

# 鲁泰 A (000726.SZ)

## 海外需求承压，2023 年一季度收入同比下滑 13%

买入

### 核心观点

**2023 年一季度收入下滑 13%，开机率下降致毛利率承压。**公司是全球色织面料生产龙头，主要产品梭织面料和衬衣。2023 年一季度公司收入同比下滑 12.8%至 13.8 亿元，归母净利润下降 39.9%至 0.96 亿元。收入下滑主要由于海外需求疲软导致一季度销量下降，部分被人民币兑美元同比贬值约 8%所抵消。由于开机率不足引起单位平均成本提升，一季度毛利率同比减少 3.6 个百分点至 20.8%。由于收入下降和汇兑损失，费用率同比提升 3.1 个百分点至 16.7%，其中我们估算汇兑损失约 3200 万元，占收入 2.3%，同比提升 1.8 个百分点。另外投资收益和公允价值收益比率同比提升 4.0 个百分点，资产减值比率同比增加 1.9 个百分点（主要是库存商品和原材料跌价）。归母净利率同比下滑 3.3 个百分点至 6.6%。2023 一季度末存货/应收周转天数同比变动-4/+3 天至 175/40 天，维持较健康水平。

**行业景气度有望逐季好转，中长期功能性面料产能投放有望贡献稳健增长。**

1) 从近期看，一季度海内外仍有去库存压力，订单有望从二季度开始逐步改善，将有较明显的改善。2) 中长期看，公司的 2000 万米针织面料、3500 万米功能性面料、3000 万米高档色织面料将于今年陆续新增产能贡献，贡献收入稳步增长。

**风险提示：**海外高通胀；疫情反复；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

**投资建议：看好中长期稳健增长，今年景气度有望触底回升。**2023 年一季度行业需求下滑令公司业绩承压，二季度开始国内外订单有望逐季向好。从中长期看，产能扩张、效率提升、景气品类开拓有望贡献稳步增长。由于一季度行业需求疲软令业绩低于预期，下调盈利预测，预计公司 2023~2025 年净利润分别为 7.2/9.1/10.3 亿元（原为 8.2/9.8/11.1 亿元），同比变动-25%/+26%/+13%，由于盈利预测下调，下调目标价至 9.2-9.7 元（原为 9.4-10.0 元），对应 2024 年 PE 9.0-9.5x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,238	6,938	6,813	7,474	8,047
(+/-%)	10.3%	32.5%	-1.8%	9.7%	7.7%
净利润(百万元)	348	964	719	907	1026
(+/-%)	257.2%	177.3%	-25.4%	26.1%	13.1%
每股收益(元)	0.39	1.09	0.81	1.02	1.16
EBIT Margin	11.1%	17.1%	11.7%	14.0%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	4.4%	10.7%	7.6%	9.1%	9.7%
市盈率 (PE)	19.0	6.9	9.3	7.3	6.5
EV/EBITDA	10.9	6.4	7.4	6.2	5.7
市净率 (PB)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 纺织服饰 · 纺织制造

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn  
S0980520040004

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	9.20 - 9.70 元
收盘价	7.15 元
总市值/流通市值	6347/6222 百万元
52 周最高价/最低价	8.75/6.73 元
近 3 个月日均成交额	64.08 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

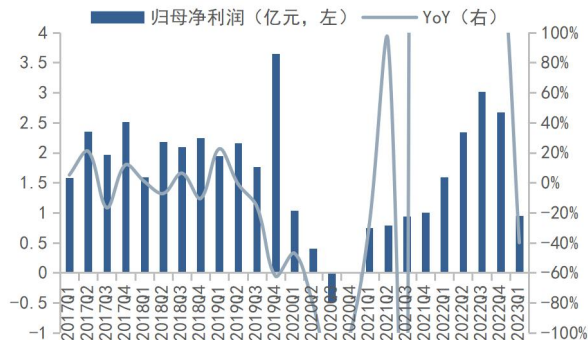
- 《鲁泰 A (000726.SZ)-2022 年净利润增长 177%，主业毛利率修复明显》——2023-04-14
- 《鲁泰 A (000726.SZ)-外部不利因素消减，2022 年净利润预计增长 145%-202%》——2023-01-20
- 《鲁泰 A (000726.SZ)-三季度净利润逆势增长 222%，毛利率显著改善》——2022-10-30
- 《鲁泰 A (000726.SZ)-不利因素消减，二季度业绩增长 197%》——2022-08-27
- 《鲁泰 A (000726.SZ)-不利因素消减，2022 二季度业绩预计增长 129%~205%》——2022-07-12

图1：公司季度营业收入及增速（亿元，%）



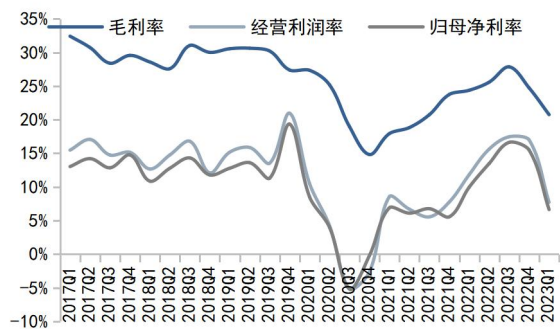
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度净利润和增长（亿元，%）



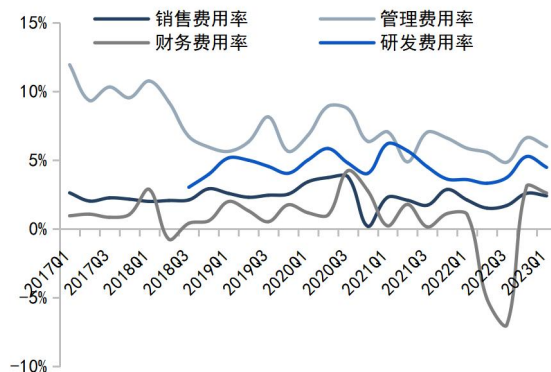
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度利润率



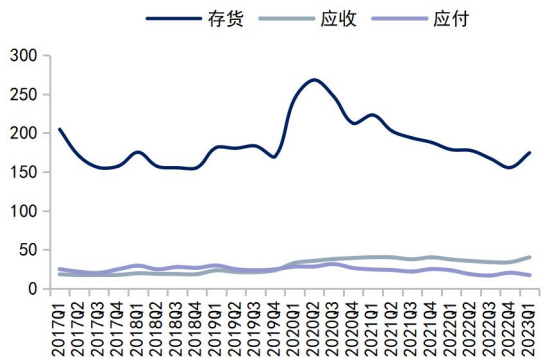
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度营运资金周转天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度资本支出（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：看好中长期稳健增长，今年景气度有望触底回升

2023 年一季度行业需求下滑令公司业绩承压，二季度开始国内外订单有望逐季向好。从中长期看，产能扩张、效率提升、景气品类开拓有望贡献稳步增长。由于一季度行业需求疲软令业绩低于预期，下调盈利预测，预计公司 2023~2025 年净利润分别为 7.2/9.1/10.3 亿元（原为 8.2/9.8/11.1 亿元），同比变动 -25%/+26%/+13%，由于盈利预测下调，下调目标价至 9.2-9.7 元（原为 9.4-10.0 元），对应 2024 年 PE 9.0-9.5x，维持“买入”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,238	6,938	6,813	7,474	8,047
(+/-%)	10.3%	32.5%	-1.8%	9.7%	7.7%
净利润(百万元)	348	964	719	907	1026
(+/-%)	257.2%	177.3%	-25.4%	26.1%	13.1%
每股收益(元)	0.39	1.09	0.81	1.02	1.16
EBIT Margin	11.1%	17.1%	11.7%	14.0%	14.6%
净资产收益率(ROE)	4.4%	10.7%	7.6%	9.1%	9.7%
市盈率(P/E)	19.0	6.9	9.3	7.3	6.5
EV/EBITDA	10.9	6.4	7.4	6.2	5.7
市净率(P/B)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

**图7：公司盈利预测假设细节**

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入 (百万元)</b>	<b>6801.4</b>	<b>4751.2</b>	<b>5238.3</b>	<b>6938.3</b>	<b>6812.6</b>	<b>7473.7</b>	<b>8046.7</b>
YoY	-1.1%	-30.1%	10.3%	32.5%	-1.8%	9.7%	7.7%
<b>面料</b>	<b>4909.8</b>	<b>3371.3</b>	<b>4033.3</b>	<b>5141.3</b>	<b>4907.4</b>	<b>5456.8</b>	<b>5913.8</b>
YoY	-0.3%	-31.3%	19.6%	27.5%	-4.6%	11.2%	8.4%
<b>衬衣</b>	<b>1290.3</b>	<b>867.4</b>	<b>882.3</b>	<b>1359.6</b>	<b>1454.7</b>	<b>1552.8</b>	<b>1655.0</b>
YoY	0.6%	-32.8%	1.7%	54.1%	7.0%	6.7%	6.6%
<b>其他</b>	<b>601.4</b>	<b>512.6</b>	<b>322.6</b>	<b>437.4</b>	<b>450.5</b>	<b>464.0</b>	<b>477.9</b>
YoY	-10.3%	-14.8%	-37.1%	35.6%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>销量</b>							
<b>面料</b>	<b>248.7</b>	<b>167.7</b>	<b>201.2</b>	<b>225.8</b>	<b>216.7</b>	<b>250.3</b>	<b>271.3</b>
YoY	-2.4%	-32.6%	20.0%	12.2%	-4.0%	15.5%	8.4%
<b>成衣</b>	<b>18.4</b>	<b>18.1</b>	<b>14.4</b>	<b>18.9</b>	<b>20.4</b>	<b>22.2</b>	<b>23.6</b>
YoY	-2.8%	-1.5%	-20.2%	30.8%	8.1%	8.6%	6.6%
<b>单价</b>							
<b>面料</b>	<b>19.7</b>	<b>20.1</b>	<b>20.0</b>	<b>22.8</b>	<b>22.7</b>	<b>21.8</b>	<b>21.8</b>
YoY	2.2%	1.8%	-0.3%	13.6%	-0.5%	-3.8%	0.0%
<b>成衣</b>	<b>70.2</b>	<b>47.9</b>	<b>61.1</b>	<b>72.0</b>	<b>71.2</b>	<b>70.0</b>	<b>70.0</b>
YoY	3.5%	-31.7%	27.4%	17.8%	-1.1%	-1.7%	0.0%
<b>毛利率</b>	<b>29.6%</b>	<b>21.3%</b>	<b>20.7%</b>	<b>25.7%</b>	<b>24.9%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.9%</b>
<b>面料</b>	<b>30.5%</b>	<b>20.8%</b>	<b>21.8%</b>	<b>28.1%</b>	<b>26.8%</b>	<b>28.3%</b>	<b>28.6%</b>
<b>衬衣</b>	<b>29.8%</b>	<b>24.0%</b>	<b>22.5%</b>	<b>27.1%</b>	<b>27.5%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.3%</b>
<b>其他</b>	<b>21.3%</b>	<b>20.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>-6.2%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.0%</b>
<b>费用率</b>							
<b>销售费用</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>
<b>管理费用</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>6.4%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.6%</b>
<b>研发费用</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.8%</b>
<b>财务费用</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>
<b>其他经营收益率</b>							
<b>合计</b>	<b>3.3%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
<b>营业利润和所得税</b>							
<b>营业利润率</b>	<b>16.6%</b>	<b>1.7%</b>	<b>7.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.6%</b>	<b>14.3%</b>
<b>所得税率</b>	<b>12.3%</b>	<b>-5.0%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>
<b>归母净利润</b>	<b>952.4</b>	<b>97.3</b>	<b>347.6</b>	<b>963.9</b>	<b>719.1</b>	<b>907.1</b>	<b>1025.9</b>
YoY	17.4%	-89.8%	257.2%	177.3%	-25.4%	26.1%	13.1%
<b>归母净利率</b>	<b>14.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>6.6%</b>	<b>13.9%</b>	<b>10.6%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.7%</b>

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2000	2068	1891	2279	2760	营业收入	5238	6938	6813	7474	8047
应收款项	902	900	1027	1126	1213	营业成本	4153	5154	5115	5495	5879
存货净额	2345	2108	2502	2693	2882	营业税金及附加	59	69	68	75	81
其他流动资产	192	202	198	217	234	销售费用	120	137	134	140	149
<b>流动资产合计</b>	<b>5441</b>	<b>5545</b>	<b>5885</b>	<b>6582</b>	<b>7355</b>	管理费用	336	400	702	723	771
固定资产	5799	6008	6034	6019	6005	财务费用	45	(149)	86	51	46
无形资产及其他	363	353	346	339	332	投资收益	50	14	89	7	8
投资性房地产	1214	1261	1261	1261	1261	资产减值及公允价值变动	102	(17)	(60)	(60)	(64)
长期股权投资	169	184	184	184	184	其他收入	(306)	(241)	75	82	88
<b>资产总计</b>	<b>12987</b>	<b>13351</b>	<b>13710</b>	<b>14385</b>	<b>15137</b>	营业利润	371	1082	810	1020	1153
短期借款及交易性金融负债	1020	827	500	500	500	营业外净收支	(8)	(3)	0	0	0
应付款项	335	302	375	404	432	利润总额	363	1079	810	1020	1153
其他流动负债	724	723	862	922	986	<b>所得税费用</b>	<b>36</b>	<b>106</b>	<b>81</b>	<b>102</b>	<b>115</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2079</b>	<b>1852</b>	<b>1737</b>	<b>1825</b>	<b>1918</b>	少数股东损益	(20)	10	10	11	11
长期借款及应付债券	2080	1625	1625	1625	1625	归属于母公司净利润	348	964	719	907	1026
其他长期负债	460	467	503	540	576						
<b>长期负债合计</b>	<b>2541</b>	<b>2091</b>	<b>2128</b>	<b>2164</b>	<b>2201</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>4620</b>	<b>3943</b>	<b>3865</b>	<b>3990</b>	<b>4118</b>	净利润	348	964	719	907	1026
少数股东权益	384	394	400	406	413	资产减值准备	(51)	120	(204)	0	0
股东权益	7983	9014	9446	9990	10605	折旧摊销	449	463	625	662	707
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12987</b>	<b>13351</b>	<b>13710</b>	<b>14385</b>	<b>15137</b>	公允价值变动损失	(102)	17	60	60	64
						财务费用	45	(149)	86	51	46
关键财务与估值指标						营运资本变动	(482)	278	(473)	(185)	(163)
每股收益	0.39	1.09	0.81	1.02	1.16	其它	31	(111)	210	6	7
每股红利	0.10	0.13	0.32	0.41	0.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>192</b>	<b>1732</b>	<b>937</b>	<b>1451</b>	<b>1641</b>
每股净资产	9.05	10.16	10.64	11.25	11.94	资本开支	(306)	(766)	(500)	(700)	(750)
ROIC	5%	9%	7%	9%	10%	其它投资现金流	312	(266)	0	0	0
ROE	4%	11%	8%	9%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(25)</b>	<b>(1047)</b>	<b>(500)</b>	<b>(700)</b>	<b>(750)</b>
毛利率	21%	26%	25%	26%	27%	权益性融资	(6)	19	0	0	0
EBIT Margin	11%	17%	12%	14%	15%	负债净变化	189	(499)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	24%	21%	23%	23%	支付股利、利息	(84)	(114)	(288)	(363)	(410)
收入增长	10%	32%	-2%	10%	8%	其它融资现金流	229	589	(327)	0	0
净利润增长率	257%	177%	-25%	26%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>432</b>	<b>(617)</b>	<b>(615)</b>	<b>(363)</b>	<b>(410)</b>
资产负债率	39%	32%	31%	31%	30%	<b>现金净变动</b>	<b>599</b>	<b>68</b>	<b>(177)</b>	<b>388</b>	<b>481</b>
息率	1.3%	1.7%	4.3%	5.5%	6.2%	货币资金的期初余额	1400	2000	2068	1891	2279
P/E	19.0	6.9	9.3	7.3	6.5	货币资金的期末余额	2000	2068	1891	2279	2760
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	企业自由现金流	0	1047	372	721	851
EV/EBITDA	10.9	6.4	7.4	6.2	5.7	权益自由现金流	0	1137	8	684	819

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

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

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

### 深圳

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

### 上海

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

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032