

新澳股份（603889.SH）

公司报告 | 首次评级报告



吴宇同
家电、纺织服装 & 医美
化妆品研究员

2025年11月20日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	7.69
总市值	56.16亿
PE-TTM	12.89
PB-MRQ	1.56

估值结果

价值	53.47亿
DDM估值	上行空间 -4.8%
状态	合理估值
价值	59.28亿
动态估值	上行空间 5.6%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★ ★ ★ ★ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ★ ☆
产业格局	★ ★ ★ ★ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ☆

核心评级结论

新澳股份是毛纺龙头制造商，主营业务包括毛精纺纱、羊绒纱线以及羊毛毛条。

公司的成长空间较低，主要是由于毛纺行业非常成熟，下游服装行业的增速较低。盈利趋势星级一般，主要是由于盈利能力与羊毛价格高度相关，可预测性较低。产业格局星级较高，主要是由于公司为毛精纺纱行业的龙头，产能位居中国第一，全球第二，预计未来的市占率稳定。护城河星级高，公司主要具备规模优势和转换成本护城河。

基于我们对公司产品及客户不断丰富、运动户外纱线+国内电商客户打造新成长曲线、公司在羊毛&羊绒纱线细分领域份额有望持续突破的假设，公司当前处于合理估值水平。

我们区别于市场的观点

我们对新澳股份的利润增速持保守态度。市场普遍预期公司毛利率具备较大提升空间，且费用率有望保持稳定或小幅下降，但我们认为这一判断需谨慎：一方面，公司毛利率与羊毛价格直接挂钩，而羊毛价格受供需、汇率等多重因素影响，走势难以精准预判，毛利率持续提升的确定性不足；另一方面，公司正持续开拓新客户与国际市场，相关渠道建设与推广将维持销售费用刚性，费用率下降空间十分有限。综上，我们对公司的利润预测低于市场一致预期。

风险提示

公司主要原材料为澳大利亚和新西兰羊毛，其价格波动将导致原材料成本以及产品价格变化，由于公司主要产品羊毛纱线、羊绒纱线、羊毛毛条的直接材料成本占比均达80%以上，因此原材料价格波动对公司毛利率影响较大。公司羊毛业务产品线不断扩展，包括高附加值的家纺、产业用和新材料应用，羊绒业务产品亦处在开拓客户阶段，若市场开拓不及预期，则可能导致公司经营业绩不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司是毛精纱线龙头制造商。公司前身新华毛纺成立于1991年，主营业务为毛精纺纱及中间产品羊毛毛条的研发、生产和销售，深耕毛纺行业30余年，已建立起毛条—染色—纺纱一体化的产业链，2019年涉足羊绒纱线业务，实现多品类协同发展，是国内“精梳羊毛纱单项冠军”。

2. 业务介绍

对于新澳股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

毛精纺纱线：

毛精纺纱是以羊毛、羊绒等天然动物纤维为原料，经梳条、并条、粗纱、细纱等多道精细工艺纺制而成的纱线。主要用于高端服装面料，如西装、羊绒衫、高端针织品等，凭借优异的质感和耐用性，适配中高端消费市场。我们对于这项业务的界定为国内市场和国际市场。

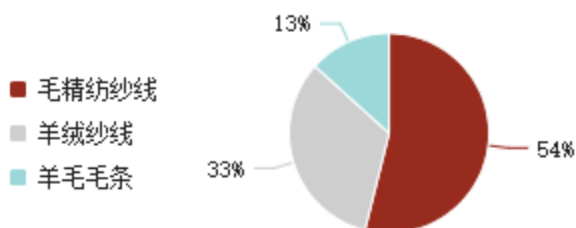
羊绒纱线：

羊绒纱线是以山羊绒（非绵羊绒，核心取自山羊冬季贴身绒毛）为原料，经分拣、清洗、梳理、纺纱等精细工艺制成的纱线。核心优势是柔软亲肤、保暖性强且重量轻盈，同时纤维细长、韧性佳，质感远超普通羊毛纱线。我们对于这项业务的界定为国内市场和国际市场。

羊毛毛条：

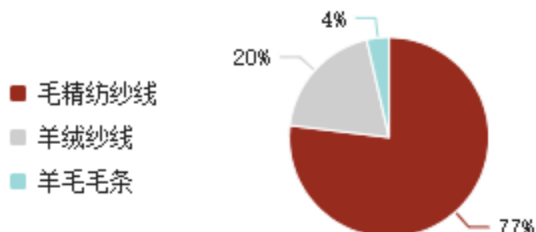
羊毛毛条是羊毛纺纱的核心中间产品，由洗净后的原毛经梳理、除杂、分梳、并合等精细工艺制成。它是连接羊毛原料与成品纱线的关键纽带，主要用于生产毛精纺纱（新澳股份主力产品），能显著提升纺纱效率、保证纱线条干均匀度与品质稳定性。我们对于这项业务的界定为国内市场和国际市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司的主营业务为毛精纺纱的生产和销售，拥有完整产业链（从洗毛、制条到纺纱、染整），固定资产投资大，周转率较低，体现资产强度较高的特点。公司营销强度较低。公司在产业链的位置为上游，面向服装制造商等工业客户，无需大规模品牌营销。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司拥有完整产业链（从洗毛、制条到纺纱、染整），固定资产投入大。公司产能全球化布局初显，目前在浙江、宁夏、英国苏格兰以及越南西宁省合计设有7家生产企业，产能不断扩张。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司深耕毛纺产业链上游，核心聚焦毛精纺纱、羊绒纱线等中间产品的研发与生产，客户群体以服装制造商、面料厂等工业端企业为主。这类B2B合作模式下，客户决策核心在于产品品质稳定性、供应可靠性及定制化适配能力，无需像C端品牌那样投入大额广告与终端推广费用，销售资源更多集中于客户关系维护与供应链协同。

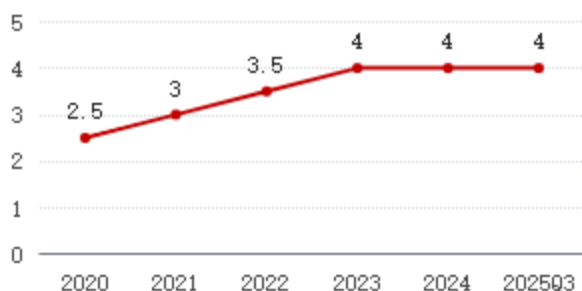
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效来看，公司的盈利能力和股东回报星级较高，成长能力和业务控制能力较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力处于较好的水平。期间费用率稳定，2020年起盈利能力回升。随中小毛纺产能出清后行业集中度提升、2020年9月底羊毛价格触底反弹，公司在宽带战略引领下，以产促销和激励政策促进羊毛纱规模及利润双回暖，羊绒纺纱业绩大幅增长。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



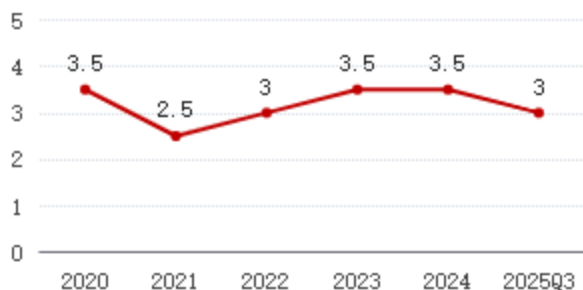
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力较好，营业收入规模持续扩大。2018-2020年业绩增速放缓，利润在2019年出现低点，收入在2020年出现低点，主要是由于2018年下半年开始至2020年底原材料价格急跌、低档混纺替代趋势导致销售价格下降，叠加需求疲软下扩产带来的折旧及人力成本提升，利润受到压缩。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



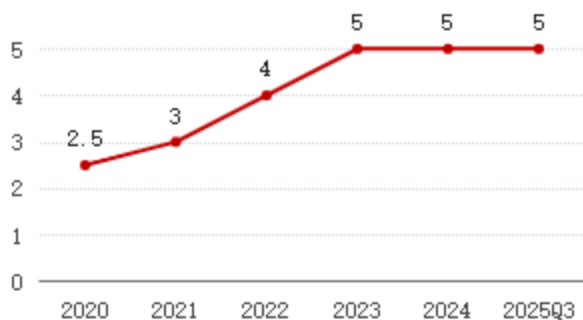
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史的业务控制能力较好，主要是由于全产业链垂直整合，覆盖洗毛、制条至纺纱染整，把控供应链与交付稳定性；深度绑定全球大客户（含顶奢品牌），需求稳定且黏性高，因此回款较快，现金流情况较好。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史上的股东回报星级高。近5年来公司的分红比例均超过50%，公司有能力和意愿进行分红并且分红意愿高。

5. 四维评级

公司的成长空间和盈利趋势星级较低，产业格局和护城河处于较好的水平。分业务看，公司营收的主要来源毛精纺纱的成长空间较低，拖累整个公司的成长空间星级。公司的盈利趋势星级一般，主要是由于产品较为同质化，尚未形成显著的差异化竞争壁垒。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司的成长空间星级较低，主要是由于下游的服装行业非常成熟，成长天花板较低；服装行业偏可选消费，容易受到宏观经济的影响，增速的可预测性较低。

毛精纺纱线(1.5星)：

该业务的成长空间星级较低，主要是由于下游服装行业发展成熟，成长天花板已较为明确；同时，服装属于可选消费范畴，需求易受宏观经济周期波动影响，行业整体增速的可预测性较弱，进而限制了公司的长期增长潜力。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势星级一般，主要是由于产品同质化特征较明显，缺乏足够差异化竞争优势；资产结构偏重，固定资产与存货占比较高，既拉低资产周转效率，又带来固定成本压力，抗周期波动能力较弱，影响盈利增长的稳定性与持续性。

毛精纺纱线(2.5星):

该业务的盈利趋势星级一般，主要是由于产品同质化属性突出；资产结构偏厚重，固定资产与存货占比居高不下，既拉低了资产周转效率，又带来持续的固定成本压力，导致抗周期波动能力偏弱，进而制约了盈利增长的稳定性与持续性。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局星级较好，主要是由于公司是毛纺龙头制造商，上下游议价能力较强；在不出现质量问题的情况下，客户一般不会轻易更换供应商，客户具备一定的粘性。

毛精纺纱线(3星):

该业务的产业格局星级较好。作为毛纺行业龙头制造商，公司在产业链中占据优势地位，对上下游的议价能力更为突出；同时，行业特性决定，在产品质量稳定的前提下，客户更换供应商的转换成本较高，因此形成了较强的客户粘性，合作关系具备良好的持续性。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河星级较高，主要具备的是规模经济和转换成本护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
毛精纺纱线	(3星) 该业务的护城河较深，其经壹评级调整的ROE为20.5%，经壹评级调整的R0IC为20.5%。该业务的市占率约为14%，在国内的市占率排名第一，龙头地位稳固，业务控制力较好，且较为稳定。	(4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备规模经济和转换成本护城河。转换成本上，其服务顶奢及头部服装品牌，产品需适配客户定制化工艺与质量标准，更换供应商需重新测试磨合，适配成本高，客户粘性强；规模经济上，作为行业龙头，市占率为14%，大规模采购赋予羊毛议价优势，全产业链布局摊薄固定成本，智能生产提升效率，单位成本低于同行，形成难以复制的规模壁垒。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对公司产品及客户不断丰富，运动户外纱线+国内电商客户打造新成长曲线，公司在羊毛、羊绒纱线细分领域份额有望持续突破的假设，公司当前处于合理估值水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主营业务为毛精纺纱线、羊绒纱线以及羊毛毛条，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：毛精纺纱线

收入假设：

公司产品与客户矩阵持续丰富，运动户外纱线搭配国内电商客户构筑新成长曲线。毛精纺纱业务的增长预计较为稳健。我们预计2025-2030年收入的CAGR为6.7%。

盈利能力假设：短期受下游补库需求拉动，公司订单保持向好态势，羊毛价格处于低位对毛利率有一定的拉动作用。家纺及产业用纱等领域的拓展对于毛利率有一定的积极影响。我们预计该业务的毛利率将从2024年的27.1%提升至2030年的28.5%。

业务2：羊绒纱线

收入假设：

公司通过整合新澳羊绒和英国邓肯两者优势资源，随着客户开拓，产能利用率预计持续提升。预计该业务2025-2030年的CAGR为5.5%。

盈利能力假设：长期看，随着产能利用率提升、产品结构改善，毛利率有望提升。我们预计该业务的毛利率从2024年的11%提升至2030年的12.1%。

业务3：羊毛毛条

收入假设：

作为中间品，下游需求较为稳定，该业务预计收入比较稳定，我们预计2025-2030年收入的基本维持在6.7亿元左右。

盈利能力假设：2023年需求受毛价下跌影响单价，进而导致毛利率大幅下降，2024年预计毛价底部企稳，2025-2030年毛利率预计小幅回升。

表2：公司整体业绩预测

新澳股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	39.5	44.4	48.4	50.1	53.2	56.5	60.0	63.8
归母净利润(亿)	3.9	4.0	4.3	4.3	4.5	4.8	5.1	5.5
归母净利润增速(%)	30.7	3.7	6.0	-0.3	6.1	6.3	6.4	6.4
经营性净利润(亿)	4.0	4.1	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8
经营性净利润增速(%)	30.6	3.4	5.2	5.1	6.2	6.3	6.4	6.4
经营性归母净利润(亿)	3.8	3.9	4.1	4.3	4.5	4.8	5.1	5.5
经营性归母净利润增速(%)	30.8	1.8	6.1	3.7	6.1	6.3	6.4	6.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

毛精纺纱线	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	22.9	25.6	26.3	27.0	29.1	31.3	33.7	36.3
收入增速(%)	8.1	11.4	2.8	3.0	7.6	7.6	7.6	7.7
经营性净利润(亿)	3.4	3.6	4.0	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0
经营性净利率(%)	14.8	14.1	15.1	14.2	14.1	13.9	13.8	13.7
经营性净利润增速(%)	28.9	5.8	9.9	-3.0	6.7	6.6	6.7	6.7
羊绒纱线	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	10.7	12.2	15.5	16.4	17.4	18.5	19.7	20.9
收入增速(%)	29.0	14.1	26.7	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
经营性净利润(亿)	0.4	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
经营性净利率(%)	4.2	4.5	2.3	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
经营性净利润增速(%)	26.5	24.0	-36.0	46.3	7.2	7.1	7.0	6.9
羊毛毛条	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.9	6.6	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6
收入增速(%)	18.4	12.8	0.9	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
经营性净利润(亿)	0.2	-0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性净利率(%)	2.6	-0.2	0.6	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0
经营性净利润增速(%)	115.9	-110.3	353.7	440.1	-4.1	-1.5	-1.6	-1.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
羊毛毛条	3.0%	中低	一般	一般	8.5%	10.28	0.2
羊绒纱线	3.0%	中低	一般	一般	8.5%	10.28	0.7
毛精纺纱线	3.0%	中低	较好	较强	8.5%	12.69	4.8
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
羊毛毛条(亿)	0.8	1.5	2.3	-	-	-	2.3
羊绒纱线(亿)	0.8	4.9	5.7	-	3.6	-	2.1
毛精纺纱线(亿)	10.8	44.1	54.9	-	-	-	54.9
公司整体测算(亿)	12.5	50.4	62.9	-	3.6	-	59.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
羊毛毛条(亿)	1.8	1.0	2.8	-	-	-	2.8
羊绒纱线(亿)	3.6	3.9	7.6	-	4.4	-	-
毛精纺纱线(亿)	29.5	21.2	50.7	-	-	-	50.7
公司整体测算(亿)	34.8	26.2	61.0	-	4.4	-	53.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

☆☆☆☆☆

公司的估值星级较低，主要是由于公司的盈利能力较难预测。公司的盈利能力与羊毛价格高度相关，羊毛价格以供需关系为核心，受养殖加工成本、宏观经济与汇率波动、替代材料竞争、等多重因素共同影响，价格较难预测。公司盈利能力的确定性较低对于整体的估值确定性星级产生负面影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。