



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新澳股份：低估值毛纺龙头步入上行通道

—新澳股份(603889.SH)公司首次覆盖报告

2025 年 2 月 10 日

姜文镠

S1500524120004

jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田

S1500525020001

Liutiantian@cindasc.com

证券研究报告

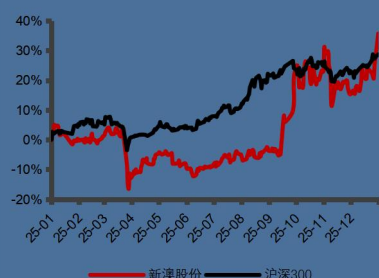
公司研究

公司首次覆盖报告

新澳股份 (603889)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	9.00
52 周内股价波动区间 (元)	9.68-4.84
最近一月涨跌幅 (%)	11.41
总股本 (亿股)	7.30
流通 A 股比例 (%)	99.24
总市值 (亿元)	65.72

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

低估值毛纺龙头步入上行通道

2026 年 2 月 10 日

报告内容摘要：

核心观点：新澳股份作为全球毛精纺纱线行业的龙头企业，目前正迎来“羊毛价格上行周期、海内外新产能释放、羊绒业务规模化放量”三重动力叠加的战略机遇期，未来成长路径清晰，盈利有望加速，当前估值具备安全边际，具备显著投资价值。

新澳股份凭借“羊毛基石+羊绒新曲线”的双轮驱动模式，构筑了稳固的行业龙头地位。传统羊毛精纺纱业务技术成熟、客户关系稳固，是全球细分领域的领导者。而通过自 2019 年起重点培育的羊绒纱线业务，已成功开辟出强劲的第二增长曲线，实现了从优质羊毛供应商向高端天然纤维综合服务商的跨越。公司财务表现稳健，治理结构优良，为持续发展奠定了坚实基础。即使在行业承压的 2025 年前三季度，公司仍实现了营收与净利润的微增，毛利率逆势提升至 20.24%，彰显了较强的成本控制与产品溢价能力。公司经营现金流充沛，分红政策稳定。

毛纺行业行业虽面临短期压力，但结构性机会有利于龙头公司。毛纺行业整体需求承压，企业数量减少，呈现出“强者恒强”的格局。新澳股份凭借产业链协同优势、优于同业的盈利能力和清晰的产能扩张规划，有望持续整合市场份额。特别是全球羊毛供应长期趋紧，价格具备上行基础，公司作为行业龙头有望受益于库存增值与顺价传导。

公司的核心增长驱动力明确，目前原材料涨价公司明确受益。新澳股份的增长动力主要源于羊毛与羊绒双核心业务的协同驱动。在毛精纺纱线业务方面，公司正迎来“价格上行”与“产能释放”的双重利好。价格端，全球羊毛供给趋紧，尤其澳大利亚等主产国产量位于历史低位，支撑原料价格上行周期。产能端，越南与银川新产能将于 2025-2026 年密集投放，在提升规模的同时，助力产品与客户结构持续优化，拓展至运动户外、家纺等高增长领域。羊绒业务已成为公司强劲的第二增长曲线，公司通过聚焦高端客户、产业链协同策略，实现有质量的增长。此外，公司在越南的产能布局具备纺纱与染整一体化配套的独特优势，相比竞争对手工序分散的模式，在效率、成本与响应速度上构建了长期竞争壁垒。

盈利预测与评级：新澳股份作为毛纺龙头制造商，收入业绩稳健增长。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 4.60 亿元、5.64 亿元、6.30 亿元，对应 PE 分别为 14.28、11.65、10.44 倍。选取纺织制造行业内的可比公司百隆东方、伟星股份、鲁泰 A 和毛纺织公司南山智尚进行对比，公司当前估值仍低于行业平均水平，具备一定安全边际。公司历史盈利与羊毛价格呈现强相关性，我们认为，伴随羊毛价格进入上行周期，公司盈利弹性与估值均有望迎来戴维斯双击。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：风险提示：1) 羊毛等原材料价格大幅波动风险；2) 下游行业需求持续疲软；3) 新产能投产不及预期；4) 海外经营环境变化。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,438	4,841	4,937	5,573	6,110
增长率 YoY%	12.4%	9.1%	2.0%	12.9%	9.6%
归属母公司净利润 (百万元)	404	428	460	564	630
增长率 YoY%	3.7%	6.0%	7.4%	22.6%	11.6%
毛利率%	18.6%	19.0%	19.3%	20.2%	20.1%
净资产收益率ROE%	12.7%	12.6%	12.6%	14.4%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.59	0.63	0.77	0.86
市盈率 P/E(倍)	16.26	15.34	14.28	11.65	10.44
市净率 P/B(倍)	2.07	1.93	1.79	1.68	1.56

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 2 月 9 日收盘价

目录

投资聚焦	5
1.新澳股份:	5
1.1 公司概况: 羊毛延伸至羊绒, 成长为绝对的毛纺织龙头	5
1.2 财务分析: 盈利能力稳健, 现金流好分红有保障	7
1.3 公司治理: 股权结构集中, 员工激励充分	8
2.毛纺织行业短期景气度偏弱, 但有回暖信号	9
2.1 毛纺行业: 需求有压力、格局有变化	9
2.2 格局: 新澳股份处于原材料龙头位置, 规模与成长能力优秀	10
3.公司看点: 羊毛价格上行与羊绒第二增长曲线	12
3.1 毛精纺纱线: 价格上行+产能释放双驱动	13
3.2 羊绒纱线: 第二增长曲线放量	16
3.3 生产端: 海外产能持续推进, 构建行业竞争优势	17
4.盈利预测与投资评级	18
4.1 盈利预测	18
4.2 投资评级	19
5.风险提示	19

图目录

图 1: 新澳股份发展历程重要节点	5
图 2: 新澳股份的生产部布局	6
图 3: 新澳股份羊毛、羊绒业务的产销量	6
图 4: 新澳股份分产品收入 (单位: 亿元)	6
图 5: 新澳股份分产品毛利率	7
图 6: 公司收入及增速 (单位: 亿元)	7
图 7: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)	7
图 8: 新澳股份历年分红	7
图 9: 新澳股份股权结构	8
图 10: 部分董事及高管信息	8
图 11: 新澳股份股权激励方案	9
图 12: 羊毛及毛条进口量情况	9
图 13: 羊毛及毛条出口量情况	9
图 14: 2024 年-2025 年羊绒原料及制品月度进口额变化情况 (单位: 万美元)	10
图 15: 主要毛纺企业在产业链里的位置	10
图 16: 主要毛纺企业业务情况	10
图 17: 主要毛纺企业近三年收入 (单位: 亿元)	11
图 18: 主要毛纺企业近三年净利润 (单位: 亿元)	11
图 19: 主要毛纺企业近三年毛利率 (单位: %)	12
图 20: 主要毛纺企业近三年净利率 (单位: %)	12
图 21: 主要毛纺企业近三年摊薄 ROE (单位: %)	12
图 22: 公司羊毛业务收入 (含毛精纺纱线和羊毛毛条)	13
图 23: 公司羊毛业务产量和销量逐步提升	13
图 24: 公司羊毛业务 (毛精纺纱和羊毛毛条) 价格与毛利率	14
图 25: 公司 2015-2025 年羊毛毛条价格 (单位: 万元/吨)	14
图 26: 2015-2025 年羊毛市场价格	14
图 27: 澳大利亚羊毛价格指数 (单位: 澳分/公斤净毛)	15
图 28: 澳大利亚羊毛产量 (单位: 吨)	15
图 29: 新西兰羊毛产量 (单位: 吨)	15
图 30: 公司羊绒业务智能升级	16
图 31: 公司羊绒业务收入、销量和毛利率	16
图 32: 公司羊绒业务推算产能利用率	17
图 33: 新澳股份产能布局	17
图 34: 公司在建产能和爬坡产能情况	18
图 35: 收入预测 (百万元)	19
图 36: 可比公司估值对比	19

投资聚焦

核心结论：新澳股份作为全球毛精纺细分行业龙头，当前正处于“羊毛价格上行周期+海内外产能释放+羊绒业务放量”的三重增长共振期。2025 年前三季度公司营收 38.94 亿元（同比+0.6%），归母净利润 3.77 亿元（同比+1.98%），毛利率提升至 20.24%（同比+0.86pct）。未来三年，公司将通过越南/银川新产能爬坡、羊毛业务运动户外等新场景渗透、羊绒业务满产降本，实现规模增长，叠加羊毛价格上行周期增厚利润，实现利润加速增长，2026-2027 年归母净利润复合增速有望达 15% 以上。

新澳股份当前估值位置与行业相比仍具备安全边际，且公司分红稳定股息率具备配置价值。未来受益于羊毛价格上行、羊毛扩展应用、羊绒业务降本增效、产能释放多重有利因素，预计 2025-2027 年利润增速提速，我们认为当前正是公司作为毛纺龙头进入上行通道的初期阶段。对公司进行首次覆盖，给予“买入”评级。

1.新澳股份：

1.1 公司概况：羊毛延伸至羊绒，成长为绝对的毛纺织龙头

新澳的发展历程始于 1991 年，创始人沈建华先生在浙江崇福镇创立第一家工厂，奠定了公司以激情、坚韧、勤奋为核心的发展基因。1999 年，公司创办厚源纺织，建立自有染厂，启动产业链垂直整合，迈出可持续发展的重要一步。2003 年，成立合资公司浙江新中和羊毛有限公司，专注从澳新采购优质羊毛，逐步成为全球羊毛行业领先企业。

2014 年，新澳在上海证券交易所成功上市，标志着公司治理与品牌影响力迈上新台阶。2019 年，通过收购宁夏中银绒业资产，成立宁夏新澳羊绒有限公司，拓展羊绒、棉、化纤等多品类产品线，实现多元化产业布局。2023 年，公司首个海外生产基地——新澳纺织（越南）有限公司成立，聚焦精纺美丽诺羊毛纱线生产，开启全球化制造与供应链布局的新篇章。

图 1：新澳股份发展历程重要节点

年份	发展阶段	关键事件与成就
1991	起点	沈建华创立新澳第一家工厂，奠定公司文化与团队基础
1999	飞跃	创办厚源纺织，建立自有染厂，启动产业链垂直整合
2003	成长	成立浙江新中和羊毛有限公司，布局全球优质羊毛资源
2014	巩固	上海证券交易所上市，提升品牌与治理水平
2019	多元化	成立宁夏新澳羊绒有限公司，拓展羊绒及多品类纺织业务
2023	深化	越南生产基地投产，开启国际化制造与供应链布局

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

羊毛业务作为公司的传统优势与创新基石。公司以毛精纺纱线为核心主业，产品结构持续优化，已形成覆盖运动户外、家纺、梭织及花式纱四大类高附加值产品的多元化布局，契合全球功能性面料需求增长趋势。产能布局方面，生产基地覆盖中国、越南，通过全球化产能拓展提升供应稳定性与响应效率。技术与产品方面，依托长期工艺积累，在精纺纱线的品控与定制化开发方面具备较强能力，产品直接对接终端品牌客户，推动技术协同创新。

羊绒业务定位于高端延伸与战略增长极。公司于 2019 年通过建立宁夏枢纽重点发展该业务，旨在成为全球羊绒纱线市场的主要参与者。宁夏基地作为其核心生产基地，专注于高品质羊绒纱线的生产，实现了与羊毛业务的产能区隔与专业聚焦。此举完

成了公司在天然纤维领域内的品类升级与延伸，有效提升了整体产品附加值及服务高端品牌的能力。

产能布局上，新澳股份的产能分布以“中国+越南+英国”为核心三角，形成覆盖中高端毛纺、羊绒、功能性纱线的全球制造网络。公司主要的生产基地包括：浙江基地，作为核心生产基地之一，承担羊毛毛条、毛精纺纱线、羊绒纱线等主要产品的生产。宁夏基地，重点布局羊绒纱线业务。越南西宁省，强化东南亚产能布局，提升全球供应链韧性。英国苏格兰，服务高端国际市场。

图 2：新澳股份的生产部布局



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

从产销量上，羊毛业务经历快速增长现在为温和增长，羊绒业务仍在快速增长。毛精纺纱线总体趋势：销量整体呈上升趋势，尤其在 2021 年后增长显著。2020 年销量短暂回落至约 9,850 吨；2021 年起大幅提升，至 2024 年达到 15,739 吨，较 2016 年增长约 73%。羊绒纱线仍在高速增长，从 2021 年的 1302 吨迅速攀升至 2024 年的 2,599 吨，增长接近 100%。且增长持续性强，每年均实现正增长，说明羊绒业务已成为公司重要增长点。

图 3：新澳股份羊毛、羊绒业务的产销量

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31
销量(吨)									
毛精纺纱线	9,086.15	10,242.11	10,336.73	10,416.37	9,850.61	13,364.48	13,643.66	14,982.70	15,738.67
羊绒纱线	—	—	—	—	278.00	1,301.78	1,607.77	1,995.56	2,598.90
改性处理、染整	2,182.62	3,230.56	2,945.45	2,119.94	3,472.23	3,042.38	2,559.82	3,192.21	3,769.82
羊毛毛条	5,821.70	6,032.45	5,484.76	5,625.98	4,273.69	5,275.23	5,938.32	7,179.26	7,608.30
产量(吨)									
毛精纺纱线	9,471.84	10,457.28	11,101.80	9,560.39	9,644.69	14,041.53	14,484.00	14,384.23	16,810.87
羊绒纱线	—	—	—	—	352.48	1,450.95	1,710.90	2,022.58	2,722.51
改性处理、染整	2,123.52	3,221.29	2,927.32	2,185.58	3,569.80	2,934.65	2,712.85	3,187.97	3,675.56
羊毛毛条	5,752.50	6,348.90	5,595.73	5,425.82	4,492.11	5,120.36	6,469.76	7,473.88	7,646.88
库存量(吨)									
毛精纺纱线	2,220.53	2,435.70	3,200.77	2,344.79	2,138.87	2,815.92	3,656.26	3,057.79	4,129.99
羊绒纱线	—	—	—	—	170.26	319.43	422.56	449.58	573.19
羊毛毛条	505.64	822.09	933.06	732.90	951.32	796.45	1,327.89	1,622.51	1,661.09
改性处理、染整	52.22	42.95	24.82	90.46	188.03	80.30	233.33	229.09	134.83

资料来源：iFind、信达证券研发中心

分业务数据看，公司核心的毛精纺纱业务保持稳健增长，同时羊绒纱线收入占比持续提高。公司主要产品与业务范围涵盖毛精纺纱线、羊绒纱线、羊毛毛条以及改性处理与染整加工服务。其中，毛精纺纱线作为收入支柱，依托一体化产业链优势，与海内外知名品牌形成了稳固的合作关系。毛精纺纱线在 2024 年实现营业收入 25.43 亿元，较上年增长 1.83%，虽在 2025 年上半年营收 14.33 亿元，同比小幅回调 3.13%，但仍贡献了公司超过一半的营收。近年来，羊绒纱线业务已成为明确的第二增长曲线，随着产能利用率的不断提高，其收入实现稳健增长，2024 年营收规模达到 15.48 亿元，过去三年的复合年增长率（CAGR）约为 23%，增长势头显著。

图 4：新澳股份分产品收入（单位：亿元）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
毛精纺纱	12.41	15.67	17.59	19.28	15.95	20.6	22.44	24.97	25.43	14.33
羊绒					1.96	8.3	10.71	12.22	15.48	7.86
羊毛毛条	5.18	6.25	7.06	7.08	3.97	4.95	5.86	6.61	6.66	3.03
改性处理及染整加工	0.19	0.25	0.21	0.16	0.67	0.41	0.27	0.32	0.43	0.2
主营收入	18.35	23.12	25.66	27.1	22.73	34.45	39.5	44.38	48.41	25.54

资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：新澳股份分产品毛利率

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
毛精纺纱	25.70%	24.63%	21.75%	18.55%	16.83%	23.23%	25.35%	25.06%	26.78%	28.83%
羊绒					17.90%	13.71%	11.39%	12.68%	11.13%	13.51%
羊毛毛条	9.83%	9.48%	9.87%	2.60%	2.75%	8.45%	5.46%	3.59%	5.22%	6.23%
改性处理及染整加工	38.60%	36.32%	34.51%	28.70%	31.99%	28.62%	30.95%	32.26%	34.58%	34.34%
主营毛利率	20.49%	19.71%	18.16%	14.29%	15.11%	19.06%	18.81%	18.63%	18.98%	21.60%

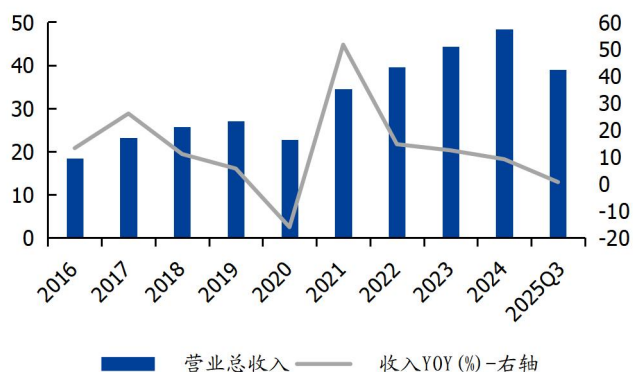
资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.2 财务分析：盈利能力稳健，现金流好分红有保障

核心财务指标

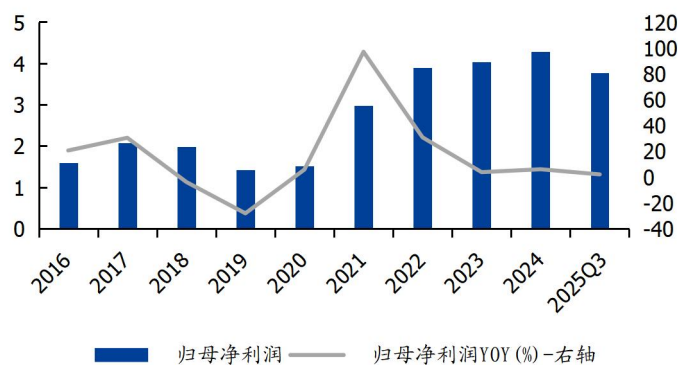
公司业绩稳健成长。公司近 10 年除 2020 年因疫情影响收入有所下滑，收入端保持了持续的增长，利润端 2021 年以来持续稳健增长，表现出较好的成长性。2024 年公司实现营业收入 48.41 亿元，同比增长 9.07%，实现归母净利润 4.28 亿元，同比增长 5.96%。2025 年前三季度公司营收 38.94 亿元，同比增长 0.60%，归母净利润 3.77 亿元，同比增长 1.98%。业绩驱动：产品结构优化，差异性纱线占比提升，高附加值产品拉动毛利率；成本控制：越南人工成本明显低于国内，规模化生产降低单位制造费用。

图 6：公司收入及增速（单位：亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 7：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

现金流与分红

公司现金优秀，分红比例稳定。2024 年分红比例 50%，公司自 2020 年以来维持 50% 以上的分红率，主要是基于公司业绩优秀以及稳健的投资节奏。公司毛精纺纱基本盘稳固，羊绒纱线作为第二增长曲线快速发展（近三年 CAGR 约 23%），共同驱动归母净利润从 2019 年的约 1.43 亿元增长至 2024 年的约 4.28 亿元，为持续分红提供了根本的利润来源。**1）公司主营业务现金流良好。**2019-2024 年经营净现金流/净利润比为 103%，为实施现金分红提供了充足的资金保障，降低了分红对运营资金的压力。**2）适度的资本开支周期。**重大资本开支项目（如宁夏羊绒基地、越南工厂）的集中投入期已逐步过去，未来资本开支压力相对缓和，有利于公司将更多盈利通过分红形式回馈股东。

图 8：新澳股份历年分红

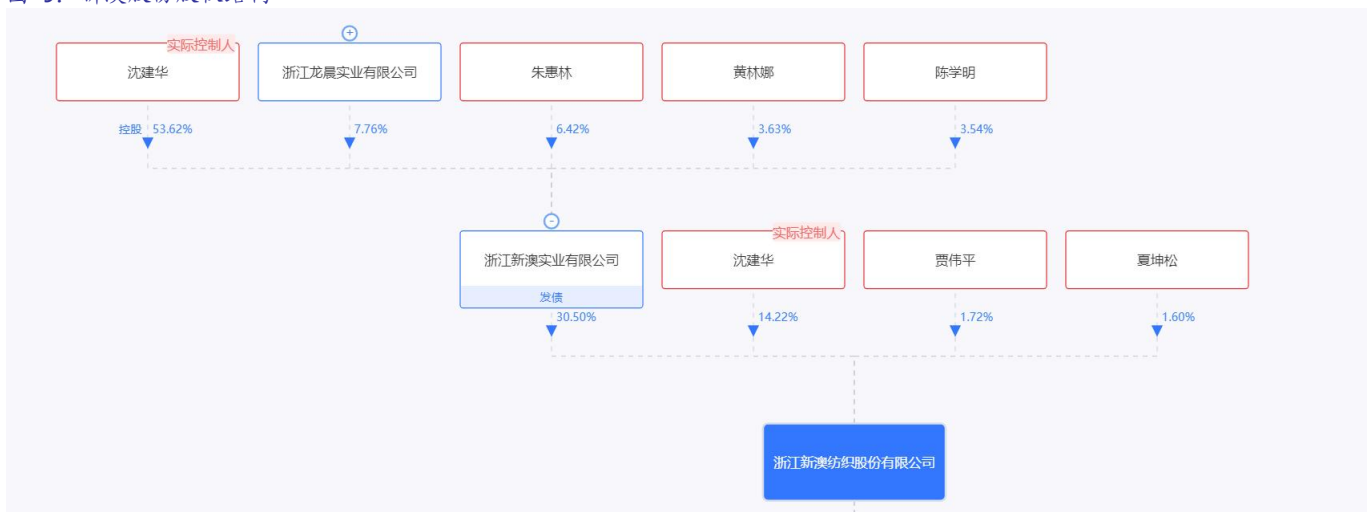
年度	现金分红总额(万元)	归母净利润(万元)	期末未分配利润(万元)	股利支付率	收益留存率	ROIC	每股股利(元)	股息率
2025	0.00	37,740.36	174,767.05	0.00%	100.00%	7.77%	--	--
2024	21,914.73	42,829.74	158,941.43	51.17%	48.83%	9.93%	0.30	4.28%
2023	21,919.68	40,422.06	141,375.02	54.23%	45.77%	10.59%	0.30	4.21%
2022	20,469.86	38,978.10	124,400.29	52.52%	47.48%	11.67%	0.40	5.57%
2021	15,352.39	29,827.46	103,529.28	51.47%	48.53%	10.44%	0.30	4.85%
2020	10,234.93	15,146.07	85,987.13	67.57%	32.43%	5.91%	0.20	4.16%

资料来源: iFind、信达证券研发中心 (截至 2025H1)

1.3 公司治理：股权结构集中，员工激励充分

股权结构集中，员工激励充分。公司的最终控制权归属于创始人沈建华及其一致行动人（家族），主要通过新澳控股集团有限公司等控股平台实现对上市公司的控制。这种结构保证了战略决策的稳定性与长期性。公司主要管理层均深耕毛纺织行业多年，对毛纺织行业上下游把控能力强，强有力的团队助力公司长远发展。

图 9：新澳股份股权结构



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心 (截至 2025Q3)

图 10：部分董事及高管信息

姓名	职务	主要工作经历
沈建华	董事长	新澳股份董事长、浙江新中和羊毛有限公司董事、浙江新澳实业有限公司董事长、浙江茂森置业有限公司董事、桐乡市新新典当有限责任公司董事、浙江恒易生物科技有限公司董事。
华新忠	总经理	公司董事、浙江新澳实业有限公司董事、浙江新中和羊毛有限公司董事长、浙江鸿德羊绒制品有限公司监事。2018 年 3 月起担任浙江厚源纺织股份有限公司董事长兼总经理。2021 年 6 月起至今担任嘉兴飞迅特种纤维科技有限公司执行董事兼经理。2020 年 1 月起任公司副董事长，2021 年 2 月起任公司副董事长兼总经理。
刘培意	副总经理	2015 年 1 月起担任新澳股份副总经理，2017 年 1 月起担任新澳股份常务副总经理。2016 年 6 月起至今担任新澳股份（香港）有限公司董事。2019 年 6 月起至今担任浙江鸿德羊绒制品有限公司董事长兼总经理。2020 年 1 月起担任新澳股份董事、常务副总经理。
沈剑波	副总经理	近五年，一直担任新澳股份副总经理。2020 年 1 月起任公司董事、副总经理。
王玲华	财务总监	2007 年至 2018 年任公司财务科科长；2010 年 4 月起至今担任浙江厚源纺织股份有限公司董事。2019 年 12 月担任宁夏新澳羊绒有限公司董事。现任本公司董事、财务总监。
陈星	副总经理	近五年，一直担任新澳股份副总经理。2018 年 4 月至 2021 年 1 月期间曾兼任公司董事。
郝晓璐	董事会秘书	2015 年 1 月至 2023 年 1 月任公司证券事务代表，2022 年 4 月起任公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

公司通过股权激励方案激发员工积极性。公司于 2023 年启动了 2023 年限制性股票
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>8

激励计划，旨在绑定核心团队利益、提升公司长期竞争力。激励计划分三期解除限售，比例为 30%:30%:40%，对应 2023-2025 年三个会计年度。公司有望在本期股权激励结束后，后续再推新的股权激励计划。体现公司对长期发展的信心。

图 11：新澳股份股权激励方案

解除限售期	考核年度	公司层面业绩目标 (扣非净利润增长率 vs2022 年)	实际完成情况	是否达标	可解除限售股份数量	解除限售日
第一期	2023 年	≥11% (目标值) ≥8% (触发值)	17%	是	421.38 万股	2024 年 12 月 12 日
第二期	2024 年	≥23% (目标值) ≥17% (触发值)	24%	是	406.23 万股	2025 年 12 月 17 日
第三期	2025 年	≥37% (目标值) ≥26% (触发值)	尚未披露	待确认	约 568.44 万股 (预估)	预计 2026 年 12 月

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.毛纺织行业短期景气度偏弱，但有回暖信号

2.1 毛纺行业：需求有压力、格局有变化

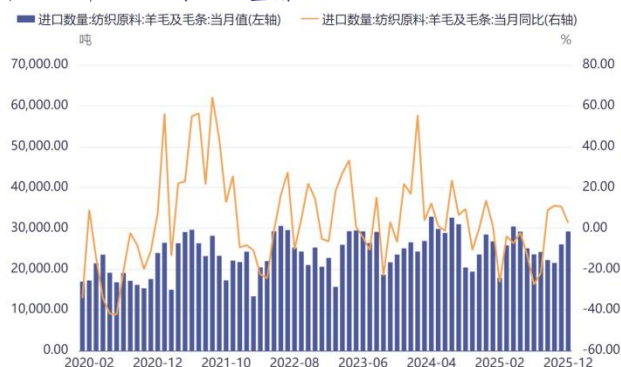
毛纺属于优质天然纤维，代表服装材料的消费升级方向。毛纺作为优质天然纤维领域，其产品特别是羊毛运动类纱线，凭借优异的透气性、吸湿排汗性、抗菌防臭及温度调节等功能性特点，已成为运动服饰领域的理想材料选择。行业以高品质天然纤维为基石，持续推动工艺与技术创新，致力于为功能性纱线及运动户外市场开拓更可持续的发展路径。

毛纺行业 2025 年量有所下滑

中国毛纺产业链全球中心地位稳固，半数成品内销彰显内需韧性。中国毛纺产业链承接了全球约 80%的用于加工生产毛纺织和服装产品的羊毛的初加工，并持续进行纵深加工，加工生产了 50%的毛纺纱线和毛呢面料，30%的毛纺最终产品。同时，中国也是重要的毛纺消费市场，成品约有一半留在中国市场销售。

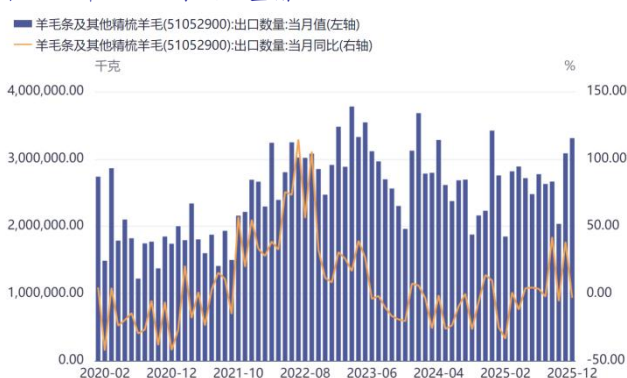
2025 年毛纺织行业量有所下降，行业景气度一般。中国海关数据显示，2025 年，毛纺原料与制品进出口总额 160 亿美元(人民币金额 1148 亿美元)，同比下跌 2.0%，受国际形势波动的影响，规模小幅调整。全年毛纺原料与制品出口额 122 亿美元(人民币金额 870.8 亿元)，同比微跌 0.9%。毛纱线与毛针织服装呈现较好增长，毛纱线累计出口 3.1 万吨，同比增长 9.2%，毛针织服装全年出口 1.2 亿件，同比增长 7.9%。欧盟、英国、东盟对毛针织服装出口的快速增长弥补了美国出口的下滑。2025 年进口羊毛原料和初加工羊毛 30.4 万吨，同比下滑 6.8%，其中含脂毛累计进口 25.1 万吨，同比下跌 8.9%。

图 12：羊毛及毛条进口量情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 13：羊毛及毛条出口量情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

羊绒行业 2025 年展现出韧性。2025 年，羊绒原料及制品进出口总额 20.79 亿美元（人民币 148.67 亿元），同比增长 2.74%。其中，出口 15.66 亿美元（人民币 112.08 亿元），同比增长 3.33%；进口 5.13 亿美元（人民币 36.59 亿元），同比增长 0.98%。总体看，我国羊绒行业承压运行，全年进出口总值顶压增长，充分展现了韧性与活力。

图 14：2024 年-2025 年羊绒原料及制品月度进口额变化情况（单位：万美元）

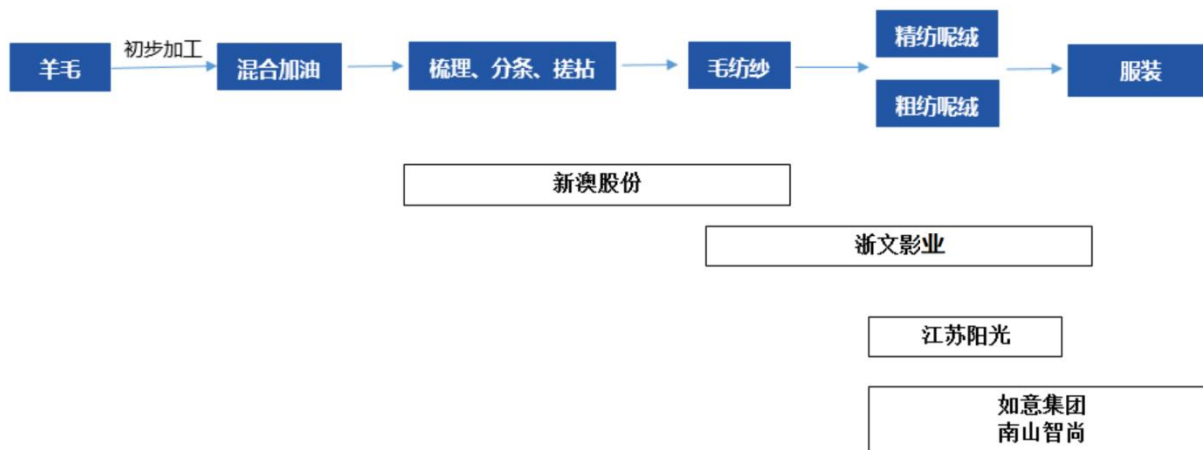


资料来源：中国海关、全球纺织网、信达证券研发中心

2.2 格局：新澳股份处于原材料龙头位置，规模与成长能力优秀

毛纺织行业的主要上市公司：如意集团、新澳股份、浙文影业、南山智尚、江苏阳光（已退市）。五家公司中，如意集团与南山智尚业务重合度最高，主营精纺呢绒面料及服装。另外三家公司与公司业务存在不同程度的重合，并且呈上下游关系。

图 15：主要毛纺企业在产业链里的位置



资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

五家毛纺织公司业务情况：

图 16：主要毛纺企业业务情况

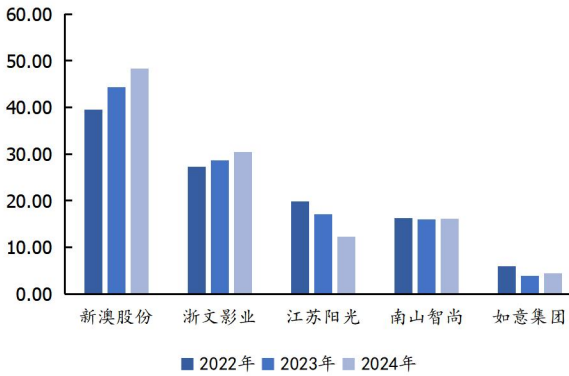
公司名称	股票代码	主营业务及产品	2024 年收入	2024 年度分产品收入	2024 年度内外销比例
新澳股份	603889.SH	公司立足于毛纺行业，主营业务为毛精纺纱线的研发、生产和销售，主要	48.41 亿元	毛精纺纱线：25.43 亿元 (占比约 52.5%) 羊绒纱线：15.48 亿元(占	外销：28%，内销：71%

		产品为毛精纺纱线以及中间产品羊毛毛条，主要应用于下游纺织服装领域。		比约 32.0%) 羊毛毛条等：约 6.66 亿元（占比约 13.8%）	
浙文影业	601599.SH	公司主要从事各类针织毛纺纱线以及高档精纺呢绒面料生产与销售。	30.40 亿元	纺织产品：28.45 亿元（占比 93.58%）。	外销：68% 内销：27%
江苏阳光	已退市	主营产品精纺呢绒面料	12.23 亿元	毛纺面料 9.82 亿元，占比 80.29%	外销：67% 内销：26%
南山智尚	300918.SZ	主营业务为精纺呢绒及正装职业装的研发、设计、生产与销售。公司拥有完善的毛纺织服饰产业链，涵盖精纺呢绒业务体系、服装业务体系。	16.16 亿元	精纺呢绒：约 8.1 亿元（占比约 50.1%） 服装：约 6.11 亿元（占比 37.8%） 超高纤维新材料：约 1.76 亿元（占比 10.9%）	外销：25%，内销：75%
如意集团	002193.SZ	公司是集精纺呢绒面料及服装的设计、生产、销售于一体的大型纺织服装集团，拥有齐全的毛纺织服装产业链。	4.49 亿元	服装：3.06 亿元（占比 68.18%） 面料：1.22 亿元（占比 27.25%） 其他：0.21 亿元（占比 4.57%）	外销：67.10% 内销：32.90%

资料来源：万得、信达证券研发中心

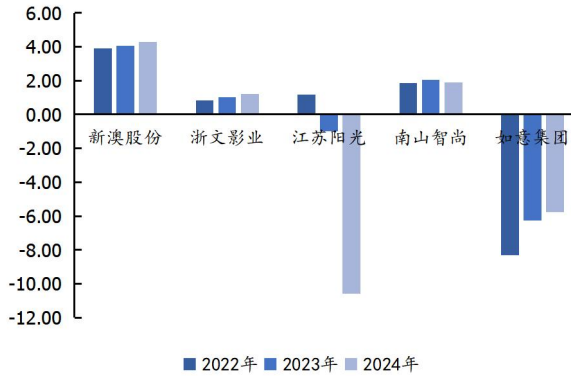
规模与成长方面，新澳股份体现出较好的成长性。从营业收入规模与增长趋势看，新澳股份在可比公司中展现出显著的规模优势和较好的成长性。2022-2024 年，公司营收从 39 亿元持续增长至 52 亿元，规模高于同业（南山智尚、江苏阳光同期营收在 20 亿内），且与规模较大的浙文影业（纺织业务营收约 29 亿元）相比，其增长斜率更为陡峭。新澳股份的营收复合增长率高于产业内其他公司，彰显了其强劲

图 17：主要毛纺企业近三年收入（单位：亿元）



资料来源：ifinD、信达证券研发中心

图 18：主要毛纺企业近三年净利润（单位：亿元）



资料来源：ifinD、信达证券研发中心

的内生增长动力。

毛利率彰显环节特性，净利率和 ROE 凸显盈利质量。

作为上游原材料环节的代表企业，新澳股份的销售毛利率虽低于以成品业务为主的南山智尚等，但这主要受其产业链环节特性影响。该环节毛利率水平相对较低但稳定性强，2022-2024 年间，公司毛利率始终稳定在 19% 左右，体现了其在细分领域扎实的定价与成本控制能力。

净利率和 ROE 方面。新澳股份净利率低于南山智尚，若进一步结合资产周转效率来看，新澳股份所处的原材料环节优于南山智尚所处的成品环节，最终推动其净资产收益率（ROE）位居行业前列。

图 19：主要毛纺企业近三年毛利率（单位：%）

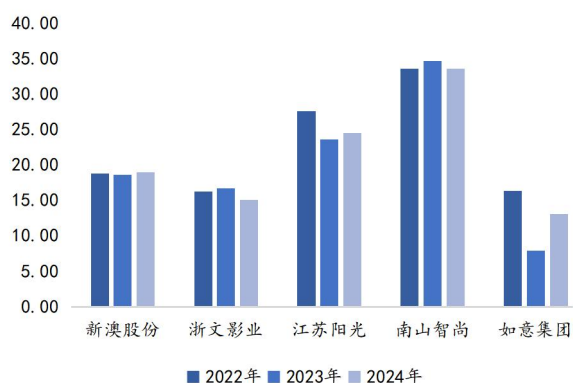
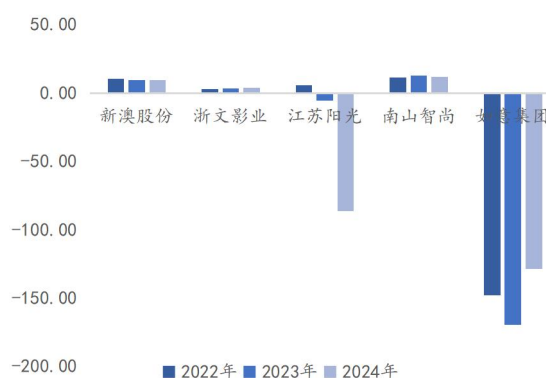


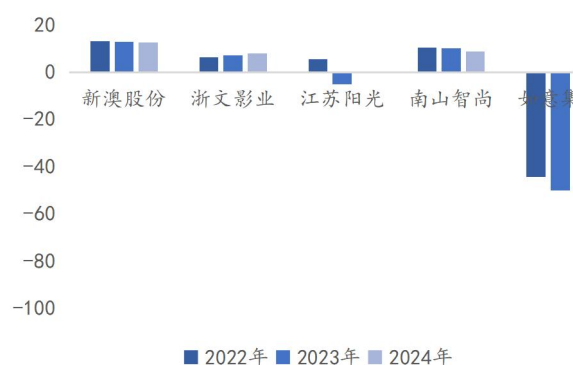
图 20：主要毛纺企业近三年净利率（单位：%）



资料来源：ifind、信达证券研发中心

资料来源：ifind、信达证券研发中心

图 21：主要毛纺企业近三年摊薄 ROE（单位：%）



资料来源：ifind、信达证券研发中心

核心观点：我们认为，新澳股份凭借对羊毛、羊绒核心原料的深入布局、覆盖纱线至毛条的纵向一体化产业链，以及持续优化的产品结构（羊绒业务占比提升），已在行业中建立起独特的竞争优势。其财务表现显著优于同业，龙头地位稳固，未来有望进一步整合行业资源，强化成长动能与盈利韧性。

3.公司看点：羊毛价格上行与羊绒第二增长曲线

3.1 毛精纺纱线：价格上行+产能释放双驱动

1、产能释放与客户结构优化

毛精纺纱线是公司的核心收入支柱，产品定位高端且盈利能力稳健。毛精纺纱线是公司的第一大收入来源，2025 年上半年营收占比达 56.1%。公司产品以高支纱、细支品类为主，主要应用于中高端服装及运动户外领域，体现了其高端化产品定位。

图 22：公司羊毛业务收入（含毛精纺纱线和羊毛毛条）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
毛精纺纱收入（亿元）	12.41	15.67	17.59	19.28	15.95	20.6	22.44	24.97	25.43	14.33
羊毛毛条收入（亿元）	5.18	6.25	7.06	7.08	3.97	4.95	5.86	6.61	6.66	3.03

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

海内外产能有序释放，公司产销持续增长，为公司巩固龙头地位与全球布局提供坚实基础。公司通过清晰的产能扩张路线图，支撑未来增长。越南一期（2 万锭）已于 2024 年 11 月投产，2025 年处于产能爬坡期。国内银川基地（2 万锭）计划于 2025 年下半年投产，将专注于高品质精纺羊毛纱，缓解国内高端产能瓶颈。展望 2026 年，越南二期（3 万锭）的投产将使公司总产能实现进一步突破。公司一系列产能布局不仅提升了规模优势，更优化了全球供应链配置，增强了抗风险与快速响应能力。

图 23：公司羊毛业务产量和销量逐步提升

项目	产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
销量										
毛精纺纱线	8074.44	9086.15	10242.11	10336.73	10416.37	9850.61	13364.48	13643.66	14982.7	15738.67
羊毛毛条	5733.02	5821.7	6032.45	5484.76	5625.98	4273.69	5275.23	5938.32	7179.26	7608.3
产量										
毛精纺纱线	7532.88	9471.84	10457.28	11101.8	9560.39	9644.69	14041.53	14484	14384.23	16810.87
羊毛毛条	5719.7	5752.5	6348.9	5595.73	5425.82	4492.11	5120.36	6469.76	7473.88	7646.88

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

产品与客户结构升级，驱动业务持续成长。近年来，公司围绕纺纱主业实施可持续的品类扩张战略，持续推动产品向多元化、高附加值方向升级。通过创新研发，公司不断推出功能更强、应用更广的新产品，并积极向家纺、产业用纺织品及新材料领域延伸。

产品创新与品类拓展：

- 1) 高性能户外运动纱线：依托羊毛天然的透气、温控等特性，结合创新纺纱工艺，开发适用于运动户外服饰与鞋材的高性能纱线，并亮相德国慕尼黑功能性面料展览会。截止 25Q3，高增长的圆机纱品类已占毛精纺纱线销量近 30%。
- 2) 高端家纺纱线：发挥羊毛可再生、抗菌舒适等优势，成功开发用于沙发、窗帘、毯类等家纺场景的高品质纱线，开辟新的增长曲线。
- 3) 梭织（机织）纱线系列：在针织优势基础上，拓展梭织产品线，推出涵盖特种纱、纯羊毛单纱及混纺纱线的完整解决方案，满足中高端衬衫、西装面料的升级需求。

4) 花式纱产品：利用精纺技术优势，推出首期羊毛花式纱系列，进一步丰富产品矩阵。

客户与市场成效显著。随着产品矩阵的日益丰富，公司客户结构从传统的毛精纺针织客户，成功拓展至运动户外、家纺、梭织及花式纱等新兴领域的优质客户，市场覆盖面与综合竞争力持续提升。

2、羊毛价格展望向上，公司毛利受益

公司受益于羊毛原料价格上涨周期。作为具备完整产业链和强议价能力的行业龙头，新澳股份能够将上游原料（羊毛）的价格上涨，有效地传导至其产品（尤其是羊毛毛条）的销售端，从而在涨价周期中实现收入与利润的扩张。

产品价格：数据显示，在羊毛价格上涨周期里公司成功地将成本上涨转化为了产品提价。羊毛毛条单价持续提升：从图 24 中“羊毛毛条价格”来看，其售价并非固定，而是随行就市。例如，在 2017 年、2018 年原料价格上行时，公司毛条单价从 2016 年的 8.90 万元/吨大幅跃升至 2018 年的 12.87 万元/吨。2023 年、2024 年随着羊毛价格下行，公司毛条价格回落至 9.21 万元/吨和 8.75 万元/吨。

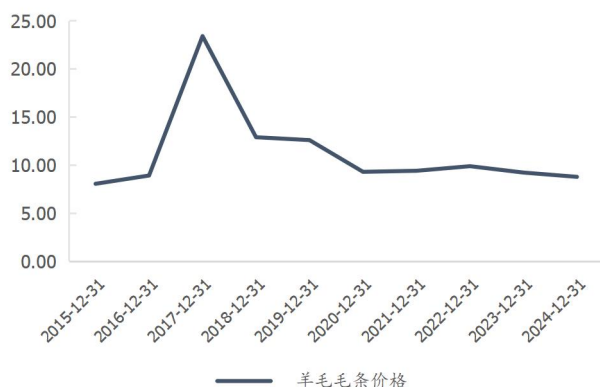
毛利率：分业务看，毛精纺纱线的毛利率表现尤为突出：在 2021 年之后，其毛利率从 16.83% 的低点强劲反弹并持续提升，至 2024 年达到 26.78% 的高位。这表明公司高附加值、深加工的纱线产品具备更强的定价权和成本转嫁能力，是涨价周期中的主要利润贡献者。羊毛毛条业务的毛利率变化：该业务毛利率波动较大（2%-10% 之间），这反映了其作为更接近原料的半成品，价格与成本联动更直接。但在原料上涨周期中，公司仍能通过及时的售价调整，在多数年份维持正向毛利，起到了稳定现金流和贡献边际利润的作用。

图 24：公司羊毛业务（毛精纺纱和羊毛毛条）价格与毛利率

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
毛精纺纱价格（万元/吨）	13.66	15.30	17.02	18.51	16.19	15.41	16.45	16.67	16.16	
羊毛毛条价格（万元/吨）	8.90	10.36	12.87	12.58	9.29	9.38	9.87	9.21	8.75	
毛精纺纱毛利率	25.70%	24.63%	21.75%	18.55%	16.83%	23.23%	25.35%	25.06%	26.78%	28.83%
羊毛毛条毛利率	9.83%	9.48%	9.87%	2.60%	2.75%	8.45%	5.46%	3.59%	5.22%	6.23%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 25：公司 2015-2025 年羊毛毛条价格（单位：万元/吨）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

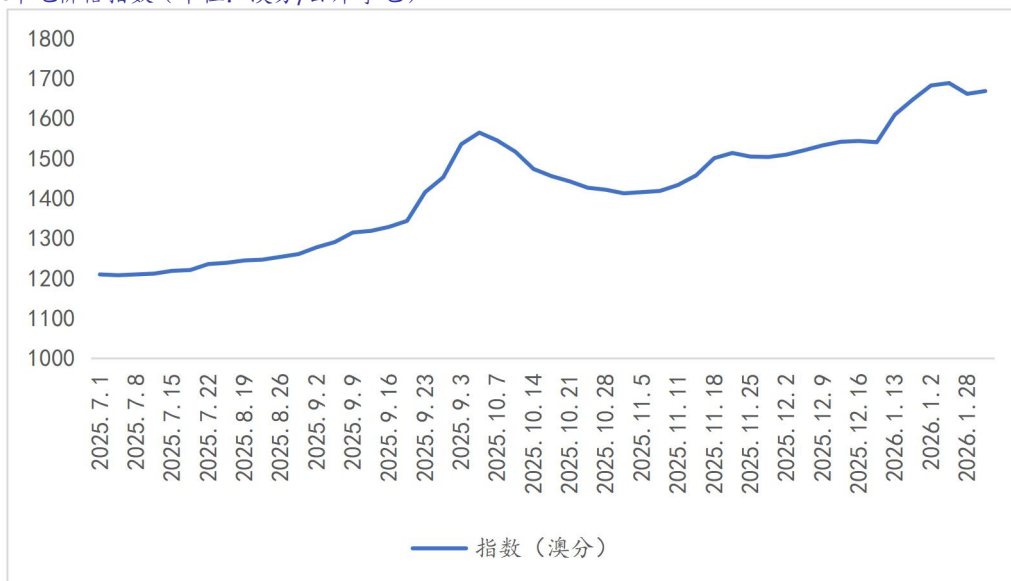
图 26：2015-2025 年羊毛市场价格



资料来源：iFind、信达证券研发中心

自 2025 年下半年以来，羊毛价格呈现持续上涨趋势。这一行情主要受到全球羊毛供给持续紧张的驱动。

图 27：澳大利亚羊毛价格指数（单位：澳分/公斤净毛）



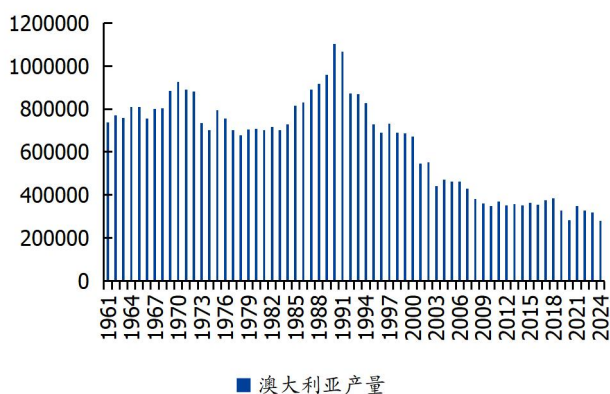
资料来源：进口宝、信达证券研发中心

全球羊毛供给格局集中，主要生产国产量多位于历史低位。全球羊毛产出主要集中于中国、澳大利亚和新西兰。据联合国粮农组织统计，2024 年三国产量合计约占全球总产量的 45%。目前，澳大利亚与新西兰的羊毛产量均处于历史较低水平。

澳大利亚作为中高端羊毛核心供给国，产量萎缩趋势显著。其羊毛产量已从 1990 年约 110 万吨的峰值，下滑至 2024 年的约 28 万吨。澳大利亚羊毛生产预测委员会（AWPFC）对 2025/26 年度剪羊毛产量的第三次预测为 2.447 亿公斤含脂原毛。这比 2024/25 年度的估算值低 12.6%，且较 2025 年 8 月的预测下调了 690 万公斤含脂原毛。

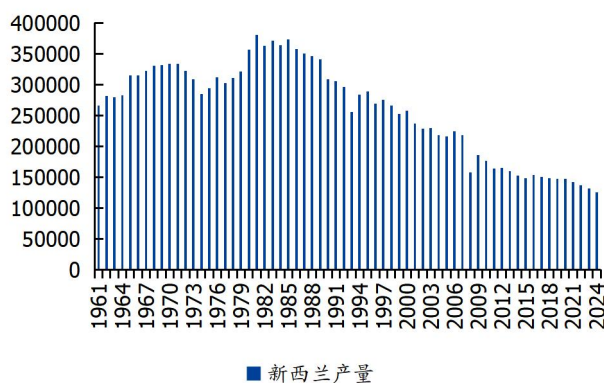
新西兰产量持续下降。新西兰羊毛产量从 1990 年的 30.9 万吨持续下降至 2024 年的 12.5 万吨，累计降幅达 59.6%，近五年年均降幅维持在 0%-5% 区间，主要原因在于非高原草地面积的减少。

图 28：澳大利亚羊毛产量（单位：吨）



资料来源：联合国粮农组织（FAO）、信达证券研发中心

图 29：新西兰羊毛产量（单位：吨）



资料来源：联合国粮农组织（FAO）、信达证券研发中心

中国羊毛产量近五年则保持稳定。中国羊毛产量近五年保持较为稳定的状态，近三年的产量波动率在-1%到3%。国内羊毛产量保持稳定，且国内羊毛消耗量大，毛纺生产和消费量大，国内稳定的产量主要用于内部产业链。

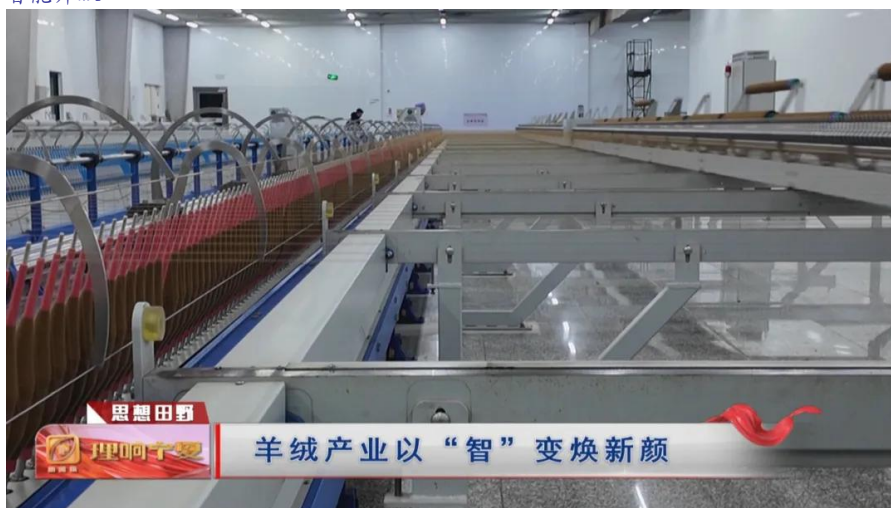
总结，澳大利亚和新西兰作为全球最主要的两大出口导向型羊毛生产国，其产量同步、趋势性下降，从根本上收缩了全球羊毛市场的有效供给。与此同时，最大消费市场中国的产量稳定但更多服务于内需。这种“核心出口供应收缩，核心需求方自给为主”的格局，预计将持续对全球羊毛价格形成坚实支撑。

3.2 羊绒纱线：第二增长曲线放量

1、羊绒业务已成为公司强劲的第二增长曲线，收入实现高速扩张

2019年宁夏新澳羊绒有限公司系新澳集团收购宁夏中银绒业股份有限公司相关资产后组建而成。凭借承接自中银绒业的专业经验与技术积累，公司已成功构建起一体化的羊绒产业运营中心。宁夏生产基地坐拥区位与资源双重优势，周边优质羊绒原料供应充足。公司目前具备年染色3000吨、年产粗纺羊绒纱2500吨及精纺纱360吨的产能规模，展现出显著的规模化生产能力。在研发方面，公司已累计获得20余项专利，持续推动羊绒纺织工艺的创新与升级。此外，公司产品结构多元，覆盖横机纱、圆机纱及机织纱等多个品类，能够灵活响应下游市场对不同应用场景的纱线需求，具备较强的市场适应性与客户服务能力。

图 30：公司羊绒业务智能升级



资料来源：宁夏广电新闻中心、信达证券研发中心

羊绒业务是公司明确且已得到验证的第二增长曲线，增长势头迅猛。其收入规模从2020年的1.96亿元快速攀升至2024年的15.84亿元。增长势头在2025年上半年得以延续，实现营收7.86亿元，同比增长16%，毛利率在13.51%，同比基本稳定。表明羊绒业务已从培育期进入放量增长阶段，成为驱动公司整体成长的核心引擎之一。

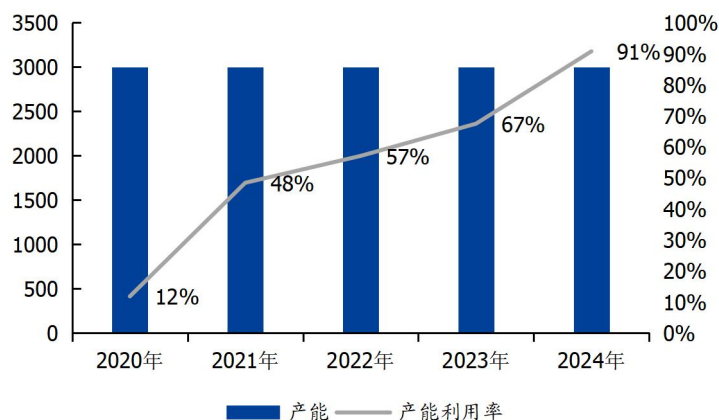
图 31：公司羊绒业务收入、销量和毛利率

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
羊绒收入	1.96	8.3	10.71	12.22	15.48	7.86
销量（吨）	278.00	1,301.78	1,607.77	1,995.56	2,598.90	
羊绒毛利率	17.90%	13.71%	11.39%	12.68%	11.13%	13.51%
羊绒单价（单位：万元/吨）	70.50	63.76	66.61	61.24	59.56	

资料来源：iFind、信达证券研发中心

公司未来通过精细化管理和业务协同，提升羊绒业务的盈利质量。在规模扩张的同时，公司聚焦于提升羊绒业务的盈利水平。产能方面，2024 年利用率已达 91%（根据 2025 年初公司交流产能推算而来），2025 年产销增长的情况下产能利用率预计进一步提升，为收入增长提供基础。公司两个羊绒业务板块：子公司宁夏新澳羊绒以精细化管理为抓手，通过锻造产品竞争力、优化客户资源、升级订单结构，有望在迈入全年产能利用率高位稳态运行的阶段后，进而逐步实现从规模增长到盈利提升的发展进阶。子公司英国邓肯通过增资扩股并引进外部投资者 BARRIE，有助于其与高端客户的深度绑定。

图 32：公司羊绒业务推算产能利用率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

3.3 生产端：海外产能持续推进，构建行业竞争优势

新澳股份的产能布局遵循“国内优化、海外拓展”的双线策略，以支撑其羊毛与羊绒双核心业务的增长。公司的产能布局紧密对应其羊毛与羊绒两大业务。羊毛纱线产能是基本盘，扩张通过国内（银川）升级与海外（越南）复制并举；羊绒纱线产能则高度集中于宁夏基地，进行专业化、高品质生产。

图 33：新澳股份产能布局

业务板块	生产基地	产能状态
毛精纺纱线	中国（主要基地）	2024 年末约 15,000 吨（实际，非折标）
	越南（一期）	2 万锭
	越南（二期）	3 万锭
	新澳银川	2 万锭
羊绒纱线	宁夏新澳、英国邓肯	3000 吨
羊毛毛条	浙江新中和	13,000 吨
改性处理	浙江新中和	18000 吨
染整	浙江厚源、越南新澳	15000 吨

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

2026 年是新澳股份新产能的密集投放期。

越南与银川项目的陆续投产，将直接带来产量的提升，满足订单增长需求。更重要的是，随着产能释放和“订单化生产”策略的深化，公司有望通过优化产品与客户

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>17

结构，在规模增长的同时，持续推动毛利率提升，实现有质量的增长。

图 34: 公司在建产能和爬坡产能情况

项目名称	子公司	地点	产能规模	进展状态
50,000 锭高档精纺生态纱 纺织染整项目	新澳纺织（越南） 有限公司	越南西宁 省	50,000 锭（分 两期）	一期 20,000 锭已逐步投产
20,000 锭高品质精纺羊毛 （绒）纱建设项目	新澳纺织（银川） 有限公司	宁夏灵武 市	20,000 锭	完成安装调试，预计 2025 年下半年 释放产能
高端羊绒纺纱产线升级	邓肯有限公司 （TODD & DUNCAN LIMITED）	英国	未披露具体锭 数	引进外部投资者，加速升级中

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

新澳股份在越南的产能布局具备显著的一体化配套优势，建立长期竞争壁垒。

与主要竞争对手在越南将纺纱和染整工序分散于相隔较远的两个区域不同，新澳的越南工厂实现了纺纱与染整在同一园区内的协同布局。这种地理上的集中配套不仅提升了物流和生产衔接效率，降低了运营成本，也增强了快速响应客户订单的灵活性。此外，公司产品定位高端，服务于不同的高端客户群体，赛道优势明显。目前，主要竞争对手在越南暂无新的产能扩张计划，这为公司在当地进一步巩固和扩大优势提供了窗口期。

4 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

收入端：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 49.37/55.73/61.1 亿元，分别同比变动 1.99%/12.87%/9.64%：

（1）羊毛：尽管贸易战对上游环节以间接影响为主，但下游观望或需求减弱仍可能带来一定压力。澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数持续上涨，羊毛价格回升有望带动收入增长。此外，新澳越南及新澳银川项目逐步投产，虽短期带来折旧压力，但中长期将支撑产能释放与收入提升；

（2）羊绒：目前产能利用率持续改善，质量和效率仍有提升空间，结构调整有望推动毛利率提升。子公司英国邓肯通过增资扩股并引入外部投资者 BARRIE，有助于深化与高端客户绑定，为后续增长奠定基础；

利润端：考虑到羊毛价格回暖带来的利润弹性，以及羊绒业务结构优化、效率提升，我们预计公司归母净利润有望稳步增长，2025-2027 年归母净利润分别为 4.60/5.64/6.30 亿元：

（1）羊毛：羊毛价格回升有望提升盈利水平，新增产能逐步释放后规模效应渐显，利润贡献有望增强；

（2）羊绒：产能利用率与质量持续改善，叠加高端客户合作深化，预计毛利率稳中有升，带动利润恢复增长；

期间费用方面：随着公司收入规模扩大、海外布局优化，费用率预计保持平稳。我们预计 2025-2027 年销售费用率分别为 2.09%/2.09%/2.09%，管理费用率分别为 3.20%/3.10%/3.10%。整体费用控制良好，支持净利润释放。

图 35：收入预测（百万元）

项目	2024 年	2025E	2026E	2027E
总收入（亿元）	48.41	49.37	55.73	61.10
YOY	9.07%	1.99%	12.87%	9.64%
羊毛业务收入	25.43	24.42	28.08	30.89
羊毛 YOY	1.83%	-4.00%	15.00%	10.00%
羊绒业务收入	15.48	17.96	20.65	22.72
羊绒 YOY	26.65%	16.00%	15.00%	10.00%
其他	7.49	7.00	7.00	7.50
综合毛利率	18.98%	19.31%	20.15%	20.14%
羊毛业务毛利率	26.78%	29.00%	29.50%	29.00%
羊绒业务毛利率	11.13%	12.0%	13.0%	13.5%

资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

4.2 投资评级

新澳股份作为毛纺龙头制造商，收入业绩稳健增长。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 4.60/5.64/6.30 亿元，对应 PE 分别为 14.28、11.6、10.44 倍。选取纺织制造行业内的可比公司百隆东方、伟星股份、鲁泰 A 和毛纺织公司南山智尚进行对比，其 2026 年预测 PE 均值约为 19.07X。公司当前估值低于行业平均水平，具备一定安全边际。公司历史盈利与羊毛价格呈现强相关性，我们认为，伴随羊毛价格进入上行周期，公司盈利弹性与估值均有望迎来戴维斯双击。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 36：可比公司估值对比

代码	证券简称	市值(亿元人民币)	收盘价	盈利预测（亿元）			市盈率 PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601339	百隆东方	107.22	7.15	6.55	7.31	8.16	16.37	14.67	13.14
000726	鲁泰 A	55.45	7.65	6.04	5.85	6.62	9.19	9.47	8.38
300918	南山智尚	89.89	17.76	2.07	2.54	3.19	43.33	35.41	28.16
002003	伟星股份	127.33	10.71	6.79	7.62	8.56	18.74	16.71	14.87
行业平均							21.91	19.07	16.14
603889	新澳股份	65.72	9.00	4.60	5.64	6.30	14.28	11.65	10.44

资料来源：iFind，信达证券研发中心（估值日期：采用 2026 年 2 月 9 日收盘价，除新澳股份外其余一致预期来自于 iFind）

5.风险提示

原材料价格波动风险：羊毛作为公司主要原材料，其价格大幅波动将直接影响生产成本与库存价值，可能导致盈利能力不稳定。

下游需求疲软风险：若纺织服装等下游行业需求持续低迷，将影响公司订单与产品价格传导，从而拖累营收增长。

新产能投放不及预期风险：越南、银川等地产能建设或市场拓展若延迟，可能阻碍公司规模扩张与增长节奏。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>19

海外经营环境变化风险：公司在越南布局产能，当地政策、贸易环境或汇率发生不利变化，可能影响运营效率与成本优势。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,524	3,103	3,798	4,289	4,855
货币资金	1,027	532	1,247	1,448	1,753
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	415	451	438	482	518
预付账款	7	8	9	10	11
存货	1,856	1,990	2,025	2,246	2,461
其他	218	121	80	103	113
非流动资产	2,121	2,587	2,556	2,441	2,264
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,624	1,929	2,014	1,957	1,816
无形资产	185	180	175	170	166
其他	313	478	367	314	283
资产总计	5,645	5,689	6,354	6,730	7,120
流动负债	1,950	1,459	1,836	1,925	1,995
短期借款	580	488	788	788	788
应付票据	266	114	111	124	136
应付账款	532	340	387	433	457
其他	572	517	550	581	615
非流动负债	400	679	679	679	679
长期借款	380	656	656	656	656
其他	19	23	23	23	23
负债合计	2,350	2,138	2,515	2,604	2,674
少数股东权益	125	148	174	207	243
归属母公司股东权益	3,170	3,404	3,666	3,919	4,203
负债和股东权益	5,645	5,689	6,354	6,730	7,120

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,438	4,841	4,937	5,573	6,110
同比(%)	12.4%	9.1%	2.0%	12.9%	9.6%
归属母公司净利润	404	428	460	564	630
同比(%)	3.7%	6.0%	7.4%	22.6%	11.6%
毛利率(%)	18.6%	19.0%	19.3%	20.2%	20.1%
ROE%	12.7%	12.6%	12.6%	14.4%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.59	0.63	0.77	0.86
P/E	16.26	15.34	14.28	11.65	10.44
P/B	2.07	1.93	1.79	1.68	1.56
EV/EBITDA	8.47	8.15	8.65	7.26	6.38

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,438	4,841	4,937	5,573	6,110
营业成本	3,612	3,922	3,984	4,450	4,879
营业税金及附加	26	32	32	35	39
销售费用	94	101	103	116	128
管理费用	126	154	158	173	189
研发费用	111	111	109	130	139
财务费用	-5	29	4	-16	-24
减值损失合计	-22	-11	-10	-9	-8
投资净收益	2	3	2	3	3
其他	31	35	20	8	11
营业利润	484	519	559	688	767
营业外收支	1	-3	-1	-1	-2
利润总额	486	516	559	687	765
所得税	55	64	73	89	99
净利润	430	452	486	597	666
少数股东损益	26	24	26	33	36
归属母公司净利润	404	428	460	564	630
EBITDA	634	728	808	935	1,017
EPS(当年)(元)	0.56	0.59	0.63	0.77	0.86

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	552	370	793	711	800
净利润	430	452	486	597	666
折旧摊销	158	184	246	265	277
财务费用	10	52	45	51	51
投资损失	-2	-3	-2	-3	-3
营运资金变动	-65	-326	-5	-224	-212
其它	20	10	24	24	23
投资活动现金流	-671	-677	-211	-148	-98
资本支出	-679	-737	-251	-151	-102
长期投资	-8	0	-20	0	0
其他	17	60	60	3	3
筹资活动现金流	136	-148	60	-362	-398
吸收投资	85	0	0	0	0
借款	204	183	300	0	0
支付利息或股息	-235	-266	-275	-362	-398
现金流净增加额	43	-473	661	201	304

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商、宠物等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。