

# 鲁泰 A (000726.SZ)

## 高端色织龙头拐点显现，切入景气赛道打开空间

买入

### 核心观点

**公司是全球色织面料龙头，毛利率较高、财务指标健康，疫后快速恢复。**公司是全球中高档色织面料龙头，过去 34 年持续在海内外扩张，目前已拥有 70 万枚纱锭、2 亿米色织面料、9000 万米印染面料和 2030 万件衬衣产能，受到正装需求疲软、纺织行业调整影响，公司收入增速在经历 2002~2011 年 CAGR 24% 的快速增长后放缓。疫情前公司财务指标健康，约 30% 的毛利率、11% 的 ROE 反映较好的盈利水平，随着海外疫情管控放开、正装需求恢复，自 2021 2H 公司收入和毛利率呈现强劲地逐季改善趋势。

**中国纺织出口地位领先，产业迁移和结构升级是大势所趋。**全球成衣/面料出厂规模约 3.2/1.5 万亿美元，中国纺织业出口在全球份额 35%，地位显赫。全球纺织代工格局高度分散，其中，鲁泰面料产值占 0.4%，主要竞争对手有申洲、盛泰、溢达、联发、天虹等，而在中高端色织面料细分领域，三大集团鲁泰/联发/溢达全球市占率分别为 18%/16%/11%。从产业趋势看，一方面人才、技术、资本向外输出，中低附加值产业向劳动力成本低廉的东南亚迁移，另一方面中国纺织产业结构升级、产品附加值提升是大势所趋。

**成长分析：短期毛利率修复，中长期切入景气新赛道，产能和效率稳步增长。**随着海外疫情复苏推动产能利用率恢复、棉价趋稳、人民币贬值，公司毛利率短期内有望得到大幅修复。从竞争力看，凭借海内外一体化产能布局优势、强大的面料研发实力，公司成功与阿玛尼、Burberry、GUCCI、优衣库等优质品牌建立长期战略合作关系，与同行对比，无论是研发投入、产品单价、毛利率均处于高水平，反映竞争优势的显著。中长期看，当前总共约有 1.45 亿米面料 (+49%) 和 500 万件衬衣 (+25%) 扩张规划，其中 2000 万米针织面料、3500 万米功能面料、500 万件衬衣预计 2022 年逐步贡献收入。新面料项目涉及高档户外、运动休闲景气领域，有望成为未来新增长引擎。

**风险提示：**宏观环境波动；市场消费偏好变动；技术流失；原料价格波动。

**投资建议：看好短期盈利修复，中长期稳健增长，首予“买入”评级。**公司凭借较好的海内外全产业链优势、强大产品研发实力成功与多个高档国际品牌形成长期合作关系，收获稳定且优秀的盈利水平。从短期看，海外疫情复苏、办公和社交需求恢复将推动公司产能利用率提升，从而令毛利率得到较好修复。从中长期看，产能扩张、效率提升、景气品类开拓有望贡献业绩稳步增长。预计公司 2022~2024 年净利润分别为 6.2/7.5/8.9 亿元，同比增长 78%/21%/19%，2023 年合理估值为 8.8~9.3 元（对应 10.5~11x PE），短期盈利改善确定性高，当前估值性价比较高，首次覆盖给予“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,751	5,238	7,001	7,443	8,006
(+/-%)	-30.1%	10.3%	33.6%	6.3%	7.6%
净利润(百万元)	97	348	620	748	891
(+/-%)	-89.8%	257.2%	78.3%	20.7%	19.1%
每股收益(元)	0.11	0.39	0.70	0.84	1.00
EBIT Margin	9.9%	11.0%	11.1%	12.3%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	1.3%	4.4%	7.4%	8.5%	9.5%
市盈率 (PE)	62.6	18.0	10.2	8.4	7.1
EV/EBITDA	10.7	10.6	8.1	7.2	6.5
市净率 (PB)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按预期总股本计算

### 公司研究 · 深度报告

#### 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(首次覆盖)
合理估值	8.80 - 9.30 元
收盘价	7.10 元
总市值/流通市值	6305/6156 百万元
52 周最高价/最低价	7.45/5.41 元
近 3 个月日均成交额	65.19 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

## 内容目录

<b>公司概况：一体化高端色织面料龙头</b> .....	<b>5</b>
业务分析：“纺纱-面料-成衣”一体化纺织集团，合作高端品牌 .....	5
实控人为刘德铭和刘子斌父子，高管和董事拥有丰富行业经验 .....	6
发展史：34 年发展史，海内外产能稳步扩张，研发能力持续提升 .....	7
<b>财务分析：毛利率较高，财务指标健康，疫后快速恢复</b> .....	<b>9</b>
收入经历十年快速扩张后进入震荡调整期，疫情后逐季恢复 .....	9
疫情前毛利率和研发费用较高，财务指标健康，疫后快速恢复 .....	10
<b>行业：中国纺织出口地位领先，产业升级和迁移是大势所趋</b> .....	<b>12</b>
全球纺织面料出厂万亿规模，中国出口地位领先，东南亚迅速崛起 .....	12
竞争格局：全球服装面料规模庞大、格局高度分散，鲁泰是全球色织面料龙头 .....	13
行业壁垒：品牌层层考核严格，龙头制造商壁垒深厚 .....	14
趋势一：人才、技术、资本向外输出，国际大牌布局海外产能 .....	17
趋势二：中国纺织产业升级大势所趋，附加值提升具有广阔前景 .....	19
<b>成长分析：短期毛利率大幅修复，中长期切入景气新赛道，产能和效率稳步增长</b> .....	<b>20</b>
短期逻辑：产能利用率提升、原材料价格维稳、人民币贬值推动盈利能力大幅修复 .....	20
竞争优势：海内外一体化布局，产品附加值高，盈利能力领先 .....	24
中长期成长：产能扩张、效率提升，切入景气针织赛道 .....	26
<b>盈利预测</b> .....	<b>28</b>
假设前提 .....	28
未来 3 年业绩预测 .....	30
盈利预测情景分析 .....	31
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>32</b>
绝对估值：9.0~9.3 元 .....	32
相对估值：8.8~9.3 元 .....	32
投资建议 .....	33
<b>风险提示</b> .....	<b>34</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>36</b>
<b>免责声明</b> .....	<b>37</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构图 .....	7
图 2: 公司发展历程 (收入、业务结构、利润率) .....	9
图 3: 公司年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%) .....	10
图 4: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%) .....	10
图 5: 公司利润率变化情况 .....	11
图 6: 公司费用率变化情况 .....	11
图 7: 公司 ROE 和 ROA .....	11
图 8: 公司营运资金周转天数 (天) .....	11
图 9: 公司资产负债率 .....	12
图 10: 公司资本支出和经营活动现金流净额 (亿元) .....	12
图 11: 全球服装市场零售规模及增长 (亿美元) .....	13
图 12: 全球运动服零售规模及增长 (亿美元) .....	13
图 13: 中国大陆纺织品、成衣出口市占率 .....	13
图 14: 越南纺织品、成衣出口市占率 .....	13
图 15: 全球中高档色织面料厂商格局 (按产能测算) .....	14
图 16: 优衣库新供应商审批流程 .....	15
图 17: 考量因素与标准 .....	16
图 18: Adidas 制造商评分分布 .....	16
图 19: Adidas 满足 4C/5C 标准的 Tier1 核心制造商占比 .....	16
图 20: 优衣库劳动环境审核制度 .....	17
图 21: 2013~2015 年不达标的供应商持续增加 .....	17
图 22: 中越孟印在全球的成衣出口份额变化 .....	18
图 23: 中日韩色织面料 (>85%棉) 出口单价 (美元/Kg) .....	19
图 24: 中日韩针织面料 (棉类) 出口单价 (美元/Kg) .....	19
图 25: 申洲占耐克、优衣库服装采购的份额变化趋势 (估算值) .....	20
图 26: 公司前复权股价和未来 12 个月 PE .....	21
图 27: 分季度鲁泰毛利率和经营利润率 .....	22
图 28: 鲁泰面料和服装产能利用率 .....	22
图 29: 鲁泰面料海内、海外产能利用率情况 .....	23
图 30: 鲁泰衬衣海内、海外产能利用率情况 .....	23
图 31: 越南和中国纺织品月度出口同比增长 .....	23
图 32: 美元兑人民币 .....	23
图 33: 328 棉花价格和 Cotlook A 棉花价格 .....	24
图 34: 同行研发费用率对比 .....	25
图 35: 鲁泰功能性面料智慧生态园区 .....	25
图 36: 梭织面料单价对比 (元/米) .....	25
图 37: 成衣单价对比 (元/件) .....	25

图 38: 梭织面料毛利率对比 .....	26
图 39: 成衣毛利率对比 .....	26
图 40: 鲁泰的部分战略合作品牌 .....	26
图 41: 目前规划建设项目全部达产前后公司产能 .....	28
图 42: “3500 万+3000 万米” 面料预计收入和净利润 (亿元) .....	28
图 43: 犀牛智造&鲁泰纺织战略合作项目启动 .....	28
图 44: 鲁泰智慧工厂 .....	28
表 1: 公司主要产品介绍及规模介绍 .....	5
表 2: 公司主要业务销量、单价、毛利率和占比 .....	6
表 3: 公司主要高管和简介 .....	7
表 4: 行业内主要竞争对手业务介绍和收入规模 .....	14
表 5: 中国大陆、越南进口和出口纺织设备、纺织中间品、成衣的关系变化 .....	18
表 6: 部分国际大牌产能分布地区及迁移情况 .....	19
表 7: 公司主要原材料为棉花和纱线 .....	22
表 8: 公司产能分布情况 .....	24
表 9: 公司扩产项目计划汇总 .....	27
表 10: 公司盈利预测分业务假设条件 .....	30
表 11: 盈利预测与市场重要数据 .....	30
表 12: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	31
表 13: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	32
表 14: 资本成本假设 .....	32
表 15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	32
表 16: 可比公司估值 .....	33

## 公司概况：一体化高端色织面料龙头

### 业务分析：“纺纱-面料-成衣”一体化纺织集团，合作高端品牌

公司为全球中高端色织布龙头，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，拥有纺纱、漂染、织布、后整理至成衣制造的完整产业链，主导产品为衬衣用色织布面料和衬衣。疫情前公司产品 70%以上出口，市场覆盖日本，韩国，美国，英国，意大利等三十多个国家和地区，**中高档色织面料出口市场份额占全球市场的 18%以上，是世界最大的色织布生产基地。**且公司在中国、美国、意大利、日本、越南等 8 个国家，已设立了 17 家子公司与 40 多家生产工厂，实现了“国内总部+欧美日设计+东南亚生产”三点协同发展的国际化布局。

经过多年扩张，鲁泰纺织已拥有纱锭 70 万枚、线锭 10.2 万枚产能，年实际产色织面料 20000 万米、印染面料 9000 万米、衬衣 2030 万件。

1) **分业务**：2021 年公司拥有面料、衬衣实际产能分别为 29360 万米和 2030 万件，其中 17%的面料和 53%的成衣产能分布在海外。面料和成衣收入占比分别为 77%/17%，外销量分别为 20123 万米，1444 万件。2017-2021 年公司面料的收入占比从 72%增长至 77%，成衣的收入占比从 20%降低至 17%。2021 年面料与成衣的毛利率分别为 21.8%，22.5%，分别较疫情前下滑约 9/7 个百分点，主要是由于海外疫情持续影响梭织品类需求从而影响产能利用率。

2) **品牌客户**：公司主要品牌客户有优衣库，Burberry、Calvin Klein、HUGO BOSS、Armani、Gucci、OLYMP、UNIQLO、Calvin Klein、Tommy Hilfiger、利郎、海澜之家等。2019 年上半年整体前 5 大客户为 TAL (8.7%)，晨风（江苏）服装有限公司 (5.6%)，PVH（下属品牌包括 Calvin Klein、Tommy Hilfiger，5.0%），PT. METRO GARMIN (2.8%)，OLYMP (2.8%)。

表 1：公司主要产品介绍及规模介绍

	面料	衬衣
产品图		
收入 (2021 年)	40.3 亿元	8.8 亿元
外销单价	20 元/米	61.1 元/件
产能	29360 万米	2030 万件
-国内产能占比	83%	47%
-海外产能占比	17%	53%
产量	22272 万米	1445 万件
外销量	20123 万米	1444 万件
收入占比 (2021 年)	77.0%	16.80%
毛利率 (2021 年)	21.80%	22.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表2：公司主要业务销量、单价、毛利率和占比**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>面料（百万元）</b>	4497.7	4342.7	4624.9	4926.1	4909.8	3371.3	4033.3
-总销量（万米）	222.1	220.4	239.2	254.9	248.7	167.7	201.2
-外销单价（元/米）	20.3	19.7	19.3	19.3	19.7	20.1	20.0
毛利率（%）	29.5%	33.7%	31.4%	30.7%	30.5%	20.8%	21.8%
收入占比	72.9%	72.6%	72.2%	71.6%	72.2%	71.0%	77.0%
<b>衬衣（百万元）</b>	1169.2	1217.3	1281.9	1282.5	1290.3	867.4	882.3
-总销量（百万件）	18.4	18.4	19.6	18.9	18.4	18.1	14.4
-外销单价（元/件）	63.6	66.0	65.3	67.9	70.2	47.9	61.1
毛利率（%）	29.6%	31.5%	28.3%	29.1%	29.8%	24.0%	22.5%
收入占比	18.9%	20.4%	20.0%	18.6%	19.0%	18.3%	16.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 实控人为刘德铭和刘子斌父子，高管和董事拥有丰富行业经验

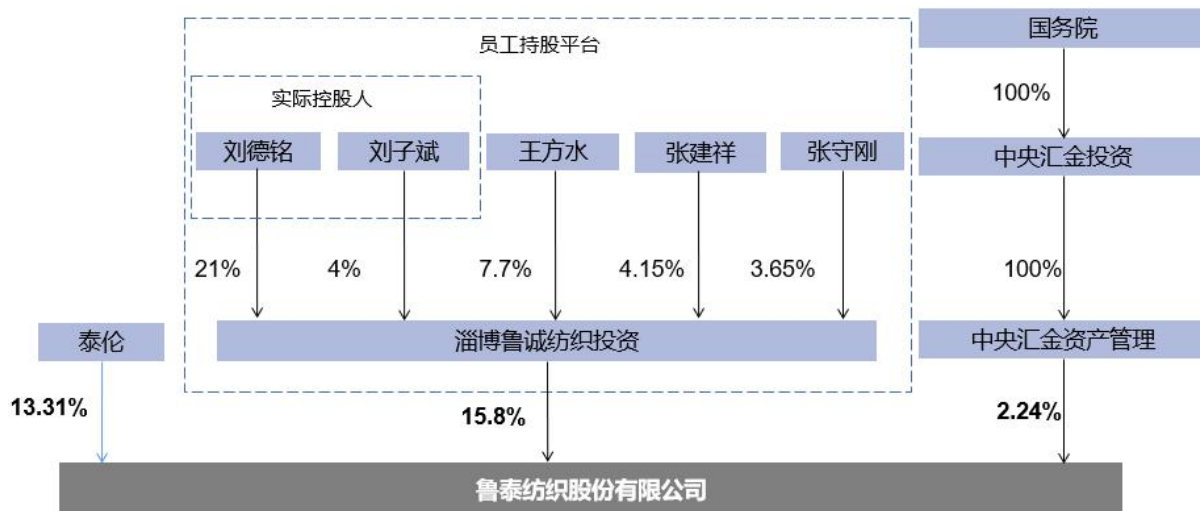
**公司主要股东与实控人履历：**公司的主要股东为淄博鲁诚纺织（15.8%）、泰伦有限公司（13.3%）、央汇金资产管理有限责任公司（2.24%）等。刘子斌和刘德铭是公司的实际控制人，为父子关系，分别直接和间接持有公司 0.65%、3.32% 的股份。

公司实控人之一刘子斌历任淄博鲁诚纺织有限公司总经理，董事长等，现任鲁泰纺织股份有限公司董事长，总经理。公司另一位实控人、董事长儿子刘德铭现任淄博鲁诚纺织投资有限公司董事长、总经理、鲁泰公司的总经理助理和市场部经理。两位实控人在纺织行业均拥有丰富的经营管理经验。

**高管具有丰富行业经验，持股绑定利益。**淄博鲁诚纺织是公司员工持股平台。例如，王方水为技术骨干出身，历任棉纺厂试验室管理员、生产部经理，1998 年至今任公司总工程师，通过鲁诚纺织间接持股 1.23%；张建祥历任公司生产部副经理、品质管理部经理、公司纺织服装工程研究院副院长，拥有非常丰富的产品生产、研究和开发经验，2013 年至今担任公司副总经理，通过鲁诚纺织间接持股 0.66%；张守刚历任公司工厂厂长、织造事业部经理、品质管理部经理，现任公司总经理助理、制衣事业部经理，通过鲁诚纺织间接持股 0.58%；张战旗历任公司染整工艺技术员、面料工厂厂长、品质管理部经理，现任公司副总经理，通过鲁诚纺织间接持股 0.26%。另有三名独立董事分别现任企业高管或著名高校教授。

公司高管团队大多从生产线出身，拥有多年的生产、品控、技术研发和经营管理经验。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表3：公司主要高管和简介

姓名	职务	年龄	简介	持股
刘德铭	董事、总经理 助理、市场部 经理	31	现任淄博鲁诚纺织投资有限公司董事长、总经理，为鲁泰公司实际控制人之一。	3.32%
刘子斌	董事长、总经 理	56	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，总经理，鲁丰织染有限公司董事长，新疆鲁泰丰收棉业有限责任公司董事长，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。	0.65%
张建祥	副总经理	53	历任滨州第二棉纺厂织布工段长，鲁泰纺织有限公司扩建办主任，鲁泰纺织股份有限公司织布工厂厂长，鲁泰纺织股份有限公司生产部副经理，鲁泰纺织股份有限公司品质管理部经理，鲁泰纺织股份有限公司面料整理工厂厂长，鲁泰纺织服装工程研究院副院长，执行院长，2013年至今任副总经理。	0.66%
王家宾	副总经理，生 产部经理	58	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，现任鲁泰公司副总经理，安全总监兼任生产部经理。	-
张战旗	副总经理	49	历任鲁泰纺织股份有限公司染整车间工艺技术员，技术监督部实验室管理员，面料整理工场副主任，主任，面料整理工厂厂长，品质管理部经理，总经理助理，鲁丰织染有限公司副总经理，现任鲁泰公司副总经理，鲁丰织染有限公司总经理。	0.26%
王方水	公司董事，总 工程师	-	历任淄博第二棉纺厂试验室管理员、淄博第七棉纺厂生产部经理、鲁泰纺织有限公司总工程师、鲁泰纺织股份有限公司总工程师，1998年至今，任公司董事、总工程师。兼任鲁丰织染董事，新疆鲁泰董事，鲁群纺织董事，鲁泰（缅甸）常务董事。	1.23%
张守刚	总经理助理， 制衣事业部经 理	51	任鲁泰公司织布厂计划员、工段长、车间副主任、工厂厂长、织造事业部经理、品质管理部经理，现任鲁泰纺织股份有限公司总经理助理兼制衣事业部经理。	0.58%
张洪梅	总会计师	51	历任鲁泰纺织有限公司财务部成本科科长，会计处主任，副总会计师，现任公司董事，总会计师。	-
张威	总经理助理	-	历任国泰君安证券股份有限公司，华夏基金管理有限公司研究员，现任鲁泰公司总经理助理兼战略规划部经理。	-
商成钢	制衣生产部经 理	48	历任办公室副主任，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，现任制衣生产部经理。	-
李文继	首席信息官， 信息部经理	-	历任济南毛纺织厂工程师，任山东财政学院教师，2005年至今任鲁泰纺织股份有限公司信息部经理，首席信息官。	-

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 发展史：34 年发展史，海内外产能稳步扩张，研发能力持续提升

（一）1987~2007 年：纺纱起家，快速布局上下游产能扩张。1987 年公司前身淄博第七棉纺厂开业成立，1988 年中泰合资公司——鲁泰纺织有限公司成立，1990 年鲁泰纺织有限公司正式开业，当年产品即出口至泰国。

2002 年公司 2 万锭 COM 纺、150 万件衬衣进入投产阶段，当年生产色织布 6049 万米，生产衬衣 428 万件；2003 年一期工程 11 万锭纺纱项目开工建设；

2005 年公司计划投资 5000 万米色织布和 500 万米衬衣生产线，并陆续于 2006~2008 年相继投产，色织布产能达到 11000 万米。

2006 年成立鲁泰集团；2007 年 22 万纱锭项目投产。

**（二）2008~2018 年：积极规划产能建设，逐步完成国际化全产业链布局。**2008 年在上一期产能完成投产后，公司定增募集资金，计划投向“15 万锭高档精梳纱”、“5 万锭高档股线”、“1000 万米高档大提花女装面料”，并技术改造新增 3000 万米面料，2011 年色织面料产能达到 15000 万米。

2011 年公司开始新建 4000 万米高档色织布，2013 年 10 月进度完成 70%，一期项目已于 2012 年下半年逐步投产，二期项目有所延缓。同时 2011 年公司计划建设 5000 万米高档匹染面料，2013 年总体工程进度完成 50%，二期尚未有投入计划。

2012 年投入新增 23 万纱锭和 3.5 万锭倍捻，并新增 2000 万米色织面料达 17000 万米。经过多年扩张，**2013 年，公司已拥有棉田 13 万亩，色织布产能 17400 万米，匹染布产能 6000 万米。**

2013 年鲁泰集团在米兰开设办事处，加强产品研发设计能力。2014 年，在美国成立分公司，主要从事市场调研，新产品推广和客户关系维护，完善国际营销渠道。

**为规避潜在贸易壁垒的影响，公司陆续在柬埔寨、缅甸、越南布局产能，其中越南部分产能规划受到市场需求疲软、疫情影响而暂缓**

**2014 年在柬埔寨、缅甸成立制衣公司**，1) 柬埔寨公司计划建设两期 600 万件衬衣产能，每期 300 万件，一期项目于 2014 年 8 月进入试生产阶段，二期项目于 2016 年下半年投产；2) 缅甸公司规划 300 万件衬衣，2016 年 4 月产能达到 100 万件/年，2016 年下半年产能逐步投产完成。

**2015 年成立鲁泰（越南）纺织公司**，计划建设 6 万锭纺纱及年产 3000 万米色织布生产线项目，并投资设立越南制衣工厂项目“鲁安成衣有限公司”，拟设计年产衬衣 900 万件，逐步实现在越南的纺织垂直一体化产业布局。

1) 6 万锭纺纱：1 期 3 万锭纺纱项目于 2016 年投产，2 期尚未投入；2) 3000 万米色织布：分 3 期进行，1 期 1000 万米产能于 2016 年 8 月投产，2~3 期仍未投产。3) 600 万件衬衣：分 3 期，1 期/2 期分别于 2016 年 8 月和 2018 年 11 月投产，3 期厂房已建好，受到越南疫情影响设备安装有所延迟，预计 2022 年陆续投产。

**（三）2019 年~至今：强化新材料研发能力，并往智能化、精细化管理道路前进。**经过多年扩张，鲁泰纺织已拥有纱锭 70 万枚、线锭 10.2 万枚产能，计划年产色织面料 20000 万米、印染面料 9000 万米、衬衣 2030 万件能力。

2019 年公司功能性面料智慧生态园区项目启动，合计 3500 万米功能面料，计划一期主要生产功能性休闲服装面料，产品可用于高端户外用品，目前已与多家高端品牌建立了战略合作，有望打破美国戈尔公司在戈尔特斯类面料方面的垄断；第二期主要生产功能性针织运动面料；第三期主要生产功能性专业职装面料。2020 年成立鲁联新材料有限公司，主营服装面料的设计、研发、生产。

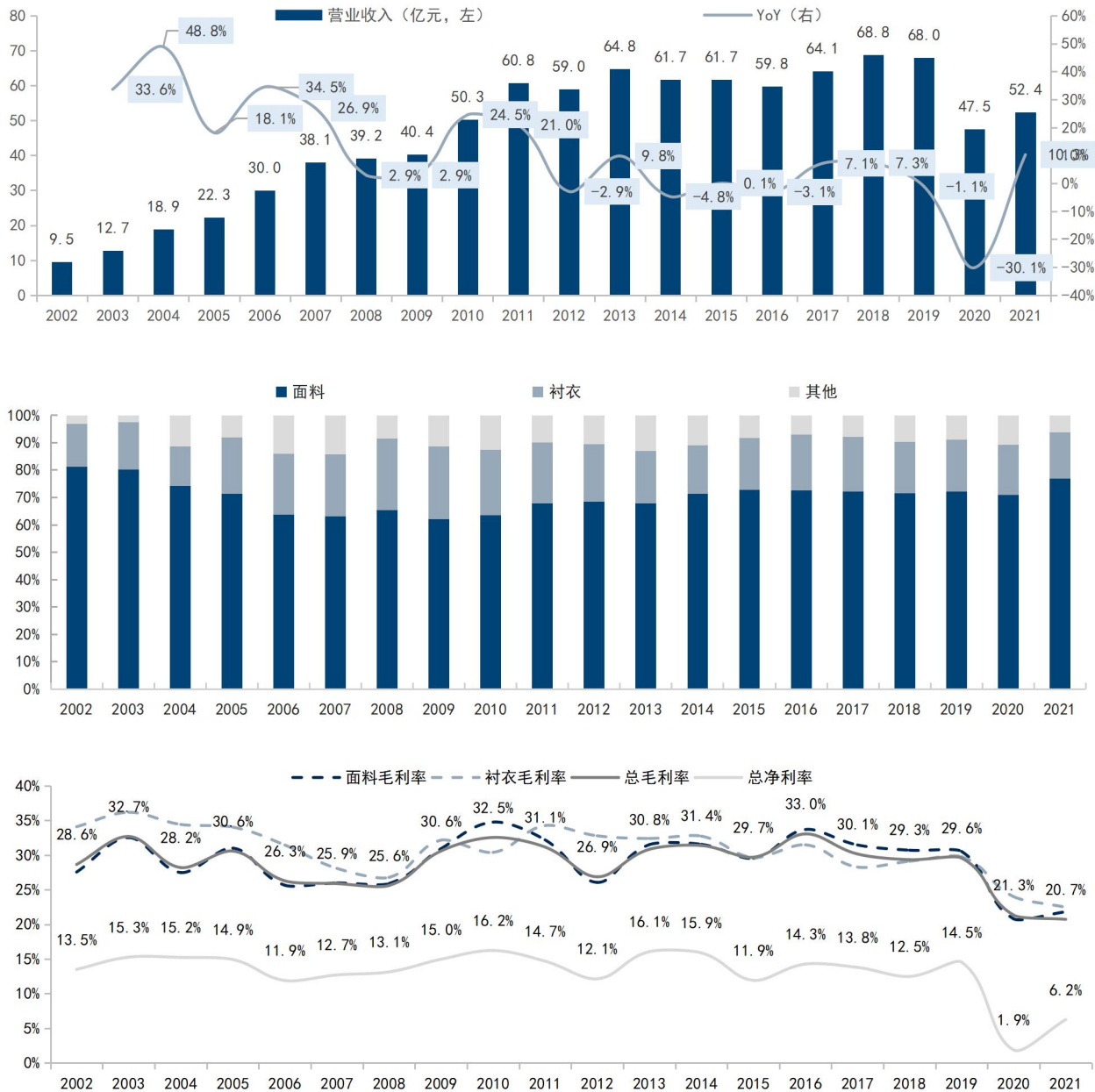
2021 年，与阿里巴巴犀牛智造达成战略合作，有望推动工厂数字化转型升级、提升生产效率和成本管控水平。

2020~2021 上半年受到海内外疫情冲击、人民币升值和原材料涨价影响，公司收入和毛利率出现较大幅度下滑，2021 年下半年随着订单恢复，盈利逐季改善。



图2: 公司发展历程 (收入、业务结构、利润率)

时间	1990~2010	2011~2014	2015~2018	2019年之后
纺织行业	承接转移, 蓬勃发展	震荡调整	向东南亚转移	贸易战; 往高附加值升级
鲁泰	高速扩张期	稳步扩张, 完成国际一体化产业布局		加强研发实力、智能化升级



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 财务分析: 毛利率较高, 财务指标健康, 疫后快速恢复

收入经历十年快速扩张后进入震荡调整期, 疫情后逐季恢复

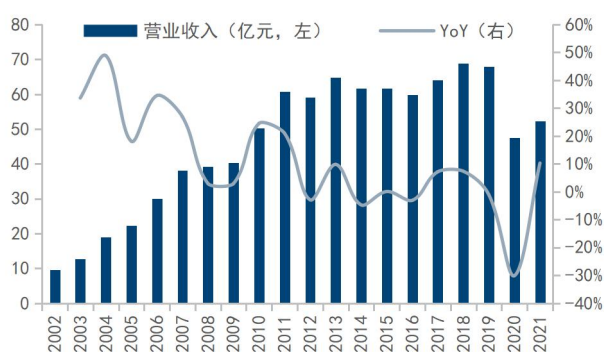
2002~2011 年是公司规模的高速成长期,得益于产能持续扩张,收入复合增速 23%,2011 年收入达到 60.8 亿元。

2011~2016 年公司虽有产能扩张计划,但一方面由于国内纺织行业整体处于震荡调整期,另一方面色织面料、衬衣的需求整体疲软,部分产能建设项目未能如期落地,公司收入基本维持在 60 亿元左右。

2016~2018 年,随着 3000 万面料产能落地、行业需求回暖带动产能利用率和产销率提升,公司收入连续两年实现 7% 的增长。

2019 年受到中美贸易战影响,公司订单受到小幅影响;2020~2021 年上半年受到海内外疫情的先后冲击,公司收入出现较大幅度下滑,2021 年下半年随着海外疫情放开,产能利用率逐季恢复,2022Q1 实现收入增长 59%。

图3: 公司年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

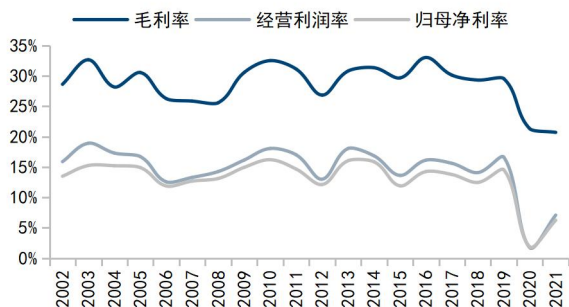


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 疫情前毛利率和研发费用较高, 财务指标健康, 疫后快速恢复

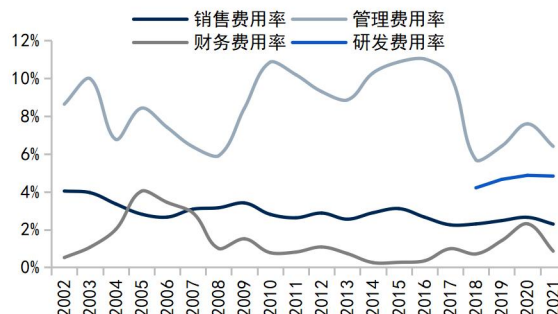
疫情前 30%左右的毛利率、近 5%的研发费用率反映较强的竞争优势, 疫后快速恢复。公司主要生产的产品为中高端衬衫面料和衬衫, 公司注重研发和设计, 对产品品质有很高要求, 每年研发投入接近 5%的水平。早年凭借优异的研发实力与国际奢侈品牌、头部大牌形成长期战略合作关系、收获稳定较好的盈利水平, 除受到原材料、汇率大幅波动影响的年份, 疫情前公司毛利率总体稳定在 30%左右, 在同行处于高水平, 反映较强的竞争优势。2020~2021 年受到海外疫情影响产能利用率、人民币升值、原材料涨价影响, 毛利率下滑至 20%左右, 2021Q3~2022Q1, 随着负面影响逐渐减少, 毛利率逐季改善至 24%。

图5: 公司利润率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况

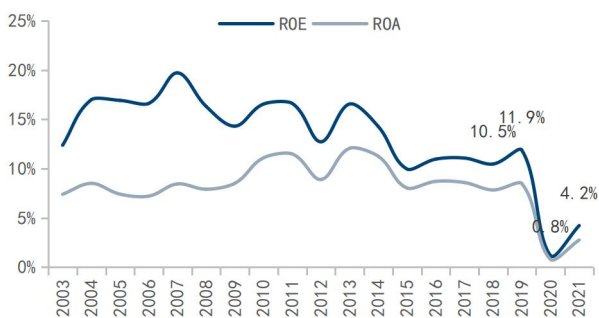


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理; 备注: 2018年前研发费用计入管理费用, 因此2018年管理费用率较高。

**盈利和营运周转能力较好。**1) 从净资产收益率看, 疫情前2015~2019年ROE在11%左右, 盈利周转能力较好, 2020~2021年ROE大幅下滑主要受到净利率下滑所拖累, 随着疫情后产能利用率恢复, 2022年Q1年化ROE回升至7.9%。2) 从营运资金周转天数看, 包含一部分原材料备货(2021年原材料占存货金额37%), 疫情前存货周转在160天左右, 随着订单和需求的恢复, 2021年末下降至188天, 2022年Q1继续下降至179天; 应收账款天数疫情前保持20天左右, 表明订单回款速度健康、相对下游议价能力较好, 疫情期间上升至40天, 仍处于健康范围, 2022Q1小幅回落至37天。

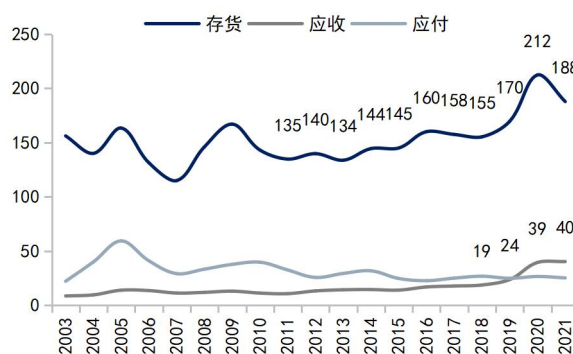
**前几年扩张步伐放缓, 资产负债率保持健康水平。**2010年后, 随着公司利润逐步提升, 同时受制于行业整体需求、公司投资扩张步伐有所减缓, 公司现金流较为充裕, 资产负债率总体维持在20~30%的健康水平, 近两年小幅上升至36%。

图7: 公司ROE和ROA



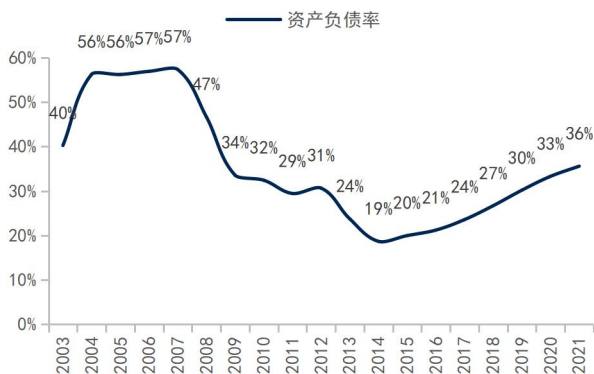
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司营运资金周转天数(天)



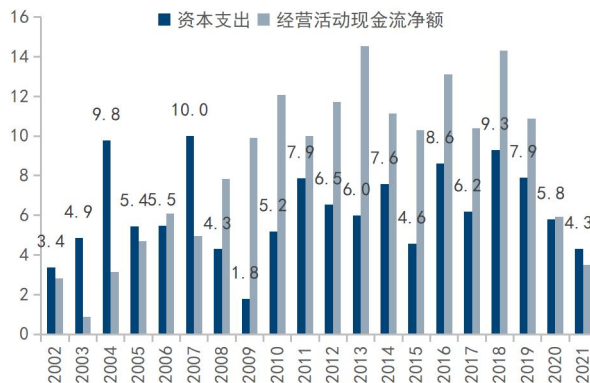
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司资本支出和经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 行业：中国纺织出口地位领先，产业升级和迁移是大势所趋

### 全球纺织面料出厂万亿规模，中国出口地位领先，东南亚迅速崛起

全球服装零售额增长缓慢，运动服较为景气。2021 年全球服装零售市场 13687 亿美元（约 9.5 万亿人民币），过去几年增长缓慢，其中运动服零售规模 3638 亿美元，CAGR 5.2%。

全球成衣/纺织面料出厂规模约为 3.2/1.5 万亿人民币。根据全球服装零售规模，若假设零售价与出厂价比例为 3 倍测算，2021 年全球代工服装出厂市场规模约为 3.2 万亿人民币，假设面料占成衣采购成本的 60%、成衣工厂平均 20% 的毛利率测算，全球生产面料出厂规模约为 1.5 万亿人民币，市场规模非常庞大。

中国纺织服装出口地位绝对领先，近年成衣等偏终端产业快速向东南亚转移。18 世纪末第一次工业革命爆发，纺织工业起源于英国，在随后 100 多年里，纺织业共经历五轮大迁移。1990 年开始，中国成为“世界工厂”，由于劳动力成本低、原料充足，纺织业发展迅速，21 世纪加入 WTO 与配额取消加速中国纺织业发展。

从全球出口市占率看，中国大陆纺织中间品/成衣出口地位在 2015 年前后达到最高峰，分别为 37.8%/39.5%，随后在以越南、柬埔寨为代表的东南亚新兴国家快速承接部分纺织产业后，中国成衣、纺织中间品出口份额依次出现下滑，但即便如此中国纺织制造仍然在全球保持绝对领先地位，直到 2019 年仍然占全球出口份额的 35% 左右。同时越南凭借低廉的劳动力成本，纺织服装制造出口地位迅速攀升，2019 年纺织中间品/成衣出口份额分别达到 2.8%/6.5%。

图11：全球服装市场零售规模及增长（亿美元）



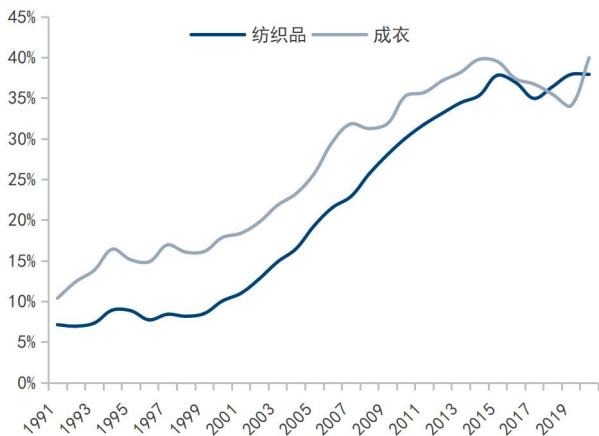
资料来源：前瞻经济学人、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：全球运动服零售规模及增长（亿美元）



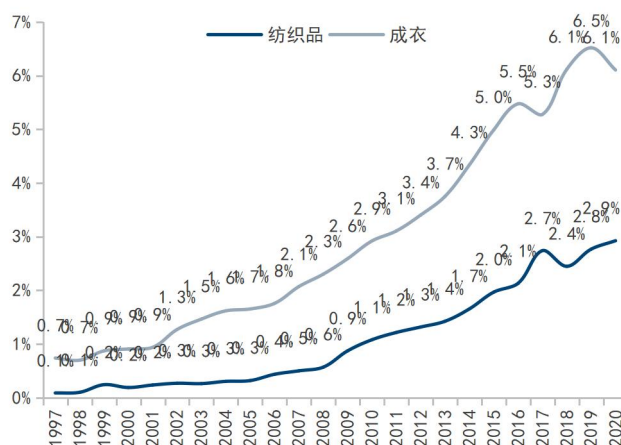
资料来源：前瞻经济学人、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：中国大陆纺织品、成衣出口市占率



资料来源：WTO，国信证券经济研究所整理

图14：越南纺织品、成衣出口市占率



资料来源：WTO，国信证券经济研究所整理

## 竞争格局：全球服装面料规模庞大、格局高度分散，鲁泰是全球色织面料龙头

全球服装和面料出厂规模庞大、格局高度分散。全球纺织面料和成衣出厂规模约为1.5/3.2万亿人民币，市场规模非常庞大，而服装、面料种类繁多的特性也导致代工厂商生产格局高度分散，其中鲁泰年产面料为2.93亿米，面料总产值在全球市场份额仅为0.4%，成衣总产值在全球市场份额仅为0.03%。

从规模较大的竞争对手看，申洲国际（针织面料日产约800吨，全部内销给成衣）、盛泰集团（年产1.5万吨针织面料、6000万米梭织面料）、联发股份（年产色织布6000万米，染色产能1.1万吨）、天虹纺织（年产梭织面料1.9亿米、针织面料1.9万吨）、溢达集团（未上市，疫情前年销售额80亿元人民币以上）。

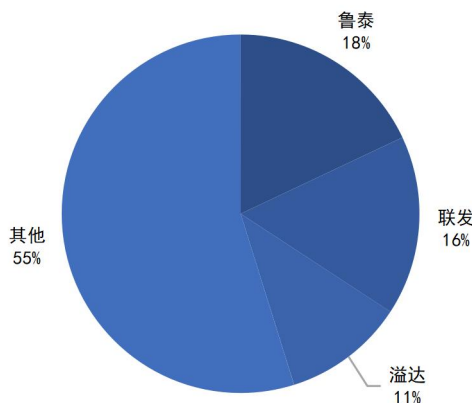
表4：行业内主要竞争对手业务介绍和收入规模

公司	业务简介	2020 年收入	2021 年收入
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。年产色织面料 20000 万米、印染面料 9000 万米、衬衣 2000 万件产能。面料/衬衣/其他的外销收入分别约占 70%/20%/10%。	47.5 亿元	52.3 亿元
申洲国际	产品涵盖了面料（内销）和针织服装，包括运动服、休闲服、内衣等。面料日产能 800 吨（内销），年产约 4.4 亿件针织成衣（外销）。外销收入全部来自成衣。	230.6 亿元	238.5 亿元
盛泰集团	公司主营业务纺纱、梭织面料、针织面料、针织成衣、梭织成衣。年产约 7000 吨纱线、1.5 万吨针织面料、6000 万米梭织面料、3000 万件针织成衣、3000 万件梭织成衣。针织和梭织成衣占销售收入的 70%左右。	47.0 亿元	51.6 亿元
联发股份	公司是一家集纺纱、染色、织造、整理、制衣于一体的大型纺织集团。公司有产能染色 11000 吨，色织布 6000 万米，色织布后整理能力 6000 万米，衬衫 500 万件。疫情前，棉纱/色织布/印染布/衬衣/其他收入占比约为 10%/42%/18%/10%/20%	38.7 亿元	39.0 亿元
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。其中，梭织面料在庆业庆茂团队培养下逐步具备较强的竞争力，2021 年毛利率为 23%。	195.8 亿元	265.2 亿元
溢达集团	2021 年各产品收入：纱线（204 亿元）、梭织面料（35 亿元）、针织面料（11 亿元）、服装（8 亿元）。1978 年创立，是一家纵向一体化棉纺服装集团。业务范围涵盖棉花种植、纺纱、织布、染整、制衣、辅料、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及出口商。	80-90 亿元	80-90 亿元

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

其中，鲁泰是全球中高档衬衫用色织面料龙头企业，占 18% 的市场份额。全球中高端衬衫用色织面料产能约 8 亿米左右，行业集中度较高。鲁泰是全球色织面料龙头企业（合计 2 亿米色织布生产能力），中高档色织面料产能约占全球 18% 的产能。行业内同样做色织布规模较大的厂商联发股份合计拥有 1.8 亿米色织布生产能力，中高档色织面料约占全球 16% 的产能（测算值，仅供参考），广东溢达拥有接近 9000 万米的高档色织面料，占全球 11% 的产能。

图 15：全球中高档色织面料厂商格局（按产能测算）



资料来源：各公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理和测算

## 行业壁垒：品牌层层考核严格，龙头制造商壁垒深厚

国际品牌企业对制造商采取严格甄选和考核。品牌企业在选择合作的制造商时很谨慎，考量的因素众多，制造商需同时满足客户对开发设计实力、快速响应能力、批量生产能力、产品质量性能及准时交付能力等全方位要求。

除此之外，以 Adidas 为例，品牌公司还定期对工厂进行考察和评分，主要指标为环境方面的 E-KPI 和合规方面的 C-KPI，此评分将成为品牌公司订单分配的参照之一。以优衣库为例，品牌公司将多种生产合规问题和人权问题分级为零容忍

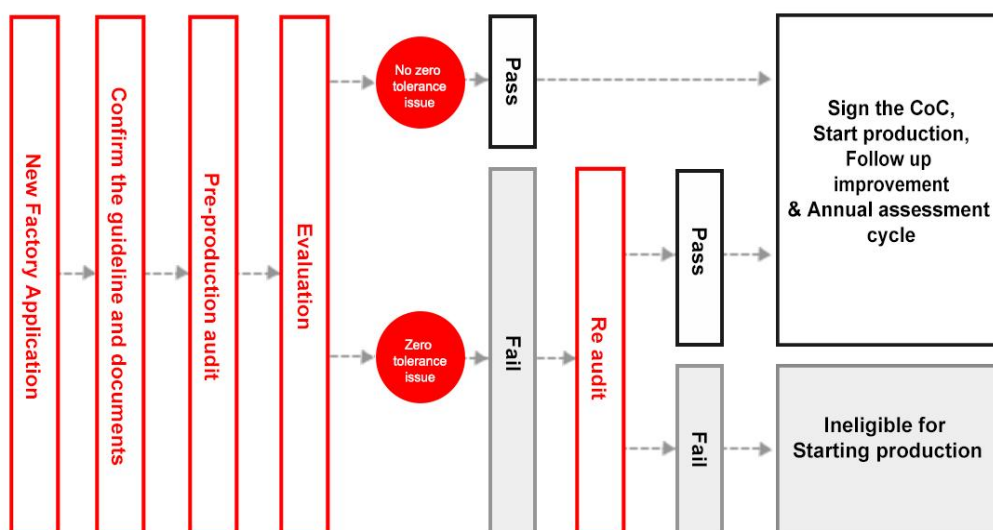
问题、重大严重问题等，要求工厂每年对相关问题进行自我评估并接受第三方评估，根据评估结果决定后续监测流程和是否继续合作。

具体来看，服装供应商行业主要壁垒包括：

1) 品牌公司对准制造商考核严格，新进入者难以切入龙头品牌供应链。品牌公司在选择新的制造商时，一般会进行 1 年左右的考察和验厂，重点考察合作制造商的开发能力、生产能力、质量管理、交货期、劳工保护、环保与社会责任等情况。

以优衣库为例，品牌公司对供应商工厂进行严格的生产前审核并进行评估，发现存在零容忍问题且整改后未能通过品牌公司二次审核的工厂将不能进入优衣库品牌供应链；同时品牌公司于 2004 年制定《生产合作伙伴行为准则》，要求所有合作供应商签署，并要求供应商将这一准则级联到生产上游，以涵盖整个供应链流程直至原材料水平；此外品牌公司对于供应商的分包生产也有严格规定，分包行为和分包商的选择必须获得品牌公司的批准，并定期接受品牌公司的审核。

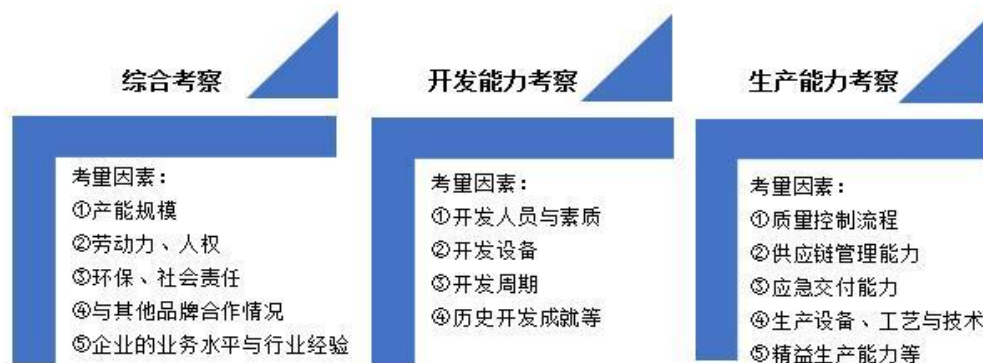
图 16: 优衣库新供应商审批流程



资料来源：迅销集团官网，国信证券经济研究所整理

对于供应商而言，丰富的行业经验、良好的市场口碑与卓越的开发设计能力是代工企业取得客户信任的关键因素。拥有丰富行业经验的企业能够迅速响应市场最新变化，提升从产品开发到产品上市的运营效率，这些能力均是品牌运营商选择合作制造商时重要的考量因素，因此代工制造企业只有依靠长期的成功经验积累才能获得品牌客户的信任，新进入者没有成功经验积累在短时间内难以获取这类优质客户资源。

图17: 考量因素与标准



资料来源: 华利集团招股说明书, 国信证券经济研究所整理

## 2) 核心制造商占据多数订单, 供应商需经过长期考核才能进入核心圈

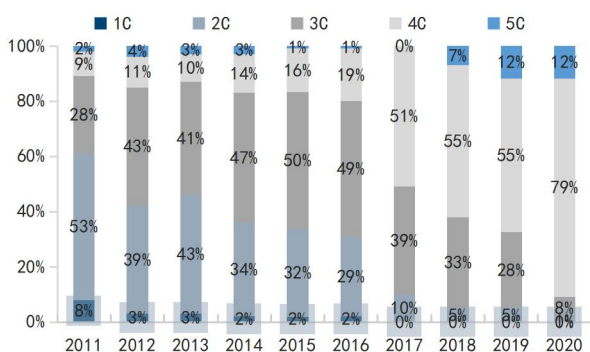
在成为合格制造商后, 初期一般只能获取少量订单, 品牌运营企业对合作的制造商的生产技术水平和产品质量控制标准实行严格管控, 比如在生产过程中派驻检验人员驻厂对生产流程全过程进行监控。品牌运营企业定期对制造商就开发设计能力交付能力、产品品质等方面进行评审考核并划分为不同的等级, 客户根据综合评审结果考虑是否加大订单量, 经过长时间的合作考察、互相磨合、逐渐熟悉后, 才可能成为客户的核心制造商, 逐步深度参与品牌客户的重要产品开发。

因此, 为保证产品质量可靠以及降低经营成本, 国际大牌往往倾向于与大型的制造商合作, 并形成长期稳定的合作关系, 从而对新进入者形成客户资源壁垒。

## 3) 为保证供应链健康, 龙头品牌公司将定期不合格的制造商进行评级和淘汰

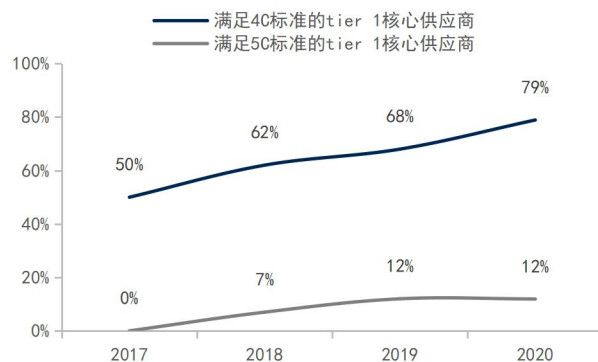
以 Adidas 为例, 近年的工厂抽查数量大幅上升, 2020 年疫情期间开展线上工厂访问, 未来工厂访问数将会持续增加。对于有合规、环保方面问题的厂家, 会发出警告信, 警告无效后将会终止合作。2007-2020 年 Adidas 发出的警告信数量平均在 45 家/年, 终止合作的工厂平均为 6 家/年。近年 Adidas 达到 4C 及以上标准的制造商比例显著增加 (2020 年已达 89%), 而新晋制造商的评分往往在较低水平, 行业壁垒持续增加。

图18: Adidas 制造商评分分布



资料来源: 葡萄牙制鞋协会, 国信证券经济研究所整理

图19: Adidas 满足 4C/5C 标准的 Tier1 核心制造商占比



资料来源: 中国制鞋工业信息中心, 国信证券经济研究所整理

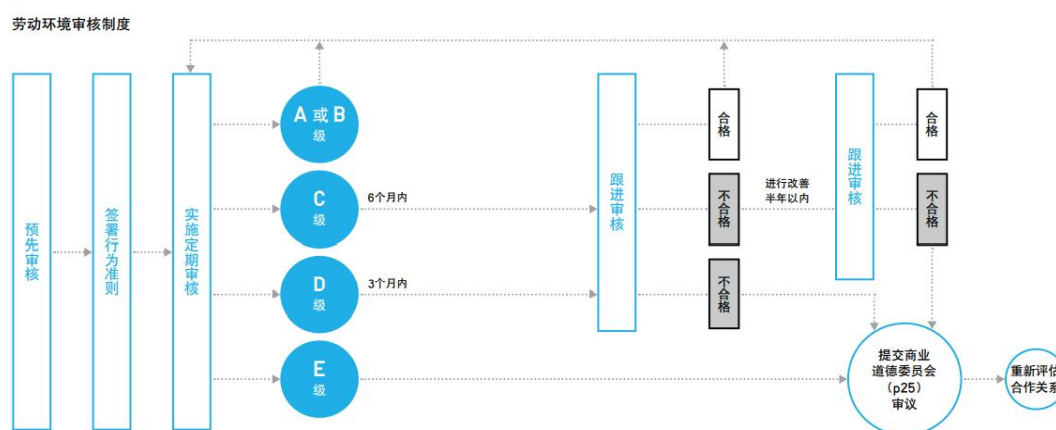
以优衣库为例, 品牌公司通过工作场所监控来监控工厂的合规状况, 要求供应商



定期进行自我评估并接受第三方机构的验证，第三方机构会通过访问工厂、采访工人代表和管理层、进行现场检查等方式核查供应商自我评估结果，对发现严重问题的公司责令整改并接受后续审查，对发现零容忍问题或再次发现严重问题的工厂上报品牌公司相关部门，考虑终止或修改与其合作关系。

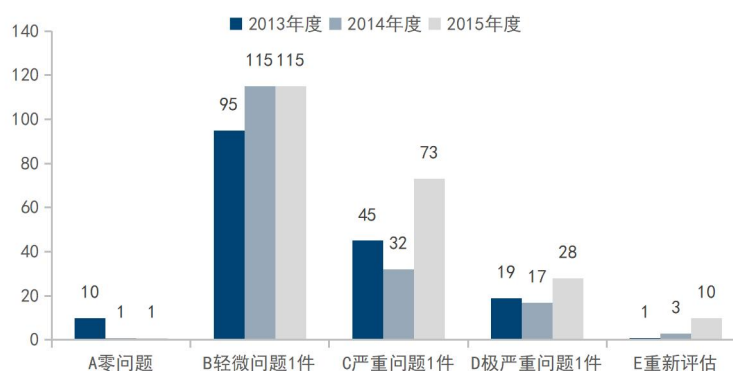
从迅销集团早年披露数据看，2015 年度为例，优衣库审核 227 家代工厂，其中 E 级的有 10 家，占比 4.4%，这类代工厂在经过品牌重新评估后若未见改善将被淘汰。2013~2015 年优衣库年度劳动环境审核评级为 E 级的代工厂占比从 0.6% 上升到 4.4%，优衣库对于代工厂的审核呈现更加严格的趋势。

图 20: 优衣库劳动环境审核制度



资料来源：迅销集团官网，国信证券经济研究所整理

图 21: 2013~2015 年不达标的供应商持续增加



资料来源：迅销集团官网，国信证券经济研究所整理

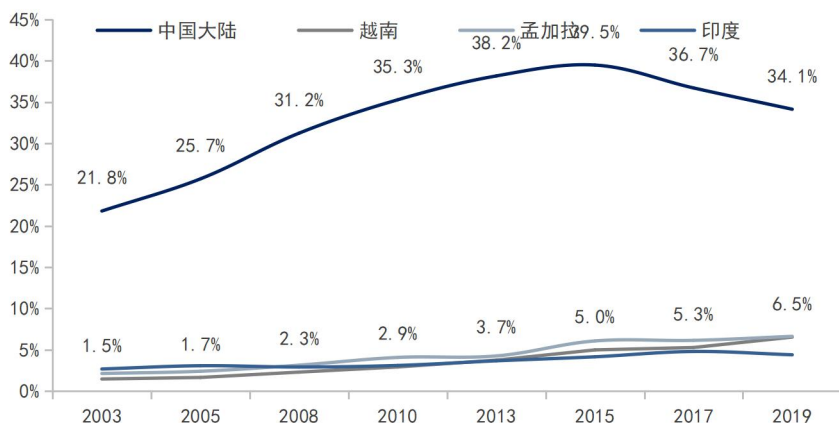
### 趋势一：人才、技术、资本向外输出，国际大牌布局海外产能

随着中国头部纺企在国际品牌份额提升，顺应品牌全球市场供应需求，中国企业开启了海外扩产的进程。东南亚等地区一方面拥有相对低的劳动力成本优势以及关税优惠，另一方面缺乏相应成熟的人才、技术、产业配套与资本积累，中国头部企业以国内产业基地为核心，向外复制输出，很好的结合了海外与国内产业两

方面的优势，获得更大的成长空间。

**产业链迁移关系：终端环节向东南亚迁移，中间环节和设备对外输出。终端加工环节由中国向东南亚迁移。**自 2010 年开始，随着中国劳动力成本上升，成衣等终端加工环节逐步向东南亚转移，2019 年中国成衣出口份额 34.1%，连续 6 年下降。越南、孟加拉、印度三国成衣出口份额在 2010~2019 年合计上升 7.5%p. p. 至 17.6%。同时据 uncomtrade 统计，2019 年越南占中国成衣进口金额比重为 18.3%，为列第一，孟加拉和柬埔寨分别位列第四和第五。

图 22: 中越孟印在全球的成衣出口份额变化



资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理

**东南亚从中国进口中间品和纺织设备用于终端加工。**但在这个过程中，中国仍主要掌握着纺织业中间环节的生产，并且持续向东南亚地区出口。据 uncomtrade 统计，2019 年越南是中国纺织设备/纺织中间品出口的第一大/第二大国家，占比分别为 15%/10%，印度是中国纺织设备出口的第二大国家，占比 12%，孟加拉是中国纺织设备/纺织中间品出口的第五大/第三大国家，占比分别为 5.2%/5.4%，这个结果与 2005 年相比变化较大。与此同时，以越南为例，2019 年越南的纺织设备/纺织中间品进口额来自中国的比重分别高达 57%/52%，而 2005 年的时候主要从中国台湾进口。数据表明越南的终端加工产业高度依赖中国输出的设备和中间品。

表 5: 中国大陆、越南进口和出口纺织设备、纺织中间品、成衣的关系变化

中国大陆向全球出口纺织设备前五大国家/地区						中国大陆向全球出口纺织品前五大国家/地区					
2005 年	中国香港	印度	日本	美国	巴基斯坦	2005 年	中国香港	美国	日本	韩国	阿联酋
占比	11.2%	1.6%	8.9%	8.8%	6.7%	占比	19.5%	12.0%	6.8%	4.0%	3.1%
2019 年	越南	印度	日本	美国	孟加拉	2019 年	美国	越南	孟加拉	日本	中国香港
占比	15.1%	12.2%	5.7%	5.3%	5.2%	占比	10.3%	10.2%	5.4%	3.7%	3.6%
越南从全球进口纺织设备前五大国家/地区						越南从全球进口纺织品前五大国家/地区					
2005 年	中国台湾	韩国	中国	日本	德国	2005 年	中国台湾	中国	韩国	中国香港	日本
占比	28.3%	17.7%	13.2%	11.5%	9.7%	占比	24.1%	23.4%	22.0%	9.6%	9.1%
2019 年	中国	日本	中国台湾	德国	韩国	2019 年	中国	韩国	中国台湾	日本	泰国
占比	51.6%	12.7%	8.1%	6.8%	6.2%	占比	57.3%	14.2%	11.8%	6.2%	2.4%
中国大陆从全球进口成衣前五大国家/地区											
2005 年	中国香港	日本	意大利	中国澳门	韩国						
占比	42.1%	9.8%	8.1%	7.9%	7.2%						
2019 年	越南	意大利	其他地区	孟加拉	柬埔寨						
占比	18.3%	17.9%	9.3%	6.6%	4.8%						

资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理

**国际大牌供应链迁移：**过去 10 年快速从中国向东南亚迁移。从耐克鞋类产量分布变化看，过去 25 年越南占比从 2%提升到 50%，中国从 2000 年占 43%下降到占 22%；从耐克服装产量分布变化看，过去 4 年越南占比从 15%提升到 28%，中国占比从 26%下降到 23%。从阿迪达斯情况看，目前 98%的鞋类和 91%的服装产量均来自亚洲，其中在越南生产的鞋子占比从 2010 年的 31%提升到 43%，在中国生产的鞋子占比则从 39%下降到 16%，在越南生产的服装占比从 2013 年的 10%提升到 19%，中国从 2010 年的 36%下降到 19%；PUMA 也类似。由此可见，过去 10 年间，国际大牌鞋服供应链有从中国向越南迁移的趋势。

表 6: 部分国际大牌产能分布地区及迁移情况

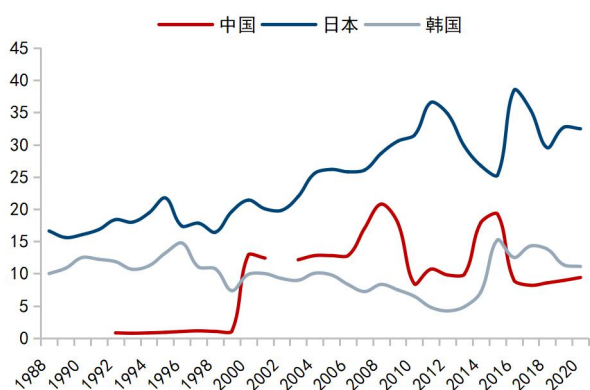
品牌	鞋服产能分布地区和产量分布比例变化
Nike	1、鞋类：12 个国家，中国和东南亚；其中，越南过去 25 年从占 2%提升到占 50%，中国从 2000 年的 43%下降到占 22%； 2、服装：38 个国家，中国和东南亚。其中，越南过去 4 年从占 15%提升到占 28%，中国过去 4 年从占 26%下降到占 23%。
Adidas	1、鞋类：中国和东南亚，亚洲共 98%；越南从 2010 年占 31%提升到 43%，中国从 2010 年占 39%下降到占 16%； 2、服装：中国和东南亚，亚洲共 91%。越南从 2013 年占 10%提升到占 19%，中国从 2010 年占 36%下降到 19%；
PUMA	鞋服共在亚洲 95%，其中越南从 2010 年占 21%上升到占 33%，中国从 2010 年占 39%下降到占 25%。
UA	1、鞋类：越南、中国、印尼； 2、服装：约旦、中国、越南、马来西亚。

资料来源：耐克官网，阿迪达斯官网，PUMA 官网，UA 官网，国信证券经济研究所整理

## 趋势二：中国纺织产业升级大势所趋，附加值提升具有广阔前景

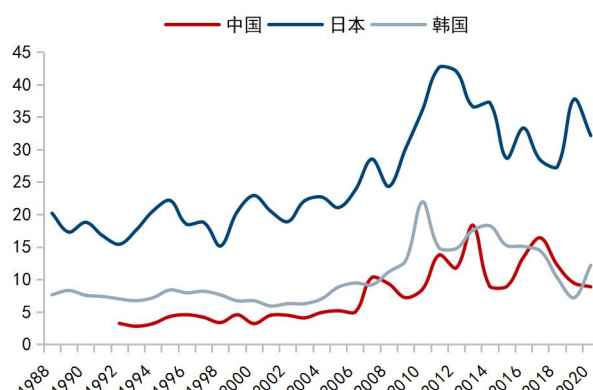
出口单价看，过往 30 年中国纺织品价值总体提升，但距离日本差距仍然较大。借鉴日韩纺织业过往 50 年的发展史，我们认为在低附加值、劳动密集型产业往东南亚迁移的大趋势下，中国纺织产业向高附加值、高研发实力升级也是大势所趋。从比较宏观层面看，虽然不同年份销售价格会受到全球大宗商品价格影响，但总体上中国、日本、韩国色织面料（>85%棉）和针织面料（棉类）出口销售单价持续提升，中国两款面料产品出口价格已经与韩国接近，但距离日本仍有明显差距，例如，2020 年，中国/日本色织面料（>85%棉）出口单价分别为 9.4/32.5 美元每公斤，针织面料（棉类）分别为 8.9/32.1 美元每公斤。

图 23: 中日韩色织面料（>85%棉）出口单价（美元/Kg）



资料来源：uncomtrade，国信证券经济研究所整理

图 24: 中日韩针织面料（棉类）出口单价（美元/Kg）



资料来源：uncomtrade，国信证券经济研究所整理

### 他山之石案例：龙头申洲国际持续研发高端针织面料，实现国际大牌深度绑定

纺织业尤其是成衣端属于劳动密集型产业，面对成熟的产业链配套和持续高涨的人力成本与环境制约，不少优质龙头企业主动寻求转型升级，积极投入差异化产

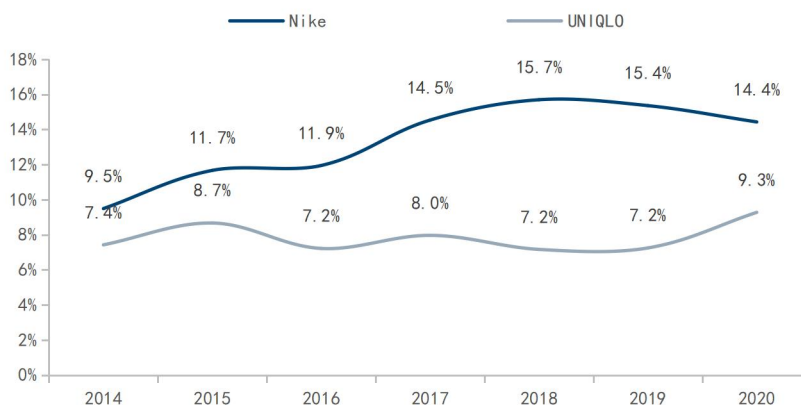
品和生产工艺的研发。面料和制衣龙头申洲国际具备脱颖而出的功能面料开发能力，从而形成与头部国际品牌的深度合作关系，获得可观的收益和成长。

1) **申洲成功为耐克开发量产 Flyknit 鞋面，获得大客户青睐。**2011 年，当中国台湾制鞋龙头放弃耐克 Flyknit 鞋面订单的时候，申洲迅速把握时机接过订单，从 12 年起陆续投入 2000 多台设备，累计投入超 7 亿元用于生产 Flyknit 鞋面，突破性实现鞋面开发和规模量产。Flyknit 被称作运动鞋历史性技术升级，凭借这项技术耐克引领了运动鞋行业轻量化的革命，至今耐克 Flyknit 鞋面产品相比同类其他产品仍保持溢价。卓越的鞋面料开发能力令申洲获得耐克优先供应权，以及获得更强议价能力。12~16 年 Flyknit 鞋面订单在申洲收入占比从 2% 提升到 6%，Flyknit 较高的毛利率为申洲带来利润贡献的同时，进一步帮申洲获得品牌的认可，加深了与品牌的研发合作，带动公司的高研发附加值面料产品比例提升。

2) **为优衣库开发 Airism 功能性面料。**申洲为优衣库开发的 Airism 面料，面料中的聚酯纤维能实现吸汗速干功能，接触肌肤时又伴随着舒适凉感。由于面料功能优越性，Airism 一经推出市场便受到消费者热烈追捧。

持续研发为市场推出高端面料商品，并实现大客户紧密合作。除此以外，申洲还和国际大牌共同开发过 Dri-fit、Tech Fleece、TechKnit 等面料，其中相当一部分申请了专利。正是由于持续的研发投入，申洲具备优异的面料开发能力，为市场持续推出高端面料商品，为纺织产业升级作出贡献。同时，高端的面料也持续帮助品牌客户提升产品力，实现与大客户的紧密合作。2020 年申洲占耐克/优衣库服装的采购份额分别约为 17.5%/11%。我们用品牌的服装营业成本作为分母计算申洲在它们中的份额变化趋势，结果显示，申洲在耐克/优衣库服装的采购份额过去 6 年分别提升了 4.9/1.9p.p.。

图 25: 申洲占耐克、优衣库服装采购的份额变化趋势 (估算值)



资料来源：申洲国际公司公告，国信证券经济研究所整理

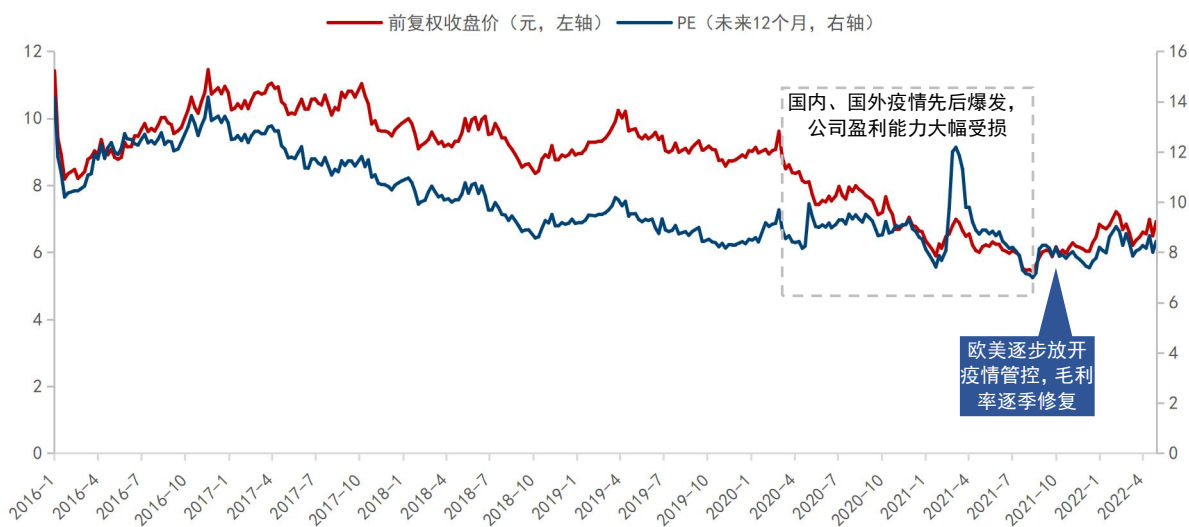
## 成长分析：短期毛利率大幅修复，中长期切入景气新赛道，产能和效率稳步增长

**短期逻辑：产能利用率提升、原材料价格维稳、人民币贬值推动盈利能力大幅修复**

**（一）复盘：2020~2021 年业绩受疫情影响需求、越南停工、原材料涨价、人民币升值影响**

从公司股价走势看，2016~2019 年相对平稳，2020 年 4 月开始出现下跌，2021 年 8 月到达拐点，随后开始逐步上升。股价走势基本与业绩预期相关，受到海外疫情、人民币升值因素，公司净利润在 2020 年 Q2 开始大幅下滑，2021 年 7 月欧美陆续放开疫情管控，订单需求逐步修复，但随后 Q3~Q4 又遇到越南停工和原材料大幅上涨。**复盘 2020~2021 年公司股价和业绩，主要有以下几个负面因素：**

图 26: 公司前复权股价和未来 12 个月 PE



资料来源：wind，国信证券经济研究所

**1) 2020~2021 1H 海外疫情对梭织品类需求冲击大，公司产能利用率下滑拖累毛利率。**2020 年 4 月，随着海外疫情爆发，许多国家采用封锁措施，现场办公、社交需求大幅减少导致人们对正装需求下滑。由于鲁泰主要生产梭织面料（主要应用于正装）和衬衣，且主要对接海外品牌（疫情前出口收入占比约 65%），订单受到较大冲击，2020 1H/2020 2H/2021 1H 面料产能利用率分别为 73%/55%/66%，衬衣产能利用率分别为 87%/73%/60%，相比疫情前的 95% 左右均有大幅度下滑。产能利用率下滑一方面对收入产生影响，另一方面则增加了单位固定成本，影响毛利率，公司 2020Q1~Q4 毛利率分别为 27%/25%/19%/15%，2021Q1~Q2 分别为 18%/19%。

**2) 2021 年下半年订单逐步复苏，但因 7~10 月越南疫情停工影响产能利用率。**随着欧美从 2021 年下半年开始陆续放开疫情管控措施，正装需求快速恢复，但越南 7 月爆发疫情，政府采取强有力的封锁措施，公司越南生产基地在 7~10 月出现停工，2021 年下半年，公司国内面料/衬衣产能利用率已经恢复至 92%，而海外面料/衬衣产能利用率仅 52%/57%。

**3) 2021 年大宗商品涨价，成本压力大幅增加。**公司主要原材料为棉花（约占 70%）和纱线（约占 30%），棉价从 2020 年 6 月开始上涨，以 328 棉花为例，2020 年下半年均价为 12120 元/吨，2020 年下半年为 13404 元/吨，2021 年价格持续上升，在下半年尤其显著，1H/2H 均价分别为 15759/19863 元/吨，同比分别增长 30%/48%。一般而言，原材料价格上涨后可以与下游成衣工厂和品牌谈判提升订单价格，但由于面料订单在 2 个月左右、衬衣订单在 4 个月左右，已经谈好价格的订单则无

法再提价，此时若采购的原材料价格继续上涨，成本压力则会由公司承担。

由于 Q3 越南停产、下半年棉花涨价，2021Q3~Q4 毛利率 21%/24%，已逐季改善，但仍未恢复至正常水平。

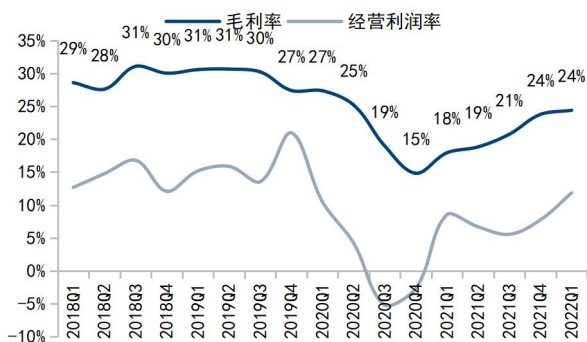
4) 2020 年下半年开始人民币持续升值，汇兑损失影响业绩。2020 年年中开始人民币加速升值，2021 年中，人民币兑美元已从 7 下降到 6.3，减少 10%，同样对公司 2020 年下半年和 2021 年上半年盈利能力造成较大影响。

表 7: 公司主要原材料为棉花和纱线

		2016	2017	2018	2019 1H	2018 年金额占比
籽棉	均价 (元/吨)	6,626	6,688	7,433	7,390	23%
	数量 (吨)	40,422	49,904	48,892	5,612	
皮棉	均价 (元/吨)	15,673	17,909	16,955	17,963	46%
	数量 (吨)	49,793	60,221	42,703	35,831	
纱线	均价 (元/吨)	36,937	41,966	39,197	40,361	30%
	数量 (吨)	5,833	8,869	12,133	3,305	

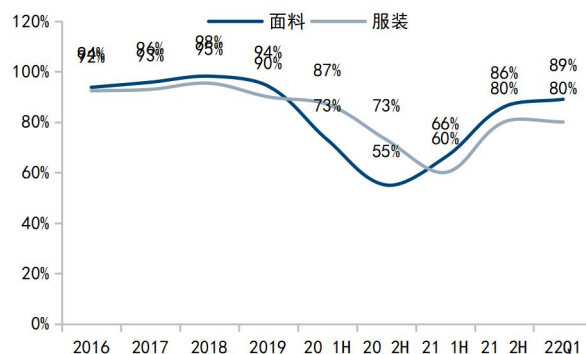
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 分季度鲁泰毛利率和经营利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 28: 鲁泰面料和服装产能利用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## (二) 订单需求旺盛、棉价维稳、人民币贬值，未来 1~2 年盈利修复确定性高

进入 2022 年，众多不利影响因素逐渐消退，2022Q1 公司实现业绩同比增长 114%，毛利率为 24.4%，环比、同比均改善明显，但距离疫情前的 29~30% 仍有较大差距，我们认为公司盈利能力有望在未来 1~2 年继续修复到较好水平。

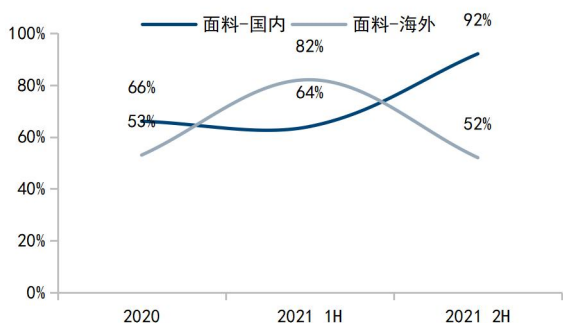
1) 海外疫情管控放开、订单需求旺盛，产能利用率快速恢复。2021 年 7 月，欧美对于疫情管控逐步放开，海外社交和现场办公需求迅速恢复，2021 年 Q3~Q4 公司订单超过 2 个月，超过疫情前正常水平 (1.5~2 个月)，下半年国内面料、衬衣产能利用率均恢复至 92%，即使有越南疫情导致 7~10 月停工，集团整体面料和衬衣产能利用率均恢复至 86%/80%，2022 年 Q1 恢复至 90%/80%。越南自从 2021 年 11 月放开疫情管控后，纺织业订单和生产呈现强劲复苏态势，2021 年 11 月~2022 年 4 月纺织品出口增速分别为 40%/44%/27%/10%/19%/22%，后续公司产能利用率仍有机会进一步恢复 (疫情前集团面料/衬衣产能利用率分别为 95%/92%)。

2) 棉价维稳、订单价格向客户传导顺利，成本压力有望缓解。由于 2021 年下半年棉花价格大幅上涨，公司与客户进行多轮订单价格谈判，价格传导逐步体现。另外今年初 328 棉花价格遇拐点，2022 年 1~3 月持续稳定在 22700 元/吨左右，4

月开始出现下降趋势,目前在 22500 元/吨左右,公司成本压力有望得到较好缓解。

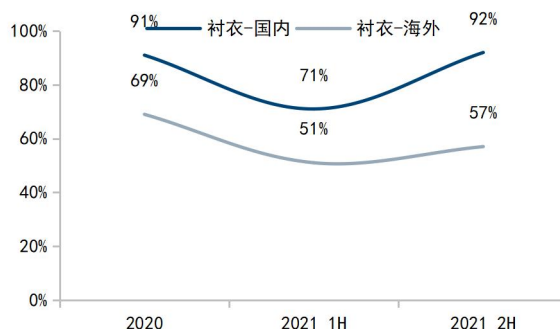
**3) 近期人民币贬值趋势显著。**公司根据 2021 年情况测算,人民币兑美元汇率每贬值 1%,公司净利润将升高约 4%,2022 年 4 月中开始,人民币开始贬值,截至 2022 年 5 月 6 日,已从原来 6.35 左右提升至 6.63,增长 4.4%。

图 29: 鲁泰面料海内、海外产能利用率情况



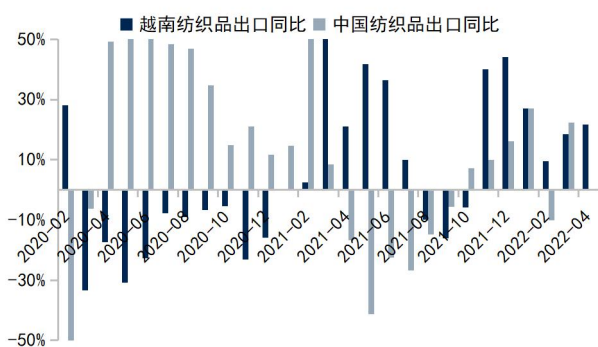
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 30: 鲁泰衬衣海内、海外产能利用率情况



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 31: 越南和中国纺织品月度出口同比增长



资料来源:wind,国信证券经济研究所整理

图 32: 美元兑人民币



资料来源:wind,国信证券经济研究所整理

图33: 328 棉花价格和 Cot look A 棉花价格



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 竞争优势: 海内外一体化布局, 产品附加值高, 盈利能力领先

### 优势一: 发挥国际资源优势, 实现全球化产能布局

随着国内人力成本上升、国内经济增速放缓、中美贸易摩擦等多重因素影响, 公司逐步向人力成本较低的东南亚地区布局产能。公司有 53% 的衬衣产能布局于海外, 主要布局于越南, 柬埔寨, 缅甸等地, 利用当地的原材料、劳动力成本、税收优势的优势降低生产成本。

对于技术水平要求高的面料产业有 85% 左右的产能布局于国内生产基地, 15% 左右布局于经济相对发达的越南西宁省。公司在越南已形成从纺纱, 面料到成衣的垂直一体化生产基地, 以便更好满足国际品牌需求。

表8: 公司产能分布情况

	印染面料 (万米)	色织面料 (万米)	衬衣 (万件)
国内 (山东省)	9000	13500	940
越南 (面料在西宁省; 衬衣在安江省)	/	6500	460
柬埔寨 (柴桢省)	/	/	300
缅甸 (仰光迪拉瓦)	/	/	300
<b>海外产能占比</b>	<b>0%</b>	<b>32.5%</b>	<b>53%</b>
<b>国内产能占比</b>	<b>100%</b>	<b>67.5%</b>	<b>47%</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 优势二: 研发实力优异, 切入高端品牌供应链, 盈利能力较好

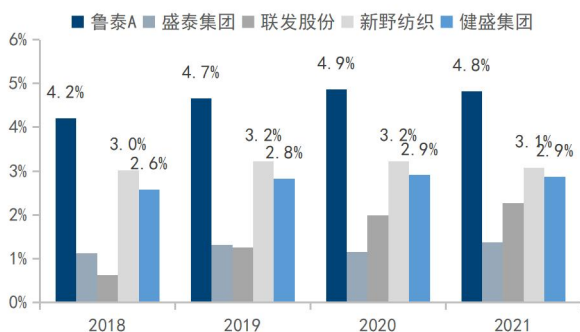
公司研发的面料定位在中高端领域、具有高的附加值, 从而也为公司带来较好盈利水平。产品研发实力和附加值可从公司研发投入、单价、毛利率、主要合作的客户品牌等多个方面得到验证:

**第一, 研发费用率行业领先, 布局高附加值功能性面料。**2018 年-2021 年公司研发费用维持在 4%-5% 之间, 与同行相比保持在较高水准。公司技术储备在同行中具有优势, 现已成功开发 600 多项新技术、新产品, 48 项产品通过省部级科技成果鉴定, 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”等核心技术和装备。



2019 年公司投资 10 亿元启动功能性面料智慧生态园区项目，计划一期主要生产功能性休闲服装面料，产品可用于高端户外用品。目前该项目已与多家高端品牌建立了战略合作，有望打破美国戈尔公司在戈尔特斯类面料方面的垄断，体现研发实力优势。

图 34: 同行研发费用率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 35: 鲁泰功能性面料智慧生态园区



资料来源：纺织服装周刊，国信证券经济研究所整理

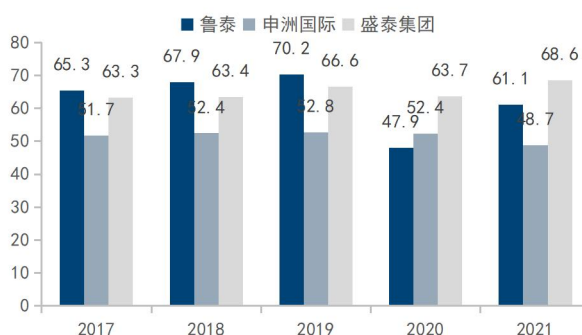
**第二，定位中高档产品，销售单价在同行中较高。**公司产品主要为梭织面料和衬衣。1) **在面料方面**，2018 年-2021 年梭织面料单位为 19.3/19.7/20.1/20.0 元，整体呈上升趋势。与同行相比，2021 年鲁泰梭织面料单价高于盛泰集团（17.5 元），天虹纺织（18.7 元），梭织面料单价在行业处于领先地位。2) **在成衣方面**，2017-2019 年，公司成衣单价分别为 65.3/67.9/70.2 元，增长较快。与同行相比，申洲国际成衣主要为运动服、休闲服、内衣等针织成衣，鲁泰梭织成衣主要为衬衣。2019 年公司的成衣单价高于申洲国际成衣（52.8 元）和盛泰集团的梭织成衣（66.6 元）。而 2020-2021 年，鲁泰成衣价格下降主要受到海外疫情影响。

图 36: 梭织面料单价对比（元/米）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

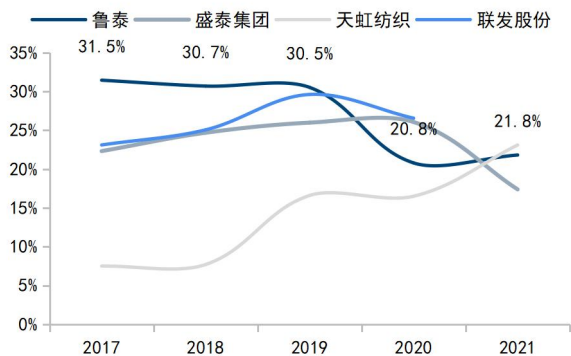
图 37: 成衣单价对比（元/件）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：鲁泰和盛泰是梭织成衣，申洲主要是运动、休闲、内衣等针织成衣

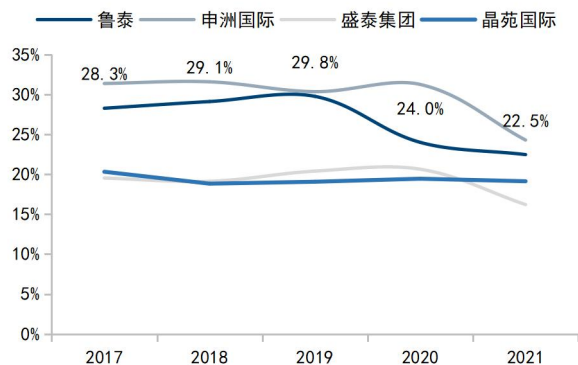
**第三，疫情前毛利率在同行领先，反映在产品 and 客户上的竞争优势显著。**1) 在面料方面，疫情前公司面料毛利率稳定在 31% 左右，显著高于一体化纺织集团联发股份、盛泰集团、天虹纺织的梭织面料毛利率。2) 在衬衣方面，2017-2019 年衬衣毛利率在 28~30%，略低于一体化制衣龙头申洲国际（2019 年毛利率 30.3%），显著高于盛泰集团（2019 年毛利率 20.4%）和晶苑国际（2019 年毛利率 19.1%）。较高的面料和衬衣毛利率主要是由于公司定位高附加值产品、研发实力得到国际品牌客户认可，反映在产品 and 客户上的竞争优势显著。

图38: 梭织面料毛利率对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图39: 成衣毛利率对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

第四, 凭借优秀面料研发和创新实力, 成功与数个知名国际高档品牌形成长期战略合作。公司凭借强大的面料开发实力、持续创新能力以及高效的供应链管理水, 成功切入阿玛尼, Burberry、GUCCI 等国际奢侈品牌、高端男装 Hugoboss、全球顶级衬衫品牌 OLYMP、PINK、国际快时尚巨头优衣库、美国时尚品牌 CK 等国际知名品牌供应链, 并且与 Burberry、Oxford、Armani、Gucci、优衣库等建立长期战略合作关系。

图40: 鲁泰的部分战略合作品牌



资料来源: 各公司官网, 鲁泰公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 中长期成长: 产能扩张、效率提升, 切入景气针织赛道

### (一) 一体化产能扩张计划提上日程, 切入针织和功能面料等景气赛道

1) 2000 万米针织面料项目: 考虑到针织面料所应用的运动休闲领域更具成长前景, 2020 年前后公司开始建设 2000 万米针织面料, 2021 年有几百万米产量, 预计 2022 年产量 1000+ 万米。针织面料订单主要来自原有客户的新品类, 另外还有一些新开发的优质品牌如全棉时代等。

2) 3500 万米功能性面料: 2020 年 4 月公司发布募集资金计划, 拟在中国山东省募集 11.5 亿元投入 3500 万米功能面料产能建设。3500 万米功能性面料是公司新

品类，其中包括针织和梭织面料，主要原材料是尼龙、涤纶等化纤材料，定位运动、户外、功能等景气领域。

其中一期主要生产功能性休闲服装面料，产品可用于高端户外用品，目前已与多家高端品牌建立了合作，有望打破美国戈尔公司在戈尔特斯类面料方面的垄断；第二期主要生产功能性针织运动面料；第三期主要生产功能性专业职装面料。2020年集团成立鲁联新材料有限公司，主营服装面料的设计、研发、生产。

截至2021年底，产能投资进度为56%，预计在2022年下半年产能达到100万米/月，在2023年5月31日达到预定可使用日期。满产后预计贡献年收入8.9亿元。

**3) 3000 万米高档印染及印花面料：**2020年4月公司发布可转债募集资金2.5亿元拟在中国山东省投入2500万米印染面料建设，截至2021年底，募集资金投入进展为16.6%，原定2024年建成，**但考虑到市场需求及公司全球化战略布局，在5月25日变更募投计划**，变更后拟在越南投资万象高档面料产品线项目（一期），若达产将形成高档印染及印花面料3000万米，预计贡献年收入5.86亿元。

**4) 越南和柬埔寨3期衬衣产能扩张规划。**鲁安项目第1~2期合计600万件高档衬衣分别在2016和2018年投产，第3期有300万件衬衣产能，厂房在疫情前已经建设好，准备安装设备。另外公司在柬埔寨的3期衬衣项目（产能300万件）已进入前期设计阶段。越南和柬埔寨合计600万件衬衣产能，**满产后约为500万件实际产量，视市场需求预计2022年下半年开始陆续投产。**

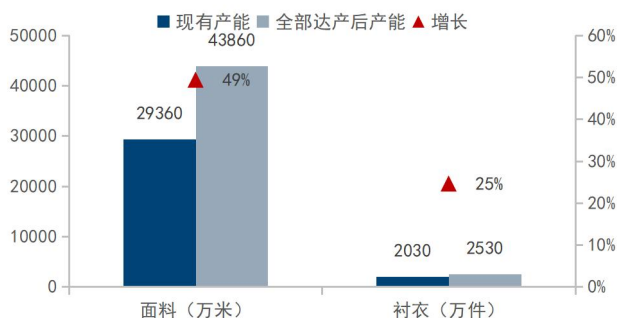
**5) 越南6000万米高档梭织面料扩产计划：**2022年3月31日，公司发布对外投资公告，成立子公司万象纺织，注册资本3500万美元，项目规划总投资为2.1亿美元，拟建设针织和梭织面料生产线，首次投资1.225亿美元，建设6000万米高档梭织面料（1期为3000万米），**建设计划和进展依据市场需求而定，如果进展顺利，预计2023年末完成设备安装，2024年陆续投产。**1.225亿投资额中，来自项目注册资本3500万美元、股东借款0.315亿美元、银行借款0.56亿美元。

表9：公司扩产项目计划汇总

所在地	扩产规模	投资额 (亿元)	预计收入 (亿元)	预计净利润 (亿元)	募集资金进度 (2021年末)	达到预定可使用日期	产能爬坡进度(规划)
山东省淄博市	功能面料合计3500万米。其中色织功能机织面料1100万米、色织功能针织面料1200万米、匹染功能面料900万米、功能复合面料300万米	11.46	8.89	0.82	55.7%	2023-5-31	建设期3年，建设期各年产能利用率分别为0%/30%/50%，运营第1/第2年产能利用率80%/100%
越南	万象高档面料产品线项目（一期）：高档印染及印花面料3000万米	7.82	5.86	0.57	16.6%	-	建设期计划2.5年
越南安江省	鲁安第三期，300万件衬衣	-	-	-	完成厂房建设	2022下半年	2022年下半年开始，依据市场需求陆续投产
柬埔寨	第三期，300万件衬衣	-	-	-	-	2022下半年	2022年下半年开始，依据市场需求陆续投产
-	2000万米针织面料	-	-	-	-	2021年	2021年有几百万吨产量，预计2022年产量1000+万吨。
越南西宁市	年产约6000万米高档梭织面料，1期3000万米	约8亿元	-	-	未开始	-	依据市场需求而定
越南西宁市	针织面料，规模待定	约6亿元	-	-	未开始	-	依据市场需求而定

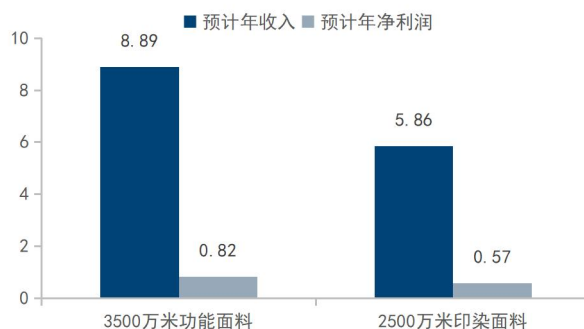
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：产能实际落地情况依据市场需求而定

图41：目前规划建设项目全部达产前后公司产能



资料来源：wind，公司官网，国信证券经济研究所整理

图42：“3500万+3000万米”面料预计收入和净利润（亿元）



资料来源：wind，公司官网，国信证券经济研究所整理

## （二）合作犀牛智造赋能工厂数字化和智能化，有望提升制衣生产效率

2021年6月17日，鲁泰与犀牛智造在杭州签署了战略合作协议。根据协议，未来双方将在智能化生产、工厂信息化升级、数字化管理能力提升、软件系统共通等方面开展紧密的合作。随后合作全面展开，7月28日，鲁泰智慧工厂建设启动；9月15日，工厂建设完毕，正式进入运营阶段。11月1日，犀牛智造&鲁泰纺织战略合作项目启动仪式在公司般阳山庄举行。

犀牛工厂优势是智能化和信息化程度高，推动生产效率提升，主要针对大批量、标准化但价格低的品类。公司希望利用犀牛工厂的智能化生产线带动集团制衣生产的智能化、数字化能力升级，提升制衣生产效率和成本管控水平，从而提升人均产值和盈利水平。

图43：犀牛智造&鲁泰纺织战略合作项目启动



资料来源：鲁泰纺织公众号，国信证券经济研究所整理

图44：鲁泰智慧工厂



资料来源：鲁泰纺织公众号，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提,我们预计公司未来3年归母净利润分别为6.2/7.5/8.9亿元,同增78%/21%/19%,EPS为0.70/0.84/1.00元

**收入: 预计2022~2024年分别70.0/74.4/80.0亿元,同增33.6%/6.3%/7.6%**

1) **面料业务, 预计2022~2024年收入分别增长33.2%/3.5%/6.6%**。一方面考虑到2000万米针织项目、3500万米功能面料、3000万米高档印染印花面料、3000万米梭织面料建设进度和规划,假设公司2022~2024年面料产能分别增加1500/2050/2500万米,销售单价随着原材料价格逐步恢复正常而小幅下降;另一方面假设未来3年产能利用率为90%/93%/94%,逐步提升至疫情前平均水平(95%)。

2) **衬衣业务, 预计2022~2024年收入分别增长39.0%/19.6%/12.5%**。一方面结合公司产能布局预期,我们假设2022~2024年衬衣产能分别增加150/300/200万件,销售单价基本持平。另一方面假设未来3年产能利用率分别为82%/87%/91%,逐步提升至接近疫情前水平(93%)。

3) 其他业务预计保持每年3%的收入增长。

**毛利率: 预计2022~2024年分别为25.4%/26.5%/27.4%**

1) **面料业务, 预计2022~2024年毛利率分别为27.0%/27.8%/28.4%**。主要是假设原材料价格、人民币汇率保持稳定,产能利用率恢复带动单位固定成本的下降。

2) **衬衣业务, 预计2022~2024年毛利率分别为25.0%/26.0%/27.5%**,主要是假设原材料价格、人民币汇率保持稳定,产能利用率恢复带动单位固定成本的下降。

3) 其他业务假设随着能源成本的逐步恢复正常,假设毛利率提升至较正常水平。

**费用率: 假设2022~2024年销售、管理、研发费用率基本保持稳定,财务费用率则根据经营活动现金流净额预期、资本支出预期测算分别为1.4%/1.3%/1.1%**。

**其他经营收益率: 预计在2022~2024年保持在0.3%左右。**

**所得税率: 考虑到集团有子公司位于越南和柬埔寨,享受当地所得税减免优惠,预计在2022~2024年公司所得税率分别为12.5%/12.5%/13.0%**。

**归母净利润: 预计公司未来3年归母净利润分别为6.2/7.5/8.9亿元,同增78%/21%/19%,EPS为0.70/0.84/1.00元**

表 10: 公司盈利预测分业务假设条件

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>收入 (百万元)</b>						
合计收入	6801.4	4751.2	5238.3	7000.6	7443.4	8005.9
YoY	-1.1%	-30.1%	10.3%	33.6%	6.3%	7.6%
面料	4909.8	3371.3	4033.3	5374.3	5564.2	5931.5
YoY	-0.3%	-31.3%	19.6%	33.2%	3.5%	6.6%
外销量 (百万米)	248.7	167.7	201.2	250.0	275.5	299.6
单价 (元/米)	19.7	20.1	20.0	21.5	20.2	19.8
衬衣	1290.3	867.4	882.3	1226.3	1467.2	1650.1
YoY	0.6%	-32.8%	1.7%	39.0%	19.6%	12.5%
销量 (百万件)	18.4	18.1	14.4	17.5	21.6	24.4
单价 (元/件)	70.2	47.9	61.1	70.0	68.0	67.7
其他	601.4	512.6	322.6	400.0	412.0	424.4
YoY	-10.3%	-14.8%	-37.1%	24.0%	3.0%	3.0%
<b>毛利率</b>						
合计	29.6%	21.3%	20.7%	25.4%	26.5%	27.4%
面料	30.5%	20.8%	21.8%	27.0%	27.8%	28.4%
衬衣	29.8%	24.0%	22.5%	25.0%	26.0%	27.5%
其他	21.3%	20.4%	2.3%	6.0%	10.0%	14.0%
<b>费用率</b>						
销售费用	2.5%	2.6%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%
管理费用	6.4%	7.6%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%
研发费用	4.7%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%
财务费用	1.4%	2.3%	0.9%	1.4%	1.3%	1.1%
<b>其他经营收益率</b>						
合计	3.3%	-0.8%	1.9%	0.3%	0.3%	0.3%
营业利润率	16.6%	1.7%	7.1%	10.0%	11.4%	12.7%
所得税率	12.3%	-5.0%	9.9%	12.5%	12.5%	13.0%
<b>归母净利润</b>						
归母净利润	952.4	97.3	347.6	619.6	747.7	890.6
YoY	17.4%	-89.8%	257.2%	78.3%	20.7%	19.1%
归母净利率	14.0%	2.0%	6.6%	8.9%	10.0%	11.1%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 未来 3 年业绩预测

我们预计 2022~2024 年收入分别为 70.0/74.4/80.1 亿元, 同增 33.6%/6.3%/7.6%, 净利润分别为 6.2/7.5/8.9 亿元, 同增 79%/21%/19%, EPS 为 0.70/0.84/1.00 元。

表 11: 盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,751	5,238	7,001	7,443	8,006
(+/-%)	-30.1%	10.3%	33.6%	6.3%	7.6%
净利润 (百万元)	97	348	620	748	891
(+/-%)	-89.8%	257.2%	78.3%	20.7%	19.1%
每股收益 (元)	0.11	0.39	0.70	0.84	1.00
EBIT Margin	9.9%	11.0%	11.1%	12.3%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	1.3%	4.4%	7.4%	8.5%	9.5%
市盈率 (PE)	62.6	18.0	10.2	8.4	7.1
EV/EBITDA	10.7	10.6	8.1	7.2	6.5
市净率 (PB)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

## 盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司 2022–2024 年净利润分别为 6.8 亿、8.1 亿、9.6 亿元；2) 中性假设下，公司 2022–2024 年净利润分别为 6.2 亿、7.5 亿、8.9 亿元；3) 悲观假设下，公司 2022–2024 年净利润分别为 5.6 亿、6.9 亿、8.2 亿元。

表 12: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	4,751	5,238	7,018	7,467	8,036
(+/-%)	-30.1%	10.3%	34.0%	6.4%	7.6%
净利润(百万元)	97	348	677	810	958
(+/-%)	-89.8%	257.2%	94.8%	19.6%	18.3%
摊薄 EPS	0.11	0.39	0.76	0.91	1.08
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	4,751	5,238	7,001	7,443	8,006
(+/-%)	-30.1%	10.3%	33.6%	6.3%	7.6%
净利润(百万元)	97	348	620	748	891
(+/-%)	-89.8%	257.2%	78.3%	20.7%	19.1%
摊薄 EPS(元)	0.11	0.39	0.70	0.84	1.00
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	4,751	5,238	6,983	7,420	7,975
(+/-%)	-30.1%	10.3%	33.3%	6.3%	7.5%
净利润(百万元)	97	348	562	686	824
(+/-%)	-89.8%	257.2%	61.8%	22.0%	20.1%
摊薄 EPS	0.11	0.39	0.63	0.77	0.93
<b>总股本(百万股)</b>	858	882	888	888	888

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

综合绝对估值和相对估值, 公司股票合理估值区间在 8.8~9.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值: 9.0~9.3 元

在产能利用率恢复、新建产能投产假设下, 我们预计公司在未来几年收入端保持一定增长, 具体假设情况如下表所列示:

表 13: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-1.1%	-30.1%	10.3%	33.6%	6.3%	7.6%	7.1%	5.7%	5.7%
毛利/营业收入	29.6%	21.3%	20.7%	25.4%	26.5%	27.4%	27.8%	28.1%	28.1%
管理费用/营业收入	11.1%	12.5%	11.2%	11.1%	11.0%	10.9%	10.8%	10.8%	10.8%
销售费用/销售收入	2.5%	2.6%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
营业税及附加/营业收入	1.2%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税税率	12.3%	-5.0%	9.9%	12.5%	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
股利分配比率	9.0%	45.3%	-	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表 14: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.3	T	12.50%
无风险利率	2.00%	Ka	12.40%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆 Beta	1.48
公司股价 (元)	7.05	Ke	13.85%
发行在外股数 (百万)	888	E/(D+E)	86.23%
股票市值 (E, 百万元)	6260	D/(D+E)	13.77%
债务总额 (D, 百万元)	1000	WACC	<b>12.67%</b>
Kd	6.00%	永续增长率 (10 年后)	1.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 9.0~9.3 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表 15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

9.12		WACC 变化				
		12.5%	12.6%	12.7%	12.8%	12.9%
永续增长率变化	1.3%	9.50	9.38	9.26	9.14	9.03
	1.2%	9.45	9.33	9.21	9.10	8.98
	1.1%	9.40	9.28	9.16	9.05	8.94
	1.0%	9.35	9.23	9.12	9.00	8.89
	0.9%	9.30	9.19	9.07	8.96	8.85
	0.8%	9.25	9.14	9.03	8.91	8.80
	0.7%	9.21	9.09	8.98	8.87	8.76

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值: 8.8~9.3 元

由于产能利用率恢复以及新建产能逐步投产, 我们预计公司未来 3 年业绩将保持



较快增速，2022~2024 年净利润的复合增速 20%。我们选取与公司业务相近的 A 股、港股、台股公司作比较，包括 A 股与鲁泰规模和业务相近的一体化纺织龙头盛泰集团、无缝运动纺织龙头健盛集团，港股一体化制衣龙头申洲国际，台股面料和成衣厂商儒鸿。可比公司 2023 年平均 PE 和 PEG 分别为 16.4 和 0.86。综合比较各公司的当前和历史 PE、业绩预期增速及所处细分赛道成长的预期表现，给予公司 2023 年 10.5~11x PE，合理的目标价格区间为 8.8~9.3 元。

表 16: 可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g	PEG	总市值 (人民币亿元)
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E			
000726	鲁泰 A	买入	7.1	0.39	0.70	0.84	1.00	18.0	10.2	8.4	7.1	19.9%	0.42	63.0
<b>同类公司</b>														
605138	盛泰集团	买入	11.52	0.52	0.65	0.82	0.99	22.0	17.8	14.1	11.6	23.9%	0.59	64.9
02313	申洲国际	买入	94.66	2.24	3.25	4.46	5.34	42.3	29.1	21.2	17.7	28.1%	0.75	1425.2
603558	健盛集团	无评级	11.57	0.43	0.80	1.02	1.24	26.9	14.4	11.3	9.3	24.2%	0.47	44.1
1476	儒鸿	无评级	121.07	4.48	5.54	6.36	7.60	27.0	21.8	19.0	15.9	17.1%	1.61	313.7
<b>平均值</b>								<b>29.5</b>	<b>20.8</b>	<b>16.4</b>	<b>13.6</b>		<b>0.86</b>	

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理和预测; 注: A 股未评级的公司来自 wind 一致预期, 台股未评级公司来自彭博一致预期

## 投资建议

**看好短期盈利修复，中长期稳健增长，首予“买入”评级。**公司凭借较好的海内外全产业链优势、强大产品研发实力成功与多个高档国际品牌形成长期合作关系，收获稳定且优秀的盈利水平。从短期看，海外疫情复苏、办公和社交需求恢复将推动公司产能利用率提升，从而令毛利率得到较好修复。从中长期看，产能扩张、效率提升、景气品类开拓有望贡献业绩稳步增长。预计公司 2022~2024 年净利润分别为 6.2/7.5/8.9 亿元，同比增长 78%/21%/19%，2023 年合理估值为 8.8~9.3 元（对应 10.5~11x PE），短期盈利改善确定性强，当前估值性价比较高，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 8.8~9.3 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 8.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,选取了可比公司 2023 年平均动态 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司增发的因素、公司成长性,对行业平均动态 PE 进行修正,最终给予公司 10.5~11 倍 PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 34%/6%/8%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年收入的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 25.4%/26.5%/27.4%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年业绩预测值高于实际值风险。

具体来看,可能存在的风险有:

#### 1、疫情反复、贸易环境恶化等宏观环境波动风险

公司主要从事知名品牌高档面料和衬衫生产,公司客户以全球知名品牌服装企业为主。品牌服装的销售受消费需求驱动,较大程度上受到居民个人可支配收入的影响,尤其知名品牌服装的销售对居民个人可支配收入的波动更为敏感。近年来,全球经济增长趋缓,各主要经济体之间的贸易摩擦、新冠肺炎的持续大流行进一步恶化全球经济前景;我国 GDP 增速也受全球经济形势下滑、贸易壁垒增加、人口红利逐渐消失、新冠疫情反复的影响,呈现降低的趋势;因此,未来宏观经济走势存在一定程度的不确定性,间接影响我国及全球居民个人可支配收入和消费支出。因此公司业绩受宏观经济波动的影响较大,如果宏观经济不景气导致全球居民个人可支配收入出现大幅降低或消费支出结构发生较大变化,将对公司的经营业绩产生不利影响。

#### 2、市场消费偏好变动风险

下游服装行业的市场消费偏好变动频繁,市场流行服装的面料、款式、功能等时常变动。近年来,全球品牌服装行业存在针织类产品销售走强、梭织类产品销售走弱的趋势,公司主要从事梭织类面料和服装的生产,目前有扩张

针织品类和功能性面料的计划，但若市场流行趋势持续变动，将可能影响公司经营绩效。

### 3、东南亚疫情反复导致海外工厂停产风险

新冠肺炎已发展成为全球大流行病，疫情影响主受地由国内转向国外，尤其是作为公司衬衣重要产能集中地的东南亚国家受疫情影响严重。若未来东南亚疫情反复，可能造成公司海外工厂停工，影响公司订单和收入，并同时增加单位固定成本，影响毛利率水平。

### 4、技术流失风险

公司主要从事高档面料生产和知名品牌服装代工生产业务；高端面料的研发具有知识密集型特征，高端面料和知名品牌服装生产过程中极高标准的质量控制对专业生产管理人员的需求较高，公司的成功及未来发展很大程度上依赖于持续的技术研发和严格的生产品质控制，对核心技术和核心技术研发人员有较强的需求。如果公司的核心技术与核心技术人员出现流失，将对公司的经营管理、财务状况、经营业绩造成不利影响。

### 5、项目投资进度不及预期风险

公司投资项目主要包括新建生产线、对原有生产线进行技术改造，是基于当前的行业市场环境、公司产能和技术水平、行业技术发展趋势及未来市场容量等因素进行规划的，仍存在因市场需求变化、产业政策变化、市场开拓情况及工程进度、工程管理、设备供应等不确定因素产生的项目实施风险。同时，公司投资项目包含在境外的投资项目，若该国政治、经济环境产生变化，将对产能扩张项目的顺利实施产生影响。如果产能扩张项目不能按预期顺利实施，或项目实施后新增产能未能按照计划得到有效充分利用，会导致公司无法按照既定计划实现预期的经济效益，从而对公司募投项目的整体投资回报和预期收益产生不利的影响。

### 6、原材料价格大幅波动风险

公司产品面料和成衣生产所用的主要原材料是纱线、棉花等；原材料价格的波动对公司的毛利率产生一定影响。虽然当原材料价格出现明显上涨时，部分主要客户会考虑公司产品的综合成本而给予公司产品一定程度的涨价以覆盖原材料价格的部分波动，但若原材料价格波动过大，则公司的毛利率依然可能受到较大影响。因此若受宏观经济波动、上下游供求关系变化等因素影响，公司主要原材料价格发生大幅波动，致使公司与客户的定价机制无法有效消化公司的成本压力，则会直接影响公司的盈利水平，对公司的生产经营造成不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1400	2000	2017	2385	2851	营业收入	4751	5238	7001	7443	8006
应收款项	736	902	1055	1122	1206	营业成本	3738	4153	5219	5474	5811
存货净额	1989	2345	2576	2692	2853	营业税金及附加	66	59	70	74	80
其他流动资产	584	192	257	273	294	销售费用	126	120	154	162	171
<b>流动资产合计</b>	<b>5023</b>	<b>5441</b>	<b>5907</b>	<b>6474</b>	<b>7206</b>	管理费用	365	339	787	824	877
固定资产	6018	5799	5939	5944	5892	财务费用	110	45	99	95	86
无形资产及其他	374	363	356	349	341	投资收益	146	50	56	60	64
投资性房地产	577	1214	1214	1214	1214	资产减值及公允价值变动	6	(69)	(105)	(110)	(118)
长期股权投资	138	169	169	169	169	其他收入	(417)	(132)	77	82	87
<b>资产总计</b>	<b>12130</b>	<b>12987</b>	<b>13585</b>	<b>14151</b>	<b>14823</b>	营业利润	83	371	700	846	1015
短期借款及交易性金融负债	974	1020	1000	1000	1000	营业外净收支	2	(8)	0	0	0
应付款项	243	335	386	404	428	利润总额	85	363	700	846	1015
其他流动负债	654	724	859	898	952	<b>所得税费用</b>	<b>(4)</b>	<b>36</b>	<b>88</b>	<b>106</b>	<b>132</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1871</b>	<b>2079</b>	<b>2245</b>	<b>2302</b>	<b>2380</b>	少数股东损益	(8)	(20)	(7)	(7)	(8)
长期借款及应付债券	1846	2080	2080	2080	2080	归属于母公司净利润	97	348	620	748	891
其他长期负债	322	460	525	589	654						
<b>长期负债合计</b>	<b>2167</b>	<b>2541</b>	<b>2605</b>	<b>2670</b>	<b>2734</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>4038</b>	<b>4620</b>	<b>4851</b>	<b>4972</b>	<b>5114</b>	净利润	97	348	620	748	891
少数股东权益	404	384	380	375	370	资产减值准备	32	(51)	(84)	0	0
股东权益	7688	7983	8355	8804	9338	折旧摊销	472	449	595	642	691
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12130</b>	<b>12987</b>	<b>13585</b>	<b>14151</b>	<b>14823</b>	公允价值变动损失	(6)	69	105	110	118
						财务费用	110	45	99	95	86
关键财务与估值指标						营运资本变动	(119)	(482)	(280)	(78)	(123)
每股收益	0.11	0.39	0.70	0.84	1.00	其它	(41)	31	80	(4)	(5)
每股红利	0.23	0.10	0.28	0.34	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>436</b>	<b>363</b>	<b>1036</b>	<b>1417</b>	<b>1572</b>
每股净资产	8.96	9.05	9.41	9.91	10.52	资本开支	(64)	(135)	(750)	(750)	(750)
ROIC	5%	5%	6%	8%	9%	其它投资现金流	(262)	312	0	0	0
ROE	1%	4%	7%	8%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(360)</b>	<b>146</b>	<b>(750)</b>	<b>(750)</b>	<b>(750)</b>
毛利率	21%	21%	25%	26%	27%	权益性融资	(21)	80	0	0	0
EBIT Margin	10%	11%	11%	12%	13%	负债净变化	453	189	0	0	0
EBITDA Margin	20%	20%	20%	21%	22%	支付股利、利息	(199)	(84)	(248)	(299)	(356)
收入增长	-30%	10%	34%	6%	8%	其它融资现金流	(87)	(200)	(20)	0	0
净利润增长率	-90%	257%	78%	21%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>400</b>	<b>90</b>	<b>(268)</b>	<b>(299)</b>	<b>(356)</b>
资产负债率	37%	39%	38%	38%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>476</b>	<b>599</b>	<b>18</b>	<b>368</b>	<b>465</b>
息率	3.2%	1.4%	4.0%	4.8%	5.7%	货币资金的期初余额	924	1400	2000	2017	2385
P/E	62.2	17.9	10.1	8.4	7.0	货币资金的期末余额	1400	2000	2017	2385	2851
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	0	353	246	616	753
EV/EBITDA	10.7	10.6	8.1	7.2	6.4	权益自由现金流	0	342	139	533	678

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