

鲁泰 A (000726.SZ) / 纺织服装

证券研究报告/公司深度报告

2023年03月01日

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：8.54

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	888
流通股本(百万股)	571
市价(元)	8.66
市值(百万元)	7,687
流通市值(百万元)	4,943

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,751	5,238	7,360	7,665	8,433
增长率 yoy%	-30%	10%	40%	4%	10%
净利润(百万元)	97	348	961	1,016	1,250
增长率 yoy%	-90%	257%	176%	6%	23%
每股收益(元)	0.11	0.39	1.08	1.14	1.41
每股现金流量	0.67	0.39	0.73	1.26	1.49
净资产收益率	1%	4%	11%	10%	11%
P/E	79.0	22.1	8.0	7.6	6.1
PEG	-2.62	2.16	0.20	1.83	0.61
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

备注：股价为2023年2月28日收盘价

报告摘要

- 全球高端色织面料及衬衣制造产业链一体化龙头。**公司主营纱线、高档色织布面料、衬衫、印染面料及职业装，拥有纺纱、漂染、织布、后整理、成衣制造的一体化产业链，目前是全球最大的高端色织布生产商（市占率约18%）。产品外销为主（约70%），下游客户包括 Burberry、BOSS、优衣库、海澜之家等国内外头部品牌。2021年收入/归母净利润分别为52.38/3.47亿元。
- 中国为全球最大色织布生产基地，高端化趋势显现，集中度有望持续提升。**公司所处行业为衬衫用色织布行业，而我国虽然是该领域全球主要生产国，但中低端产能仍占大多数。近年来在产能转移、环保趋严下，同时疫情及贸易摩擦导致内外需波动加大，加速了行业内部分中低端产能出清，国内色织布产量呈下降趋势。此外，随着我国商务服装消费需求向中高端、差异化升级，我国色织布行业供给端有望长期向高端化转型。当前国内高端色织布行业格局较为稳定，高端产能主要被以鲁泰A为首的龙头企业所掌握。我们认为龙头企业综合实力强大，环保技术优势及海外产能先发优势明显，行业集中度有望进一步向头部集中。
- 全球化产能布局完善，规模&研发优势领先。**公司在国内外均具有完备的一体化产能布局，且规模业内领先，至2021年面料总产能为2.94亿米，产量达2.23亿米，占全国产量的14%+，且近年来呈上升态势。同时，公司中高档色织面料出口约占中国/全球中高端市场的43%/18%，是全球最大的高端色织布生产基地。在产能一体化叠加规模效应共振下，公司较同行更具成本和效率优势，在原料价格波动的情况下，盈利能力也更为稳定。此外，公司自主研发能力强大，产品不断创新迭代以提升竞争力。
- 加码高端差异化产线，多元化发展注入增长新动能。**公司当前国内外生产基地储备两大在建新项目，合计新增面料年产能6500万米，预计23-24年逐步达产。随着新产能逐步释放，公司有望拓展新品类（如商务面料→休闲运动面料），打开多元化发展空间，带来新的增长动能。同时，新产能也将带动产品结构升级，提升产品单价及盈利能力（原面料产品均价约20元/米，3500万米功能性面料均价有望达到25.4元/米）。此外，公司营销渠道广阔，随着疫后商务休闲服装需求稳健复苏，有望在深度绑定现有优质客户的情况下，持续开拓新客户消化新增产能，保障业绩长期增长。
- 投资建议：**公司为全球垂直一体化高端色织龙头企业，在产能规模、生产成本及研发技术等领域具备领先优势，有望在产能转移、环保趋严下持续提高市场份额。短期看，随着下游客户陆续完成库存去化，国内外服装需求复苏可期，公司需求有望保持稳健。长期看，商务装行业需求高端化趋势显现，未来随着公司在建高端差异化新产能逐步释放，有望助力业务多元化发展，叠加产品结构升级（高档色织面料、差异化面料占比提高）提升盈利能力，打开业绩成长空间。预计公司2022-24年净利润为9.61/10.16/12.5亿，同比增长176%/6%/23%，对应当前股价估值为8x/7.57x/6.15x，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**产能扩张不及预期；上游原材料价格波动风险；下游需求不及预期；汇率波动风险；行业规模测算偏差风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

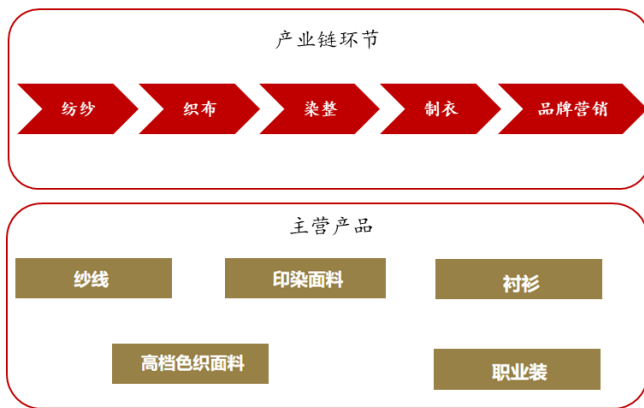
内容目录

鲁泰 A：全球高端色织面料及衬衣制造产业链一体化龙头	- 3 -
色织布行业	- 6 -
中国为全球最大色织布生产基地，高端化趋势显现	- 6 -
产能转移、环保趋严下，行业集中度有望持续提升	- 10 -
公司优势：全球化产能布局完善，规模&研发优势领先	- 14 -
国内外产业链一体化布局，产能规模优势凸显	- 14 -
自主研发能力强大，产品创新迭代提升竞争力	- 16 -
未来展望：加码高端差异化产线，多元化发展注入增长新动能	- 17 -
国内外新产能逐步释放，深入产品高端化与多元化发展	- 17 -
绑定全球优质客户，疫后需求稳健复苏	- 18 -
盈利预测及投资建议	- 19 -
风险提示	- 21 -

鲁泰 A: 全球高端色织面料及衬衣制造产业链一体化龙头

- 鲁泰纺织成立于 1988 年，主营纱线、高档色织布面料、衬衫、印染面料及职业装，拥有纺纱、漂染、织布、后整理至成衣制造的一体化产业链。公司产品外销为主，美国、欧盟、日本等 60 多个国家和地区的收入占比约 70%，中高档色织布面料出口占该细分市场全球份额的 18%。当前公司已成为 Burberry、BOSS、优衣库、海澜之家等国内外头部品牌的衬衫制造商。同时，公司旗下还拥有五大自主服装品牌，覆盖全渠道、全年龄段的中高端及大众商务休闲服装市场。

图表 1: 产业链一体化及公司主营产品



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 2: 公司战略合作海内外客户 (部分)



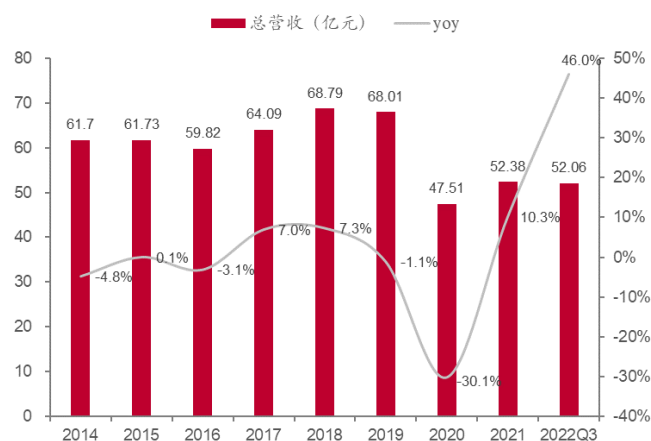
来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 3: 鲁泰纺织旗下自有品牌

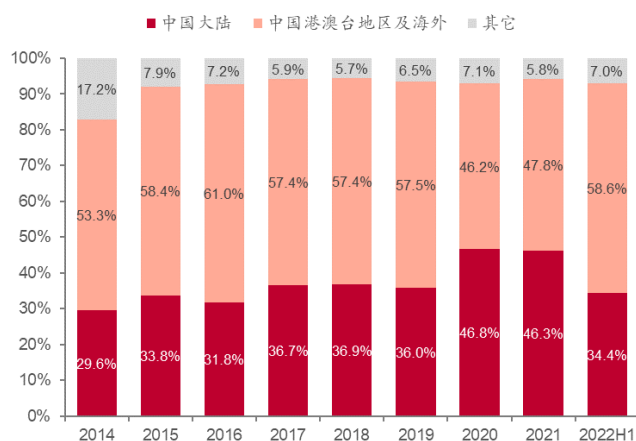
品牌	定位	渠道	目标客户
鲁泰 (LUTHAI)	奢侈品牌	线上、线下	为成功人士提供尊贵品位服务
鲁泰·格蕾芬 (LT.GRFF)	中高档、商务	线下	30 岁至 65 岁商务人士
佰杰斯 (BESSHIRT)	中档、时尚	线上	青春时尚消费人群
文迪 (CAVAD)	中档、商务休闲	线下、C2M	30 岁至 45 岁的白领阶层、上班族
NARCISU	中高档、高性价比	线上、C2M	为中国男士打造优雅、时尚、年轻的穿着体验, 提供媲美高端男装的品质服饰

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 疫情后公司整体营收逐步修复。2014-2019 年，在服装内需疲软、纺织产业链大举向东南亚转移的趋势下，公司持续布局海外产能成效逐步显现（2022 年色织布/衬衫产能海外占比分别约达 53%/33%），营收稳中有进，CAGR 约为 1.97%。2020 年营收同比-30.1%，主要因全球疫情叠加中美贸易摩擦影响下，外需锐减导致大陆以外地区收入占比大幅下滑所致。2021/2022Q1-3 受益于疫后国内外需求阶段性回暖，公司营收同比分别+10.3%/+46%。

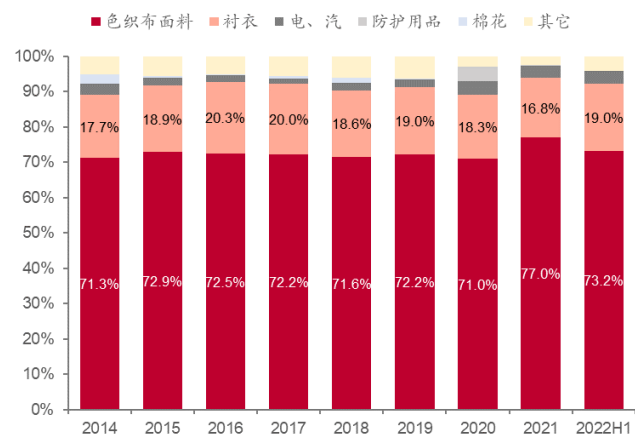
图表 4：2014-2022Q3 公司营收及增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

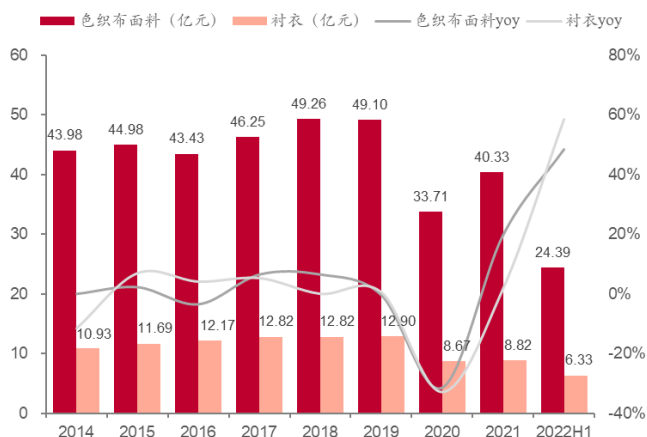
图表 5：2014-2022H1 营收占比分地区


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 分产品看，色织布面料及衬衣贡献主要营收。2022H1 公司收入主要来自色织布面料、衬衣、电、汽及其他业务，其中色织布面料/衬衣收入分别为 24.39/6.33 亿元，同比+48%/+58%，占比约 73.2%/19%。此外，公司于 2020 年起停止棉花业务，主要因美国涉疆法案影响下，公司生产海外订单所需原料皆转为进口外棉，导致自有棉花业务大幅收缩所致。

图表 6：2014-2021 年营收占比分产品


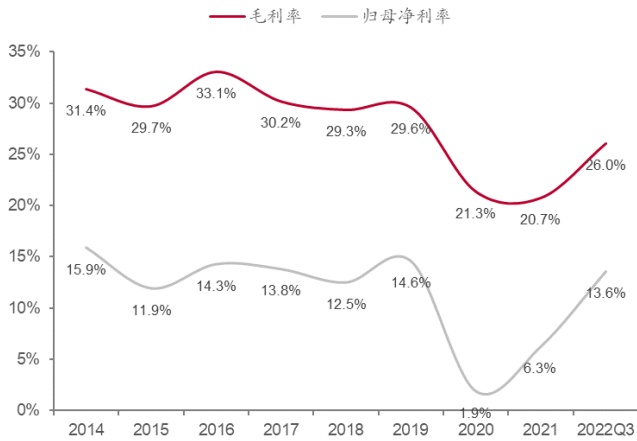
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：2014-2021 年公司面料、衬衣营收及增速


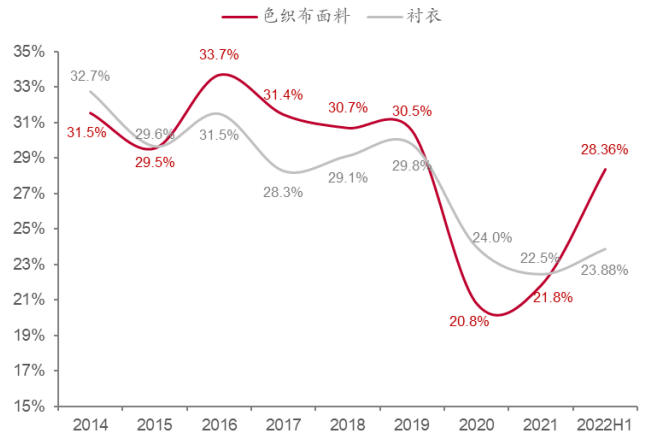
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 主营面料、衬衣业务恢复带动公司整体盈利能力快速回升。2014-2019 年公司平均毛利率/归母净利率分别约为 30.55%/13.8%。在 2020-2021 年国内外疫情相继爆发影响全球服装消费下，下游订单需求疲软拖累导致公司产能利用率下滑明显。截至 2022Q3，公司毛利率/净利率分别为 26%/13.6%，同比+6.74/6.98pcts，主要受益于 2022H1 公司海外订单旺盛下，产能利用率大幅提升所致（海外收入占比约 50%）。

图表 8：2014-2022Q3 公司毛利率及归母净利率
图表 9：2014-2022H1 年公司面料、衬衣产品毛利率

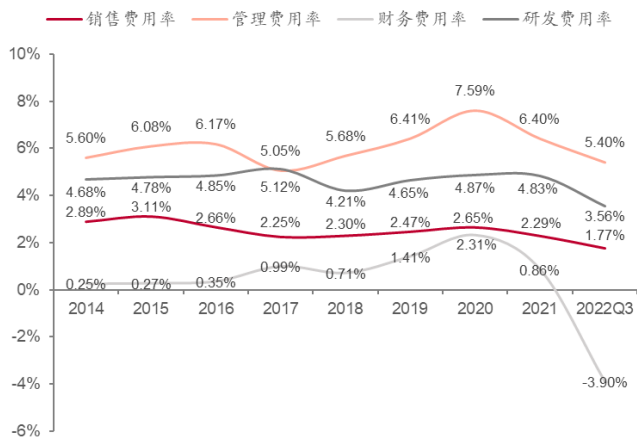


来源：公司公告，中泰证券研究所

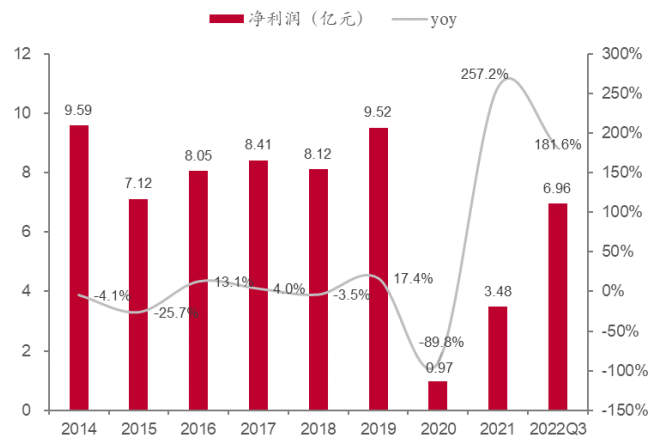


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 费用率管控有方，归母净利润迅速修复。**2022Q1-3 公司销售/管理/研发费率分别为 1.77%/5.4%/3.56%，基本恢复至正常水平；同期财务费率为-3.9%（同比-4.76pcts），主要系公司海外收入占比较高，且当期人民币大幅贬值下，汇兑净收益增加所致。整体来看，2022 前三季度公司归母净利润为 6.96 亿元，同比+181.6%。

图表 10：2014-2022Q3 公司各项费用率


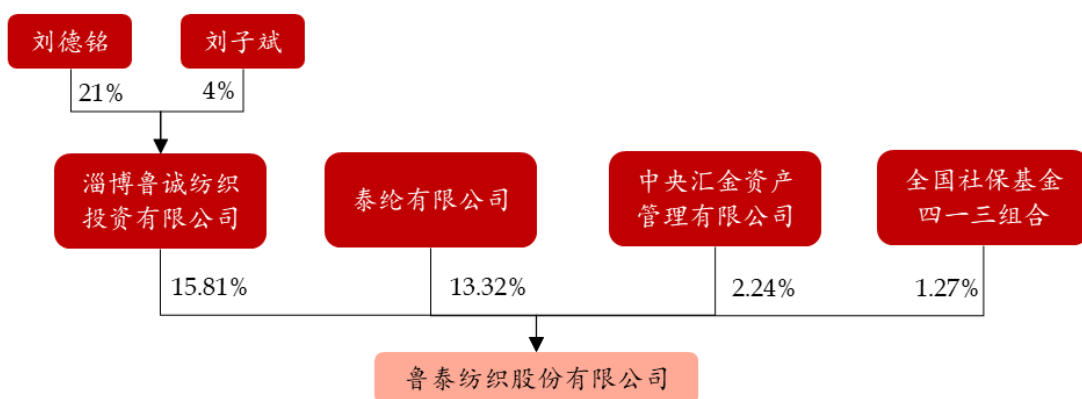
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：2014-2022Q3 公司归母净利润及增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 股权结构稳定，管理层行业经验丰富。**实控人董事长兼 CEO 刘子斌先生及董事会成员刘德铭先生二人通过淄博鲁诚纺织投资有限公司合计持有公司约 3.95% 股份。同时，公司管理层重要人员具备相对较高学历、专业背景，及丰富的纺织行业从业经历，且多数高层人员是由公司内部培养提拔而来，累计任职已达十余年，因此管理层稳定性也相对较高。

图表 12：公司股权结构图 (控股 1% 以上股东)



来源：Wind，中泰证券研究所；（截至 2022/9/30）

图表 13：公司管理层部分重要成员情况

姓名	职务	简介
刘子斌	董事长、董事、 总裁	硕士学历，2002年3月任公司副总经理，2005年6月兼任财务总监，2007年至今任公司总裁，2015年10月上任公司 董事长
许植楠	副董事长、董事	博士学历，1998年5月任公司副总经理，2004年6月至今任公司副董事长。其它任职：历任泰纤维布厂有限公司 董事、总经理；泰纤维有限公司董事泰纤维印染有限公司董事；泰纶有限公司董事长
刘德铭	董事、全球营销 部副总监	硕士学历，2017年5月至今任公司董事会成员，为公司实控人之一。其它任职：淄博鲁诚纺织投资有限公司董事 长、总经理
张战旗	董事、副总裁、 全球营销部总监	工商管理硕士学历，正高级工程师，国家一级纺织面料设计师，“山东省智库高端人才”，曾获得2017中国纺织 行业年度创新人物，全国十佳纺织面料设计师，淄博市十大杰出工程师等荣誉称号。自1994年毕业后到公司工作 至今，2007年任公司品质管理部经理，2016年至今任公司副总裁兼全球营销部总监。其它任职：鲁丰织染有限公 司副总经理（历任）、总经理（现任）；青岛大学产业教授；《染整技术》杂志编辑委员会委员等
张克明	董事会秘书、财 经管理部总监	工商管理硕士学历，律师，高级会计师。1991年毕业后到公司财务部工作至今，历任资金管理科副科长，科长， 资金处主任，财务部副经理，财务部经理，2019年至今任公司董秘、总会计师等职位
高成钢	总裁助理、服装 产品线总监	历任公司ISO9000办公室副主任、总经理办公室副主任、总经理办公室主任、企业管理部经理、管理者代表、制 衣生产部经理
郭恒	功能性面料产品 线总监、总经理 助理	助理工程师，历任公司纺纱工厂副厂长、纱线事业部副经理、纱线事业部经理、管理者代表、企业管理部经理

来源：Wind，中泰证券研究所

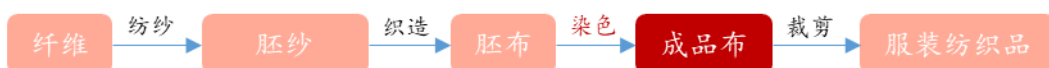
色织布行业

中国为全球最大色织布生产基地，高端化趋势显现

- 色织布主要指用染色的纱线织成的织物。根据染色加工对象或环节的不同，纺织领域的染色方法主要可分为织物染色、纱线染色和纤维染色。其中，通过纱线染色工艺，先将胚纱染色，后用色纱织造成的布料称作色织布。

图表 14：纺织物染色的三种常见方式及相关 A 股上市公司

织物染色（染色布）：航民股份、华纺股份



纱线染色（色织布）：鲁泰A、联发纺织、富春染织、盛泰集团



纤维染色（色纺纱）：百隆东方、华孚时尚



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 15：色织布 vs 印染布 vs 色纺纱

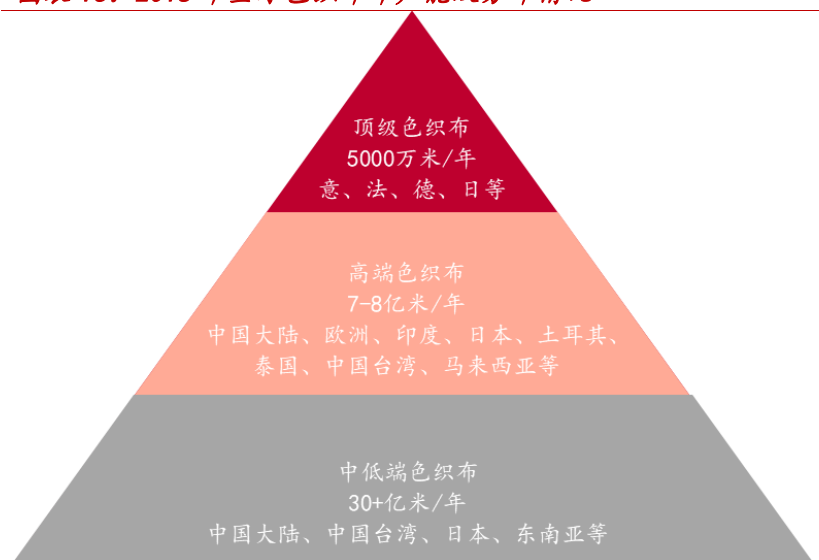
染色方式	简介	优点	缺点	图示
印染布	将纱线织造后对织物进行染色，是目前纺织品最主要的染色方式	<ul style="list-style-type: none"> 成本、价格相对较低，适宜大批量生产 	<ul style="list-style-type: none"> 染色过程污染较为严重 染成品色彩单一，色牢度低； 	
色织布	在织造前对棉花等原材料纺成的纱线进行染色	<ul style="list-style-type: none"> 织造前道工序中成本最低； 能耗、污染相对织物染色较小； 织物色彩立体感强，手感蓬松丰满； 染料渗透性强，色牢度较好，匀染效果良好，产品重现性高； 可小批量多品种生产，交货快，更容易适应流行色的变化； 	<ul style="list-style-type: none"> 成本、价格较染色布高，但较色纺纱更低 	
色纺纱	在纺纱之前，将散纤维装入染缸进行染色	<ul style="list-style-type: none"> 混纺后纱线混色效果独特； 绿色环保，较普通纱线节水减排 织成的织物色彩饱满，层次感强，具有朦胧的立体效果； 	<ul style="list-style-type: none"> 成本最高，价格最贵 纤维在染色时经受酸、碱、高温等作用，导致聚合度、强度、可纺性下降以及短绒增加； 有色纤维易残留在设备中，清洁工作量大，同一车间生产不同混配比和色系的多品种色纺纱时易导致飞花、批号混乱，降低良品率； 	

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- 公司所处行业为衬衫用色织布行业，我国是该领域全球主要生产国。2015-2017 年我国色织布年均产量超 26 亿米，而后在 2018-2020 年期间年产量出现连续下滑，主要因近年来疫情及贸易摩擦下，内外需波动加大，同时生产要素成本上涨、环保要求趋严加速了行业内部分中低端产能出清。2021 年随着疫情常态化，国内产量同比+5.2%至 15.6 亿米。
- 从定位看，色织布行业可分为：
 - 顶级色织布：大约每年不到 5000 万米，主要集中在意大利、法国、德国等少数厂家，主要针对时装及顶级品牌衬衫市场。
 - 高端色织布：2015 年全球产量约 8 亿米，主要集中在中国（约 3 亿米），其他产量上千万的国家和地区包括欧洲、印度、日本等 7 个国家，占全球高端市场的 60%左右（全球纺织网）。主要用于中高档品牌衬衫的生产，其在组织设计和色彩流行方面逊于顶级面料，但其在制造技术和品质要求上与前者无较大差别。

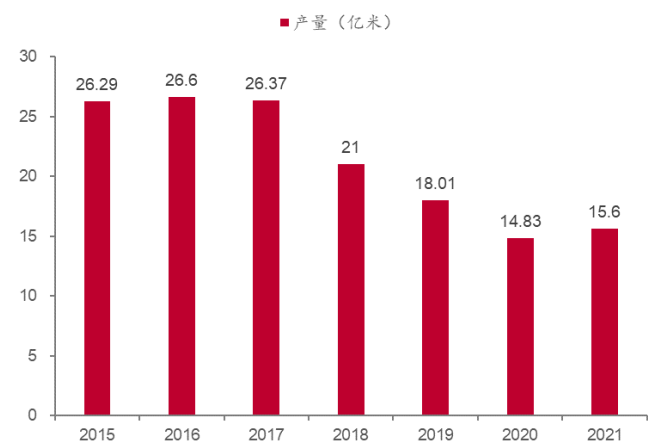
➤ 低端色织布：国内约 90% 为该定位产品。

图表 16：2018 年全球色织布年产能及分布情况



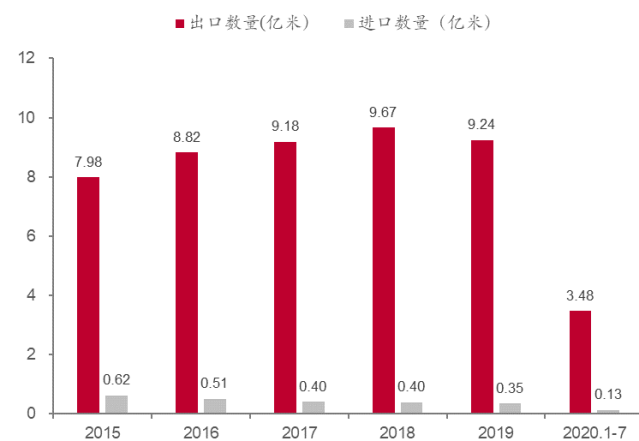
来源：公司公告，观研天下，中泰证券研究所

图表 17：2015-2021 年中国色织布（含牛仔布）产量



来源：智研咨询，中泰证券研究所

图表 18：2015-2020 年 1-7 月中国棉混纺色织布进出口数量



来源：智研咨询，中泰证券研究所

- **下游服装功能性需求升级有望推动行业高端化转型。**近年来我国商务服装消费需求呈现出向中高端、差异化升级的发展趋势，下游各知名服装品牌也纷纷与合作供应商开发科技面料及生产工艺，推出功能多样的商务休闲服饰。如红豆的“0 感舒适衬衫”、雅戈尔的“DP 免烫衬衫、驱蚊衬衫、凉感衬衫”、海澜之家的“三防衬衫”等。因此，未来在下游高端差异化需求的倒逼下，我国面料行业转型升级趋势或日益显现。

图表 19：商务休闲衬衫的四大功能性需求

图表 20：下游商务休闲品牌的衬衫功能性创新



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

红豆 长袖衬衫男士秋新款商务休闲 免烫0感正装衬衫纯色微弹白衬衣

雅戈尔 春季新款长袖衬衫男官方高级商务休闲新疆纯棉DP免烫白衬衣

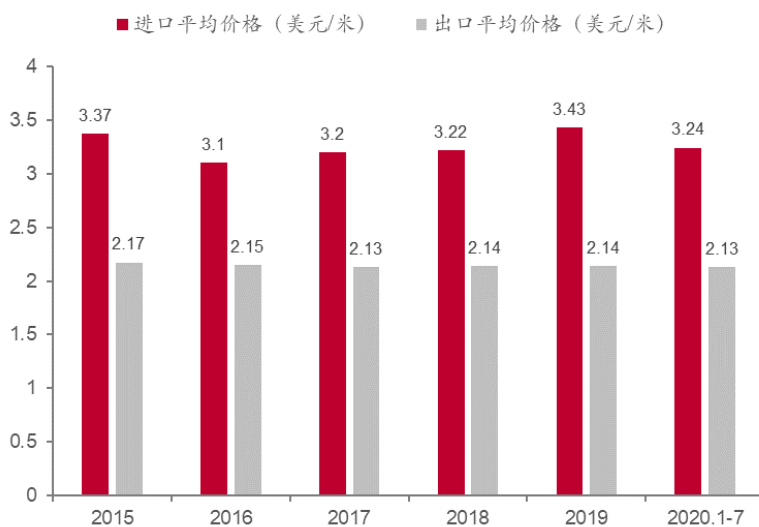
天猫 HLA/海澜之家 无痕科技衬衫 春秋款免烫三防科技易打理黑衬衫

HLA/海澜之家 品牌 秋季 适用季节

来源：各品牌天猫官方旗舰店，中泰证券研究所

- **高端化趋势下，国产色织布均价存在提升空间。**我国虽为色织布生产及出口大国，但中低端产能仍占大多数，而全球顶级色织布产能主要集中在欧洲及日本等少数发达国家，使得我国色织布进出口仍存在显著价差，2020年1-7月我国棉混纺色织布进/出口平均价格分别为3.24/2.13美元/米。

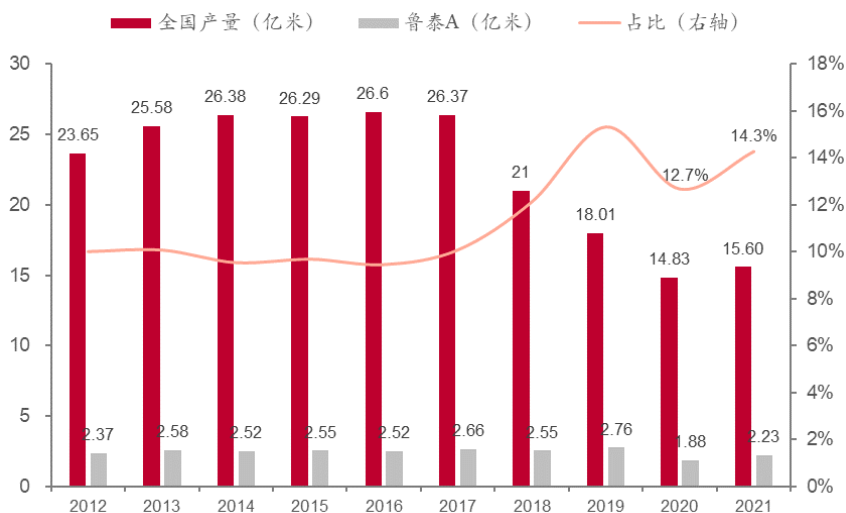
图表 21：2015-2020 年 1-7 月中国棉混纺色织布进出口平均价格



来源：智研咨询，中泰证券研究所（2020年为1-7月数据）

- **国内高端色织布行业格局较为稳定，龙头鲁泰市占率领先。**其中鲁泰为龙头，至2021年总产量达2.23亿米，占全国产量的14%+，且近年来占比呈上升态势，同时，公司中高档色织面料约占中国/全球中高端市场的43%/18%。此外，国内色织布行业还有联发股份（1亿米/年）、广东溢达（4000万码）、天虹纺织（1.8亿米/年）、盛泰集团（0.53亿米/年）等头部玩家。

图表 22：2012-2021 全国及鲁泰色织布产量 (亿米)



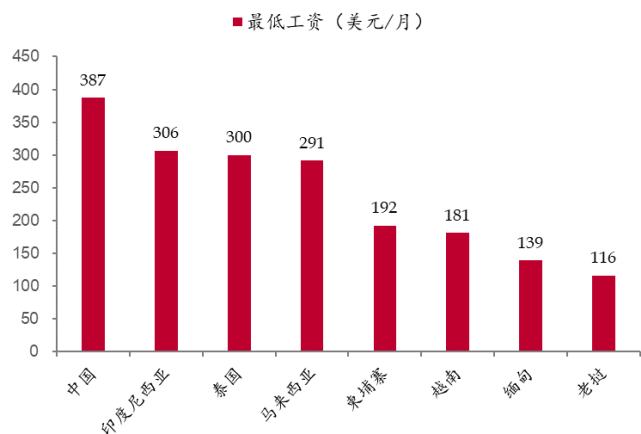
来源：公司公告，国家统计局，中泰证券研究所

产能转移、环保趋严下，行业集中度有望持续提升

■ 东南亚资源优势明显，推动纺织产能转移：

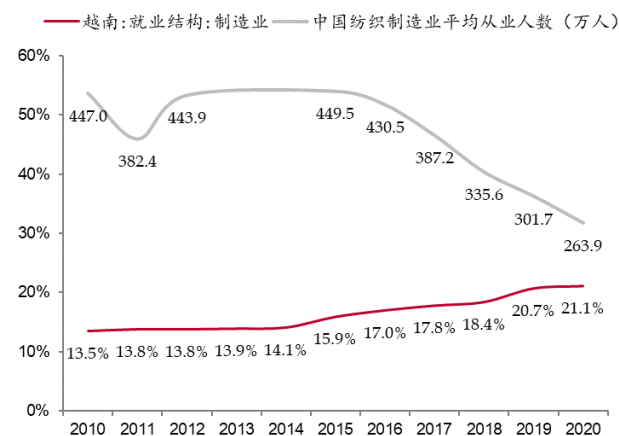
- **人力成本优势：** 2021 年我国最低工资水平仍为东南亚部分地区如柬埔寨、越南、缅甸等国家的 2-3 倍，因此劳动力价格低廉的东南亚各国成为劳动密集型的纺织企业建厂招工的首选之地。2015-2020 年期间，我国纺织业制造业年平均从业人数显著下降，同期越南制造业就业人口占总人口比重由持续提升。

图表 23：2021 年中国及东南亚部分国家最低工资情况



来源：Trading Economics, ASEAN Briefing, 中泰证券研究所

图表 24：2010-2020 年越南制造业就业结构及中国纺织制造业平均从业人数情况



来源：Wind, 中泰证券研究所 (2013-2014 年中国纺织制造业平均从业人数未披露)

- **贸易税收优势：** 截至 2020 年，越南已参与近 15 项自由贸易协定，从贸易关税上看，目前越南出口对比中国存在明显优势。此外，随着 2022 年 RCEP 协议生效，缅甸、柬埔寨等东南亚成员国的制造业出口关税优势将更加显著。

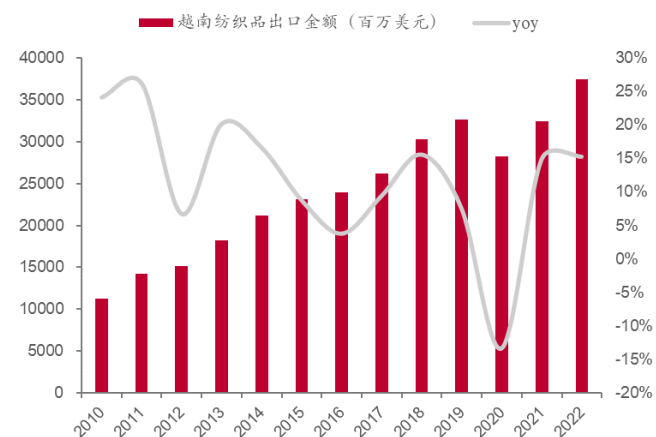
图表 25：中国及东南亚部分国家对外出口关税对比

出口地区	中国	越南
欧盟	12%	0%
美国	在美国正常棉纺织品进口关税基础上加征 15-25%	纺织品平均 14%， 服装平均 17.5%
东盟	7%	0%
CPTTP 协议国 (日、加、澳等)	根据各国规定，日本 7%，澳大利亚 5%	0%

来源：海关网，立鼎产业研究网，中泰证券研究所

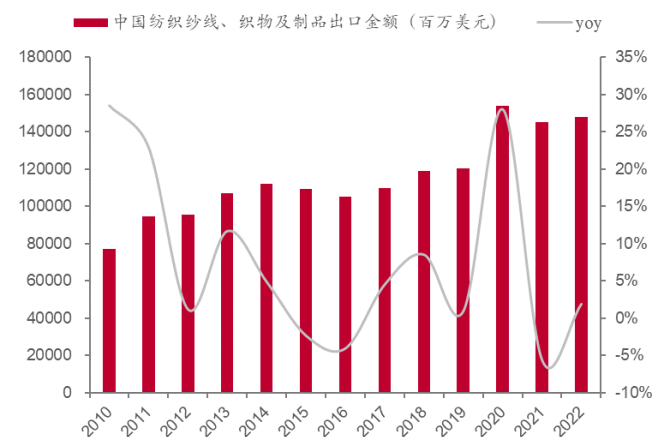
- **越南纺织业快速扩张，出口持续高增。**从纺织品出口数据看，2010 年以来越南纺织品出口金额增长迅速，2010-2022 年期间 CAGR 达 10.5%，2022 年同比增长 15%+。而中国纺织品出口自 2015 年以来呈现出停滞增长的态势，预计未来在人力成本长期上升、中美贸易环境波动及东南亚资源优势凸显的情况下，我国纺织出口增速或将持续趋缓。

图表 26：2010-2022 年越南纺织品出口金额及增速



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 27：2010-2022 年中国纺织品出口金额及增速



来源：Wind，中泰证券研究所

- **头部纺企综合实力强大，先发布局海外产能。**资金雄厚的龙头企业更能承受海外建厂所需的巨额资金投入以及持续的管理输出，且先发布局海外产能的国内头部纺企得以整合积累国内外优势资源，有效规避潜在贸易壁垒的影响，从而抢先承接产业转移趋势中的优质订单，故龙头企业市场份额有望继续提升。

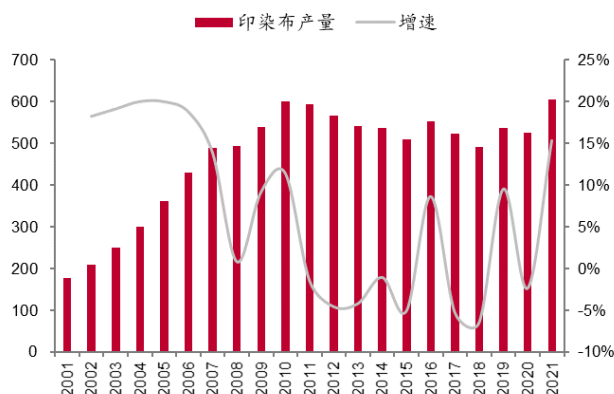
图表 28：部分主要纺织企业东南亚产能情况

公司	主营产品	东南亚产能分布	东南亚产能首次布局时间	2021年公司总产能	2021年东南亚产能占比
申洲国际	运动服饰、休闲服饰及内衣服装	面料：越南西宁 服装：越南、柬埔寨金边	2005	面料：约23.7万吨 成衣：约4.9亿件	面料：约50% 成衣：约45%
华利集团	运动休闲鞋、拖鞋及户外鞋靴	越南北部和中部区域、缅甸、印尼	2005	鞋：21857万双	100%
天虹纺织	棉质纱线	越南	2006	棉纱：约387万锭	纱锭：约44%+
健盛集团	针织棉袜、无缝服饰	棉袜：越南海防、清化 无缝服饰：越南兴安	2013	棉袜：3.9亿双 无缝服饰：2000万件	棉袜：约50%+ 无缝：约40%+
百隆东方	色纺纱	越南	2013	棉纱：约183万锭	纱锭：约60%+
鲁泰A	色织布面料、衬衣	面料：越南西宁 服装：越南安江省、柬埔寨柴桢省、缅甸仰光迪拉瓦经济特区	2013	面料：29360万米 服装：2030万件	面料：约17%+ 服装：约55%+

来源：各公司公告，中泰证券研究所

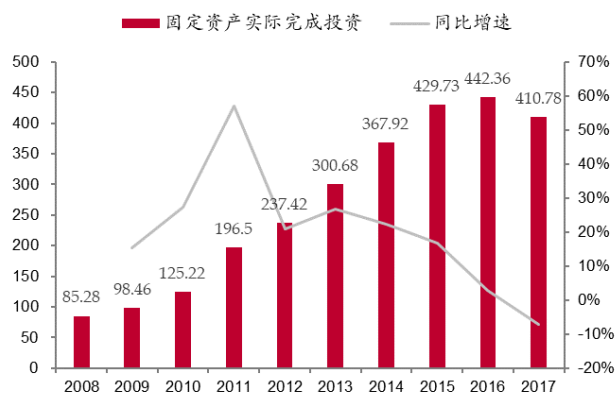
- 国内环保政策趋严，加速行业出清。此外，由于传统纺织行业能耗高、污染重，且中低端产能过剩、环保工艺水平落后，因此近年来各部门积极出台针对传统印染行业的监管及指导政策，引导行业整顿升级，印染布产量自 2011 年起历经连续五年负增长，同时固定资产投资增速也于 2017 年首次出现负增长（-7.14%）。

图表 29：2001-2021 我国规模以上企业印染布产量（亿米）



来源：中国印染行业协会，前瞻产业研究院，中泰证券研究所

图表 30：2008-2017 印染行业固定资产投资实际完成投资（亿元）



来源：中国印染行业协会，前瞻产业研究院，中泰证券研究所

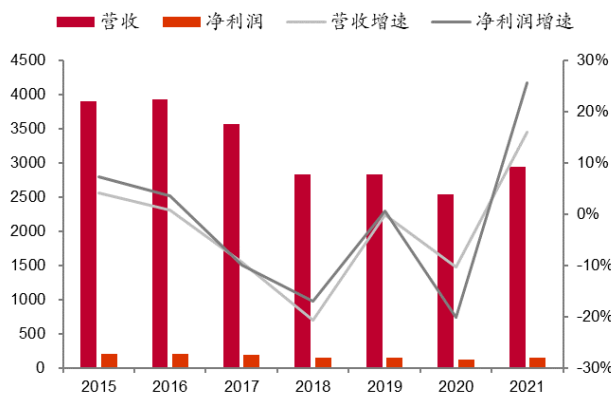
图表 31：2008-2021 染色面料行业部分重点政策

年份	颁发部门	行业政策法规	主要内容
2008	环保部、发改委	《国家危险废物名录》	染整过程中含有有机溶剂的废物被认定为危险废物，须按照有关法律法规进行处理。
2009	-	《纺织工业调整和振兴规划》	(1) 特别强调要加大对高耗能、高污染等落后生产工艺和设备的淘汰力度。到2011年，重点淘汰7.5亿米高耗能、高水耗、技术水平低的印染能力，约占印染生产能力的15%。(2) 加快设备更新和行业技术进步的速度。至2011年，高新技术产品的产业化及应用取得显著进展，具有国际先进水平的纺织技术装备比重提高到50%左右，新产品产值率不断提高，全行业劳动生产率年均提高10%。
	国务院	《国务院关于进一步加强的淘汰落后产能工作通知》	2011年底前，要淘汰74型染整生产线、使用年限超过15年的前处理设备、浴比大于1:10的间歇式染色设备，淘汰落后型号的印花机、热熔染色机、热风布铈拉幅机、定型机，淘汰高耗能、高水耗的落后生产工艺设备。
		《印染行业准入条件(2010年修订版)》	对2008年发布的印染行业准入条件进行修订
2010	工信部	《2010年工业行业淘汰落后产能企业名单》	涉及印染行业201家企业，2011年又涉及了144家19.9亿米的产能。
		《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录(2010年本)》	要求淘汰使用期限超过15年的浴比大于1:10的棉及化纤间歇式染色设备、未经改造的74型染整设备、使用年限超过15年的国产和使用年限超过20年的进口印染前处理设备、拉幅和定型设备、圆机和平网印花机、连续染色机
2012	工信部	《工业行业淘汰落后产能企业名单》	2021年首批名单涉及印染企业176家。第二批涉及8家。2013年首批涉及印染企业132家，第三批涉及13家。2014年首批涉及印染企业107家，第二批涉及9家。
2013	-	《纺织染整工业污染物排放标准》	对印染工业制定更严厉的排放标准。
2014	环保部	《纺织染整行业污染防治可行技术指南》征求意见稿	涉及3000家纺织染整企业，使企业、环保部门能够方便、快捷地从公开渠道了解污染防治的技术状况、适用范围、效果、环境及经济效益等，正确选择、使用先进、高效的技术或装备。
2016	-	《印染行业“十三五”发展指导意见》	目标：(1) 加快科技进步；(2) 提升管理水平；(3) 全面提高节能环保水平；(4) 加强产品与市场开发
2017	工信部	《印染行业规范条件(2017版)》	促进印染行业产业结构调整和转型升级，规范印染行业生产经营和投资行为，推进节能减排清洁生产，引导印染行业向技术密集、资源节约、环境友好型产业发展，根据国家有关法律、法规和产业政策，制定本规范条件。
2018	环保部	《纺织印染建设项目重大变动清单(试行)》	为进一步规范建设项目环境影响评价管理，根据《环境影响评价法》《建设项目环境保护管理条例》及有关规定，环保部起草了《纺织印染建设项目重大变动清单(试行)》
	发展改革委	《产业结构调整指导目录》(2019年本)	采用数字化智能化印染技术装备、染整清洁生产技术和功能性整理技术、新型染色加工技术、复合面料加工技术，生产高档纺织面料，属于国家鼓励的建设项目。
2019	工信部	《印染行业绿色发展技术指南》(2019年版)	指南前4部分为绿色先进适用技术、主要包括资源能源利用率高、污染排放少、经济效益好、适应我国印染行业发展特点、较为成熟可靠、有技术提供单位且适宜推广应用的技术；第5部分为前沿科技攻关技术，包括业内广泛关注、有一定基础研究、有较大推广潜力、引领行业绿色发展，但在关键领域攻关或推广应用仍存在重大难题需要解决的技术。
2020	-	《印染企业规范公告管理暂行办法》	为推进印染企业规范化运营，提高印染产品质量，减少能耗水耗以及污染物排放总量，根据《印染行业规范条件(2017版)》，制定《印染企业规范公告管理暂行办法》。
2021	-	《印染行业“十四五”发展指导意见》	目标：(1) 增强自主创新能力：完善产业创新体系、加强产业技术创新；(2) 优化产品结构和市场结构：提升高品质产品供给能力、提升价值和市场掌控能力。(3) 深入推进绿色低碳转型：夯实绿色发展基础、研发推广先进绿色制造技术。(4) 系统推动智能化发展：提升数字化、智能化装备的开发和应用水平，加快推进印染智能工厂(车间)建设。(5) 优化国内外产业布局：持续优化国内区域布局，适度谋划布局海外市场。

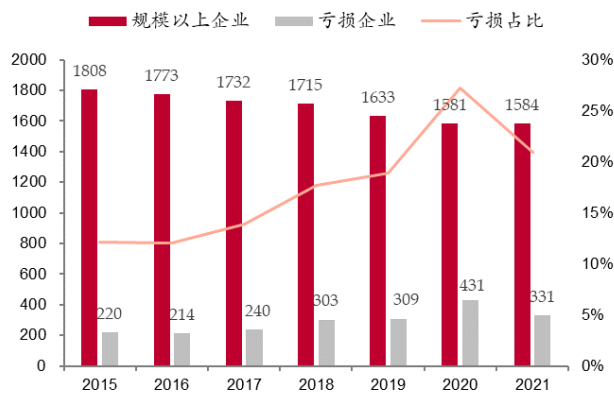
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- 行业规模下降，亏损企业数目增加。**从行业整体经营上看，2015-2021年规模以上印染企业营收及利润呈逐年下滑趋势，分别由3905.6/202.6亿元下降至2949.87/159.13亿元。从企业数量上看，同时期内规模以上印染企业由1808减少至1584家，但年亏损企业数并未随总企业数同步下降，而是由220上升至331家，亏损面高达20.9%。

图表 32：2015-2021 规模以上印染企业营收及利润 (亿元)
图表 33：2015-2021 规模以上印染企业及亏损企业 (家)



来源：中国印染行业协会，中泰证券研究所



来源：中国印染行业协会，中泰证券研究所

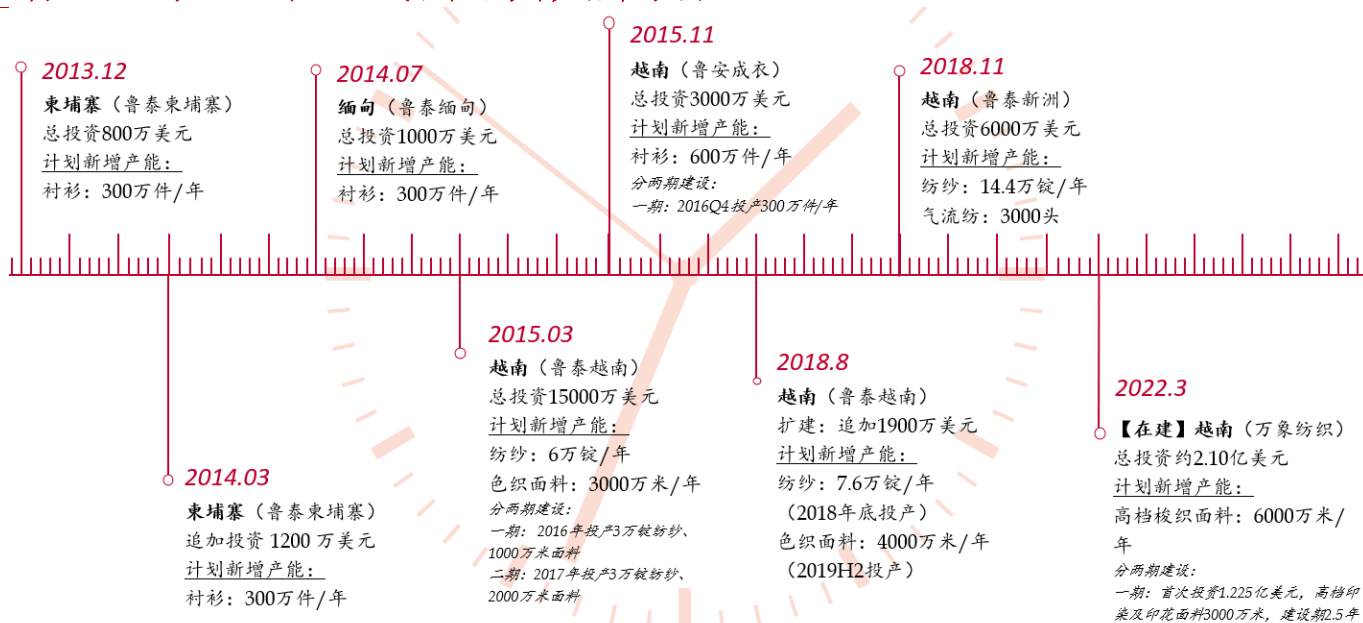
■ 因此，我们认为当前国内低端产能仍存在优化空间，同时未来环保政策仍将持续收紧，倒逼纺企投入资金加码环保技术研发，而实力较弱的中小企业生存环境更加严峻，市场份额将持续龙头企业进一步集中。

公司优势：全球化产能布局完善，规模&研发优势领先

国内外产业链一体化布局，产能规模优势凸显

■ 完备的全球一体化产能布局。成衣制造为劳动密集型产业，随着国内人力成本的不断抬升，公司于 2013 年开始实施“全面国际化”战略。先后在劳动力成本更低的柬埔寨、缅甸、越南等东南亚国家设厂。同时，公司在东南亚具备一定规模的成衣产能后，又于 2015 年起在越南基地建设配套的色织布产能，实现海外基地的一体化生产能力。

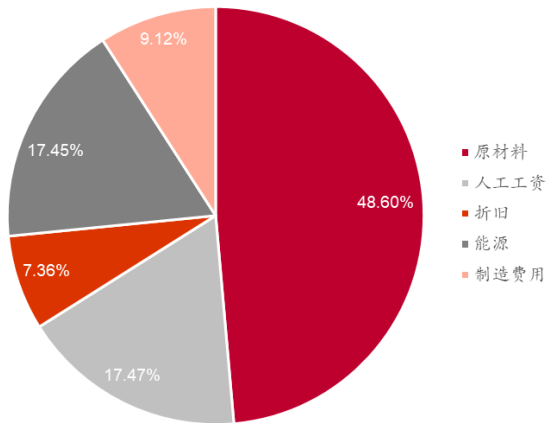
图表 34：公司“全面国际化”战略下的海外产能布局历程



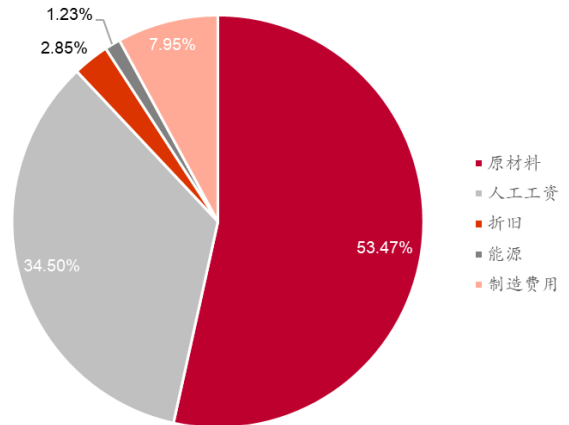
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35：2021 年鲁泰 A 面料业务成本占比

图表 36：2021 年鲁泰 A 成衣业务成本占比



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司色织布产能占全球中高端衬衫用色织面料市场约 18%，是全球最大的高端色织布生产基地。截至 2022 年，公司面料/衬衣年产能分别为 2.94 亿米/2030 万件。其中，面料端主要以色织为主，年产能达 1.9 亿米（国内/越南分别约 1.3 亿/6000 万米）。同时，国内生产基地也还分别拥有匹染/针织面料产能约 2000/8500 万米。衬衣端，公司已实现国内外产能分布均衡，当前总产能 2030 万件，且东南亚生产基地（主要为越南、柬埔寨及缅甸）的衬衣产能达 1076 万件，占比约 53%。

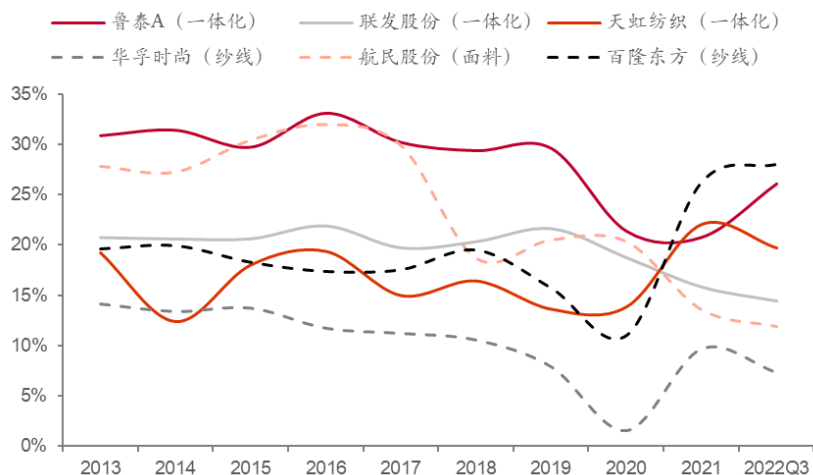
图表 37：2022 年公司全球总产能布局情况

产品	地区	种类	产能	
面料	国内	色织面料	约1.3亿米	总计2.94亿米
		针织面料	约2000万米	
		匹染面料	约8500万米	
		功能性面料	在建	
	越南	色织面料	约6000万米	
服装	国内	衬衣	约954万件	总计2030万件
	越南、柬埔寨、缅甸	衬衣	约1076万件	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 产能一体化叠加规模效应，公司更具成本和效率优势。产能一体化的优势在于可以降低公司采购成本，并减小原料价格波动对毛利率造成的影响。从部分棉纺龙头毛利率走势看，2013-2019 年鲁泰 A 毛利率处于业内领先地位，较规模更小的产能一体化竞争对手具有更高的毛利率，并且较单一环节同行更具稳定的毛利率。2020 年后各公司毛利率因疫情出现波动，目前鲁泰 A 毛利率仍处于良好的回升趋势中。

图表 38：2013-2022Q3 部分纺织龙头毛利率对比



来源：各公司公告，中泰证券研究所（天虹纺织为港股，最新数据截至 2022H1）

图表 39：2012-2023 年中国棉花 328 价格指数走势



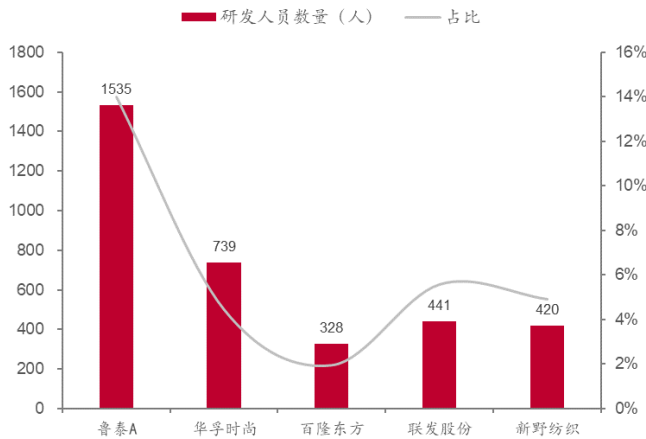
来源：各公司公告，中泰证券研究所（天虹纺织为港股，最新数据截至 2022H1）

自主研发能力强大，产品创新迭代提升竞争力

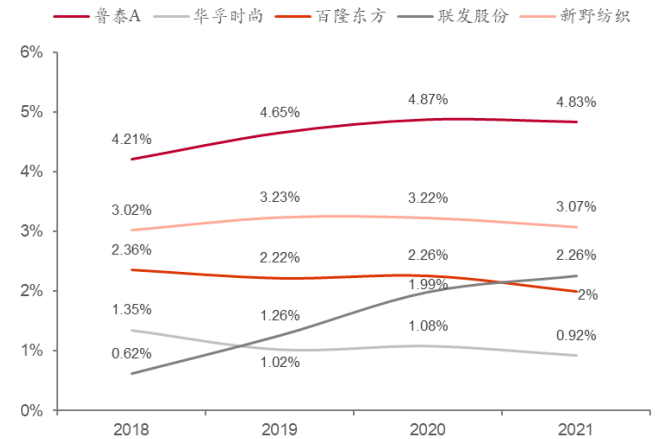
- **重视自主研发投入。**公司坚持培养自主创新能力，2018-2021 年研发费率及 2021 年在职研发人员数量均处于行业内领先地位。2021 年全年公司共获得专利授权 117 项，其中 16 项发明专利，根据行业可持续发展趋势和客户的差异化需求，开展如单向导湿面料、纯棉再生面料、以及纯棉持久免烫防病毒抗菌等产品的研究与开发。

图表 40：2021 年各公司研发人员数量及占比

图表 41：2018-2021 年各公司研发费用率



来源：各公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **合作高水平技术平台。**公司长期与国家级企业技术中心、国家工业设计中心、国家级引智示范基地和国家博士后科研工作站、山东省工程技术研究中心等技术平台，以及科研院所、高校、战略客户和重要供应商开展技术合作，在产业技术与低碳技术领域均取得了一系列重大成就。

图表 42：公司产业技术及低碳技术领域取得的成就

研究成就	合作平台	具体情况
		产业技术
液氨+潮交联整理技术	自主研发	将液氨加工技术应用到免烫整理中，开发了液氨+潮交联免烫整理技术，将液氨免烫整理生产线引入国内。攻克了液氨整理对棉纤维微观结构和宏观性能的影响，实现了液氨免烫整理对纯棉面料预处理的工程应用，极大地推动了国内纺织行业的科技进步，增强了纺织行业的国际竞争力。
300支纱线和超高支纯棉面料加工关键技术及其产业化	自主研发	采用瑞士立达K44纺纱设备和COM纺生产工艺，成功开发了300英支超高支纯棉色织面料，实现了世界纺织行业超高支面料的突破，并获得国家科技进步二等奖。
无缝线衬衣技术	自主研发	突破传统用机针、缝纫线缝合衣片的观念，创造性地研制出新型高强环保粘合材料，成功开发无缝线粘合制衣技术，制备出了无缝线纯棉衬衫，并完成了产业化，衬衫产品实现了从有缝线到无缝线的跨越，堪称世界制衣史上的一次技术革命。
扭妥纺纱及其面料技术的研究	香港理工大学	低扭矩纺纱技术，即扭妥纺技术，该技术生产的纱线具有低扭矩、低捻高强、成品织物手感柔软等特点，同时具有可以提高产量，全过程无污染等优点。 扭妥纺纱技术推广应用，提升了面料品质与品位，引领国际高档面料产业界“科技面料”新趋势，实现了扭妥纺纱技术在生产纯棉高支纱上的产业化应用。
泡沫浆纱技术的系统创新与产业化应用	江南大学、武汉纺织大学	通过对纱线的结构与表面特性、各种浆料性能及其配伍、浆纱技术及相应装备的参数等多个方面的广泛研究，最终实现了泡沫上浆技术的产业化应用，从而大幅度降低浆料的用量，并在退浆浆料的降解研究与应用方面取得了显著成绩。
低碳技术		
印染废水大通量膜处理及废水再生染色回用技术与产业化	东华大学	建设了一个现代化的日处理能力8万吨的污水处理厂，采用德国奥贝尔氧化沟和法国德立满高密度沉淀等先进技术，使处理水质达到一级A的排放要求，废水回用率高达40%以上。实现了印染废水的前期清浊分流，中期重点回收，后期深度处理回用，推动了我国印染行业污水回用技术的发展。鲁泰的生产用水每天约2万立方米，目前已实现2万立方米/天回用再染色。
半缸染色节能技术	自主研发	基于传统纱线循环染色工艺“能耗大、成本高、产出少”，不利于企业可持续性发展的实现，鲁泰公司在现有设备性能的基础上，在业内提出了颠覆性的理念--“半缸水位染色”。该技术打破了传统全浸满式的染色方法，通过创新改造染色设备、研究开发染色工艺参数等，成功开发了具有国际领先水平的“半缸染色”技术，实现了显著的节能效果。

来源：公司公告，中泰证券研究所

未来展望：加码高端差异化产线，多元化发展注入增长新动能

国内外新产能逐步释放，深入产品高端化与多元化发展

- **公司当前储备两大在建新项目，合计新增面料年产能 6500 万米：**
 - **功能性面料智慧生态园区项目：**2020 年 4 月公司通过发行可转债项目共募集资金 14 亿元，并于当年计划在山东省淄博市总投资 11.5 亿元建设功能性面料智慧生态园区项目。项目一期建成后将形成年产 3500 万米高档功能性面料的生产能力，达产后预计可实现年营收 8.89 亿元，年净利润 8215 万元；
 - **万象高档面料产品线项目：**2022 年 3 月公司规划总投资 2.1 亿美元，于越南西宁省建设年产 6000 万米的高档梭织面料生产线，其中项目一期计划于 2024H2 投产，将形成年产高档印染及印花面料 3000 万米的生产能力，达产后预计可实现年营收 5.86 亿元，年利润总额 5689 万元。
- **拓展产品品类，打开多元化发展空间。**公司现有产能主要围绕衬衫产品展开，休闲品类服饰较少，且用于衬衫产品的产品中，正装、商务风格的面料占比高。而随着消费升级趋势持续，消费者对于休闲、运动类服装的需求，以及对不同场景下服饰的功能性要求不断增加。因此，公司功能性面料项目规划年产色织功能性机织面料 1100 万米/年，色织功能性针织面料 1200 万米/年，匹染功能性面料 900 万米/年，功能性复合面料 300 万米/年，下游市场以休闲、户外类为主，与公司现有的衬衫产品类形成有效互补，可满足市场多元化的消费需求，同时深化产业布局，提升公司市场份额。
- **产品结构升级，提升产品单价及毛利率。**从公司面料产品过往价格来看，2014-2021 年公司面料产品均价基本稳定在 20 元/米左右。而据公司可转债募集说明书显示，公司 3500 万米功能性面料项目达产后产品平均单价可达 25.4 元/米，同时新增产能占现有产能比重为 10%+，预计公司面料业务毛利率有望随着高附加值产品占比增加而逐步提升。

图表 43：2014-2021 年公司面料产品均价情况

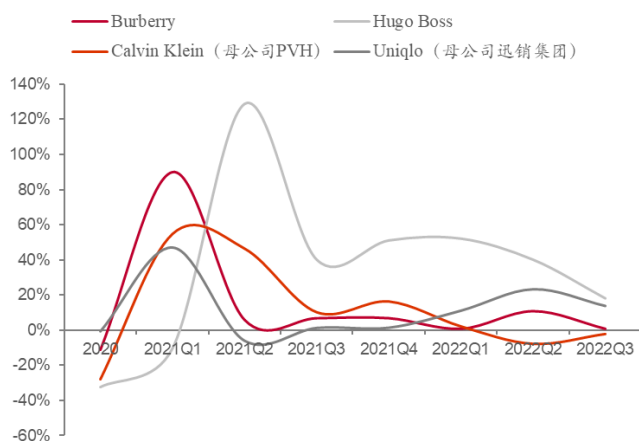
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
面料收入（百万元）	4398.27	4497.66	4342.68	4624.85	4926.08	4909.75	3371.26	4033.32
销量（万米）	22459	22207.14	22035.33	23921.03	28752.73	24872.14	16769.7	20123.11
单价（元/米）	19.58	20.25	19.71	19.33	17.13	19.74	20.10	20.04
YoY	-	3.42%	-2.69%	-1.90%	-11.39%	15.22%	1.84%	-0.30%

来源：公司公告，中泰证券研究所

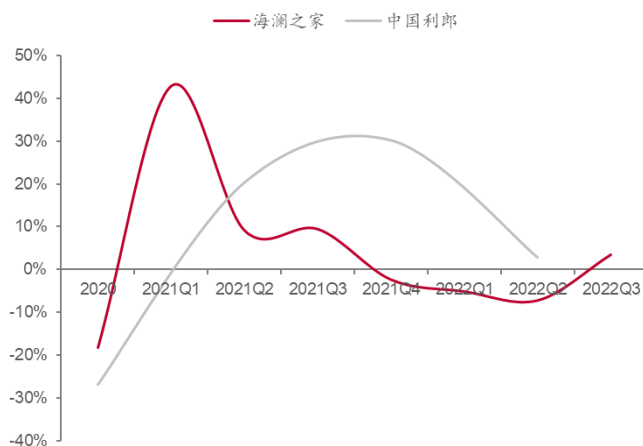
绑定全球优质客户，疫后需求稳健复苏

- **营销渠道广阔，助力公司开拓优质客户。**除了积极布局海外产能外，公司还大力建设全球化的营销渠道，在美国、法国米兰、英国、日本、俄罗斯、越南胡志明等地均有设立分公司或办事处。对于纺企而言，在海外品牌客户所在地设立常驻的营销团队，有利于提升公司服务的及时性和高品质，从而与核心客户建立长期良好的战略合作关系。公司目前已是 Burberry、Calvin Klein、Hugo Boss、Armani、Gucci、OLYMP、UNIQLO、利郎、海澜之家等国内外知名品牌战略合作伙伴，且仍积极开拓国内及亚非新兴市场和中小客户。

- 疫后商务休闲装需求有望加速恢复。**公司战略合作核心客户营收基本恢复稳健增长态势，2022Q3 公司国外客户 Burberry/Hugo Boss/Calvin Klein/Uniqlo 单季度营收同比分别+1%/+18%/-2%/+14%，短期受海外高通胀影响增速放缓。同时，在同期中国大陆疫情频发下，2022H1 中国利郎营收维持正增长（+2.9%），2022Q3 海澜之家单季度收入增速也由负转正（+3.4%）。我们认为，未来随国内外防疫政策优化，消费者身居商务、工作场景时长和频次迎来快速反弹，带动商务休闲服装需求回暖，品牌客户中国大陆地区营收也有望迅速提升。

图表 44: 2020-2022Q3 海外客户单季度收入增速


来源：各公司公告，中泰证券研究所（Burberry/迅销集团官方年报期每年6/8月）

图表 45: 2020-2022Q3 国内客户单季度收入


来源：公司公告，中泰证券研究所（中国利郎为港股，仅披露半年度数据）

盈利预测及投资建议

- 营收：预计公司 2022/23/24 年收入分别为 73.60/76.65/84.33 亿元，分别同增 40.5%/4.14%/29.48%。**收入拆分及假设如下：
 - 产能：**随着公司山东淄博基地功能性面料项目，及越南西宁万象高档面料项目的逐步投产，我们预计 2022/23/24 年公司面料总产能分别为 29360/30860/35860 万米。同时，随着公司越南、柬埔寨总计 600 万件衬衫产能投产，预计 2022/23/24 年公司衬衫总产能分别为 2030/2630/2630 万件。
 - 产能利用率：**因公司高档面料/衬衫客户存在定制化需求，根据产品订单规格不同，实际年产量或少于理论最大产能，因此通常公司满负荷生产下的产能利用率处于 85%-90% 区间。而随着公司新项目释放存在产能爬坡期，预计 2022/23/24 年面料产能利用率分别为 85%/80%/77%，衬衫产能利用率分别为 90%/85%/85%。
 - 产销率：**公司销售模式主要为以销定产，因此假设 2022/23/24 年面料/衬衫产销率均为 100%。
 - 单价：**考虑到 2021H2-2022H1 原料棉花价格持续上涨，且公司海外订单需求旺盛，2022 全年公司可顺利将上升的成本传导至下游客户，同时我们假设未来公司价格保持稳定。因此，预计 2022/23/24 年面料单价约为 23.05/23.28/23.51 元/米，衬衫单价约

为 70.27/70.97/71.68 元/件。

- 毛利率：考虑到随着 2023 年起国内疫情消散，且海外通胀影响或将逐步缓解，公司下游服装品牌客户有望于 2023Q2 起逐步完成库存去化，内外需有望相继复苏。因此，我们预计未来公司毛利率有望逐步修复至正常水平，2022/23/24 年公司毛利率分别为 25.5%/26.7%/29.5%。

图表 46：2021-2024E 公司收入拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5238.26	7359.62	7664.54	8432.83
YoY	10.25%	40.50%	4.14%	10.02%
毛利率	20.72%	25.55%	26.73%	29.48%
分业务拆分				
面料产品				
收入	4033.32	5752.29	5747.42	6492.46
YoY	19.64%	42.62%	-0.08%	12.96%
毛利率	21.81%	26.00%	27.00%	30.00%
业务收入比例	77.00%	78.16%	74.99%	76.99%
产能 (万平米)	29360	29360	30860	35860
产能利用率	75.86%	85.00%	80.00%	77.00%
产量 (万平米)	22271.95	24956	24688	27612
产销率	90.35%	100.00%	100.00%	100.00%
销量 (万平米)	20123.11	24956	24688	27612.2
单价(元/米)	20.04	23.05	23.28	23.51
衬衣产品				
收入	882.33	1283.82	1586.58	1602.45
YoY	1.72%	45.50%	23.58%	1.00%
毛利率	22.46%	25.00%	27.00%	29.00%
业务收入比例	16.84%	17.44%	20.70%	19.00%
产能 (万件)	2030	2030	2630	2630
产能利用率	71.18%	90.00%	85.00%	85.00%
产量 (万件)	1444.92	1827	2235.5	2235.5
产销率	99.94%	100.00%	100.00%	100.00%
销量 (万件)	1443.99	1827	2235.5	2235.5
单价 (元/件)	61.10	70.27	70.97	71.68
电和汽				
收入	182.93	182.93	182.93	182.93
YoY	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务				
收入	133.89	140.58	147.61	154.99
YoY	-6.54%	5.00%	5.00%	5.00%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司为全球垂直一体化高端色织龙头企业，在产能规模、生产成本及研发技术等领域具备领先优势，有望在产能转移、环保趋严下持续提高市场份额。短期看，随着下游客户陆续完成库存去化，国内外服装需求复苏可期，公司需求有望保持稳健。长期看，商务装行业需求高端化趋势显现，未来随着公司在建高端差异化新产能逐步释放，有望助力业务多元化发展，叠加产品结构升级（高档色织面料、差异化面料占比提高）

提升盈利能力，打开业绩成长空间。预计公司 2022-2024 年净利润为 9.61/10.16/12.5 亿，同比增长 176%/6%/23%，对应当前股价估值为 8x/7.57x/6.15x，可比公司 2022 年平均 PE 为 13.38x，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 47：可比公司估值表（截至 2023 年 2 月 27 日）

	EPS (元)			PE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
盛泰集团	0.77	0.95	1.16	14.43	11.65	9.53
百隆东方	1.06	1.03	1.11	6.43	6.61	6.10
华孚时尚	0.20	0.34	0.42	16.29	9.51	7.83
富春染织	1.36	2.03	2.60	16.36	10.97	8.55
行业平均				13.38	9.69	8.00
鲁泰A	1.08	1.14	1.41	8.00	7.57	6.15

来源：Wind，中泰证券研究所（联发股份、百隆东方、华孚时尚及富春染织盈利预测均为 Wind 一致预期）

风险提示

- **产能扩张不及预期：**若公司新项目建设受不可抗力因素影响导致投产进度不及预期，或将影响收入增长。
- **上游原材料价格波动风险：**公司原材料主要为棉花，且占总成本的比较高，其价格受市场供需、气候、政策、汇率、配额等诸多因素的影响，若出现短期价格大幅波动，或将影响公司业绩。
- **下游需求不及预期：**若整体经济环境偏弱导致下游需求疲软，或公司新业务开展不顺利导致订单偏少，将影响公司收入。
- **汇率波动风险：**公司销售收入中美元结算占比较大，若未来人民币汇率出现大幅波动，公司将面临因人民币汇率变动所带来的汇兑损失风险。
- **行业规模测算偏差风险：**报告中的行业规模测算是基于一定的假设及前提，存在不及预期的风险。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 48: 公司主要财务数据及盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,000	2,208	2,519	3,554	营业收入	5,238	7,360	7,665	8,433
应收票据	228	221	230	253	营业成本	4,153	5,479	5,616	5,946
应收账款	647	851	824	882	税金及附加	59	101	98	126
预付账款	55	82	84	89	销售费用	120	184	187	208
存货	2,345	2,747	2,955	3,159	管理费用	335	515	460	563
合同资产	0	0	0	0	研发费用	253	355	370	407
其他流动资产	167	363	396	467	财务费用	45	-136	36	25
流动资产合计	5,441	6,471	7,008	8,405	信用减值损失	2	5	5	5
其他长期投资	21	21	21	21	资产减值损失	-86	-60	-55	-50
长期股权投资	169	127	127	127	公允价值变动收益	16	16	16	16
固定资产	5,560	5,535	5,572	5,665	投资收益	50	73	90	71
在建工程	158	258	258	158	其他收益	59	59	59	59
无形资产	363	303	222	176	营业利润	371	1,012	1,070	1,315
其他非流动资产	1,275	668	640	600	营业外收入	5	5	5	5
非流动资产合计	7,546	6,911	6,840	6,747	营业外支出	13	13	13	13
资产合计	12,987	13,382	13,848	15,152	利润总额	363	1,004	1,062	1,307
短期借款	1,011	463	226	335	所得税	36	99	105	130
应付票据	0	25	31	15	净利润	327	905	957	1,177
应付账款	335	387	413	455	少数股东损益	-20	-56	-59	-73
预收款项	0	58	46	29	归属母公司净利润	347	961	1,016	1,250
合同负债	205	127	138	152	NOPLAT	368	782	989	1,199
其他应付款	97	108	108	108	EPS (按最新股本摊薄)	0.39	1.08	1.14	1.41
一年内到期的非流动负债	9	9	9	9					
其他流动负债	422	599	559	650					
流动负债合计	2,079	1,774	1,530	1,753					
长期借款	685	735	665	745					
应付债券	1,395	1,395	1,395	1,395					
其他非流动负债	460	346	346	346					
非流动负债合计	2,541	2,477	2,407	2,487					
负债合计	4,620	4,251	3,937	4,240					
归属母公司所有者权益	7,983	8,804	9,643	10,717					
少数股东权益	384	328	268	195					
所有者权益合计	8,367	9,132	9,912	10,913					
负债和股东权益	12,987	13,382	13,848	15,152					

现金流量表				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	348	651	1,117	1,324
现金收益	822	1,239	1,451	1,650
存货影响	-356	-402	-208	-204
经营性应收影响	-119	-164	70	-35
经营性应付影响	172	144	21	9
其他影响	-171	-167	-217	-96
投资活动现金流	28	209	-287	-277
资本支出	-332	-486	-415	-395
股权投资	-31	43	0	0
其他长期资产变化	391	652	128	118
融资活动现金流	203	-652	-519	-12
借款增加	281	-498	-307	189
股利及利息支付	-84	-1,322	-952	-1,397
股东融资	80	0	0	0
其他影响	-74	1,168	740	1,196

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	10.3%	40.5%	4.1%	10.0%
EBIT增长率	110.1%	112.5%	26.5%	21.3%
归母公司净利润增长率	257.2%	176.3%	5.8%	23.0%
获利能力				
毛利率	20.7%	25.6%	26.7%	29.5%
净利率	6.2%	12.3%	12.5%	14.0%
ROE	4.2%	10.5%	10.3%	11.5%
ROIC	4.0%	7.9%	9.5%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	35.6%	31.8%	28.4%	28.0%
债务权益比	42.6%	32.3%	26.7%	25.9%
流动比率	2.6	3.6	4.6	4.8
速动比率	1.5	2.1	2.6	3.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	40	37	39	36
应付账款周转天数	25	24	26	26
存货周转天数	188	167	183	185
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	1.08	1.14	1.41
每股经营现金流	0.39	0.73	1.26	1.49
每股净资产	8.99	9.92	10.86	12.07
估值比率				
P/E	22	8	8	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	106	68	58	51

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。