



# 新澳股份 (603889.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 澳毛周期向上，新澳戴维斯双击可期

### 公司亮点

我国羊毛及羊绒纱线龙头，产能优势助力市占率提升。2025 年前三季度公司营收 38.94 亿元，同比增长 0.60%，归母净利润 3.77 亿元，同比增长 1.98%，2024 年公司内贸/外贸占比分别为 71%/29%。公司产能主要分布在浙江、宁夏、越南等地，目前拥有毛精纺纱线产能约 19.4 万锭，羊绒纱线产能超 3200 吨。公司较竞对企业拥有产能优势。1) 2022 年开始拓展越南产能，有利于海外客户接单。2) 相较竞对企业，公司生产效率/成本相较更有优势，我们预计公司市占率有望持续提升。

### 投资逻辑：

**羊毛价格提升背景下公司有望迎来戴维斯双击。**羊毛价格主要受到供需以及库存三方面因素影响，2025 年 9 月，澳大利亚 19 微米细羊毛价格为 1096 美分/千克，同比增长 20%，自 2024 年 11 月开始企稳上行，我们认为此轮羊毛受到供给缩减以及低库存驱动，同时公司在手订单充裕，体现关税后下游客户订单回暖，需求增长背景下未来毛价上涨具备持续性。

**趋势预测：2026-2027 年澳毛有望迎周期价格高点，累计涨幅有望达 50%。**上一轮羊毛价格高点出现在 2018 年 8 月，2025 年 9 月澳大利亚 19 微米细羊毛价格为 1096 美分/千克。当前价格距离 2018 年历史高点 1664 美分/千克仍有 50%以上的理论空间，考虑到供给收缩幅度更大，2026-2027 年毛价上行具备较强支撑。

**盈利看点 1：毛价提升有望带动公司利润弹性释放。**羊毛价格上涨周期中，公司成本及产品均价增长幅度稳定在 50%-60%，价格端公司采取成本加成制，成本端公司拥有约半年储备，成本增长幅度小于毛价涨幅，因此毛利率较为稳定，毛利额将提升，且与上一轮周期不同的是 2021 年开始公司实施宽带战略，近年产能利用率维持良好水平，我们认为利润率表现较上一轮周期或更优。

**盈利看点 2：越南/宁夏产能爬坡。**越南 5 万锭高档精纺生态纱项目一期 2 万锭已于 2025 年 6 月投产，宁夏 2 万锭高品质精纺羊毛(绒)纱建设项目已于 2025 年 8 月投产，2026 年毛精纺纱线产能利用率预计较 2025 年进一步提升，毛利率有望增长。

**高分红托底：**公司 2014 年上市至今累计分红 13.7 亿元，近七年分红率维持在 50%以上，假设 25 年分红与 24 年一致为 51%，当前股息率超 4%。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司 EPS 分别为 0.62/0.82/0.96 元，对应 26 年估值为 10 倍，考虑当前羊毛价格上行趋势强，公司未来两年业绩有较大潜在弹性，且公司具备良好的分红基础，给予公司 2026 年 PE 13 倍估值，目标价 10.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

羊毛价格增长不及预期，产能扩张不及预期，市场竞争加剧。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

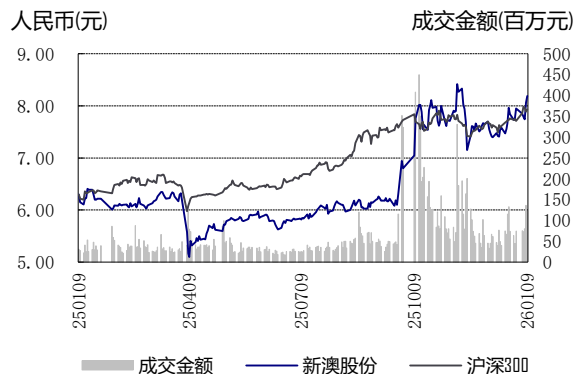
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.19 元

目标价 (人民币)：10.60 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,438	4,841	4,985	5,936	6,818
营业收入增长率	12.37%	9.07%	2.98%	19.08%	14.86%
归母净利润(百万元)	404	428	455	595	698
归母净利润增长率	3.72%	5.96%	6.17%	30.90%	17.34%
摊薄每股收益(元)	0.553	0.586	0.623	0.815	0.956
每股经营性现金流净额	0.76	0.51	1.26	0.74	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.75%	12.58%	12.43%	15.19%	16.58%
P/E	12.87	11.96	13.15	10.05	8.56
P/B	1.64	1.50	1.64	1.53	1.42

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、毛纺龙头近年依靠宽带战略拓展市场份额	4
1.1、公司的产品结构以及增长情况如何？	4
1.2、从公司发展历程看近年战略变化	4
1.3、公司目前产能分布以及未来增长计划？	5
二、供给缺口+低库存推动毛价上行，我们认为此轮涨价具备持续性	6
2.1、供给端：细羊毛供给持续收缩	6
2.2、需求、库存端：需求稳健恢复，库存处于低位	7
2.3、毛价：24 年底企稳上行，25H2 开始加速向上，看好 26-27 年持续增长	9
2.4、新澳对比竞对公司拥有生产效率、成本管控等优势	10
三、羊毛上行周期+越南宁夏产能利用率提升利好公司利润弹性释放	11
3.1、从历史情况来看，羊毛价格上行时成本与售价平均增长幅度为 50%-60%	11
3.2、越南/宁夏产能爬坡，产能利用率提升带动毛利率增长	12
四、盈利预测	12
五、风险提示	15

## 图表目录

图表 1：公司近年营收和净利润整体保持稳健增长（亿元）	4
图表 2：公司产品收入快速发展（亿元）	4
图表 3：公司 21 年推行宽带战略，助力市占率持续提升	5
图表 4：公司近 10 年快速扩张毛精纺纱线产能	6
图表 5：澳毛羊毛产量大幅缩减	7
图表 6：新西兰羊毛产量持续下行	7
图表 7：其他主要羊毛供给国家产量亦呈现下降趋势	7
图表 8：中国羊毛及毛条年度进口量整体稳定	8
图表 9：中国羊毛及毛条月度进口量下降后企稳	8
图表 10：公司合同负债情况（单位：亿元、%）	8
图表 11：公司存货规模保持稳健增长	9
图表 12：澳洲细羊毛价格 9 月大幅增长	9
图表 13：澳洲 AWEX 羊毛拍卖指数回升（美分/千克）	9
图表 14：精梳羊毛纱线出口均价整体平稳	10
图表 15：上一轮羊毛价格高点在 2018 年	10
图表 16：公司具备生产成本优势	10
图表 17：毛精纺纱价格波动情况	11



图表 18: 公司 ROE 近年有明显增长 .....	12
图表 19: 公司分产品预测 .....	13
图表 20: 公司财务数据预测表 (亿元) .....	14
图表 21: 公司分红率近七年保持在 50% 以上 .....	14
图表 22: 公司估值与羊毛价格涨幅呈现较强关联性 .....	14
图表 23: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	15



## 一、毛纺龙头近年依靠宽带战略拓展市场份额

### 1.1、公司的产品结构以及增长情况如何？

公司是我国领先的毛纺行业龙头企业。公司成立于 1995 年，核心聚焦毛精纺纱线及中间产品羊毛毛条的研发、生产与销售，已构建起覆盖原料处理、纺纱生产的一体化纺纱产业链。2024 年，公司实现营业收入 48.41 亿元，同比增长 9.07%，实现归母净利润 4.28 亿元，同比增长 5.96%。2025 年前三季度公司营收 38.94 亿元，同比增长 0.60%，归母净利润 3.77 亿元，同比增长 1.98%。

图表1：公司近年营收和净利润整体保持稳健增长（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
营业收入	34.45	39.50	44.38	48.41	38.94
yoy	51.57%	14.64%	12.37%	9.07%	0.60%
归母净利润	2.98	3.90	4.04	4.28	3.77
yoy	96.93%	30.66%	3.72%	5.96%	1.98%

来源：公司公告，国金证券研究所

**主品类毛精纺纱增长稳健，羊绒纱线占比逐渐提升。**公司产品和业务覆盖毛精纺纱线、羊绒纱线、羊毛毛条、改性处理和染整加工。主品类毛精纺纱线凭借一体化产业链优势绑定国内外知名品牌，2024 年实现营收 25.43 亿元，同比增长 1.83%，25H1 实现营收 14.33 亿元，同比增长-3.13%，占比超 50%。近年羊绒纱线为第二增长曲线，产能利用率提升带动营收稳健增长，2024 年实现收入 15.48 亿元，近 3 年 CAGR 约 23%。羊毛毛条 2024 年营收 6.66 亿元，同比增长 0.85%。

图表2：公司产品收入快速发展（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025H1
毛精纺纱	20.60	22.44	24.97	25.43	14.33
yoy	29.15%	8.93%	11.30%	1.83%	-3.13%
占比	59.78%	56.81%	56.27%	52.54%	56.10%
羊绒纱线	8.30	10.71	12.22	15.48	7.86
yoy	324.60%	29.03%	14.11%	26.65%	16.03%
占比	24.10%	27.12%	27.54%	31.98%	30.76%
羊毛毛条			6.61	6.66	3.03
yoy	24.87%	18.31%	12.76%	0.85%	-15.96%
占比	14.37%	14.83%	14.88%	13.76%	11.86%
改性处理及染整加工	0.41	0.27	0.32	0.43	0.20
yoy	-38.04%	-35.32%	21.07%	33.74%	-11.39%
占比	1.20%	0.68%	0.73%	0.89%	0.78%
其他	0.02	0.03	0.02	0.02	0.12
yoy	3.59%	21.67%	-31.07%	19.21%	-26.49%
占比	0.06%	0.07%	0.04%	0.04%	0.48%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2、从公司发展历程看近年战略变化

桐乡羊毛产业，特别是以濮院为核心的羊毛衫产业发展可追溯至 20 世纪 70 年代，濮院后来逐步成长为全国重要的毛针织服装生产基地，也为上游毛纺产业的发展提供了支撑，公司发展三十多年历史可划分成三个阶段：

#### 1) 初创期（1991-2014 年）：产能+一体化产业链扩张，完成原始积累

**差异化定位：**公司 1991 年以桐乡市新华毛纺联营厂起步，发展初期仅有 1600 锭精纺设备，公司创立之初避开低端毛纺产能过剩的竞争红海，聚焦毛精纺纱线中高端赛道，服务对品质要求更高的针织服饰客户，奠定差异化基础。





产能与技术迭代：公司在创立初期通过收购+技改扩大规模，构建一体化产业链优势。通过低成本扩张快速补全产能与环节，1999 年公司收购桐乡濮院拥有 8800 锭精纺设备和一套染整设备的大型企业；2004 年与台湾中和合作创办合资公司浙江新中和羊毛有限公司，装备国际先进的细毛和制条设备，形成从原毛进口到染整加工的完整产业链。至 2014 年上市时，公司已具备年产各类毛条 7000 吨、改性处理 10000 吨、精纺纺纱 6600 吨（5.2 万锭）、染整 8000 吨的生产能力，营收超 15 亿元，形成稳定的国内生产基地与客户群体。

## 2) 扩张期（2015-2020 年）：借助募集资金升级设备，多元羊毛品类助力发展

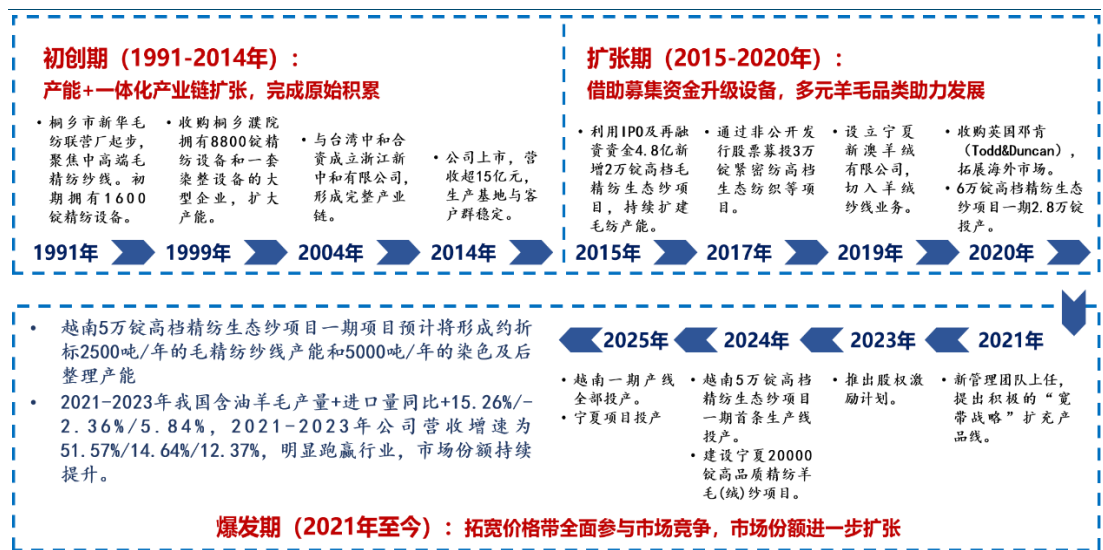
顺应全球毛纺产能向中国转移以及国内服装消费结构性升级趋势，2014 年末公司上市后借助募集资金扩建产能，公司在原有 4.4 万锭产能基础上通过 IPO 募资 4.8 亿新增募投项目 2 万锭高档毛精纺生态纱项目；2017 年开始又陆续通过非公开发行股票、发行可转债等方式扩张毛纺产能。此外，公司于 2019 年设立宁夏新澳羊绒有限公司，开启羊绒纱线相关业务。2020 年新澳羊绒生产经营逐渐步入正轨，同年，公司收购英国邓肯 100% 股权以拓展海外市场。2019/2020 年公司营收为 27.1/22.7 亿元，依托产能扩张实现快速增长。

## 3) 爆发期（2021 年至今）：拓宽价格带全面参与市场竞争，市场份额进一步扩张

公共卫生事件后终端羊毛需求有所波动，行业内存量竞争现象加剧，管理团队层面 2021 年 2 月华新忠接任周效田任公司总经理，新管理团队整体更年轻，在 2021 年提出较为积极的宽带战略，拓展更多规格的产品全面参与市场竞争。

- ① 产品定位方面，公司从“国内中高端”迈向“全球多梯度赛道”，构建“中高端(CASHFEEL、NEWCHUWA)+顶奢(Todd&Duncan)”的自主品牌矩阵，拓展更多客户。
- ② 产能布局方面，公司推行产能全球化战略，2024 年 11 月越南 5 万锭高档精纺生态纱纺织染整项目一期 2 万锭的首条生产线已进入生产阶段，一期项目预计将形成约折标 2500 吨/年的毛精纺纱线产能和 5000 吨/年的染色及后整理产能，2025 年 6 月越南一期产线全部投产。公司拓展东南亚产能布局缓解了下游客户对地缘冲突的担忧，助力市场份额提升。
- ③ 2023 年公司发布股权激励，向 325 位高管及骨干员工授予 1427 万股，约占公司总股本 2%，触发目标为 2023/2024/2025 年扣非净利润达 3.71/4.02/4.33 亿元，复合增速 8%，完全目标为 2023/2024/2025 年扣非净利润达 3.81/4.23/4.71 亿元，复合增速 11%，2023、2024 年扣非净利润均达成完全目标。从市场份额来看，2021-2023 年我国含油羊毛产量+进口量同比+15.26%/-2.36%/5.84%，2021-2023 年公司营收增速为 51.57%/14.64%/12.37%，明显跑赢行业，市场份额持续提升。

图表3：公司 21 年推行宽带战略，助力市占率持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.3、公司目前产能分布以及未来增长计划？

1) 产能布局：公司产能分布在浙江、宁夏、越南西宁省、英国等地，近十年快速扩张纱线产能，包括：



- ① 2014 年通过 IPO 募资 4.8 亿中 3.3 亿元用于 2 万锭高档毛精纺生态纱项目。
- ② 2017 年通过非公开发行股票募资 8.9 亿元扩产 3 万锭紧密纺高档生态纺织项目，年产 15000 吨生态毛染整搬迁建设项目等。
- ③ 2018 年公司以自有及自筹资金预计总额约 12.5 亿元，新增 6 万锭高档精纺生态纱生产线。其中 2020 年公司募集可转债 9.2 亿元，其中 5.6 亿元投建 6 万锭高档精纺生态纱项目二期 3.2 万锭。
- ④ 2022 年公司以自有资金和自筹资金总额 1.4 亿美元(按汇率 7.01 计算合人民币 10.8 亿元)在越南西宁省分步建设实施 50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目，其中一期 2 万锭于 2025 年 6 月全部投产。
- ⑤ 2024 年公司投资 2.5 亿元建设 20000 锭高品质精纺羊毛(绒)纱建设项目，该项目于 2025 年 8 月投产。

根据公司上市后投建产能计算，包括越南一期以及宁夏项目目前公司产能达 4.4+2+3+6+2+2=19.4 万锭。

**图表4：公司近 10 年快速扩张毛精纺纱线产能**

时间(年)	数量(万锭)	地点	具体项目	投资金额(亿元)
2014	2	浙江省桐乡市	2 万锭高档毛精纺生态纱项目	3.3
2017	3	浙江省桐乡市	3 万锭紧密纺高档生态纺织项目	6.5
2018	6	浙江省桐乡市	6 万锭高档精纺生态纱项目	12.5
2022	5(当前投产 2)	越南西宁省	5 万锭高档精纺生态纱纺织染整项目	10.8
2024	2	银川市	2 万锭高品质精纺羊毛(绒)纱建设项目	2.5
累计	18(当前投产 15)			35.6

来源：公司公告，国金证券研究所

**2) 未来产能扩张计划。**公司未来将依托清晰的产能扩建与产线升级计划实现稳健支撑。扩建层面，越南 5 万锭高档精纺生态纱项目一期 2 万锭已投产，二期项目已处于前期筹备阶段。从未来方向上，公司一方面依托越南、宁夏等跨区域布局，充分享受当地资源、政策红利及关税优势，匹配海内外渠道扩张需求，保障订单交付与市场份额提升；另一方面契合行业高端化、功能化发展趋势，凭借纵向一体化产业链优势与持续研发投入，强化成本控制与技术壁垒，为长期稳健成长奠定基础。

## 二、供给缺口+低库存推动毛价上行，我们认为此轮涨价具备持续性

羊毛价格主要受到供需以及库存三方面因素影响，2025 年 9 月，澳大利亚 19 微米细羊毛价格为 1096 美分/千克，同比增长 20%，我们认为此轮羊毛受到供给缩减以及低库存驱动，未来毛价上涨具备持续性。

### 2.1、供给端：细羊毛供给持续收缩

**核心结论：**全球羊毛供给量长期呈下行趋势，如中高端羊毛原材料出口国澳大利亚当前产业已降至历史巅峰时期的 1/4。核心因素为牧民养殖意愿不足（需求不如饲养肉羊稳定，饲养成本上升）、剪羊毛工人短缺以及干旱导致牧场载畜量下降，当需求疲软时，会通过“需求疲弱→羊毛价格下跌→养殖户盈利收缩→缩减羊群规模/减少养殖投入”的链条传导至供给端，导致供给收缩。根据澳大利亚羊毛生产委员会预测，2025/26 年预计剪毛羊存存量/产毛量仅 5650 万头，同比下降 10.3%/12.6%，供给端持续收缩。

**全球羊毛供给持续收缩，主要产国澳大利亚、新西兰产量处于历史极低位。**全球羊毛供给主要集中于中国、澳大利亚、新西兰三国，根据联合国粮农组织统计，2023 年三国产量合计占比全球总产量的 47%，南非、乌拉圭、阿根廷等为主要羊毛供给国。

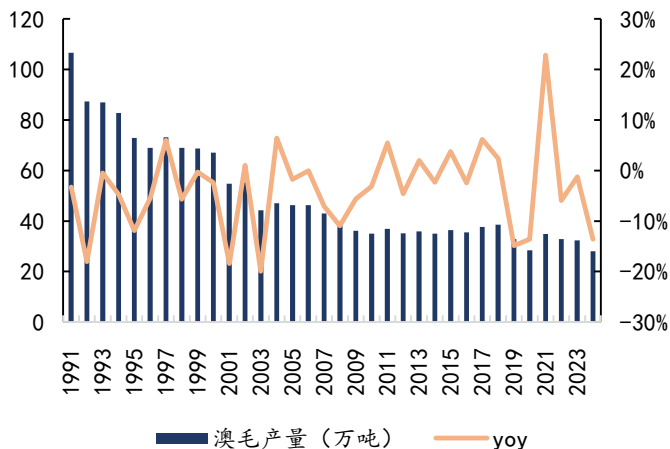
澳大利亚作为全球中高端羊毛供给核心国，羊毛产量从 1990 年的 110 万吨峰值下滑至 2024 年 28 万吨，核心因素为羊毛需求量下滑，牧民养殖意愿不足（需求不如饲养肉羊稳定，饲养成本上升）、剪羊毛工人短缺以及干旱导致牧场载畜量下降。根据澳大利亚羊毛生产委员会预测，2025/26 年预计剪毛羊存存量/产毛量仅 5650 万头，同比下降 10.3%/12.6%。新西兰羊毛产量从 1990 年的 30.9 万吨持续降至 2024 年的 11.5 万吨，降幅达 62.8%，近五年年均降幅维持在 4%-7% 区间，主要因为非高原草地面积的减少。

中国羊毛产量近五年稳定，2023 年含油羊毛产量 36.8 万吨，已成为全球第一大羊毛产国，但受到部分地区自然条件（如高海拔、气候寒冷）影响，粗毛羊占比更高，只有约十分之

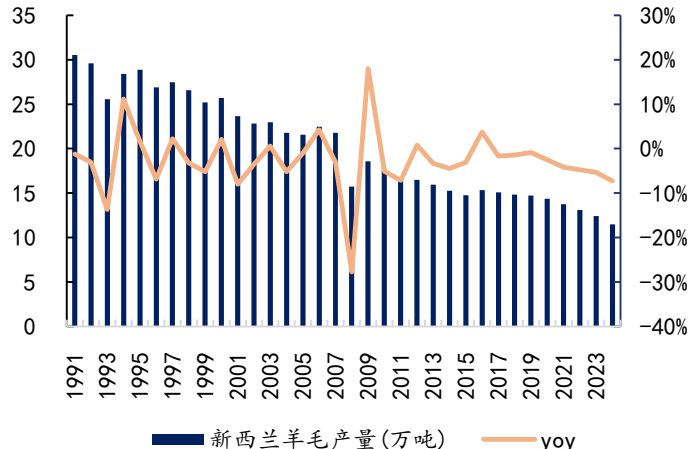


一的羊毛可以与美利奴羊毛质量相当。因此澳大利亚羊毛供给对高质细支羊毛价格起到决定性作用，随着澳毛供给下行，高支羊毛价格有较强支撑。

图表5：澳毛羊毛产量大幅缩减



图表6：新西兰羊毛产量持续下行

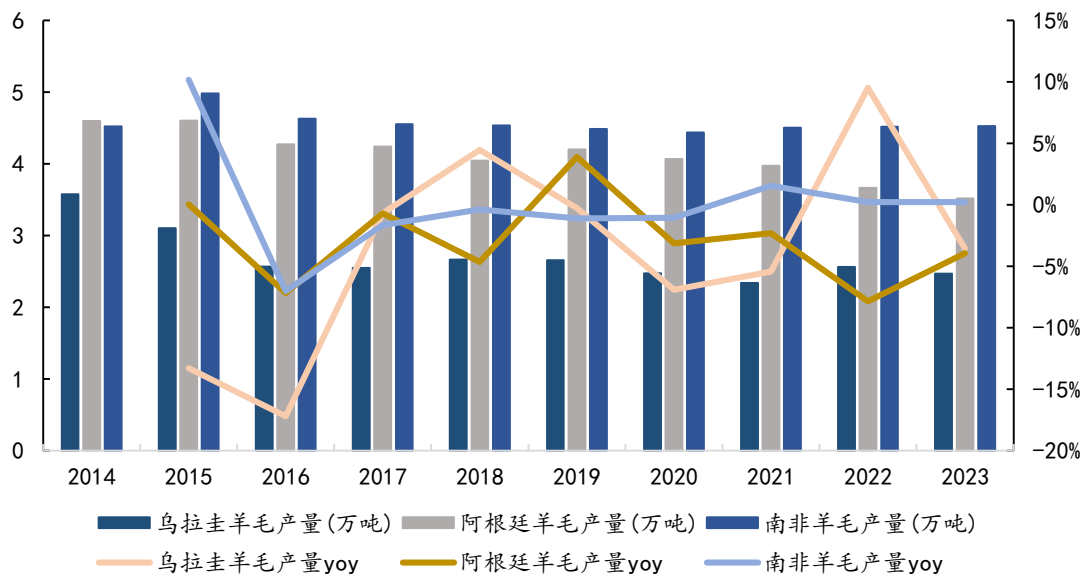


来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

乌拉圭、阿根廷、南非等国羊毛产量同样呈现下行趋势，主要受饲料成本上涨和出口物流波动影响。2014-2023 年期间，乌拉圭含油羊毛产量从 3.58 万吨降至 2.47 万吨，降幅 31.0%；阿根廷从 4.60 万吨降至 3.52 万吨，降幅 23.5%；南非产量亦出现波动下行趋势。

图表7：其他主要羊毛供给国家产量亦呈现下降趋势



来源：ifind，国金证券研究所

综合来看，羊毛的供给除了受养殖成本、气候、产业结构调整等因素影响，需求低迷是供给持续减少的驱动因素之一，当需求疲软时，会通过“需求疲弱→羊毛价格下跌→养殖户盈利收缩→缩减羊群规模/减少养殖投入”的链条传导至供给端，导致供给收缩。

## 2.2、需求、库存端：需求稳健恢复，库存处于低位

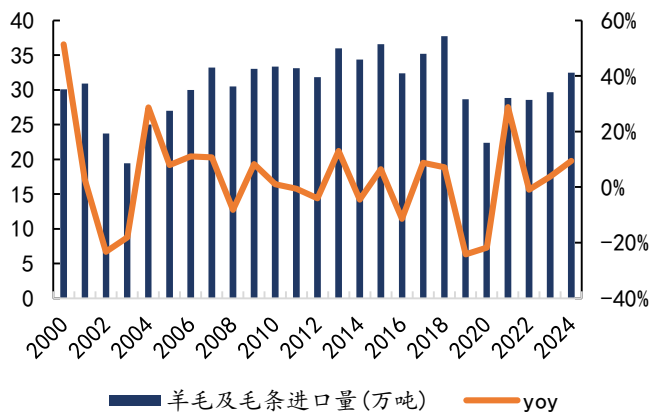
**核心结论：**2024H2 至 2025H1 受消费疲软影响各大毛企备库谨慎，至 2025H1 库存量达历史低位，需求端随着美关税落地下游客户 25Q3 开始加大下单叠加 2025 年羊毛运动服饰需求爆发，对毛价形成较强支撑，下游企业从“观望”转向“主动补库”，集中采购毛条、毛纱等核心原料，形成“毛价上涨→产业链企业加大备库→推动毛价进一步上行”的正向循环。

从需求周期来看，2024 年至 2025 年上半年，国内羊毛需求受消费疲软影响。作为全球最大羊毛消费国，我国羊毛供给对进口依赖度较高，从我国羊毛及毛条进口量增速来看 2024

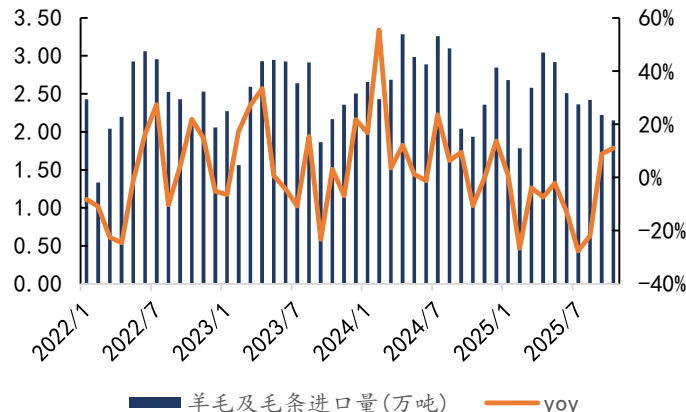


年部分月度进口量回落至公共卫生事件期间水平，尤其是 24 年下半年开始羊毛进口量出现连续下降趋势，尤其是 2025 年 2-8 月羊毛进口量均出现下降，直至 2025 年 9-10 月进口量开始转正，2025 年 9 月和 10 月中国羊毛及毛条进口量分别为 2.22 万吨/2.15 万吨，同比增加 8.9%/11.06%。主要由于 1) 关税基本落地后下游客户增加下单量。2) 户外服饰需求爆发，2025 年 1-7 月羊毛运动服饰 GMV 同比提升 58%，其中美利奴羊毛产品的增幅更是高达 119%，此外根据久谦数据，2025 年 1-11 月抖音平台羊毛衫 GMV 同比增长 38%，毛纺服装市场回暖。3) 羊毛价格 2025 年呈现上涨趋势，在毛价连续上涨、市场对后续价格上行形成预期后，下游企业从“观望”转向“主动补库”，集中采购毛条、毛纱等核心原料。

图表8：中国羊毛及毛条年度进口量整体稳定



图表9：中国羊毛及毛条月度进口量下降后企稳

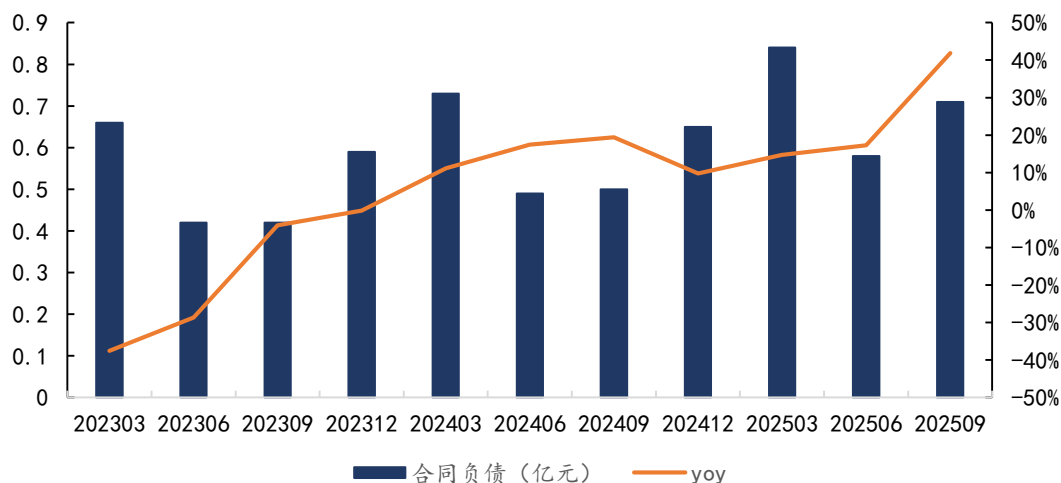


来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

新澳股份合同负债增速从 2023 年的低位持续攀升，且合同负债规模整体呈增长趋势，2025Q3 合同负债达到 0.71 亿元，同比增长 41.85%，环比增长 22.43%，表明企业不断收到新增预订单，市场需求在逐步复苏，客户对后续产品的消费信心与订购意愿显著增强。为承接后续订单，公司加大原材料采购与备货力度，以保障后续履约能力，2025Q3 存货周转天数为 176 天，同比增长 11.4%。

图表10：公司合同负债情况（单位：亿元、%）



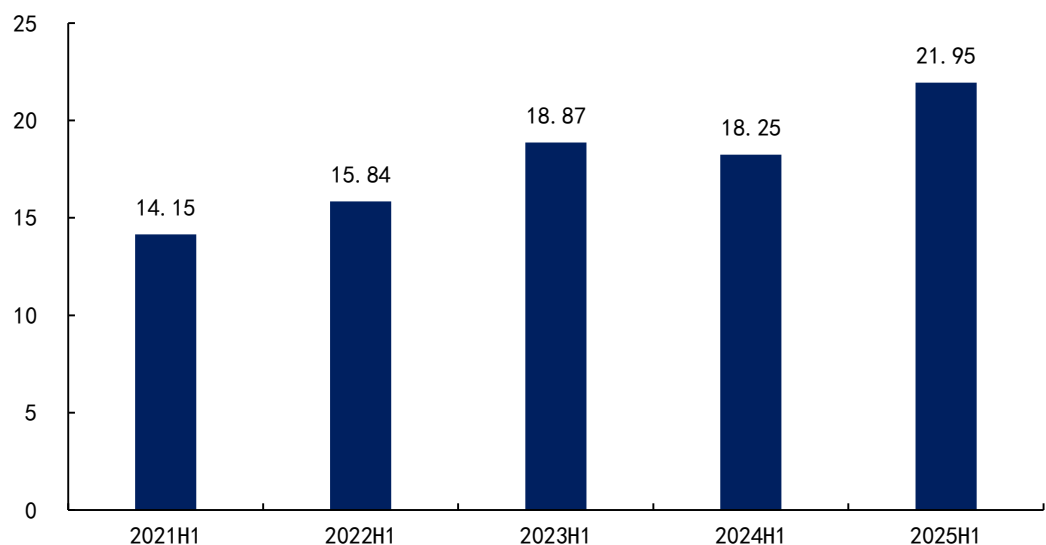
来源：ifind，国金证券研究所

从库存角度来看，我国羊毛进口量缩减显示在需求被动背景下国内毛纺企业 24H2 开始备库趋于谨慎，对羊毛原料采取“刚需采购、低库存运营”策略，行业当前羊毛库存水平处于历史较低区间，根据中国纺织报，供应短缺引发原毛紧张，部分企业反映，原毛库存告急已影响企业正常生产，羊毛库存短缺背景下，部分企业出现订单流失现象。相较行业，公司采取稳健备库以应对毛价波动，2025H1 公司存货规模达 21.95 亿元，同比增长 20%。





图表11：公司存货规模保持稳健增长



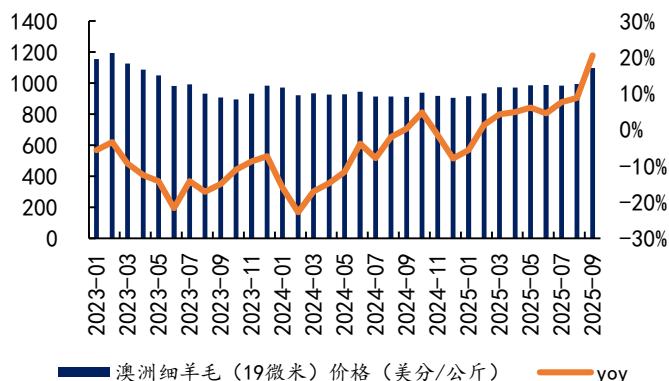
来源：ifind，国金证券研究所

### 2.3、毛价：24 年底企稳上行，25H2 开始加速向上，看好 26-27 年持续增长

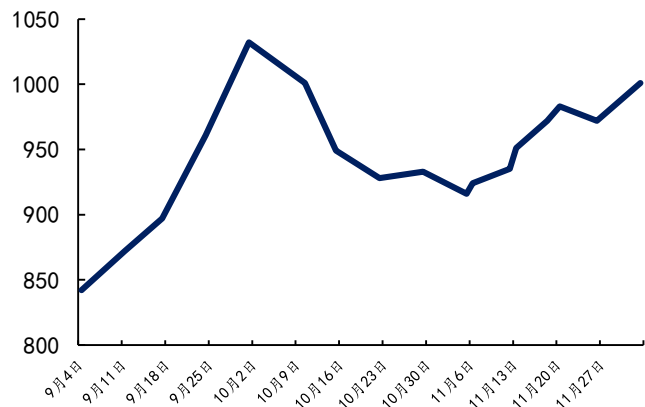
核心结论：澳洲羊毛产量拐点滞后于羊毛价格变动(牧民看到价格实质回升后才会开始加大养殖力度)，且产毛羊饲养到剪毛周期在 18 个月以上，低库存叠加供需缺口推动羊毛价格上涨，2026-2027 年羊毛上行周期有望持续。

当前羊毛价格趋势向上，25H2 斜率提升：在下游订单修复叠加库存低位背景下羊毛价格迎来快速上行，2025 年 9 月澳大利亚 19 微米羊毛交易所现货报价为 1096 美分/公斤，同比增长 20.44%，环比大幅提升，羊毛价格增长有加速趋势。10 月开始羊毛价格有所回落，主要因为在 9 月羊毛价格背景下部分牧民拿出库存羊毛参与拍卖，市场供给短期增加，11 月开始羊毛价格回归上涨趋势，12 月 3 日 AWEX 指数为 1001 美分/千克，距 10 月 1 日高点相差 3%。

图表12：澳洲细羊毛价格 9 月大幅增长



图表13：澳洲 AWEX 羊毛拍卖指数回升(美分/千克)

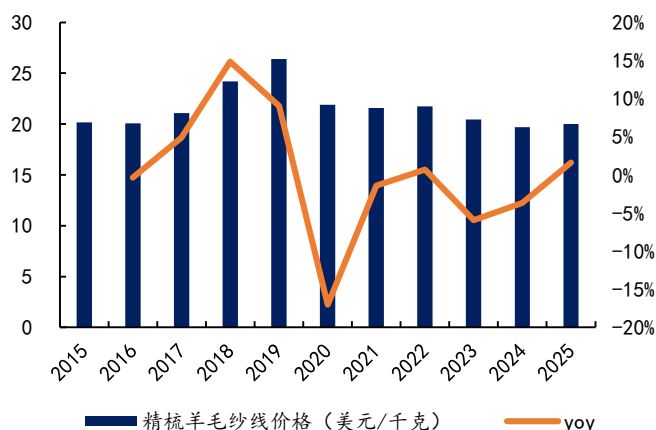


来源：ifind，国金证券研究所

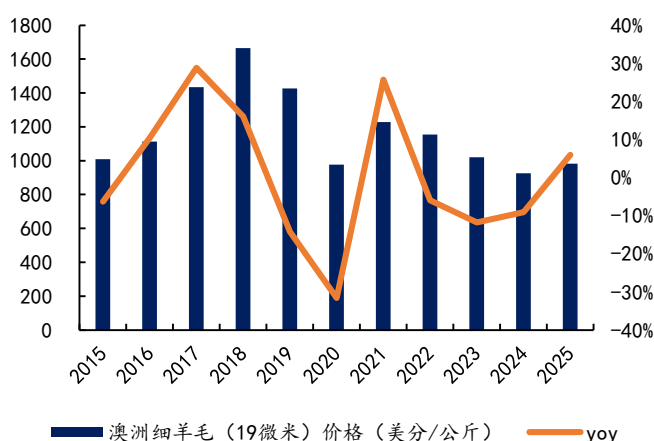
来源：绒毛行业信息微信公众号，国金证券研究所



图表14：精梳羊毛纱线出口均价整体平稳



图表15：上一轮羊毛价格高点在 2018 年



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

**供给端：产量拐点滞后于价格，羊毛 26-27 年价格具备支撑。**供给具有典型的“价格-反应-产出”滞后性。受前期毛价低迷、西澳大旱及养殖成本上升影响，牧民受损，“宰羊卖肉”现象加剧。在毛价上涨后牧民或增加羊毛供给，按养殖周期测算，即便当前启动补栏，新增产能最快也要到 2027 年中才能初步显现，2026-2027 年羊毛供给端仍将维持刚性收缩。

**需求端：补库周期与增量需求的叠加爆发。**在价格周期上行背景下，下游补库需求与新兴消费增量形成共振，进一步放大供需缺口。产业链下游品牌、制衣厂历经前期去库存后，库存水位较低，2025H2 下游客户加大下单力度推动羊毛价格上涨，而毛价上涨进一步强化“提前锁料”意愿，形成“补库-涨价-再补库”的正向循环，复刻了 2017-2018 年价格峰值前的需求特征。

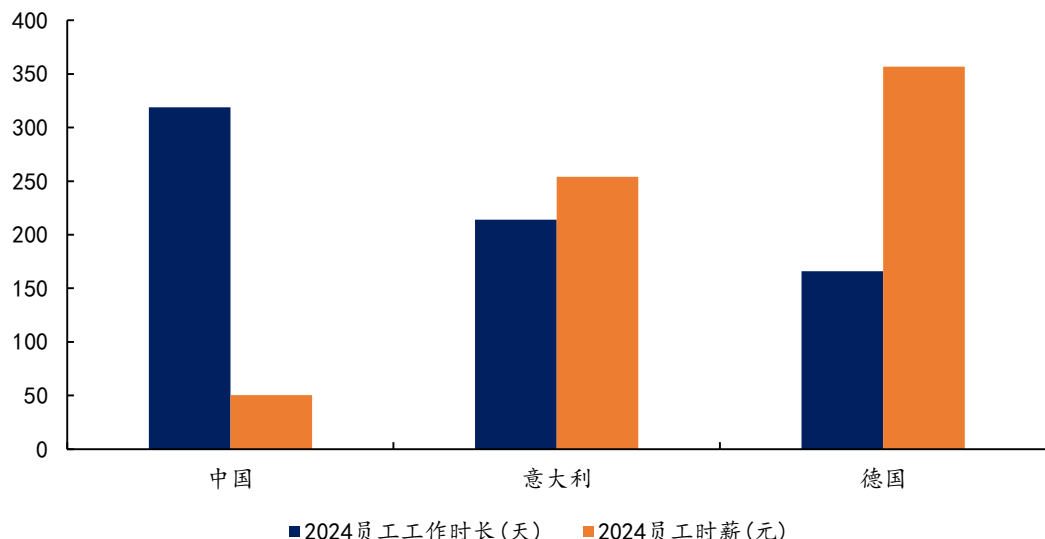
**趋势预测：2026-2027 年将迎周期价格高点，累计涨幅有望达 50%。**上一轮羊毛价格高点出现在 2018 年，2025 年 9 月澳洲 19 微米细羊毛价格达 1664 美分/公斤。当前价格距离 2018 年历史高点仍有 50% 以上的理论空间，考虑到供给收缩幅度更大，2026-2027 年实现 50% 涨幅具备较强支撑。

#### 2.4、新澳对比竞对公司拥有生产效率、成本管控等优势

公司竞争对手包括德国南方毛业、意大利 Baruffa 以及国内部分毛企。Baruffa 专注于高品质毛精纺纱线的研发与生产，其核心业务聚焦奢侈品牌供应链，主打高支数、功能性毛纱产品，主要客户包括欧洲及全球一线奢侈服饰品牌。德国南方毛业是全球毛精纺行业龙头企业，生产布局有欧洲、中国、越南三个基地（产能 40% 在欧洲，40% 在中国，20% 在越南），中国年毛精纺产能约 1 万吨，形成“本土采购+全球销售”的供应链布局。

**优势 1：与国际竞争对手相比，公司在员工效率与成本上拥有优势。**公司产能大多在国内，从工作时长来看，欧洲员工的工作时长明显短于中国员工，2024 年意大利人工作时长是 214 天，德国人的工作时长是 166 天，而中国员工工作时长达 319 天。核心原因：一是国内制造业普遍采用多班次连续生产模式，而欧洲企业多为单班制，公司在生产旺季可灵活安排加班。公司推行宽带薪酬策略，通过满负荷生产发挥规模效应，而德国南方毛业等欧洲企业因欧洲市场需求萎缩，产能利用率存在波动。从员工成本来看，欧洲员工平均薪酬大约是中国员工薪酬的 5.4 倍，欧盟的每小时平均成本 33.5 欧元，其中德国是高成本国家，时薪是 43.4 欧元，意大利的时薪为 30.9 欧元；而中国员工时薪为 50.5 元。

图表16：公司具备生产成本优势



来源：国家统计局，腾讯，国金证券研究所

**优势 2：公司原材料采取平均购买策略，羊毛价格上涨背景下具备比较优势。**公司针对羊毛采取平均采购的策略，保证原料有一定量的储备，2024 年末公司拥有毛精纺纱线库存 4130 吨，占全年销售量的 27%，约合 3.2 个月库存，加上未产成纱线的羊毛原料库存可达半年以上。相较公司，德国南毛等企业普遍采取“刚需采购、低库存运营”策略，在毛价上涨时公司拥有原材料成本优势。综合来看，在生产以及原材料成本上公司优于竞对企业，在成本加成模式的基础上对客户报价拥有优势。

### 三、羊毛上行周期+越南宁夏产能利用率提升利好公司利润弹性释放

#### 3.1、从历史情况来看，羊毛价格上行时成本与售价平均增长幅度为 50%-60%

**核心结论：**羊毛价格上涨周期中，公司成本及产品均价增长幅度稳定在 50%-60%，价格端公司采取成本加成制，由于公司原材料端具备优势以及与下游客户拥有长期良好的合作关系因而不会完全转嫁，成本端公司拥有约半年储备，成本增长幅度小于毛价涨幅，毛利率较为稳定，毛利额将提升。

以毛精纺纱（收入占比超 50%）业务为例，复盘 2015-2018 年羊毛价格上行周期，毛精纺纱的售价传导系数（公司售价 yoy/羊毛价格 yoy）平均值为 50.5%，成本系数（成本 yoy/羊毛价格 yoy）平均值为 55.7%，也即当羊毛价格上涨时，公司毛精纺纱售价上涨幅度约为羊毛价格涨幅的 50%-60%，成本上涨幅度也约为 50%-60%。

**我们认为本轮羊毛周期下公司表现与上一轮周期有不同之处：**2015 年-2018 年公司维持中高端产品定位，在羊毛价格提升背景下部分客户转而使用棉、化纤等替代材质，因此在产能扩张背景下公司产能利用率或有所下降，影响毛利率。而 2021 年开始公司实施宽带战略，近年销量保持快速提升，我们认为利润率表现较上一轮周期或更优。

图表17：毛精纺纱价格波动情况



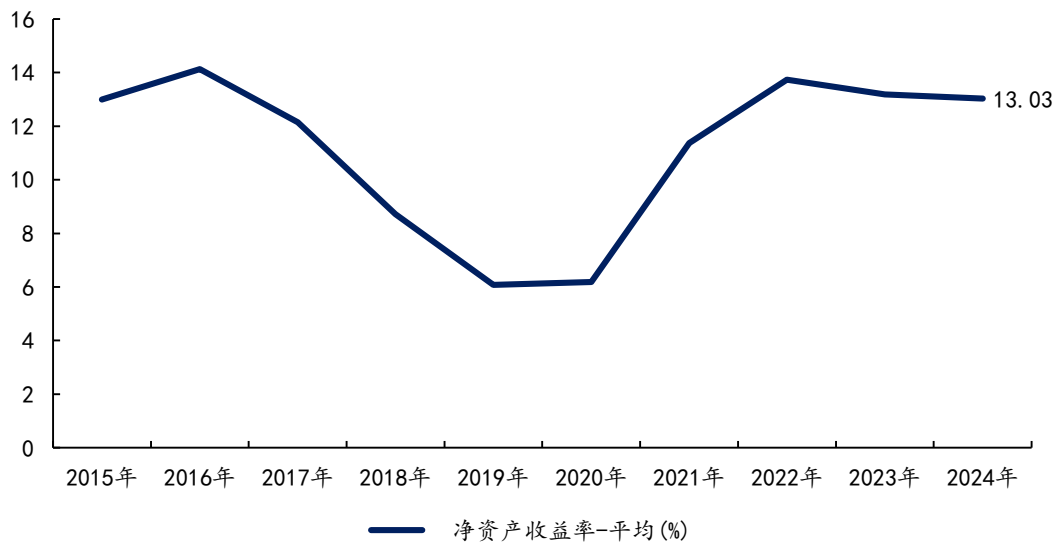
毛精纺纱	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
收入(百万元)	1058.74	1240.64	1567.06	1759.5	1928.3	1595.0	2059.9	2243.9	2497.5	2543.3
YOY		17.18%	26.31%	12.28%	9.59%	-17.29%	29.15%	8.93%	11.30%	1.83%
毛利率(%)	24.45%	25.70%	24.63%	21.75%	18.55%	16.83%	23.23%	25.35%	25.06%	26.78%
成本	799.88	921.79	1181.10	1376.80	1570.62	1326.50	1581.33	1675.07	1871.55	1862.20
产能(锭)	44000	64000	94000	122000	122000	122000	154000	174000	174000	194000
销售量(吨)	8074	9086	10242	10337	10416	9851	13364	13644	14983	15739
售价(万元/吨)	13.1	13.7	15.3	17.0	18.5	16.2	15.4	16.4	16.7	16.2
YOY		4.13%	12.06%	11.25%	8.76%	-12.54%	-4.81%	6.71%	1.35%	-3.06%
成本(万元/吨)	9.9	10.1	11.5	13.3	15.1	13.5	11.8	12.3	12.5	11.8
YOY		2.41%	13.67%	15.50%	13.21%	-10.69%	-12.13%	3.76%	1.74%	-5.28%
全球细羊毛价格	1008	1113	1434	1664	1428	976	1228	1155	1019	927
yoy	-6.27%	10.42%	28.87%	16.03%	-14.22%	-31.62%	25.76%	-5.94%	-11.72%	-9.10%
售价传导系数		39.67%	41.76%	70.19%	-61.58%	39.64%	-18.66%	-112.82%	-11.55%	33.62%
成本系数		23.14%	47.35%	96.71%	-92.87%	33.81%	-47.09%	-63.26%	-14.88%	58.04%

来源：公司公告，国金证券研究所（历年产能由公司产能规划推算）

### 3.2、越南/宁夏产能爬坡，产能利用率提升带动毛利率增长

我们认为随着公司新投产产能爬坡，未来盈利水平仍将提升。越南 5 万锭高档精纺生态纱项目一期 2 万锭已于 2025 年 6 月投产，宁夏 2 万锭高品质精纺羊毛(绒)纱建设项目已于 2025 年 8 月投产，2026 年毛精纺纱线产能利用率预计较 2025 年进一步提升，毛利率有望增长。从近年公司 ROE 来看，随着公司实施宽带战略带动产能利用率提升，公司盈利水平也有增长，2024 年平均 ROE 为 13.03%。较 2019/2020 年低点有明显提升。

图表18：公司 ROE 近年有明显增长



来源：ifind，国金证券研究所

## 四、盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年，营业收入分别为 49.85/59.36/68.18 亿元，同比增长 2.98%/19.08%/14.86%。

**总毛利率：**我们预计 25-27 年公司毛利率分别为 19.88%/20.30%/20.56%，在产能利用率爬坡以及羊绒等业务提效背景下有望温和提升。

**毛精纺纱：**我们预计 2025-2027 毛精纺纱收入分别为 25.12/30.42/34.91 亿元，同比增长 -1.25%/21.13%/14.74%，其中销量端 Q3 公司合同负债达 0.71 亿元，同比增长 41.85%，





环比增长 22.43%，以及根据近期调研反馈我们预计 2025-2027 年销量同比-4.13%/12.16%/7.23%，同时羊毛价格有望持续上升，带动毛精纺纱线 2025-2027 年单价增长 3.00%/8.00%/7.00%。公司越南及宁夏基地 2025H2 达产，产能毛利率水平有望推动毛利率增长，我们预计 2025-2027 年毛精纺纱线毛利率为 28.20%/28.53%/28.87%。

**羊毛毛条：**我们预计 2025-2027 羊毛毛条收入分别为 6.10/7.39/8.84 亿元，羊毛毛条销售价格随毛价波动，毛利率有望持续提升，预计 2025-2027 羊毛毛条毛利率稳定在 5.68% 的水平。

**改性处理及染色加工收入：**我们预计 2025-2027 改性处理及染色加工收入分别为 0.43/0.49/0.55 亿元，毛利率稳定在 32.9% 的水平。

**羊绒纱线：**我们预计 2025-2027 羊绒收入分别为 18.18/21.04/23.86 亿元，同比增长 17.44%/15.71%/13.40%，近年公司羊绒业务产能利用率提升，未来有望扩产，预计 2025-2027 年毛利率分别为 12.84%/13.24%/13.64%。

**图表19：公司分产品预测**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（亿元）	44.38	48.41	49.85	59.36	68.18
yoy	12.37%	9.07%	2.98%	19.08%	14.86%
毛利率	18.63%	18.98%	19.88%	20.30%	20.56%
毛精纺纱收入（亿元）	24.97	25.43	25.12	30.42	34.91
yoy	11.30%	1.83%	-1.25%	21.13%	14.74%
占比	56.27%	52.54%	50.38%	51.25%	51.20%
销售量(吨)	14,982.70	15,738.67	15,089.44	16,924.18	18,148.48
yoy	9.81%	5.05%	-4.13%	12.16%	7.23%
单价（万元/吨）	16.67	16.16	16.64	17.98	19.23
yoy	1.35%	-3.06%	3.00%	8.00%	7.00%
毛利率	25.06%	26.78%	28.20%	28.53%	28.87%
羊毛毛条收入（亿元）	6.61	6.66	6.10	7.39	8.84
yoy	12.76%	0.85%	-8.50%	21.18%	19.70%
占比	14.88%	13.76%	12.23%	12.44%	12.97%
毛利率	3.59%	5.22%	5.68%	5.68%	5.68%
改染收入（亿元）	0.32	0.43	0.43	0.49	0.55
yoy	21.07%	33.74%	0.44%	12.35%	12.35%
占比	0.73%	0.89%	0.87%	0.82%	0.80%
毛利率	32.26%	34.58%	32.90%	32.90%	32.90%
羊绒纱线收入（亿元）	12.22	15.48	18.18	21.04	23.86
yoy	14.11%	26.65%	17.44%	15.71%	13.40%
占比	27.54%	31.98%	36.47%	35.44%	34.99%
毛利率	12.68%	11.13%	12.84%	13.24%	13.64%

来源：公司公告，国金证券研究所

**费用率：**公司预计维持较为稳定的费用率，预计 25-27 年销售费用率/管理费用率均为 1.95%/3.10%。

**少数股东损益：**公司少数股东损益主要由新澳羊绒（公司持股比例 70%）以及厚源纺织（公司持股比例 95%）产生，新澳羊绒/厚源纺织 2024 年净利润分别为 7975/7415 万元，产生少数股东损益 2388 万元，我们预计 2025-2027 年公司少数股东损益分别为 2685/3087/3550 万元。

我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 4.55/5.95/6.98 亿元，同比增长 6.17%/30.90%/17.34%，25Q4 公司营收有望提速



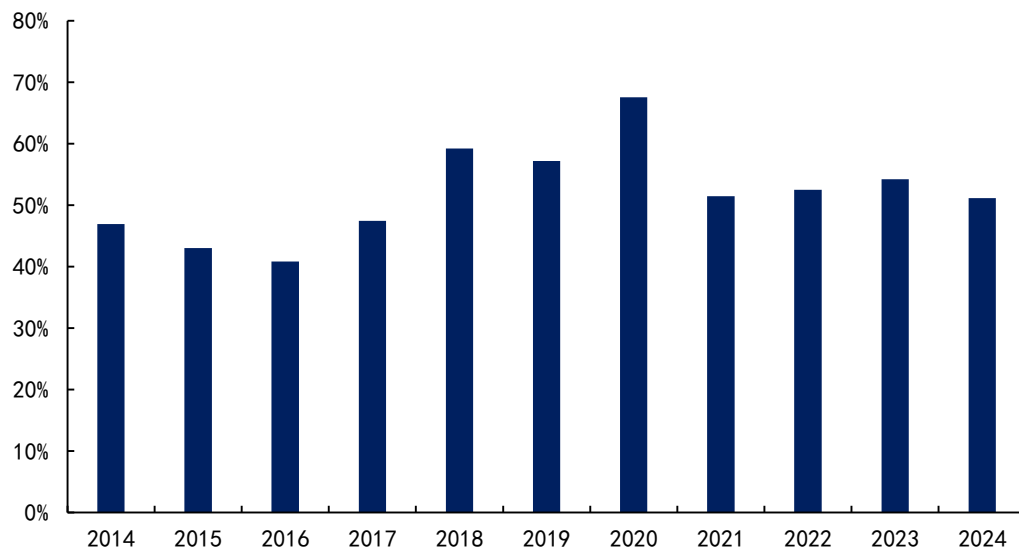
图表20：公司财务数据预测表（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.12%	2.09%	1.95%	1.95%	1.95%
管理费用率	2.84%	3.18%	3.10%	3.10%	3.10%
研发费用率	2.51%	2.29%	2.27%	2.27%	2.27%
少数股东损益（百万元）	26.20	23.88	26.85	30.87	35.50
所得税率	11.39%	12.39%	16.00%	16.00%	16.00%
归母净利润	4.04	4.28	4.55	5.95	6.98
yoy	3.72%	5.96%	6.17%	30.90%	17.34%

来源：公司公告，国金证券研究所

公司上市至今累计分红 13.7 亿元，近年分红率保持在 50% 以上，股东回馈优+保证扩张现金流。公司 2014 年上市至今累计分红 13.7 亿元，等于上市后两次股权募资总额，持续用现金流回馈股东，同时公司留存部分利润用于扩张，上市后平均每万锭毛精纺纱线产能投资近 2 亿元，若按 2026 年净利润预测值 5.95 亿元，分红率 51% 计算，2026 年留存净利润 3.0 亿元，每年可支撑新投产 1.5 万锭毛精纺纱线产能，占当前产能 7.7%，产能扩张有稳健支撑。

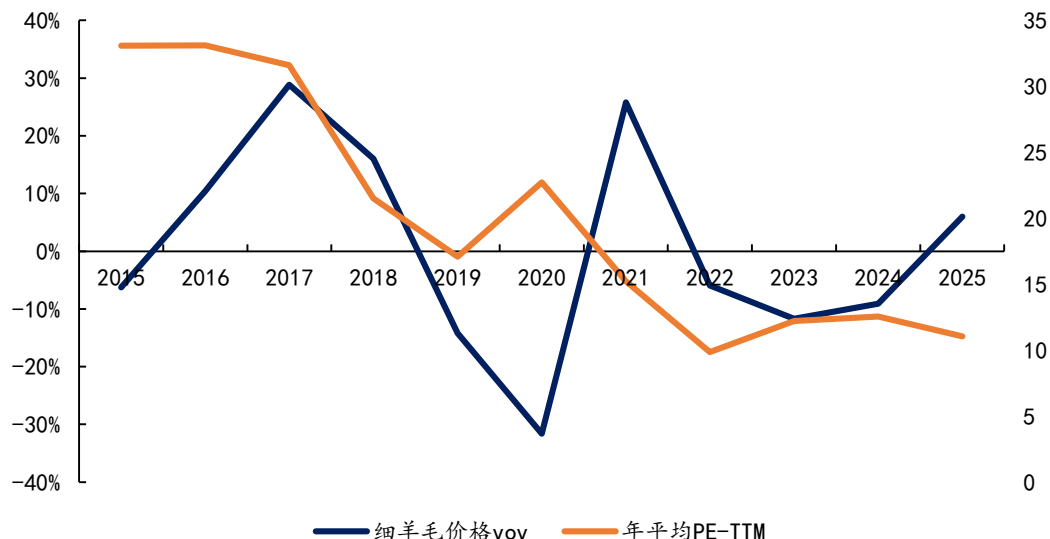
图表21：公司分红率近七年保持在 50% 以上



来源：ifind，国金证券研究所

公司历史估值与羊毛价格呈现较强相关性。公司上市后 2014-2017 年估值维持在 30 倍以上高位，随着 2018 年羊毛周期结束公司估值有所下降，在 2021 年大宗商品牛市后估值持续下降，2025 年平均 PETTM 仅 11 倍，仅高于 22 年的 10 倍。我们认为羊毛价格上行有望带动公司估值回暖。

图表22：公司估值与羊毛价格涨幅呈现较强关联性



来源：ifind，国金证券研究所

### 投资建议及估值

我们预计 25-27 年公司 EPS 分别为 0.62/0.82/0.96 元,对应 26 年估值为 10 倍,考虑当前羊毛价格上行趋势强,公司未来两年业绩有较大潜在弹性,且公司具备良好的分红基础,给予公司 2026 年 PE 13 倍估值,目标价 10.60 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表23：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601339.SH	百隆东方	5.97	0.34	0.27	0.44	0.49	0.55	13.62	12.11	10.79
002003.SZ	伟星股份	10.40	0.48	0.60	0.58	0.65	0.73	18.21	16.23	14.43
000726.SH	鲁泰 A	7.20	0.47	0.50	0.74	0.74	0.82	9.73	9.79	8.80
	平均							13.85	12.71	11.34
603889.SH	新澳股份	8.19	0.55	0.59	0.62	0.82	0.96	13.15	10.05	8.56

来源：ifind，国金证券研究所（百隆东方/伟星股份/鲁泰 A 吧使用 1 月 9 日同花顺一致预期）

## 五、风险提示

**羊毛价格增长不及预期：**公司未来利润弹性与羊毛周期相关度较高，若由于需求等因素导致羊毛价格增长不及预期可能会影响利润弹性。

**产能扩张不及预期：**公司稳步推进产能建设，若未来新产能建设进度不及预期，可能对公司营收增长有影响。

**市场竞争加剧：**当前羊毛行业整体为存量竞争格局，若未来行业竞争加剧，包括竞对企业加大东南亚产能/引入新设备等，可能对公司接单形成一些影响。


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,950</b>	<b>4,438</b>	<b>4,841</b>	<b>4,985</b>	<b>5,936</b>	<b>6,818</b>
增长率	12.4%	12.4%	9.1%	3.0%	19.1%	14.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,207</b>	<b>-3,612</b>	<b>-3,922</b>	<b>-3,994</b>	<b>-4,731</b>	<b>-5,416</b>
%销售收入	81.2%	81.4%	81.0%	80.1%	79.7%	79.4%
<b>毛利</b>	<b>743</b>	<b>827</b>	<b>919</b>	<b>991</b>	<b>1,205</b>	<b>1,402</b>
%销售收入	18.8%	18.6%	19.0%	19.9%	20.3%	20.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-17</b>	<b>-26</b>	<b>-32</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>	<b>-41</b>
%销售收入	0.4%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>销售费用</b>	<b>-72</b>	<b>-94</b>	<b>-101</b>	<b>-97</b>	<b>-116</b>	<b>-133</b>
%销售收入	1.8%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>管理费用</b>	<b>-118</b>	<b>-126</b>	<b>-154</b>	<b>-155</b>	<b>-184</b>	<b>-211</b>
%销售收入	3.0%	2.8%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
<b>研发费用</b>	<b>-107</b>	<b>-111</b>	<b>-111</b>	<b>-113</b>	<b>-135</b>	<b>-155</b>
%销售收入	2.7%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>429</b>	<b>469</b>	<b>521</b>	<b>596</b>	<b>735</b>	<b>862</b>
%销售收入	10.9%	10.6%	10.8%	12.0%	12.4%	12.6%
<b>财务费用</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>-29</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-15</b>
%销售收入	-0.3%	-0.1%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-26</b>	<b>-23</b>	<b>-12</b>	<b>-39</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.8%	0.4%	0.5%	n.a	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>469</b>	<b>484</b>	<b>519</b>	<b>574</b>	<b>747</b>	<b>875</b>
营业利润率	11.9%	10.9%	10.7%	11.5%	12.6%	12.8%
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>税前利润</b>	<b>467</b>	<b>486</b>	<b>516</b>	<b>573</b>	<b>745</b>	<b>874</b>
利润率	11.8%	10.9%	10.7%	11.5%	12.6%	12.8%
<b>所得税</b>	<b>-59</b>	<b>-55</b>	<b>-64</b>	<b>-92</b>	<b>-119</b>	<b>-140</b>
所得税率	12.6%	11.4%	12.4%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>净利润</b>	<b>408</b>	<b>430</b>	<b>452</b>	<b>482</b>	<b>626</b>	<b>734</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>36</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>390</b>	<b>404</b>	<b>428</b>	<b>455</b>	<b>595</b>	<b>698</b>
净利率	9.9%	9.1%	8.8%	9.1%	10.0%	10.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>408</b>	<b>430</b>	<b>452</b>	<b>482</b>	<b>626</b>	<b>734</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>36</b>
<b>非现金支出</b>	<b>161</b>	<b>181</b>	<b>197</b>	<b>170</b>	<b>156</b>	<b>174</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-41</b>	<b>6</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>31</b>	<b>32</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-155</b>	<b>-65</b>	<b>-326</b>	<b>226</b>	<b>-271</b>	<b>159</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>373</b>	<b>552</b>	<b>370</b>	<b>918</b>	<b>542</b>	<b>1,099</b>
<b>资本开支</b>	<b>-77</b>	<b>-679</b>	<b>-737</b>	<b>-289</b>	<b>-360</b>	<b>-360</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>149</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-48</b>	<b>17</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-125</b>	<b>-671</b>	<b>-677</b>	<b>-140</b>	<b>-360</b>	<b>-360</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>85</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>200</b>	<b>443</b>	<b>144</b>	<b>-211</b>	<b>346</b>	<b>-151</b>
<b>其他</b>	<b>-174</b>	<b>-392</b>	<b>-292</b>	<b>-268</b>	<b>-363</b>	<b>-436</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>26</b>	<b>136</b>	<b>-148</b>	<b>-439</b>	<b>-17</b>	<b>-587</b>
<b>现金净流量</b>	<b>288</b>	<b>43</b>	<b>-473</b>	<b>338</b>	<b>165</b>	<b>152</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>货币资金</b>	<b>955</b>	<b>1,027</b>	<b>532</b>	<b>870</b>	<b>1,034</b>	<b>1,186</b>
<b>应收款项</b>	<b>421</b>	<b>481</b>	<b>487</b>	<b>498</b>	<b>593</b>	<b>681</b>
<b>存货</b>	<b>1,745</b>	<b>1,856</b>	<b>1,990</b>	<b>1,919</b>	<b>2,274</b>	<b>2,603</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>185</b>	<b>160</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>96</b>	<b>97</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,307</b>	<b>3,524</b>	<b>3,103</b>	<b>3,382</b>	<b>3,997</b>	<b>4,567</b>
%总资产	71.2%	62.4%	54.5%	56.7%	58.9%	60.5%
<b>长期投资</b>	<b>1</b>	<b>127</b>	<b>182</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,199</b>	<b>1,747</b>	<b>2,143</b>	<b>2,368</b>	<b>2,575</b>	<b>2,765</b>
%总资产	25.8%	30.9%	37.7%	39.7%	37.9%	36.6%
<b>无形资产</b>	<b>99</b>	<b>186</b>	<b>181</b>	<b>179</b>	<b>181</b>	<b>184</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,339</b>	<b>2,121</b>	<b>2,587</b>	<b>2,582</b>	<b>2,792</b>	<b>2,983</b>
%总资产	28.8%	37.6%	45.5%	43.3%	41.1%	39.5%
<b>资产总计</b>	<b>4,646</b>	<b>5,645</b>	<b>5,689</b>	<b>5,964</b>	<b>6,788</b>	<b>7,550</b>
<b>短期借款</b>	<b>612</b>	<b>820</b>	<b>689</b>	<b>499</b>	<b>845</b>	<b>693</b>
<b>应付款项</b>	<b>639</b>	<b>898</b>	<b>535</b>	<b>730</b>	<b>864</b>	<b>989</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>195</b>	<b>232</b>	<b>235</b>	<b>246</b>	<b>298</b>	<b>757</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,446</b>	<b>1,950</b>	<b>1,459</b>	<b>1,475</b>	<b>2,007</b>	<b>2,440</b>
<b>长期贷款</b>	<b>150</b>	<b>380</b>	<b>656</b>	<b>656</b>	<b>656</b>	<b>656</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,615</b>	<b>2,350</b>	<b>2,138</b>	<b>2,131</b>	<b>2,663</b>	<b>3,096</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,957</b>	<b>3,170</b>	<b>3,404</b>	<b>3,658</b>	<b>3,920</b>	<b>4,213</b>
其中：股本	<b>512</b>	<b>731</b>	<b>730</b>	<b>730</b>	<b>730</b>	<b>730</b>
未分配利润	<b>1,244</b>	<b>1,414</b>	<b>1,589</b>	<b>1,803</b>	<b>2,065</b>	<b>2,358</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>74</b>	<b>125</b>	<b>148</b>	<b>174</b>	<b>205</b>	<b>241</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,646</b>	<b>5,645</b>	<b>5,689</b>	<b>5,964</b>	<b>6,788</b>	<b>7,550</b>

**比率分析**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.762	0.553	0.586	0.623	0.815	0.956
每股净资产	5.778	4.339	4.659	5.009	5.368	5.769
每股经营现金净流	0.729	0.756	0.506	1.256	0.742	1.504
每股股利	0.400	0.300	0.300	0.330	0.456	0.555
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.18%	12.75%	12.58%	12.43%	15.19%	16.58%
总资产收益率	8.39%	7.16%	7.53%	7.62%	8.77%	9.25%
投入资本收益率	9.88%	9.25%	9.33%	10.04%	10.97%	12.48%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	14.64%	12.37%	9.07%	2.98%	19.08%	14.86%
EBIT 增长率	12.76%	9.42%	11.10%	14.35%	23.28%	17.28%
净利润增长率	30.66%	3.72%	5.96%	6.17%	30.90%	17.34%
总资产增长率	16.95%	21.51%	0.78%	4.82%	13.83%	11.22%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	29.3	32.2	32.7	32.7	32.7	32.7
存货周转天数	184.5	182.0	179.0	179.0	179.0	179.0
应付账款周转天数	37.6	44.8	40.6	40.6	40.6	40.6
固定资产周转天数	106.0	133.5	145.4	154.1	139.0	128.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-11.47%	1.08%	21.35%	6.01%	9.98%	2.45%
EBIT 利息保障倍数	-35.5	-103.8	18.0	35.7	47.0	58.4
资产负债率	34.76%	41.62%	37.58%	35.74%	39.24%	41.01%

来源：公司年报、国金证券研究所





### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	14	35	60
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.17	1.07	1.03	1.00

来源：聚源数据

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

### 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	地址：北京市东城区建内大街26号	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心



紫竹国际大厦 5 楼

新闻大厦 8 层南侧

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究