

鲁泰 A (000726)

2023 年中报点评: 需求疲软致业绩承压, 下半年有望逐步改善

买入 (维持)

2023 年 08 月 22 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,938	6,229	7,445	8,155
同比	32%	-10%	20%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	964	611	793	896
同比	177%	-37%	30%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.12	0.71	0.92	1.04
P/E (现价&最新股本摊薄)	6.10	9.63	7.42	6.56

关键词: #业绩不及预期

投资要点

■ 公司公布 2023 年中报: 23H1 营收 28.40 亿元/yoy-14.71%、归母净利润 2.22 亿元/yoy-43.74%、扣非归母净利 1.92 亿元/yoy-47.53%, 业绩承压主要受到海外需求偏弱+终端客户去库以及去年基数较高影响, 净利降幅高于收入主要系毛利率下滑所致。分季度看, 23Q1/Q2 营收分别同比-12.77%/-16.46%、归母净利分别同比-39.92%/-46.33%、扣非归母净利分别同比-62.65%/-38.43%, 环比看 Q2 在高基数下收入同比降幅有所扩大, 但扣非归母净利降幅有所收窄。

■ 衬衣产品稳健增长、销量下滑致面料承压, 外销收入回落。1) 分产品看, 23H1 面料/衬衣营收分别同比-20.76%/+10.96%、占比分别为 68%/25%, 面料收入下滑较多。拆分量价, 面料销量/单价 (以人民币计) 分别-24.7%/+4.2%、售价提升主要受益于人民币贬值, 衬衣销量同比提升、售价小幅下降。2) 分地区看, 23H1 外销/内销收入同比分别-17.63%/-9.14%、占比分别为 63%/37%, 其中日韩地区增速为正、明显好于东南亚及欧美等市场, 下游欧美品牌客户订单压力仍较大。

■ 23H1 产能利用率下滑、棉花成本提升拖累毛利率, 人民币贬值抵消部分负面影响。23H1 毛利率同比-3.66pct 至 21.35%, 其中分季度看 Q1/Q2 毛利率同比分别-3.62/-3.67pct, 分产品看面料/衬衣毛利率同比分别-6.11/+0.69pct。面料毛利率下滑较大。毛利率波动主要受到如下因素影响: 1) 产能利用率下滑: 23H1 面料/服装产能利用率分别同比-17pct/-1pct。受面料外需偏弱、订单不足影响, 公司面料产能利用率降幅较大, 开机率不足致使单位成本提升。2) 棉花成本同比提升 11.9%: 虽 23 年以来国际长绒棉均价同比呈下滑, 但由于公司仍有部分高价棉储备, 成本同比提升。3) 23 年以来人民币贬值超 5%, 公司海外营收占比高达 63%, 汇率下降使产品人民币单价相应提升, 抵消部分毛利率下滑的负面影响。

■ 展望下半年订单有望逐季改善, 产能建设稳步推进。目前海外品牌去库进程较为顺利, Q2 接单量较 Q1 环比增约 20%、逐月看订单有所好转。随下半年品牌去库进程渐近尾声, 订单有望延续改善态势。产能方面, 公司海外 3000 万米高档色织面料建设较为顺利、预计 11 月中逐步开始试生产, 2000 万米针织面料产能储备丰富、23 年预计增 10%、未来有望逐步达产, 3500 万米功能性面料由于基数较低、呈翻倍增长、仍与设计产能有一定差距, 技术突破攻关后有望贡献较大业绩弹性。

■ 盈利预测与投资评级: 公司为全球色织布龙头, 22 年下半年以来外需降温叠加下游品牌去库对公司订单影响虽相对滞后、但亦有所承压, 叠加去年高基数导致上半年业绩压力较大。但 23Q2 以来趋势已呈环比逐月改善, 下半年随品牌去库进入尾声, 行业景气度回升、公司积极开拓欧美新客户、订单有望逐步改善。考虑目前海外品牌仍处于去库阶段、外需较弱, 公司订单仍较为承压, 我们将 23-25 年归母净利润预测由 9.7/11.0/12.4 亿元下调为 6.1/7.9/9.0 亿元, 对应 PE 为 10/7/7X, 估值仍较低, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 国内外需求复苏不及预期、汇率及棉价波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.81
一年最低/最高价	6.33/8.75
市净率(倍)	0.64
流通 A 股市值(百万元)	3,949.62
总市值(百万元)	5,881.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.64
资产负债率(% ,LF)	28.99
总股本(百万股)	863.61
流通 A 股(百万股)	579.97

相关研究

《鲁泰 A(000726): 2022 年报点评: 业绩高增, 23 年预计前低后高》

2023-04-13

《鲁泰 A(000726): 2022 年三季报点评: Q3 收入增长较具韧性, 汇率贬值助力业绩高增再提速》

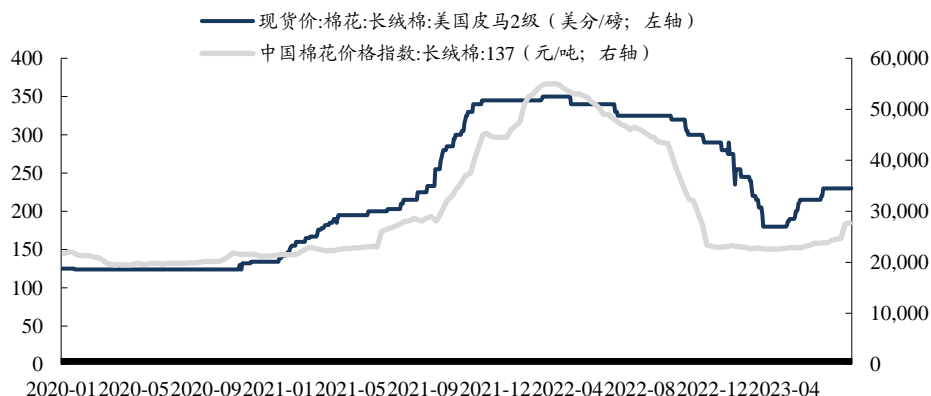
2022-11-01

表1: 公司 2023H1 产能分布及产能利用率情况

	23H1	22H1
面料		
产能	14873 万米	14715 万米
其中: 境内产能占比 (山东淄博)	80%	80%
境外产能占比 (越南)	20%	20%
产能利用率	70%	87%
其中: 境内	68%	89%
境外	77%	81%
在建工程	1) 年产 3,500 万米高档功能性面料的功能性面料智慧生态园区项目(一期) 2) 年产 3,000 万米海外高档色织面料产品线项目(一期)	1) 年产 3,500 万米高档功能性面料的功能性面料智慧生态园区项目(一期) 2) 年产 3,000 万米海外高档色织面料产品线项目(一期)
衬衫		
产能	1115 万件	1015 万件
其中: 境内产能占比 (山东淄博)	40%	44%
境外产能占比 (越南、柬埔寨、缅甸)	60%	56%
产能利用率	84%	85%
其中: 境内	86%	81%
境外	83%	85%
在建工程	/	/

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 棉价有所上涨, 但均价同比降低较多



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2：2022 年以来美元对人民币汇率走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

鲁泰 A 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,545	5,873	6,851	8,008	营业总收入	6,938	6,229	7,445	8,155
货币资金及交易性金融资产	2,335	1,908	2,357	3,300	营业成本(含金融类)	5,154	4,840	5,712	6,215
经营性应收款项	935	1,051	1,215	1,308	税金及附加	69	62	74	82
存货	2,108	2,735	3,090	3,200	销售费用	137	137	164	179
合同资产	0	0	0	0	管理费用	396	343	402	432
其他流动资产	167	179	189	200	研发费用	276	280	320	351
非流动资产	7,806	7,686	7,540	7,368	财务费用	(149)	(25)	14	42
长期股权投资	184	184	184	184	加:其他收益	49	93	115	126
固定资产及使用权资产	6,289	6,215	6,106	5,965	投资净收益	14	31	37	41
在建工程	200	160	128	102	公允价值变动	169	20	20	20
无形资产	353	348	343	338	减值损失	(204)	(51)	(41)	(36)
商誉	21	21	21	21	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	1,082	685	890	1,006
其他非流动资产	756	756	756	756	营业外净收支	(3)	0	0	0
资产总计	13,351	13,559	14,391	15,376	利润总额	1,079	685	890	1,006
流动负债	1,852	1,443	1,474	1,554	减:所得税	106	69	89	101
短期借款及一年内到期的非流动负债	827	422	308	308	净利润	974	617	801	905
经营性应付款项	302	345	391	409	减:少数股东损益	10	6	8	9
合同负债	207	194	228	249	归属母公司净利润	964	611	793	896
其他流动负债	516	483	546	589	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.12	0.71	0.92	1.04
非流动负债	2,091	2,091	2,091	2,091	EBIT	760	566	773	897
长期借款	186	186	186	186	EBITDA	1,247	1,186	1,419	1,568
应付债券	1,438	1,438	1,438	1,438	毛利率(%)	25.71	22.29	23.28	23.79
租赁负债	99	99	99	99	归母净利率(%)	13.89	9.80	10.65	10.99
其他非流动负债	368	368	368	368	收入增长率(%)	32.46	(10.22)	19.52	9.54
负债合计	3,943	3,535	3,565	3,645	归母净利润增长率(%)	177.28	(36.65)	29.88	12.99
归属母公司股东权益	9,014	9,625	10,418	11,314					
少数股东权益	394	400	408	417					
所有者权益合计	9,408	10,025	10,826	11,731					
负债和股东权益	13,351	13,559	14,391	15,376					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,422	506	1,075	1,449	每股净资产(元)	10.07	10.76	11.66	12.67
投资活动现金流	(718)	(469)	(463)	(459)	最新发行在外股份(百万股)	864	864	864	864
筹资活动现金流	(995)	(485)	(183)	(67)	ROIC(%)	5.82	4.23	5.56	6.06
现金净增加额	(147)	(447)	429	922	ROE-摊薄(%)	10.69	6.34	7.61	7.92
折旧和摊销	487	620	646	672	资产负债率(%)	29.53	26.07	24.77	23.71
资本开支	(496)	(500)	(500)	(500)	P/E (现价&最新股本摊薄)	6.10	9.63	7.42	6.56
营运资本变动	62	(764)	(478)	(202)	P/B (现价)	0.68	0.63	0.58	0.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>