

鲁泰 A (000726. SZ)

第三季度收入环比增长，毛利率改善较明显

买入

核心观点

第三季度收入和毛利率环比第二季度改善。公司是全球色织面料生产龙头，主要产品梭织面料和衬衣。受海外品牌去库存影响，2023第三季度公司收入同比下降20%至15.0亿元，归母净利润下降62%至1.1亿元。第三季度业绩相比第二季度出现较明显的好转，Q3收入环比Q2增长3%，Q3毛利率虽然同比下降3.3个百分点至24.6%，但环比Q2提升2.6个百分点。Q3期间费用率同比和环比提升主要由于财务费用变动，实际上Q3其他费用合计金额同比去年Q3和环比今年Q2相近。Q3净利率同比减少9个百分点至7.4%。

短期有望延续环比改善趋势，中长期预期稳健扩张带动增长。公司第三季度毛利率恢复至24.6%的较高水平，环比改善明显，近期国际品牌披露财报表明收入增长和库存去化进展良好，公司三季度产能利用率已经有所回升，预计四季度的收入及盈利水平环比进一步改善。中长期看，公司的3500万米功能性面料、3000万米高档色织面料产能正在储备过程中，产能仍有扩充空间。

风险提示：品牌去库存；疫情反复；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

投资建议：景气度改善趋势向好，关注四季度开始基本面反弹机遇。2023年品牌去库存影响公司业绩表现，目前看，第二季度、第三季度均环比改善，第三季度盈利水平回升较明显，预计今年Q4到明年扣非净利在较低基数上将有较大增长弹性。中长期看，产能扩张和效率提升推动稳健增长。由于收入回升力度仍然低于原来预期，对利润率影响较大，下调盈利预测，预计公司2023~2025年净利润分别为5.1/6.7/7.8亿元（原为6.2/7.7/8.8亿元），同比变动-47%/+32%/+15%，由于盈利预测下调，下调目标价至7.6-8.0元（原为7.8-8.3元），对应2024年PE10-10.5x，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	6,276	6,852	7,337
(+/-%)	10.3%	32.5%	-9.5%	9.2%	7.1%
净利润(百万元)	348	964	512	674	777
(+/-%)	257.2%	177.3%	-46.9%	31.7%	15.3%
每股收益(元)	0.39	1.09	0.58	0.76	0.88
EBIT Margin	11.1%	17.1%	9.2%	11.7%	12.2%
净资产收益率(ROE)	4.4%	10.7%	5.5%	6.9%	7.6%
市盈率(PE)	16.9	6.1	11.6	8.8	7.6
EV/EBITDA	10.2	6.0	8.1	6.7	6.2
市净率(PB)	0.7	0.7	0.6	0.6	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

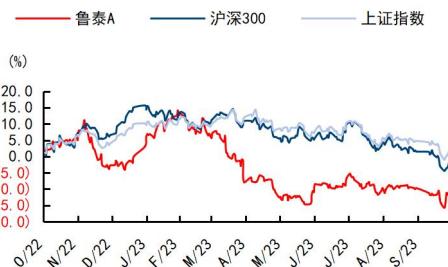
纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁 联系人：关峻尹
0755-81981391 0755-81982834
dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	7.60 - 8.00元
收盘价	6.66元
总市值/流通市值	5752/5675百万元
52周最高价/最低价	8.75/6.26元
近3个月日均成交额	30.59百万元

市场走势



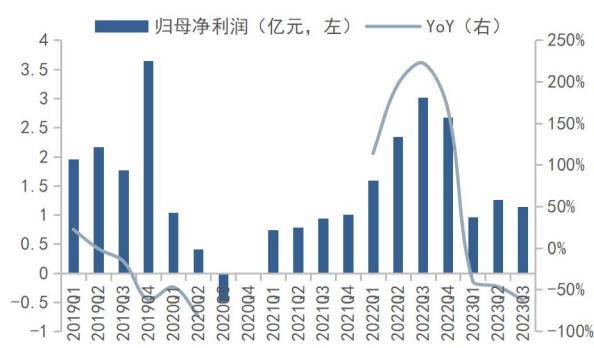
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

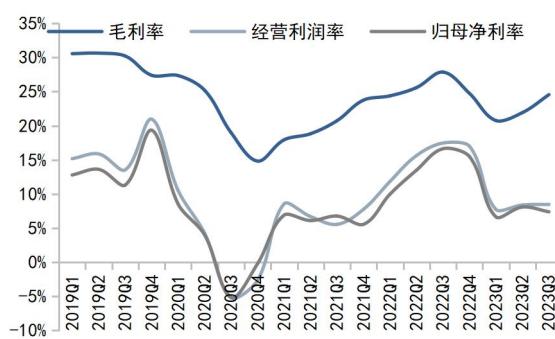
- 《鲁泰 A (000726. SZ) -二季度收入下滑16%，毛利率环比小幅提升》——2023-08-20
- 《鲁泰 A (000726. SZ) -海外需求承压，2023年一季度收入同比下滑13%》——2023-05-13
- 《鲁泰 A (000726. SZ) -2022年净利润增长177%，主业毛利率修复明显》——2023-04-14
- 《鲁泰 A (000726. SZ) -外部不利因素消减，2022年净利润预计增长145%-202%》——2023-01-20
- 《鲁泰 A (000726. SZ) -三季度净利润逆势增长222%，毛利率显著改善》——2022-10-30

图1：公司季度营业收入及增速（亿元，%）

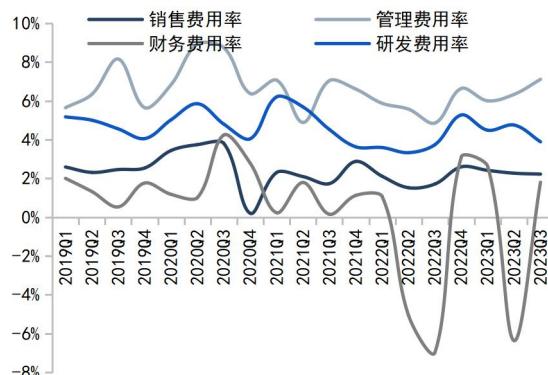

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

盈利预测下调说明

第三季度收入恢复力度仍然不及预期，目前海外品牌仍在去库存阶段，海外经济大环境尚不完全明朗，品牌下单偏谨慎，对公司订单回升力度可能会有一定的影响。

同时由于存在一部分的固定成本和费用，下调的收入的同时，需要同步下调毛利率和同步上调费用率，对利润率有负面影响。

综上所述，我们预计 2023–2025 年收入分别为 63/69/73 亿元（原为 64/70/75 亿元），同比变动-9%/+9%/+7%，毛利率分别为 23.0%/25.0%/25.4%（原为 23.4%/25.8%/26.2%），归母净利润分别为 5.1/6.7/7.8 亿元（原为 6.2/7.7/8.8 亿元），同比变动-47%/+32%/+15%。

图7：公司盈利预测假设细节

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入 (百万元)	6801	4751	5238	6938	6276	6852	7337
YoY	-1.1%	-30.1%	10.3%	32.5%	-9.5%	9.2%	7.1%
面料	4910	3371	4033	5141	4382	4822	5226
YoY	-0.3%	-31.3%	19.6%	27.5%	-14.8%	10.0%	8.4%
衬衣	1290	867	882	1360	1443	1566	1633
YoY	0.6%	-32.8%	1.7%	54.1%	6.2%	8.5%	4.3%
其他	601	513	323	437	451	464	478
YoY	-10.3%	-14.8%	-37.1%	35.6%	3.0%	3.0%	3.0%
销量							
面料	248.7	167.7	201.2	225.8	192.5	220.2	238.6
YOY	-2.4%	-32.6%	20.0%	12.2%	-14.7%	14.4%	8.4%
成衣	18.4	18.1	14.4	18.9	19.9	21.9	22.8
YOY	-2.8%	-1.5%	-20.2%	30.8%	5.1%	10.3%	4.3%
单价							
面料	19.7	20.1	20.0	22.8	22.8	21.9	21.9
YOY	2.2%	1.8%	-0.3%	13.6%	0.0%	-3.8%	0.0%
成衣	70.2	47.9	61.1	72.0	72.7	71.5	71.5
YOY	3.5%	-31.7%	27.4%	17.8%	1.0%	-1.6%	0.0%
毛利率	29.6%	21.3%	20.7%	25.7%	23.0%	25.0%	25.4%
面料	30.5%	20.8%	21.8%	28.1%	23.8%	26.1%	26.4%
衬衣	29.8%	24.0%	22.5%	27.1%	26.6%	27.6%	27.9%
其他	21.3%	20.4%	2.3%	-6.2%	4.0%	5.0%	6.0%
费用率							
销售费用	2.5%	2.6%	2.3%	2.0%	2.2%	2.0%	2.0%
管理费用	6.4%	7.6%	6.4%	5.7%	6.3%	6.1%	6.0%
研发费用	4.7%	4.9%	4.8%	4.0%	4.2%	4.1%	4.1%
财务费用	1.4%	2.3%	0.9%	-2.1%	0.2%	0.9%	0.5%
其他经营收益率	3.3%	-0.8%	1.9%	0.4%	-0.4%	0.1%	0.1%
所得税率	12.3%	-5.0%	9.9%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
归母净利润	952	97	348	964	512	674	777
YoY	17.4%	-89.8%	257.2%	177.3%	-46.9%	31.7%	15.3%
归母净利率	14.0%	2.0%	6.6%	13.9%	8.2%	9.8%	10.6%
剔除投资收益、公允价值变动、资产处置、汇兑损益的归母净利润							
金额	726	120	247	620	463	674	757
YOY	-16.0%	-83.5%	106.5%	150.7%	-25.3%	45.5%	12.4%
占收入比重	10.7%	2.5%	4.7%	8.9%	7.4%	9.8%	10.3%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：看好中长期稳健增长，今年景气度有望逐步回升

2023年品牌去库存影响公司业绩表现，目前看，第二季度、第三季度均环比改善，第三季度盈利水平回升较明显，预计今年Q4到明年扣非净利在较低基数上将有较大增长弹性。中长期看，产能扩张和效率提升推动稳健增长。由于收入回升力度仍然低于原来预期，对利润率影响较大，下调盈利预测，预计公司2023~2025年净利润分别为5.1/6.7/7.8亿元（原为6.2/7.7/8.8亿元），同比变动-47%/+32%/+15%，由于盈利预测下调，下调目标价至7.6~8.0元（原为7.8~8.3元），对应2024年PE10~10.5x，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	6,276	6,852	7,337
(+/-%)	10.3%	32.5%	-9.5%	9.2%	7.1%
净利润(百万元)	348	964	512	674	777
(+/-%)	257.2%	177.3%	-46.9%	31.7%	15.3%
每股收益(元)	0.39	1.09	0.58	0.76	0.88
EBIT Margin	11.1%	17.1%	9.2%	11.7%	12.2%
净资产收益率(ROE)	4.4%	10.7%	5.5%	6.9%	7.6%
市盈率(PE)	16.9	6.1	11.6	8.8	7.6
EV/EBITDA	10.2	6.0	8.1	6.7	6.2
市净率(PB)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000726.SZ	鲁泰A	买入	6.66	1.09	0.58	0.76	0.88	6.1	11.6	8.8	7.6
可比公司											
605138.SH	盛泰集团	增持	7.86	0.68	0.45	0.57	0.72	11.6	17.5	13.8	10.9
1477.TW	聚阳实业	无评级	85.57	3.50	3.69	4.14	4.70	24.5	23.2	20.6	18.2
1476.TW	儒鸿	无评级	121.79	5.63	4.34	5.42	6.26	21.6	28.1	22.5	19.5
平均值								19.2	22.9	19.0	16.2

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所预测；备注：无评级公司的EPS预测值选用彭博一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2000	2068	2014	2298	2653	营业收入	5238	6938	6276	6852	7337
应收款项	902	900	946	1032	1106	营业成本	4153	5154	4831	5138	5476
存货净额	2345	2108	2347	2498	2661	营业税金及附加	59	69	69	75	81
其他流动资产	192	202	182	199	213	销售费用	120	137	139	138	147
流动资产合计	5441	5545	5757	6294	6901	管理费用	336	400	666	706	748
固定资产	5799	6008	5947	5930	5914	财务费用	45	(149)	11	59	37
无形资产及其他	363	353	346	339	332	投资收益	50	14	66	7	7
投资性房地产	1214	1261	1261	1261	1261	资产减值及公允价值变动	102	(17)	(147)	(62)	(66)
长期股权投资	169	184	184	184	184	其他收入	(306)	(241)	64	69	73
资产总计	12987	13351	13495	14009	14591	营业利润	371	1082	542	749	864
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)	6	0	0
应付款项	335	302	352	375	399	利润总额	363	1079	548	749	864
其他流动负债	724	723	811	862	917	所得税费用	36	106	55	75	86
流动负债合计	2079	1852	1663	1736	1816	少数股东损益	(20)	10	(19)	0	0
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	512	674	777
其他长期负债	460	467	503	540	576						
长期负债合计	2541	2091	2128	2164	2201	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4620	3943	3791	3900	4017	净利润	348	964	512	674	777
少数股东权益	384	394	382	382	382	资产减值准备	(51)	120	(204)	0	0
股东权益	7983	9014	9321	9726	10192	折旧摊销	449	463	625	662	707
负债和股东权益总计	12987	13351	13495	14009	14591	公允价值变动损失	(102)	17	147	62	66
						财务费用	45	(149)	11	59	37
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(482)	278	(294)	(145)	(134)
每股收益	0.39	1.09	0.58	0.76	0.88	其它	31	(111)	193	0	0
每股红利	0.10	0.13	0.23	0.30	0.35	经营活动现金流	192	1732	978	1253	1416
每股净资产	9.05	10.16	10.50	10.95	11.48	资本开支	(306)	(766)	(500)	(700)	(750)
ROIC	5%	9%	5%	7%	8%	其它投资现金流	312	(266)	0	0	0
ROE	4%	11%	5%	7%	8%	投资活动现金流	(25)	(1047)	(500)	(700)	(750)
毛利率	21%	26%	23%	25%	25%	权益性融资	(6)	19	0	0	0
EBIT Margin	11%	17%	9%	12%	12%	负债净变化	189	(499)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	24%	19%	21%	22%	支付股利、利息	(84)	(114)	(205)	(270)	(311)
收入增长	10%	32%	-10%	9%	7%	其它融资现金流	229	589	(327)	0	0
净利润增长率	257%	177%	-47%	32%	15%	融资活动现金流	432	(617)	(532)	(270)	(311)
资产负债率	39%	32%	31%	31%	30%	现金净变动	599	68	(53)	283	356
息率	1.4%	1.9%	3.5%	4.6%	5.3%	货币资金的期初余额	1400	2000	2068	2014	2298
P/E	16.9	6.1	11.6	8.8	7.6	货币资金的期末余额	2000	2068	2014	2298	2653
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	企业自由现金流	0	1047	350	538	627
EV/EBITDA	10.2	6.0	8.1	6.7	6.2	权益自由现金流	0	1137	(22)	503	594

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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