

内外需回温叠加宽带扩产，全球毛精纺龙头 再启新增速曲线

——新澳股份（603889）首次覆盖

买入（首次）

2023年06月07日

报告关键要素：

新澳股份主营毛精纺纱线及羊毛毛条的研发、生产和销售，公司深耕行业三十余载，目前已确立全球毛精纺纱龙头地位。公司坚持宽带战略，通过设立和收购子公司等举措逐步开拓羊绒纱线业务，羊绒纱线业务已成为公司新的收入增长极。近年来公司营收利润保持较高增速，股权集中度高且结构稳定。疫后国内消费复苏态势明显，国外需求快速恢复，国内外毛纺需求持续回温。原材料供给趋于稳定，澳毛价格位于历史中枢，有望带动公司毛利率上升。随着供给/需求两端发展向好，叠加公司产品类多元&产品升级&产能扩张&管理数字化，量价双升共驱业绩增长。

投资要点：

全球毛精纺纱龙头，业务板块清晰，营收盈利规模迈上新台阶。公司深耕行业三十余年，聚焦毛精纺产业，近年来开启羊绒纱线新业务。公司具备完整的技术体系和纺纱产业链布局，拥有较强的竞争力。按业务流程和经营体系构建了以新澳股份为主体，各主要子公司专业化分工生产、独立销售的市场化经营模式。实际控制人沈建华合计持有公司45.59%的股份，股权集中度高，股权结构稳定。公司业绩发展向好，2017-2022年营收/归母净利润的CAGR分别为11.3%/13.44%。

毛纺行业内外需求回温，户外运动兴起进一步刺激需求。国内疫后消费复苏态势明显，2023年2月服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值同比增速近一年来首次出现正增长并呈现快速复苏态势。全球范围内毛纺主要消费市场呈现快速恢复趋势，2023年1-4月，我国毛纺原料与制品出口额同比增长12.11%，增速较2022年有所提升。此外，受益于居民运动健康意识的提升，户外运动方兴未艾，叠加北京冬奥会冰雪运动催化，羊毛、羊绒纺织品因具有保暖、吸汗排湿等特性，需求旺盛，有望推动毛纺行业需求的长期增长。

羊毛供给恢复正常水平，澳毛价格位于历史中枢，毛利率有望提升，疫情加速中小产能出清，龙头地位愈加巩固。澳大利亚是公司最主要的羊毛原料产地，公司直接材料成本占比维持在80%以上。2020年底至今澳毛价格触底反弹，重新回到历史中枢值，并仍有足够的上升空间。预计随着羊毛价格回暖，疫后消费复苏下游终端需求的旺盛将使得公司主要

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 总股本(百万股) | 716.44 |
| 流通A股(百万股) | 716.44 |
| 收盘价(元) | 7.20 |
| 总市值(亿元) | 51.58 |
| 流通A股市值(亿元) | 51.58 |

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3949.88 | 4604.50 | 5220.85 | 6011.60 |
| 增长比率(%) | 14.64 | 16.57 | 13.39 | 15.15 |
| 净利润(百万元) | 389.73 | 468.99 | 546.00 | 629.53 |
| 增长比率(%) | 30.66 | 20.34 | 16.42 | 15.30 |
| 每股收益(元) | 0.54 | 0.65 | 0.76 | 0.88 |
| 市盈率(倍) | 13.24 | 11.00 | 9.45 | 8.19 |
| 市净率(倍) | 1.74 | 1.60 | 1.37 | 1.17 |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

产品毛利率维持在高位水平。此外，受多重冲击影响，中小企业难以维持生存，行业集中度大大提高。国内主要竞争对手开启新业务，公司可凭借自身优势不断扩张市场份额，产能位于世界前列，龙头地位愈加巩固。

品类、产品、产能、管理多管齐下，再启新增速曲线。1) **品类多元化：**公司积极落实宽带发展战略，力争实现羊毛、羊绒业务双轮驱动的新发展，以横向、纵向多元化发展开拓市场。2) **产品升级：**公司注重研发设计，研发费用率维持在 3% 左右，大幅超过同行业公司。同时聚焦高景气、高品质产品，目前推出运动纱线产品、可持续发展纱线产品、功能性纱线产品和多品类多元化的新产品，核心竞争力不断提高。3) **产能扩张：**公司产业链遍布全球，各子公司一体化生产充分发挥规模优势。截至 2022 年末，公司制条毛条产能 9000 吨，纺纱产能 15000 吨，染整加工产能 15000 吨。此外，公司拟在越南设立生产基地，预计 2027 年全部投产，项目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。随着各产能建设项目的落地投产，产能将大幅增加。4) **管理数字化：**公司积极布局数字化转型之路，通过实现智能工厂规划促进管理和流程优化，目前已建立了应对快速反应、精准备货的订单需求的机制。

盈利预测与投资建议：长期来看，公司深耕毛纺三十余年，发展成为全球细分行业龙头之一，与越来越多的全球中高端品牌深化合作，加快抢占市场份额，由以前的跟跑者，到现在的并跑者，进而向强有力的领跑者跃升。中短期来看，内外需求回温，公司以产能扩张、多元宽带突破成长天花板，营收规模有望迈上新台阶，再启新增速曲线。我们预计，公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.65/0.76/0.88 元/股。考虑到公司的行业地位和未来成长性，结合可比公司估值，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价为 9.82 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：宏观经济、行业和市场波动风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 1 全球毛精纺龙头企业，羊毛羊绒双赛道并驱 | 5 |
| 1.1 深耕行业三十年，聚焦毛精纺纱产业..... | 5 |
| 1.2 股权集中度高，公司经营稳定..... | 7 |
| 1.3 营收利润齐增长，羊毛羊绒双赛道并驱..... | 8 |
| 2 需求端：内需、出口稳步恢复，户外运动兴起刺激需求 | 10 |
| 2.1 内外需求回温，毛纺行业有望迎来新一轮发展..... | 10 |
| 2.2 户外运动方兴未艾，露营尚处蓝海市场待开发..... | 12 |
| 2.3 居民运动健康意识提升，北京冬奥会冰雪运动催化..... | 14 |
| 2.4 绿色环保理念深入人心，居民消费升级助力公司发展..... | 16 |
| 3 供给端：原材料供给趋于稳定，中小产能出清 | 17 |
| 3.1 澳毛价格触底回升，羊毛供给恢复正常水平..... | 17 |
| 3.2 中小产能出清，龙头地位愈加巩固..... | 19 |
| 4 品类、产品、产能、管理多管齐下，再启新增速曲线 | 22 |
| 4.1 品类多元化：积极推动宽带战略，横向、纵向多元化发展开拓市场..... | 22 |
| 4.2 产品升级：技术全球领先，聚焦高品质产品赛道..... | 23 |
| 4.3 产能扩张：全产业链遍布全球扩充产能，进一步增强规模优势..... | 24 |
| 4.4 管理数字化：数字化转型和以产促销精益管理..... | 26 |
| 5 盈利预测与投资建议 | 27 |
| 6 风险提示 | 28 |
| | |
| 图表 1: 公司发展历程..... | 5 |
| 图表 2: 公司业务介绍..... | 6 |
| 图表 3: 子公司主要业务..... | 6 |
| 图表 4: 公司主要品牌纱线..... | 7 |
| 图表 5: 公司主要合作客户..... | 7 |
| 图表 6: 公司股权结构..... | 8 |
| 图表 7: 公司历年营收及增速..... | 8 |
| 图表 8: 公司历年归母净利润及增速..... | 8 |
| 图表 9: 公司历年毛利率及净利率..... | 9 |
| 图表 10: 公司历年费用率..... | 9 |
| 图表 11: 各产品营收占比..... | 10 |
| 图表 12: 各产品毛利率情况..... | 10 |
| 图表 13: 各地区营收占比..... | 10 |
| 图表 14: 各地区毛利率情况..... | 10 |
| 图表 15: 2017-2022 年中国毛纺织市场规模预测趋势图..... | 11 |
| 图表 16: 2017 年至今限额以上服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额月度同比增速 (%)..... | 11 |
| | 11 |
| 图表 17: 2023 年 1-4 月毛纺产品出口金额同比增速..... | 11 |
| 图表 18: 2022 年 1-11 月主要毛纺产品出口目的地占比和增速情况..... | 11 |
| 图表 19: 中国户外用品行业规模..... | 12 |
| 图表 20: 全球户外用品行业规模..... | 12 |
| 图表 21: 羊毛、羊绒作为户外运动服饰原材料的优势..... | 12 |
| 图表 22: 户外运动中常用的羊毛、羊绒制品..... | 13 |

| | |
|--|----|
| 图表 23: 中国露营市场规模..... | 14 |
| 图表 24: 中国露营相关企业注册量..... | 14 |
| 图表 25: 中国运动服饰行业市场规模及增速..... | 14 |
| 图表 26: 中国体育产业规模及增速..... | 14 |
| 图表 27: 中国冰雪产业市场规模及增速..... | 15 |
| 图表 28: 中国滑雪人次变化情况..... | 15 |
| 图表 29: 中国发展体育的相关政策..... | 15 |
| 图表 30: 羊毛纤维的特性..... | 16 |
| 图表 31: 人均 GDP 及增速..... | 17 |
| 图表 32: 居民人均可支配收入及增速..... | 17 |
| 图表 33: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数: 美分/公斤..... | 18 |
| 图表 34: 原材料在成本构成中的占比..... | 18 |
| 图表 35: 近五年国内毛纺行业主要公司营收情况 (亿)..... | 20 |
| 图表 36: 浙文影业营收结构..... | 20 |
| 图表 37: 江苏阳光营收结构..... | 20 |
| 图表 38: 中银绒业营收结构..... | 20 |
| 图表 39: 公司国际竞争对手..... | 21 |
| 图表 40: Südwolle 公司旗下主要品牌..... | 21 |
| 图表 41: Baruffa 公司旗下主要品牌..... | 21 |
| 图表 42: 公司宽带发展战略..... | 22 |
| 图表 43: 2020-2022 年羊绒业务收入 (亿)..... | 23 |
| 图表 44: 2020-2022 年羊绒业务收入占比..... | 23 |
| 图表 45: 历年研发费用以及同比增长..... | 24 |
| 图表 46: 同行研发费用率对比%..... | 24 |
| 图表 47: 公司全球产业分布..... | 25 |
| 图表 48: 公司产能建设..... | 25 |
| 图表 49: 产能情况 (截至 2022 年 12 月末)..... | 26 |
| 图表 50: 盈利预测及假设..... | 27 |
| 图表 51: 可比公司估值表比较 (截止到 2023 年 6 月 2 日)..... | 28 |

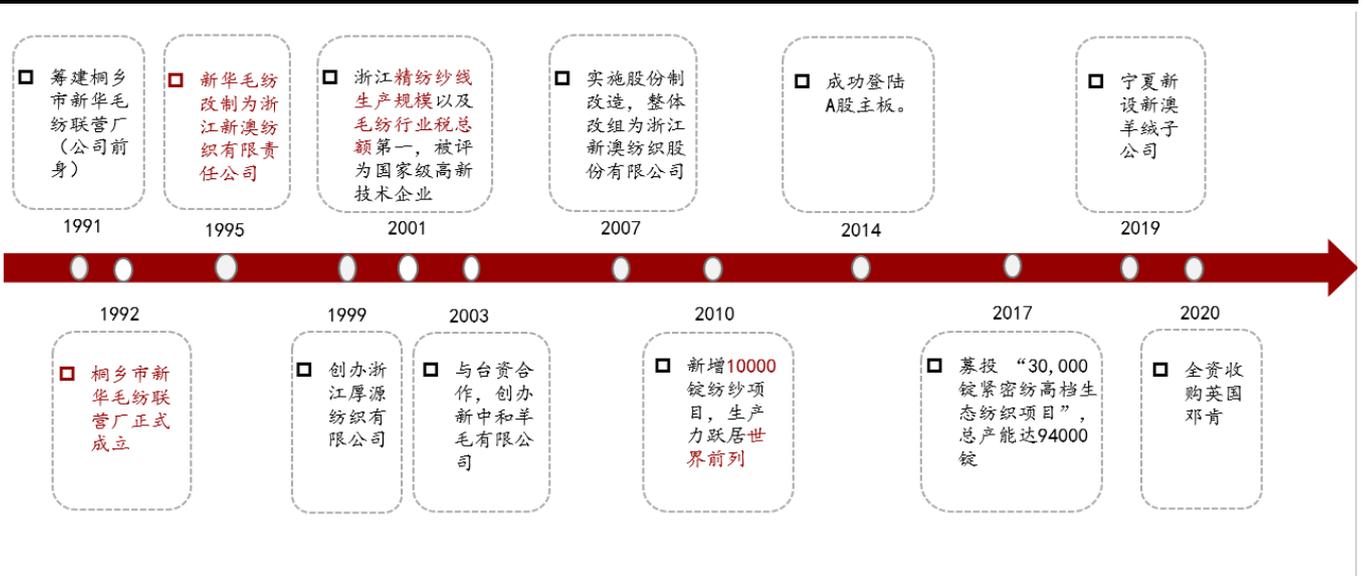
1 全球毛精纺龙头企业，羊毛羊绒双赛道并驱

1.1 深耕行业三十年，聚焦毛精纺纱产业

新澳股份是一家深耕于毛纺织行业，以毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条的研发、生产和销售为主营业务的全球毛精纺龙头企业。公司成立于1991年，历经三十年发展，确立了全球毛纺领先企业的市场地位，是国家工信部认定的制造业“精梳羊毛纱单项冠军示范企业”。**纵向维度**，公司实现了集毛条制条、改性处理、纺纱、染整于一体的纺纱产业链，形成毛精纺产业链优势；**横向维度**，公司积极探索基于主业的扁平化宽带发展，通过2019年新设新澳羊绒子公司和2020年全资收购英国邓肯，横向开辟羊绒纺纱新业务空间。

公司总部位于浙江省桐乡市，具备得天独厚的区域优势。桐乡市地处浙江省北部杭嘉湖平原腹地，居上海、杭州、苏州三角之中。该市下辖濮院羊毛衫市场、濮院羊毛纱市场，毛纺产业上下游配套完整，产业集聚效应突出，交通便利，拥有得天独厚的区域优势。桐乡濮院羊毛衫交易市场是全国羊毛衫集散中心、全国针织服装信息和物流中心。桐乡正逐渐成为知名服装品牌的加工生产基地，这给公司产品带来市场契机。

图表1:公司发展历程

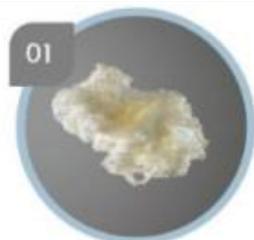


资料来源:公司官网,万联证券研究所

公司具备完整的技术体系和纺纱产业链布局,拥有较强的竞争力。公司是毛纺业内为数不多的集洗毛-制条-改性处理-纺纱-染整-质检于一体,拥有完整技术体系及纺纱产业链的供应商。一方面,垂直一体化布局由于整合了上游关键生产步骤和工序,对供应链的把控力度和可追溯性更强,在疫情等特殊时期也能最大程度上保障订单交付。另一方面,由于业务链条更长,从原毛到色纱的全流程解决能力,在新品研发、质量控制等方面的竞争优势也更明显,也更利于增强客户粘性以及企业未来的转型升级。

图表2:公司业务介绍

羊毛



毛条 制条年产能9000吨，化学处理年产能12000吨。



纺纱 毛精纺纱线年产能15000吨（折48支计算）。



染整 包括绞纱染色、筒染、毛条染色，合计年产能15000吨。

羊绒



粗纺羊绒 宁夏新澳现有年产能2500吨；英国邓肯现有年产能270吨。



精纺羊绒 现有年产能260吨。

资料来源：公司年报，万联证券研究所

公司按业务流程和经营体系构建了以新澳股份为主体，各主要子公司专业化分工生产、独立销售的**市场化经营模式**。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，一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；新澳羊绒生产销售羊绒纱线，并提供羊绒加工服务；英国邓肯带来羊绒生产销售新增量。

图表3:子公司主要业务

| 公司名称 | 持股比例 | 主要业务 |
|------|--------|------------------------|
| 新中和 | 100% | 从事羊毛毛条的生产、销售，并提供改性加工业务 |
| 厚源纺织 | 95.23% | 毛条、纱线等的染整加工服务 |
| 新澳羊绒 | 70% | 羊绒制品、纺织原料及产品的生产、销售业务 |
| 邓肯公司 | 100% | 纺织纤维制备和纺纱 |

资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司坐拥多条品牌纱线，是众多中高端服装品牌的原料供应商，客户资源壁垒深厚。公司现拥有LANABLEND、Cashfeel、Luxury&Empire、EasyCare等知名品牌纱线，覆盖中端、高端、奢侈端，以及服饰、运动、家纺等多品种、多档次、系列化的产品结构体系，同时采取内销与外销双重兼顾的销售策略，为客户提供优质且稳定的原料和服务。公司目前与全球5000多家客户和500多个服装品牌建立了合作关系，包括有宝姿、雅莹、哥弟、雅戈尔等国内知名品牌；GAP、Prada、SANDRO、Muji、TOMMYHILFIGER、等国际顶尖品牌。近年来公司运动户外品类纱线销售占比快速提升，供应近百家的全球知名运动户外品牌，涉及瑜伽、滑雪、徒步等各类运动产品。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。公司凭借丰富的行业经验、良好的

市场口碑以及较强的开发设计能力，成为众多优质品牌客户的指定纱线供应商，与他们形成长期稳定的合作关系，客户资源壁垒相对深厚。

公司与终端品牌客户的合作模式主要有两种。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。

图表4:公司主要品牌纱线

| 产品名称 | 产品 logo | 产品特性 |
|-----------------|--|---|
| Cashfeel |  | 采用 100%澳大利亚超细美丽诺羊毛，产品质量风格以意大利同类产品中最高品质为标准。天然，柔软，蓬松，富有弹性 |
| LANABLEND |  | 选用 50%澳大利亚美丽诺羊毛和 50%抗起球晴纶。色泽鲜艳，手感蓬松柔软 |
| Luxury & Empire |  | 选用 100%澳大利亚极细美丽诺羊毛，羊毛细度仅为 17.5 微米。色泽鲜艳，手感柔软，舒适高雅 |
| EasyCare |  | 选用 100%澳大利亚超细美丽诺羊毛，羊毛细度为 19.5 微米。手感蓬松，柔软，易护理 |

资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表5:公司主要合作客户



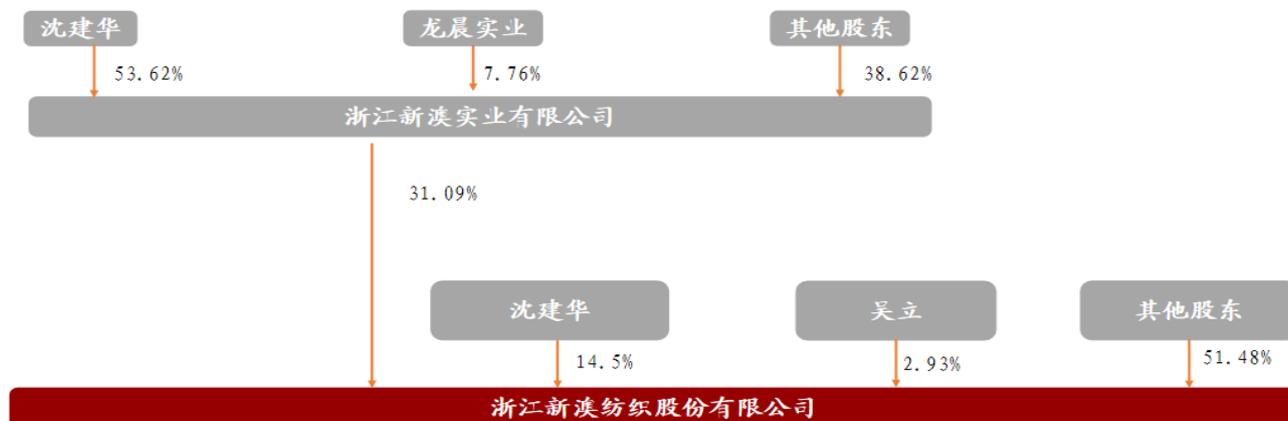
资料来源：公司官网，万联证券研究所

1.2 股权集中度高，公司经营稳定

公司股权集中，实控人持股比例高。实际控制人沈建华直接持有新澳股份14.5%的股份，通过控股浙江新澳实业有限公司间接持有新澳股份31.09%的股份，合计持有公司45.59%的股份，股权集中度高。公司强化绩效考核，充分调动公司及子公司管

理团队的主动性，公司控股股东减持情况较少，股权结构相对稳定，有利于公司的长期稳定发展。

图表6:公司股权结构

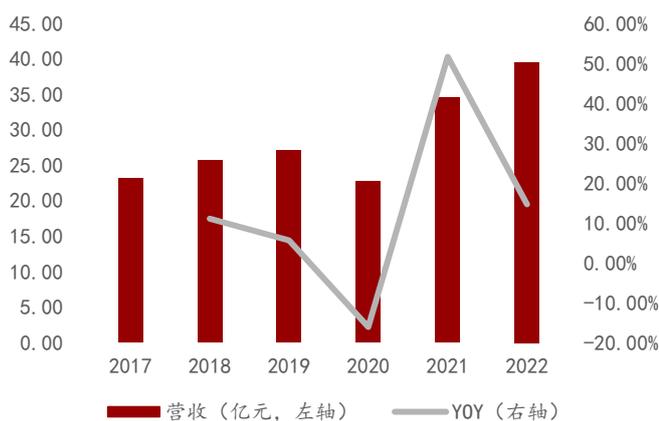


资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.3 营收利润齐增长，羊毛羊绒双赛道并驱

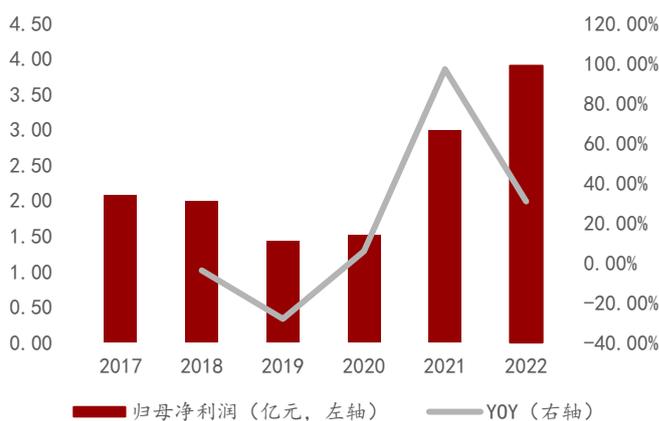
营收及盈利规模迈上新台阶，业绩发展向好。2017-2022年营收/归母净利润的CAGR分别为11.3%/13.44%。2022年公司业绩取得较大突破，实现营收39.5亿元，同比增长14.64%；实现归母净利润3.9亿元，同比增速30.66%。公司业绩大幅增长主要因为国内外纺织服装需求逐步转好，下游市场需求在“双循环”驱动下快速恢复，纺织行业景气度提升，叠加前期去库存化调整，客户订单需求旺盛。另外品牌对供应商的优中选优倾向使得市场份额逐步向头部企业集中，行业龙头的优势越来越明显，公司整体经营环境较2021年同期有积极改善，销量大幅增长。

图表7:公司历年营收及增速



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表8:公司历年归母净利润及增速

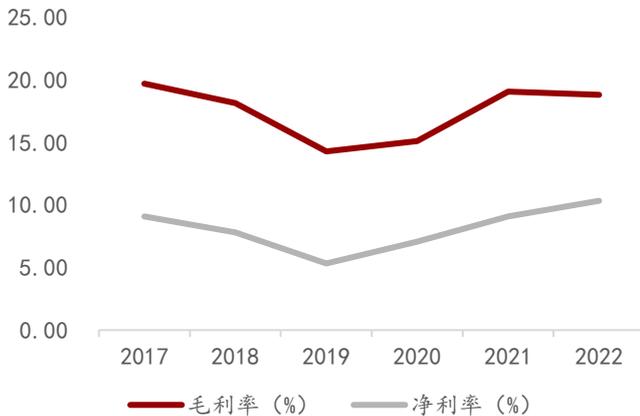


资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

毛利率和净利率持续增长，各项费用率有所下降。利润率方面，2018年受到原材料价格波动的影响，毛利率和净利率在2018年开始下降，于2019年达到谷底，但受益于羊毛价格在2020年9月触底回升，带动市场心和产品价格回升，毛利率与净利率在2020年之后均快速上升，重新回到了2017年前的水平，2022年毛利率和净利率分

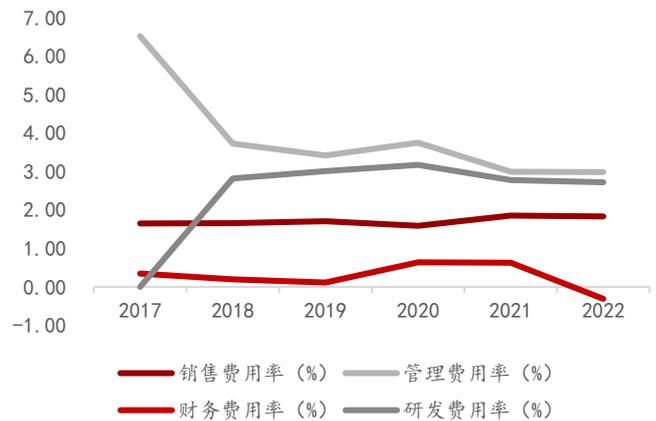
别为18.81%/10.34%。目前澳洲羊毛价格整体处于历史中枢，2023年受益于市场需求复苏等因素，羊毛价格坚挺，预期羊毛价格有望继续上涨或维持在目前水平，加上公司产能扩张带来的规模效应，毛利率有望维持在高位水平。**费用率方面**，管理费用率有较大降幅，由2017年的6.52%下降至2022的2.98%；销售费用率和财务费用率较为稳定；研发费用率自2018年披露以来一直较为稳定，维持在3%左右。公司强化综合成本最优化理念，费用管控突出，规模效益显著。

图表9:公司历年毛利率及净利率



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表10:公司历年费用率

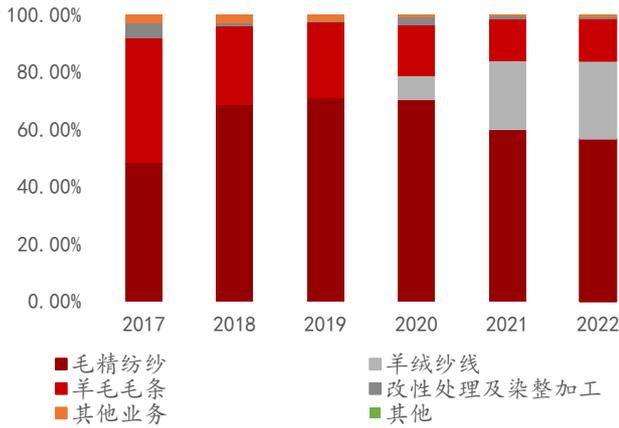


资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

分产品: 公司主营毛精纺纱和羊毛毛条业务, 2020年起公司通过设立和收购子公司等举措, 逐步开拓羊绒纱线业务。近年来毛精纺纱营收始终收占据公司总营收的50%以上, 是公司最为主要的产品业务; 羊毛毛条业务营收占比逐渐减少; 羊绒纱线业务自2020年设立以来, 发展迅速, 营收占比大幅增长。2022年毛精纺纱、羊绒纱线、羊毛毛条收入占比分别为56.8%/27.11%/14.83%。2022年毛精纺纱、羊绒纱线、羊毛毛条毛利率分别为25.35%/11.39%/5.46%, 毛精纺纱的毛利率高于羊毛毛条和羊绒纱线。

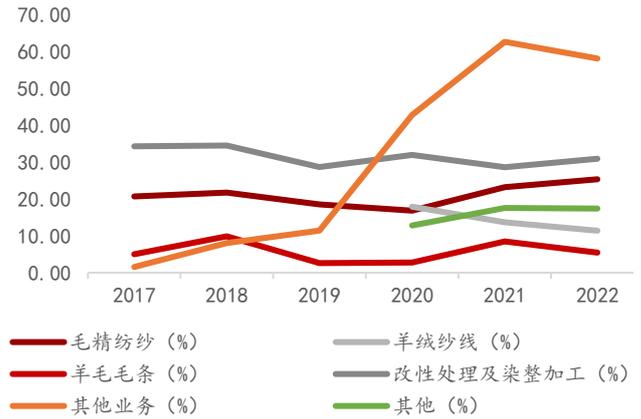
分地区: 境内业务占比稳步提升, 境内销售毛利率高于境外。公司全球化布局初显, 已在浙江基地、宁夏基地以及英国苏格兰设有6家生产型企业; 在中国香港、上海、深圳、浙江以及澳大利亚等设有多家贸易型公司; 在意大利设有欧洲技术开发销售中心; 并在美国、英国、法国、德国、日韩、北欧等市场设有办事处及营销团队, 营销渠道覆盖国内大多省份和境外二十多个国家和地区。其中境内是公司最主要的销售市场, 近年来境内营收占比近七成。2017-2022年境内营收占比分别为60.89%/60.97%/61.16%/66.62%/69.96%/65.47%, 境内营收占比保持高位, 内销市场越来越重要。2022年境内/境外毛利率分别为19.45%/17.01%, 境内销售的毛利率始终高于境外销售。2022年公司紧抓海外需求, 境外营收增速超过境内, 境外营收同比增长32%, 境内营收同比增长7.29%。

图表11:各产品营收占比



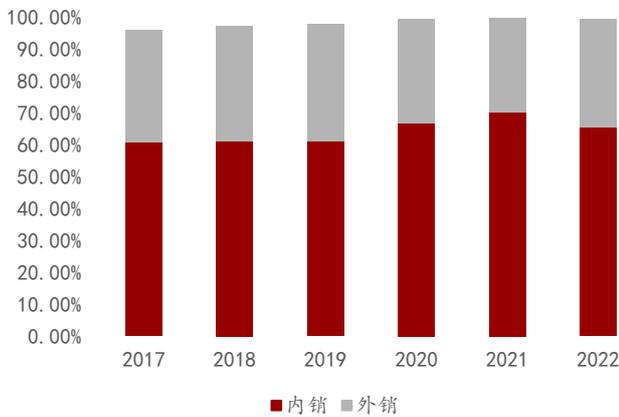
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表12:各产品毛利率情况



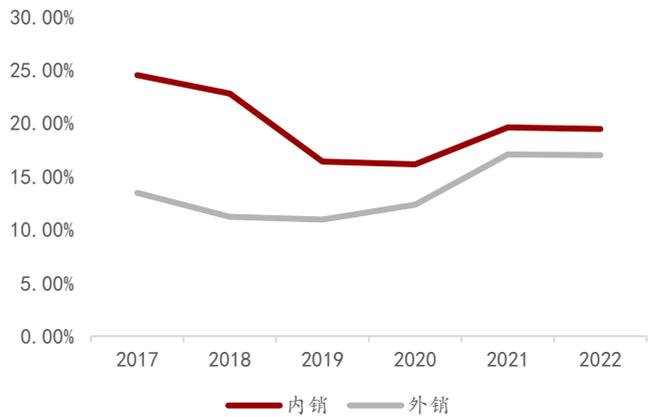
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表13:各地区营收占比



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表14:各地区毛利率情况



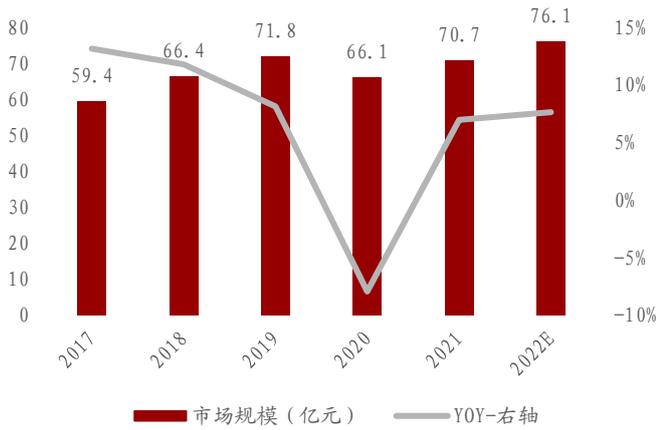
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

2 需求端: 内需、出口稳步恢复, 户外运动兴起刺激需求

2.1 内外需求回温, 毛纺行业有望迎来新一轮发展

内需: 国内疫后消费场景逐步复苏, 市场恢复势头较好。虽然国际形势依然复杂, 但随着国内疫后消费复苏, 政策红利提振市场信心, 2023年2月, 服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值同比增速由负转正, 呈现强劲向上的趋势, 这也是自2022年3月以来服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值首次出现正增长, 疫后消费复苏态势明显。而且近年来, 消费分层加剧, 中高端及奢侈品牌由于核心客群消费能力受损有限, 呈现韧性强、复苏快的特点, 服务于中高端及奢侈品牌的毛纺企业龙头如新澳股份率先受益。

图表15:2017-2022年中国毛纺织市场规模预测趋势图



资料来源: 中商产业研究院、万联证券研究所

图表16:2017年至今限额以上服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额月度同比增速 (%)

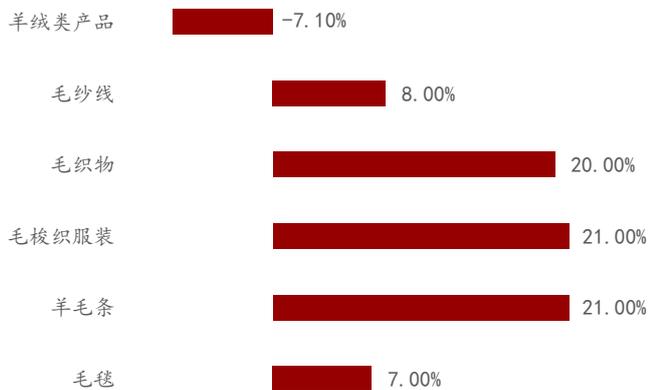


资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

外需: 全球范围内毛纺主要消费市场在过去两年快速恢复, 今年有望保持稳健增长。

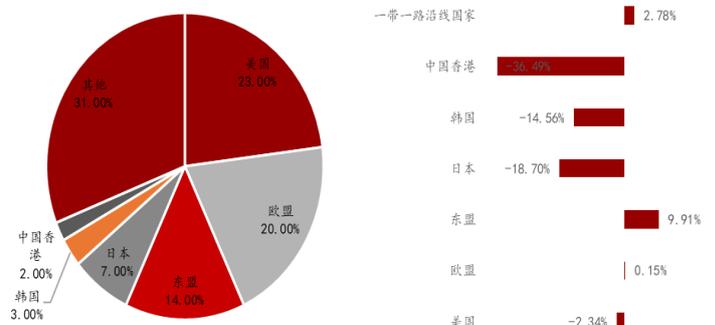
2021年以来, 受到世界经济逐步复苏带动市场回暖、出口订单回流带动采购需求等因素影响, 我国纺织行业出口实现较快增长, 出口对毛纺行业贡献明显。根据中国海关数据, 2022年毛纺原料与制品出口额(不含地毯)达103亿美元, 同比增长5.9%。2023年1-4月, 毛纺原料与制品出口额为32.8亿美元, 同比增长12.11%, 增速较2022年有所提升, 主要的出口毛纺产品多数呈现增长。其中, 毛纱线出口3.9亿美元, 同比增长8%; 毛织物出口1.6亿美元, 同比增长20%; 毛梭织服装出口2.4亿美元, 同比增长21%; 羊毛条出口2亿美元, 同比增长21%; 毛毯出口8.9亿美元, 同比增长7%。但是今年以来, 各类羊绒产品的出口形势有所下滑, 1-4月, 羊绒各类产品出口额合计4.1亿美元, 同比下跌7.1%。从出口目的地来看, 美国、欧盟、东盟、日本依然是毛纺产品最主要的出口目的地, 2022年1-11月分别占比23%、20%、14%和7%。香港作为转口市场的重要性不断下滑, 已跌至2%的占比水平。以一带一路为契机, 毛纺多元化贸易发展得到进一步增强, 1-11月, 对一带一路沿线地区毛纺产品的出口额同比增长2.8%, 尤其是与东盟地区的出口贸易进一步提升, 1-11月, 对东盟地区毛纺产品出口额同比增长达9.9%。

图表17:2023年1-4月毛纺产品出口金额同比增速



资料来源: 中国纺织经济信息网、万联证券研究所

图表18:2022年1-11月主要毛纺产品出口目的地占比和增速情况

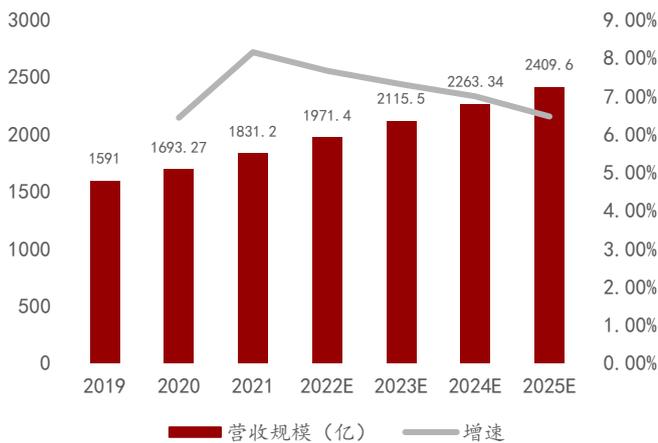


资料来源: 公司公告、万联证券研究所

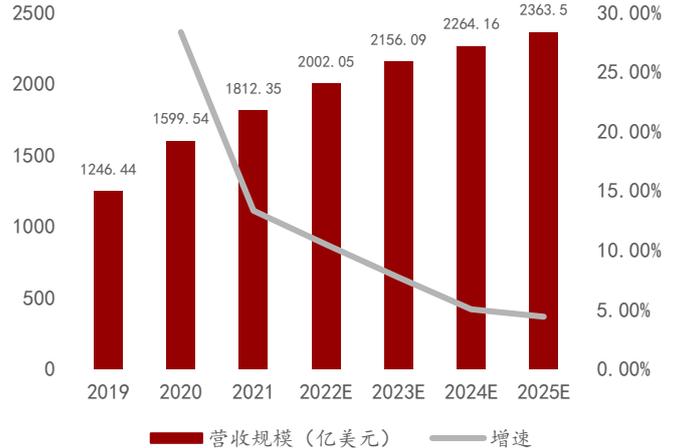
2.2 户外运动方兴未艾，露营尚处蓝海市场待开发

近几年户外运动在我国兴起，发展迅速，逐渐成为了一种运动潮流，对羊毛、羊绒纺织品需求旺盛。在新冠疫情的冲击下，外出旅游的可能性大大降低，旅游行业整体遭遇重创，户外运动作为外出旅游的替代品蓬勃发展。亲子露营、攀岩、骑行、登山、滑雪、飞盘、橄榄球等户外运动项目已渗入千家万户的生活中。在疫情期间，已经培养了消费者较好的户外运动习惯，疫后消费者对户外运动热情不减。与户外运动相关的服饰，纺织用品的需求也受到刺激迅速上升。近几年中国户外用品行业规模和全球户外用品行业规模均稳步提升，根据中国约具网和Statista数据统计，预计2025年行业规模将分别达到2409.6亿元/2363.5亿美元，具有较大的发展空间。

图表19:中国户外用品行业规模



图表20:全球户外用品行业规模



资料来源：中国约具网、华经产业研究院、万联证券研究所

资料来源：Statista、华经产业研究院、万联证券研究所

户外运动进行的场地主要是在自然环境中，因此非常容易受到地形、天气、气温的影响。户外运动具有一定的挑战和危险，运动过程中也可能会遇到一些无法预知的紧急情况。正确舒适的户外运动服装和纺织用品能够给户外运动者带来更佳的运动体验和更加安全的保护作用，提高户外运动的效率和效益。羊毛、羊绒因具有保暖、吸汗排湿、防护透气、抗菌防臭和高弹耐磨的特点成为户外运动服装的主要原材料。

图表21:羊毛、羊绒作为户外运动服饰原材料的优势

| 优势 | 描述 |
|---------|---|
| 保暖 | 羊毛纤维具有天然卷曲，这种卷曲在每根羊毛纤维中提供了许多微小的空气袋，这些空气袋使羊毛成为寒冷天气的绝佳绝缘体。 |
| 防水、吸汗排湿 | 羊毛用品可以吸收皮肤上的水分和冷凝水，羊毛也有助于防止雨雪渗入。这种天然的双重屏障非常适合在荒野中睡觉时使用，除了保持外部水分远离皮肤外，羊毛还能吸走汗水，使身体保持温暖和干爽。 |
| 防护透气 | 羊毛可以吸收大量的水蒸气，然后将其带走蒸发到空气中。这可以保持皮肤干燥，确保多余的热量从身体中释放出来，这种呼吸效应也有助于在炎热干燥的气候中保持凉爽。 |
| 抗菌防臭 | 出汗时羊毛会将水分从皮肤上带走，让皮肤变得更干燥。干燥的皮肤会阻止有臭味的细菌生长，从而减少气味。穿着羊毛服装时，羊毛可以吸收和锁住细菌无法积聚的气味。羊毛会分泌一种叫做羊毛脂的物质，让它们的皮毛来保护自己免受细菌的侵害。 |

高弹耐磨

羊毛中的天然纤维非常柔韧，这种弹性特性使羊毛成为制作衣服、毯子的绝佳材料。它在拉伸后仍可保持其原始自然形状。羊毛产品的使用寿命明显长于合成纤维，它更耐用，可以承受登山和露营旅行中的磨损。由于其柔韧的特性，羊毛毯很容易折叠起来，不会严重起皱。

资料来源：万联证券研究所

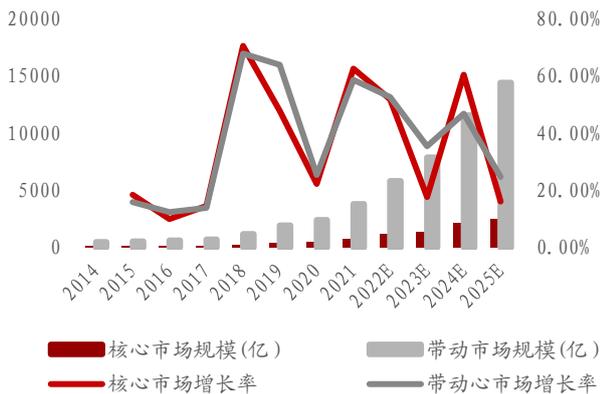
图表22:户外运动中常用的羊毛、羊绒制品



资料来源：万联证券研究所

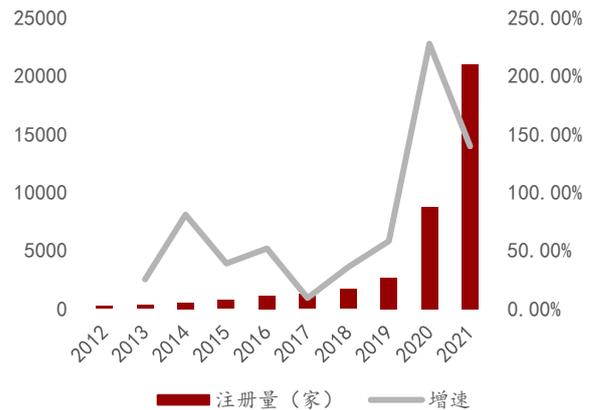
过去三年长途旅游及海外出游受限，户外露营作为替代品备受青睐，城市近郊户外露营活动需求兴起。过去三年的疫情限制了人们的活动空间与选择范围，露营作为可以不用密切接触而满足休闲需求，且参与门槛低的户外运动方式，逐渐从小众走向大众。对标发达国家，我国露营人口渗透率仍较低，未来增长潜力大。中国露营经济核心市场规模和带动市场规模呈现逐年上升的趋势，露营相关企业注册量也呈高速发展态势。2021年露营相关企业注册量较2020年相比翻了一倍以上，露营及其相关产业在中国有着较大的发展空间。2021年露营核心市场规模同比大幅增长63%至748亿元，2018-2021年复合增速达43.19%；根据艾媒咨询数据统计，2025年预计营地核心市场规模为2483亿元，2021-2025年复合增速预计达35.01%。

图表23:中国露营市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表24:中国露营相关企业注册量

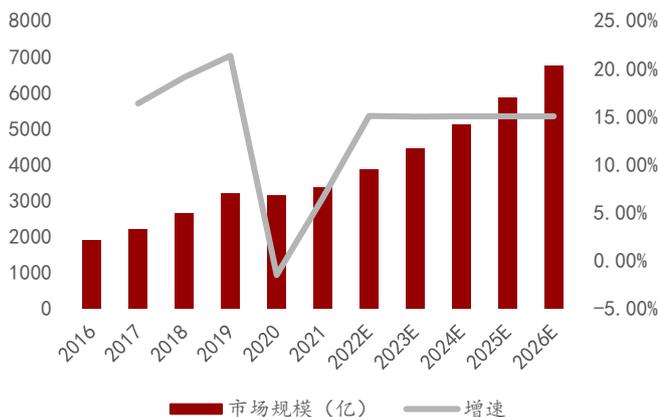


资料来源: 企查查, 万联证券研究所

2.3 居民运动健康意识提升, 北京冬奥会冰雪运动催化

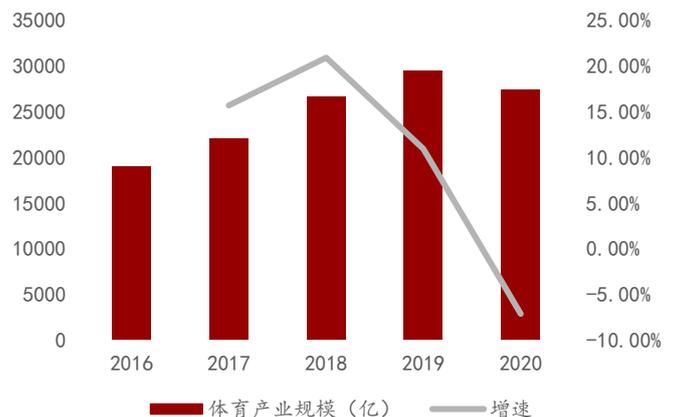
全民健康意识加强, 居民运动参与率持续提升, 有效刺激运动服饰整体消费需求。新冠疫情爆发以来, 居民运动健身热情被极大激发。《2020年大众健身行为和消费研究报告》显示, 93%的体育运作者保持运动, 体育用品的整体购买率为65%, 超过76%的受访者将更多参与健身活动, 超过80%的受访者将增加健身活动相关消费。近几年中国运动服饰行业市场规模正在稳步提升, 根据艾媒咨询数据统计, 预计2026年中国运动服饰行业市场规模将达到6747亿, 2021-2026年CAGR预计达15%; 根据国家统计局数据显示, 中国体育产业规模也呈扩大趋势, 2020年受新冠疫情影响体育产业规模有所下降, 但预期规模会迅速回升到疫情前水平并创造新高。

图表25:中国运动服饰行业市场规模及增速



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

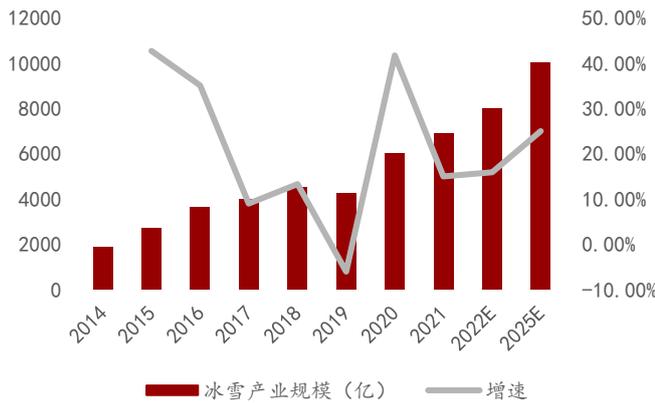
图表26:中国体育产业规模及增速



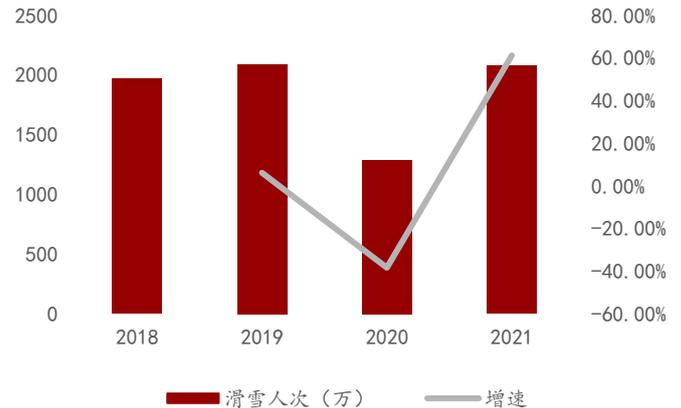
资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

冬奥会冰雪赛事掀起运动热潮, 冰雪产业受益良多, 有效提振了相关运动服饰产品的消费需求。2022年初北京冬奥会的成功举办刺激了全民运动健身热情, 最为明显的是滑雪运动、冰雪运动普及率的提升。根据《2020中国滑雪产业白皮书》报告显示, 滑雪人次2020-2021年增长率为61.18%, 有望恢复疫情前水平并创造新高。滑雪运动的兴起又将掀起羊毛、羊绒纺织品的需求热潮。从长期看, 滑雪运动已经在慢慢普及, 由原来的小众运动走向普罗大众, 公司生产的羊毛、羊绒纺织品也有望从市场份额中再分一杯羹。

图表27:中国冰雪产业市场规模及增速



图表28:中国滑雪人次变化情况



资料来源: 前瞻产业研究院、万联证券研究所

资料来源: 《2020中国滑雪产业白皮书》、万联证券研究所

政府持续关注全民健康情况,近十年来出台了多项推动全民健身的政策。国家高度重视体育运动的发展,将体育与国家发展、民族振兴紧密联系在一起,多次强调体育“是实现中国梦的重要内容”“体育强则中国强,国运兴则体育兴”。此外,国家紧紧围绕满足人民群众需求,统筹建设全民健身场地设施,构建更高水平的全民健身公共服务体系。国家政策的大力支持或使运动产业规模更上一层楼,进一步带动相关运动纺织服饰的需求。

图表29:中国发展体育的相关政策

| 政策名称 | 发布时间 | 主要内容 |
|------------------------------|----------|---|
| 《全民健身计划(2011—2015年)》 | 2011年2月 | 经常参加体育锻炼人数进一步增加,每周参加体育锻炼活动不少于3次、每次不少于30分钟、锻炼强度中等以上的人数比例达到32%以上,比2007年提高3.8个百分点。 |
| 《体育产业“十二五”规划》 | 2011年5月 | 继续保持体育产业快速发展,增加值以平均每年15%以上的速度增长,到“十二五”末期,体育产业增加值超过4000亿,占国内生产总值的比重超过0.7%,从业人员超过400万,体育产业成为国民经济的重要增长点之一。 |
| 《体育产业发展“十三五”规划》 | 2016年6月 | 到2020年体育产业总规模超过3万亿,从业人员数超过600万人、体育服务业增加值占比超过30%,体育消费额占人均居民可支配收入比例超过2.5%。 |
| 《全民健身计划(2016—2020年)》 | 2016年7月 | 到2020年,每周参加1次及以上体育锻炼的人数达到7亿,经常参加体育锻炼的人数达到4.35亿,体育消费总规模达到1.5万亿元,全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源。 |
| 《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》 | 2016年10月 | 到2025年,基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的健身休闲产业发展格局,总规模达到3万亿元。 |
| 《进一步促进体育消费的行动计划(2019—2020年)》 | 2019年1月 | 到2020年,全国体育消费总规模达到1.5万亿元,人均体育消费支出占消费总支出的比重显著上升,体育消费结构更为合理。 |

| | | |
|----------------------------|---------|--|
| 《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》 | 2019年4月 | 到2025年，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。 |
| 《健康中国行动(2019-2030年)》 | 2019年7月 | 力争到2022年和2030年，学校体育场地设施开放率超过70%和90%，农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率100%，鼓励个人每周进行3次以上、每次30分钟以上中等强度运动。 |
| 《冰雪旅游发展行动计划(2021-2023年)》 | 2021年2月 | 力争到2023年助力2022北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。 |
| 《全民健身计划(2021-2025年)》 | 2021年7月 | 到2025年，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，县(市、区)、乡镇(街道)、行政村(社区)三级公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员2.16名，带动全国体育产业总规模达到5万亿元。 |

资料来源：政府官网、万联证券研究所

2.4 绿色环保理念深入人心，居民消费升级助力公司发展

羊毛是目前应用最广泛的天然纤维之一，随着绿色环保的理念深入人心，羊毛产品迎来新的发展。羊毛是一种可再生、可持续的天然纤维，与利用不可再生化石能源加工得到的尼龙、涤纶、腈纶等人工合成纤维不同，生产羊毛产品的能耗更低。羊毛属于每年可再生自然资源，被废弃后不易造成污染和垃圾堆积问题，在土壤等温暖潮湿条件下，羊毛经真菌和细菌作用后会迅速降解，进入大自然的碳和养分循环，为有机物生长提供能量。随着新技术和新工艺的研发，羊毛应用场景不断增加，除了针织衫等传统品类，羊毛越来越多的被应用在内衣、毛袜、鞋面、运动及户外服饰、家纺用品等领域，另外全球时尚产业越来越重视可持续循环发展，而羊毛是100%可生物降解、可再生的天然活性纤维，其在绿色天然方面拥有大多数合成纤维无可比拟的优越性。

图表30:羊毛纤维的特性

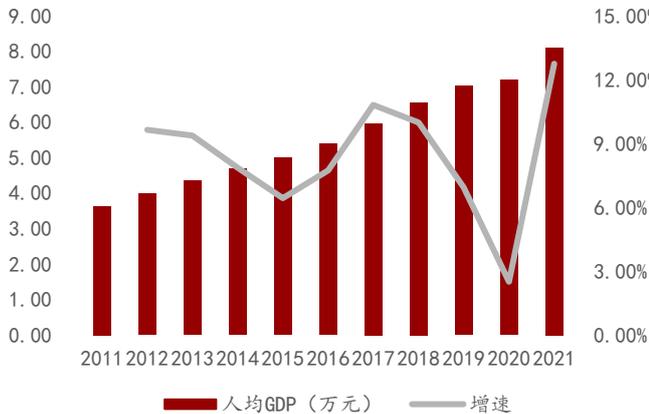


资料来源：招股说明书、万联证券研究所

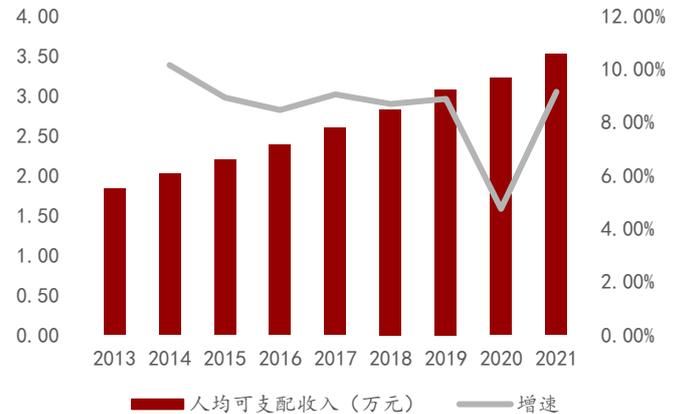
随着人们经济实力的提升以及品质要求的逐渐提高，羊毛服饰以其高档天然的形象深得消费者的喜爱，并始终作为中高档纺织产品出现在消费领域的几十年中，人均GDP和人均可支配收入均稳步提升，人们的生活水平得到很大的改善，消费观念也发生了新的变化。随着消费升级，消费者对自身穿着品质要求进一步提高，

将更多预算用在提高服饰品味，选择更具质感、更舒适的衣物比购买品牌溢价空间更高的衣物更深入人心。人们的着装理念由过去的注重结实耐穿、防寒保暖到转变为当今的崇尚时尚自由、运动休闲，强调舒适合体、随意自然又美丽大方，更加青睐于个性与时尚能够完美结合的服装。针织服装迎合了人们这些需求，在流行服饰中的比例不断上升。以羊毛衫、羊绒衫为代表的毛制服装作为高档针织服饰，占有重要的市场地位。随着针织服饰的发展，必将给上游毛精纺纱线带来市场空间。

图表31:人均 GDP 及增速



图表32:居民人均可支配收入及增速



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

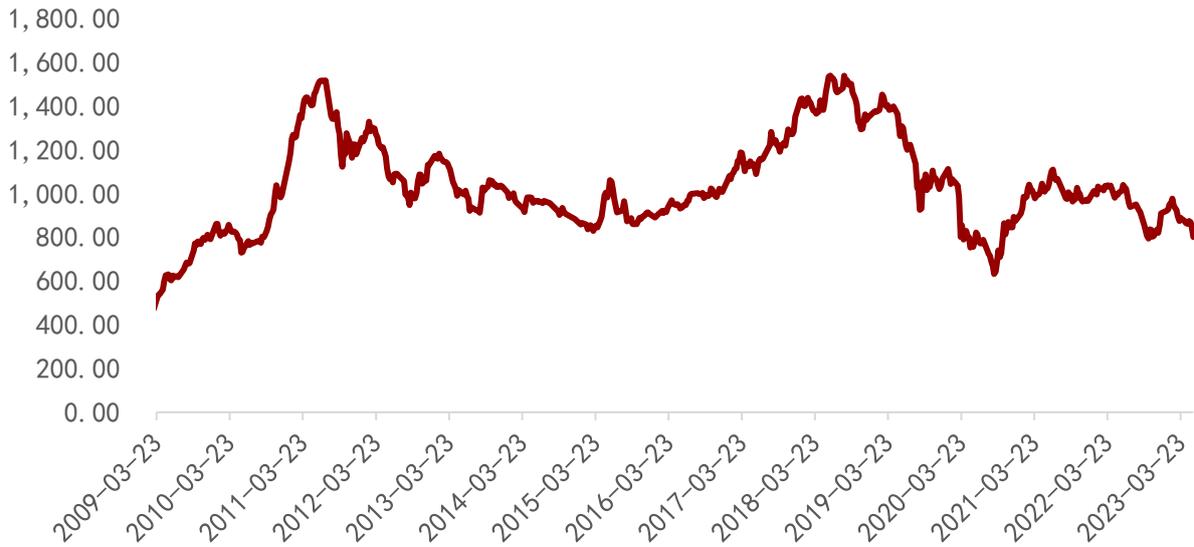
3 供给端：原材料供给趋于稳定，中小产能出清

3.1 澳毛价格触底回升，羊毛供给恢复正常水平

公司的羊毛采自澳大利亚、新西兰、南非等地，其中澳大利亚是新澳最主要的羊毛原料产地。公司采取稳健的采购策略，根据销售订单及往年销售情况，结合原材料价格走势，合理统筹安排采购计划，掌握适度安全库存边际，降低原材料波动风险。公司主要采购澳大利亚原产羊毛，澳毛价格由澳大利亚羊毛拍卖市场的公开拍卖价格决定。经过多年发展，澳大利亚羊毛拍卖市场已经发展成为全球市场化程度最高的专业羊毛市场之一，运作机制透明规范，羊毛供应稳定。针对毛条采购，公司建立了合格供应商体系，根据供应商的生产技术能力、价格合理性、产品质量水平、过往交货及时性和服务等综合因素，建立合格供应商名单，并且每年进行重新评定。

2020年底至今澳毛价格触底反弹，推动毛纺行业整体上行。澳洲羊毛约80%销往中国，2018年以来受中美贸易摩擦影响，贸易不确定性因素使得消费者丧失了信心，对澳大利亚羊毛需求大幅减少，羊毛价格开启下跌趋势，叠加2020年新冠疫情的影响，羊毛价格一蹶不振。自2020年9月以来，经历新冠疫情的暴跌之后，中国的羊毛加工企业增加了采购，以满足服装需求预计将出现的大幅增长，市场对羊毛重燃热情，看涨情绪普遍，羊毛价格一路稳步上升。未来，随着国内疫后消费逐渐复苏以及国外疫情的常态化，消费品市场回暖的同时羊毛需求量也明显增加，近两年的库存有望得到释放。**羊毛价格重新回到历史中枢值，并仍有足够的上升空间。**

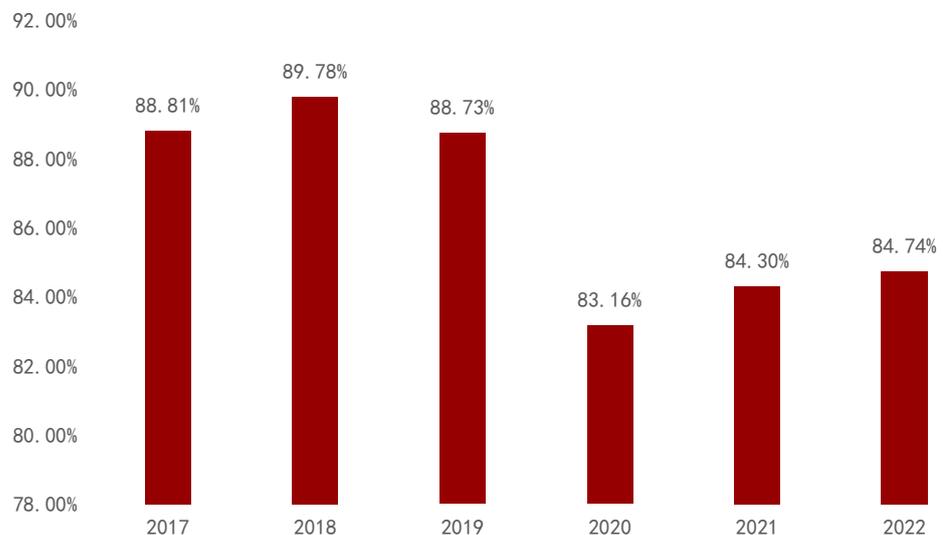
图表33:澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数:美分/公斤



资料来源: Wind、万联证券研究所

澳毛价格持续反弹, 带动公司毛利率上行。纺织业直接材料占主营业务成本比例较高, 公司2022年直接材料成本占比为84.74%。原材料价格的波动对公司经营成本的把控具有直接且重要的影响, 因此澳毛价格的波动很大程度上影响了毛纺行业的生产成本及产品价格, 进而对毛利率也有较大的影响。毛纺行业中的公司都会储存一定的原材料保证生产的稳定性, 从采购羊毛到生产销售存在一定时间段的滞后, 当澳毛价格上涨, 会推动毛纺产品价格上升, 而成本仍处于涨价前的低水位, 因此毛利率上行; 而澳毛价格下跌, 公司产品面临价格下降风险, 成本处于高位, 对应毛利率下行。一方面, 处于回暖状态的羊毛价格有利于公司产品销售价格回升和市场信心恢复, 且当期结转的销售成本包含前期相对低位的库存, 使得公司主要产品的毛利率和单位毛利转入上升通道。另一方面, 目前羊毛价格处于历史价格区间的中枢, 在需求端火热的情况下, 有望维持上升趋势。**预计随着羊毛价格回暖, 下游终端需求的旺盛将使得公司主要产品毛利率维持在高位水平。**

图表34:原材料在成本构成中的占比



资料来源: 招股说明书、公司公告、万联证券研究所

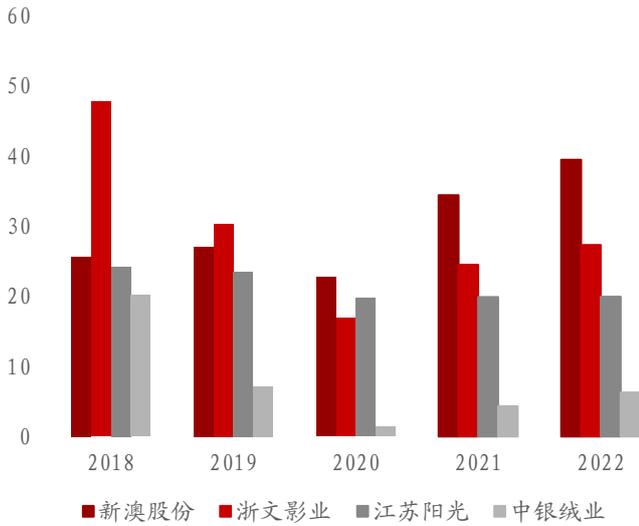
3.2 中小产能出清，龙头地位愈加巩固

受多重冲击影响，中小企业难以维持生存，行业集中度提高。目前毛纺已发展成为高度市场化的产业，品牌对供应链溯源、稳定、快速反应等需求凸显，龙头企业的扩张使其掌握了大量资源和订单，小企业很难得到上游供应商的支持，小而散的企业逐步被市场淘汰，行业龙头企业优势显著增强。大多数小企业都不具备研发和创新的能力，限制了产品的稳定性以及利润率的提升。另一方面，纺织行业对环境会造成一定的影响，尤其是落后的产能对环境造成不可逆的伤害，毛纺贸易进口国制定的“绿色壁垒”也对毛纺产品提出更高的环保要求。大部分中小企业都不具备先进的机器，在“去产能”的过程中容易被取缔。2018年中美贸易摩擦带来的出口限制和2020年的新冠疫情，给毛纺市场带来巨大冲击，行业整体业绩下滑，毛利率大幅降低，也导致大部分中小产能淘汰或者转型，大产能面临困境。经历了一轮行业震荡期，行业企业数量一路下滑，产业集中度迅速飙升，头部企业有望更进一步。

公司深耕毛纺织领域，产能位于世界前列，龙头地位愈加巩固。据中国毛纺织行业协会资料显示，公司精梳羊毛纱产品2020年国内市场占有率为6.42%居首位，公司是国家工业和信息化部和中国工业经济联合会认定的制造业精梳羊毛纱单项冠军。公司自上市以来，借助资本市场平台，紧紧抓住资本市场新引擎，专注主业做大做强，加快扩张高档毛精纺纱生产能力，提升市场占有率，发挥规模效益，在全球毛纺细分行业的龙头地位凸显，随着行业集中度提高，市场份额提升空间较大。公司在面对中美贸易出口限制以及新冠疫情时，凭借稳定的客户资源以及出色的产品性能，优于同行大部分企业，始终保持稳定的业绩，充分地显现了龙头企业的抗压能力。

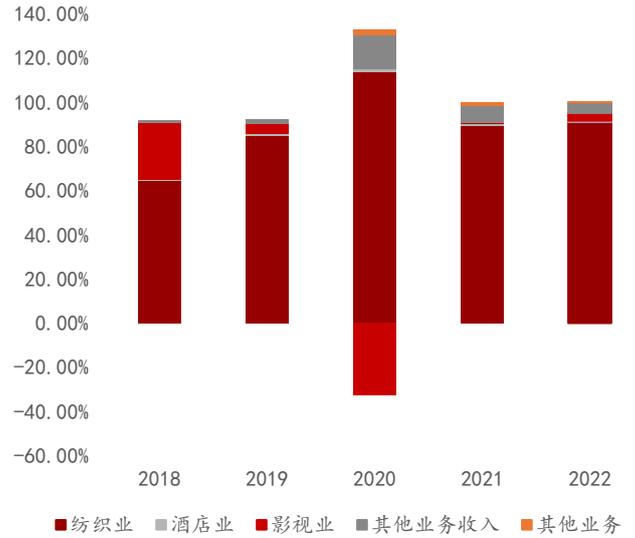
与国内竞争对手相比，新澳股份始终聚焦毛纺主业，且规模反超同业。新澳股份在国内主要竞争对手包括张家港扬子纺纱（未上市）、浙文影业（原鹿港科技）、江苏阳光、中银绒业。其中张家港扬子纺纱为中德合资，其控股股东为德国南方毛业，为新澳股份在国际上的主要竞争对手，而浙文影业、江苏阳光及中银绒业均为A股上市公司。与国内对手进行比较：**①从营收规模及增速看**，近年来新澳股份营收规模增速最快，2020年开始营收规模已位列同类第一，反超其他同类上市公司。**②从营收结构来看**，除新澳股份始终聚焦纺织主业外，其他三家公司均涉及其他主业。浙文影业最开始为鹿港科技，以毛纺织为主业，由于纺织业务经营不善，2014年开始跨界转型影视，2016年更名为鹿港文化，形成纺织+影视双主业格局，但由于连续亏损，2021年公司大股东变更，并再次更名为浙文影业，进一步加大在影视领域的投入，而公司的纺织业务主要产品也从精纺转为半精纺。江苏阳光多年来为纺织+热电双主业，其中纺织业务产品以呢绒面料为主。中银绒业转型前的主业为毛纺织，由于连续亏损，2019年实施破产重整，体内生产厂房、设备全部剥离，成为一家为羊绒纺织产业提供供应链服务的轻资产运营上市公司，2021年公司进军新能源领域，以并购方式进入锂电池正极材料磷酸铁锂行业，开始毛纺贸易+新能源双主业运营，并且2022年新能源业务成为绝对主业，贡献大部分营收。对比来看，新澳股份深耕毛纺行业三十余年，始终专注于毛纺行业，坚持推陈出新扩大产能。随着国内主要竞争对手在毛纺行业的业务收缩，公司将持续抢占市场份额，龙头地位将得到进一步巩固。

图表35:近五年国内毛纺行业主要公司营收情况(亿)



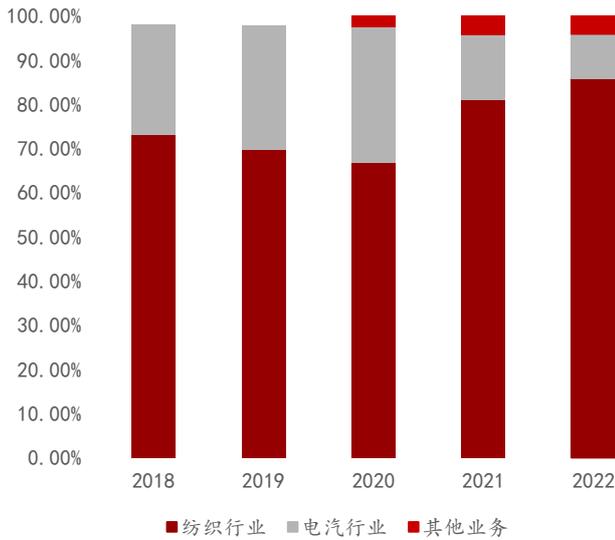
资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表36:浙文影业营收结构



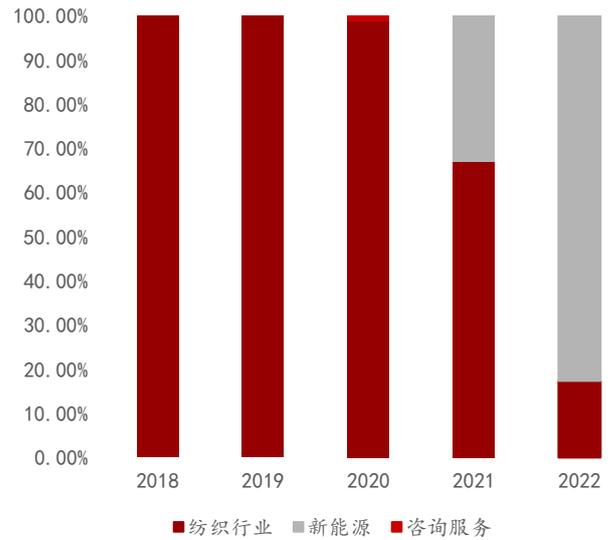
资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表37:江苏阳光营收结构



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表38:中银绒业营收结构



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

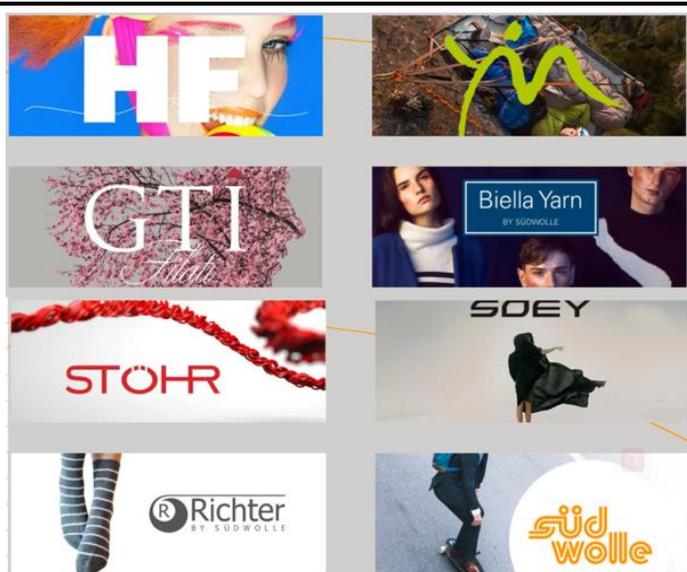
新澳股份国际主要竞争对手为德国企业南方毛业和意大利公司Baruffa两大国际企业。德国南方毛业是全球知名的全羊毛和羊毛混纺类精纺纱线供应商之一，生产的纱线可用于梭织、圆机、横机和新型工业领域。目前公司拥有员工3200多人，在德国、波兰、罗马尼亚和中国等地有10个生产基地，年产量达17000吨，产量全球第一。其在国内的合资公司张家港扬子纺纱新澳国内主要竞争对手。意大利公司Baruffa是意大利最大的纱线生产商，拥有超过160多年的高端纱线和针织品生产经验，主要生产高档外用针织毛纱以及为各类其他纱线进行染色。

图表39:公司国际竞争对手

| 公司名称 | 公司 logo | 公司简介 |
|--------------|---|---|
| S ü dwolle |  | S ü dwolle 集团位于德国纽伦堡，目前公司拥有员工 3200 多人，在德国、波兰、罗马尼亚和中国等地有 10 个生产基地，年产量达 17000 吨，产量全球第一。新澳国内主要竞争对手为其在国内的合资公司张家港杨子纺纱。 |
| ZegnaBaruffa |  | ZegnaBaruffa 是意大利最大的纱线生产商，拥有超过 160 多年的高端纱线和针织品生产经验，主要生产高档外用针织毛纱以及为各类其他纱线进行染色。 |

资料来源：招股说明书，公司官网、万联证券研究所

图表40:S ü dwolle 公司旗下主要品牌



资料来源：S ü dwolle公司官网、万联证券研究所

图表41:Baruffa 公司旗下主要品牌



资料来源：Baruffa公司官网、万联证券研究所

与国际国内其他竞争对手相比，新澳优势明显。①**装备自动化水平优势**：公司拥有大量来自德国、意大利的国际先进纺纱设备，秉持国际先进纺纱工艺和技术，生产自动化程度高。②**品质与服务优势**：公司产品品质有权威认证保障，为客户提供从原料到纺纱工艺个性化定制服务；小批量、多品种、快翻新的灵活应变服务；快速响应服务机制；全流程现场技术支持服务等。③**设计研发优势**：公司拥有独立的产品设计开发团队，每年向全球客商定期发布春夏、秋冬针织流行趋势；开发多样化的功能性纱线。④**产业链经营优势**：公司在发展历程中，不断整合资源，实现了洗毛、制条、改性处理、纺纱、染整精加工于一体的纺纱产业链。⑤**人力成本优势**：国内的劳动力成本相对较低，工作效率相对较高，相比于Baruffa公司坚持100%纯意大利制造，新澳节省了数倍的人力成本。

4 品类、产品、产能、管理多管齐下，再启新增速曲线

4.1 品类多元化：积极推动宽带战略，横向、纵向多元化发展开拓市场

为继续做大蛋糕，提高市场占有率，公司提出了宽带发展战略。宽带发展战略包含两层含义，一是为现有客户资源提供更多选择，服饰用纱方面目前公司已新增粗纺/精纺羊绒、粗纺羊毛等，未来还会积极开拓花式纱、半精纺等领域；二是尝试向家纺用、产业用、新材料等高附加值纺织应用进一步探索延伸。

公司积极推动宽带发展策略，以横向、纵向多元化发展开拓市场。公司主要产品及服务包括：1) 精纺极细和超细美丽奴纯羊毛及混纺类纱线。2) 粗纺、精纺纯羊绒及羊绒混纺类纱线。上述羊毛、羊绒纱线产品主要用于世界中高端品牌的针织服装，包括羊绒衫、羊毛衫、羊毛内衣、羊毛T恤、毛袜及其他针织品等。3) 各类普通精梳毛条、丝光毛条、防缩毛条及巴素兰毛条，可根据客户个性化需求提供各类非虐待毛条、原产地毛条、条染复精梳毛条等。4) 改性处理、染整及羊绒加工。

除了服装领域，尝试向家纺、产业用等领域延伸。2022年，公司组织专门团队进行新型纱线的前期市场调研及样品开发，重视在家纺、室内装饰、产业用纱等新材料和技术工艺等方面的资源积累，结合潜在市场机会不断尝试丰富品类储备，开拓粗纺、花式纱、半精纺等领域，实现新品多元化扩容，尝试向家纺、产业用、新材料等高附加值纺织应用进一步探索延伸，努力成为全球专业的一站式天然纤维纱线供应商。

图表42:公司宽带发展战略



资料来源：公司公告、万联证券研究所

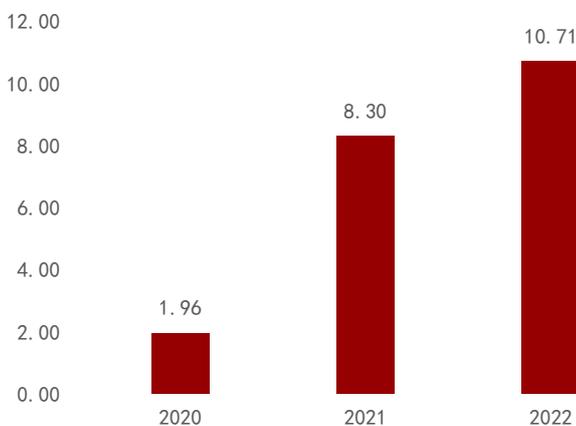
羊绒比羊毛更加柔和、亲肤，产量稀少，制成的服装价格更高。羊绒与羊毛相比较，有如下区别：①源头不同。羊绒和羊毛分别来自不同种类的羊，羊毛来自绵羊，羊绒则产自山羊。②采集方式不同。羊毛的收集，就像理发，用专用工具剃下来，俗称剪羊毛。而羊绒则长在山羊粗毛的根部，且属于自然脱落。每到下绒季节，牧民会用特制的铁梳子像梳头一样一点一点抓取下来，称为③产量不同。每只绵羊每年可以产几公斤的羊毛，可每只山羊身上每年只能收获几十克羊绒。④纤维特性方面：亲肤性不同，羊绒比羊毛更加亲肤；吸湿性不同，羊绒的吸水性是所有纺织纤维中最强的，回潮率在15%以上；保暖性不同，羊绒的保暖程度更好；光泽度不同，用羊绒制

成的衣服，光泽度上会更加柔和，看起来更有质感。

羊绒业务有望成为公司新的增长引擎。为落实公司宽带发展战略，公司于2019年设立子公司宁夏新澳羊绒有限公司，专注于开拓羊绒纱线市场。目前通过租赁宁夏羊绒板块资产，年产能超过2500吨，成为全国最大的羊绒纱线生产基地之一。近年来，新澳羊绒重视产品品质的提升与工艺技术的创新，不断优化客户结构，进一步扩大海外市场占比，于2022年通过了SFA认证，并首次通过高新技术企业认定。2020年公司通过拍卖平台公开竞得英国邓肯(TODD&DUNCANLIMITED)100%股权。英国邓肯公司拥有140多年纺纱历史，是世界知名羊绒纱线生产商，在英国拥有先进的生产制造工厂，在羊绒纱线领域拥有丰富的经验以及良好的声誉，主要为世界一线品牌提供高品质羊绒纱线，定位奢侈品市场，产能约250吨。未来羊绒纺纱业务有望成为公司新的增长引擎，迎来羊毛羊绒业务双轮驱动的新发展。

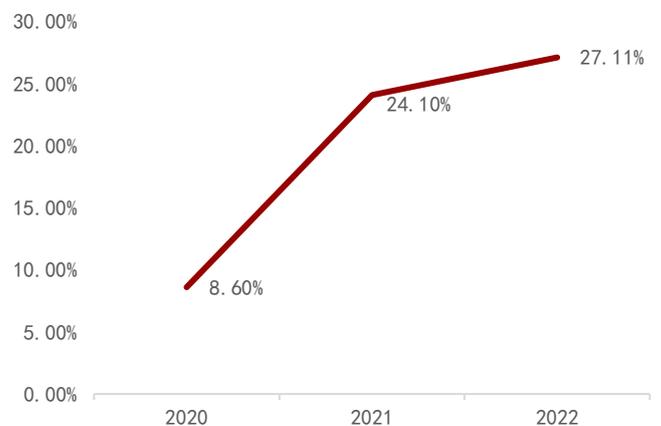
新澳羊绒业务自成立以来，快速高效地建立起了管理架构、生产和销售体系，通过团队磨合协作，生产经营逐渐步入正轨。依托新澳股份强大的资金支持以及庞大的客户群体，子公司一改多年亏损的状况，实现扭亏为盈。羊绒业务将进一步加强自主品牌的市场推广力度，通过提高自接经销单比例来加快提升毛利率。2022年公司营业收入为39.5亿元，其中羊绒业务营业收入10.71亿元，占公司总收入的27.11%，未来有望进一步提升。同时新澳羊绒拟采用现金方式，以含税评估价5.95亿元购买浙澳企管和中银纺织所持有的羊绒纺纱板块资产，包括房屋建筑物、机器设备、土地使用权等。在羊绒业务发展初期，该部分业务以资产租赁方式进行生产，目前羊绒业务发展逐渐成熟，公司购买羊绒业务资产所有权可以更好地满足羊绒纺纱业务生产经营及未来发展需要，进一步增强公司羊绒业务发展实力，减少关联交易。

图表43:2020-2022年羊绒业务收入(亿)



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表44:2020-2022年羊绒业务收入占比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

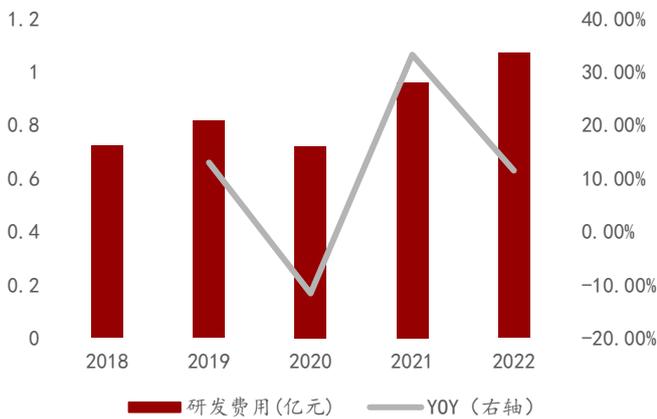
4.2 产品升级：技术全球领先，聚焦高品质产品赛道

公司注重研发设计，聚焦高景气、高品质产品，核心竞争力不断提高。公司研发费用呈稳步增长趋势，2020年受新冠疫情影响研发支出略有下降。研发费用率大幅超过同行业公司，维持在3%左右。目前，公司已形成以国家毛纺纱线产品开发基地及省级企业技术中心为平台基础、以省级重点企业研究院(KDC)为支点，以博士后工作站为动力，以国际化、产学研合作平台为抓手的研发组织架构。

公司聚焦研发具有市场引导性的技术及品类，持续推出符合市场定位、满足场景功能需求、蕴含产品内容表达的多品类纱线产品。公司加强对流行趋势、低碳环保等方面

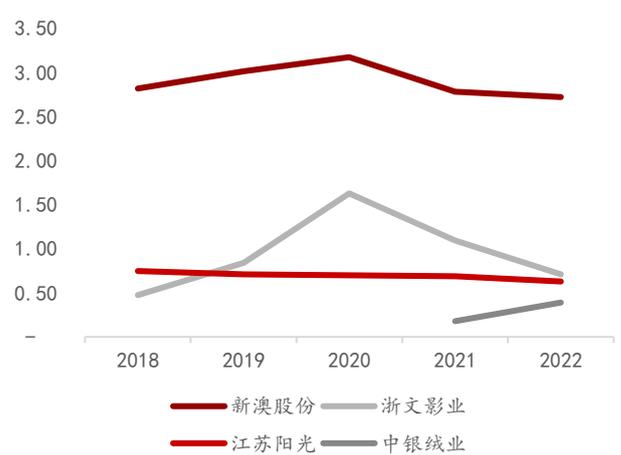
的趋势把握及资源整合提升，不断提升公司产品的核心竞争力，在毛纺纺纱上采用紧密纺、赛络纺、包芯纺等先进工艺，取得良好的效果。1) **运动纱线产品**：目前公司供应运动户外品牌的纱线销售占比快速提升至25%，使用场景覆盖瑜伽、跑步、滑雪、骑行、徒步等细分运动领域。2021年德国慕尼黑ISPO Munich国际体育用品博览会上，新澳产品揽获ISPO功能性纺织品流行趋势TOP5、TOP10奖项。2) **可持续发展纱线产品**：公司在近年的产品开发中，始终坚持以可持续发展、健康环保为理念，采用无氯防缩法，推出RWS（负责任羊毛）、SustainaWOOL（可持续羊毛）、GCS（负责任羊绒）、GRS（全球回收标准）、GOTS（全球有机纺织品标准）、OCS（有机含量标准）、FSC、BLUESIGN蓝标认证等可追溯、可循环类的认证产品，为关注可持续时尚的品牌与消费者提供了更好的选择和更有力的保障。3) **功能性纱线产品**：公司产品通过羊毛与功能性纤维结合，平衡叠加各自的优势，辅之特殊的后整理工艺，突出羊毛混纺纱线的功能性特点，包括抑菌防护、吸湿排汗、发热轻量等。公司针对当前时代的消费特点，推出具有抗病毒功能的居家舒适型纱线。4) **多品类多元化的新产品**：公司推出羊毛与二醋酸混纺纱、羊绒与可降解材料混纺纱线、可机洗粗纺羊毛、羊绒花式纱等新品，不仅强调纱线的服用性能，更有风格多变的外观和温暖软糯的触感。随着公司对研发的持续投入，有望形成更深的护城河，未来具备更好的发展前景。

图表45:历年研发费用以及同比增长



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表46:同行研发费用率对比%



资料来源：各公司公告、万联证券研究所

4.3 产能扩张：全产业链遍布全球扩充产能，进一步增强规模优势

新澳股份产业链遍布全球，各子公司一体化生产充分发挥规模优势，助力产能释放。2020年由于受到新冠疫情冲击以及原材料急跌双重影响，公司产销量有所减少，规模优势未能充分发挥。2021年随着产能利用率的提升，规模效益显现，单位制造成本较2019年同期下降，折旧等固定费用有所分摊。并且纺纱产销量攀升对前道毛条改性处理和后道染整加工都起到带动作用，促进产业链规模协同发展。截至2022年末，公司制条毛条产量9000吨，纺纱产能15000吨，染整加工产量15000吨，与2021年同期相比增幅明显。公司“60,000锭高档精纺生态纱项目”二期有序推进，其中13,000锭高档精纺生态纱拟于2023年陆续投产，项目的实施将进一步淘汰落后产能，实现增产增效。新中和“年新增6,000吨毛条和6,000吨功能性纤维改性处理生产线项目”一期所涉及

的3000吨毛条和6000吨功能性纤维改性处理产能实现投产，公司产能逐步释放。

为满足公司全球产业布局和未来业务发展需求，公司拟在越南设立生产基地，进一步

扩大产能。根据自身做大做强的战略发展规划，提升多元化供应链交付能力，更好满足客户订单需求，公司计划投资建设越南50,000锭高档精纺生态纱纺织染整项目，构建纺纱、染色及后整理的毛纺精加工产业链，项目总用地面积约65,000m²（折合97.50亩），项目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，目前取得实质性推进，已获取了项目用地及国内相关审批。本项目计划建设期5年，第一阶段20,000锭于2023年开工建设，预计2025年建设完成并陆续投产；第二阶段30,000锭预计2027年建设完成并陆续投产。本次投资扩产符合公司战略发展规划，是公司进一步加深全球化产业布局的重要举措，有利于提升海外供应链交付能力，更好满足境外客户订单需求。同时利用越南人力成本、税收优惠政策及其投资所在地区区位优势，可降低公司生产成本，增强公司盈利能力和竞争实力。通过持续扩大产能有利于公司巩固和提升行业地位，全方位参与市场竞争，持续扩大市场份额，为公司持续健康发展提供支撑。

图表47:公司全球产业分布



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表48:公司产能建设

| 时间 | 项目 |
|------|---|
| 2014 | 募投 20,000 锭高档毛精纺生态纱项目, 新增 2,280 吨产能 |
| 2015 | 募投 30,000 锭紧密纺高档生态纺织项目, 新增 3,300 吨产能 |
| 2017 | 定向增发募投 2 个产能项目: 1) 年产 15,000 吨生态毛染整搬迁建设项目; 2) 30,000 锭紧密纺高档生态纺织项目 (3,300 吨) |
| 2018 | 年产 15,000 吨生态毛染整搬迁建设项目投产 |
| 2019 | 30,000 锭紧密纺高档生态纺织项目投产; 60,000 锭高档精纺生态纱项目 (一期, 28,000 锭) |
| 2020 | 60,000 锭高档精纺生态纱项目 (一期, 28,000 锭) 投产但因疫情产能未能完全释放 |

| | |
|-------|---|
| 2021 | 可转债募投 2 个产能项目：①年产 6,000 吨毛条和 12,000 吨功能性纤维改性处理生产线项目； ②60,000 锭高档精纺生态纱项目（二期，32,000 锭） |
| 2022 | 3000 吨毛条和 6000 吨功能性纤维改性处理产能逐步实现投产 |
| 2023E | 13,000 锭高档精纺生态纱拟于 2023 年陆续投产 |
| 2025E | 预计于 2025 年陆续投产越南基地 20,000 锭精纺针织纱线 |
| 2027E | 预计于 2027 年陆续投产越南基地 30,000 锭精纺针织纱线 |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表49:产能情况（截至 2022 年 12 月末）

| 产品 | 产能 |
|------|----------------------------------|
| 毛条 | 制条年产能 9000 吨，化学处理年产能 12000 吨 |
| 纺纱 | 毛精纺纱线年产能 15000 吨（折 48 支计算） |
| 染整 | 包括绞纱染色、筒染、毛条染色，合计年产能 15000 吨 |
| 粗纺羊绒 | 宁夏新澳现有年产能 2500 吨，英国邓肯现有年产能 270 吨 |
| 精纺羊绒 | 现有年产能 260 吨 |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.4 管理数字化：数字化转型和以产促销精益管理

公司积极布局数字化转型之路。公司推进以“智慧工艺、智能制造、智能仓储、智能物流”为核心的智能工厂规划。目前，毛精纺生产制造执行系统（MES）已在所有生产车间和质检组实施上线；智能仓储调度平台（WMS）已在立体仓库、成品库、样品库实施上线。在此信息化的过程中，实现了数据于ERP、MES、WMS等全系统间的贯通；业务、生产、仓储等全流程体系间的协同；针梳、粗纱、细纱、络并捻等全工序间的流转。信息化结合自动化、信息化促进管理和流程优化，在项目过程中实现或促成了很多传统生产作业行为方式的转变，目前围绕部分环节的精细化衔接应用，仍然在不断深化实施，持续提升经营发展效益。

公司目前已建立了应对快速反应、精准备货的订单需求的机制。公司通过自动化智能化工厂建设，以小批量、多品种、快翻新的产业链及产能规模优势，能快速响应订单需求；快速反应还基于精准有效的备货系统，公司通过对市场流行趋势的研究，以自身设计优势引导客户选择，通过参加国际行业展会，结合时装秀等形式，向全球客商定期发布春夏、秋冬针织流行趋势；同时，公司每年会通过内部数据分析，研究市场对颜色的需求，指导精准备货。

公司设置业绩激励充分调动团队积极性，利用产能规模优势，通过以产促销模式，以量产主打产品降低单位制造成本。方面通过目标指标分解、设置业绩挂钩奖励、定期举办销售分享会等创新措施，充分调动公司及子公司管理团队的主动性。另一方面进行精益化管理，以“综合成本最优化”为理念，细化成本分析工作，多维度探索节流增效的措施，同时，进一步强化工艺创新，优化工艺流程，提高产品生产效率和

降低产品成本。在2021年之前，公司以销定产为主；2021年后，公司的模式转变为以产促销。基于以产促销模式，进一步拓展销售客群，同时在运动服饰高景气拉动下，公司销量有望再度拓宽。

5 盈利预测与投资建议

核心假设：

- **毛精纺纱线：**公司最主要的收入来源。随着内外需回暖，以及各项目的落地投产，产能将持续扩张，预期公司毛精纺纱线业务将继续增长。并在原材料价格波动过程中顺利实现价格传导，销售价格实现提升，毛利率也有望维持在高位。预计2023-2025年营收分别为25.92亿/28.30亿/31.48亿，营收增速分别为+15.50%/+9.20%/+11.24%，对应毛利率25.50%/25.50%/25.50%。
- **羊绒纱线：**为公司2020年新开拓业务，产能持续扩张，正成为公司新的业务增长极。公司通过设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯等举措，持续加强自主品牌的市场推广力度，预计2023-2025年营收分别为12.69亿/15.27亿/18.69亿，营收增速分别为+18.45%/+20.36%/+22.40%，对应毛利率13%/15%/16%。
- **羊毛毛条：**业务营收毛利受原料价格影响大，随着公司产能的释放以及原料价格的稳定上行，营收毛利预期都有望提升。预计2023-2025年营收分别为6.87亿/7.99亿/9.21亿，营收增速分别为+17.30%/+16.28%/+15.26%，对应毛利率6%/6%/6%。
- **改性处理及染整加工：**该业务占比较小，预计2023-2025年营收分别为0.34亿/0.39亿/0.45亿，营收增速分别为+26.50%/+15.50%/+15.50%，对应毛利率31%/31%/31%。

综上所述，预计公司2023-2025年分别实现营业收入46.05亿/52.21亿/60.11亿，同比+16.57%/+13.39%/+15.15%，毛利率分别为19.29%/19.56%/19.68%。预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.69亿/5.46亿/6.30亿，同比20.34%/16.42%/15.30%，对应EPS分别为0.65/0.76/0.88元/股。

图表50:盈利预测及假设

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 毛精纺纱线： | | | | | |
| 营业收入（百万元） | 2,059.86 | 2,243.91 | 2,591.72 | 2,830.15 | 3,148.26 |
| yoy | 29.15% | 8.93% | 15.50% | 9.20% | 11.24% |
| 毛利率 | 23.23% | 25.35% | 25.50% | 25.50% | 25.50% |
| 羊绒纱线： | | | | | |
| 营业收入（百万元） | 830.20 | 1,071.19 | 1,268.82 | 1,527.16 | 1,869.24 |
| yoy | 324.60% | 29.03% | 18.45% | 20.36% | 22.40% |
| 毛利率 | 13.71% | 11.39% | 13.00% | 15.00% | 16.00% |
| 羊毛毛条： | | | | | |
| 营业收入（百万元） | 495.19 | 585.84 | 687.19 | 799.06 | 921.00 |
| yoy | 24.87% | 18.31% | 17.30% | 16.28% | 15.26% |
| 毛利率 | 8.45% | 5.46% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |

改性处理及染整加工:

| | | | | | |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 41.33 | 26.74 | 33.83 | 39.07 | 45.12 |
| yoy | -38.04% | -35.31% | 26.50% | 15.50% | 15.50% |
| 毛利率 | 28.62% | 30.95% | 31.00% | 31.00% | 31.00% |

合计:

| | | | | | |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 3,445.50 | 3,949.89 | 4,604.50 | 5,220.85 | 6,011.60 |
| yoy | 51.57% | 14.64% | 16.57% | 13.39% | 15.15% |
| 归母净利润 (百万元) | 298.27 | 389.73 | 468.99 | 546.00 | 629.53 |
| yoy | 96.93% | 30.66% | 20.34% | 16.42% | 15.30% |
| 毛利率 | 19.06% | 18.81% | 19.29% | 19.56% | 19.68% |

资料来源:公司公告、万联证券研究所

行业需求端,疫后行业内需复苏明显,外需稳健增长,户外运动兴起刺激毛纺需求;
供给端,羊毛供给恢复正常水平,澳毛价格位于历史中枢,毛利率有望提升,疫情加速中小产能出清,龙头低位更加巩固。**长期来看**,公司深耕毛纺三十余年,发展成为全球细分行业龙头之一,与越来越多的全球中高端品牌深化合作,加快抢占市场份额,由以前的跟跑者,到现在的并跑者,进而向强有力的领跑者跃升。**中短期来看**,公司以产能扩张、多元宽带突破成长天花板,营收规模有望迈上新台阶,再启新增速曲线。我们选取同样所属纺织行业的4家企业(华孚时尚、百隆东方、台华新材、浙文影业)作为可比公司,参考可比公司2023年平均估值,给予新澳股份2023年15倍PE,目标价9.82元,首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表51:可比公司估值表比较(截止到2023年6月2日)

| 股票代码 | 股票名称 | 市值(亿) | | EPS(元) | | | 市盈率PE | | |
|-----------|------|-----------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|--|
| | | -20230602 | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | 54.76 | -0.21 | 0.24 | 0.33 | -15.43 | 13.39 | 9.89 | |
| 601339.SH | 百隆东方 | 96.15 | 1.06 | 0.90 | 1.02 | 5.74 | 6.76 | 5.98 | |
| 603055.SH | 台华新材 | 85.72 | 0.31 | 0.58 | 0.85 | 30.35 | 16.12 | 11.09 | |
| 601599.SH | 浙文影业 | 45.26 | 0.07 | 0.16 | 0.25 | 58.14 | 24.86 | 16.58 | |
| | 平均估值 | | | | | 19.70 | 15.28 | 10.88 | |
| 603889.SH | 新澳股份 | 43.56 | 0.54 | 0.65 | 0.76 | 11.58 | 9.62 | 8.27 | |

资料来源:Wind、万联证券研究所整理及预测

注:除新澳股份以外其余EPS均为Wind一致预测

6 风险提示

➤ 宏观经济、行业和市场波动风险

当前全球经济发展面临复杂局面,给市场复苏带来不确定性,从而对公司的生产经营产生负面影响。

➤ 原材料价格波动风险

公司产品主要原材料为澳大利亚原产羊毛及其半成品羊毛,其价格的波动影响到毛纺行业的原材料成本以及产品价格。原材料占总成本比重较高,羊毛价格的波动对公司的毛利率与经营利润影响较大。

➤ 汇率波动风险

公司外销收入占比不低，同时公司主要原材料羊毛主要是从澳大利亚进口取得。公司出口产品和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、欧元的汇率波动对公司经营收入和成本产生一定影响。

利润表 (百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 3950 | 4605 | 5221 | 6012 |
| %同比增速 | 14.64% | 16.57% | 13.39% | 15.15% |
| 营业成本 | 3207 | 3716 | 4199 | 4829 |
| 毛利 | 743 | 888 | 1021 | 1183 |
| %营业收入 | 18.81% | 19.29% | 19.56% | 19.68% |
| 税金及附加 | 17 | 19 | 22 | 25 |
| %营业收入 | 0.42% | 0.41% | 0.42% | 0.41% |
| 销售费用 | 72 | 85 | 96 | 110 |
| %营业收入 | 1.83% | 1.84% | 1.83% | 1.84% |
| 管理费用 | 118 | 138 | 156 | 179 |
| %营业收入 | 2.98% | 2.99% | 2.98% | 2.99% |
| 研发费用 | 107 | 127 | 143 | 165 |
| %营业收入 | 2.72% | 2.75% | 2.73% | 2.74% |
| 财务费用 | -12 | 7 | 17 | 18 |
| %营业收入 | -0.31% | 0.15% | 0.32% | 0.29% |
| 资产减值损失 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 15 | 20 | 21 | 25 |
| 投资收益 | 4 | 3 | 4 | 5 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 38 | 22 | 38 | 36 |
| 营业利润 | 469 | 558 | 652 | 751 |
| %营业收入 | 11.86% | 12.13% | 12.49% | 12.50% |
| 营业外收支 | -1 | 2 | 2 | 1 |
| 利润总额 | 467 | 560 | 653 | 753 |
| %营业收入 | 11.83% | 12.16% | 12.52% | 12.52% |
| 所得税费用 | 59 | 68 | 81 | 92 |
| 净利润 | 408 | 492 | 573 | 660 |
| %营业收入 | 10.34% | 10.68% | 10.97% | 10.98% |
| 归属于母公司的净利润 | 390 | 469 | 546 | 630 |
| %同比增速 | 30.66% | 20.34% | 16.42% | 15.30% |
| 少数股东损益 | 19 | 23 | 27 | 31 |
| EPS (元/股) | 0.54 | 0.65 | 0.76 | 0.88 |

基本指标

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 0.54 | 0.65 | 0.76 | 0.88 |
| BVPS | 4.13 | 4.50 | 5.26 | 6.14 |
| PE | 13.24 | 11.00 | 9.45 | 8.19 |
| PEG | 0.43 | 0.54 | 0.58 | 0.54 |
| PB | 1.74 | 1.60 | 1.37 | 1.17 |
| EV/EBITDA | 6.30 | 7.38 | 6.55 | 5.23 |
| ROE | 13.18% | 14.56% | 14.49% | 14.32% |
| ROIC | 9.61% | 11.10% | 11.06% | 11.07% |

资产负债表 (百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金 | 955 | 604 | 810 | 1425 |
| 交易性金融资产 | 155 | 155 | 155 | 155 |
| 应收票据及应收账款 | 369 | 350 | 476 | 469 |
| 存货 | 1745 | 1699 | 2370 | 2208 |
| 预付款项 | 7 | 37 | 26 | 39 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 76 | 62 | 87 | 78 |
| 流动资产合计 | 3307 | 2908 | 3923 | 4374 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1147 | 1693 | 1728 | 1784 |
| 在建工程 | 53 | 212 | 307 | 364 |
| 无形资产 | 98 | 96 | 95 | 94 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 其他非流动资产 | 32 | 37 | 37 | 40 |
| 资产总计 | 4646 | 4956 | 6101 | 6665 |
| 短期借款 | 606 | 789 | 907 | 1058 |
| 应付票据及应付账款 | 593 | 370 | 800 | 498 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 59 | 83 | 85 | 103 |
| 应付职工薪酬 | 98 | 115 | 129 | 149 |
| 应交税费 | 29 | 37 | 40 | 47 |
| 其他流动负债 | 668 | 864 | 986 | 1148 |
| 流动负债合计 | 1446 | 1469 | 2041 | 1946 |
| 长期借款 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动负债 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 负债合计 | 1615 | 1637 | 2210 | 2114 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 2957 | 3221 | 3767 | 4397 |
| 少数股东权益 | 74 | 97 | 124 | 154 |
| 股东权益 | 3031 | 3318 | 3891 | 4551 |
| 负债及股东权益 | 4646 | 4956 | 6101 | 6665 |

现金流量表 (百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流净额 | 373 | 581 | 400 | 785 |
| 投资 | 0 | -2 | -2 | -2 |
| 资本性支出 | -77 | -889 | -288 | -293 |
| 其他 | -48 | 3 | 4 | 5 |
| 投资活动现金流净额 | -125 | -888 | -286 | -291 |
| 债权融资 | -793 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加(减少) | 993 | 183 | 118 | 150 |
| 筹资成本 | -173 | -226 | -26 | -30 |
| 其他 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 26 | -43 | 92 | 121 |
| 现金净流量 | 288 | -350 | 206 | 615 |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场