

非棉纺织品

新澳股份（603889.SH）

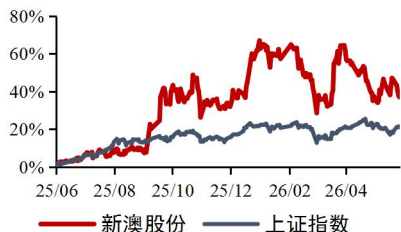
买入-A(首次)

宽带发展战略+产能扩张，毛精纺龙头成长可期

2026年6月22日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2026年6月18日

收盘价（元/股）：	5.70
总股本（亿股）：	9.49
流通股本（亿股）：	9.42
流通市值（亿元）：	53.70

基础数据：2026年3月31日

每股净资产（元/股）：	5.70
每股资本公积（元/股）：	1.27
每股未分配利润（元/股）：	2.65

资料来源：常闻

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➤ **新澳股份：全球毛精纺细分行业领导者，羊绒纱线打造第二增长曲线。**

公司创立于1991年，专注于精纺羊毛纱线、羊绒纱线及羊毛毛条的研发、生产与销售，构建了从原毛甄选到洗毛、制条、化学处理、染色及纺纱的全产业链布局，产品广泛应用于服装、服饰及家居、产业用等领域。作为毛纺细分行业龙头企业，公司构建了全球化生产与贸易网络，累计服务全球约30个国家及地区的超5000家客户。2025年，公司实现营业收入、归母净利润50.52、4.80亿元，2019-2025年期间年均复合增速达到10.9%、22.3%。2020-2025年期间，羊绒纱线营业收入年均复合增速为56.6%，占公司营收比重达到36.5%，成为公司第二增长曲线。

➤ **纺纱产业链完整，全球化生产基地推进。**公司是毛纺业内为数不多的集洗毛——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的供应商，构建了以新澳股份为主体，各主要子公司专业化分工生产、独立销售的市场化经营模式。公司羊毛纱线业务盈利稳健，后续增长主要来自新澳越南、新澳银川产能持续扩张带来的销量增长，以及产品结构优化带来的均价提升；羊绒纱线业务目前处于订单结构优化、生产效率提升、盈利爬坡阶段；毛条产品占公司营收比重超过10%，业绩贡献相对有限且价格对羊毛价格敏感度高；改性处理、染整加工业务营收规模小但盈利水平高，2025年子公司厚源纺织净利率为27.6%。

➤ **围绕“功能性、多场景、绿色低碳”开发产品，持续深化宽带战略。**自2020年公司推出宽带发展战略以来，持续深入推进，已推出户外运动类纱线、梭织纱线、花式纱、家用纺纱等多类产品，适应羊毛产品应用场景扩容，公司产品矩阵持续丰富。

➤ **本轮毛价上涨：供给严重收缩主导，需求贡献有限但场景扩容。**2011年及2018年年中，羊毛价格两次达到高点，主要受益于全球经济复苏以及中国市场需求强劲拉动，叠加供给端的羊毛产区短期干旱/洪水极端天气，价格冲高但持续时间相对有限。2025年下半年以来，羊毛价格开启上涨，主要由于持续数年的“毛改肉”结构性转型，供给持续收缩，澳大利亚羊毛检测局预计2026/27年羊毛产量同比下降4.5%，低于此前历史最低水平；需求端温和复苏，贡献相对有限，但羊毛应用场景扩容，带来增量需求。



➤ **羊毛价格上涨正向影响公司盈利能力但存在时滞，毛条敏感性高于羊毛纱线。**涨价初期，成本由于采用加权平均法衡量，因此成本上升“平滑而部分滞后”，而销售价格由于前期订单锁价及传导时滞，上升是“显著滞后”的，且销售价格的滞后程度远大于成本。涨价中期，销售价格已充分调涨，加权平均成本仍含低价库存，毛利率有利扩张，且上游毛条产品的价格、盈利弹性得到最充分的释放。公司毛利率自 2025Q4 季度开始环比提升，2026Q1 季度毛利率延续环比提升，预计 2026Q2-Q3 季度迎来销售价格调涨和低价库存释放的双重驱动，毛利率预计延续扩张。分产品看，纱线凭借较为稳定的单费收入，毛利率变动较毛条幅度更小，盈利能力更为稳健，毛条的盈利弹性更高。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2026-2028 年营业收入为 57.39、63.05、69.06 亿元，同比增长 13.6%、9.9%、9.5%；归母公司净利润 5.84、6.48、7.08 亿元，同比增长 21.7%、10.9%、9.2%，6 月 18 日收盘价对应公司 2026-2028 年 PE 为 9.3、8.3、7.6 倍。公司产业链一体化优势明显，羊毛纱线产品矩阵持续丰富且国内外产能持续扩张，第二增长曲线羊绒纱线伴随订单结构优化及生产效率爬坡，盈利提升可期。看好公司在羊毛产品四季化、运动户外应用场景扩容背景下，市场份额持续提升；考虑澳毛产量延续收缩，毛价预计保持高位，公司前期库存储备充分，盈利弹性有望充分释放，首次覆盖，给予公司“买入-A”评级。

**风险提示：**服饰终端需求增长放缓或下滑的风险；产能扩张不及预期的风险；羊毛价格上涨不及预期或持续下跌的风险；汇率大幅波动的风险；羊绒纱线产品盈利能力提升不及预期的风险。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,841	5,052	5,739	6,305	6,906
YoY (%)	9.1	4.4	13.6	9.9	9.5
净利润(百万元)	428	480	584	648	708
YoY (%)	6.0	12.1	21.7	10.9	9.2
毛利率 (%)	19.0	20.0	21.1	21.7	22.2
EPS(摊薄/元)	0.45	0.51	0.62	0.68	0.75
ROE (%)	12.7	12.7	14.2	14.6	14.6
P/E(倍)	12.6	11.3	9.3	8.3	7.6
P/B(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
净利率 (%)	8.8	9.5	10.2	10.3	10.2

资料来源：常闻，山西证券研究所

## 目录

1.新澳股份：毛纺龙头企业，智能化转型推进.....	6
1.1 发展历程：全球毛精纺细分行业领导者，宽带战略+海外布局打开成长空间.....	7
1.2 业绩回顾：羊毛纱线盈利能力提升，羊绒纱线营收快速增长.....	8
2.核心竞争优势：纺纱产业链完整+全球化生产基地+宽带发展战略.....	11
2.1 纺纱产业链垂直一体化布局，全球化生产基地推进.....	11
2.2 产品研发引领行业发展，产品矩阵丰富打开成长空间.....	15
2.3 营销网络覆盖国内外，外销收入有望快速增长.....	18
3.羊毛价格对公司量价、盈利能力影响分析.....	18
3.1 本轮毛价上涨：供给严重收缩主导，需求贡献有限但场景扩容.....	18
3.2 羊毛价格对公司销售量、均价影响分析.....	20
3.3 羊毛价格对公司毛利率影响分析.....	22
4.盈利预测与投资建议.....	24
5.风险提示.....	26

## 图表目录

图 1： 新澳股份生产基地布局.....	6
图 2： 新澳股份发展历程.....	7
图 3： 新澳股份营业收入及同比增速.....	8
图 4： 新澳股份各产品营收占比.....	9
图 5： 新澳股份各产品营收年均复合增速.....	9
图 6： 新澳股份毛利率.....	9
图 7： 新澳股份分产品毛利率.....	9

图 8: 新澳股份期间费用率.....	10
图 9: 新澳股份归母净利润及同比增速.....	10
图 10: 新澳股份归母净利率.....	11
图 11: 新澳股份所得税率.....	11
图 12: 毛纺织产业链.....	12
图 13: 新澳股份各产品产量 (吨) .....	13
图 14: 新澳股份各产品产销率.....	13
图 15: 新澳羊绒子公司盈利情况.....	14
图 16: 新中和及厚源纺织盈利情况.....	14
图 17: 德国南毛集团盈利增速.....	14
图 18: 德国南毛集团生产基地布局.....	14
图 19: 新澳股份参展 ISPO Munich.....	16
图 20: 新澳股份参展 SPINEXPO™ 上海展.....	16
图 21: GTI 历年营业收入.....	17
图 22: 德国南毛集团客户结构.....	17
图 23: 新澳股份境内/外收入占比.....	18
图 24: 新澳股份境内外收入同比增速.....	18
图 25: 澳大利亚原毛产量预计及同比增速.....	20
图 26: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数.....	20
图 27: 澳大利亚美利奴羊毛产量 (千吨) .....	20
图 28: 全澳产毛区的加权 12 个月滚动降雨量排名.....	20
图 29: 新澳股份羊毛纱线销量与羊毛价格走势.....	21
图 30: 新澳股份毛条销量与羊毛价格走势.....	21



图 31: 新澳股份羊毛纱线均价与羊毛价格走势.....	21
图 32: 新澳股份毛条均价与羊毛价格走势.....	21
图 33: 新澳股份羊毛纱线毛利率与羊毛价格走势.....	22
图 34: 新澳股份毛条毛利率与羊毛价格走势.....	22
图 35: 新澳股份单季销售毛利率与澳毛价格走势.....	23
表 1: 新澳股份各公司经营业务.....	12
表 2: 新澳股份产能梳理.....	13
表 3: 德国南毛集团产能梳理.....	15
表 4: 新澳股份羊毛及羊绒产品系列.....	16
表 5: 德国南毛集团旗下六大纱线品牌.....	17
表 6: 盈利预测.....	24

## 1.新澳股份：毛纺龙头企业，智能化转型推进

新澳股份创立于 1991 年，公司专注于精纺羊毛纱线、羊绒纱线及羊毛毛条的研发、生产与销售，构建了从原毛甄选到洗毛、制条、化学处理、染色及纺纱的全产业链布局，产品广泛应用于服装、服饰及家居、产业用等领域。作为毛纺细分行业龙头企业，公司构建了全球化生产与贸易网络，生产基地遍布中国（浙江嘉兴、宁夏）、越南等地，贸易基地辐射中国

（浙江嘉兴、上海、香港）及澳大利亚、意大利、英国等核心市场，累计服务全球约 30 个国家及地区的超 5000 家客户。公司正稳步推进智能化转型，巩固全球精纺羊毛纱线领先地位，同时拓展羊绒、花式纱、功能性纤维混纺等高附加值产品线，着力构建可持续的核心竞争优势。

图 1：新澳股份生产基地布局



资料来源：新澳股份 2025 年 ESG 报告，山西证券研究所

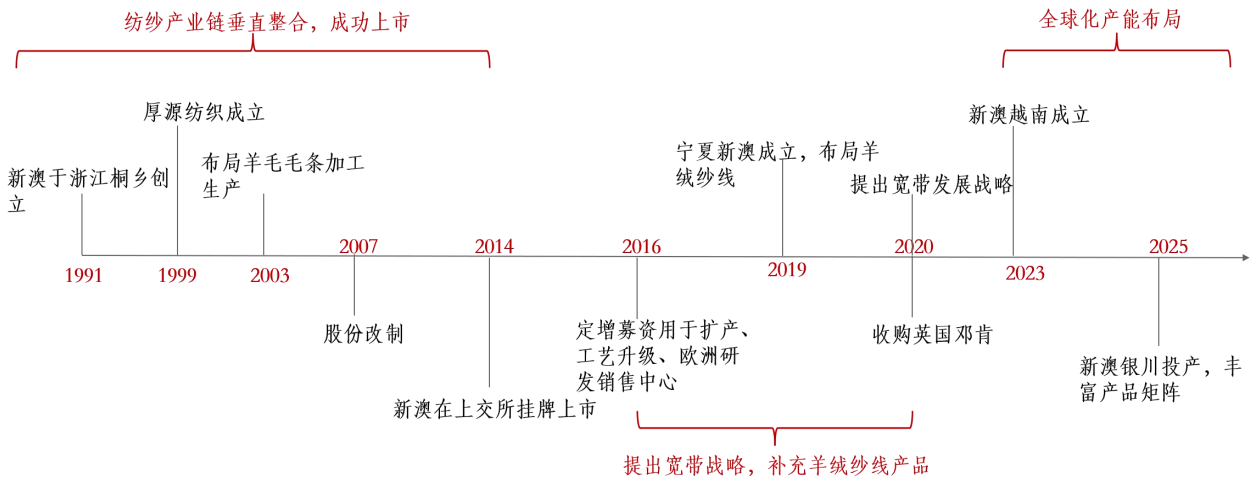
## 1.1 发展历程：全球毛精纺细分行业领导者，宽带战略+海外布局打开成长空间

**1991-2014 年，实现纺纱产业链垂直整合，成功上市为产能扩张提供支持。**1991 年，新澳的第一家工厂在浙江省桐乡市崇福镇成立。1999 年创办厚源纺织，专注于染色业务。2003 年公司与中和羊毛创办合资合作企业，涉足羊毛毛条加工生产，完成向毛纺纺纱产业链上游的延伸，实现了毛条制条、改性处理、纺纱、染整精加工于一体的纺纱产业链。新中和后于 2016 年成为公司的全资子公司。2007 年，公司实现股份改制，积极响应市场需求，通过提升纺织生产能力和优化企业结构，实现了进一步的发展。2014 年，成功在上海证券交易所挂牌上市，募集资金主要用于扩充纺纱产能，提升后处理染整能力。

**2014-2023 年，成立宁夏新澳，布局羊绒纱线产品。**上市以来，公司逐步对部分设备相对落后的纺纱车间实施技术改造，使生产制造更加智能化。2016 年，公司通过定增募集资金 8.9 亿元用于高档纱线的扩产、染整工艺升级、布局欧洲研发销售中心。2019 年，公司收购宁夏中银绒业部分资产，成立宁夏新澳，布局羊绒纱线产品。2020 年，公司提出多品类宽带发展策略，基于纺纱主业积极推进品类多元化扩容，创新开发品种更多、功能性更强、应用场景更广的产品，并不断尝试向家纺、产业用、新材料等高附加值纺织应用进一步探索延伸。2020 年，公司收购苏格兰唯一面向全球高端市场的羊绒纱线品牌英国邓肯。

**2023 年-至今，开启全球化产能布局，持续践行多品类宽带发展战略。**2023 年，公司首个海外生产基地——新澳越南成立，专注于生产用于针织和机织的精纺美丽诺羊毛纱线。2024 年 11 月，新澳越南一期进入试生产阶段。2025 年，子公司新澳银川“20000 锭高品质精纺羊毛（绒）建设项目”完成纺纱设备安装调试工作，不断巩固提升羊毛羊绒主业制造优势。公司深入推进宽带发展战略，基于纺纱主业积极推进品类多元化扩容，产品包括户外运动类纱线、高性能美丽诺纱线、梭织纱线、花式纱、家纺用纱等。

图 2：新澳股份发展历程

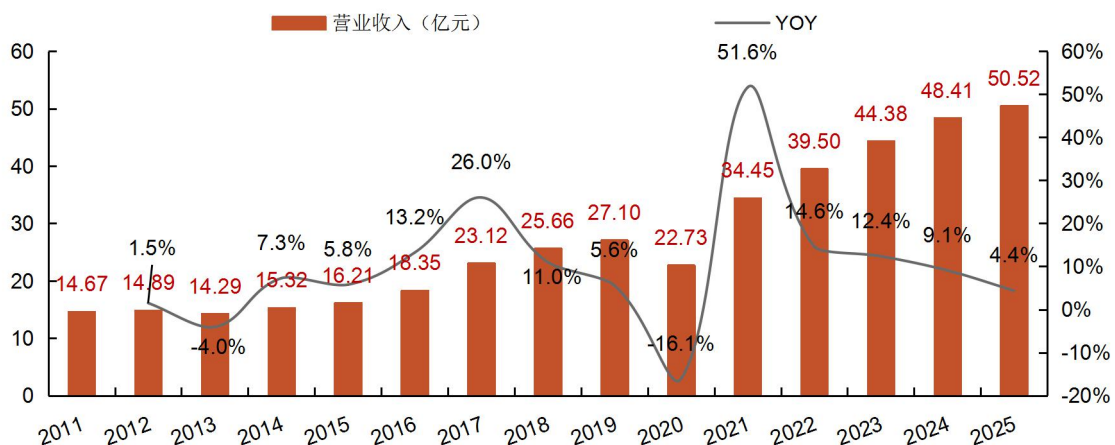


资料来源：新澳股份官网，新澳股份招股说明书，新澳股份 2024 年报，新澳股份 2025 年报，Wind，山西证券研究所

## 1.2 业绩回顾：羊毛纱线盈利能力提升，羊绒纱线营收快速增长

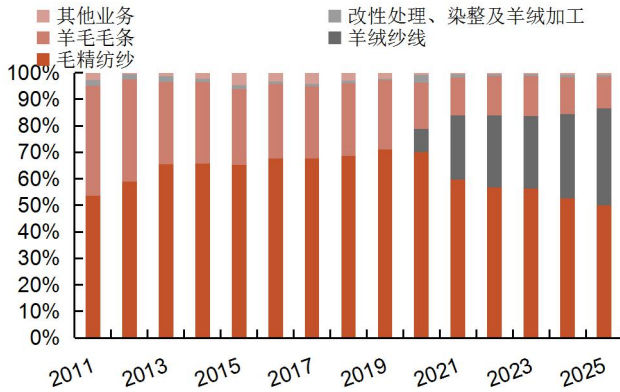
扩产+践行宽带战略，疫情后营业收入年均复合增速提升。公司营业收入由 2011 年的 14.67 亿元增长至 2019 年的 27.10 亿元，期间年均复合增速为 8.0%；2025 年，公司实现营业收入 50.52 亿元，2019-2025 年期间年均复合增速达到 10.9%。分产品看，伴随公司羊毛纱线营收规模扩大、增速回归平稳，羊绒产品自 2020 年产生收入以来，营收规模快速增长，2020-2025 年期间，羊绒纱线营业收入由 1.96 亿元增长至 18.46 亿元，年均复合增速为 56.6%，占公司营收比重达到 36.5%，成为公司第二增长曲线。

图 3：新澳股份营业收入及同比增速



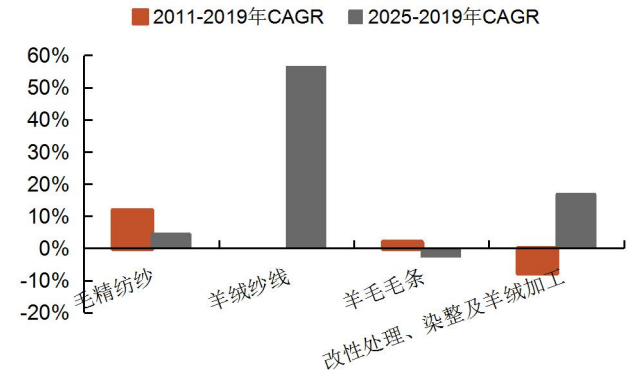
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：新澳股份各产品营收占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：新澳股份各产品营收年均复合增速



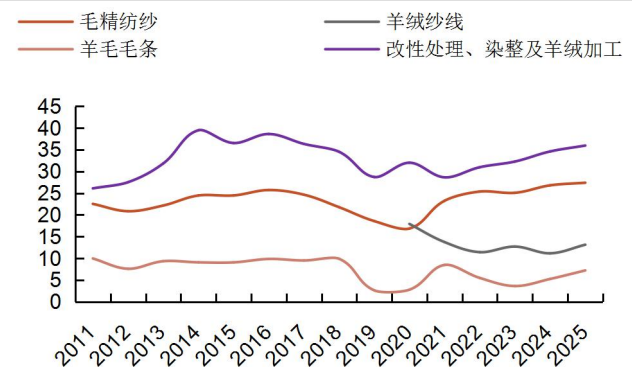
资料来源：Wind，山西证券研究所（注：羊绒纱线为 2020-2025 年营收 CAGR）

近五年毛精纺纱线毛利率稳步提升，羊绒纱线盈利能力有待释放。公司毛利率近五年处于 18.5%-20.0% 区间波动。2019 年公司毛利率下滑幅度达到 3.9pct，主因公司基于对原材料处于下降通道的判断，优先消化库存，减少生产量，导致产品单位人工成本及制造费用上升；以及澳毛价格高位回落，加工过程较短的毛条产品盈利能力大幅下滑。拆分产品看，最大收入来源的毛精纺纱线毛利率近五年整体处于上升趋势，对比 2021 年，2025 年毛精纺纱线毛利率提升 4.15pct。羊绒纱线毛利率处于低双位数波动，盈利能力有待释放。

图 6：新澳股份毛利率



图 7：新澳股份分产品毛利率

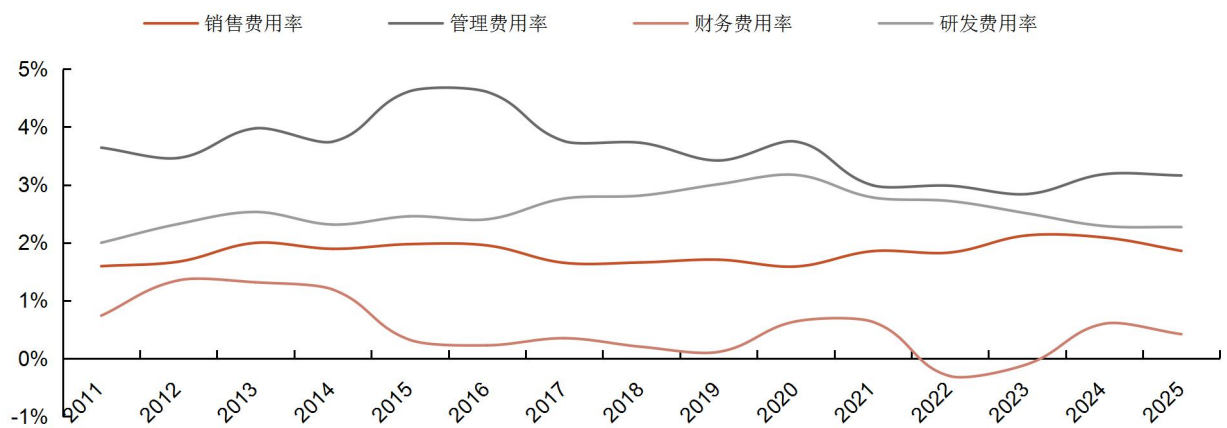


资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

期间费用率波动下降。近五年公司整体期间费用率呈现波动下降态势，对比 2021 年，2025 年公司期间费用率下滑 0.55pct。其中，销售费用率围绕 2% 上下波动，研发费用率有所下降，但研发投入金额每年保持 1 亿元以上，仍处于较高水平，管理费用率小幅提升。

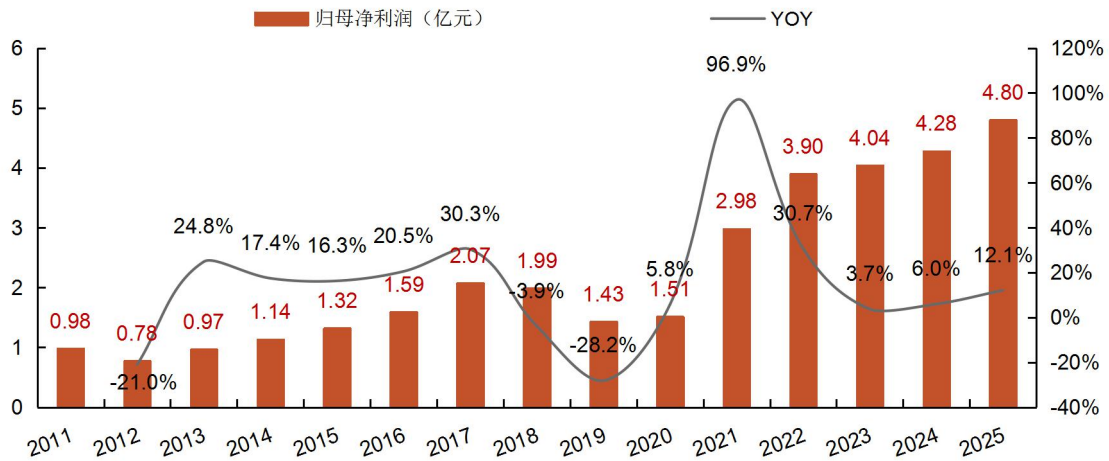
图 8：新澳股份期间费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

毛利率稳步提升叠加费用管控，归母净利润年均复合增速提升。公司归母净利润由 2011 年的 0.98 亿元增长至 2019 年的 1.43 亿元，期间年均复合增速为 4.8%；2025 年，公司实现归母净利润 4.80 亿元，2019-2025 年期间年均复合增速达到 22.3%。伴随核心产品羊毛纱线毛利率持续提升，公司期间费用率下降，叠加所得税率上升，2025 年公司归母净利率 9.5%，相比 2021 年提升 0.85pct。

图 9：新澳股份归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：新澳股份归母净利润率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：新澳股份所得税率



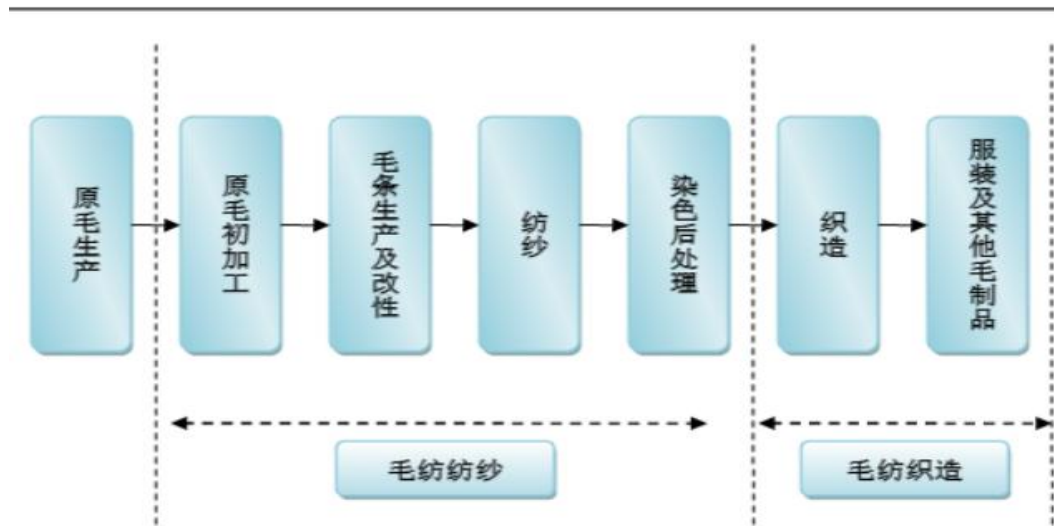
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.核心竞争优势：纺纱产业链完整+全球化生产基地+宽带发展战略

### 2.1 纺纱产业链垂直一体化布局，全球化生产基地推进

公司处于毛纺织及染整精加工行业，毛纺织行业按生产流程从上至下可分为原毛生产、纺纱、织造等主要环节。纺纱作为毛纺织工业的一道极为重要的生产环节，是整个毛纺织工业的基础，毛纱的生产工艺及特性直接决定后期纺织制品的性能与质量，在整个毛纺织产业链中居于重要的地位。

图 12：毛纺织产业链



资料来源：新澳股份招股说明书，山西证券研究所

公司是毛纺业内为数不多的集洗毛——制条——改性处理——纺纱整——质检于一体，拥有完整技术体系及纺纱产业链的供应商。公司构建了以新澳股份为主体，各主要子公司专业化分工生产、独立销售的市场化经营模式。羊毛纱线方面，具体来看，新中和负责采购澳大利亚、新西兰等地的优质羊毛，生产毛条，一部分供应给新澳股份，其余对外销售，同时为新澳股份提供毛条改性处理加工服务。新澳股份、新澳越南及新澳银川采购毛条、生产销售纱线。厚源纺织提供染整加工服务。羊绒纱线方面，英国邓肯生产销售羊绒纱线；新澳羊绒生产销售羊绒纱线，并提供羊绒加工服务。纺纱产业链垂直一体化布局对供应链的把控力度和可追溯性更强，最大程度上保障订单交付，在新品研发、质量控制等方面的竞争优势也更明显，也更利于增强客户粘性以及产品升级。

表 1：新澳股份各公司经营业务

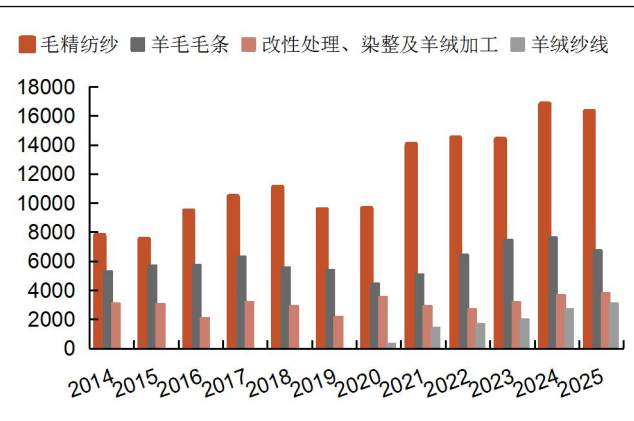
公司	主要经营地	持股比例(%)		业务
		直接	间接	
新中和	浙江桐乡	100%	-	采购羊毛、毛条生产与改性处理加工
新澳股份	浙江桐乡	-	-	采购毛条、生产销售纱线
新澳越南	越南	-	100%	采购毛条、生产销售纱线
新澳银川	宁夏灵武	100%	-	采购毛条、生产销售纱线
厚源纺织	浙江桐乡	95.23%	-	染整加工
新澳羊绒	宁夏灵武	70%	-	生产销售羊绒纱线

英国邓肯 英国 60% - 生产销售羊绒纱线

资料来源：新澳股份 2025 年报，山西证券研究所

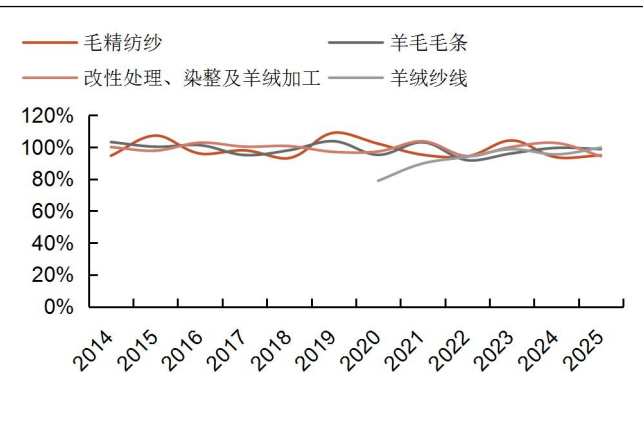
羊毛纱线具备产能扩张基础，羊绒纱线盈利能力有待提升。公司羊毛纱线业务盈利稳健，后续增长主要来自产能持续扩张带来的销量增长，以及产品结构优化带来的均价提升。新澳越南、新澳银川自近两年投产以来，产能逐步释放，预计对 2026 年羊毛纱线新增产能带来增量贡献，后续越南二期项目对羊毛纱线产能扩张提供支撑。羊绒纱线业务目前处于订单结构优化、生产效率提升、盈利爬坡阶段，新澳羊绒子公司层面净利润率相较于公司整体净利润率有较大提升空间。毛条产品占公司营收比重超过 10%，但业绩贡献有限且价格对羊毛价格敏感度高。改性处理、染整加工业务营收规模小但盈利水平高。

图 13：新澳股份各产品产量（吨）



资料来源：Wind，新澳股份 2020-2025 年报，山西证券研究所

图 14：新澳股份各产品产销率



资料来源：Wind，新澳股份 2020-2025 年报，山西证券研究所

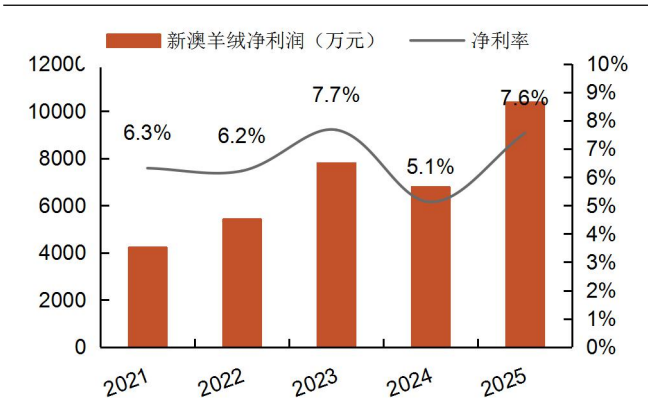
表 2：新澳股份产能梳理

产品	公司	年产能	项目	投产情况
羊毛纱线	新澳纺织	精纺羊毛纱线年产能 15000 吨		
	新澳越南	精纺羊毛纱线年产能 2500 吨（一期）	50000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目	一期 20000 锭于 2024 年 11 月开始试生产，2025 年产能逐步释放
	新澳银川	高品质精纺纱线 2700 吨	20000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目	2025H2 投产，完成纺纱设备安装调试工作，生产线运行效率持续优化
羊绒纱线	新澳羊绒	粗纺纱线年产能 2500 吨；精纺及半精纺纱线年产能 360 吨		
	英国邓肯	粗纺羊绒纱线年产能 350 吨		

毛条	新中和	13000 吨
改性处理	新中和	18000 吨
染整	厚源纺织	毛条染色年产能 5000 吨；绞纱染色年产能 8000 吨；筒纱染色年产能 2000 吨

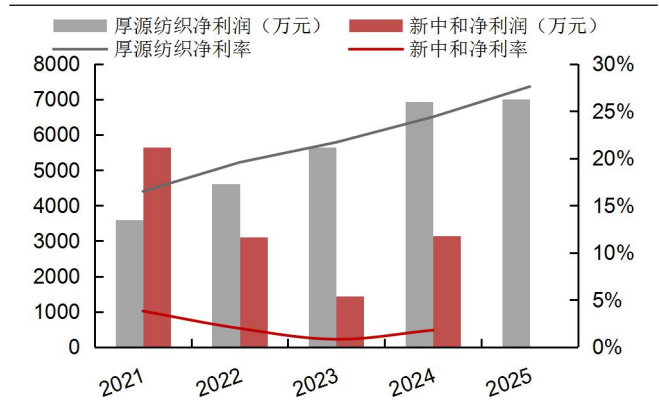
资料来源：新澳股份官网，《关于子公司 20000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目的公告》，新澳股份 2024 年年报，新澳股份 2025 年半年报，山西证券研究所

图 15：新澳羊绒子公司盈利情况



资料来源：新澳股份 2021-2025 年报，山西证券研究所

图 16：新中和及厚源纺织盈利情况

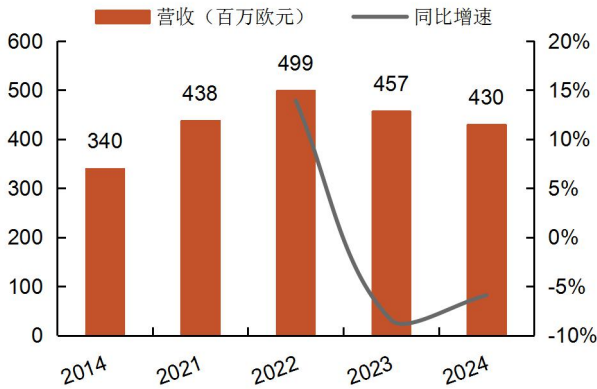


资料来源：新澳股份 2021-2025 年报，山西证券研究所

德国南毛集团产能集中在中国、欧洲、越南三地。公司主要的竞争对手为同样定位于中高端市场的全球知名精纺纯羊毛纱线和羊毛混纺纱线供应商德国南毛集团。德国南毛集团于 1966 年创立，涵盖了从原材料采购到处理、纺纱和染色的完整纱线价值链，其在 11 个国家设立 14 个销售办公室，在全球 7 个国家拥有 15 个工厂，产能主要分布在欧洲（德国、意大利、波兰、罗马尼亚、保加利亚）、中国、越南三地。1994 年，德国南毛集团在中国建立生产基地，成立张家港扬子纺纱有限公司，目前年产能约 1.7 万吨/年；2019 年，在越南建立生产基地，纺纱产能约 3000 吨/年、染色产能 5450 吨/年。根据 Knitting Industry 报道，2015 年，南毛集团具备 2.1 万吨纺纱产能、8000 吨染色产能、7000 吨羊毛处理产能。考虑后续越南扩产，我们估算，目前南毛集团一半以上的产能位于中国，欧洲占比约四成，越南占比一成。根据德国南毛集团官网，2024 年，实现营业收入 4.3 亿欧元，2014-2024 年年均复合增速为 2.4%。

图 17：德国南毛集团营收及同比增速

图 18：德国南毛集团生产基地布局



资料来源：德国南毛集团官网，Knitting Industry，山西证券研究所（注：不包括 GTI 业务）

资料来源：德国南毛集团官网，山西证券研究所

表 3：德国南毛集团产能梳理

生产基地	产能
德国	rifa 为染色处理工厂
意大利	包括 Südwolle Group Italia（生产各种纯羊毛及混纺纱线）和 GTI（定位历史经典/奢华高端，生产精纺、粗纺和花式的奢华纱线）
波兰	EWS 为纺纱厂，年产能 4500 吨
罗马尼亚	SWS 为纺纱厂，年产能 3000 吨
保加利亚	bulsafil 为纺纱厂，2001 年投产，主要生产由羊毛及其他纤维混纺制成的精纺纱线
越南	2019 年大叻纺纱厂 (DWS) 投产，年产能 3000 吨；在宁顺省设立宁顺染色纺织有限公司 (NDT)，为客户提供一体化的染色解决方案，一期年产能 1450 吨，二期年产能 4000 吨。
中国	1994 年，成立张家港扬子纺纱有限公司；2004 年，成立张家港扬子染整有限公司 (DYECO)；2014 年，收购江阴胜隆纺织处理有限公司 (stt)。年产能约 1.7 万吨。

资料来源：德国南毛集团官网，张家港扬子纺纱公司官网，山西证券研究所

## 2.2 产品研发引领行业发展，产品矩阵丰富打开成长空间

围绕“功能性、多场景、绿色低碳”开发产品，持续深化宽带战略。自 2020 年公司推出宽带发展战略以来，持续深入推进，基于纺纱主业内积极推进品类多元化扩容，聚焦生态可持续，创新开发品种更多、功能性更强、应用场景更广的产品，不断构建优化产品矩阵。在产品研发方面，一方面根据客户需求设计出个性化的产品，另一方面通过自身的设计优势引导客户选择，从“以市场为导向”到一定程度上“引导市场发展”、“创造市场需求”的角色转变。近年来，公司通过参加 SPINEXPO 国际流行纱线展、意大利 FILO MILANO 等专业顶级展会，

向全球客商定期发布春夏、秋冬针织色卡；参加 PERFORMANCE DAYS MUNICH、ISPO MUNICH 国际体育用品博览会，公司积极把握羊毛纤维在运动户外功能性服饰的渗透率提升趋势，围绕瑜伽、滑雪、网球、骑行、跑步、都市休闲六大场景，推出户外运动系列羊毛产品。

图 19：新澳股份参展 ISPO Munich



资料来源：新澳股份微信公众号，山西证券研究所

图 20：新澳股份参展 SPINEXPO™ 上海展



资料来源：新澳股份微信公众号，山西证券研究所

表 4：新澳股份羊毛及羊绒产品系列

产品系列	产品特点
X DYNAMIC SOUL 户外运动类纱线	通过羊毛与环保纤维、功能性纤维的结合，赋予纱线吸湿排汗、温度调节等特性，以满足不同运动场景的需求
XINAO x LincSpun 高性能美丽诺纱线	高性能美丽诺纱线：通过将长丝与羊毛以特殊工艺纺制，从而提升纱线强度，优化面料稳定性；具有优越的抗起球性、耐磨性和保型性
WEAVING YARNS EXPERIENCE 梭织纱线	涵盖特殊品种纱线、全羊毛纱线、羊毛混纺纱线等多种品类，运用不同纺纱方式，提升产品在弹性、耐磨性、平整度等不同方面的性能
FANCY YARNS 花式纱	涵盖起毛纱、起绒纱、圈圈纱、波纹纱、竹节纱、复合纱、珠片纱等类别，强化时尚表现力。
家纺用纱	涵盖羊毛绢丝、羊毛锦纶、羊毛腈纶等混纺纱线，拓展英国羊毛、马海毛、羊驼毛等动物纤维材质的运用
毛绒混纺系列	精选羊绒、驼绒、羊驼毛、牦牛绒等珍稀特种动物纤维，搭配羊毛、亚麻、桑蚕丝与功能性化学纤维，兼顾质感、性能与性价比
可回收羊毛、山羊绒系列	紧扣绿色消费趋势，符合国际环保标准与低碳发展要求
羊毛、山羊绒花式纱系列	涵盖拉毛纱、大肚纱、圈圈纱、波纹纱、竹节纱等多元品类，工艺方面对接英国邓肯百年技术积淀，纱线形态丰富、色彩表现力突出

资料来源：新澳股份 2025 年报，山西证券研究所

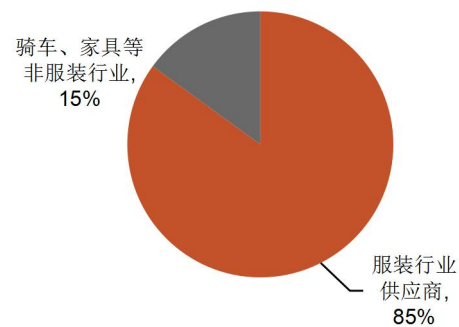
德国南毛集团产品涉及服装及非服装领域，收购 GTI 布局高端花式纱。根据 Knitting Industry 报道，2014 年，德国南毛集团营业收入为 3.4 亿欧元，其中 85% 来自服装行业客户，15% 来自非服装产品，例如用于汽车、飞机、火车及家具行业座套的纱线。集团旗下拥有六个主要品牌：Südwolle（机织纱线）、Biella Yarn（横机针织纱线）、Yarn in Motion（圆机针织纱线，专用于户外领域和功能性服装）、Richter（袜类纱线）、Stöhr（用于技术应用的纱线，例如汽车、家居装饰和企业服装）以及 Soey（喷气纱线）。2015 年，德国南毛集团收购意大利专注于为奢侈品时尚行业提供小批量生产的高端纱线制造商 GTI 公司 80% 的股权，扩充高端花式纱品类。根据 Knitting Industry 2015 年 10 月报道，GTI 年产能 200 吨，2014 年收入超过 1000 万欧元。近年来，收入有所下降，2024 年，收入为 600 万欧元。

图 21：GTI 历年营业收入



资料来源：德国南毛集团官网，Knitting Industry，山西证券研究所

图 22：德国南毛集团客户结构



资料来源：Knitting Industry，山西证券研究所

表 5：德国南毛集团旗下六大纱线品牌

品牌	品类
Südwolle	机织纱线
Biella Yarn	横机针织纱线
Yarn in Motion	圆机针织纱线，专用于户外领域和功能性服装
Richter	袜类纱线
Stöhr	用于技术应用的纱线，例如汽车、家居装饰和企业服装
Soey	喷气纱线

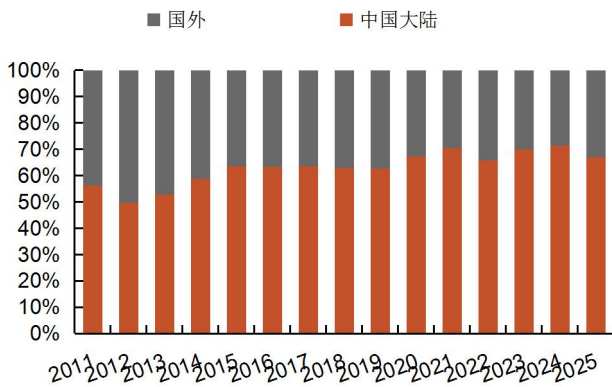
资料来源：Knitting Industry，山西证券研究所

## 2.3 营销网络覆盖国内外，外销收入有望快速增长

公司采取内销与外销同时并重的销售策略，海外产能扩张有望带动外销收入快速增长。公司在中国、澳大利亚、意大利、英国设立贸易基地，累计服务全球约 30 个国家及地区的超 5000 家客户。主要客户分为两大类：一类是品牌服装商，另一类是贴牌服装生产商。根据公司招股说明书，在国际市场中，公司与世界顶尖服饰品牌建立良好的合作关系，成为众多知名服装品牌的指定纱线供应商之一，包括 Gap（美国）、Banana Republic（美国）、DKNY（美国）、TORY BURCH（美国），TOMMY HILFIGER（美国），COS（英国），BURBERRY（英国），Prada（意大利）、Armani（意大利）、HUGO BOSS（德国）、SANDRO（法国）、Sports Craft（澳大利亚）、Pacific Brands（澳大利亚）、Muji（日本）等。

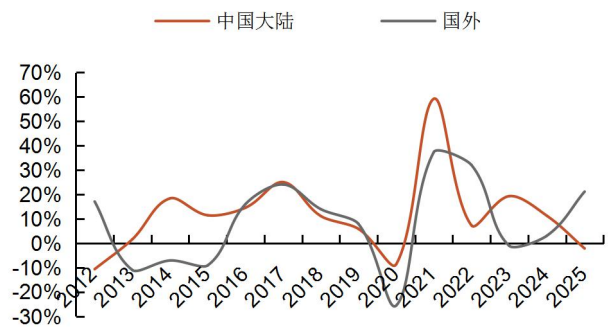
2015 年至今，公司内销收入占比稳定在 60% 以上，但近年来比例有所下降，对比 2021 年，2025 年内销收入占比下滑 3.5pct，外销收入占比提升 3.3pct。伴随公司越南生产基地逐步投产，预计公司外销收入有望延续快速增长。

图 23：新澳股份境内/外收入占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 24：新澳股份境内/外收入同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 3.羊毛价格对公司量价、盈利能力影响分析

### 3.1 本轮毛价上涨：供给严重收缩主导，需求贡献有限但场景扩容

本轮羊毛供给收缩力度加大，为毛价上涨提供支撑。公司上游主要的原材料为羊毛，羊毛价格受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响，其价格的波动

直接影响到毛纺行业的原材料成本以及产品价格。澳大利亚作为全球最大的羊毛出产国以及出口国，其国内羊毛拍卖市场的价格基本可以反应全球羊毛价格的走势。

2010年-2011年中：随着2008年金融危机的影响逐渐消退，全球经济迎来复苏，带动了终端纺织消费需求的修复。但澳大利亚羊毛产量经历自20世纪90年代初的持续性收缩，因此需求回暖的背景下，供给不足，推动毛价快速上行，2011年6月23日，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数达到1515美分/公斤。

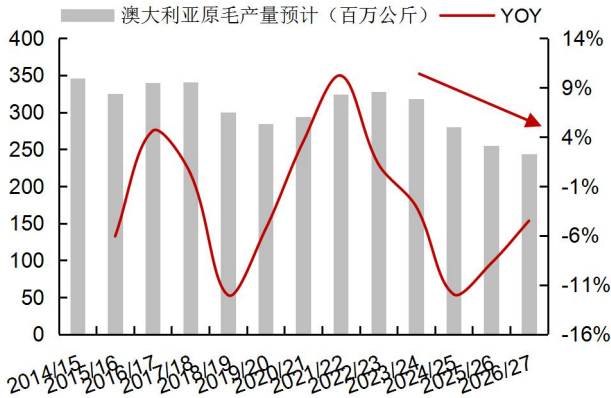
2011年中-2015年：欧债危机爆发以及后续中美贸易摩擦等外部环境的冲击，导致全球宏观经济承压，毛纺制品的终端需求明显转弱。尽管需求疲软，但羊毛供给的调整相对滞后，供需关系逆转，导致毛价开始回调。

2015-2018年中：澳毛产量虽在历史低位上出现“先升后降”波动，但整体仍处于较低水平，且2018年的严重干旱使得供应端持续紧绷。需求端则空前强劲，中澳自贸协定于2015年底生效，大幅降低中国进口关税；中国中产阶级消费升级带动高端羊毛需求增长，毛纺加工能力同步提升；同时欧洲、美国及印度等市场需求亦全面回暖。历史性的低供给与多极强劲需求共振，推动澳毛价格创下新高水平。2018年6月7日，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数达到1538美分/公斤。

2018年中-2024年：澳毛价格总体呈下跌趋势，根本原因在于需求侧的持续疲软始终压倒供给侧的收缩。初期，中美贸易摩擦与疫情导致需求“冻结”，即便干旱减产也无法托底；中期，供给结构性出清叠加政策刺激带来的短暂需求脉冲，仅推动价格出现短时间小幅度反弹；后期，全球通胀与中国经济放缓使需求萎缩，此时产量虽继续下降，但已无力支撑价格，市场持续寻底。

2025年-至今：受到强劲的羔羊肉价格吸引、产区再度干旱天气、剪羊毛工人短缺等影响，牧民持续将牧场资源从毛用羊转向利润更高的肉用羊或杂交羊。2025年5月、8月、12月，澳大利亚羊毛检测局三次更新对于2025/26年羊毛产量预测，分别较2024/25年下降8.4%、10.2%、12.6%；2026年4月，澳大利亚羊毛检测局首次对2026/27年羊毛产量进行预测，预计同比下降4.5%。供给端维持极度紧缩，为毛价提供了坚实的底部支撑。需求角度，中国服装零售稳步增长，叠加国内下游企业库存处于历史低位，以及欧美市场边际改善，下游补库意愿提升。同时随着面料技术升级，羊毛开始打破秋冬传统的季节限制，羊毛混纺面料广泛应用于运动、泛户外场景，应用场景扩容。

图 25：澳大利亚原毛产量预计及同比增速



资料来源：澳大利亚羊毛检测局，山西证券研究所

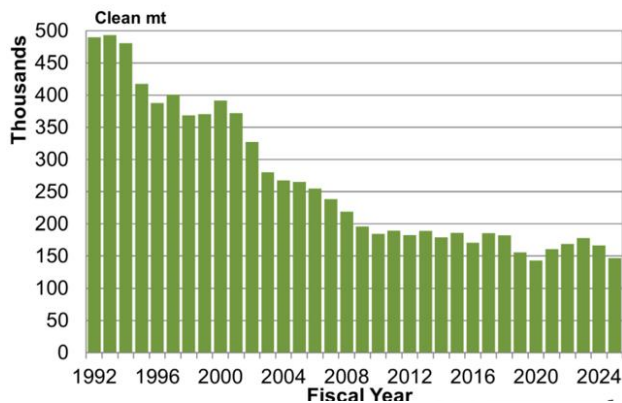
图 26：澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数



资料来源：Wind，山西证券研究所

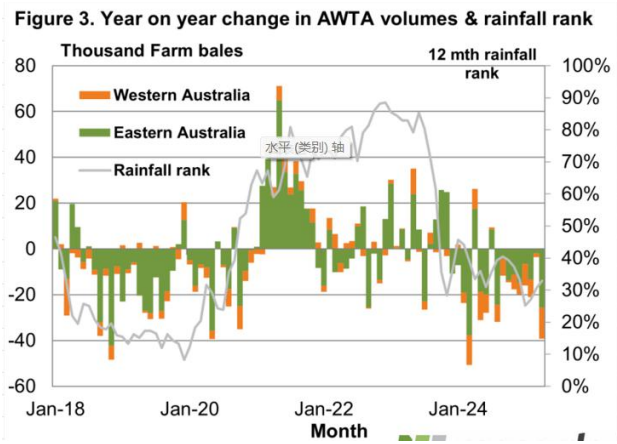
图 27：澳大利亚美利奴羊毛产量（千吨）

Figure 1. Calculated merino component of AWTA volumes



资料来源：Mecardo，山西证券研究所

图 28：全澳产毛区的加权 12 个月滚动降雨量排名



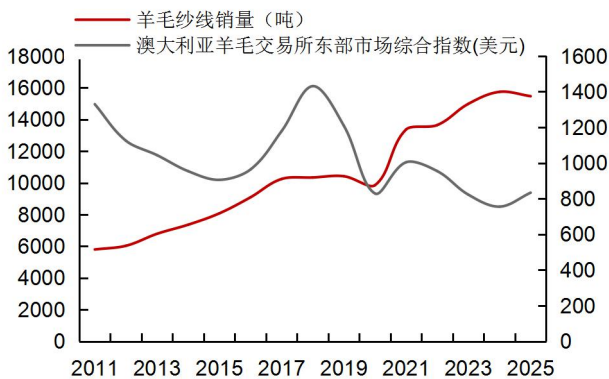
资料来源：Mecardo，山西证券研究所

### 3.2 羊毛价格对公司销售量、均价影响分析

**销量：**低库存背景下，羊毛价格底部上涨促进客户下单，出货增长滞后于订单。正向驱动力主要为当羊毛进入明确的上行通道时，中下游客户预期未来成本更高，低库存状态下，会在当前价格相对低位时加大采购，形成“抢单效应”。2022 年之后，羊毛价格下降，但是公司羊毛纱线销量增加，主要由公司的“宽带战略”和自身产能扩张（如越南、宁夏新基地的投产）驱

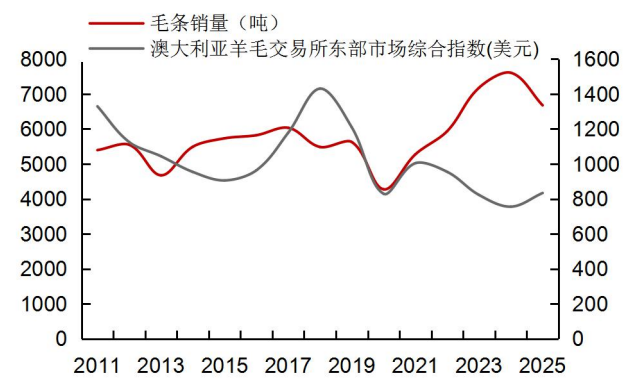
动。从实际出货上看，主要为客户对于终端需求的判断及短期发货与接单不匹配，2025年尽管毛价整体温和上涨，公司毛精纺纱线销量同比-1.74%，主因前三季度国内需求偏弱、客户观望情绪较重。同时在收入确认上存在“抢单前置、收入确认后置”的时差。

图 29：新澳股份羊毛纱线销量与羊毛价格走势



资料来源：Wind，新澳股份招股说明书，山西证券研究所

图 30：新澳股份毛条销量与羊毛价格走势

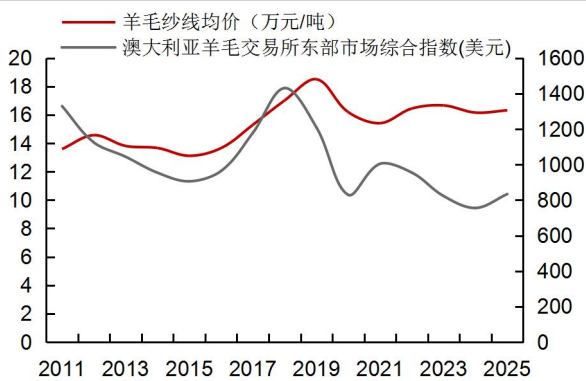


资料来源：Wind，新澳股份招股说明书，山西证券研究所

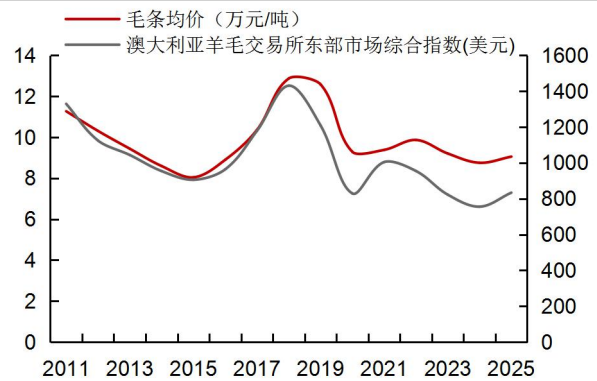
**均价：**羊毛价格对于销售均价的传导是高度正向的，毛条敏感性高于纱线。毛条由于更靠近原材料端，加工过程短，销售价格对羊毛价格的变化更为敏感，走势基本趋同。羊毛纱线价格变化相对羊毛价格变化较为滞后，主要由于消化此前锁价订单，反应存在时滞，且由于加工环节更多，羊毛纱线价格的变化幅度相对羊毛价格更小。例如，2012年羊毛纱线实现销售的单价多在2011年4季度至2012年1季度即签订合同并确定价格，虽然当年羊毛价格已经开始下跌，但是较上期同期订单确定价格有所提升。2022年之后，公司羊毛纱线均价在毛价持续下行背景下，仍然保持坚挺，受益于持续深化宽带发展战略，优化产品结构。

图 31：新澳股份羊毛纱线均价与羊毛价格走势

图 32：新澳股份毛条均价与羊毛价格走势



资料来源：Wind，新澳股份招股说明书，山西证券研究所



资料来源：Wind，新澳股份招股说明书，山西证券研究所

### 3.3 羊毛价格对公司毛利率影响分析

羊毛价格变化对公司盈利能力主要通过均价与库存成本来影响。我国毛纺织及染整精加工行业的利润率处于中单位数水平，疫情后略有下滑。公司产品毛利率主要受到销售均价（前期订单价格，滞后于羊毛价格）、销售成本（单位原材料成本主要受到公司采购策略影响、单位人工成本主要受到开工率影响、单位制造费用主要受到开工率和产能折旧摊销影响）影响。公司采取“以销定产、适度库存”的经营策略，对存货的发出采取月末一次加权平均法进行处理。

毛价上涨初期，成本由于采用加权平均法衡量，因此成本上升“平滑而部分滞后”，而销售价格由于前期订单锁价及传导时滞，上升是“显著滞后”的，且销售价格的滞后程度大于成本。

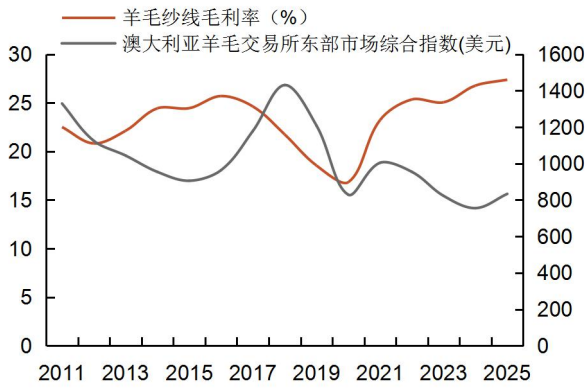
毛价上涨中期，销售价格已充分调涨，加权平均成本仍含低价库存，毛利率有利扩张，且上游毛条产品的价格、盈利弹性得到最充分的释放。

毛价上涨后期，销售价格继续上涨空间有限，加权平均成本开始上升，毛利率向上空间逐步被压缩。

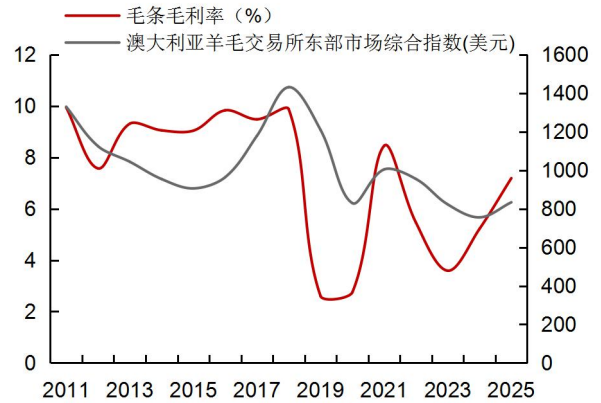
公司毛利率自2025Q4季度开始环比提升，2026Q1季度毛利率延续环比提升，预计2026Q2-Q3季度迎来销售价格调涨和低价库存释放的双重驱动，毛利率预计延续扩张。从产品看，纱线凭借较为稳定的单位加工费收入，毛利率变动较毛条幅度更小，盈利能力更为稳健。

图 33：新澳股份羊毛纱线毛利率与羊毛价格走势

图 34：新澳股份毛条毛利率与羊毛价格走势

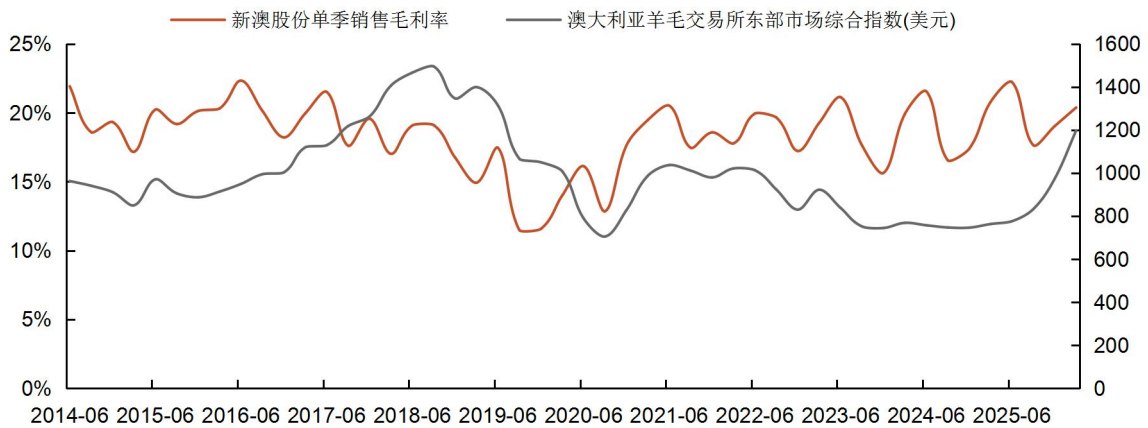


资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：新澳股份单季销售毛利率与澳毛价格走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 4.盈利预测与投资建议

**营业收入：**公司持续深化宽带战略，拓宽产品品类，凭借产业链一体化布局及国内外产能扩张，提升核心客户份额并开拓新客户合作，预计公司羊毛纱线、毛条业务延续稳健增长，2026年二者均具备较大价格弹性；羊绒纱线作为公司第二增长曲线，市场份额提升，预计延续快速增长。预计公司2026-2028年营业收入同比增长13.6%、9.9%、9.5%。

**销售毛利率：**羊毛纱线与毛条产品毛利率与羊毛价格具有正相关性，看好澳毛供给显著收缩背景下，羊毛价格维持高位，预计2026年羊毛纱线毛利率同比提升，毛条毛利率提升幅度更大；2027-2028年考虑新增产能投产、公司库存成本上升，预计羊毛纱线毛利率小幅回落。羊绒纱线目前处于订单结构优化、生产效率提升阶段，毛利率有望逐步提升。预计公司2026-2028年销售毛利率为21.1%、21.7%、22.2%。

**期间费用率：**伴随公司产品品类增加，开发新客户，预计销售费用率、管理费用率小幅提升，研发费用率保持平稳。

**归母净利润：**预计公司归母公司净利润5.84、6.48、7.08亿元，同比增长21.7%、10.9%、9.2%，6月18日收盘价对应公司2026-2028年PE为9.3、8.3、7.6倍。公司产业链一体化优势明显，羊毛纱线产品矩阵持续丰富且国内外产能持续扩张，第二增长曲线羊绒纱线伴随订单结构优化及生产效率爬坡，盈利提升可期。看好公司在羊毛产品四季化、运动户外应用场景扩容背景下，市场份额持续提升；考虑澳毛产量延续收缩，毛价预计保持高位，公司前期库存储备充分，盈利弹性有望充分释放，首次覆盖，给予公司“买入-A”评级。

表6：盈利预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛精纺纱	24.97	25.43	25.24	28.63	30.66	32.84
YOY		1.8%	-0.7%	13.4%	7.1%	7.1%
占比	56.3%	52.5%	50.0%	49.9%	48.6%	47.5%
毛利率	25.1%	26.8%	27.4%	28.5%	28.3%	28.2%
销量（吨）	14983	15739	15464	16238	17050	17902
YOY		5.0%	-1.7%	5.0%	5.0%	5.0%
均价（万/吨）	16.67	16.16	16.32	17.63	17.98	18.34
YOY		-3.0%	1.0%	8.0%	2.0%	2.0%
羊绒纱线	12.22	15.48	18.46	21.47	24.74	28.27
YOY		26.7%	19.3%	16.3%	15.3%	14.2%
占比	27.5%	32.0%	36.5%	37.4%	39.2%	40.9%

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	12.7%	11.13%	13.11%	14.5%	17.5%	19.0%
销量 (吨)	1996	2599	3102	3537	3997	4476
YOY		30.2%	19.4%	14.0%	13.0%	12.0%
均价 (万/吨)	61.24	59.56	59.51	60.70	61.92	63.15
YOY		-2.7%	-0.1%	2.0%	2.0%	2.0%
羊毛毛条	6.61	6.66	6.05	6.83	7.18	7.47
YOY		0.8%	-9.2%	13.0%	5.1%	4.0%
占比	14.9%	13.8%	12.0%	11.9%	11.4%	10.8%
毛利率	3.6%	5.22%	7.19%	10.0%	7.0%	7.0%
销量 (吨)	7179	7608	6678	6678	6878	7015
YOY		6.0%	-12.2%	0.0%	3.0%	2.0%
均价 (万/吨)	9.21	8.75	9.05	10.23	10.44	10.64
YOY		-4.9%	3.4%	13.0%	2.0%	2.0%
改性处理及染整加工	0.32	0.43	0.41	<b>0.42</b>	<b>0.44</b>	<b>0.45</b>
YOY		34.4%	-4.2%	3.0%	3.0%	3.0%
占比	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
毛利率	32.3%	34.58%	35.94%	35.94%	35.94%	35.94%
销量 (吨)	3192	3770	3,605	3713	3825	3939
YOY		18.1%	-4.4%	3.0%	3.0%	3.0%
均价 (万/吨)	1.00	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14
YOY		13.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其它业务	0.26	0.4	0.04	0.04	0.04	0.04
YOY		53.8%	-90.9%	0.0%	0.0%	0.0%
占比	0.6%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	42.3%	40.0%	13.43%	13.43%	13.43%	13.43%
营业收入	44.38	48.41	50.52	57.39	63.05	69.06
YOY		9.1%	4.4%	13.6%	9.9%	9.5%
毛利率	18.6%	19.0%	20.0%	21.1%	21.7%	22.2%

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 5.风险提示

### 服饰终端需求增长放缓或下滑的风险。

公司产品主要应用于羊毛、羊绒服饰类产品，若终端需求增长放缓或持续低迷，品牌下单意愿降低，将对公司订单带来负面影响。

### 产能扩张不及预期的风险。

公司推进越南二期、新澳银川基地产能建设，若未来新产能建设进度不及预期且订单需求旺盛，或对公司营收增长带来负面影响。

### 羊毛价格上涨不及预期或持续下跌的风险。

公司销售均价、盈利能力与羊毛价格具备较强的正相关性，若终端需求不及预期、羊毛供给扩张，羊毛价格下跌预计对公司业绩带来负面影响。

### 汇率大幅波动的风险。

公司的外销收入占全部销售收入的四成以上，同时公司主要原材料羊毛主要从澳大利亚进口取得。公司出口产品和进口原材料主要结算货币为美元，进口设备主要结算货币为欧元，因此人民币对美元、欧元汇率波动对公司财务状况和经营业绩产生一定影响。

### 羊绒纱线产品盈利能力提升不及预期的风险。

羊绒纱线产品作为公司第二大收入来源，若盈利能力提升不及预期，将对公司业绩增长带来负面影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	3103	3840	5625	6277	6918
现金	532	750	2329	2715	3019
应收票据及应收账款	451	490	579	595	691
预付账款	8	7	12	8	13
存货	1990	2323	2506	2762	2970
其他流动资产	121	271	199	197	224
<b>非流动资产</b>	2587	2543	2648	2687	2706
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1929	2058	2132	2146	2160
无形资产	180	176	185	197	212
其他非流动资产	478	309	331	343	333
<b>资产总计</b>	5689	6383	8273	8964	9623
<b>流动负债</b>	1459	1698	3328	3771	4124
短期借款	488	816	2265	2834	2944
应付票据及应付账款	454	412	557	500	651
其他流动负债	517	470	505	437	530
<b>非流动负债</b>	679	634	522	405	282
长期借款	656	606	498	379	256
其他非流动负债	23	28	24	25	26
<b>负债合计</b>	2138	2333	3849	4176	4406
少数股东权益	148	351	394	443	496
股本	730	730	949	949	949
资本公积	909	929	710	710	710
留存收益	1809	2070	2364	2690	3046
归属母公司股东权益	3404	3700	4029	4345	4720
<b>负债和股东权益</b>	5689	6383	8273	8964	9623

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	370	420	962	570	1017
净利润	452	516	628	697	761
折旧摊销	184	234	205	226	248
财务费用	29	21	37	65	106
投资损失	-3	0	0	0	0
营运资金变动	-345	-387	90	-418	-98
其他经营现金流	53	34	2	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-677	-344	-375	-240	-262
<b>筹资活动现金流</b>	-148	149	-644	-497	-508
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.51	0.62	0.68	0.75
每股经营现金流(最新)	0.39	0.44	1.01	0.60	1.07
每股净资产(最新摊)	3.59	3.90	4.24	4.58	4.97

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	4841	5052	5739	6305	6906
营业成本	3922	4044	4528	4938	5374
营业税金及附加	32	32	36	40	43
营业费用	101	94	109	120	131
管理费用	154	160	184	202	221
研发费用	111	115	130	143	157
财务费用	29	21	37	65	106
资产减值损失	-12	-14	-16	-18	-20
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	3	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	519	608	733	813	887
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	516	606	731	811	885
所得税	64	90	102	113	124
<b>税后利润</b>	452			697	761
少数股东损益	24	36	44	49	53
<b>归属母公司净利润</b>	428	480	584	648	708
EBITDA	757	907	1001	1130	1233

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.1	4.4	13.6	9.9	9.5
营业利润(%)	7.1	17.2	20.6	10.9	9.1
归属于母公司净利润	6.0	12.1	21.7	10.9	9.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.0	20.0	21.1	21.7	22.2
净利率(%)	8.8	9.5	10.2	10.3	10.2
ROE(%)	12.7	12.7	14.2	14.6	14.6
ROIC(%)	10.5	10.8	9.9	10.1	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.6	36.5	46.5	46.6	45.8
流动比率	2.1	2.3	1.7	1.7	1.7
速动比率	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	11.2	10.7	10.7	10.7	10.7
应付账款周转率	6.3	9.3	9.3	9.3	9.3
<b>估值比率</b>					
P/E	12.6	11.3	9.3	8.3	7.6
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.4	7.3	6.3	5.7	5.0

资料来源：常闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

