

鲁泰 A (000726.SZ)

垂直一体化高端色织面料及成衣龙头，业绩稳步复苏

鲁泰 A 作为垂直一体化高端色织面料及成衣制造龙头，经历了长达两年的业绩调整。2022 年受益于下游高端休闲及正装品牌复苏，行业产能出清，以及自身积极改革等因素推动，业绩快速复苏。目前市值对应 22PE 仅为 8 倍，处于历史低位，维持“强烈推荐”评级。

□ 公司成立于 1988 年，是目前全球高档色织面料生产商和国际一线品牌衬衫制造商，高档色织面料细分领域市占率达 18%。拥有从纺织、染整、制衣生产，直至品牌营销的完整产业链，拥有强大的成本控制力、快速的订单交付能力。产品销往美国、欧盟、日本等 60 多个国家，外销收入占比接近七成，与 Burberry、Calvin Klein、HuGo Boss、Armani、Gucci、优衣库、海澜之家等知名品牌深度合作。

□ 下游品牌销售复苏、行业中小企业加速出清、公司近年来持续进行技术、工艺、营销端变革是业绩快速回暖的核心原因。第一、不同于欧美户外及运动品牌高库存现状，高端休闲及商务正装品牌库存水平较为健康，且 2022 年后随着全球商务出行的恢复，品牌商销售几乎回到了疫情前水平。第二、国内及东南亚近年来受订单需求不景气&疫情打乱生产节奏影响，中小企业加速出清。第三、公司持续进行研发技术投入进行面料功能升级及工艺改进，销售人员考核激励方面进行市场化改革。因此公司 22Q1-Q3 实现收入 52 亿元，同比增长 46%；归母净利润 6.96 亿元，同比增长 182%；毛利率及净利率恢复至疫情前水平，表现远超竞争对手。

□ 功能性面料产能稳步扩张：截至目前公司拥有面料产能 3.1 亿米，成衣产能 3000 万件。其中色织面料总产能 2.2 亿米。匹染面料总产能 9000 万米。目前在山东规划建设“功能性面料智慧生态园区项目（一期）”，预计投产后年产高档功能性面料 3500 万米。在越南建设“万象高档面料产品线项目（一期）”，预计投产后年产高档梭织面料 6000 万米及印花面料 3000 万米。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到目前公司订单持续恢复、原材料价格低位运行等因素，预计 2022 年-2024 年归母净利润规模分别为 8.16 亿元、9.10 亿元、9.99 亿元，同比增速分别为 135%、11%、10%。目前公司市值 69 亿元，对应 22PE8.5X，23PE7.6X，估值处于历史低位，同时考虑到公司行业地位以及复苏趋势延续，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：汇率波动风险、原材料价格波动风险、欧洲需求下滑的风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4751	5238	7030	7873	8661
同比增长	-30%	10%	34%	12%	10%
营业利润(百万元)	83	371	869	967	1060
同比增长	-93%	348%	134%	11%	10%
归母净利润(百万元)	97	348	816	908	995
同比增长	-90%	257%	135%	11%	10%
每股收益(元)	0.11	0.39	0.92	1.02	1.12

强烈推荐（维持）

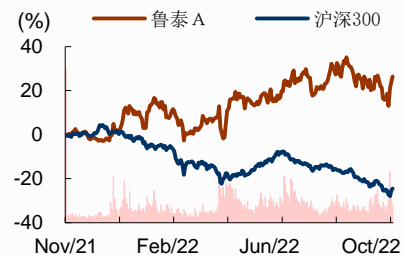
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：7.74 元

基础数据

总股本(万股)	88763
已上市流通股(万股)	57027
总市值(亿元)	69
流通市值(亿元)	44
每股净资产(MRQ)	9.9
ROE(TTM)	9.1
资产负债率	31.2%
主要股东	淄博鲁诚纺织投资有限公司
主要股东持股比例	15.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	28	29
相对表现	6	36	53



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
赵中平 S1090521080001
zhaozhongping@cmschina.com.cn
王梓旭 研究助理
wangzixu@cmschina.com.cn

PE	70.6	19.8	8.4	7.6	6.9
PB	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 鲁泰 A: 全球高端色织面料及成衣一体化生产商	5
1、 深耕高端色织面料开发及成衣制造三十余年	5
2、 股权结构稳定, 管理层拥有丰富的行业经验	6
3、 走出调整阶段, 2022 年以来收入及盈利能力恢复至 2019 年前水平	7
4、 东南亚产能持续扩张	9
二、 高端色织布需求稳定, 鲁泰占全球产能 18%	11
1、 全球高端色织布规模稳定	11
2、 疫情导致中国规上企业色织布产量下降	11
3、 全球高端色织布市场格局清晰, 鲁泰占 18% 份额	12
三、 竞争优势: 多年技术沉淀打造纵向一体化产业链	12
1、 纵向一体化产业链优势赋予公司强大的成本控制力及生产效率	12
2、 与全球知名休闲及商务正装品牌深度合作	14
四、 盈利预测及投资建议	14
五、 风险提示	15

图表目录

图 1: 鲁泰 A 发展历程	5
图 2: 鲁泰 A 产品结构	5
图 3: 鲁泰 A 股权结构	6
图 4: 鲁泰 A 营业收入 (亿元) 及增速 (%)	7
图 5: 鲁泰 A 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	7
图 6: 鲁泰 A 面料及衬衣产品营收 (亿元) 及增速	7
图 7: 鲁泰 A 分产品营收占比 (%)	7
图 8: 鲁泰 A 分地区营收 (亿元) 及增速	8
图 9: 鲁泰 A 分地区营收占比 (%)	8
图 10: 鲁泰 A 毛利率、净利率、ROE	8
图 11: 近三年同行业竞争对手毛利率水平 (%)	8
图 12: 同行业竞争对手净利率水平 (%)	8
图 13: 同行业竞争对手 ROE 水平 (%)	8
图 14: 鲁泰 A 分产品毛利率	9
图 15: 公司存货周转天数及应收账款周转天数	9
图 16: 公司经营性净现金流/归母净利润	9

图 17: 公司分产品产能利用率	9
图 18: 公司分产品产销率	9
图 19: 公司面料产品国内外产能利用率	10
图 20: 公司衬衣产品产能利用率	10
图 21: 色织布分类	11
图 22: 中国规上企业色织布产量 (亿米)	11
图 23: 中国色织布出口数量 (亿米)	12
图 24: 中国色织布出口金额 (亿美元)	12
图 25: 公司研发费用占比(%).....	13
图 26: 公司年度专利数量	13
图 25: 毛利率水平较为稳定 (疫情期间除外)	13
图 26: 棉花价格波动较大 (元/吨)	13
图 29: Hugo Boss 收入规模自 2021 年恢复.....	14
图 30: Burberry 收入规模 2022 年达到历史新高.....	14
图 31: 优衣库 收入规模自 2022 年恢复.....	14
图 32: 利郎收入规模自 2022 年后恢复	14
图 33: 鲁泰 A 市值及 PE	15
表 1: 公司管理层及核心人员	6
表 2: 鲁泰历年在国内外产能扩建项目	10
表 3: 鲁泰 A 主要竞争对手情况.....	12
附: 财务预测表	16

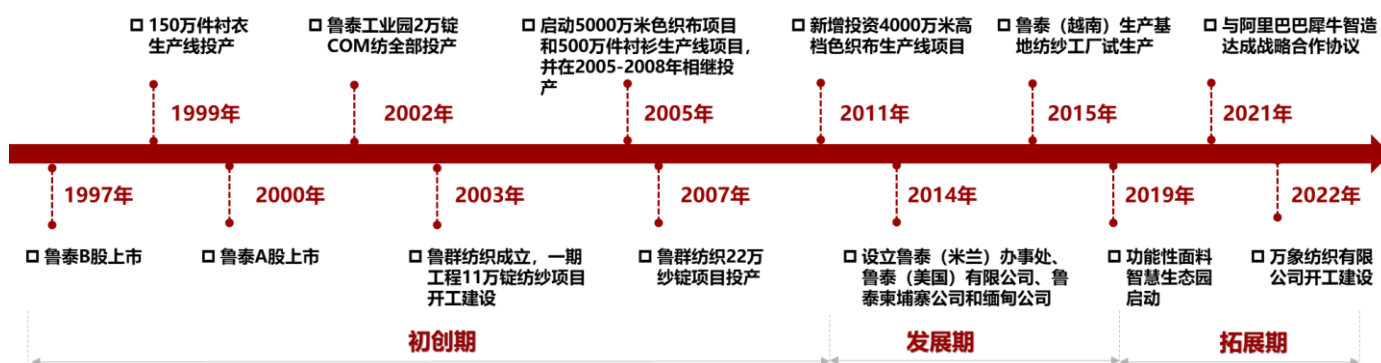
一、鲁泰 A：全球高端色织面料及成衣一体化生产商

1、深耕高端色织面料开发及成衣制造三十余年

公司成立于 1988 年，是目前全球高档色织面料生产商和国际一线品牌衬衫制造商，拥有从纺织、染整、制衣生产，直至品牌营销的完整产业链。产品外销比例接近 70%，销往美国、欧盟、日本等 60 多个国家和地区，与 Burberry、Calvin Klein、HuGo Boss、Armani、Gucci、优衣库、海澜之家等知名品牌商建立了战略合作关系。高档色织面料出口市场份额占全球市场的 18% 以上。我们把公司的历史发展分为三个阶段：

- 1) 初创期（1988-2007 年）：公司成立于 1988 年，在产业上下游逐步进行产能扩张。色织布面料、成衣、纺纱产能持续拓展，国内产能初具规模。
- 2) 产能扩张期（2008-2018 年）：2008 年公司增发 A 股募集资金募投项目增加配套纺纱产能；2011 年公司新增投资 4000 万米高档色织布项目。2013 年开始公司向柬埔寨、缅甸投资成衣工厂，2015 年在越南地区投资面料工厂，持续拓展海内外产能。
- 3) 新产品新市场拓展期（2019 年至今）：2019 年功能性面料智慧生态园启动，拓展功能性面料、针织面料等品类，丰富产品结构，并持续推进智能化改造，开拓新市场保持高增长。

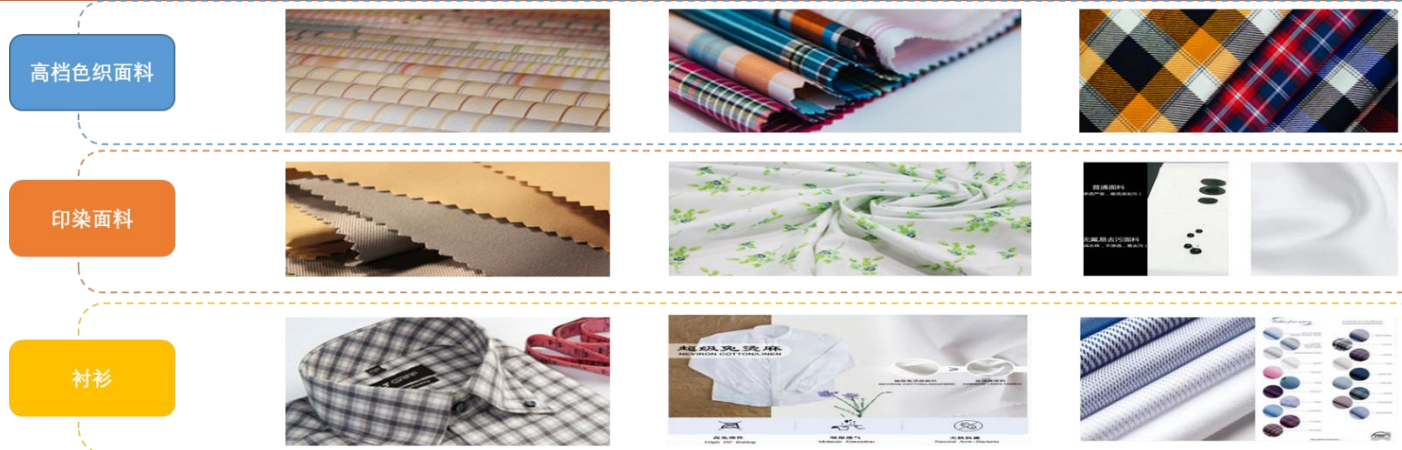
图 1：鲁泰 A 发展历程



资料来源：鲁泰 A 年报、鲁泰官网、招商证券

产品种类丰富。公司的主要产品为面料及成衣。其中面料包括色织面料、印染面料、功能面料、针织面料。公司依靠高水平的技术合作平台，开发拥有“筒子纱数字化自动染色成套技术与装备”、“超高支纯棉面料加工关键技术及其产业化”等多项核心技术，形成纯棉、棉与天然纤维、棉与功能性纤维混纺等三大系列衬衫面料产品矩阵。新开发的衬衫针织面料、功能性面料也获得市场青睐。而衬衣成品主要通过 OEM/ODM 方式提供给下游品牌公司。

图 2：鲁泰 A 产品结构

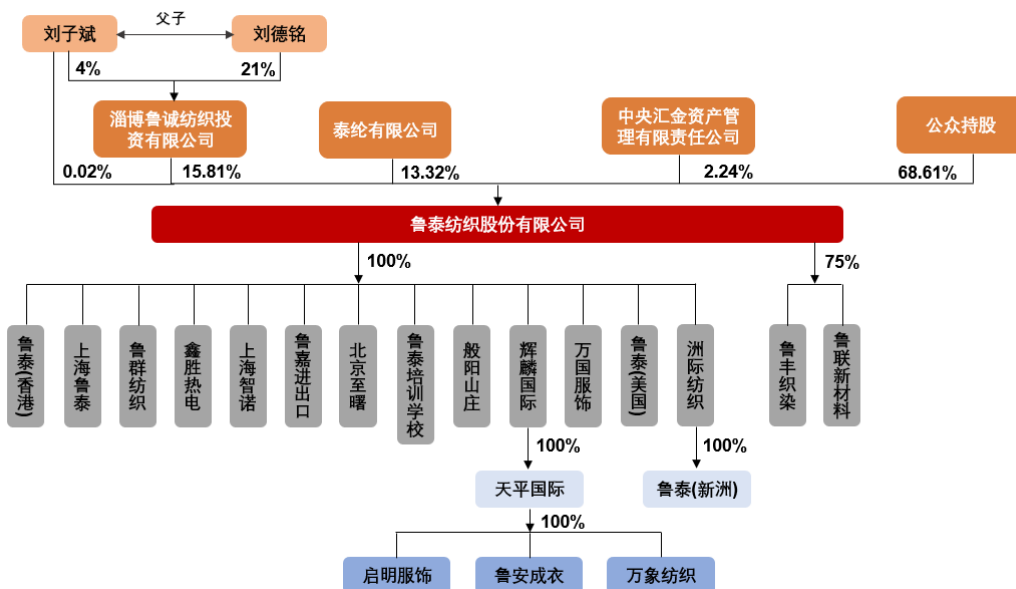


资料来源：鲁泰 A 年报、鲁泰官网、招商证券

2、股权结构稳定，管理层拥有丰富的行业经验

股权结构稳定，管理层拥有丰富的行业经验。实控人为刘子斌、刘德铭父子。刘子斌和刘德铭分别持有淄博鲁诚纺织投资有限公司 4%、21%股份，淄博鲁诚纺织投资有限公司直接持有鲁泰纺织股份有限公司 15.81%股份，为公司实际控制股东，此外刘子斌直接持有公司 0.02%股份。公司管理层和核心技术人员在公司工作 20 年以上，拥有丰富的研发、运营、销售经验。

图 3：鲁泰 A 股权结构



资料来源：鲁泰 A 年报、鲁泰官网、招商证券

表 1：公司管理层及核心人员

姓名	职位	履历
刘子斌	董事长、总裁	1965 年出生。历任淄博鲁诚纺织有限公司总经理、董事长，现任鲁泰纺织股份有限公司董事长、总裁，鲁丰织染有限公司董事长、淄博鑫胜热电有限公司董事长、淄博鲁群纺织有限公司董事长、上海鲁泰纺织服装有限公司董事长、鲁泰纺织(美国)公司总裁、鲁泰(香港)有限公司董事长、上海智诺纺织新材料有限公司董事长、山东鲁联新材料有限公司董事长、山东鲁嘉进出口有限公司、海南辉麟国际控股有限公司董事长。
张战旗	董事、副总裁 全球营销部总监	1972 年出生，工商管理硕士，高级工程师，曾任公司面料整理厂厂长、品质管理部经理。
张克明	董事、董事会秘书、总会计师、财经管理部总监	1968 年出生，工商管理硕士，高级会计师，曾任公司财务部副经理、财务部经理。
王家宾	安全总监 工会主席	1963 年出生，工商管理硕士，历任淄博第一棉纺织厂车间主任，劳资安全处长，鲁泰纺织股份公司织布车间主任，动力处长，漂染工厂厂长，漂染事业部经理，总经理助理、色织面料产品线总监、副总裁。
商成钢	总裁助理 服装产品线总监	1973 年出生，曾任总经理办公室副主任、主任、企业管理部经理、管理者代表、公司制衣生产部经理、服装制造中心总监兼服装生产管理部经理。
于守政	总裁助理 能源与环保部总监	1968 年出生，工商管理硕士，工程师，曾任公司动力部主任，能源事业部经理。
藤原大辅	日本办事处总经理	日本国籍，本科学历，公司特聘外国专家，“齐鲁友谊奖”获得者。历任鲁泰纺织股份有限公司国际业务部副经理、国际业务一部经理、国际业务二部经理、服装营销部经理。
李文继	企业管理部总监	1967 年出生，曾任山东财政学院教师。曾任公司信息部经理、首席信息官。
郭恒	功能性面料产品线总监	1972 年出生，历任鲁泰公司纺纱工厂副厂长、纱线事业部副经理、鲁泰公司纱线事业部经理、企业管理部总监。

姓名	职位	履历
吕文泉	色织面料产品线副总监、色织生产管理部经理	高级工程师；淄博市中青年专家，淄博高新区“火炬英才”。历任鲁泰公司面料整理事业部厂长，经理，现任鲁泰色织面料产品线副总监。
徐峰	色织面料产品线副总监	曾任漂染事业部副经理、洲际纺织有限公司副总经理，现任鲁泰公司色织产品线副总监，洲际纺织有限公司总经理。

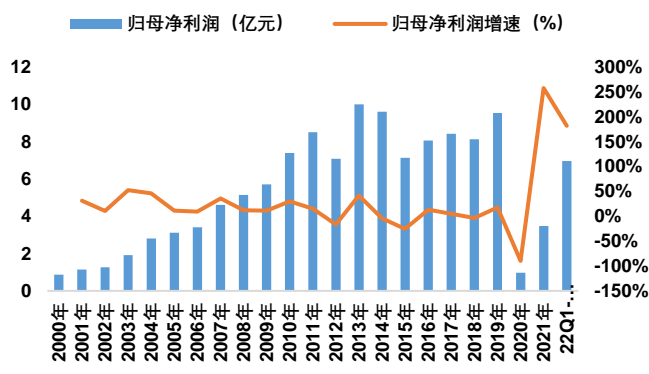
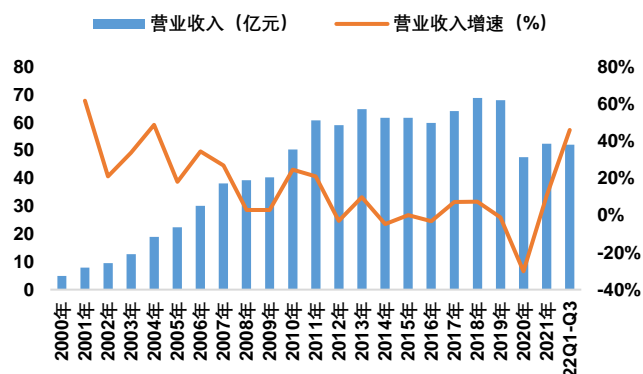
资料来源：鲁泰 A 年报、招商证券

3、走出调整阶段，2022 年以来收入及盈利能力恢复至 2019 年前水平

疫情发生前，公司营业收入从 2000 年 4.86 亿元增加至 2019 年 68 亿元，CAGR 达 15%，归母净利润从 2000 年 0.87 亿元增加至 2019 年 9.52 亿元，CAGR 达 13%。随受全球范围疫情对正装&商务休闲装需求的抑制，以及公司在东南亚地区产能受损等因素影响，2020 年-2021 年公司收入及净利润持续下降。2022 年后随着全球范围内下游正装及商务休闲装补库存以及公司东南亚产能恢复，公司 22Q1-Q3 公司营收 52.06 亿元，同比增长 45.97%；归母净利润 6.96 亿元，同比增长 181.58%。

图 4：鲁泰 A 营业收入（亿元）及增速（%）

图 5：鲁泰 A 归母净利润（亿元）及增速（%）



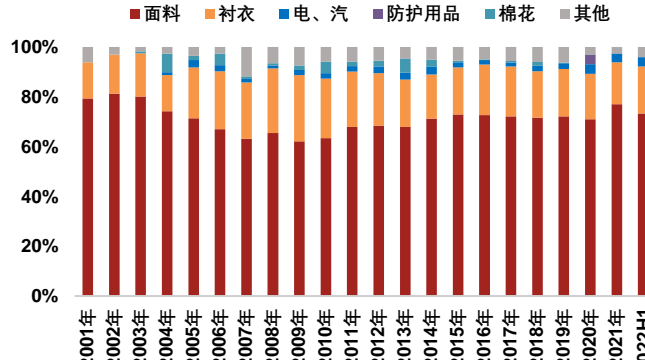
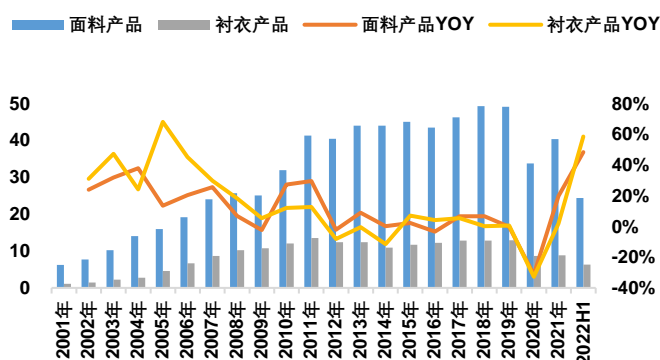
资料来源：鲁泰 A 年报、招商证券

资料来源：鲁泰 A 年报、招商证券

分产品看，公司面料产品营收从 2001 年 6.23 亿元增加至 2021 年 40.33 亿元，CAGR 达 9.8%，营收占比始终保持在 70%左右。衬衣产品营收从 2001 年 1.14 亿元增加至 2021 年 8.82 亿元，CAGR 达 10.8%，营收占比从 2001 年 14.5%提升至 2021 年 19%。2022H1 面料产品/衬衣产品营收 24.39 亿元/6.33 亿元，同比增长 48.3%/58.3%，营收占比 73.2%/19.0%。

图 6：鲁泰 A 面料及衬衣产品营收（亿元）及增速

图 7：鲁泰 A 分产品营收占比（%）



资料来源：鲁泰 A 年报、招商证券

资料来源：鲁泰 A 年报、招商证券

分地区看，公司内销（中国大陆地区）营收从 2001 年 1.13 亿元增加至 2021 年 24.28 亿元，CAGR 达 16.6%，营收占比从 2001 年 14%提升至 2021 年 34%。东南亚地区营收从 2001 年 1.63 亿元增加至 2021 年 11.43 亿元，CAGR 达 11.8%，营收占比从 2001 年 21%提升至 2021 年 34%。欧美地区营收从 2001 年 0.83 亿元增加至 2021 年 5.54 亿元，CAGR 达 10.0%，营收占比从 2001 年 11%提升至 2021 年 17%。2022H1 公司内销（大陆地区）、东南亚、

欧美营收 11.46 亿元、11.43 亿元、5.54 亿元，同比增长 6.0%、130.9%、143.4%。

图 8: 鲁泰 A 分地区营收 (亿元) 及增速

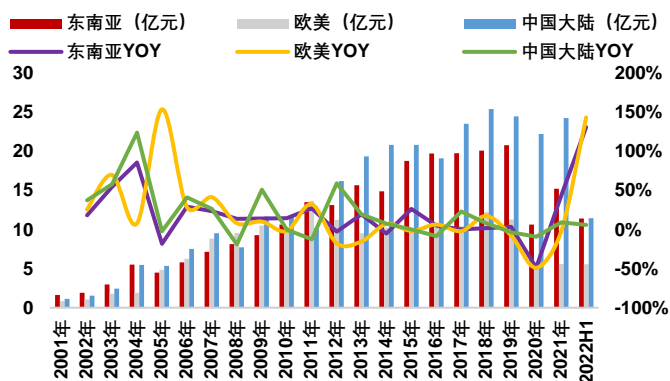
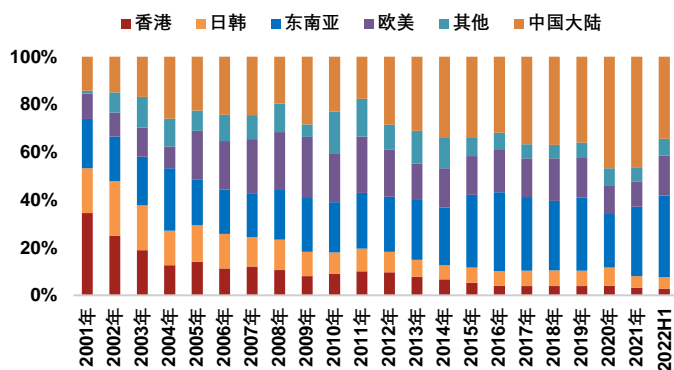


图 9: 鲁泰 A 分地区营收占比 (%)

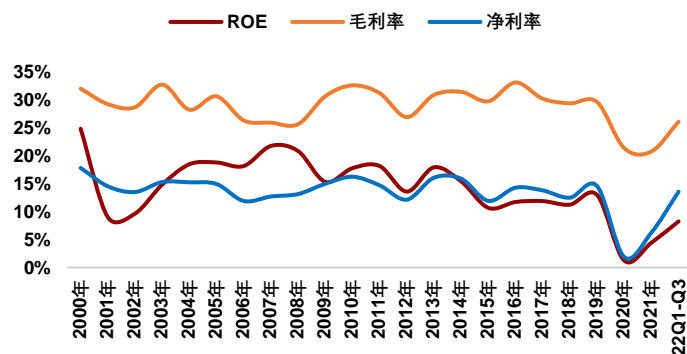


资料来源: 鲁泰 A 年报、招商证券

资料来源: 鲁泰 A 年报、招商证券

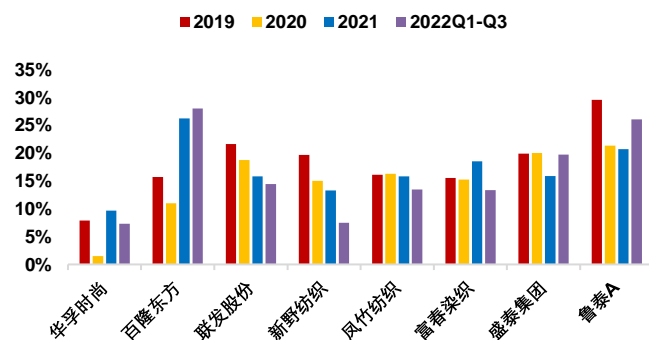
公司毛利率在 2001-2019 年期间保持在 25% 以上，净利率保持在 12%-17% 之间，ROE 保持在 15%-20% 之间。20 年-21 年因为海内外疫情订单减少、原材料价格上涨、汇率波动等原因，毛利率下滑至 20%，净利率下滑至个位数，同时 ROE 因为净利率下降、资产周转率下降也同样下滑至 5%。22Q1-Q3 公司盈利能力逐步回升，毛利率达到 26%，净利率达到 14%，ROE 达 8%。

图 10: 鲁泰 A 毛利率、净利率、ROE



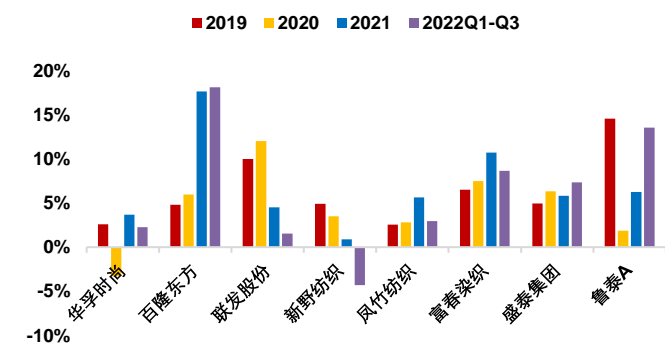
资料来源: 鲁泰 A 年报、招商证券

图 11: 近三年同行业竞争对手毛利率水平 (%)



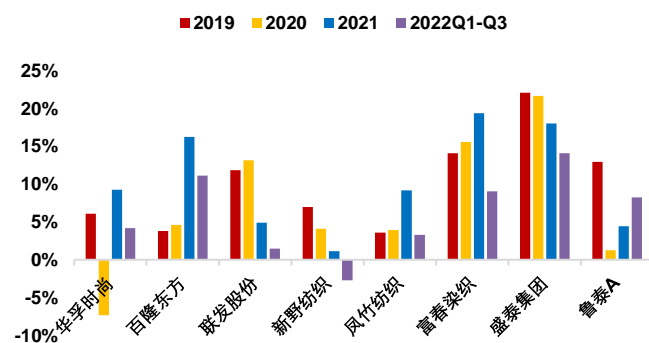
资料来源: wind、招商证券

图 12: 同行业竞争对手净利率水平 (%)



资料来源: wind、招商证券

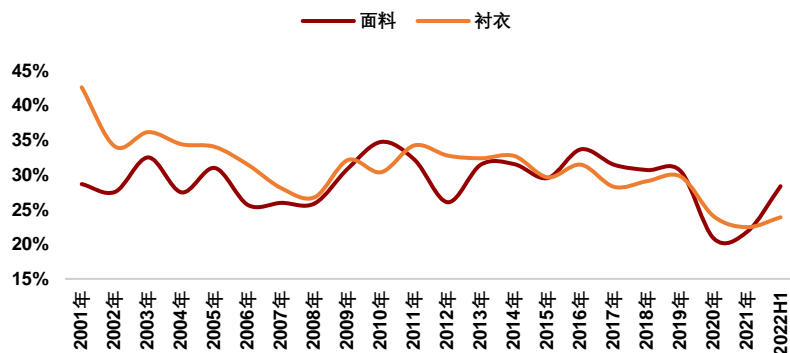
图 13: 同行业竞争对手 ROE 水平 (%)



资料来源: wind、招商证券

分产品看，2001-2019 年期间公司面料毛利率保持在 25%-30%，衬衣毛利率保持在 30% 左右。20-21 年面料产品毛利率下降至 20% 左右，衬衣毛利率下降至 23%。22H1 面料产品毛利率回升至 28%，衬衣毛利率回升至 24%。

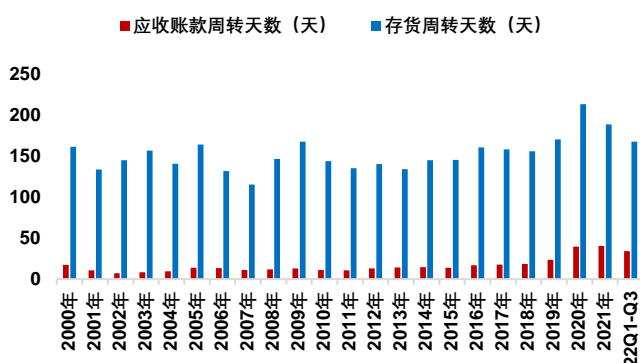
图 14: 鲁泰 A 分产品毛利率



资料来源: 鲁泰 A 年报、鲁泰官网、招商证券

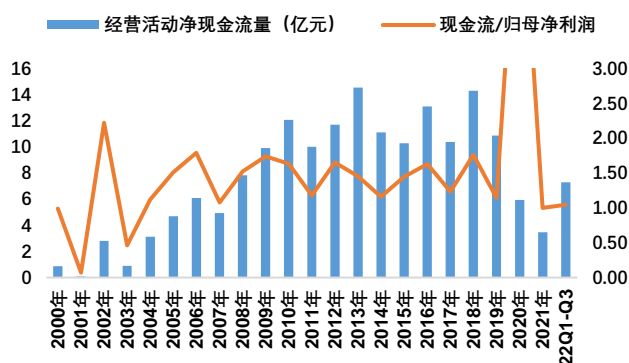
2001-2018 年期间公司存货周转天数在 150 天以下, 应收账款周转天数在 20 天以下, 2019-2021 年公司存货周转天数提升至 180 天左右, 应收账款周转天数提升至 40 天左右。公司经营性现金流/归母净利润保持在 100%以上。

图 15: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 鲁泰 A 年报、招商证券

图 16: 公司经营性净现金流/归母净利润

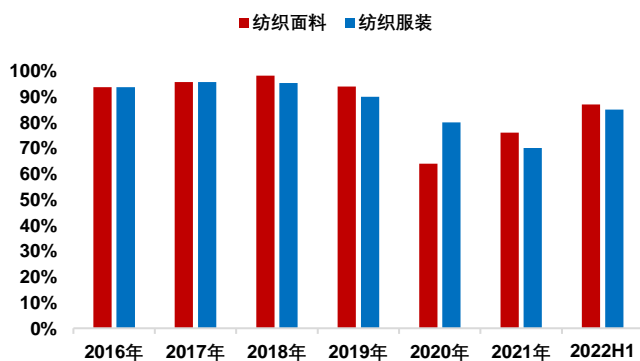


资料来源: wind、招商证券

4、东南亚产能持续扩张

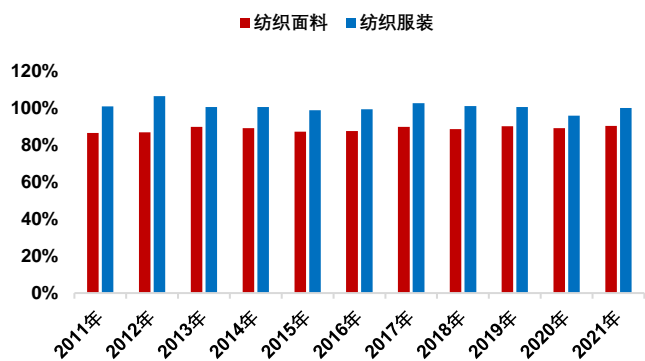
公司 2016-2019 年公司面料及成衣产能利用率在 90%以上, 20-21 年由于东南亚疫情停工以及需求不振等原因, 面料及成衣产能利用率下降至 70%-80%。随着下游需求的恢复以及越南工厂陆续复工, 2022H1 面料及成衣产能利用率达到 87%/85%。2011-2021 年期间公司面料产品产销率在 90%左右, 成衣产销率达 100%。

图 17: 公司分产品产能利用率



资料来源: 鲁泰 A 年报、招商证券

图 18: 公司分产品产销率



资料来源: 鲁泰 A 年报、招商证券

从国内外产能分布看, 22H1 公司面料产能 80%分布在国内 (山东), 20%分布在国外 (越南)。成衣产能 44%分布在国内, 56%分布在国外 (越南、柬埔寨、缅甸)。从国内外产能利用率看, 近三年国内产能利用率略高于国外。22H1

面料海外产能利用率 81%，国内产能利用率 89%。衬衣海外产能利用率 85%，国内产能利用率 81%。

图 19: 公司面料产品国内外产能利用率

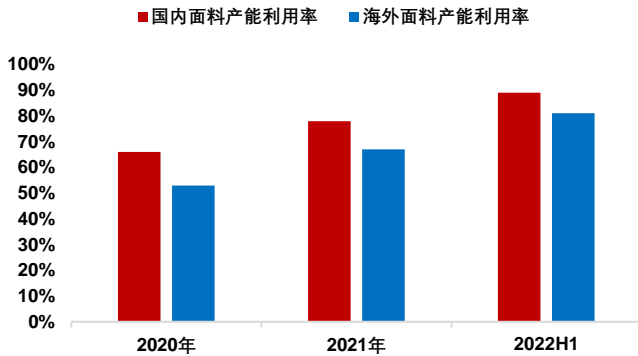
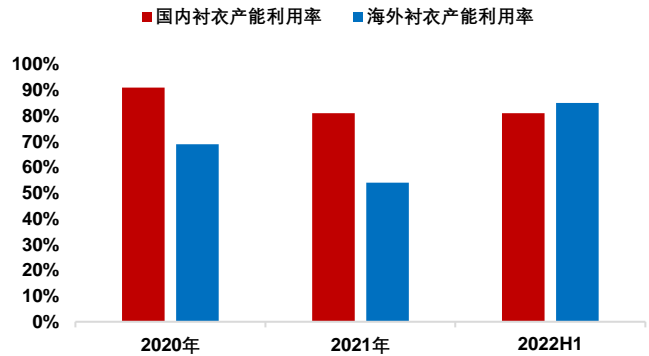


图 20: 公司衬衣产品产能利用率



资料来源: 鲁泰 A 年报、招商证券

资料来源: 鲁泰 A 年报、招商证券

产能持续拓展，支撑公司业务扩张。截至目前 2021 年公司拥有面料产能 3.1 亿米，成衣产能 3000 万件。其中色织面料总产能 2.2 亿米。匹染面料总产能 9000 万米。目前公司在山东规划建设“功能性面料智慧生态园区项目(一期)”，预计投产后实现高档功能性面料年产 3500 万米。在越南建设“万象高档面料产品线项目(一期)”，预计投产后实现高档梭织面料年产 6000 万米及高端印花面料 3000 万米。

表 2: 鲁泰历年在国内外产能扩建项目

地区	类别	产能项目	产能规划	投产时间	地点
国内	面料	色织布技改项目	色织布 3300 万米/年	2001 年	山东淄博
		色织布及漂染工厂改造	色织布 450 万米/年	2001 年	
		高档色织布技术改造项目	色织布 1300 万米/年	2005 年	
		高档色织布生产线	色织布 5000 万米/年	2008 年	
		高档大提花女装面料生产线	高档大提花女装面料 1000 万米/年	2010 年	
		高档匹染面料生产线项目	高档匹染面料 5000 万米/年	2014 年	
		高档色织布生产线	色织布 4000 万米/年	2014 年	
	功能性面料智慧生态园区项目(一期)	高档功能性面料 3500 万米/年	2023 年(在建)		
	成衣	高档衬衣生产线	高档衬衣 200 万件/年	2004 年	
		高档衬衫生产线	高档衬衫 500 万件/年	2008 年	
高档衬衫生产线		高档衬衫 300 万件/年	2012 年		
配套产能	色织布后整理技改项目	色织面料整理能力 4500 万米/年	2002 年		
	高档精梳纱及股线生产项目	高档精梳纱 15 万锭/年 高档股线 5 万锭/年	2008 年		
面料	鲁泰越南有限公司(一期)	色织布 3000 万米/年	2018 年	越南	
	鲁泰越南有限公司(二期)	色织布 4000 万米/年	2020 年		
	万象高档面料项目(一期)	高档高档梭织面料 6000 万米/年 高档印染及印花面料 3000 万米/年	2023 年部分投产(在建)		
国外	成衣	投资鲁泰柬埔寨启明	衬衫 300 万件/年	2014 年	柬埔寨
		投资鲁泰柬埔寨启明	衬衫 300 万件/年	2015 年	
		投资鲁泰缅甸有限公司	衬衫 300 万件/年	2015 年	缅甸
		投资鲁泰越南安制衣(一、二期)	成衣 600 万件/年	2018 年	越南安江
	投资鲁泰越南安制衣(三期)	成衣 600 万件/年	2022 年		
	配套产能	投资鲁泰越南有限公司(一期)	纺纱 6 万锭/年	2020 年	越南
		投资鲁泰越南有限公司(二期)	纺纱 7.6 万锭/年	2020 年	
			投资鲁泰(新洲)	纺纱 14.4 万锭/年 气流纺 3000 头/年	2021 年

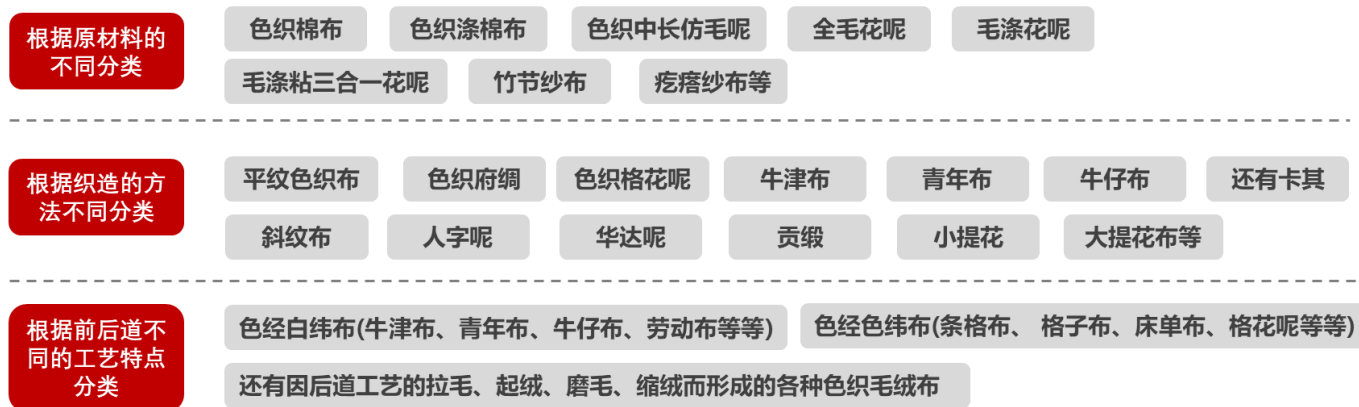
资料来源: 鲁泰 A 公告、招商证券

二、高端色织布需求稳定，鲁泰占全球产能 18%

1、全球高端色织布规模稳定

色织布相较于印染布而言，在色彩、立体感、色牢度上都有明显的优势，但由于染纱、织造、后整理等工序损耗较大、台产产量也不及白坯布高，投入成本及技术要求高，属于偏小众的行业。目前色织布占全球棉纺行业份额仅为 7%，其中印染布与牛仔比例最高。

图 21：色织布分类

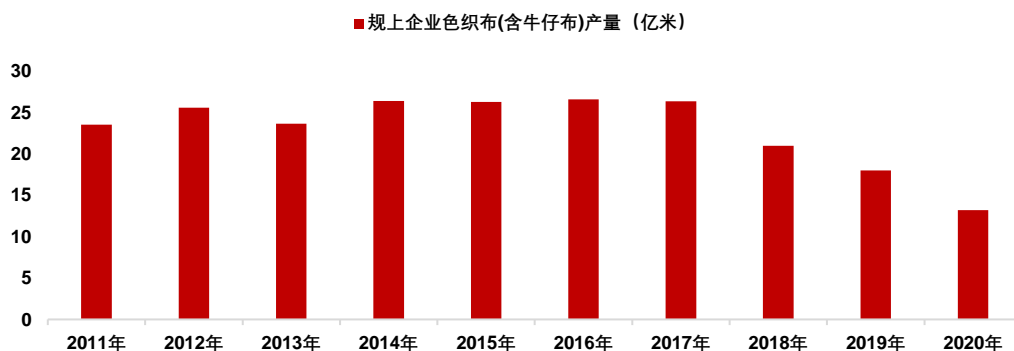


资料来源：鲁泰 A 年报、智研咨询、招商证券

2、疫情导致中国规上企业色织布产量下降

近五年中国规上企业色织布产量逐年下降。根据中国棉纺织协会数据，中国规上企业色织布产量从 2011 年的 23.55 亿米逐步增加至 2016 年的 26.60 亿米。随后受贸易摩擦以及疫情影响，产能逐年下降，从 2017 年 26.37 亿米减少至 2019 年的 18.01 亿米，2020 年 1-11 月规上企业色织布产量仅为 13.21 亿米。

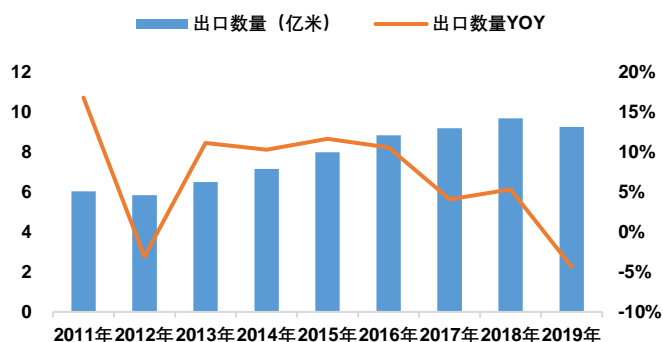
图 22：中国规上企业色织布产量（亿米）



资料来源：中国棉纺织协会、招商证券、注：2020 年色织布产量为 1-11 月数据

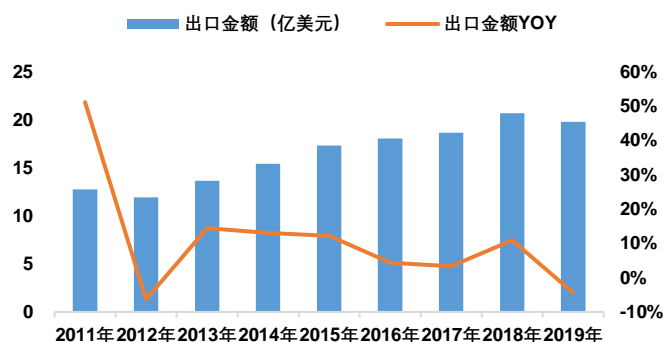
棉纺混纺色织布出口数量提升。中国棉纺混纺色织布出口数量从 2011 年的 6.0 亿米增加至 2019 年的 9.2 亿米，出口金额从 2011 年的 12.7 亿美元增加至 2019 年的 19.8 亿美元，出口单价保持在 2.1 美元/米左右。

图 23: 中国色织布出口数量 (亿米)



资料来源: 中国棉纺织协会、招商证券

图 24: 中国色织布出口金额 (亿美元)



资料来源: 中国棉纺织协会、招商证券

3、全球高端色织布市场格局清晰，鲁泰占 18% 份额

高端色织布头部市场格局相对稳定。从全球高端色织布产量角度看，鲁泰 A 占据 18% 的市场份额，市场占有率第一；广东溢达拥有 9000 万米的高端色织布产能，占据 7.5% 左右（估算）的市场份额。江苏联发份额在 8% 左右。

表 3: 鲁泰 A 主要竞争对手情况

公司	业务简介	产能	2020 年收入	2021 年收入	2021 年毛利率及净利润率
鲁泰 A	公司拥有从棉花种植到纺纱、漂染、织布、整理、制衣，品牌营销的完整产业链。主营业务为面料及衬衫成衣。	年产色织面料 2.2 亿米、印染面料 9000 万米、衬衣 3000 万件产能。	47.5 亿元	52.4 亿元	20.72%/6.25%
盛泰集团	主营业务包括纺纱、梭织面料、针织面料、针织成衣、梭织成衣。针织和梭织成衣占销售收入的 70% 左右。	年产约 8400 吨纱线、1.88 万吨针织面料、6400 万米梭织面料、3143 万件针织成衣、2850 万件梭织成衣。	47.0 亿元	51.6 亿元	15.87%/5.83%
联发股份	集纺纱、染色、织造、整理、制衣于一体的大型纺织集团。主营业务包括棉纱织布、印染布、衬衣。	年产色织布 1 亿米、家纺布 7800 万米、印染布 7200 万米、服装 700 万件和针织纱与针织布染色各 6000 吨。	38.7 亿元	39.0 亿元	15.83%/4.51%
天虹纺织	全球最大的棉纺织集团，从纺纱向下游延伸，拥有棉纱、坯布、面料、成衣一体化产业链。	纱线产能 387 万锭、1900 台针织及梭织机	195.8 亿元	265.2 亿元	22.07%/10.33%
溢达集团	业务涵盖棉花种植、纺纱、织布、染整、制衣、包装和零售等，提供一站式衬衫服务，是目前全球最大的全棉衬衫制造和出口商。	高端色织布产能约 9000 万米	-	-	

资料来源: wind、公司年报、招商证券

三、竞争优势：多年技术沉淀打造纵向一体化产业链

1、纵向一体化产业链优势赋予公司强大的成本控制力及生产效率

公司是集棉花种植、纺纱、漂染、织布、后整理及制衣于一体的高度综合垂直的纺织龙头企业。纵向一体化产业链的优势在于：第一、减少中间等待环节，缩短交期；第二、从源头控制原材料采购成本，最大程度避免原材料价格波动

对公司毛利率的影响；第三、在高端色织面料领域市占率高、技术实力强，与下游客户的议价能力强。因此，从财务指标上看，疫情前公司毛利率稳定，且处于棉纺织制造行业较高水平。

图 25: 公司研发费用占比(%)

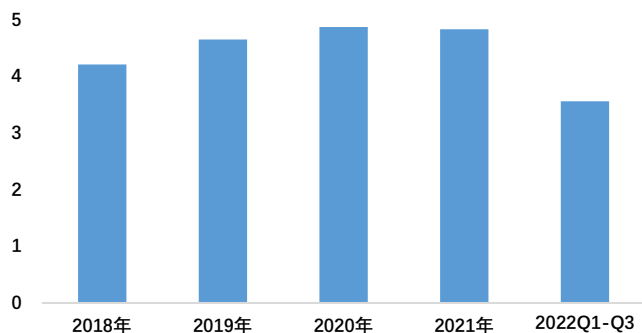
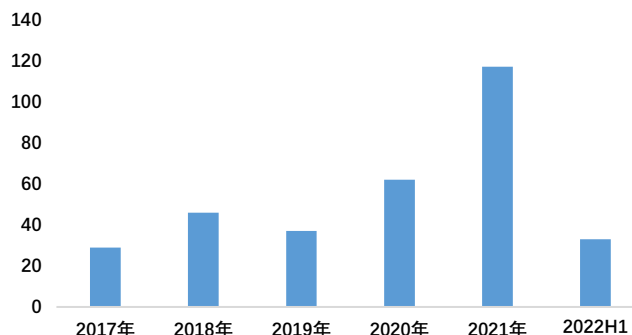


图 26: 公司年度专利数量



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

二十多年来,鲁泰集团的主导产品不断地更新换代,纱线实现了从普梳到精梳,从普通环锭纺到紧密纺,从中支到高支再到超高支的升级;面料实现了从熨烫到免烫,从无弹到有弹的提升;衬衫从有缝到无缝的华丽转变;功能从“三防(防水、防油、防污)”到“三自然(自然免烫、自清洁、自去污)”的跨越,引领行业发展趋势。

- **液氨+潮交联整理技术:**鲁泰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,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。
- **300支纱线和超高支纯棉面料加工关键技术及其产业化:**鲁泰采用瑞士立达 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:**彻底突破传统用机针、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,制备出了无缝线纯棉衬衫,并完成了产业化。
- **扭妥纺纱及其面料技术的研究:**与香港理工大学共同研发,该纱线具有低扭矩、低捻高强、成品织物手感柔软等特点,具有可以提高产量,全过程无污染等优点。实现了扭妥纺纱技术在生产纯棉高支纱上的产业化应用。
- **泡沫浆纱技术系统创新与产业化应用:**与江南大学武汉纺织大学联合,通过对纱线结构与表面特性、各种浆料性能及其配伍、浆纱技术及相应装备参数等多个方面研究,实现了泡沫上浆技术产业化应用,大幅度降低浆料用量。

公司纵向一体化的生产能力,赋予了公司面料及成衣产品较高的议价能力,所以过去的十年虽然棉价价格呈现较大幅度的波动,但公司的毛利率水平呈现相对稳定的状态,保持在 25%-30%之间。2020 年-2021 年毛利率下滑的原因主要受疫情影响产能利用率不足导致。今年以来虽然棉价持续下行,但公司由于订单饱满,毛利率恢复到了疫情前水平。

图 27: 毛利率水平较为稳定(疫情期间除外)

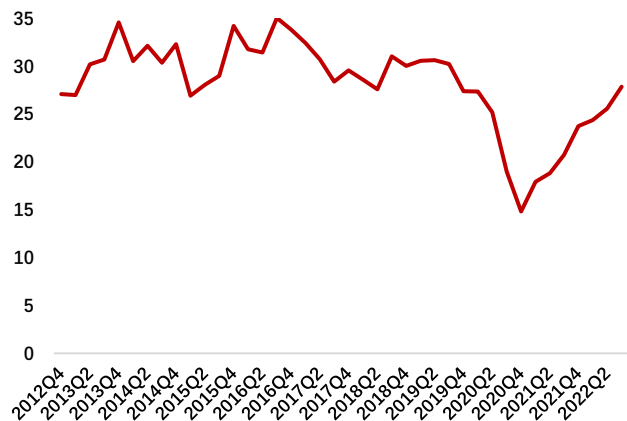


图 28: 棉花价格波动较大(元/吨)



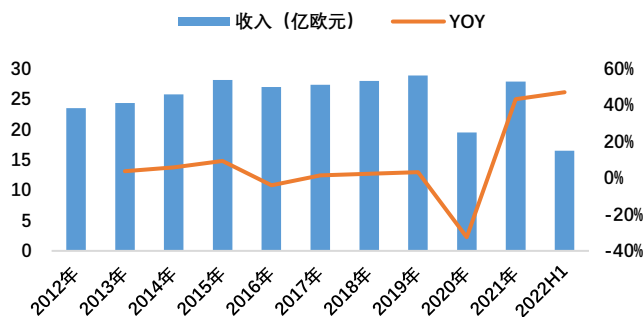
资料来源: wind、招商证券

资料来源: wind、招商证券

2、与全球知名休闲及商务正装品牌深度合作

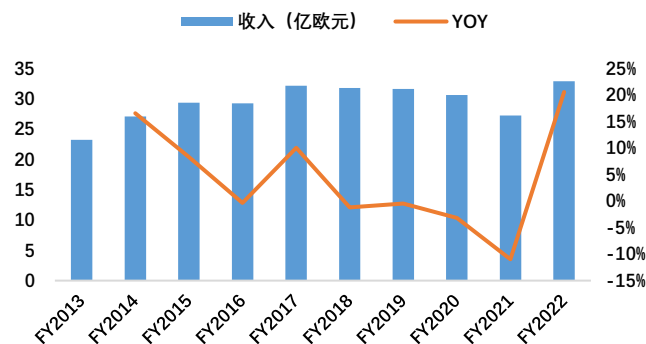
多年来，公司与 Burberry、Calvin Klein、HUGO BOSS、Armani、Gucci、OLYMP、UNIQLO、利郎、海澜之家等国内外知名品牌商建立了战略合作关系。考虑到全球范围休闲及商务正装品牌在疫情期间受影响较大，2022 年后随着欧美逐渐解除疫情管控措施，日常商务出行活动逐渐恢复至疫情前水平，相应的品牌销售也得到了快速恢复。

图 29: Hugo Boss 收入规模自 2021 年恢复



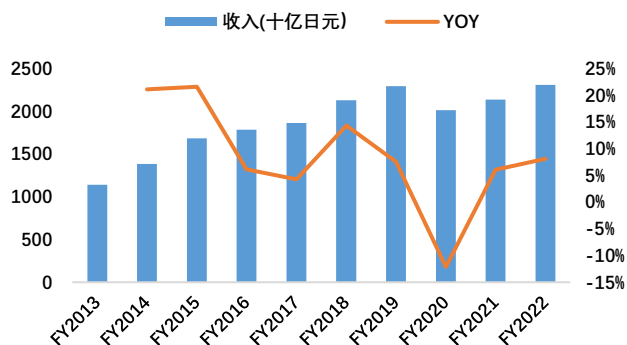
资料来源: wind、招商证券

图 30: Burberry 收入规模 2022 年达到历史新高



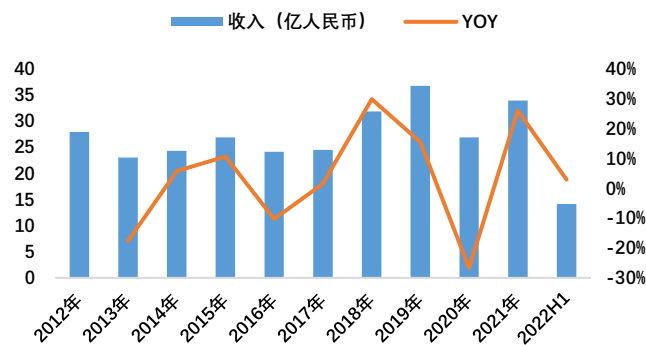
资料来源: wind、招商证券

图 31: 优衣库 收入规模自 2022 年恢复



资料来源: wind、招商证券

图 32: 利郎收入规模自 2022 年后恢复



资料来源: wind、招商证券

四、盈利预测及投资建议

考虑到下游休闲&正装品牌销售复苏延续，以及行业内中小企业的逐渐出清，公司自疫情后积极进行工艺升级、管理提效，引入市场化考核方式，预计公司自 2022 年-2024 年有望保持稳健增长。预计 2022 年-2024 年公司收入分别为 69.8 亿元、78.72 亿元、86.69 亿元，同比增速分别为 33%、13%、10%。

表 1: 鲁泰收入预测

	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
面料(色织布&匹染布)收入(亿元)	33.71	40.33	54.12	60.62	66.68
YOY	-31.34%	19.64%	34.20%	12.00%	10.00%
成衣(亿元)	8.67	8.82	12.50	14.70	16.21
YOY	-32.79%	1.73%	41.75%	17.60%	10.25%
电、汽(亿元)	1.83	1.83	1.83	1.9	2
其他业务	1.34	1.34	1.34	1.50	1.80
收入合计	47.51	52.38	69.80	78.72	86.69
YOY	-30.15%	10.25%	33.25%	12.79%	10.12%

资料来源: wind、招商证券

利润方面，考虑到目前公司订单饱满、原材料价格低位运行等因素，预计 2022 年-2024 年公司毛利率维持在 26%左右的水平，净利润率维持在 11.5%-11.6%，相对于受疫情影响的 2020 年-2021 年而言，呈现明显恢复之势。预计公

司 2022 年-2024 年归母净利润规模分别为 8.16 亿元、9.10 亿元、9.99 亿元，同比增速分别为 135%、11%、10%。

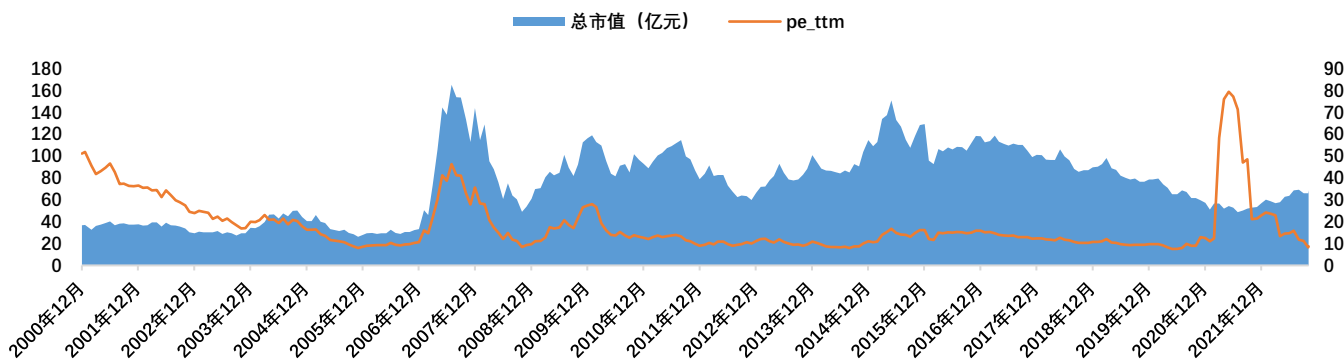
表 2: 鲁泰净利润预测

	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
毛利率	21.3%	20.7%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润率	2.0%	6.6%	11.6%	11.6%	11.5%
归母净利润 (亿元)	0.97	3.48	8.16	9.10	9.99
YOY	-90%	257%	135%	11%	10%
PE	70.91	19.85	8.45	7.58	6.91

资料来源: wind、招商证券

投资建议: 目前公司市值 69 亿元, 对应 22PE8.5X, 23PE7.6X, 估值处于历史低位, 同时考虑到公司行业地位以及复苏趋势延续, 维持“强烈推荐”评级。

图 33: 鲁泰 A 市值及 PE



资料来源: 招商证券

五、风险提示

- 1、汇率波动风险: 公司出口占比接近 70%，若人民币汇率发生大幅波动，则会对公司利润造成较大影响。
- 2、原材料价格波动风险: 公司原材料主要为棉花，且原材料占成本的比例在 70%左右，棉花价格若发生大幅波动，则会对公司成本带来较大影响，进而影响净利润。
- 3、欧洲需求下滑的风险: 俄乌战争以及欧洲通货膨胀或抑制欧洲市场对服装的消费。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5023	5441	6435	7349	8309
现金	1400	2000	2067	2457	2929
交易性投资	268	2	2	2	2
应收票据	183	228	306	342	377
应收款项	522	647	843	944	1038
其它应收款	106	74	100	112	123
存货	1989	2345	2928	3279	3607
其他	554	145	190	213	234
非流动资产	7107	7546	7412	7289	7176
长期股权投资	138	169	169	169	169
固定资产	5662	5562	5466	5377	5296
无形资产商誉	394	384	345	311	280
其他	913	1431	1431	1431	1431
资产总计	12130	12987	13846	14637	15485
流动负债	1871	2079	2226	2326	2418
短期借款	931	1011	1000	1000	1000
应付账款	243	335	420	471	518
预收账款	141	205	257	288	316
其他	555	528	549	567	584
长期负债	2167	2541	2541	2541	2541
长期借款	496	685	685	685	685
其他	1672	1856	1856	1856	1856
负债合计	4038	4620	4767	4866	4959
股本	858	882	888	888	888
资本公积金	327	333	333	333	333
留存收益	6502	6768	7522	8266	9080
少数股东权益	404	384	336	283	225
归属于母公司所有者权益	7688	7983	8743	9488	10301
负债及权益合计	12130	12987	13846	14637	15485

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	594	348	389	797	894
净利润	89	327	768	855	937
折旧摊销	480	450	473	461	451
财务费用	101	36	49	46	43
投资收益	(146)	(50)	(140)	(140)	(140)
营运资金变动	112	(406)	(767)	(429)	(400)
其它	(43)	(8)	8	4	4
投资活动现金流	(788)	28	(198)	(198)	(198)
资本支出	(580)	(431)	(338)	(338)	(338)
其他投资	(208)	459	140	140	140
筹资活动现金流	734	203	(124)	(210)	(224)
借款变动	(461)	84	(20)	0	0
普通股增加	0	24	6	0	0
资本公积增加	69	6	0	0	0
股利分配	(86)	(43)	(62)	(163)	(182)
其他	1212	132	(49)	(46)	(43)
现金净增加额	539	580	68	390	472

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4751	5238	7030	7873	8661
营业成本	3738	4153	5202	5826	6409
营业税金及附加	66	59	80	89	98
营业费用	126	120	161	180	198
管理费用	361	335	450	504	554
研发费用	231	253	339	380	418
财务费用	110	45	49	46	43
资产减值损失	(136)	(27)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	(107)	16	20	20	20
其他收益	60	59	70	70	70
投资收益	146	50	50	50	50
营业利润	83	371	869	967	1060
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	4	13	13	13	13
利润总额	85	363	861	959	1052
所得税	(4)	36	93	105	115
少数股东损益	(8)	(20)	(48)	(53)	(58)
归属于母公司净利润	97	348	816	908	995

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-30%	10%	34%	12%	10%
营业利润	-93%	348%	134%	11%	10%
归母净利润	-90%	257%	135%	11%	10%
获利能力					
毛利率	21.3%	20.7%	26.0%	26.0%	26.0%
净利率	2.0%	6.6%	11.6%	11.5%	11.5%
ROE	1.3%	4.4%	9.8%	10.0%	10.1%
ROIC	1.8%	3.8%	7.8%	8.1%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	33.3%	35.6%	34.4%	33.2%	32.0%
净负债比率	12.1%	13.1%	12.2%	11.5%	10.9%
流动比率	2.7	2.6	2.9	3.2	3.4
速动比率	1.6	1.5	1.6	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.7	1.9	2.0	1.9	1.9
应收账款周转率	7.2	6.6	6.9	6.5	6.4
应付账款周转率	11.8	14.4	13.8	13.1	13.0
每股资料(元)					
EPS	0.11	0.39	0.92	1.02	1.12
每股经营净现金	0.67	0.39	0.44	0.90	1.01
每股净资产	8.66	8.99	9.85	10.69	11.61
每股股利	0.05	0.07	0.18	0.20	0.22
估值比率					
PE	70.6	19.8	8.4	7.6	6.9
PB	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	15.1	11.4	7.0	6.6	6.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。