

新澳股份 (603889.SH)

强烈推荐 (首次)

推进带宽战略&全球产能扩张, 毛纺龙头成长动能提升

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 9.03 元

公司作为全球毛纺龙头, 重视多品类、多场景应用的产品开发, 利用产业链一体化保障产品质量并增强成本优势, 积极营销抢占市场份额。2019年以来拓展羊绒业务提供业绩增量实现双轮驱动。在当前羊毛价格稳中有升背景下, 公司盈利能力持续回升。预计2023年-2025年归母净利润同比增速为18%、17%、18%。对应23PE10X, 24PE9X, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

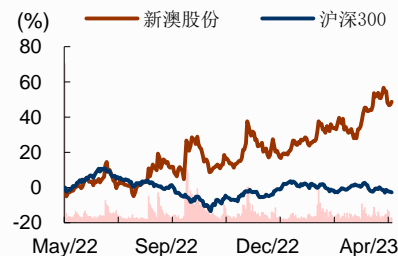
基础数据

总股本 (万股)	51175
已上市流通股 (万股)	51175
总市值 (亿元)	46
流通市值 (亿元)	46
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	13.3
资产负债率	34.3%
主要股东	浙江新澳实业有限公司
主要股东持股比例	31.09%

□ 全球毛纺龙头, 产能扩张驱动业绩增长。公司作为全球毛纺龙头, 2014年持续拓展毛精纺纱线及配套产能, 不断完善营销网络布局。目前公司已形成多品种、多档次、多应用场景的纱线产品矩阵。2019年拓展羊绒纱线业务, 打造双轮驱动发展体系。2011-2022年公司营业收入、归母净利润 CAGR 为9.4%、13.4%。随着羊毛价格回升及产品结构升级, 盈利能力持续改善。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	29	49
相对表现	7	25	50



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 毛纺需求持续恢复, 行业竞争格局优化。1) 需求端: 19-21年毛纺制品内销占比从55%提升至61%左右。22年及23Q1中国毛纺原料及制品出口额同比+5.9%、+7.0%, 内外需均持续恢复。2) 供给端: 中国规上毛纺企业利润率从16年的4.99%减少至19年1.60%, 企业数量从16年1172家减少至21年893家, 行业加速出清。随着毛纺产能向东南亚转移, 未来在全球产能布局、具备较强产品质量、积极营销服务的毛纺龙头能获得更多份额。

相关报告

□ 新澳股份产业链一体化、全球产能布局、积极营销构筑护城河。

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
赵中平 S1090521080001
zhaozhongping@cmschina.com.cn
王梓旭 研究助理
wangzixu@cmschina.com.cn

1) 产业链一体化&开发新品能力强: 纺纱环节产业链全覆盖, 保证产品质量和交期的同时充分发挥规模效应, 并推进数字化布局强化经营效益。公司研发费用率保持在2.5%-3%左右, 研发人员数量占比9%以上, 保障产品开发能力和效率。近几年推出混纺纱线、可机洗粗纺纱线、运动纱线等新品, 提升纱线抑菌、轻量、弹性等服用性能, 不断开发新市场需求。

2) 全球产能扩张&新业务拓展强化竞争力: 2014年拓展羊毛精纺纱线及毛条产能, 其中纺纱产能从2014年4.4万锭提升至2022年11.4万锭, 22年在越南规划5万锭高档毛精纺纱产能, 完善产能全球布局, 强化订单获取能力。2019年以来通过设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯、收购中银绒业羊绒业务等举措, 开拓全球羊绒纱线市场。2020年-2022年公司羊绒纱线销量从352吨增加至1608吨, 销售收入从1.96亿元增加至10.71亿元。目前新澳羊绒及英国邓肯均实现盈利。为公司业绩提供新增量。

3) 营销网络布局完善&积极营销强化拓客能力: 营销网络覆盖国内大多省份和境外二十多个国家和地区, 通过设置业绩挂钩奖励充分调动管理层及营销团队积极性, 海外开发客户及抢单能力增强。同时凭借较强的开发设计能力&积极营销服务能力, 与Burberry、Prada、Tommy Hilfiger、江南布衣等500多个优质品牌深度合作, 并参加顶级纱线展会拓展新客户和新需求。

□ 盈利预测及投资建议: 公司开拓品种更多、功能性更强、应用场景更广的纱线产品, 同时推进国内外纺纱产能有序拓展及释放, 辅以积极的营销服务模

式,有望加速提升市场份额。预计公司 2023 年-2025 年收入规模分别为 45.26 亿元、51.70 亿元、58.81 元,同比增速分别为 15%、14%、14%。考虑到羊毛价格稳中有升&产品结构升级带来毛利率和净利率提升,预计归母净利润规模分别为 4.58 亿元、5.37 亿元、6.35 亿元,同比增速分别为 18%、17%、18%。对应 23PE10X, 24PE9X, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 羊毛原材料价格大幅度波动的风险、产能扩张速度不及预期的风险、汇率波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3445	3950	4526	5170	5881
同比增长	52%	15%	15%	14%	14%
营业利润(百万元)	353	469	547	641	760
同比增长	87%	33%	17%	17%	18%
归母净利润(百万元)	298	390	458	537	635
同比增长	97%	31%	18%	17%	18%
每股收益(元)	0.58	0.76	0.90	1.05	1.24
PE	15.6	11.9	10.1	8.7	7.3
PB	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、概况：全球毛纺龙头，产能扩张驱动业绩增长.....	6
1、发展历史：深耕行业近三十年的全球毛纺龙头.....	6
2、股权结构：股权集中，管理层经验丰富.....	6
3、财务状况：收入稳增长，盈利能力持续提升.....	7
(1) 业绩稳增长，羊绒业务提供新增量.....	7
(2) 羊毛价格回升&产品结构升级推动盈利能力不断提升.....	8
(3) 销售政策从以销定产改变为以产促销导致存货周转天数上升.....	10
二、行业：毛纺需求持续恢复，行业竞争格局优化.....	10
1、需求端：国内外毛纺需求持续恢复.....	10
2、供给端：行业加速出清，产能逐步转移至东南亚地区.....	11
3、竞争格局：国内龙头有望持续提升市场份额.....	12
三、核心竞争力：产业链一体化、全球产能布局、积极营销构筑护城河.....	12
1、产业链一体化具备成本优势，开发新品能力强.....	12
2、新业务拓展&全球产能扩张强化市场竞争力.....	14
3、营销网络布局完善&积极营销，具备较强的开拓新客户能力.....	16
四、盈利预测及投资建议.....	17
五、风险提示.....	18

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构.....	6
图 3：2011-2022 年公司营业收入（亿元）及增速.....	7
图 4：2011-2022 年公司归母净利润（亿元）及增速.....	7
图 5：公司产品收入结构.....	7
图 6：公司分地区收入占比.....	8
图 7：澳大利亚羊毛价格和新澳股份毛利率复盘.....	9
图 8：2014-2022 年公司分产品毛利率.....	9
图 9：2014-2022 年公司地区毛利率.....	9
图 10：公司净利润水平（%）.....	10

图 11: 公司 ROE 水平	10
图 12: 2014-2022 年公司应收账款周转天数稳定	10
图 13: 2014-2022 年公司存货周转天数提升	10
图 14: 毛纺制品内销占比变化 (%)	10
图 15: 中国毛纺原料及制品出口金额 (亿美元) 及增速	10
图 16: 中国仍是欧美日的最大毛纺进口国	11
图 17: 中国规上毛纺企业数量持续减少	11
图 18: 中国规上毛纺企业利润率变化	11
图 19: 美国从中国进口毛纺产品占比下降 (%)	12
图 20: 中国出口到主要地区毛纺金额占比 (%)	12
图 21: 公司在纺纱环节产业链一体化	13
图 22: 公司智能化仓储体系持续完善	13
图 23: 公司研发投入持续增加	13
图 24: 公司研发人员数量占比保持在 9% 以上	13
图 25: 公司获得授权专利技术持续增加	13
图 26: 公司推出多款优质纱线产品	13
图 27: 功能性纱线拓展产品应用领域	14
图 28: 运动纱线销售占比持续提升	14
图 29: 公司通过收购方式开拓羊绒市场	15
图 30: 英国邓肯及新澳羊绒均实现盈利	15
图 31: 公司羊绒销量快速增长	15
图 32: 公司羊绒业务营收规模快速提升	15
图 33: 公司毛精纺纱产销率保持在 95% 以上	16
图 34: 公司产业链布局完善助力全球营销拓展	16
图 35: 公司参加顶级纱线展会开发需求	17
图 36: 公司与众多知名品牌深度合作	17
表 1: 公司主要子公司情况	6
表 2: 毛精纺纱业务收入规模、销量、单价及毛利率	7
表 3: 羊毛毛条业务收入规模、销量、单价及毛利率	7
表 4: 改性处理及染整加工收入规模	8
表 5: 羊绒业务收入规模、产量、销量及毛利率	8

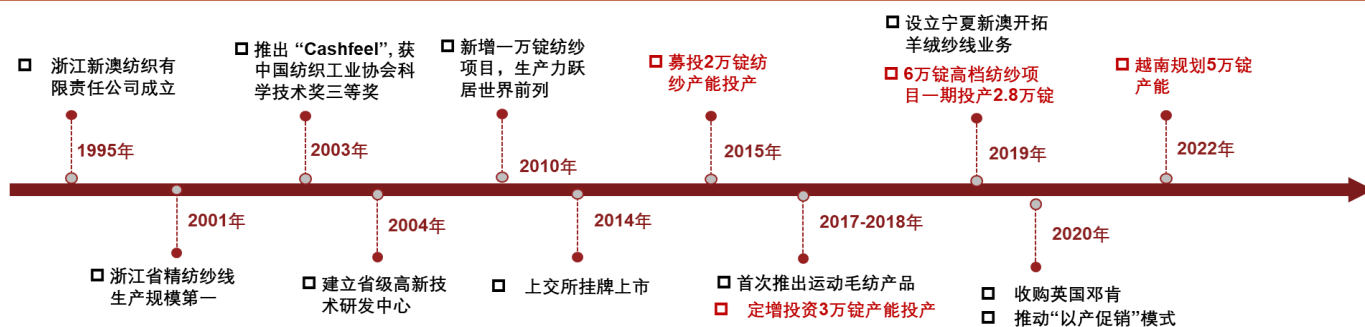
表 6: 中高端毛精纺行业主要企业情况	12
表 7: 公司陆续推出多款运动系列纱线	14
表 8: 新澳股份自上市以来持续进行产能拓展	15
表 9: 新澳股份盈利预测	17
附: 财务预测表	19

一、概况：全球毛纺龙头，产能扩张驱动业绩增长

1、发展历史：深耕行业近三十年的全球毛纺龙头

公司成立于 1995 年，主要从事毛精纺纱线、羊毛毛条业务。2014 年开始持续拓展毛精纺纱产能，并不断完善营销网络布局。目前公司已形成以 CASHFEEL、NEWCHUWA、CASHQUEEN、Todd&Duncan 等为代表的自主品牌矩阵，搭建了覆盖中端、高端、奢侈端及针织服饰、运动休闲、家纺类等多品种、多档次的纱线产品结构。2019 年以来设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯拓展羊绒纱线业务，打造“双轮驱动”发展体系。2022 年拓展越南产能强化全球毛精纺细分领域龙头地位。2011-2022 年公司营业收入 CAGR 为 9.4%，归母净利润 CAGR 为 13.4%。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

表 1：公司主要子公司情况

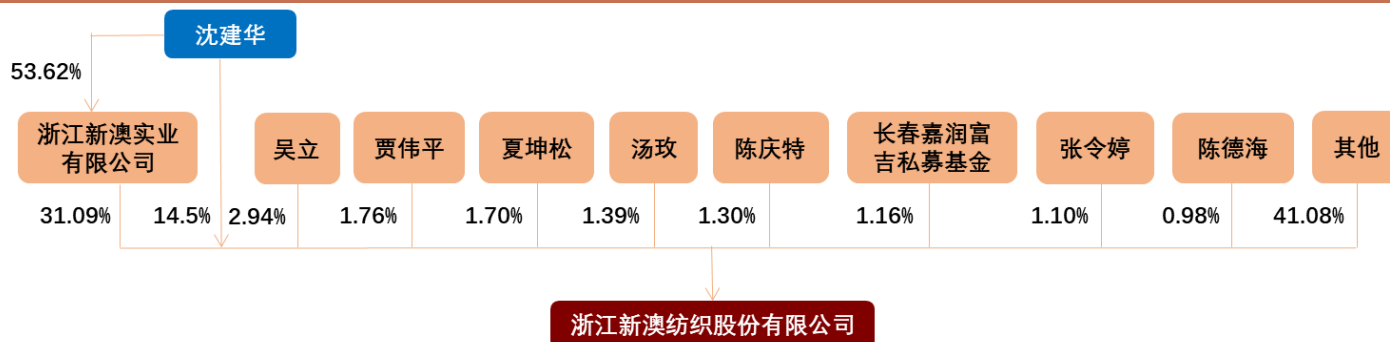
名称	成立时间	主营业务	所在地	持股比例
厚源纺织	2000	面料纺织加工;面料印染加工;纺纱加工	浙江	95%
新中和	2003	生产销售毛条产品、羊毛脂	浙江	100%
钛源国际	2012	羊毛、毛皮、生皮、纺织原料和产品的进出口贸易业务	澳大利亚	100%
新澳纺织	2018	批发和零售、纺织品设计, 技术研发;展览宣传等	意大利	100%
新澳羊绒	2019	羊绒及其制品的生产和销售	宁夏	70%
英国邓肯	2020	羊绒加工、羊绒纱线销售	英国	100%
新澳越南	2022	毛条、毛纱、毛纺面料生产及销售	越南西宁	100%

资料来源：公司公告、招商证券

2、股权结构：股权集中，管理层经验丰富

截至 23Q1 实际控制人沈建华持股比例为 45.59%，其中直接持有公司股份 14.50%，通过浙江新澳间接持有公司股份 31.09%，对公司掌控力较强。副董事长兼总经理华新忠、副总经理沈剑波、常务副总经理刘培意、副总经理陈星分别持有公司股份 0.40%、0.10%、0.08%、0.04%，通过高管持股将利益绑定，保障管理层的稳定性和积极性。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

3、财务状况：收入稳增长，盈利能力持续提升

(1) 业绩稳增长，羊绒业务提供新增量

业绩稳健增长。2011-2022 年公司业务收入从 14.67 亿元增加至 39.50 亿元，CAGR 达 9.4%；归母净利润从 0.98 亿元增加至 3.90 亿元，CAGR 达 13.4%。23Q1 公司营业收入、归母净利润同比+9.4%、+21.2%。

图 3：2011-2022 年公司营业收入（亿元）及增速

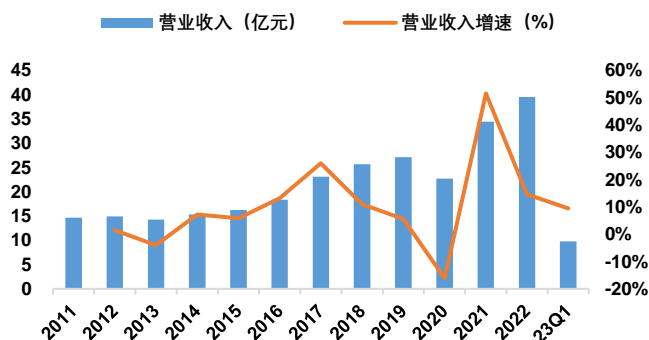
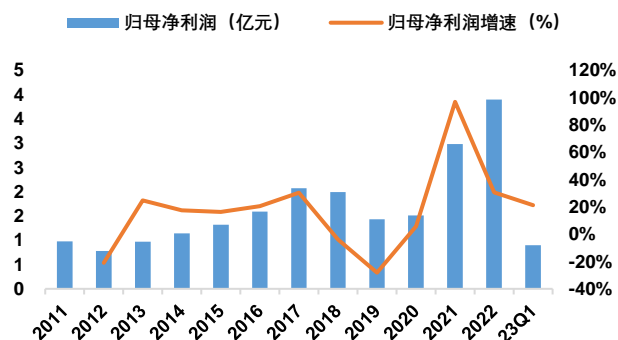


图 4：2011-2022 年公司归母净利润（亿元）及增速

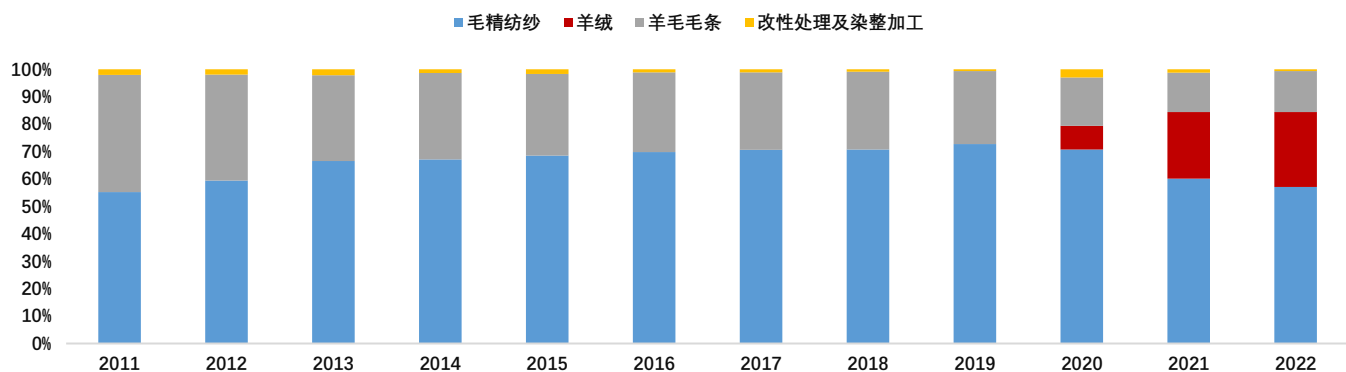


资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

分产品看：2011-2022 年公司毛精纺纱业务收入从 7.88 亿元增加至 22.44 亿元，CAGR 为 10.0%。羊毛毛条业务收入保持在 5-7 亿元。羊绒业务从 2020 年 1.96 亿元增加至 2022 年 10.71 亿元，CAGR 为 133.8%，营收占比从 8.7% 增加至 27.2%。

图 5：公司产品收入结构



资料来源：公司公告、招商证券

表 2：毛精纺纱业务收入规模、销量、单价及毛利率

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
毛精纺纱 (亿元)	8.79	9.37	10.06	10.59	12.41	15.67	17.59	19.28	15.95	20.60	22.44
YOY	11.55%	6.60%	7.36%	5.27%	17.19%	26.27%	12.25%	9.61%	-17.27%	29.15%	8.93%
产量 (吨)	6097	7428	7431	7533	9472	10457	11102	9560	9645	14042	14484
销售 (吨)	6031	6787	8912	8074	9086	10242	10337	10416	9851	13364	13644
销售单价 (元/吨)	145757	138065	112879	131155	136582	152996	170170	185093	161919	154140	164472
毛利率	20.82%	22.13%	24.44%	24.45%	25.70%	24.63%	21.75%	18.55%	16.83%	23.23%	25.35%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：羊毛毛条业务收入规模、销量、单价及毛利率

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
--	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

羊毛毛条 (亿元)	5.72	4.41	4.72	4.61	5.18	6.25	7.06	7.08	3.97	4.95	5.86
YOY	-5.92%	-22.90%	7.03%	-2.33%	12.36%	20.66%	12.96%	0.28%	-43.93%	24.69%	18.38%
产量 (吨)	5387	5101	5179	5720	5753	6349	5596	5426	4492	5120	6470
销售 (吨)	5547	4675	5036	5733	5822	6032	5485	5626	4274	5275	5938
销售单价 (元/吨)	103117	94340	93723	80411	88977	103606	128720	125845	92894	93835	98681
毛利率	7.57%	9.31%	9.05%	9.04%	9.83%	9.48%	9.87%	2.60%	2.75%	8.45%	5.46%

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 改性处理及染整加工收入规模

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
改性处理及染整加工 (亿元)	0.26	0.19	0.25	0.21	0.16	0.67	0.41	0.27
产量 (吨)	3086	2124	3221	2927	2186	3570	2935	2713
销售 (吨)	3017	2183	3231	2945	2120	3472	3042	2560
销售单价 (元/吨)	8618	8705	7739	7130	7547	19296	13476	10548
毛利率	36.52%	38.60%	36.32%	34.51%	28.70%	31.99%	28.62%	30.95%

资料来源：公司公告、招商证券

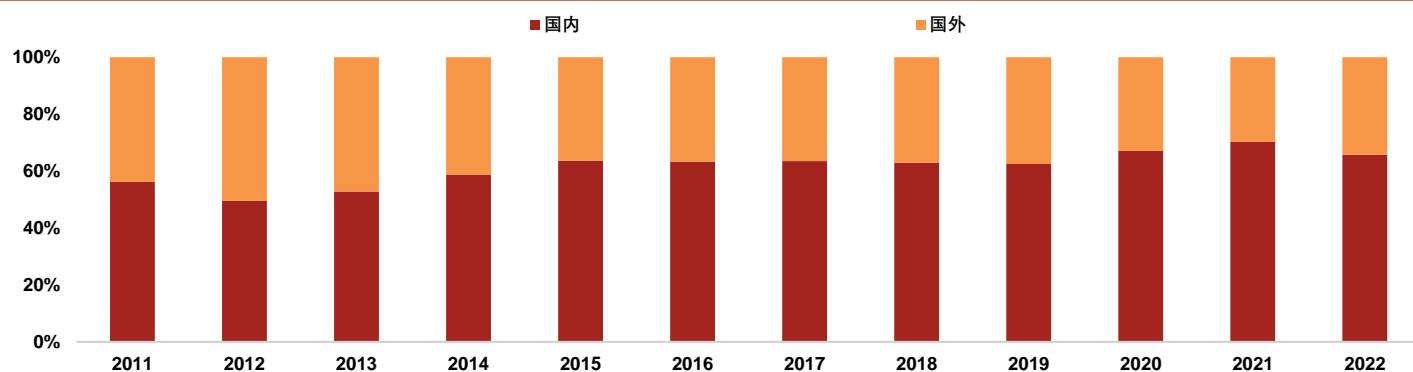
表 5: 羊绒业务收入规模、产量、销量及毛利率

	2020 年	2021 年	2022 年
羊绒 (亿元)	1.96	8.3	10.71
YOY		323.47%	29.04%
产量 (吨)	352	1451	1711
销售 (吨)	278	1302	1608
销售单价 (元/吨)	705036	637589	666140
毛利率	17.90%	13.71%	11.39%

资料来源：公司公告、招商证券

分地区看：2011 年-2022 年国内销售收入从 8.2 亿元增加至 25.86 亿元，CAGR 为 11.0%，营收占比从 56.2 增加至 65.8%。国外销售收入从 6.38 亿元增加至 13.44 亿元，CAGR 为 7.0%，营收占比从 43.8%减少至 34.2%。

图 6: 公司分地区收入占比



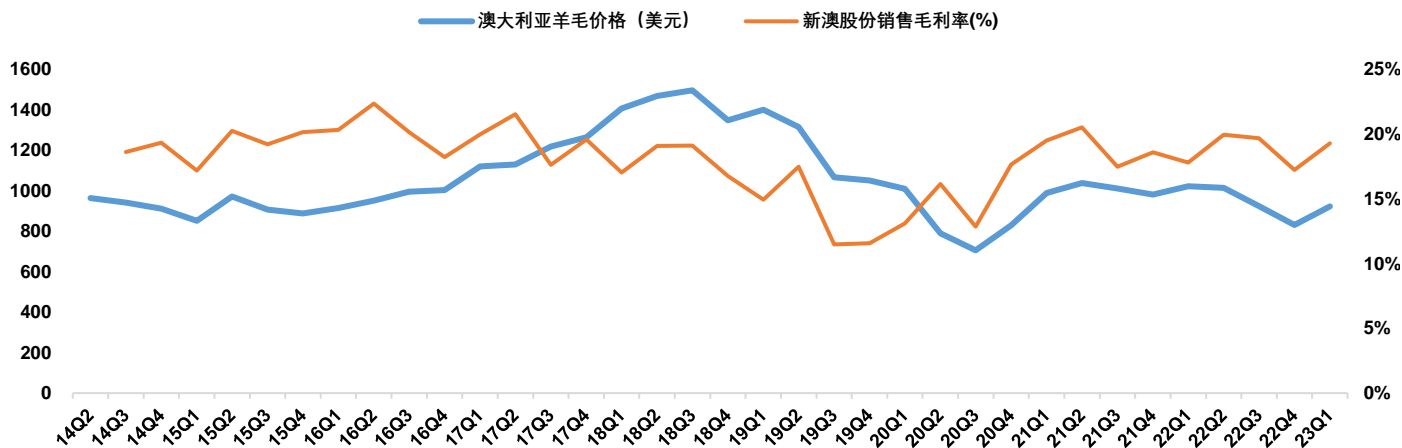
资料来源：公司公告、招商证券

(2) 羊毛价格回升&产品结构升级推动盈利能力不断提升

公司作为全球毛纺纱线龙头，羊毛原料以进口澳大利亚为主，产品价格、毛利率受原材料价格波动影响。复盘澳大利亚羊毛价格和公司毛利率走势可以发现，公司毛利率和澳毛价格具备较强相关性：1) 2015-2018 年：2015 年 12 月《中澳自由贸易协定》生效，中澳皮革、毛坯贸易的 5%-14% 的关税在 2-7 年内取消，同时国内羊毛需求稳中向好，澳毛价格从 2015Q4 的 887 美分/公斤提升至 2018Q3 的 1495 美分/公斤。新澳股份毛利率保持在 19%-21% 之间。2) 2019-2020 年：随着中美贸易摩擦、疫情冲击等多重影响，澳毛价格下降至 2020Q3 的 705 美分/公斤。新澳股份

毛利率下滑至 12%-17%左右。3) 2021 年至今: 需求回稳, 外部不确定因素影响逐步减少, 澳毛价格回升至 900-1000 美分/公斤, 新澳股份毛利率逐步回升至 17.9%左右。目前羊毛需求稳步回升, 澳毛价格有望稳中有升, 新澳股份持续推进产品功能性升级, 未来毛利率也将稳中有升。

图 7: 澳大利亚羊毛价格和新澳股份毛利率复盘



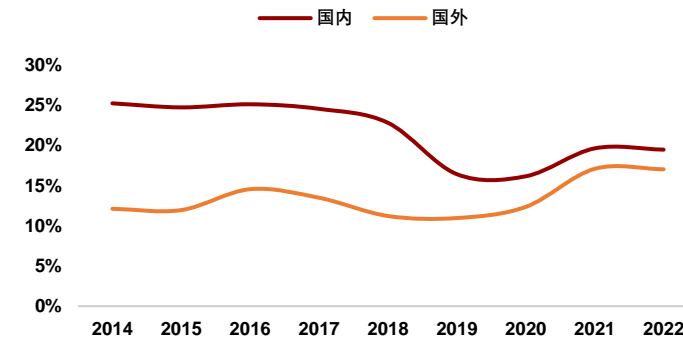
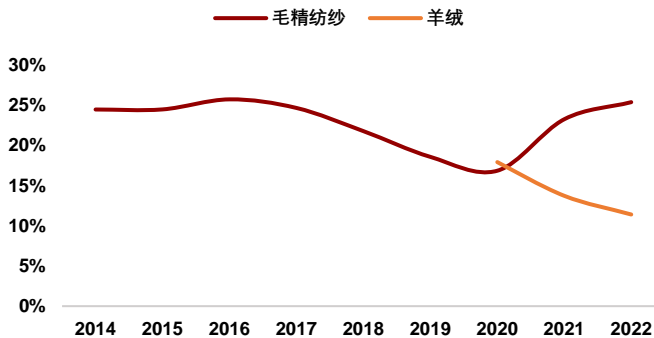
资料来源: wind、公司公告、AWI 澳大利亚羊毛发展公司、公司公告

分产品看: 2014-2017 年毛精纺纱毛利率保持在 24%-25%。2018-2020 年由于羊毛价格下降导致毛利率从 22%下降至 17%。2021-2022 年随着羊毛价格回升&产品结构升级, 毛利率回到 25%左右。羊绒业务处于业务整合、设备改造、产能爬坡期间, 毛利率从 2020 年 18%下降至 11.4%, 随着规模逐步提升运营效率增强, 毛利率有望不断回升。

分地区看: 2014-2017 年国内毛利率 25%左右, 国外毛利率 12%-14%。2018-2020 年由于羊毛价格下降, 国内毛利率下降至 16%左右, 国外毛利率下降至 11%左右。2021 年以来国内毛利率回升至 20%左右, 国外地区功能性产品销售占比快速提升, 毛利率改善明显, 毛利率提升至 17%左右。

图 8: 2014-2022 年公司分产品毛利率

图 9: 2014-2022 年公司地区毛利率

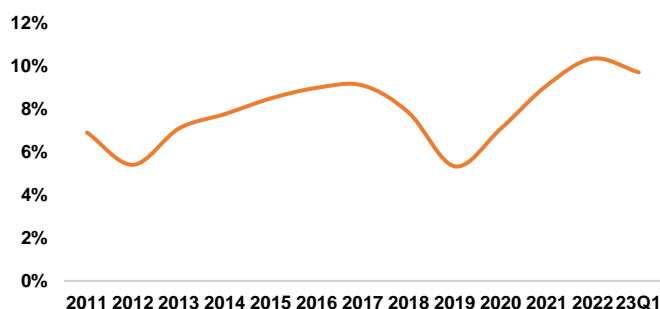


资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

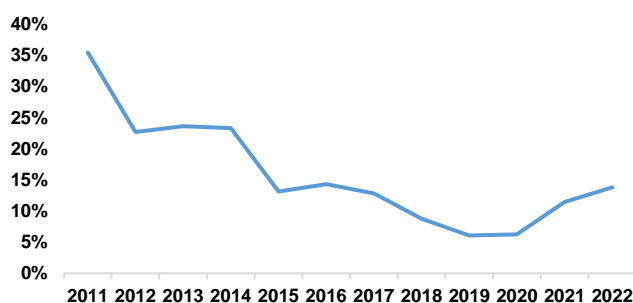
2014-2017 年公司净利率保持在 8%-9%, 2018-2020 年净利率下降至 5%-7%, 2021 年以来羊毛价格持续上升&功能性产品占比提升, 毛利率提升带动净利率提升至 9%-10%。从 ROE 角度看, 上市以后公司持续拓展产能导致资产周转率下降, 同时 18 年-20 年净利率下滑, 2014-2020 年公司 ROE 从 23.3%下降至 6.2%。2021 年以来随着净利率及资产周转加快, 公司 ROE 水平恢复到 14%左右。

图 10: 公司净利润水平 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 公司 ROE 水平

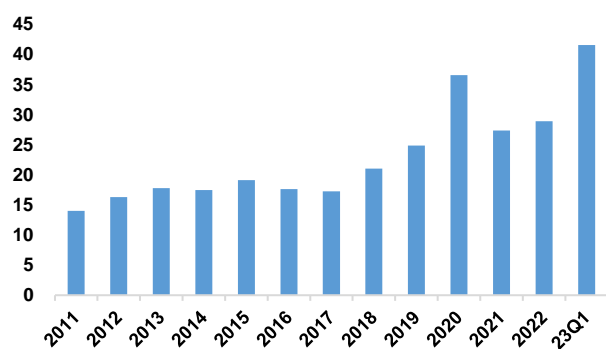


资料来源: 公司公告、招商证券

(3) 销售政策从以销定产改变为以产促销导致存货周转天数上升

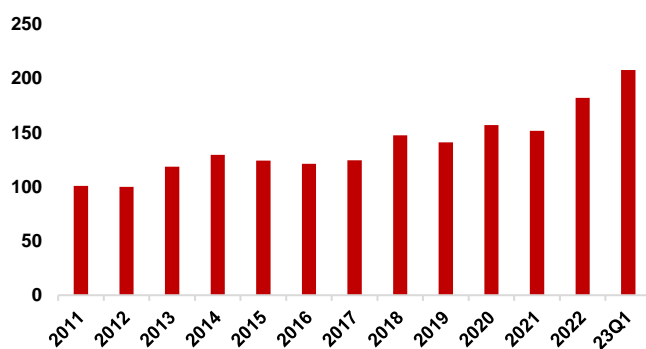
2014-2022 年公司应收账款周转天数始终保持在 20-30 天左右, 2021 年后公司采用以产促销的运营模式, 销售量快速增长的同时, 存货周转天数从 130 天提升至 182 天。

图 12: 2014-2022 年公司应收账款周转天数稳定



资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 2014-2022 年公司存货周转天数提升



资料来源: 公司公告、招商证券

二、行业: 毛纺需求持续恢复, 行业竞争格局优化

1、需求端: 国内外毛纺需求持续恢复

国内外毛纺需求恢复。从内需看, 2019-2021 年毛纺制品内销占比从 55%提升至 61%左右, 其中羊毛制品内销占比提升 7pct 至 62%左右, 羊绒制品内销占比下降 5pct 至 20%左右。从外需看, 2022 年中国毛纺原料及制品出口额 103 亿美元, 同比+5.9%, 23Q1 出口额同比+7.0%, 毛纺出口持续向好。

图 14: 毛纺制品内销占比变化 (%)

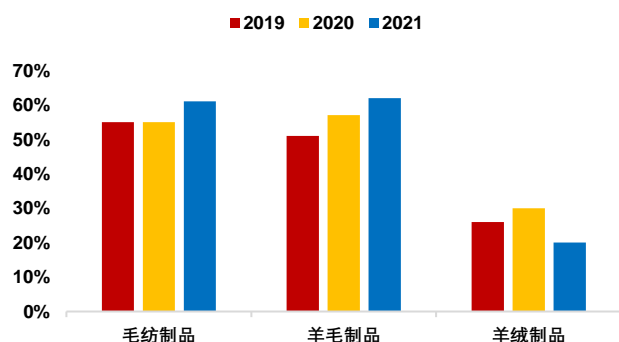
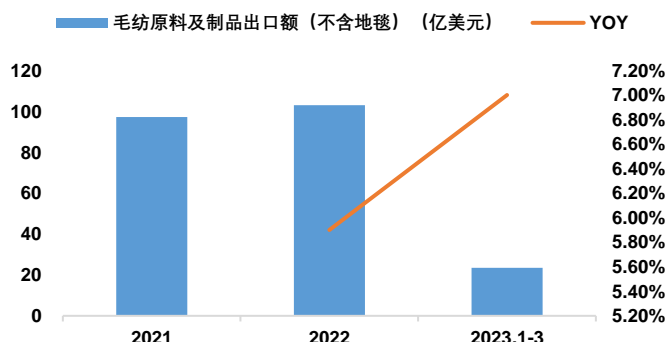


图 15: 中国毛纺原料及制品出口金额 (亿美元) 及增速

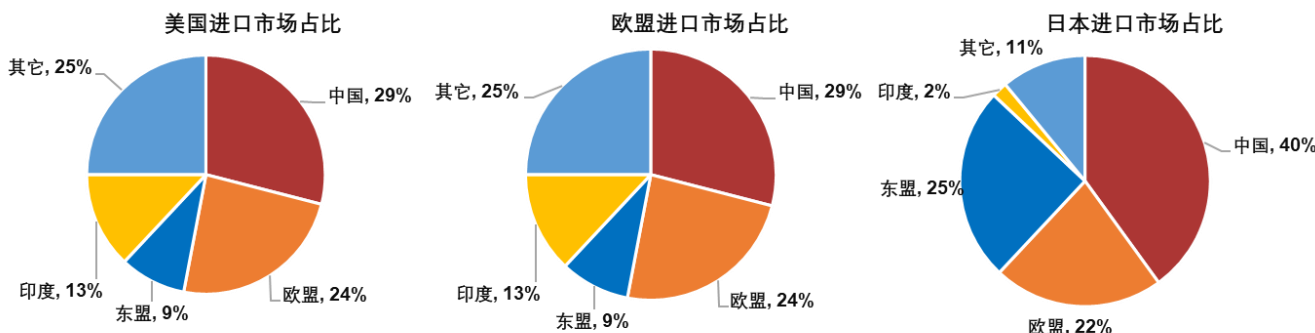


资料来源：中国毛纺织行业协会、招商证券

资料来源：中国毛纺织行业协会、中国海关、招商证券

中国仍是欧美日的最大毛纺进口国。从欧美日毛纺进口国份额占比来看，2022.1-11月，美国和日本从中国进口毛纺产品占比为29%、40%，2022.1-9月欧盟从中国进口毛纺产品占比为29%，仍远超其他国家。

图 16：中国仍是欧美日的最大毛纺进口国



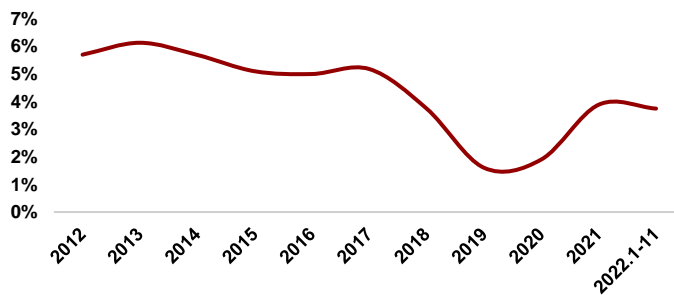
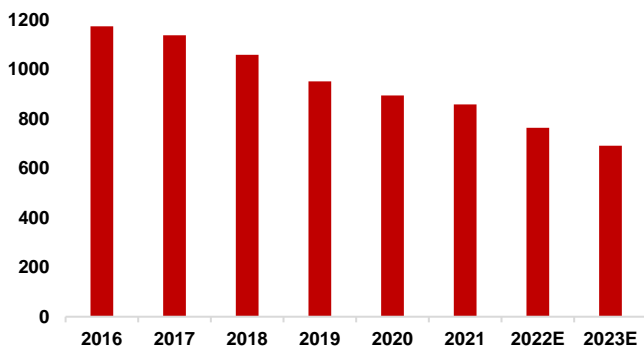
资料来源：公司公告、招商证券（注：统计时间：美日为2022.1-11月，欧盟为2022.1-9月）

2、供给端：行业加速出清，产能逐步转移至东南亚地区

行业加速出清。毛纺织行业毛纺织行业具有技术、资金、劳动密集的特点，随着供给侧出清战略实施，缺乏研发设计能力、生产技术及工艺落后、盈利能力差的企业逐步被淘汰。中国规上毛纺企业数量从2016年1172家减少至2021年893家，预计2023年企业数量将减少至690家。近年来在人力成本上涨、原材料成本波动的背景下，大量中小企业因技术储备不足&资金短缺，难以实现生产设备的升级与技术改革，盈利能力持续下滑，中国规上毛纺企业利润率从2016年的4.99%减少至2019年1.60%，行业落后产能加速出清。

图 17：中国规上毛纺企业数量持续减少

图 18：中国规上毛纺企业利润率变化

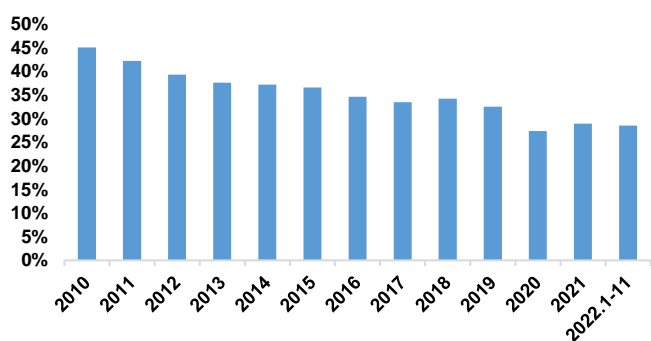


资料来源：中国毛纺织行业协会、中商产业研究院、招商证券

资料来源：中国毛纺织行业协会、公司公告、招商证券

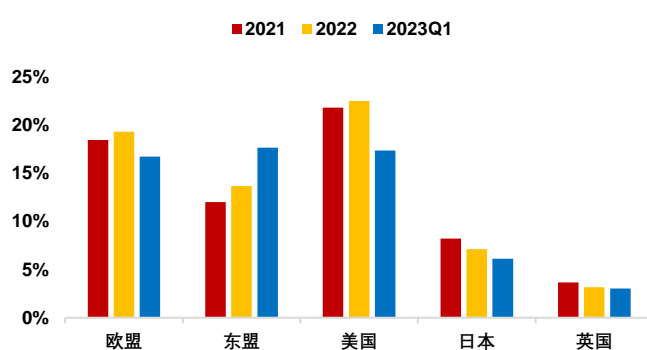
产能向东南亚转移趋势明显。从美国进口看，2010年-2022.1-11美国从中国进口毛纺产品占比从45%下降至29%。而从中国出口看，中国出口到东盟毛纺原料及制品的占比从2021年12%提升至2023Q1的18%，主要是部分毛纺加工企业在越南等地区建设产能，中国出口到越南地区的毛纺原料金额提升所致。预计在全球产能布局的毛纺龙头能获得更多的市场份额。

图 19: 美国从中国进口毛纺产品占比下降 (%)



资料来源: 公司公告、美国国际贸易局、招商证券

图 20: 中国出口到主要地区毛纺金额占比 (%)



资料来源: 公司公告、中国海关、招商证券

3、竞争格局: 国内龙头有望持续提升市场份额

在全球中高端毛纺领域, 主要市场份额由意大利的 Zegna Baruffa、德国南方毛业、中国新澳股份等公司占据。中国龙头毛纺企业加强技术升级, 深耕产品研发, 产品质量与国际龙头企业差距持续缩小。同时持续完善营销网络, 有望利用较强的产品质量和积极的营销服务获得更多的市场份额。

表 6: 中高端毛精纺行业主要企业情况

公司	国家	成立年份	主要产品	公司介绍
意大利 Zegna Baruffa	意大利	1850	各类经典精纺纱线及纱线染色	旗下拥有 Baruffa、Chiavazza 和 Botto Poala 等品牌。拥有超过 160 多年的高端纱线和针织品生产经验。研究大约 3 万种颜色的纱线染色和顶部染色, 根据客户要求独家定制。全球知名的精纺纯羊毛纱线和羊毛混纺纱线的供应商之一, 生产的纱线可用于梭织、圆机、横机和技术领域。旗下品牌包括: Südwolle、Biella Yarn、Yarn in Motion、Richter、HF、Stöhr。总部位于德国纽伦堡, 在德国、中国、意大利、波兰、罗马尼亚、保加利亚和越南拥有超过 3000 名员工。
德国南方毛业	德国	1966	精纺纯羊毛纱线和羊毛混纺纱线	中国毛纺龙头, 旗下多个品牌覆盖服饰、运动、家纺等多个领域。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; 意大利设有欧洲技术开发销售中心; 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。
新澳股份	中国	1995	毛精纺纱线、羊绒纱线、毛条	

资料来源: 公司公告、公司官网、招商证券

三、核心竞争力: 产业链一体化、全球产能布局、积极营销构筑护城河

1、产业链一体化具备成本优势, 开发新品能力强

产业链一体化具备成本优势。公司集洗毛-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。通过产业链垂直一体化管理, 公司对供应链的掌控力更强, 在外部环境不稳定情况下保障产品质量和交期。同时较长的业务链条更有助于公司发挥规模优势和成本优势, 强化行业竞争力。

布局数字化强化经营效益。截至 2022 年底公司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; 智能仓储调度平台 (WMS) 已在立体仓库、成品库、样品库实施。实现数据在 ERP、MES、WMS 等全系统贯通, 强化业务、生产、仓储等全流程体系间的协同。随着数字化建设的进一步完善, 将持续提升生产效率和经营效益。

图 21: 公司在纺纱环节产业链一体化

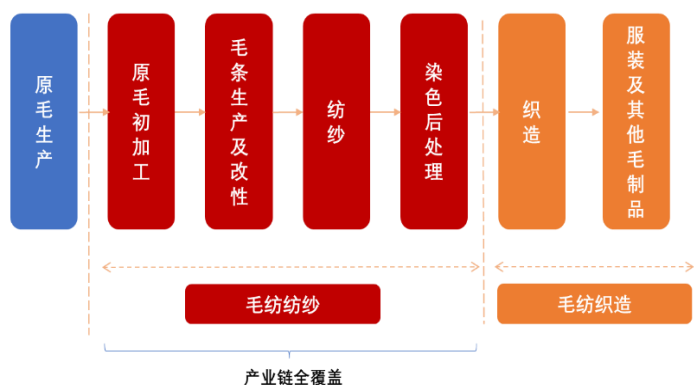


图 22: 公司智能化仓储体系持续完善

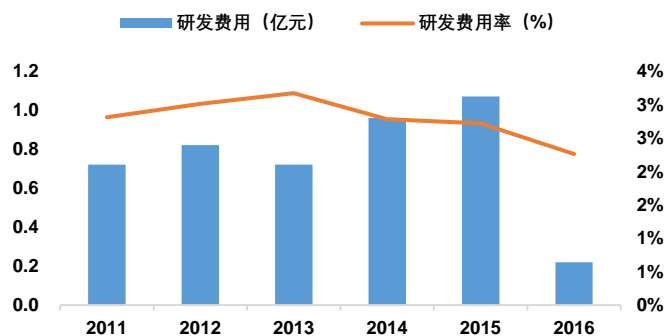


资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、新澳股份公众号、招商证券

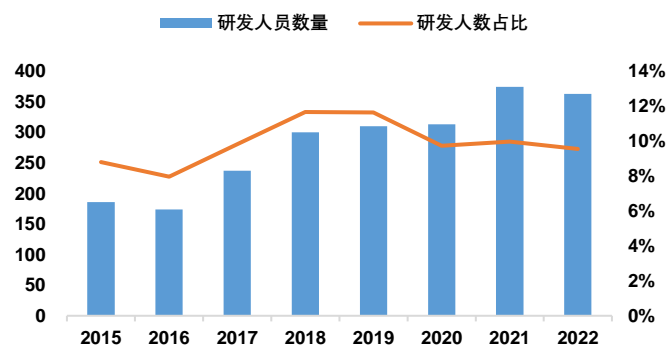
注重研发投入。公司研发费用从 2018 年 7200 万元增加至 2022 年 1.07 亿元，研发费用率保持在 2.5%-3% 左右。研发人员数量从 2015 年 186 人增加至 2022 年 363 人，研发人员数量占总员工人数比重基本保持在 9% 以上。保障公司产品质量和新品开发能力。

图 23: 公司研发投入持续增加



资料来源: 公司公告、招商证券

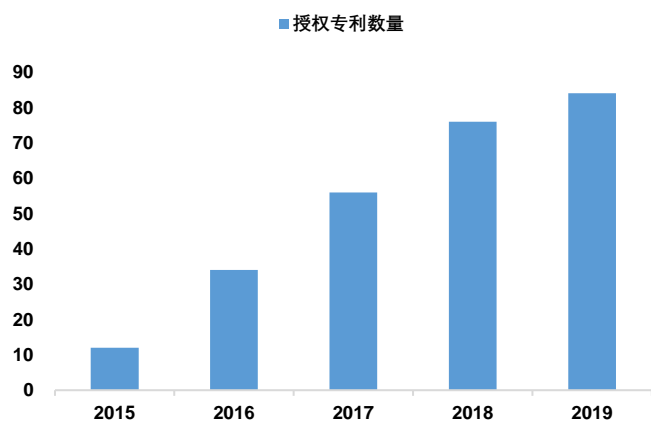
图 24: 公司研发人员数量占比保持在 9% 以上



资料来源: 公司公告、招商证券

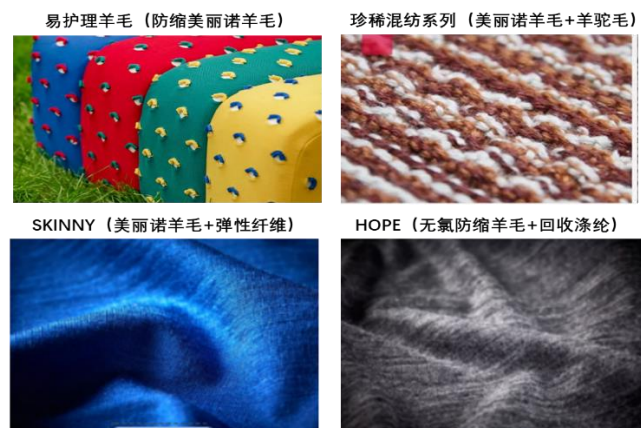
公司依托羊毛针织产品研发中心平台，持续推进技术创新和工艺升级。获得授权的专利数量从 2015 年的 12 个增加至 2019 年的 84 个。在毛纺纺纱上采用紧密纺、赛络纺、包芯纺等先进工艺，开发差异化、功能化、高附加价值的产品。推出珍稀混纺纱线、羊绒与可降解材料混纺纱线、可机洗粗纺羊毛、羊绒花式纱等新品，强化纱线抑菌防护、吸湿排汗、轻量、高弹性等服用性能。

图 25: 公司获得授权专利技术持续增加



资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 公司推出多款优质纱线产品







资料来源: 公司公告、公司官网、新澳股份公众号、招商证券

开发运动品类纱线，拓展产品应用场景。运动羊毛既保留了羊毛柔软、透气、防臭的天然性能，又赋予面料良好的弹力和恢复性，使用场景覆盖瑜伽、跑步、滑雪、骑行、徒步等细分运动领域。2019 年德国慕尼黑 ISPO Munich 国

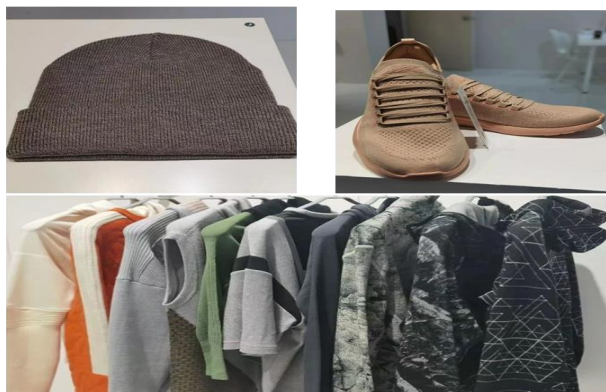
际体育用品博览会上，新澳推出 SKINNY、RATTAN 等多款运动纱线，摘得 ISPO 多项殊荣。2022 年运动纱线销售占精纺纱线比重达到 25%（2021 年 20%），持续开发新市场需求。

表 7：公司陆续推出多款运动系列纱线

推出时间	产品名称	功能属性	图示
2019	SKINNY	由极细美丽诺羊毛与弹性纤维结合，具有高延展性能	
	RATTAN	其由极细美丽诺羊毛和尼龙复合而成，具有良好的耐磨性能	
	FOOTWEAR	具有耐磨、顶破、透气舒适、轻量柔软、吸湿排汗、抗菌防臭等性能	
2020	EASY CARE-ZN	具有抗菌、抗紫外线性能	

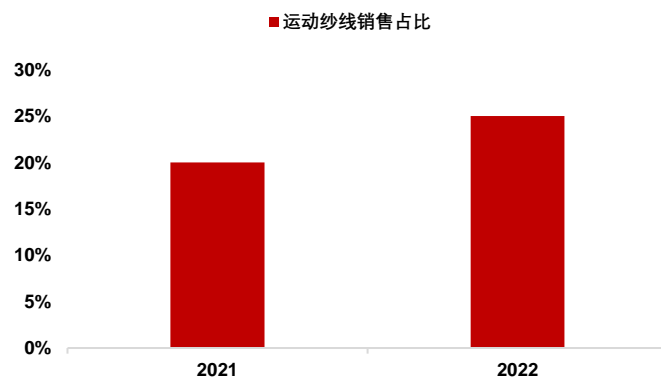
资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

图 27：功能性纱线拓展产品应用领域



资料来源：公司公司、新澳股份公众号、招商证券

图 28：运动纱线销售占比持续提升



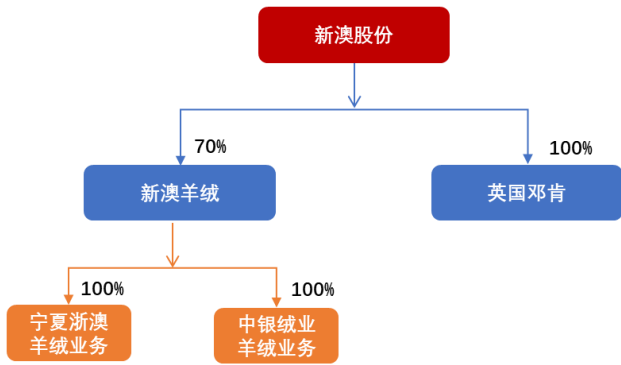
资料来源：公司公告、招商证券

2、新业务拓展&全球产能扩张强化市场竞争力

公司羊绒新业务快速发展。2019 年以来通过设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯、收购中银绒业羊绒业务等举措，开拓全球羊绒纱线市场。丰富多元化的产品结构，培育新的业务发展空间。2020 年-2022 年公司羊绒纱线销量从 352 吨增加至 1608 吨，销售收入从 1.96 亿元增加至 10.71 亿元。目前新澳羊绒及英国邓肯均实现盈利。

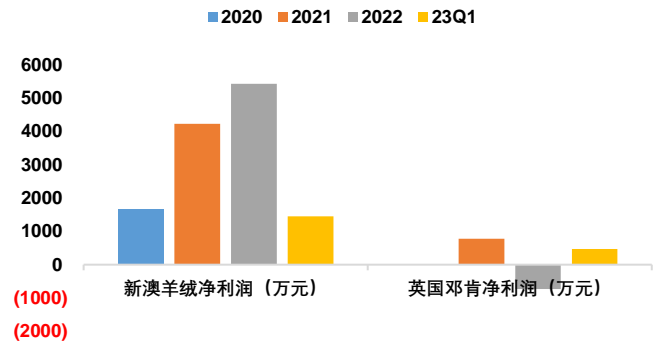
收购英国邓肯及中银绒业强化产品开发及渠道竞争力。1) **产品开发方面：**公司将成熟的毛精纺纱线工艺与中银绒业丰富的生产经验、英国邓肯全球领先的羊绒纱染技术相结合，带动产品向差异化、功能化、高附加值发展。2) **渠道拓展方面：**在利用现有营销渠道优势的基础上，整合子公司的客户及供应链资源，深入世界一线品牌供应链体系，打开全球高端羊绒纱线市场，持续提升市场份额。

图 29: 公司通过收购方式开拓羊绒市场



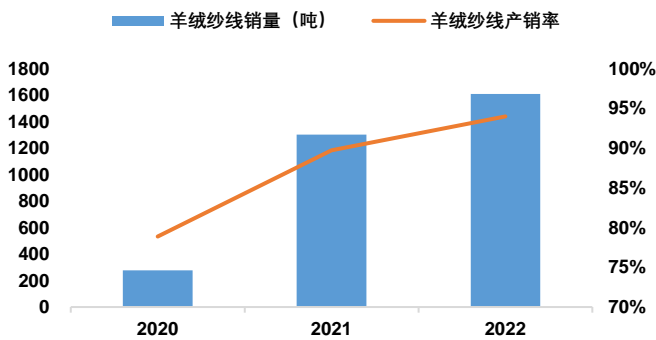
资料来源: 公司公告、招商证券

图 30: 英国邓肯及新澳羊绒均实现盈利



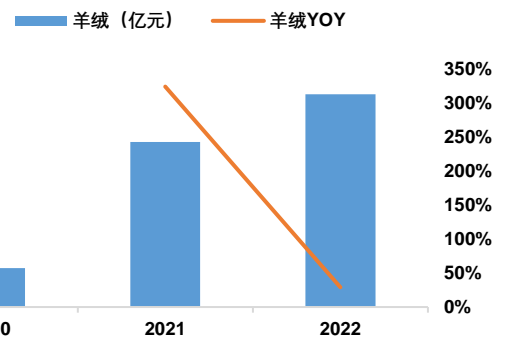
资料来源: 公司公告、招商证券

图 31: 公司羊绒销量快速增长



资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 公司羊绒业务营收规模快速提升



资料来源: 公司公告、招商证券

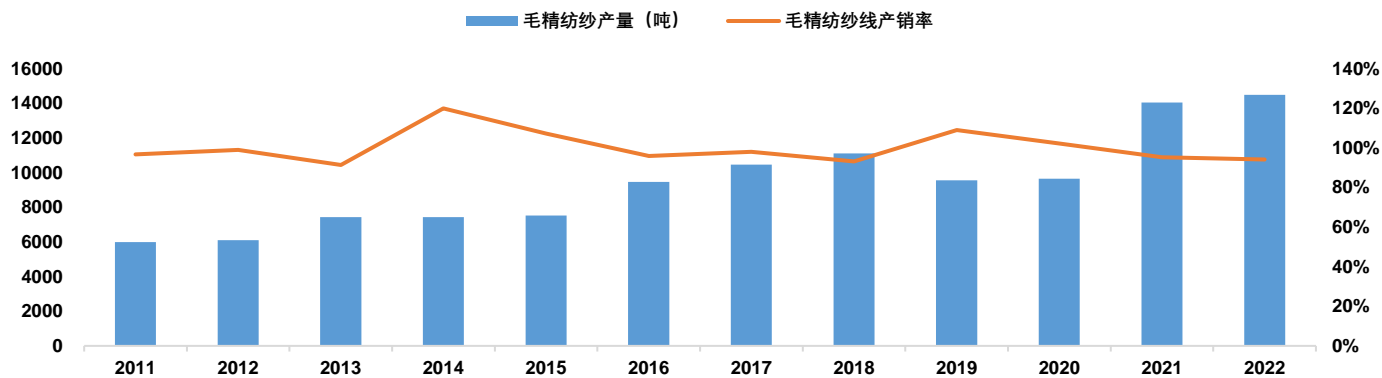
持续完善产能全球化布局。公司已在浙江基地、宁夏基地以及英国苏格兰设有 6 家生产型企业。2014 年开始公司持续拓展羊毛精纺纱线及毛条、染色等配套产能，公司纺纱产能从 2014 年 4.4 万锭提升至 2022 年 11.4 万锭，2022 年公司在越南规划 5 万锭高档毛精纺纱产能，预计分两期投产（第一期 2025 年投产 2 万锭，第二期 2027 年投产 3 万锭），完善产能全球化布局，强化订单获取能力提升市场份额。同时公司毛精纺纱产销率始终保持在 95% 以上，产能拓展有助于缓解旺季订单压力，缩短交货周期。

表 8: 新澳股份自上市以来持续进行产能拓展

时间	项目	投资金额	投产时间&进展	投产/产能规划
2014	20000 锭高档毛精纺生态纱项目	4.3 亿元	2015 年投产	2280 吨高档生态纱生产能力
2015	年产 15000 吨生态毛染整搬迁建设项目	4.7 亿元	2018-2019 年投产	2018: 12000 吨染色能力 2019: 3000 吨染色能力
	30000 锭紧密纺高档生态纺织项目	6.5 亿元	2017 年第一期投产 2018 年第二期投产	形成 3300 吨毛纺纱生产能力
2018	60000 锭高档精纺生态纱项目	12.5 亿元	2019 年第一期投产 2023 年第二期投产 (预计)	2019: 投产 20000 锭 2023: 投产 13000 锭 (预计) 2024: 投产 20000 锭 (预计)
2020	年新增 6000 吨毛条和 12000 吨功能性纤维改性处理生产线项目	3.8 亿元	2022 年第一期投产	2022: 3000 吨毛条和 6000 吨功能性纤维改性处理产能
2022	越南 50000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目	10.96 亿元	2025 年第一期投产 (预计) 2027 年第二期投产 (预计)	6500 吨精纺针织纱线生产能力

资料来源: 公司公告、招商证券

图 33: 公司毛精纺纱产销率保持在 95%以上



资料来源: 公司公告、招商证券

3、营销网络布局完善&积极营销，具备较强的开拓新客户能力

营销网络布局完善。公司产业链布局全球，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，覆盖国内大多省份和境外二十多个国家和地区。聘请当地人群进行销售，制定与区域相匹配的销售模式，并利用完善产业链布局助力全球营销拓展。近几年公司通过设置业绩挂钩奖励充分调动公司管理层及营销团队积极性，公司在海外开发新客户及抢单能力持续增强。同时公司改变过去以销定产策略，采用以产促销战略，采用量产方式降低生产成本，利用积极营销模式推进销量增长。

图 34: 公司产业链布局完善助力全球营销拓展



资料来源: 公司公告、招商证券

持续开发客户需求&拓展新客户。公司凭借较强的开发设计能力&积极营销服务能力，与 Burberry、Prada、Armani、Tommy Hilfiger、江南布衣等 500 多个优质品牌深度合作。通过参加法国巴黎第一视觉面料展、SPINEXPO 国际流行纱线展、YARNEXPO 中国国际纺织纱线展等专业顶级展会，向客户展示公司新产品，开拓客户新需求并开发新客户。比如 2017 年开始参展 ISPO Munich 国际体育用品博览会，探索羊毛在运动领域的运用，开发多样化的功能性纱线，持续运动品牌客户需求。

图 35: 公司参加顶级纱线展会开发需求



资料来源: 公司公告、公司官网、招商证券

图 36: 公司与众多知名品牌深度合作



资料来源: 公司公告、公司官网、招商证券

四、盈利预测及投资建议

未来业绩增长驱动因素:

- 1、宽带战略加速领航:** 公司将开拓品种更多、功能性更强、应用场景更广的纱线产品, 从日常穿着向运动户外场景拓展, 同时继续尝试向家纺用、产业用、新材料等高附加值纺织应用进一步探索延伸。
- 2、加速全球化产能布局:** “60000 锭高档精纺生态纱项目”二期有序推进, 其中 13000 锭高档精纺生态纱于 2023 年陆续投产; “越南 50000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”获取了项目用地及国内相关审批, 加速抢占海外市场份额; 毛条及改性处理业务: 新中和“年新增 6000 吨毛条和 12000 吨功能性纤维改性处理生产线项目”一期所涉及的 3000 吨毛条和 6000 吨功能性纤维改性处理产能今年实现投产; 新澳羊绒的启动精纺羊绒搬迁技改项目, 对标欧洲先进技术, 培育市场竞争新优势; 英国邓肯完成部分老旧设备改造, 自动化程度提升。

表 9: 新澳股份盈利预测

	2021 年	2022 年	2023E	2024E	2025E
毛精纺纱(亿元)	20.60	22.44	25.00	28.05	31.48
YOY	29%	9%	11%	12%	12%
毛利率	23.23%	25.35%	25.65%	25.70%	25.80%
羊绒(亿元)	8.3	10.71	13.29	16.05	19.05
YOY	323.47%	29.04%	24.08%	20.75%	18.70%
毛利率	13.71%	11.39%	13%	14%	15%
羊毛毛条(亿元)	4.95	5.86	6.34	6.92	7.56
YOY	24.69%	18.38%	8.15%	9.20%	9.20%
毛利率	8.45%	5.46%	7%	7%	8%
改性处理及染整加工(亿元)	0.41	0.27	0.33	0.38	0.43
YOY		-34.15%	20.59%	15.50%	14.55%
毛利率	28.62%	30.95%	31.50%	32.00%	32.00%
其他	0.19	0.23	0.3	0.3	0.3
毛利率	0.55	0.52	0.5	0.5	0.5
收入合计(亿元)	34.45	39.50	45.26	51.70	58.81
YOY	52%	15%	15%	14%	14%
毛利率预测	19.05%	18.81%	19.46%	19.68%	20.12%
净利润率预测	8.7%	9.9%	10.1%	10.4%	10.8%
净利润(亿元)	2.98	3.90	4.58	5.37	6.35

资料来源: 公司公告、招商证券

预计公司 2023 年-2025 年收入规模分别为 45.26 亿元、51.70 亿元、58.81 元, 同比增速分别为 15%、14%、14%。归母净利润规模分别为 4.58 亿元、5.37 亿元、6.35 亿元, 同比增速分别为 18%、17%、18%。对应 23PE10X, 24PE9X,

首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

五、风险提示

- 1、羊毛原材料价格大幅度波动的风险；
- 2、产能扩张速度不及预期的风险；
- 3、汇率波动的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2620	3307	3586	3931	4305
现金	642	955	960	960	960
交易性投资	101	155	155	155	155
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	265	369	401	458	521
其它应收款	2	33	38	44	50
存货	1497	1745	1975	2249	2545
其他	113	50	57	65	74
非流动资产	1352	1339	1496	1635	1758
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1048	1147	1314	1462	1594
无形资产商誉	99	98	88	79	71
其他	206	94	94	94	94
资产总计	3973	4646	5082	5566	6063
流动负债	1170	1446	1607	1757	1857
短期借款	553	606	682	728	715
应付账款	364	593	674	768	869
预收账款	73	59	67	76	86
其他	180	188	184	185	187
长期负债	26	168	168	168	168
长期借款	0	150	150	150	150
其他	26	18	18	18	18
负债合计	1196	1615	1775	1925	2025
股本	512	512	512	512	512
资本公积金	1045	1049	1049	1049	1049
留存收益	1161	1396	1650	1958	2325
少数股东权益	59	74	96	122	153
归属于母公司所有者权益	2718	2957	3211	3519	3885
负债及权益合计	3973	4646	5082	5566	6063

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(121)	373	430	472	569
净利润	313	408	480	563	666
折旧摊销	126	130	141	159	175
财务费用	22	(1)	14	16	17
投资收益	(1)	(5)	(25)	(28)	(30)
营运资金变动	(576)	(158)	(186)	(245)	(266)
其它	(4)	(1)	5	6	7
投资活动现金流	(27)	(125)	(275)	(272)	(270)
资本支出	(110)	(101)	(300)	(300)	(300)
其他投资	83	(24)	25	28	30
筹资活动现金流	180	26	(149)	(200)	(299)
借款变动	288	172	70	46	(13)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	4	0	0	0
股利分配	(102)	(154)	(205)	(229)	(268)
其他	(5)	4	(14)	(16)	(17)
现金净增加额	33	274	5	0	0

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3445	3950	4526	5170	5881
营业成本	2789	3207	3645	4152	4698
营业税金及附加	14	17	19	22	25
营业费用	64	72	76	87	97
管理费用	103	118	131	147	165
研发费用	96	107	118	132	150
财务费用	22	(12)	14	16	17
资产减值损失	(23)	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	(4)	0	0	0
其他收益	16	15	20	22	24
投资收益	1	4	5	6	6
营业利润	353	469	547	641	760
营业外收入	2	2	3	3	3
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	355	467	550	644	762
所得税	42	59	69	81	96
少数股东损益	15	19	22	26	31
归属于母公司净利润	298	390	458	537	635

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	52%	15%	15%	14%	14%
营业利润	87%	33%	17%	17%	18%
归母净利润	97%	31%	18%	17%	18%
获利能力					
毛利率	19.1%	18.8%	19.5%	19.7%	20.1%
净利率	8.7%	9.9%	10.1%	10.4%	10.8%
ROE	11.4%	13.7%	14.9%	16.0%	17.2%
ROIC	10.7%	11.2%	12.4%	13.3%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	30.1%	34.8%	34.9%	34.6%	33.4%
净负债比率	14.0%	16.4%	16.4%	15.8%	14.3%
流动比率	2.2	2.3	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转率	2.4	2.0	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	13.2	12.5	11.8	12.0	12.0
应付账款周转率	9.1	6.7	5.8	5.8	5.7
每股资料(元)					
EPS	0.58	0.76	0.90	1.05	1.24
每股经营净现金	-0.24	0.73	0.84	0.92	1.11
每股净资产	5.31	5.78	6.27	6.88	7.59
每股股利	0.30	0.40	0.45	0.52	0.62
估值比率					
PE	15.6	11.9	10.1	8.7	7.3
PB	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.2	9.6	7.9	6.8	5.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016 年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021 年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020 年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021 年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，2021 年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021 年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021 年就职于万联证券，2021 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023 年就职于天风证券研究所轻工组，2023 年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。