

纺织服饰

2024年09月26日

新澳股份 (603889)

——羊毛羊绒双轮驱动成势，成长提速有望催化价值重估

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2024年09月25日

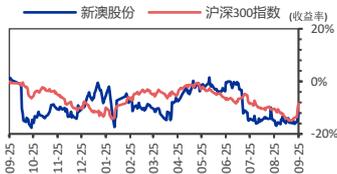
收盘价(元)	6.60
一年内最高/最低(元)	8.23/6.06
市净率	1.5
息率(分红/股价)	4.55
流通A股市值(百万元)	4,729
上证指数/深证成指	2,896.31/8,537.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年06月30日

每股净资产(元)	4.42
资产负债率%	42.32
总股本/流通A股(百万)	731/716
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

- 《新澳股份(603889)点评：旺季营收、净利再创历史新高，印证持续的成长性》2024/08/21
- 《新澳股份(603889)点评：毛精纺纱新产能计划落子宁夏，低成本扩产加速》2024/06/03

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiuji@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiuji@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- “宽带战略”起航五年，独立成长性穿越疫情与去库存。20Q3起至今已连续16个季度实现营收同比正增长，21-23年营收/归母净利润CAGR分别+14%/+16%，24H1再创历史同期新高。本轮超长周期的成长性，一是始于19年“宽带战略”指向扩大品类宽度与应用广度，挂钩更大市场发展空间，二是基于核心管理团队的顺利换代，并时隔八年实施新一轮限制性股票激励计划，激发积极的增长目标。历经30多年发展，公司不仅已完成直面全球品牌的源头攻关，并且引领上游竞争升维至非标开发、快速响应、溯源交付，从而摆脱过去标品同质化的低维成本竞争局面，奠定了持续提升份额、做大规模的底层竞争力。
- 毛纺行业洗牌彻底，混纺化放大纱线市场规模。1) 羊毛纱：我们测算23年精梳羊毛纱单品市场规模超17万吨，新澳销量1.5万吨，在国内/国际市占率13.9%/3.5%，位居第一/第二，国内加速出清，昔日竞对差距拉大，国际市场中德国南毛全球产能规模约3万吨。羊毛天生是优质的运动户外用料，近年来Icebreaker、Outopia等主打美利奴羊毛的户外品牌受热捧，羊毛T恤等零售端跑量级产品有望涌现，带来潜在增量市场。2) 羊绒纱：我们测算23年全球粗梳羊绒纱线市场规模超2万吨，新澳销量1996吨，在国内/国际市占率14.9%/4.6%，位居第二/第三，康赛妮等大型羊绒纱制造商主要在中国，而享誉全球的顶级羊绒制造商多数在欧洲，近年来被奢侈品集团频频收购，视为稀缺的供应链价值。
- 羊毛扩产+羊绒满产起点，双轮共振有望抬升成长斜率。1) 羊毛纱24年起步入密集投产期，中期目标产能翻倍。越南基地关税与成本优势显著，成为稀缺的东南亚产能选择，宁夏基地利用现有空余厂房直接上线新产能，节省大量土建，每万锭投资额较越南节省超40%，成为未来低成本扩产支点。2) 羊绒纱第二成长曲线，从增收走向增利的质变时刻。宁夏新澳粗纺羊绒产能全年度满产在即，高饱和运转有望带动毛利率非线性提升，中期看宁夏新澳羊绒潜在营收约17亿元，净利润约2亿元，较23年0.78亿元增量空间大。
- 需求足悲+供给收缩，新年度澳毛价格上行空间大于下行。1) 供给端：澳大利亚羊毛产量预测委员会(AWPFC)最新下调24/25年度羊毛产量(含脂)至28.5万吨，同比下降超10%。2) 需求端：下游去库存之后的库存水位不高，且历史上美元指数转弱有助于需求回暖、价格回升，当前多种细度规格的毛价已跌至历史底部，一旦需求改善具备弹性空间。
- 投资分析意见：全球毛纺纱线专业供应商，当下正处于羊毛纱扩产与羊绒纱满产起点，双轮共振有望驱动成长提速，重申维持“买入”评级。维持盈利预测，我们预计24-26年归母净利润4.5/5.1/5.9亿元，对应PE为11/9/8倍。参照可比公司平均PEG，给予24PEG约1倍，对应24PE为14倍，目标市值62亿元，较2024/9/25市值有29%上涨空间。
- 风险提示：羊绒业务不及预期；下游订单走弱；原材料价格波动；关税风险；汇率风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,438	2,556	4,888	5,536	6,143
同比增长率(%)	12.4	10.1	10.1	13.2	11.0
归母净利润(百万元)	404	266	450	511	588
同比增长率(%)	3.7	4.5	11.4	13.5	15.1
每股收益(元/股)	0.56	0.37	0.62	0.70	0.80
毛利率(%)	18.6	20.8	19.6	19.9	20.4
ROE(%)	12.8	8.2	13.2	13.9	14.8
市盈率	12		11	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

全球毛纺纱线专业供应商，当下正处于羊毛纱扩产与羊绒纱满产起点，双轮共振有望驱动成长提速，重申维持“买入”评级。维持盈利预测，我们预计 24-26 年归母净利润 4.5/5.1/5.9 亿元，对应 PE 为 11/9/8 倍。参照可比公司平均 PEG，给予 24PEG 约 1 倍，对应 24PE 为 14 倍，目标市值 62 亿元，较 2024/9/25 市值有 29% 上涨空间。

关键假设点

主营业务：1) 毛精纺纱：预计 24-26 年销量 16213/19214/22237 吨，均价保持 16.5 万元/吨，毛利率 26.5%/25.5%/25.5%。**2) 羊绒：**预计 24-26 年销量 2680/2920/3080 吨，均价 57.0/57.5/58.1 万元/吨，毛利率 13.0%/14.5%/15.0%。**3) 毛条：**预计 24-26 年销量均为 7410 吨，均价保持 8.6 万元/吨，毛利率保持 5%。

期间费用率：预计 24-26 年销售费用率 2.0%/2.1%/2.1%，管理费用率 2.8%/2.9%/2.9%，研发费用率 2.4%/2.4%/2.4%。

有别于大众的认识

市场认为在传统毛纺行业中即使头部厂商也难以长大，从而忽略了行业洗牌带来竞争格局优化，头部份额提升空间大。23 年全球净羊毛消费量 106 万吨，虽仅占全球纤维消费总量的 1%，，但基础消费当量仍庞大，考虑混纺可推测毛纱市场规模更大，且在“质价比”需求下涌现运动羊毛 T 恤等零售端跑量级产品。从竞争格局看，21 年我国规模以上毛纺织及染整精加工企业较 10 年大幅减少 42%，22-23 年亏损面依旧高达 25%，处于加速出清状态，有利于经营聚焦的毛纺头部企业提升市场份额。

市场认为新澳 24H1 在下游补库阶段的利润弹性一般，从而忽略了羊毛扩产、羊绒满产即将共振驱动成长提速的潜力。公司 24H1 营收/归母净利润同比+10.1%/+4.5%，主要系公司上年同期在下游去库存期间的业绩表现依旧较好，没有造成低基数效应，且今年上半年产能瓶颈也制约了增长弹性。自 24Q2 起公司步入毛精纺纱密集投产期，越南、宁夏新产能增量可观，同时宁夏新澳羊绒产能即将满产，有望提升盈利能力，从而释放利润端弹性。我们预计 24H2 归母净利润将回升至双位数增长，环比 24H1 提速。

市场认为公司业绩与澳毛价格有强周期关联性，从而忽略了上游生意模式升级，公司成长性显现、周期性减弱的趋势。新澳引领上游竞争升维，通过非标开发、快速响应、溯源交付实现差异化竞争力，摆脱过去纱线标品同质化的低维成本竞争局面。上游生意模式中游化，品牌供应链集中向上游延伸，促进上游头部供应商的需求稳定性显著提升，也从低起点打开高发展空间，最终呈现为“成长性显现、周期性减弱”的趋势。

股价表现的催化剂

订单需求延续旺盛；羊毛纱新扩产加速；羊绒纱利润率回升；澳毛价格触底回升。

核心假设风险

羊绒业务不及预期；下游订单走弱；原材料价格波动；关税风险；汇率风险。

目录

1. 宽带战略起航五年，疫情后走出独立成长性	6
1.1 新一代管理层接棒，激励考核指引新一轮发展	6
1.2 上游打通品牌源头合作，供应链生态位升级	8
1.3 连续十六季营收增长，逆周期下 ROE 上台阶	9
2. 毛纺行业洗牌彻底，混纺化放大纱线市场规模	11
2.1 羊毛纱：竞争格局优化，跑量级运动产品涌现	11
2.2 羊绒纱：原料禀赋在中国，品牌壁垒却在欧洲	14
3. 成长起点：羊毛扩产+羊绒满产，双轮共振启动	17
3.1 羊毛纱产能翻番计划，越南、宁夏新基地强化优势	17
3.2 羊绒纱第二成长曲线，从增收走向增利的质变时刻	18
4. 澳毛周期：需求足悲+供给收缩，价格底部支撑	21
4.1 4~5 年一轮周期，澳毛价格正处于历史底部分位	21
4.2 养殖不经济且西澳大旱，新年度供给量预期减少	22
5. 投资分析意见：从周期定价，走向成长定价	23
5.1 盈利预测	23
5.2 估值分析	25
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 2024H1 营收 25.6 亿元 (同比+10.1%)	6
图 2: 2024H1 归母净利润 2.66 亿元 (同比+4.5%)	6
图 3: 公司向上集成一体化产业链, 向下启动宽带战略.....	6
图 4: 截至 2023 年, 公司全球产业布局.....	8
图 5: 公司连续 16 个季度实现单季营收同比正增长	9
图 6: 分地区看, 内外贸规模均有扩大	9
图 7: 主营业务营收结构 (分产品)	10
图 8: 主营业务毛利率 (分产品)	10
图 9: 母公司及重要子公司营业收入	10
图 10: 母公司及重要子公司净利润.....	10
图 11: 近年来 ROE (平均) 上台阶.....	11
图 12: 杜邦分析各项均有提升.....	11
图 13: 全球净羊毛消费量超 100 万吨.....	11
图 14: 羊毛只占全球纺织纤维消费总量的 1%	11
图 15: 新澳股份精梳羊毛纱市占率 (销量口径)	12
图 16: Icebreaker、Outopia 美利奴羊毛服装	12
图 17: 2022 年天猫美利奴羊毛服饰热门穿着场景消费增速变化.....	12
图 18: 新澳股份“X DYNAMIC SOUL”美利奴运动手册.....	13
图 19: 我国规上毛纺企业数量减少, 亏损面扩大	13
图 20: 德国南毛全球纺纱产能规模及分布	14
图 21: 德国南毛染厂及毛条处理产能规模及分布	14
图 22: 德国南毛集团营业收入.....	14
图 23: Indorama Venture 营业收入	14
图 24: 全球原绒产量自 2016 年之后下降	15
图 25: 2023 年全球无毛绒产量不足 1 万吨	15
图 26: 近年来中国 32mm 规格羊绒纤维价格多处于 100 美元/公斤以上	15
图 27: 中国大型羊绒纱线制造商产能规模	16
图 28: 新澳股份粗梳羊绒纱线市占率 (销量口径)	16
图: 近年来毛精纺纱产销两旺, 触达产能瓶颈	

图 30: 2024 年毛精纺纱产能开启密集投产期	17
图 31: 宁夏毛精纺纱新产能单产投资额较越南项目节省约 40%.....	18
图 32: 宁夏毛精纺纱新产能投资回报率显著高于当前总体 ROIC	18
图 33: 宁夏新澳羊绒、英国邓肯现有产能规模	19
图 34: 24H1 羊绒业务销量同比+41%	19
图 35: 24H1 羊绒业务营收同比+20%	19
图 36: 宁夏新澳羊绒产能利用率逐年爬升	20
图 37: 羊绒业务板块盈利能力尚未充分修复.....	20
图 38: 2021 年浙江中鼎羊绒纱线业务毛利率超 20%.....	21
图 39: 2023 年公司存货周转天数已保持平稳	21
图 40: 澳大利亚交易所东部市场综合指数 (美元计价) 复盘.....	21
图 41: 18.5 微米以美元计价的年度平均价格水平以及价格波动区间.....	22
图 42: 15 年内羊毛价格以美元计价的百分位情况	22
图 43: 2010 年之后澳洲绵羊存栏量总体稳定	22
图 44: 澳大利亚原毛拍卖流拍率处于高位	22
图 45: 新澳股份、伟星股份历史 PE/PB-Band	25
表 1: 公司董事长及高管团队 (附原总经理)	7
表 2: 2023 年限制性股票激励计划考核目标测算.....	7
表 3: 分季度看, Q2 占比最大, Q3 占比提升	9
表 4: 全球精梳羊毛纱市场规模测算	12
表 5: 国内上市毛纺企业纷纷转型或经营困顿.....	13
表 6: 奢侈品集团近年来频频收购国际顶级羊绒制造商.....	16
表 7: 全球粗梳羊绒纱线市场规模超 2 万吨.....	16
表 8: 中国、越南羊毛纱线及服装出口主要国家关税比较	18
表 9: 2024/25 年度澳大利亚羊毛产量预期.....	23
表 10: 新澳股份盈利预测.....	24
表 11: 2020 年至今新澳股份、伟星股份历史 PE/PB-Band 统计分析.....	26
表 12: 可比公司估值表	27

1. 宽带战略起航五年，疫情后走出独立成长性

1.1 新一代管理层接棒，激励考核指引新一轮发展

新澳股份始建于1991年,至今深耕行业超30年,已俨然成为全球毛纺纱线行业领军。我们梳理公司发展,有两轮重要的成长期:

1) 上一轮 (2014-2017年) : 以2014年完成A股上市为里程碑,不断完善构建形成集“毛条制条-改性处理-纺纱-染色后整理”的垂直一体化产业链。2013-2017 营收/归母净利润 CAGR 分别+13%/+21%, 然而2018年中美贸易争端、2020年突发新冠疫情,导致了全球纺织行业经历了3年调整阶段。

2) 这一轮 (2021年至今) : 以2019年公司提出“宽带战略”为里程碑,推动自身品类宽度从羊毛到羊绒、从针织到梭织、从精纺到其他工艺,致力成为“全球专业的一站式毛纺纱线供应商”,同时下游应用广度从时装到运动、从传统服饰到家纺、产业用纱,挂钩更大的市场发展空间。2021-2023 营收/归母净利润 CAGR 分别+14%/+16%,业绩表现连续创出新高。

图 1: 2024H1 营收 25.6 亿元 (同比+10.1%)



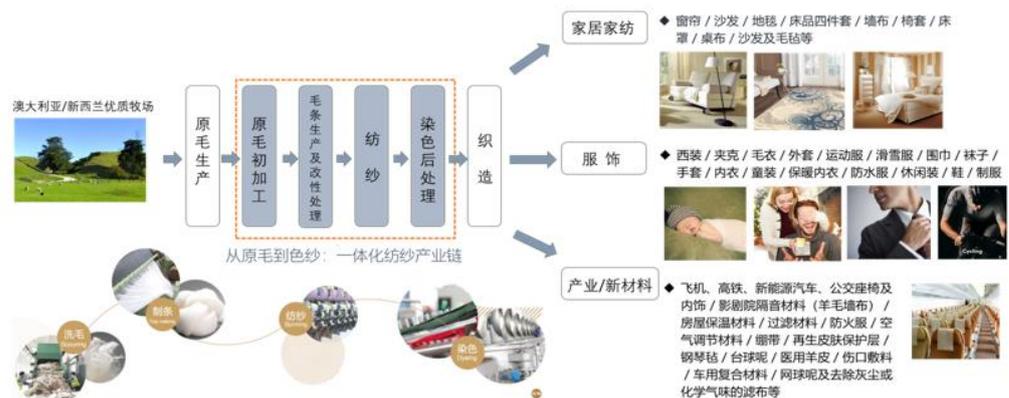
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2024H1 归母净利润 2.66 亿元 (同比+4.5%)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 公司向上集成一体化产业链，向下启动宽带战略



资料来源: 新澳股份, 申万宏源研究

我们认为，本轮新发展在很大程度上，基于核心管理团队的顺利换代。公司创建人及董事长沈建华长期专注深耕毛纺产业，在上市 10 年间从未减持公司股份，当前穿透持有上市公司 30% 股份，在管理上更侧重长期战略谋定，而在经营上充分放权给管理团队。2021 年原功勋总经理周效田退休离任，以现任总经理华新忠（历任多个生产部门负责人）、常务副总刘培意（加入至今从事全球市场开发）为核心班底的新一代管理层完成接棒，专长互补契合产销一体，继而从“以销定产”转向“以产促销、以销促产”的积极发展模式。

表 1：公司董事长及高管团队（附原总经理）

姓名	职务	任期	性别	出生年份	简介
沈建华	董事长	成立至今	男	1964	经济师，历任桐乡市芝村丝厂助理会计，桐乡市新华羊毛衫厂财务科长，桐乡市新华毛纺联营厂厂长。1995 年起先后担任浙江新澳纺织集团董事长、总经理，浙江新澳纺织股份有限公司董事长，浙江新澳实业董事长，浙江新中和羊毛董事，桐乡市新新典当董事，浙江茂森置业有限公司董事，浙江恒易生物科技有限公司董事。
周效田	原总经理	2007-2021 年	男	1958	高级工程师，曾被评为桐乡市十佳优秀引进人才，桐乡市劳动模范等称号。历任纺织工业部生产协调司干部，国际羊毛局中国分局技术主任，国际羊毛局北京代表处技术经理、首席代表。2000 年起担任浙江新澳纺织副总经理，历任浙江厚源纺织总经理。2007 年 12 月起担任浙江新澳纺织股份有限公司董事、总经理，最终于 2021 年 2 月退休离任。
华新忠	总经理	2021 年至今	男	1973	工程师。历任桐乡市新华毛纺联营厂生产技术科长，1995 年起先后担任浙江新澳纺织集团董事长、副总经理，浙江新澳纺织股份有限公司董事、副总经理，浙江新中和羊毛董事长、总经理，浙江厚源纺织董事长、总经理。现任公司副董事长兼总经理，浙江新澳实业董事，浙江新中和羊毛董事长，浙江厚源纺织董事长兼总经理，浙江鸿德羊绒监事等。2004 年入职至今，历任公司外贸部业务员、外贸部科长、总经理助理，主要从事美国、欧洲、日韩、香港地区等国际市场开发工作。现任公司董事、常务副总经理，浙江鸿德羊绒董事长兼总经理，新澳股份（香港）董事。
刘培意	常务副总经理	2017 年至今	男	1982	工程师，历任桐乡市新华毛纺联营厂技术员、车间主任，浙江新澳纺织生产技术科长、产品开发科长、总经理助理。现任公司董事，副总经理。
沈剑波	副总经理	2014 年至今	男	1975	国家一级企业人力资源管理师，经济师。2004 年入职至今，先于外贸科从事外贸单证及业务助理，并任单证组长，2008-2017 年先后任公司人力资源科主管、人力资源科科长、人力资源科兼企管科科长、总经理助理、副总经理。现任公司董事，副总经理。
陈星	副总经理	2018 年至今	女	1984	1997 年入职至今，1998-2006 年先后任财务部会计助理及主办会计，2007-2018 年任财务科科长，现任本公司董事、财务总监，浙江厚源纺织股份有限公司董事，宁夏新澳羊绒有限公司董事。
王玲华	财务总监	2020 年至今	女	1978	2012 年进入公司证券部，2015 年 1 月起任证券事务代表，2022 年 4 月起任董事会秘书
郁晓璐	董事会秘书	2022 年至今	女	1987	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

时隔八年，2023 年实施新一轮限制性股票激励计划，激发活力、彰显信心！根据公司发布《2023 年限制性股票激励计划（草案）》，拟以向激励对象定向发行股票的方式，授予限制性股票总计 1753 万股（含预留，占发行前总股本 2.45%），并以 22 年扣非净利润为基数，对 23-25 年设定考核要求。根据公司发布《关于股权激励计划限制性股票首次授予结果公告》，公司最终于 2023 年 10 月 26 日首次授予激励对象 323 人（约占 23 年末员工总数 8%）合计 1421 万股（约占首次授予日总股本 1.98%），授予价格 4.11 元/股。

表 2：2023 年限制性股票激励计划考核目标测算

考核目标：扣非净利润	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
实际值：扣非净利润（亿元）	3.44	3.89			
YoY	20.9%	13.3%			
考核要求					
①目标档：对应 100% 解限售比例，即 23-25CAGR ≥ 11%					
测算下限：扣非净利润（亿元）		3.79	4.07	4.64	
测算：YoY（24 年同比 23 年实际值，25 年同比 24 年考核下限）			5%	14%	
考核下限：同比 22 年 YoY		11%	23%	37%	
②触发档：对应 60% 解除限售比例，即 23-25CAGR ≥ 8%、< 11%					
测算下限：扣非净利润（亿元）		3.69	3.87	4.26	
测算：YoY（24 年同比 23 年实际值，25 年同比 24 年考核下限）			-1%	10%	
考核下限：同比 22 年 YoY		8%	17%	26%	
※若未达成触发档，解限售比例为 0%					
※首次授予激励费用分摊（亿元），合计约 3467 万元		0.034	0.185	0.090	0.039

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 上游打通品牌源头合作，供应链生态位升级

历经 30 多年发展构建全球营销网络，已积累全球客户 5000 多家，累计服务全球优质品牌近 500 个，源头攻关是份额提升、规模做大的重要基础。我们认为，有别于众多同质化竞争的中小毛纺纱厂，公司致力于直接与下游品牌的源头合作，从而取得品牌客户一手订单，而非依赖中游代工厂间接供货。与此同时，公司基于极富远见的国际化战略，真正建成拥有“全球销售网络+全球产能布局”的跨国集团，促进与终端品牌客户之间从“外贸关系”向“共生关系”的升级，从而在相对分散的上游纺织材料供应链中虹吸订单份额，并步入规模效应强化竞争力的正向循环中，这在服饰辅料等其他细分行业也有成功案例。

图 4：截至 2023 年，公司全球产业布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

上游龙头引领竞争升维，摆脱标品同质化的低维成本竞争。在传统的“纱线-面料-成衣”纺织产业链中，关乎设计、功能的非标化一般从面料开始，因此对于上游纱线，在过去属于同质化的标品范畴，多数工厂往往选择标品大生产模式，“工厂思维”最终导致纯粹的成本竞争。然而，新澳股份的差异化经营选择，是围绕品牌客户诉求与痛点建立“品牌思维”，在高品质纱线产品之外，提供一整套生产制造解决方案。

上游生意模式的中游化，促进品牌供应链集中向上游延伸。我们理解“上游中游化”主要体现在三个维度：**1)** 品牌服饰追求更深层创新与环保，促进开发职能与价值从中游向上游供应商部分转移，公司通过混纺功能性开发、纱染时尚感赋能，最终增加终端产品卖点。**2)** 新一轮服装业库存危机，倒逼全产业链响应加速，公司通过智能制造与流程优化，可实现较同行更灵活的起订规模、更快的交付速度。**3)** 近年来国际贸易壁垒之下，国际品牌日益诉求海外产能溯源交付。公司 24 年底越南基地首期产能即将启动投产，未来也不排除将在欧美主要市场寻找近岸产能计划，不断强化多地交付能力。

1.3 连续十六季营收增长，逆周期下 ROE 上台阶

连续 16 个季度营收实现同比正增长，独立成长性穿越疫情冲击与去库存周期。公司从国际贸易争端与首轮疫情爆发的调整中走出，自 20H2 起营收已恢复在低基数上企稳增长，2021 年营收更是大幅反弹增长 52%。2022/2023 年即使受到下游去库存周期影响，但当年度营收仍逆势保持双位数增长，23H2 起自身订单需求显著起势，但遗憾阶段性产能瓶颈又压制增速释放，23H2 营收同比+16%，环比 23H1 增速扩大+6pct，24H1 营收同比+10%。

图 5：公司连续 16 个季度实现单季营收同比增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

分季度看旺季延长，分市场看内外销齐升。在早前毛纱主要适用于秋冬服饰特征之下，长交期计划下导致原材料生产前置，因此以往纱线厂商产销旺季普遍在 Q2。近年来随着毛纱应用拓展至春夏服饰，且生产端交付响应速度提升，促进相对临近秋冬季的 Q3 产销扩大，2020 年之后旺季延长，季节性平滑。从内外销来看，2023 年内销/外销营收较疫情前 2019 年分别扩大 86%/34%。表观看，2023 年内销/外销营收贡献占比 70%/30%，但不意味对应终端市场需求结构。根据公司官网，预计穿透终端市场的结构为国内 50%、欧洲 20%、美国 15%、日本 7%、大洋洲 5%、其他国家 3%，可见终端内外需结构相对平衡。

表 3：分季度看，Q2 占比最大，Q3 占比提升

年度	营业收入 (亿元)					营收占比			
	Q1	Q2	Q3	Q4	合计	Q1	Q2	Q3	Q4
2014	3.5	5.1	3.8	3.0	15.3	23%	33%	24%	19%
2015	3.4	5.5	4.1	3.2	16.2	21%	34%	25%	20%
2016	3.7	6.0	4.9	3.8	18.4	20%	33%	26%	20%
2017	4.6	7.4	6.5	4.7	23.1	20%	32%	28%	20%
2018	5.2	8.6	6.4	5.5	25.7	20%	33%	25%	22%
2019	7.2	8.6	6.3	5.0	27.1	26%	32%	23%	18%
2020	4.9	5.9	6.4	5.5	22.7	21%	26%	28%	24%
2021	6.4	11.2	9.5	7.4	34.5	18%	33%	27%	21%
2022	8.9	12.3	10.1	8.3	39.5	23%	31%	25%	21%
2023	9.8	13.4	11.9	9.3	44.4	22%	30%	27%	21%
2024	11.0	14.6							

资料来源：Wind，申万宏源研究

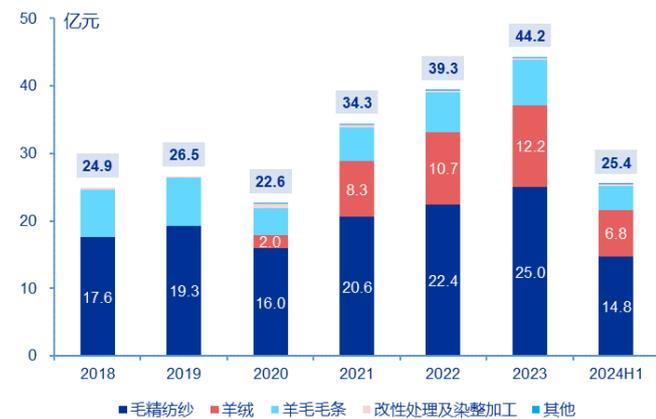
图 6：分地区看，内外贸规模均有扩大



资料来源：Wind，申万宏源研究

分产品看，纱线业务贡献主要营收增量，且毛精纺纱毛利率上行。2023 年营收较 2019 年增长 . 亿元，其中毛精纺纱/羊绒增量分别贡献 %/%，而毛条业务虽有扩产，但

景气不佳,甚至略有下滑。截至 2023 年,毛精纺纱/羊绒/毛条营收占比分别 57%/28%/15%,新业务羊绒贡献快速提升。从盈利能力分析,2022-2023 年优势业务毛精纺纱毛利率突破 25%,这也对冲了起步期羊绒、下行期毛条业务毛利率较低的暂时拖累。24H1 毛精纺纱毛利率 27.1%,同比大增+1.4pct,我们预计 24 全年毛精纺纱毛利率有望再度创出历史新高。

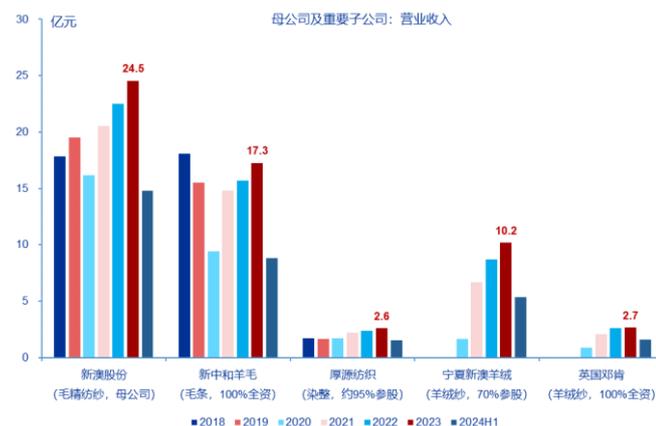
图 7: 主营业务营收结构 (分产品)


资料来源: Wind, 申万宏源研究

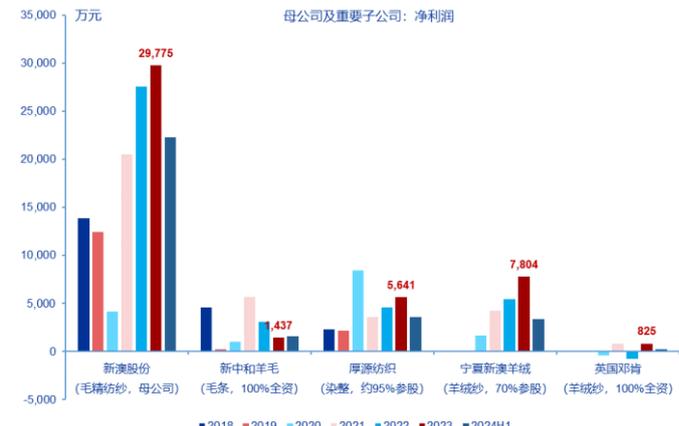
图 8: 主营业务毛利率 (分产品)


资料来源: Wind, 申万宏源研究

分业务主体看,新中和羊毛、英国邓肯盈利能力仍有改善空间。从 2023 年分部净利润表现看,母公司毛精纺纱、宁夏新澳羊绒、厚源纺织染整三个分部表现增长,然而,新中和主营毛条业务,属于羊毛到纱线的中间产品,加工环节短,容易被近两年来毛价下跌所拖累,2022-2023 年新中和净利润仅 1400-1600 万元,较 2021 年峰值 5641 万元有较大差距。此外,英国邓肯主要供应欧洲顶级奢侈品的羊绒纱线,近年来也受到欧洲消费低景气,以及欧元汇率贬值影响,2023 年及 24H1 只处于微盈状态。

图 9: 母公司及重要子公司营业收入


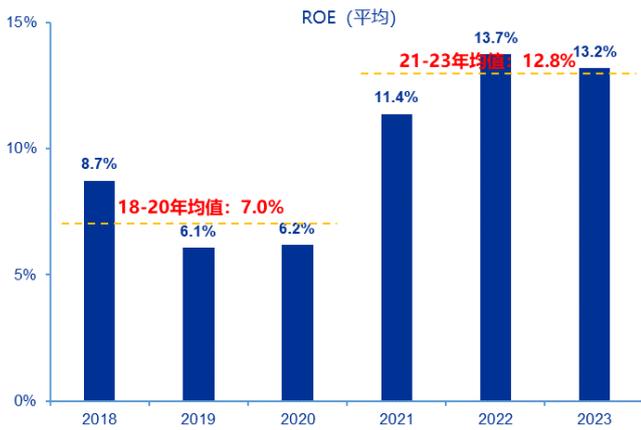
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 10: 母公司及重要子公司净利润


资料来源: Wind, 申万宏源研究

从结果看,近 3 年 ROE 逆势上台阶,杜邦分析各项齐升。2021-2023 年 ROE (平均) 均值 12.8%,较 2018-2020 年均值 7% 大幅提升。具体分析看: 1) 订单饱满、产销两旺,驱动净利率上行,资产周转率加速。2) 新一轮扩产周期,合理提升资产负债率,抬升权益乘数。我们判断,在当前订单条件下,后续 ROE 延续阶梯式上行趋势,过去 3 年的提升驱动是净利率与权益乘数,而未来 3 年的提升驱动则是羊绒业务盈利动能释放,转化为总体净利率与资产周转率进一步提升。

图 11: 近年来 ROE (平均) 上台阶



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 12: 杜邦分析各项均有提升



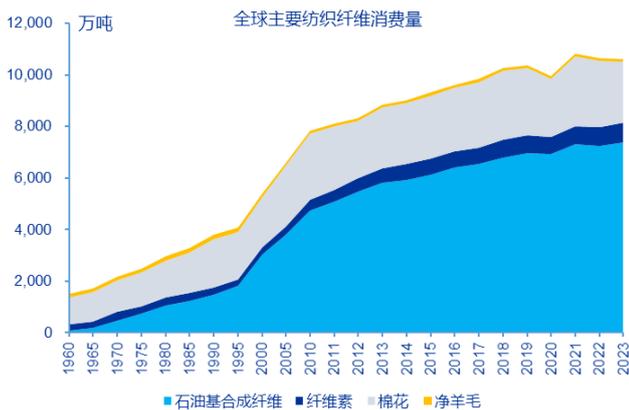
资料来源: Wind, 申万宏源研究

2. 毛纺行业洗牌彻底, 混纺化放大纱线市场规模

2.1 羊毛纱: 竞争格局优化, 跑量级运动产品涌现

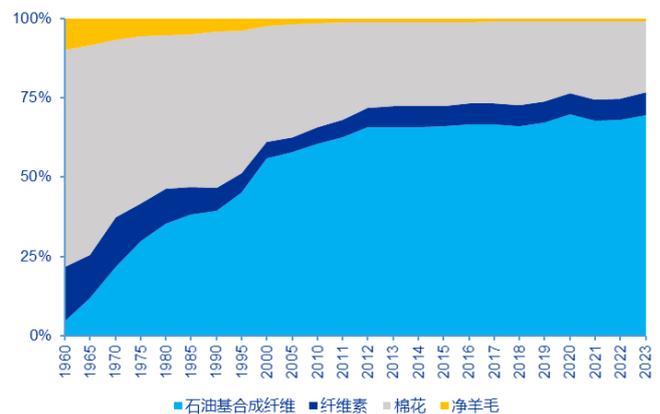
羊毛属于低消费占比的纺织纤维, 但也具有较大消费当量。2023 年全球纺织纤维消费总量 1.06 亿吨, 其中是石油基合成纤维/纤维素/棉花/羊毛分别 7389/758/2368/106 万吨, 占比 70%/7%/22%/1%。虽然随着化纤消费长期走高, 羊毛消费量占比已只有 1%, 但作为最重要的动物蛋白纤维之一, 仍拥有上百万吨的基础消费量级。

图 13: 全球净羊毛消费量超 100 万吨



资料来源: 国际毛纺组织 (IWTO), 申万宏源研究

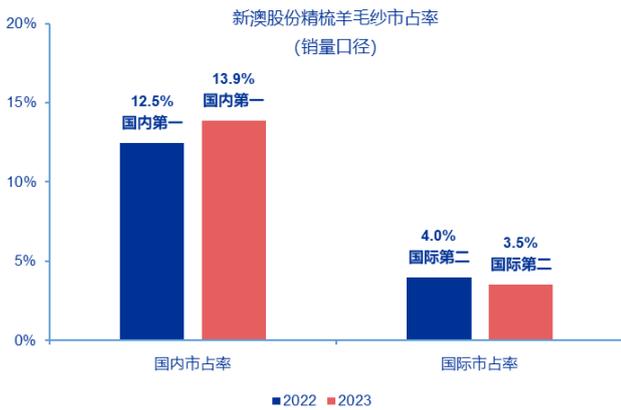
图 14: 羊毛只占全球纺织纤维消费总量的 1%



资料来源: 国际毛纺组织 (IWTO), 申万宏源研究

考虑混纺纱线, 全球羊毛纱线总市场规模至少大于净羊毛消费量, 也应该在 100 万吨级别之上。如果只考虑精梳羊毛纱品类, 我们测算, 全球精梳羊毛纱市场规模超 17 万吨。2023 年新澳股份精纺羊毛纱销量 1.5 万吨, 根据中国毛纺织行业协会统计, 当年度新澳股份精梳羊毛纱线在国内/国际市占率分别 13.9%/3.5%, 分列第一/第二位次, 其中国内市占率较 2022 年提升 1.4pct, 而在同样庞大的国际市场中份额仍较低, 有较大发展空间。

图 15: 新澳股份精梳羊毛纱市占率 (销量口径)



资料来源: 中国纺织工业联合会, 申万宏源研究

表 4: 全球精梳羊毛纱市场规模测算

测算过程	2023年	备注
新澳股份精梳羊毛纱销量 (吨)	14,983	公司2023年报
假设: 国内销量	11,986	假设80%内销
假设: 国际销量	2,997	假设20%外销
综合市占率	8.7%	新澳总销量/全球市场规模
国内市占率	13.9%	中国毛纺织行业协会
国际市占率	3.5%	中国毛纺织行业协会
测算: 全球精梳羊毛纱市场规模 (吨)	171,852	国内+国际市场规模
测算: 国内市场规模	86,480	新澳国内销量/国内市占率
测算: 国际市场规模	85,372	新澳国际销量/国际市占率

资料来源: 公司公告, 中国毛纺织行业协会, 申万宏源研究

羊毛兼备松弛与硬核, 天生是优质的运动户外用料。得益于蛋白纤维的独特结构, 羊毛纱拥有轻薄柔软、抑菌除味、天然调温、水分传递等优秀属性, 且生物降解速度遥遥领先多数化纤材料, 属于纯天然环保材料。原先运动户外服饰使用羊毛, 主要在冲锋衣中层保暖材料, 而运动 T 恤等易耗产品应用较少, 痛点主要在于不可机洗、贴肤刺痒、强韧性不足等, 但如今这些痛点均能在美利奴羊毛纱线的生产中得到有效解决, 且与其他功能性纤维混纺也能显著降低单位材料成本, 这为大众服饰品牌提供了既有差异化材料卖点, 又有强功能性的纺织面料新选择。

海外代表性品牌引领消费趋势, 中国市场的羊毛外塔场景消费热度也在攀升。近年来, 一些主打美利奴羊毛等天然功能性纤维的小众户外品牌在海外市场受到热捧。根据 The Daily Outdoor Retailer 在 23 年 8 月的报道, Icebreaker 品牌在全球 38 个国家的超 3000 个零售点进行销售, FY22 全球销售额就达 1.7 亿美元。我们观察到, 这类辨识度极高的运动羊毛产品也开始在中国市场出现, Icebreaker 加大布局中国区线下门店, 国产新锐品牌 Outopia 也创立自这个朝阳赛道。根据第一财经商业数据中心发布的《羊毛材质消费趋势洞察》, 2022 年天猫羊毛服饰消费同比增长 18%、美利奴羊毛服饰同比增长 51%, 其中野餐露营、跑步、骑行、滑雪、旅行等偏室外场景消费呈数倍增长。

图 16: Icebreaker、Outopia 美利奴羊毛服装



资料来源: Icebreaker、Outopia 天猫官方旗舰店, 申万宏源研究

图 17: 2022 年天猫美利奴羊毛服饰热门穿着场景消费增速变化



资料来源: 第一财经商业数据中心, 任拓, 申万宏源研究

羊毛 T 恤等零售端跑量级产品有望涌现，利好头部纱线制造商。1) 不再局限于时装，羊毛应用泛化，且“性价比”需求促进倍率下沉。运动羊毛服饰属于近年来新涌现的产品，且当前主打品牌还不多，未来有机会泛化成更多运动休闲品牌的推款选择。不同于传统时装，这部分品牌的定价倍率中等，但销量更大，未来对全市场的增量贡献会逐步显现。2) 不再局限于秋冬，羊毛商品上架销售时间拉长，制造商旺季拉长。功能性运动羊毛纱线普遍有较高研发和工艺壁垒，供应能力主要集中在德国南毛、新澳股份这些头部制造商，终端放量也将优先转化为头部厂商订单需求，且有利于淡季产能释放，平滑季节性。我们预计，新澳面向运动户外品牌的毛精纺纱销量占比已超 20%，近年来增长高于自身平均增速。

图 18: 新澳股份“X DYNAMIC SOUL”美利奴运动手册



资料来源：新澳股份微信官方公众号，申万宏源研究

竞争格局：国内毛纺行业加速出清中，海外羊毛纱线老牌巨头增长放缓。

1) 国内毛纺企业数量减少，且众多昔日竞争对手选择跨行业转型，或陷入经营困顿。根据中国纺织工业联合会统计，我国规模以上毛纺织及染整精加工企业从 2010 年的 1496 家，减少至 2021 年 857 家，降幅高达 43%，2022-2023 年规上企业亏损面均高达 25%，生存压力较大，预计毛纺行业仍在加速出清中。从上市毛纺企业来看，昔日的大型对手纷纷转型，在经营失焦之后，新业务拖累原主业，原毛纺业务竞争力也随之退坡。

图 19: 我国规上毛纺企业数量减少，亏损面扩大



资料来源：中国纺织工业联合会，申万宏源研究

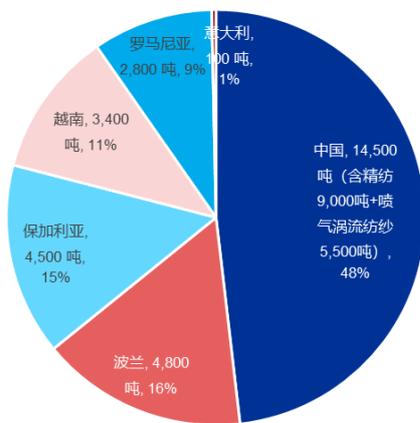
表 5: 国内上市毛纺企业纷纷转型或经营困顿

公司	发展现状
江苏鹿港	地方国有企业，除了毛纺之外，还从事影视、酒店等业务，上市公司已更名为“浙文影业”。19-21年扣非归母净利润连续三年巨亏，23年精纺、半精纺纱线营收超20亿元，但扣非归母净利润只有0.46亿元。
江苏阳光	民营企业，除了毛纺之外，还从事热电等业务，此前也曾开展过多晶硅业务。24H1归母净亏损7.15亿元，A股上市主体已被实施退市。
如意集团	民营企业，除了毛纺之外，曾公告计划收购服饰品牌资产。20-23年连续四年扣非归母净利润亏损，23年营收已缩至只有3.8亿元。
上海三毛	地方国有企业，从事进出口贸易、安防服务、园区物业租赁等多元业务，长年扣非归母净利润亏损。
南山智尚	集体企业，除了毛纺之外，还从事超高分子量聚乙烯纤维业务，迈入新材料领域。21-23年精纺呢绒贡献营收分别8.7/9/9亿元，相对稳定。

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

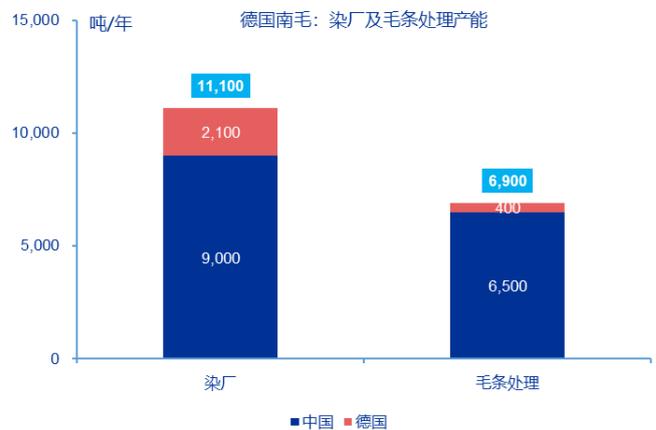
2) 国际市场中，主要竞争对手是德国南毛集团 (Südwolle Group)、因多拉玛 (Indorama Venture) 。①德国南毛：创立于 1966 年，全球纺纱产能约 3 万吨，分拆中国/欧洲/越南分别 1.45/1.22/0.34 万吨，占比 48%/41%/11%，此外还拥有 1.11 万吨染色、0.69 万吨毛条处理产能，前后道配套产能远小于纺纱产能。近 3 年折算人民币营收约在 35-40 亿元区间，没有明显增长。②Indorama：泰国大型上市公司，主营化工新材料，主营肥料、PET、医用手套、纺织纤维及纱线等，21-23 年均实现折算人民币口径千亿级营收规模，因此毛纺纱线仅是其庞大商业版图中很小的业务，并不是发展重点。我们认为，新澳产能均位于中国、越南，其综合成本优势强于有较多欧洲产能的德国南毛，且染整产能规模接近纺纱，产业链一体化程度优于德国南毛。

图 20：德国南毛全球纺纱产能规模及分布



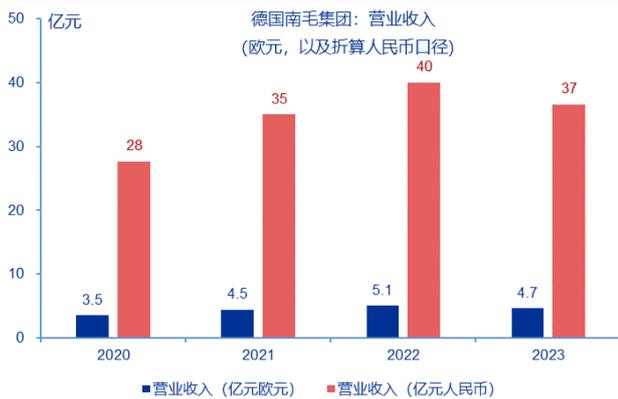
资料来源：德国南毛集团，申万宏源研究

图 21：德国南毛染厂及毛条处理产能规模及分布



资料来源：德国南毛集团，申万宏源研究

图 22：德国南毛集团营业收入



资料来源：德国南毛集团，申万宏源研究；注：按照欧元兑人民币最新汇率折算

图 23：Indorama Venture 营业收入



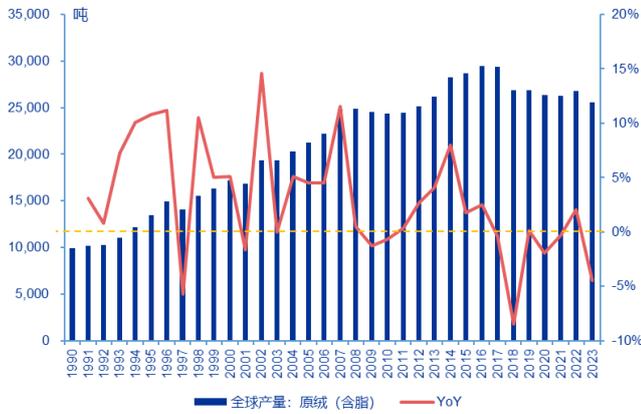
资料来源：Wind，申万宏源研究；注：按照泰铢兑人民币最新汇率折算

2.2 羊绒纱：原料禀赋在中国，品牌壁垒却在欧洲

羊绒属于极稀缺的纺织纤维资源品，被誉为“软黄金”，中国占据了绝对多数的份额。根据百度百科，羊绒是生长在山羊粗毛根部的一层薄薄的细绒，在入秋后日照减少时长出以低于风寒，在春季日照增加后脱落，因此产自少数具备特定气候条件的产区，世界上约

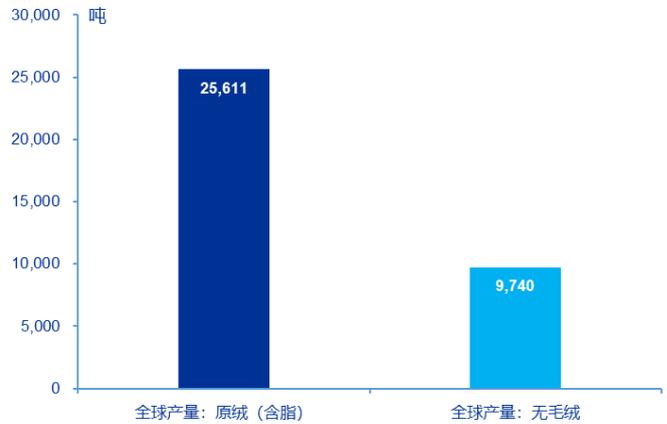
70%的羊绒产自中国，其质量上也优于其他国家。从产量看，2023 年全球原绒（含脂）产量 2.56 万吨，较 2016 年峰值减少 13%，而洗净后可供纺纱的无毛绒产量更只有 0.97 万吨，仅占原绒产量的 38%，供给稀缺导致价格昂贵，一般吨价在几十万级别。

图 24：全球原绒产量自 2016 年之后下降



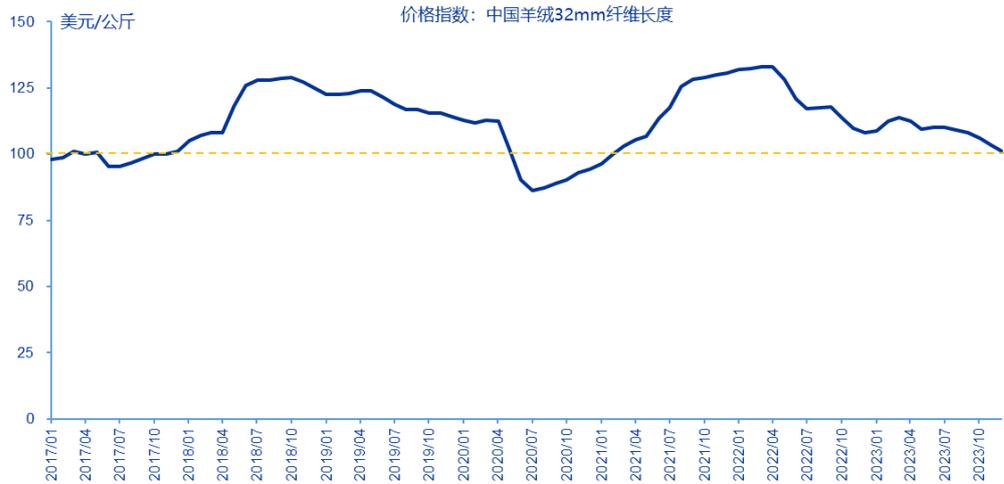
资料来源：国际毛纺织组织（IWTO），申万宏源研究

图 25：2023 年全球无毛绒产量不足 1 万吨



资料来源：国际毛纺织组织（IWTO），申万宏源研究

图 26：近年来中国 32mm 规格羊绒纤维价格多处于 100 美元/公斤以上



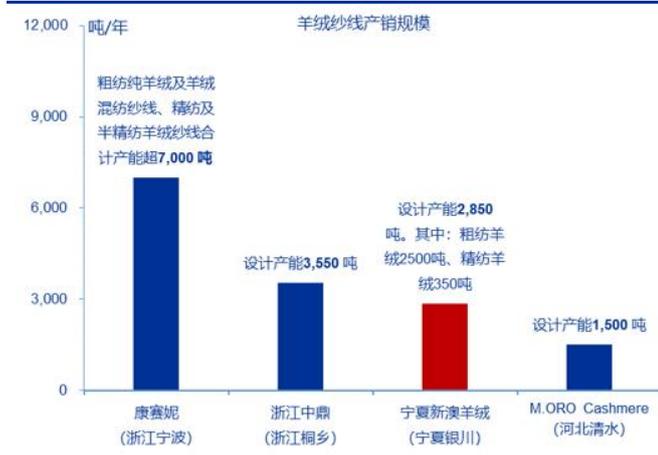
资料来源：国际毛纺织组织（IWTO），申万宏源研究

竞争格局：中国厂商走规模发展之路，欧洲老牌纱厂绑定奢侈品溢价。

1) **大型羊绒纱线制造商主要位于中国，原料资源禀赋突出，产品工艺不断突破。** 根据我们对第一梯队羊绒制造商的产能统计，我们预计康赛妮是中国、乃至全球最大的羊绒纱线制造商，其官网介绍每年生产销售以羊绒等纯天然原料为主的高档纱线、面料近 10000 吨，其中粗纺纯羊绒及羊绒混纺纱线年产量 5000 余吨、精纺和半精纺年产能 2000 吨。从康赛妮、M.ORO 等早期起步企业的发展来看，可总结优势为“牧场资源+先进装备+欧洲工艺”，并不断补强高工艺难度的“多元产品矩阵”，康赛妮与 M.ORO 先后创立于 1999 年、2014 年，均从粗纺起步，不断通过工艺突破，形成更高附加值的精纺、半精纺、花式羊绒纱线的生产能力。

2) **享誉全球的顶级羊绒制造商多数为欧洲企业，深度绑定奢侈品集团。** 我们观察到，全球奢侈品集团近年来正加速通过股权方式，强化上游原料端稀缺供应链的布局，从而赋

能自身品牌独特性。根据华利志、界面新闻、凤凰网等公开报道，2013年LVMH以20亿欧元收购80%的Loro Piana股权，轰动时尚界，2021年Prada和Zegna已各自完成收购40%的Filati Biagioli股权，2023年5月Chanel和Brunello Cucinelli各收购24.5%的Cariaggi股权。

图 27：中国大型羊绒纱线制造商产能规模


资料来源：各公司官网、年报，申万宏源研究

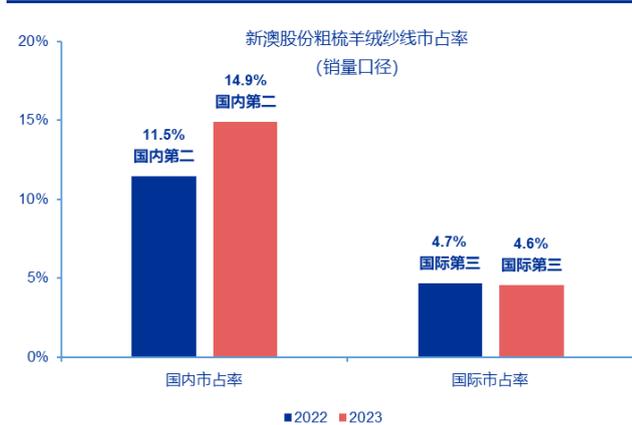
表 6：奢侈品集团近年来频频收购国际顶级羊绒制造商

国际顶级羊绒制造商	成立时间、国家、股权关系
Loro Piana	1924年成立于意大利，以羊绒起家，也是顶奢品牌，2013年LVMH集团以20亿欧元收购其80%股权
filati biagioli modesto	1919年成立于意大利，2021年Prada和Zegna集团收购多数股权，完成后各持有40%股权
CARIAGGI	1958年成立于意大利，2023年Chanel和Brunello Cucinelli各收购24.5%股权，家族保留51%股权
TODD & DUNCAN	1867年成立于苏格兰利文湖畔，素有“羊绒色彩魔术师”之称，2020年新澳股份以4200万元竞得100%股权

资料来源：新澳股份公告，华利志、界面新闻、凤凰网等公开报道，申万宏源研究

我们认为，新澳羊绒纺纱板块，既有英国邓肯百年积淀的欧洲顶级工艺基因与奢侈品美誉度，也有宁夏新澳背靠中国优质羊绒产区的资源禀赋，东西协同有望持续壮大。

我们测算，全球粗梳羊绒纱线市场规模就超2万吨，如果考虑精纺羊绒纱线，总体羊绒纱线市场规模则更大。2023年新澳股份羊绒纱线销量1996吨，根据中国毛纺织行业协会统计，当年度新澳股份粗梳羊绒纱线在国内/国际市占率分别14.9%/4.6%，分列第二/第三位次，其中国内市占率较2022年快速提升3.4pct。

图 28：新澳股份粗梳羊绒纱线市占率（销量口径）


资料来源：中国毛纺织行业协会，申万宏源研究

表 7：全球粗梳羊绒纱线市场规模超2万吨

测算过程	2023年	备注
新澳股份羊绒纱线销量 (吨)	1,996	公司2023年报
假设：国内销量	1,497	假设75%内销
假设：国际销量	499	假设25%外销
综合市占率	9.5%	新澳总销量/全球市场规模
国内市占率	14.9%	中国毛纺织行业协会
国际市占率	4.6%	中国毛纺织行业协会
测算：全球粗梳羊绒纱市场规模 (吨)	20,955	国内+国际市场规模
测算：国内市场规模	10,038	新澳国内销量/国内市占率
测算：国际市场规模	10,917	新澳国际销量/国际市占率

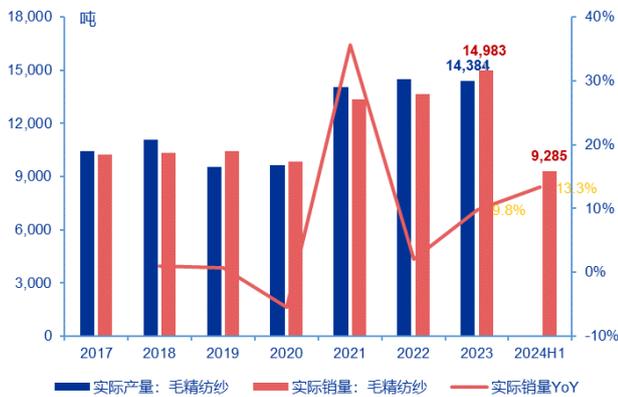
资料来源：公司公告，中国毛纺织行业协会，申万宏源研究

3. 成长起点：羊毛扩产+羊绒满产，双轮共振启动

3.1 羊毛纱产能翻番计划，越南、宁夏新基地强化优势

销售端扩大显著抢跑产能端扩产，因此有效订单需求实际大于近年来销量。在本轮扩产之前，公司毛精纺纱产能以技改升级为主，总量扩张有限。根据公司官网此前披露，2023年末毛精纺纱自有产能约13万锭，而当年度实际销量1.5万吨大于满产产量1.44万吨，产能处于紧平衡。2024年产销两旺延续，即使公司通过外协加工扩大交付能力，但传统Q2-Q3旺季交期仍显著拉长，产能瓶颈已导致部分订单外溢流失，因此亟需加速投产，提出毛精纺纱自有产能“5年倍增计划”。截至24H1末，公司拥有毛精纺纱总产能合计16.5万锭（折标产量约1.8万吨/年），我们预计分拆自有产能14.5万锭（含24H1投产1.5万锭）、外协产能2万锭。

图 29：近年来毛精纺纱产销两旺，触达产能瓶颈



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：2024 年毛精纺纱产能开启密集投产期



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：投产时间为申万宏源预测，最终请依据实际情况

我们认为，越南、宁夏新产能具备难以复制的优势，将进一步强化公司市场竞争力！

1) 越南：首个海外生产基地，出口欧美等重要市场免关税，稀缺的东南亚毛纱产能。

从全球原毛主要进口国来看，毛纺纱线产业仍集中于中印与欧洲，此前向东南亚转移尚未成势，因此东南亚毛纺纱线产能稀缺性强，当地纺织业本地化采购需求反馈强烈。即使从德国南毛集团的产能布局来看，也直至2019年才在越南建成3400吨/年小型产能，且此前不配套染色后整理产线，因此仅供应坯纱为主。根据《关于全资子公司拟在越南投资建厂的公告》，新澳股份选址越南西宁，计划分两期投建5万锭（约6500吨/年）毛精纺纱产能，同时配套染色后整理形成一体化产业链，竞争力领先当地同行。

相较于国内现有产能，越南的关税与人力成本优势，最终可转化为相同盈利目标下的竞争力优势。1) 关税：公司毛精纺纱直接出口业务中有相当一部分欧洲订单，当前从中国出口欧盟、英国的关税分别为3.8%、2%，相较之下，越南毛纱出口依据“欧盟-越南自由贸易协定”和“英国-越南自由贸易区协定”在欧盟、英国市场享有零关税。如果按公司2023年毛精纺纱平均售价16.7万元/吨测算，欧盟/英国客户从越南产能采购的每吨成本将降低超6000/3000元，相当可观。2) 人力成本：根据公司2023年报，毛精纺纱人工成本占比约~%，假设越南平均薪酬是中国的一半，相同人效之下对营业成本改善~%。

如果按照公司 2023 年毛精纺纱平均成本 12.5 万元/吨测算，可节省每吨营业成本约 4400~5000 元，在相同盈利目标下可设定更具竞争力的价格。

表 8：中国、越南羊毛纱线及服装出口主要国家关税比较

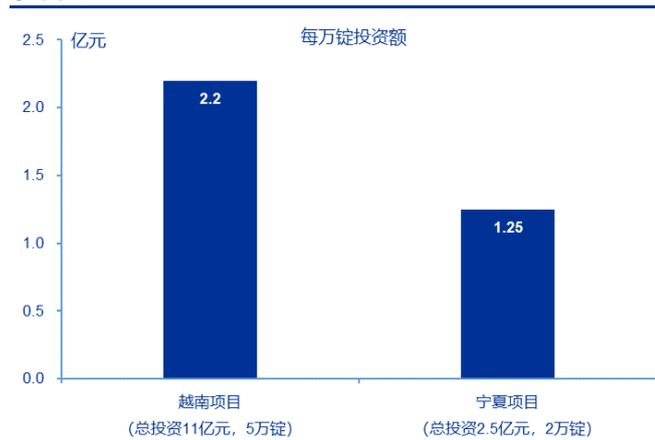
羊毛纱线	美国	英国	土耳其	意大利	波兰	葡萄牙	西班牙	日本	澳大利亚
中国	6%+25% 附加税	2%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	2.2%	0%
越南	6%	0%	3.8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
羊毛衫	美国	英国	土耳其	意大利	波兰	葡萄牙	西班牙	日本	澳大利亚
中国	16%+7.5% 附加税	12%	12%	12%	12%	12%	12%	9.5%	0%
越南	16%	4%	12%	4%	4%	4%	4%	0%	0%

资料来源：中华人民共和国商务部，申万宏源研究；注：蓝色表示欧盟国家

2) 宁夏：低成本扩产支点，充分利用现有空余厂房，成本优势奠定可观资产回报率。

在宁夏基地的现成空余厂房直接上线新产能，省去大量土建工程，速度更快、成本更低！根据公司 2024 年 6 月发布《关于子公司 20000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目的公告》，计划在宁夏银川新增 2 万锭（约 2700 吨/年）毛精纺纱产能，总投资额 2.5 亿元，计算每万锭投资额约 1.25 亿元，较越南项目节省超 40%，奠定极大的成本优势，将在后续生产经营中逐步显现。如果按公司 2023 年毛精纺纱平均吨利约 2 万元/吨测算，越南项目 6500 吨产能满产且效率成熟之后的年化净利润约 1.3 亿元，对应投资回报率约 11.8%，相较之下，宁夏项目 2700 吨产能的年化净利润超 0.5 亿元，对应投资回报率则超 20%，显著高于公司 2023 年 ROIC 为 10.6%，有望推动公司整体投资回报率稳步上行。

图 31：宁夏毛精纺纱新产能单产投资额较越南项目节省约 40%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：宁夏毛精纺纱新产能投资回报率显著高于当前总体 ROIC



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：上述年化净利润、投资回报率均为申万宏源粗算值，仅供参考

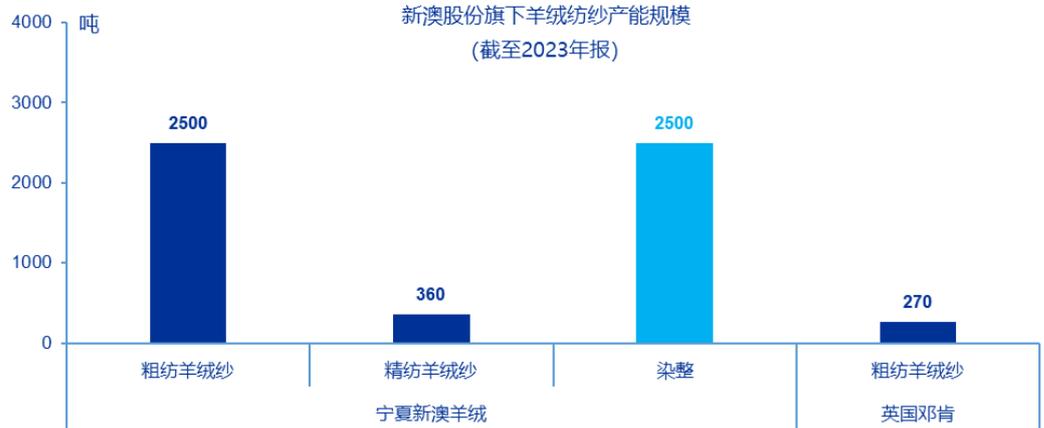
3.2 羊绒纱第二成长曲线，从增收走向增利的质变时刻

2020 年横向开辟羊绒纺纱业务，目前旗下 2 块羊绒纺纱产能合计约 3130 吨/年。1)

宁夏新澳羊绒：年底控股股东新澳实业低成本收购宁夏优质资产包，其中将羊绒纺纱

产能资产以 600 万元/年租赁给上市公司，经公司经营调整，宁夏新澳羊绒业务规模快速壮大，直至 2023 年 9 月，上市公司正式以 5.95 亿元现金收购，包括羊绒纺纱产能及附属大量土地厂房。2) 英国邓肯 (Todd & Duncan)：公司 2020 年 6 月以 4200 万元竞得英国邓肯，是 1867 年成立的世界上第一家现代羊绒纱线生产商，凭借其糅合最先进科技及独有传统配色工艺，长期是 Chanel、Gucci、Prada 等多家顶奢品牌的核心供应商。

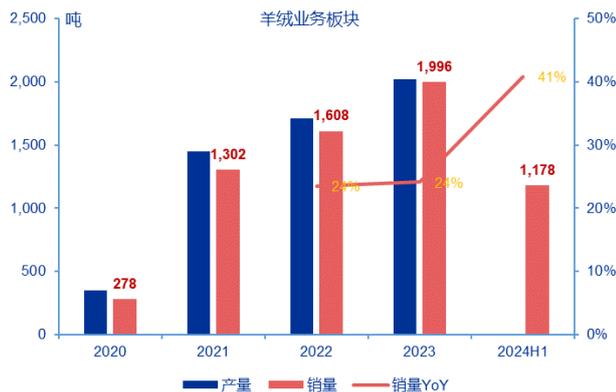
图 33：宁夏新澳羊绒、英国邓肯现有产能规模



资料来源：公司公告、官网，申万宏源研究

得益于原有全球网络复用营销资源，羊绒纺纱业务壮大速度超预期，只用 4 年已晋升国内第二大羊绒纱制造商。2020-2023 年间，公司羊绒业务销量壮大超 6 倍、营收壮大超 5 倍。公司坚决推进混纺化策略，并在拉绒、包芯羊绒、可机洗羊绒、轻薄羊绒等品类实现突破，促进羊绒制品更具质价比与功能性，进一步带动销售高速起量，2024H1 羊绒销量 1178 吨，同比大增 41%。

图 34：24H1 羊绒业务销量同比+41%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：24H1 羊绒业务营收同比+20%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：公司羊绒业务板块包括宁夏新澳羊绒、英国邓肯 2 家控股子公司，下同

宁夏新澳羊绒即将达成全年满产，有望复制毛精纺纱业务从“以销定产”向“以产促销”的发展路径。我们预计，自公司 2020 年开启对宁夏新澳羊绒产能的首个经营年度，至 2022/2023 年其产量已达 1500/1800 吨，按照现有粗纺羊绒总产能 2500 吨测算，产能利用率已经爬坡至 60%/72%，目前势头看 2024 年产能利用率有望突破 85%，全年度满产在即。我们认为，当前羊绒业务的发展阶段，十分类似 2020 年毛精纺纱业务面临的发展契机，从“以销定产”向“以产促销”积极策略转变的关口，务必重视！

2024 年为资产注入后首年过渡，产能高饱和运转之后，即将开启从增收走向增利。由于宁夏新澳羊绒资产为 2023 年 9 月注入上市公司，经营模式由租赁转为自持资产，因此伴生部分增量的资产折旧摊销、财务成本，从而导致宁夏新澳羊绒子公司 24H1 营收同比大增 25% 情况下，利润端却不增反降。我们预计，如果剔除上述增量成本费用因素，在同口径下的盈利能力实际有所改善。2023 年公司羊绒业务板块毛利率不到 13%，宁夏新澳羊绒子公司净利率不到 8%，大幅低于毛精纺纱主业盈利水平。当下看，存量羊绒产能满产之后，第一步将大幅摊低单产制造费用，第二步通过产品提质再优化客户、订单结构，有望持续提升羊绒纱利润率。

图 36：宁夏新澳羊绒产能利用率逐年爬升



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：产能利用率是基于宁夏新澳粗纺羊绒总产能 2500 吨测算

图 37：羊绒业务板块盈利能力尚未充分修复



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们测算，宁夏新澳羊绒潜在利润贡献有翻倍以上成长空间。根据公司 2023 年报，宁夏新澳羊绒产能 2850 吨，分拆粗纺羊绒 2500 吨、精纺羊绒 350 吨，假设单价分别 52、100 万元/吨，可推算仅现有产能完全释放之后，宁夏新澳羊绒潜在营收规模可达约 17 亿元，参照同行浙江中鼎 2021 年羊绒纱线毛利率约 20%，以及假设费用率等其他项合计约 8%，给予潜在净利率水平约 12%，可推算宁夏新澳羊绒潜在净利润规模可达约 2 亿元，较 2023 年 0.78 亿元增量空间大。

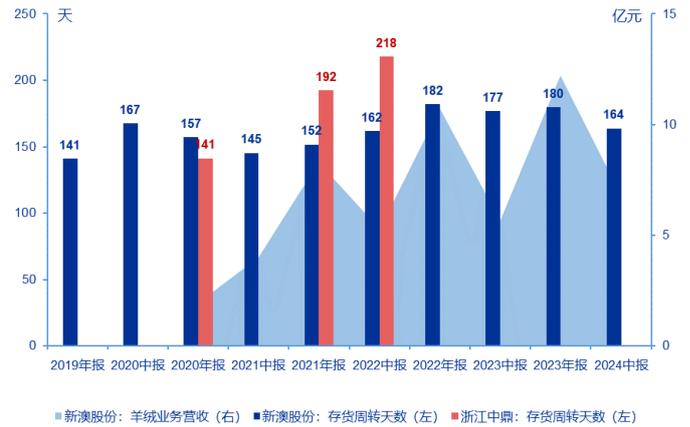
宁夏银川基地毗邻原绒产地，区位优势得天独厚，改良重资产业务的周转效率。原绒价格昂贵，且没有类似澳毛的成熟交易市场，因此羊绒生产企业普遍需要有较长生产周期的备料，导致大量资金占用。但不同于长三角地区的主要竞争对手，宁夏银川基地毗邻内蒙古等重要的原绒产区，与当地原料供应商长期深度合作，可大幅降低在库原绒备货量，从而改善周转效率。公司从 2020 年起开展羊绒业务，存货周转天数有所增加，但羊绒业务营收增长快于对应存货，因此 2022 年以来公司整体存货周转天数已相对稳定。我们认为，得益于低成本收购固定资产，以及区位优势决定领先的存货周转效率，未来随着利润释放，宁夏资产收益率具备上行潜力。

图 38: 2021 年浙江中鼎羊绒纱线业务毛利率超 20%



资料来源：浙江中鼎招股书（申报稿），申万宏源研究

图 39: 2023 年公司存货周转天数已保持平稳



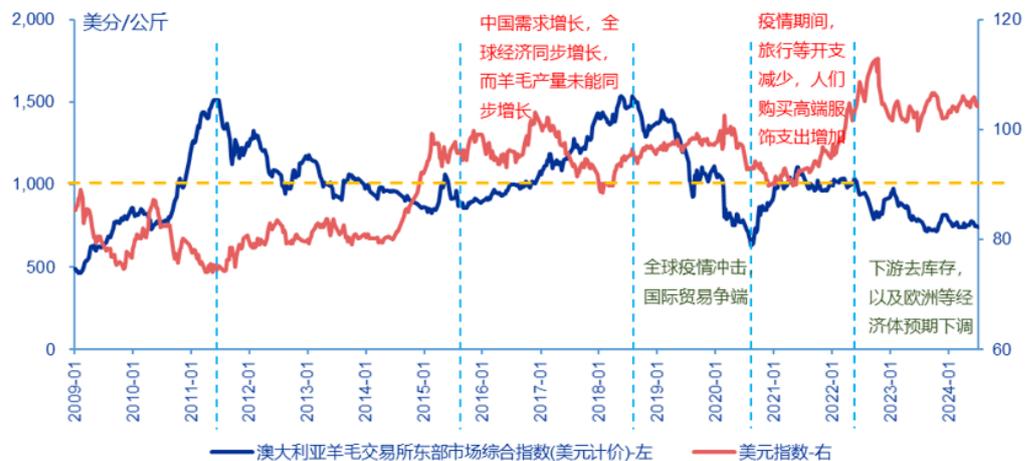
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 澳毛周期：需求足悲+供给收缩，价格底部支撑

4.1 4~5 年一轮周期，澳毛价格正处于历史底部分位

复盘近 15 年澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数，我们总体可得到以下判断：1) 澳毛价格每隔约 4-5 年迎一轮上行周期，普遍伴随需求端增长，例如 2016-2018 年中国市场羊毛需求主导增长，2021 年疫后高端服饰消费小反弹。2) 澳毛价格与美元指数总体负相关，在 2011-2015 年、2021 至今强势美元周期中，澳毛价格均呈下行趋势。我们认为，当下虽然全球需求端预期较弱，但下游在经历去库存周期之后的库存水位并不高，因此不用对澳毛需求过度悲观，此外美元开启降息周期，美元指数转弱，也将松绑另一压制因素。

图 40: 澳大利亚交易所东部市场综合指数（美元计价）复盘

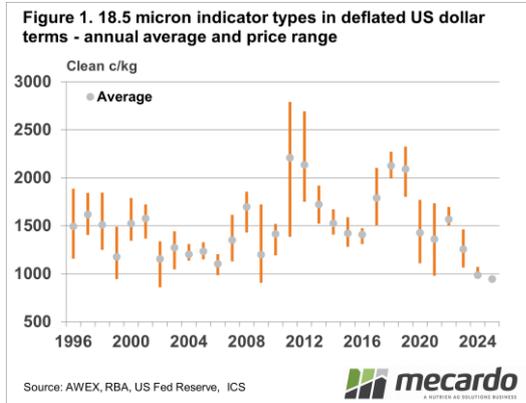


资料来源：Wind，澳大利亚羊毛交易所，申万宏源研究

澳毛价格处于历史底部区域，一旦需求改善具备较大回升空间。根据澳大利亚羊毛交易所统计分析，当前 18.5 微米羊毛美元计价约为 1000 美分/公斤，基本处于历史最低点，在 - 年之间曾四次短暂跌至这一水平附近，年也曾跌至这一水平。从近

年各类规格羊毛价格分位数来看，14-15 微米的超细美利奴羊毛价格分位所处较高之外，其他细度羊毛价格分位数多趋于 0%，处于历史极低区间。

图 41: 18.5 微米以美元计价的年度平均价格水平以及价格波动区间



资料来源：澳大利亚羊毛交易所，申万宏源研究

图 42: 15 年内羊毛价格以美元计价的百分位情况

Table 1: 15 year deflated US dollar percentiles

Percentile	Micron							
	14	15	16	17	18	19	20	21
0%	1533	1350	1254	1083	985	897	820	796
10%	1846	1628	1445	1318	1189	1061	962	931
20%	2224	1780	1540	1473	1403	1246	1105	1049
30%	2561	1918	1699	1570	1472	1349	1196	1153
40%	2728	2057	1831	1646	1548	1415	1299	1291
50%	2952	2222	1986	1747	1631	1468	1402	1379
60%	3202	2418	2223	1970	1722	1555	1477	1449
70%	3464	2652	2376	2094	1879	1766	1578	1533
80%	3734	2921	2495	2278	2145	1934	1755	1719
90%	4634	3244	2980	2606	2291	2103	1976	1931
100%	6118	5356	4405	3639	3085	2625	2337	2249
Average	3114	2369	2123	1897	1725	1555	1430	1390
Current week	2755	1819	1277	1090	985	913	881	872
Rank	41%	23%	1%	0%	0%	0%	3%	6%

Source: AWEX, RBA, ICS

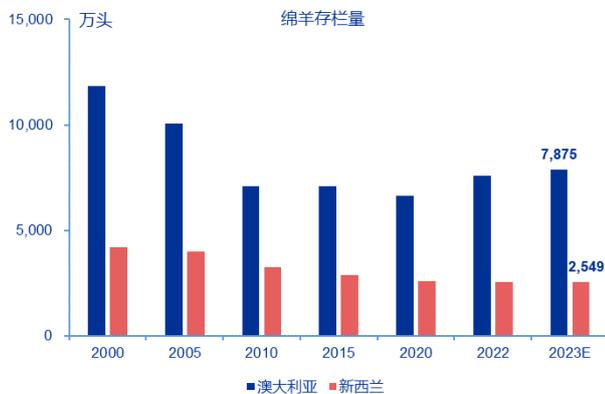
资料来源：澳大利亚羊毛交易所，申万宏源研究

4.2 养殖不经济且西澳大旱，新年度供给量预期减少

根据国际毛纺组织 (IWTO) 统计，2023 年澳大利亚净毛产量 26.8 万吨，贡献全球产量比重超 25%，远高于第二中国（产量比重 14%）、第三新西兰（产量比重 8.5%），因此新年度产量预期对价格也有很大影响。

2000 年以来澳毛供给收缩，近年来澳毛流拍率高位，导致牧民信心较弱。2021 年中旬以来，澳毛价格总体处于下行通道，连续 3 个年度澳大利亚原毛流拍率分别 12%/13%/13%，显著高于疫情前，这将潜在影响牧民养殖积极性。根据国际毛纺组织 (IWTO) 统计，2010 年以来澳洲绵羊存栏量总体稳定，2023 年澳大利亚绵羊存栏量达到 7875 万头，但较 2000 年却大幅减少 34%。

图 43: 2010 年之后澳洲绵羊存栏量总体稳定



资料来源：国际毛纺组织 (IWTO)，申万宏源研究；注：以上为产毛绵阳和非产毛绵羊的合计数

图 44: 澳大利亚原毛拍卖流拍率处于高位



资料来源：国际毛纺组织 (IWTO)，申万宏源研究

2024/2025 新年度澳毛产量预期下降 10%，供给量大概率收缩。根据澳大利亚羊毛产量预测委员会 (AWPFC) 年 月发布的最新预测，由于维多利亚州西部、塔斯马

尼亚州、南澳大利亚州和西澳大利亚州的干旱状况，绵羊存栏量可能下滑，AWPFC 将 2024/25 年度羊毛产量（含脂）预测下调至 28.5 万吨，较 2023/24 年度下降超 10%。

表 9：2024/25 年度澳大利亚羊毛产量预期

	2022/23 估算	2023/24 估算	变化%	2024/25 第二次预期	变化%
绵羊存栏量 (百万头)	71.5	71.6	+0.1%	64.3	-10.3%
每头平均剪毛量 (公斤/头, 含脂)	4.59	4.44	-3.3%	4.45	+0.2%
羊毛产量 (万吨, 含脂毛)	32.8	31.8	-3.1%	28.5	-10.1%
羊毛洗净率 (%)	65.9	65.3	-0.9%		
每头平均剪毛量 (公斤/头, 净毛)	2.93	3.02	+3.1%		
羊毛产量 (万吨, 净毛)	21.0	21.6	+2.9%		

资料来源：澳大利亚羊毛产量预测委员会（AWPFC），申万宏源研究

对于新澳股份等纺纱企业而言，澳毛价格如果从低位起步温和上行，将是较为理想的状态，不仅羊毛纤维具备高质价比的市场竞争力，也能收获部分流转库存的增值收益。

5. 投资分析意见：从周期定价，走向成长定价

5.1 盈利预测

盈利预测：

我们预计公司 24-26 年营收同比+10.1%/+13.2%/+11%至 48.9/55.4/61.4 亿元，归母净利润同比+11.4%/+13.5%/+15.1%至 4.5/5.1/5.9 亿元。

费用预测：

预计 24-26 年销售费用率 2.0%/2.1%/2.1%，管理费用率 2.8%/2.9%/2.9%，研发费用率 2.4%/2.4%/2.4%。

具体预测逻辑如下：

对毛精纺纱、羊绒、毛条 3 块主要子业务进行主要预测，并进行毛利率假设，然后叠加其他业务营收作累计相加。分子业务具体而言：

1) 毛精纺纱：24 年起步入密集投产期，产销增长有望提速。销量方面，24 年虽然订单旺盛，但遗憾产能瓶颈明显，仅凭借 24Q2 小幅扩产及外协合作有限扩大交付，但 24 年底-26 年越南 5 万锭、宁夏 2 万锭新产能将陆续投产，在近年来公司市场份额提升背景下，展望新产能消化确定性高，预计 24-26 年销量 16213/19214/22237 吨。均价方面，24 年澳毛价格再度跌至历史低位，前文已分析判断进一步下跌空间不大，叠加公司自身订单结构升级，预计 24-26 年均价保持 16.5 万元/吨。毛利率方面，24 年订单旺盛促进毛利率有望创新高，而后续须考虑新产能爬坡，预计 24-26 年毛利率 26.5%/25.5%/25.5%。

2) 羊绒：逐年产能释放更加充分，即将从增收走向增利。销量方面，宁夏新澳羊绒内外贸客户不断开拓，产能利用率逐年攀升，叠加英国邓肯每年相对稳定的产量，预计 24-26 年销量 2680/2920/3080 吨。均价方面，产品混纺化策略从 23H2 开始，因此 24 年均价预计有所下滑，但随着议价能力提升，以及高单价的精纺羊绒销量增加，预计 24-26 年均价 57.0/57.5/58.1 万元/吨。毛利率方面，由宁夏新澳羊绒产能利用率提升驱动，预计 24-26 年毛利率 13.0%/14.5%/15.0%。

3) 毛条：近年来受毛价下跌影响，均价、毛利率暂受压制。销量方面，23 年毛条产能显著扩产，但有较大部分为内供配套，对外销售占比预计稳定、销量略有扩大，预计 24-26 年销量均为 7410 吨。均价与毛利率方面，毛条属于中间产品，加工流程短，因此均价、盈利能力与毛价关联性较大，在毛价中性假设下，保守预计 24-26 年均价保持 8.6 万元/吨，毛利率保持 5%。

我们在上文中已充分说明，新澳股份作为全球毛纺纱线行业领军，全球竞争力显著提升，近年来增长势头本就领跑行业，目前对于 24-26 年各子业务的相关量价利假设，是基于自身扩产计划，且优于行业或其他同行的合理预测。

盈利预测过程及结果如下：

表 10：新澳股份盈利预测

年份	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,273	3,445	3,950	4,438	4,888	5,536	6,143
YoY	-16.1%	51.6%	14.6%	12.4%	10.1%	13.2%	11.0%
营业成本 (百万元)	1,930	2,789	3,207	3,612	3,933	4,436	4,891
毛利率	15.1%	19.1%	18.8%	18.6%	19.6%	19.9%	20.4%
归母净利润 (百万元)	151	298	390	404	450	511	588
YoY	5.8%	96.9%	30.7%	3.7%	11.4%	13.5%	15.1%

【分业务】	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
①毛精纺纱 (百万元)	1,595	2,060	2,244	2,497	2,670	3,164	3,662
YoY	-17.3%	29.1%	8.9%	11.3%	6.9%	18.5%	15.7%
销量 (吨)	9,851	13,364	13,644	14,983	16,213	19,214	22,237
YoY	-5.4%	35.7%	2.1%	9.8%	8.2%	18.5%	15.7%
均价 (万元)	16.2	15.4	16.4	16.7	16.5	16.5	16.5
YoY	-12.5%	-4.8%	6.7%	1.4%	-1.2%	0.0%	0.0%
毛利率	16.8%	23.2%	25.4%	25.1%	26.5%	25.5%	25.5%
②羊绒纱线 (百万元)	196	830	1,071	1,222	1,527	1,680	1,790
YoY		324.6%	29.0%	14.1%	24.9%	10.0%	6.5%
销量 (吨)	278	1,302	1,608	1,996	2,680	2,920	3,080
YoY		368.3%	23.5%	24.1%	34.3%	9.0%	5.5%
均价 (万元)	70.3	63.8	66.6	61.3	57.0	57.5	58.1
YoY		-.%	.%	-.%	-.%	.%	.%
毛利率	17.9%	13.7%	11.4%	12.7%	13.0%	14.5%	15.0%

③羊毛毛条 (百万元)	397	495	586	661	634	634	634
YoY	-43.9%	24.7%	18.3%	12.8%	-4.0%	0.0%	0.0%
销量 (吨)	4,274	5,275	5,938	7,179	7,410	7,410	7,410
YoY	-24.0%	23.4%	12.6%	20.9%	3.2%	0.0%	0.0%
均价 (万元)	9.3	9.4	9.9	9.2	8.6	8.6	8.6
YoY	-26.2%	1.1%	5.1%	-6.7%	-7.0%	0.0%	0.0%
毛利率	2.8%	8.5%	5.5%	3.6%	5.0%	5.0%	5.0%
④改性处理、染整及羊绒加工 (百万元)	67	41	27	32	32	32	32
YoY	307.5%	-38.0%	-35.3%	21.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	32.0%	28.6%	31.0%	32.3%	17.0%	17.0%	17.0%
⑤其他业务 (百万元)	19	19	22	26	25	25	25
毛利率	41%	57.5%	53.3%	45.6%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 蓝色表示预测值

5.2 估值分析

ROE 上台阶+业绩增长提速, 是催化上游领军价值重估的重要条件。根据 Wind 统计 PE(盈利预测)及 PB(LF)-Band, 新澳股份盈利能力从疫情中恢复之后, 2020 年至今估值没有明显抬升, 2024/9/25 最新 PE/PB 分别 10.7/1.5 倍, 与期间中位值 10.3/1.4 倍相近。反观伟星股份, 最新 PE/PB 分别 21.2/3.7 倍, 较期间最小值 11.6/1.7 倍明显扩张, 也高于期间中位值 18.0/3.1 倍, 我们分析主要得益于伟星近年来在 ROE 提升之外, 还迎来了明显的单季业绩增长提速, 因此驱动其 PE 估值区间从 10-15 倍向 15-20 倍、乃至更高, 已比肩中游运动制造白马的估值水平。**我们参照伟星的估值变化路径, 当前新澳已验证 ROE 上行的条件, 但仍须等待成长提速的信号, 一旦发生, 届时有望迎来显著的价值重估行情。**

图 45: 新澳股份、伟星股份历史 PE/PB-Band



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 11：2020 年至今新澳股份、伟星股份历史 PE/PB-Band 统计分析

2020 年至今	新澳股份：PE(盈利预测)	新澳股份：PB(LF)	伟星股份：PE(盈利预测)	伟星股份：PB(LF)
最小值	7.6	0.9	11.6	1.7
最大值	18.7	2.1	23.8	5.0
中位数	10.3	1.3	18.0	3.1
最新值	10.7	1.5	21.2	3.7

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：按照周度行情周期统计，最新值统计于 2024/9/25

可比公司选择：我们没有选择毛纺企业作为可比公司，是因为前文已阐述多数上市毛纺企业已选择跨行业转型，业务结构差异大，或已陷入经营困顿，当前市场估值不具备指导意义。因此，我们基于上游商业模式升级，趋向中游制造直面品牌客户的逻辑基点切入，认为未来上游头部供应商的需求稳定性将显著提升，且品牌供应链份额集中化趋势也从中游向上游延伸，从低起点打开高发展空间，最终呈现为“成长性显现、周期性减弱”的趋势。综上，我们选择行业格局与经营策略相似的服饰辅料公司伟星股份，以及中游制造白马申洲国际、华利集团作为可比公司，与新澳股份相似，品牌供应链地位突出，合作紧密。

1) 伟星股份：全球服饰辅料大型供应商，经多年建立起数智制造底层竞争力，突破辅料行业非标生产规模不经济的瓶颈，继而通过加速国际化、复制新品类兑现成长逻辑。对比全球化辅料巨头日本 YKK，公司差异化竞争优势显著，能够最大程度实现个性化订单的快速交付。这与新澳股份追赶德国南毛等海外老牌纱线供应商相似，国内外市场份额上行。

2) 申洲国际：全球针织成衣大型制造商，长期服务于 Nike、Adidas、Uniqlo、Puma 等顶尖品牌，主要产能位于中国、柬埔寨、越南等地。公司已逐步从一个服务品牌商的大型代工厂，晋升为具有“品牌”影响力的核心供应商，并在前端环节建立起面料开发核心能力，以增强客户合作粘性。这与新澳股份在前端产品开发设计阶段就与下游品牌客户深入互动的经营模式相似，建立其与毛纺同行差异化的竞争优势。

3) 华利集团：全球运动鞋大型制造商，长期服务于 Nike、Deckers、VF、Puma 等顶尖品牌，主要产能位于越南、印尼。华利集团凭借突出的开发能力与生产效率，已在多数品牌客户运动鞋供应链中做到第一份额。作为 Nike 主品牌运动鞋供应链的新生代制造商，近年来的供应份额正在快速提升中。这与新澳股份在众多国际品牌供应链中的后起之势相似，未来在重要客户的毛纺纱线采购份额有望进一步提升。

全球毛纺纱线专业供应商，当下正处于羊毛纱扩产与羊绒纱满产起点，双轮共振有望驱动成长提速，重申维持“买入”评级。维持盈利预测，我们预计 24-26 年归母净利润 4.5/5.1/5.9 亿元，对应 PE 为 11/9/8 倍。参照可比公司平均 PEG，给予 24PEG 约 1 倍，对应 24PE 为 14 倍，目标市值 62 亿元，较 2024/9/25 市值有 29% 上涨空间，期待 25 年增长提速打开更高空间，重申维持“买入”评级。

表 12: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2024/09/25		归母净利润 (亿元)				PE				23-26 CAGR	24PEG
		股价 (元)	总市值 (亿元)	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
002003.SZ	伟星股份	12.63	148	5.6	7.0	8.1	9.3	26	21	18	16	19%	1.13
300979.SZ	华利集团	65.42	763	32.0	39.1	45.2	52.6	24	20	17	15	18%	1.08
2313.HK	申洲国际	65.25	981	45.6	58.6	65.3	72.3	19	15	14	12	17%	0.91
平均值								23	19	16	14	18%	1.04
603889.SH	新澳股份	6.60	48	4.0	4.5	5.1	5.9	12	11	9	8	13%	0.80

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 以上盈利预测均为申万宏源预测; 港股股价、总市值单位为港币, 归母净利润单位为人民币, PE 计算按港币兑人民币即期汇率 (0.90) 换算

6. 风险提示

- 1) 羊绒纱新业务销售推广不及预期。
- 2) 全球需求走弱, 供应链订单减少。
- 3) 原材料价格剧烈波动, 导致存货风险。
- 4) 全球贸易壁垒, 面临加征关税风险
- 5) 汇率剧烈波动, 导致汇兑损失风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,950	4,438	4,888	5,536	6,143
营业收入	3,950	4,438	4,888	5,536	6,143
营业总成本	3,509	3,965	4,351	4,917	5,424
营业成本	3,207	3,612	3,933	4,436	4,891
税金及附加	17	26	29	32	36
销售费用	72	94	98	116	129
管理费用	118	126	137	161	178
研发费用	107	111	117	133	147
财务费用	-12	-5	38	40	42
其他收益	15	30	20	20	20
投资收益	4	2	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-4	1	0	0	0
信用减值损失	-10	-1	-5	-5	-5
资产减值损失	-16	-22	-15	-20	-20
资产处置收益	38	1	0	0	0
营业利润	469	484	540	615	716
营业外收支	-1	1	1	1	1
利润总额	467	486	541	617	717
所得税	59	55	64	73	85
净利润	408	430	477	544	633
少数股东损益	19	26	27	33	45
归母净利润	390	404	450	511	588

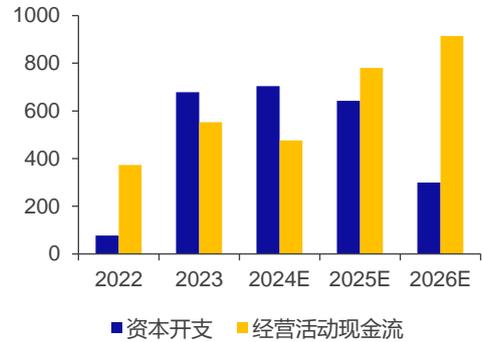
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

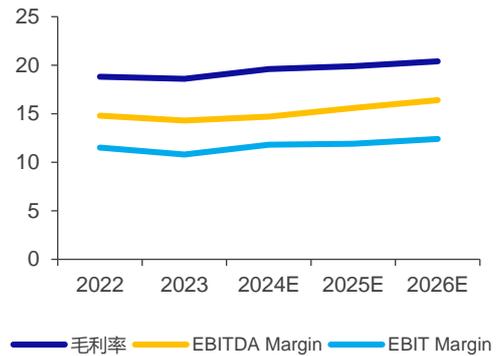
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	408	430	477	544	633
加：折旧摊销减值	156	177	160	230	274
财务费用	-1	10	38	40	42
非经营损失	-40	-5	-2	-2	-2
营运资本变动	-155	-68	-195	-32	-33
其它	21	8	0	0	0
经营活动现金流	373	552	477	780	914
资本开支	77	679	704	642	300
其它投资现金流	-48	8	128	2	2
投资活动现金流	-125	-671	-576	-640	-298
吸收投资	0	85	0	0	0
负债净变化	200	443	-172	148	-197
支付股利、利息	173	235	257	288	323
其它融资现金流	-1	-156	0	0	0
融资活动现金流	26	136	-428	-140	-520
净现金流	288	43	-527	0	96

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

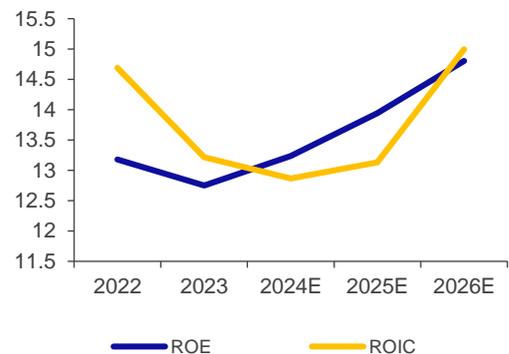
资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



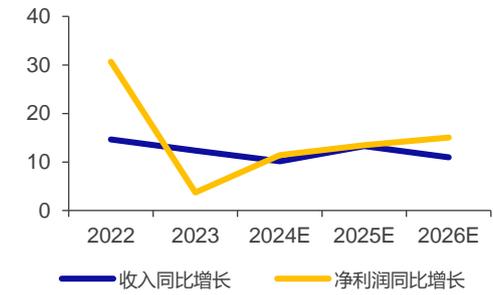
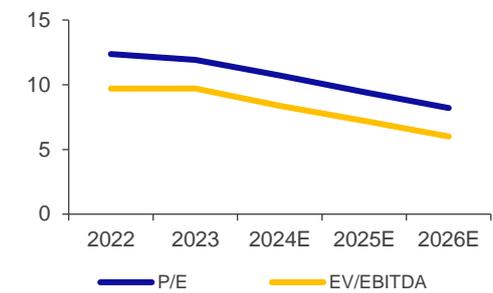
投资回报率趋势(%)



合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,307	3,524	3,191	3,179	3,278
现金及等价物	1,110	1,165	638	638	734
应收款项	429	488	620	623	620
存货净额	1,745	1,856	1,919	1,904	1,909
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	23	14	14	14	14
长期投资	0	127	0	0	0
固定资产	1,199	1,747	2,311	2,748	2,799
无形资产及其他资产	139	248	247	247	247
资产总计	4,646	5,645	5,749	6,174	6,324
流动负债	1,446	1,950	1,796	1,925	1,723
短期借款	612	820	649	797	600
应付款项	720	964	983	964	959
其它流动负债	115	166	164	164	164
非流动负债	168	400	399	399	399
负债合计	1,615	2,350	2,196	2,325	2,123
股本	512	731	731	731	731
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,049	833	833	833	833
其他综合收益	-4	6	6	6	6
盈余公积	157	187	220	257	301
未分配利润	1,244	1,414	1,612	1,837	2,101
少数股东权益	74	125	152	185	229
股东权益	3,031	3,296	3,553	3,849	4,201
负债和股东权益合计	4,646	5,645	5,749	6,174	6,324

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.55	0.62	0.70	0.80
每股经营现金流	0.51	0.76	0.65	1.07	1.25
每股红利	0.00	0.00	0.30	0.34	0.38
每股净资产	4.05	4.34	4.66	5.02	5.44
关键运营指标(%)					
ROIC	14.7	13.2	12.9	13.1	15.0
ROE	13.2	12.8	13.2	13.9	14.8
毛利率	18.8	18.6	19.6	19.9	20.4
EBITDA Margin	14.8	14.3	14.7	15.6	16.4
EBIT Margin	11.5	10.8	11.8	11.9	12.4
营业总收入同比增长	14.6	12.4	10.1	13.2	11.0
归母净利润同比增长	30.7	3.7	11.4	13.5	15.1
资产负债率	34.8	41.6	38.2	37.7	33.6
净资产周转率	1.34	1.40	1.44	1.51	1.55
总资产周转率	0.85	0.79	0.85	0.90	0.97
有效税率	12.7	11.4	11.9	11.9	11.9
股息率	0.0	0.0	4.5	5.1	5.8
估值指标(倍)					
P/E	12.4	11.9	10.7	9.4	8.2
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/Sale	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.7	9.7	8.4	7.2	6.0
股本	512	731	731	731	731

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。