86.42%	7.49%	2.02%	3.24%	0.83%	51.02	4.42	1.19	1.91	59.04
2023	84.68%	7.69%	2.00%	4.77%	0.86%	45.29	4.11	1.07	2.55	53.49

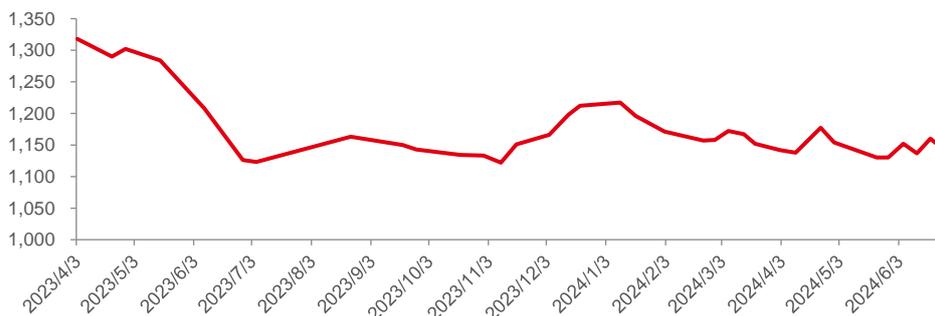
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

原材料价格与毛利率相关性高，价格下跌期毛利率负面冲击，稳步上涨期可带来毛利率提升，震荡期可小幅优化毛利率。由于公司销售成本的结转与销售价格存在一定的滞后性，原材料价格波动对毛利率产生较大影响。以毛精纺纱业务为例，根据2011年-2021年澳洲羊毛价格变化以及公司毛纺业务毛利率的表现来看：1) 在原材料价格不断下跌过程中，可带来毛精纺纱业务毛利率下降，如12年毛纺业务毛利率的下降与11Q3-12Q3以来澳毛价格下跌有关、19年/20年毛纺业务毛利率下降与18Q3-20Q3澳毛价格下跌有关；2) 在原材料价格不断上升过程中，可带来毛精纺纱业务毛利率上升，如16年/18年/21年毛纺业务毛利率的上升均与前期澳毛价格上升有关；3) 在原材料价格小幅震荡期，公司可通过低位囤毛等策略小幅优化毛利率，13年-15年公司毛纺业务毛利率小幅提升。

图表49：澳毛价格与公司毛利率情况（澳分/kg）


资料来源：ifind，公司公告，中邮证券研究所

当前澳毛价格处于历史低位，未来有望带来毛利率改善。根据 AWEX 东部市场指数，澳毛近一年价格在 1150 澳分/kg 附近波动，表现较为稳定，处于历史较低位置，向下弹性有限。若未来原材料价格小幅震荡，参考 13 年-15 年毛利率趋势，公司可通过优化采购策略带来毛利率小幅优化；若未来羊毛价格出现上涨，低价格原材料备货成本将带来毛利率优化。

图表50：近期澳毛价格变化（澳分/kg）


资料来源：ifind，中邮证券研究所

3.3 羊绒业务快速成长，产能利用率提升有望优化利润率

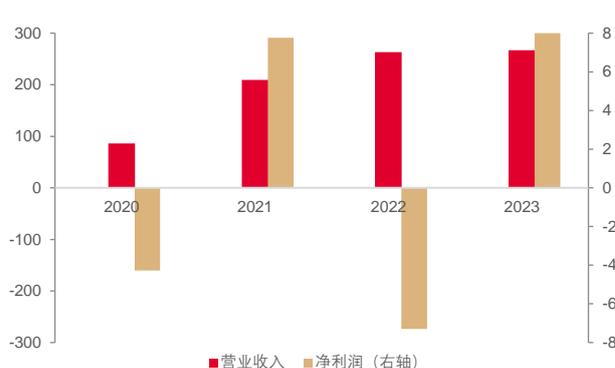
羊绒业务快速发展，仍居较大成长空间。公司羊绒业务主要为宁夏新澳羊绒以及英国邓肯贡献：

1) 宁夏新澳为公司 19 年底设立，持股比例为 70%，同年新澳实业联合浙商资产等收购宁夏灵武市生态纺织园区（宁夏中银绒业纺织品公司），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；2023 年 4 月新澳羊绒以 5.95 亿元向宁夏浙澳和中银绒业购买相关羊绒纺纱资产。截止 2023 年新澳羊绒实现收入 10.2 亿元，远高于中银绒业 18 年 5.7 亿元的羊绒纱线收入，实现快速增长。公司接手羊绒业务以来获得快速增长，主要得益于：提升品质，22 年通过了 SFA 认证，并首次通过高新技术企业认定；优化经营结构，自产直销单量同比去年同期增加 31.03%；优化产品结构，提升混纺产品比例等。

2) 英国邓肯为公司 2020 年公开拍卖所得, 持股比例 100%, 英国邓肯成立于 1867 年, 是世界知名羊绒纱线生产商, 主要为世界一线品牌提供高品质羊绒纱线, 拥有 Prada、Louis Vuitton、Gucci、Christian Dior、Burberry 等奢侈客户, 拥有精湛纺纱技术, 可与公司羊绒业务技术提升发挥协同效应。2023 年英国邓肯公司实现收入 2.7 亿元, 达历史较好水平。

展望未来, 公司羊毛与羊绒业务协同性较佳, 当前产能利用率不足, 未来有望持续挖掘客户需求、丰富产品结构等获得快速增长; 相比于赛康妮, 公司收入规模具备较大提升空间。

图表51: 新澳羊绒营业收入及净利润 (百万元)

图表52: 英国邓肯营业收入及净利润 (百万元)


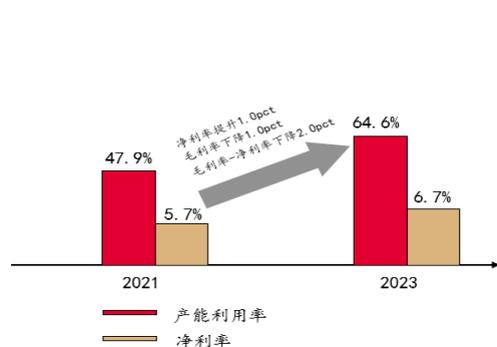
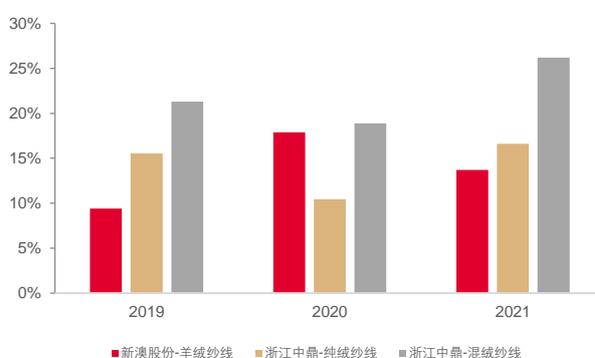
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

产能利用率提升+技术管理改进+产品结构优化有望带来盈利能力改善: 1) 我们以羊绒业务产量/产能计算产能利用率, 2023 年公司产能利用率仅 64.6%, 仍处于较低水平; 公司 2021 年-2023 年产能利用率提升 16.7pct, 对应的羊绒业务净利率提升 1.0pct 至 6.7%, 其中毛利率受原材料价格因素下降 1pct, 而期间费用率得益于规模优势等因素下降 2pct; 我们认为, 伴随公司产能利用率不断提升, 利润端具备一定弹性。

2) 提升混绒产品比例有望大幅改善毛利率, 根据浙江中鼎招股书, 2021 年其纯绒纱线/混绒纱线毛利率分别为 16.6%、26.2%, 混绒纱线毛利率远好于纯绒纱线, 尽管混绒纱线 (32 万元/吨) 单价远低于纯绒纱线 (21 年为 72 万元/吨), 销量已超过纯绒纱线; 公司 21 年羊绒业务毛利率仅 13.7%, 以纯绒产品为主, 未来有望通过优化产品结构提升毛利率。

3) 近年来, 公司持续在提质降本增效上突破, 如调整管理构架, 引进专业人员加强技术及管理; 强化 6S 管理车间精细化管理; 加强员工培训, 加强与总部交流, 提升生产效率等。

图表53: 公司羊绒业务产能利用率与净利率

图表54: 公司与浙江中鼎羊绒业务毛利率比较


资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

资料来源: 公司公告、浙江中鼎招股说明书, 中邮证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们认为短期下游补库需求带来公司订单持续向好，羊毛价格低位有望带来盈利能力改善；中长期来看，公司产品及客户不断丰富，运动户外纱线+国内电商客户打造新成长曲线，家纺/产业用纱等领域扩展带动毛精纺纱稳定增长，羊绒业务快速成长，积极扩产远期成长无忧，公司在羊毛、羊绒纱线细分领域份额有望持续突破。我们预计 2024 年-2026 年公司收入分别为 50.36 亿元、57.07 亿元、64.39 亿元，同比增速分别为 13.5%、13.3%、12.8%，预计毛利率分别为 18.9%、19.2%、19.4%；预计公司 2024 年-2026 年归母净利润分别为 4.6 亿元、5.2 亿元、5.9 亿元，截止最新收盘日（2024 年 7 月 11 日）对应 PE 为 12.3 倍、10.9 倍、9.5 倍，我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表55：公司收入成本假设

	2023 年	2024E	2025E	2026E
收入(百万元)	4,438.32	5,036.04	5,706.90	6,438.70
yoy	12.37%	13.47%	13.32%	12.82%
毛利率	18.63%	18.91%	19.22%	19.36%
毛精纺纱(百万元)	2,497.49	2,843.40	3,156.17	3,503.35
yoy	11.30%	13.85%	11.00%	11.00%
毛利率	25.06%	25.00%	25.00%	25.00%
羊绒业务(百万元)	1,222.31	1,405.66	1,658.68	1,924.07
yoy	14.11%	15.00%	18.00%	16.00%
毛利率	12.68%	13.50%	14.50%	15.00%
羊毛毛条(百万元)	660.59	720.31	813.95	919.77
yoy	12.76%	9.04%	13.00%	13.00%
毛利率	3.59%	3.59%	4.50%	5.00%

资料来源：ifind，中邮证券研究所预测

5 风险提示

- 1) 羊毛羊绒等下游景气度下行带动客户订单需求放缓风险；
- 2) 羊绒业务降本增效不及预期；
- 3) 原材料价格下降。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	4,438.32	5,036.04	5,706.90	6,438.70	营业收入	12.37%	13.47%	13.32%	12.82%
营业成本	3,611.60	4,083.52	4,610.07	5,192.20	营业利润	3.39%	12.62%	14.42%	14.12%
税金及附加	25.90	29.21	33.10	37.34	归属于母公司净利润	3.70%	12.54%	13.17%	14.09%
销售费用	94.31	106.76	120.99	136.50	获利能力				
管理费用	126.02	141.01	159.79	180.28	毛利率	18.63%	18.91%	19.22%	19.36%
研发费用	111.21	126.40	143.24	161.61	净利率	9.11%	9.03%	9.02%	9.12%
财务费用	-4.52	5.53	17.44	21.53	ROE	12.75%	13.35%	14.00%	14.77%
资产减值损失	-22.41	-22.00	-22.00	-22.00	ROIC	9.39%	9.85%	10.79%	11.58%
营业利润	484.41	545.52	624.18	712.31	偿债能力				
营业外收入	5.90	5.90	5.90	5.90	资产负债率	41.62%	42.82%	42.23%	41.63%
营业外支出	4.58	4.58	4.58	4.58	流动比率	1.81	1.77	1.70	1.73
利润总额	485.73	546.84	625.50	713.63	营运能力				
所得税	55.31	62.89	71.93	82.07	应收账款周转率	11.32	11.49	11.59	11.57
净利润	430.42	483.95	553.57	631.57	存货周转率	2.46	2.62	2.70	2.70
归母净利润	404.22	454.92	514.82	587.36	总资产周转率	0.86	0.85	0.88	0.93
每股收益(元)	0.55	0.62	0.70	0.80	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.55	0.62	0.70	0.80
货币资金	1,026.85	1,103.87	899.06	921.04	每股净资产	4.34	4.66	5.03	5.44
交易性金融资产	138.22	109.11	109.11	109.11	估值比率				
应收票据及应收账款	415.22	461.64	523.13	590.21	PE	13.86	12.32	10.89	9.54
预付款项	7.36	8.17	9.22	10.38	PB	1.77	1.64	1.52	1.41
存货	1,856.46	1,985.05	2,241.01	2,523.99	现金流量表				
流动资产合计	3,523.99	3,752.53	3,875.73	4,259.30	净利润	430.42	483.95	553.57	631.57
固定资产	1,623.53	1,826.38	2,005.22	1,979.07	折旧和摊销	158.06	200.09	226.15	231.15
在建工程	123.36	203.36	283.36	363.36	营运资本变动	-65.11	-61.47	-167.69	-184.57
无形资产	185.16	270.16	355.16	440.16	其他	28.80	64.19	67.67	67.31
非流动资产合计	2,121.29	2,478.49	2,822.33	2,961.18	经营活动现金流净额	552.17	686.76	679.70	745.46
资产总计	5,645.28	6,231.02	6,698.06	7,220.48	资本开支	-678.89	-565.52	-568.11	-368.04
短期借款	580.25	608.93	608.93	608.93	其他	8.35	41.54	2.28	2.58
应付票据及应付账款	798.42	896.11	1,011.65	1,139.40	投资活动现金流净额	-670.54	-523.98	-565.83	-365.46
其他流动负债	571.53	613.58	658.35	707.63	股权融资	85.41	4.38	0.00	0.00
流动负债合计	1,950.20	2,118.62	2,278.94	2,455.97	债务融资	442.50	200.25	0.00	0.00
其他	399.56	549.80	549.80	549.80	其他	-391.92	-285.28	-318.68	-358.02
非流动负债合计	399.56	549.80	549.80	549.80	筹资活动现金流净额	135.99	-80.65	-318.68	-358.02
负债合计	2,349.75	2,668.41	2,828.74	3,005.76	现金及现金等价物净增加额	43.44	77.03	-204.81	21.98
股本	730.66	730.66	730.66	730.66					
资本公积金	891.58	895.96	895.96	895.96					
未分配利润	1,413.75	1,580.97	1,771.72	1,984.80					
少数股东权益	125.17	154.20	192.95	237.16					
其他	134.37	200.81	278.04	366.14					
所有者权益合计	3,295.53	3,562.60	3,869.33	4,214.72					
负债和所有者权益总计	5,645.28	6,231.02	6,698.06	7,220.48					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048