

新澳股份 (603889. SH)

优于大市

羊毛价格上涨叠加运动户外羊毛产品需求扩容，看好公司量价齐升

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 丁诗洁
证券分析师： 刘佳琪

◆ 纺织服饰 · 纺织制造

0755-81981391
010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn
liujiaqi@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520040004
执证编码：S0980523070003

事项：

羊毛价格上涨：2025年三季度以来羊毛价格持续上涨。三季度同比增长11.5%，季度累计上涨22.6%；10月上旬价格环比有所下降，而在中下旬重新恢复上涨，10月底价格环比下降2.9%，同比上涨26.8%；11、12月价格增速提升，11月底环比/同比分别上涨4.8%/32.0%，12月底环比/同比分别上涨4.4%/39.9%，2025四季度羊毛价格同比增长30.6%，季度累计上涨6.2%。根据“南京羊毛市场”发布，圣诞休市后，新西兰羊毛市场复拍第一周所有细度品种价格均上涨，澳毛拍卖将于本周举行。

国信纺服观点：1) 羊毛羊绒材料在运动户外服饰中具备增长潜力：羊毛羊绒材质在运动户外服饰中渗透率提升，功能与应用场景持续拓宽。据久谦显示，2021年第四季度至今，运动户外服饰中羊毛羊绒产品表现亮眼，销售额在多数季度实现同比30%以上的快速增长，在运动户外大盘的占比从2021年第四季度0.34%提升至2025年第四季度1.04%。2) 公司有望把握运动户外增长红利：公司运动休闲服饰占其羊毛羊绒产品约30%，显著高于行业平均水平，具有先发优势，未来有望伴随行业需求扩容实现销量的持续增长。3) 毛利率有望提升：四季度羊毛价格同比+30.6%，公司自9月份订单恢复增长，有望在2025年四季度到2026年充分享受“高售价、低成本”带来的毛利率扩张红利。4) 风险提示：羊毛价格回落、市场需求疲软、系统性风险；5) 投资建议：看好运动户外羊毛羊绒产品成长性，以及羊毛价格上升带动毛利率提升。8月以来公司毛精纺订单转正，从产品结构来看，近年来公司运动休闲类产品占比持续提升；从行业来看，羊毛羊绒材质在运动户外服饰中的使用增加，相关产品快速增长，但渗透率仍较低有较大的增长潜力。价格方面，2025Q3、Q4羊毛价格分别同比+11%/31%，季度环比分别+23%/6%。主要基于羊毛价格持续上涨，以及需求扩容，我们上调2026-2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为4.6/6.6.5亿元（前值为4.6/5.2/5.6亿元），同比增长7.1%/31.4%/8.2%；上调目标价至9.9~10.7元（前值为7.9~8.6元），对应2026年PE 12-13x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 羊毛羊绒材料在运动户外服饰中具备增长潜力：羊毛羊绒材质在运动户外服饰中渗透率提升，功能与应用场景持续拓宽

据久谦显示，从2022年第四季度至2025年第四季度，运动户外羊毛羊绒产品的销售额在多数季度实现高速增长，尤其在2023年第三季度同比增长达461.6%，2024/2025年二季度也均保持超过90%的较高增长。羊毛羊绒产品在运动户外大盘的占比从2021年第四季度0.34%提升至2025年第四季度1.04%，渗透率持续提升且仍有较大提升空间。相比之下，非运动户外品类虽然体量庞大，但增速相对平稳，多在20%-60%的区间内波动。

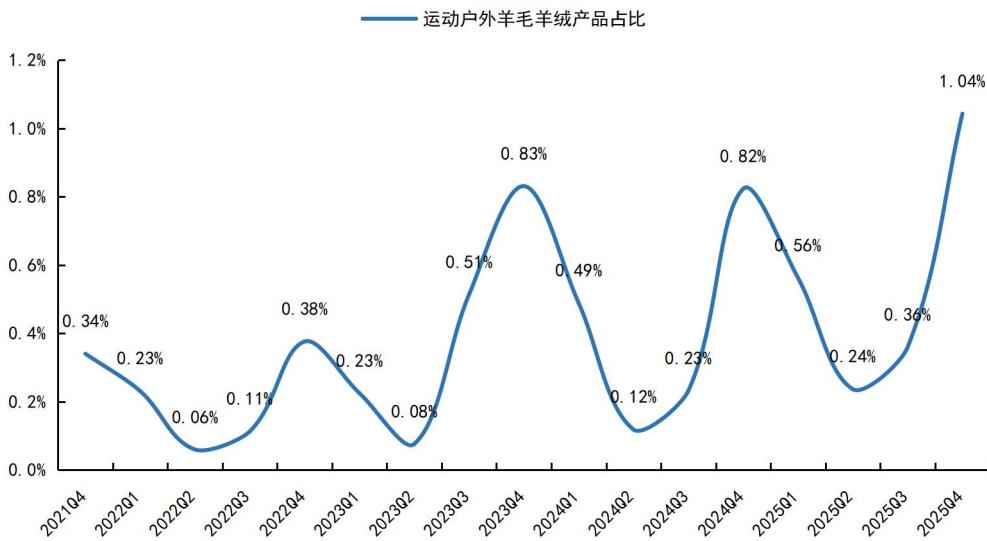
羊毛羊绒材质的功能正不断突破，应用场景持续拓展，不再局限于单一的保暖属性，通过材质革新与工艺升级，正加速向轻薄贴身衣物延伸。以新澳股份近期新品为例，其极细美丽诺羊毛运动T恤凭借亲肤透气、吸湿抑菌等特性，较好的匹配了贴身衣物的穿着要求；而X DYNAMIC SOUL运动胶囊系列更是专注于将天然美丽诺羊毛与高性能纱线结合，满足多元运动场景的需求。基于功能与场景的双重拓展，羊毛羊绒服饰在春夏季服装中的渗透率持续提升，低基数上实现了较快的增长速度。

图1：运动户外服饰羊毛羊绒产品增长率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：非运动户外服饰羊毛羊绒产品增长率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：运动户外类别中羊毛羊绒服饰产品占比变化


资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

◆ **公司有望把握运动户外增长红利：公司运动休闲服饰占其羊毛羊绒产品约 30%，显著高于行业平均水平，具有先发优势，未来有望伴随行业需求扩容实现销量的持续增长**

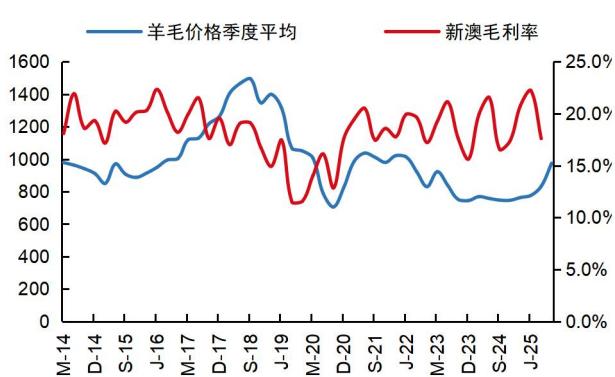
根据久谦显示，运动户外类羊毛羊绒服饰产品在整个羊毛羊绒服饰大盘中的占比，从 2021 年第四季度的 0.79% 上升至 2025 年第四季度的 2.53%，整体向上趋势明显。新澳股份羊毛羊绒产品中约有 30% 应用于运动户外休闲服饰，这一比例远超行业当前约 2%-3% 的平均渗透率，公司已在该增长赛道建立了显著的先发优势和深厚的客户基础，未来有望抓住该市场的增长红利。

图4: 羊毛羊绒产品中运动户外占比变化


资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

◆ **毛利率有望提升：三季度以来羊毛价格持续上涨，8月以来公司毛精纺订单转正，有望在2025年四季度到2026年充分享受“高售价、低成本”带来的毛利率扩张红利**

- 1) 2025第三、第四季度羊毛价格分别累计上涨22.6%/6.2%，8月以来公司毛精纺订单转正，2025年四季度到2026年有望受益低价库存增厚业绩。
- 2) 羊毛价格涨幅与公司售价涨幅并非线性，视竞争环境和市场需求部分让利给客户，由此也会带来订单量的上涨。参考历史情况，18Q2羊毛价格+30%，18Q3毛利率+1.5%，21Q2-21Q3羊毛价格+31%和43%，毛利率+4.4%和4.6%(相当于假设在原20%毛利率基础上，羊毛市场价+30%，公司成本不变，销售价格+6%带来的毛利率提升幅度)。

图5: 羊毛价格与公司毛利率变动趋势


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 羊毛价格同比变动与公司毛利率同比变动趋势


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好运动户外羊毛羊绒产品成长性，以及羊毛价格上升带动毛利率提升

8月以来公司毛精纺订单转正，从产品结构来看，近年来公司运动休闲类产品占比持续提升；从行业来看，羊毛羊绒材质在运动户外服饰中的使用增加，相关产品快速增长，但渗透率仍较低有较大的增长潜力。价格方面，2025Q3、Q4 羊毛价格分别同比+11%/31%，季度环比分别+23%/6%。

主要基于羊毛价格持续上涨，以及需求扩容，我们上调 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.6/6.5 亿元（前值为 4.6/5.6 亿元），同比增长 7.1%/31.4%/8.2%；上调目标价至 9.9~10.7 元（前值为 7.9~8.6 元），对应 2026 年 PE 12-13x，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,438	4,841	4,979	5,632	6,120
(+/-%)	12.4%	9.1%	2.9%	13.1%	8.7%
净利润(百万元)	404	428	459	603	652
(+/-%)	3.7%	6.0%	7.1%	31.4%	8.2%
每股收益(元)	0.55	0.59	0.63	0.83	0.89
EBIT Margin	10.6%	10.8%	11.5%	13.1%	13.0%
净资产收益率(ROE)	12.7%	12.6%	12.6%	15.3%	15.3%
市盈率(PE)	14.8	14.0	13.0	9.9	9.2
EV/EBITDA	13.4	11.5	10.3	8.1	7.5
市净率(PB)	1.89	1.76	1.65	1.52	1.40

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG	总市值人民币亿元
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E			
603889.SH	新澳股份	优于大市	8.19	0.59	0.63	0.83	13.0	9.9	9.2	18.6%	0.533	59.8
可比公司												
002003.SZ	伟星股份	优于大市	10.40	0.60	0.59	0.65	17.6	16.0	14.5	4.1%	3.900	123.6
603055.SH	台华新材	优于大市	9.54	0.82	0.93	1.12	10.2	8.5	7.3	17.4%	0.487	84.9
601339.SH	百隆东方	优于大市	5.97	0.27	0.42	0.45	14.2	13.4	12.6	27.8%	0.481	89.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

羊毛价格回落、市场需求疲软、系统性风险。

相关研究报告：

- 《新澳股份（603889.SH）-三季度羊绒带动收入增长，毛精纺有望在四季度释放业绩》——2025-10-28
- 《新澳股份（603889.SH）-上半年业绩保持平稳，羊绒纱线业务表现亮眼》——2025-08-27
- 《新澳股份（603889.SH）-2024 年全年收入增长 9%，近两季度增长放缓》——2025-04-28
- 《新澳股份（603889.SH）-第三季度收入增长 11%，毛精纺产能明年将逐步释放》——2024-10-21
- 《新澳股份（603889.SH）-上半年收入增长 10%，毛精纺纱业务表现亮眼》——2024-08-22

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1027	532	800	700	896	营业收入	4438	4841	4979	5632	6120
应收款项	434	455	468	529	575	营业成本	3612	3922	3984	4423	4813
存货净额	1856	1990	1849	1935	2042	营业税金及附加	26	32	33	37	40
其他流动资产	68	72	74	84	91	销售费用	94	101	107	120	129
流动资产合计	3524	3103	3245	3302	3658	管理费用	126	154	176	193	208
固定资产	1747	2143	2284	2365	2421	研发费用	111	111	114	129	140
无形资产及其他	185	180	173	166	158	财务费用	(5)	29	15	17	18
投资性房地产	189	263	263	263	263	投资收益	2	3	3	3	4
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	23	12	(24)	(27)	(30)
资产总计	5645	5689	5966	6096	6501	其他收入	(126)	(99)	(67)	(77)	(84)
短期借款及交易性金融负债	820	689	717	506	500	营业利润	484	519	576	742	802
应付款项	798	454	457	449	489	营业外净收支	1	(3)	(7)	(0)	0
其他流动负债	331	316	321	355	386	利润总额	486	516	568	742	803
流动负债合计	1950	1459	1494	1311	1375	所得税费用	55	64	85	111	120
长期借款及应付债券	380	656	656	656	656	少数股东损益	26	24	25	28	30
其他长期负债	19	23	22	21	20	归属于母公司净利润	404	428	459	603	652
长期负债合计	400	679	678	677	676	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2350	2138	2173	1988	2052	归母净利润	404	428	459	603	652
少数股东权益	125	148	160	174	189	资产减值准备	13	(12)	23	1	1
股东权益	3170	3404	3633	3934	4260	折旧摊销	153	183	219	248	271
负债和股东权益总计	5645	5689	5966	6096	6501	公允价值变动损失	(23)	(12)	24	27	30
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(5)	29	15	17	18
每股收益	0.55	0.59	0.63	0.83	0.89	营运资本变动	0	(600)	156	(130)	(90)
每股红利	0.32	0.36	0.31	0.41	0.45	其它	(2)	21	(11)	13	14
每股净资产	4.34	4.66	4.97	5.39	5.83	经营活动现金流	545	9	870	762	878
ROIC	13%	12%	12%	14%	15%	资本开支	(733)	(574)	(400)	(350)	(350)
ROE	13%	13%	13%	15%	15%	其它投资现金流	17	84	0	0	0
毛利率	19%	19%	20%	21%	21%	投资活动现金流	(716)	(490)	(400)	(350)	(350)
EBIT Margin	11%	11%	11%	13%	13%	权益性融资	26	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	16%	18%	17%	负债净变化	230	276	0	0	0
收入增长	12%	9%	3%	13%	9%	支付股利、利息	(235)	(266)	(229)	(301)	(326)
归母净利润增长率	4%	6%	7%	31%	8%	其它融资现金流	228	(33)	28	(211)	(6)
资产负债率	44%	40%	39%	35%	34%	融资活动现金流	243	(13)	(202)	(512)	(332)
息率	3.9%	4.4%	3.8%	5.0%	5.4%	现金净变动	72	(495)	268	(100)	196
P/E	14.8	14.0	13.0	9.9	9.2	货币资金的期初余额	955	1027	532	800	700
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	1027	532	800	700	896
EV/EBITDA	13.4	11.5	10.3	8.1	7.5	企业自由现金流	(164)	(534)	461	395	509
						权益自由现金流	294	(291)	473	170	493

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032