



公司研究 | 深度报告 | 鲁泰 A (000726.SZ)

# “织”道系列 6——鲁泰 A：色织龙头，泰然自若

## 报告要点

鲁泰 A 作为色织布行业龙头，拥有纺纱、漂染、织布、后整理至成衣制造的垂直产业链，其中高档色织面料 2024 年出口市场份额占全球市场的 18% 以上。2013 年起公司开始在东南亚布局成衣及面料产能，陆续布局柬埔寨、缅甸和越南等地，截至 2024 年公司具备约年产 2.8 亿米面料和 2400 万件服装的生产能力。此外公司 PB 处于历史低位，估值有望触底反弹。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 5.6、6.3、6.7 亿元，现价对应 PE 为 10、9、8X，给予“买入”评级。

## 分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



柯睿

SAC: S0490524110001

鲁泰 A (000726.SZ)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

# “织”道系列 6——鲁泰 A：色织龙头，泰然自若

## 色织布龙头，2024 年业绩拐点向上

海内外协同发展，色织布行业龙头地位凸显。鲁泰 A 拥有纺纱、漂染、织布、后整理至成衣制造的垂直产业链，中高档色织面料出口市场份额占全球市场的 18% 以上。2024 年公司受益于东南亚生产基地逐步投产，国际化产业布局优势凸显以及较强的费用管控能力，全年实现归母净利润 4.1 亿元，同比+1.7%，扣非归母净利润同比+25%至 4.8 亿元，业绩拐点向上，后续需求回暖及产能释放有望扩大业绩修复空间。

## 色织布下游需求稳定，鲁泰 A 龙头地位稳固

色织布下游需求稳定。色织是先将纱线或长丝进行染色然后使用色纱进行织布的工艺方法，区别于将织造后的面料进行印染的方式，色织具备立体感强、色牢度好等特点，但由于染纱、织造、后整理等工序损耗较大，台产产量不及白坯布，同时投入成本和技术要求相对较高。色织布主要应用于衬衫等服装的制造，下游需求格局较为稳定，世界衬衫用色织布大致可以划分为顶级、高端以及中低端市场，其中中国主要为高端色织布和中低端色织布的生产基地。

2016 年后行业营收规模下滑，亏损企业数目增加，国内环保政策趋严，加速行业出清。2016 年后规模以上印染企业营收及利润整体下行，2016-2020 年行业营收及利润 CAGR 分别为-10.4%和-18.7%，亏损企业数量逐年增多，亏损企业比例达 27.3%。传统纺织行业面临高能耗、高污染、中低端产能过剩及环保技术滞后等突出问题，相关部门和组织相继出台监管政策与指引方案，大力推动印染行业开展结构性调整和绿色转型升级，并推动落后产能企业出清。

## 海内外协同一体，低估值高成长

积极布局海外，高效整合资源。2013 年起公司开始在东南亚布局成衣及面料产能，陆续布局柬埔寨、缅甸和越南等地，截至 2024 年公司具备约年产 2.8 亿米面料和 2400 万件服装的生产能力。综合东南亚及南亚各国人口、劳动力成本、结构、素质、增速比较来看，越南、印尼和柬埔寨相对具备优势。

坚持研发投入，推动技术和产品创新。鲁泰 A 研发投入在同业中处于领先水平。公司重视科研创新平台的建设与发展，在研究、设计与检测试验三大阶段建立核心技术平台，实现关键技术全环节提升，同时不断强化产学研合作，自主与联合开发纺织技术，持续优化企业生产模式，不断进行技术迭代和产品创新，以提升自身市场竞争力。

公司 PB 处于历史低位，估值有望触底反弹。复盘鲁泰 A 股价表现可以发现，PB 跌破一定水平时股价往往迎来修复，鲁泰 A 当前 PB 估值位于 2020 年以来 14% 分位数水平，处于历史低位，有望迎来估值修复。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 5.6、6.3、6.7 亿元，现价对应 PE 为 10、9、8X，给予“买入”评级。

## 风险提示

1、产能扩张不及预期；2、上游原材料价格波动风险；3、下游需求不及预期；4、投资收益波动风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

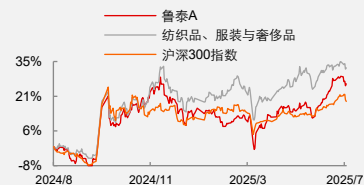
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	6.81
总股本(万股)	81,731
流通A股/B股(万股)	58,870/22,607
每股净资产(元)	11.65
近12月最高/最低价(元)	7.18/5.12

注：股价为 2025 年 8 月 1 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

色织布龙头，2024 年业绩拐点向上.....	6
30 余载风雨，铸就色织布行业龙头 .....	6
业绩拐点向上，未来空间可期 .....	7
股权结构稳定，坚持分红和回购 .....	10
色织布下游需求稳定，鲁泰 A 龙头地位稳固 .....	11
下游需求稳定，行业持续出清 .....	11
龙头地位稳固，竞争优势突出 .....	14
海内外协同一体，低估值高成长 .....	16
海外产能布局构建成本优势 .....	16
积极开拓品类与客户，有望扩大成长空间 .....	18
政策加码，鲁泰 A 有望迎来价值重估 .....	21
风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1：鲁泰 A 产能及业务一览 .....	6
图 2：2024 年公司面料和服装业务营收占比约 94% .....	6
图 3：公司产品远销东南亚、欧美及日韩等地区 .....	6
图 4：鲁泰公司发展历程梳理 .....	7
图 5：鲁泰 A 收入端近年表现有所波动 .....	8
图 6：鲁泰 A 归母净利润于 2020 和 2023 年出现大幅下滑 .....	8
图 7：2019 年前公司毛利率稳定在 30% 左右，近年来有所下滑 .....	8
图 8：公司财务费用率波动较大 .....	8
图 9：2019 年后鲁泰 A 产能利用率有所波动 .....	9
图 10：汇率波动影响公司经营表现（单位：亿元） .....	9
图 11：原材料占公司面料生产成本的 50% 左右 .....	9
图 12：棉价走势影响公司盈利能力 .....	9
图 13：公司前十大股东持股情况（截至 2025 年一季度） .....	10
图 14：公司实际控制人为刘子斌（截至 2025 年 7 月 2 日） .....	10
图 15：公司坚持进行分红 .....	11
图 16：近三年公司分红和回购占市值比例平均约 5% .....	11
图 17：色织布为先染色后织布 .....	12
图 18：2018 年色织布全年产能分布 .....	12
图 19：2016-2020 年行业营收及利润整体下行 .....	12
图 20：亏损企业数量整体增多 .....	12
图 21：我国印染布产量 2011 年后连续下滑，此后维持相对稳定 .....	13
图 22：2017 年印染行业固定资产投资额开始下滑 .....	13
图 23：我国色织布产量在 2018 年后有所下滑 .....	14
图 24：我国色织布出口数量远大于进口 .....	14

图 25: 公司历年面料产量	15
图 26: 公司历年衬衣产量	15
图 27: 鲁泰 A 收入规模处于行业中游	15
图 28: 鲁泰 A 毛利率水平领先同业	15
图 29: 鲁泰 A 归母净利润水平位于行业靠前位置	16
图 30: 鲁泰 A 归母净利率水平略优于同业	16
图 31: 鲁泰 A 期间费用率较高	16
图 32: 鲁泰 A 更为注重研发投入	16
图 33: 2024 年公司面料产能布局	17
图 34: 2024 年公司服装产能布局	17
图 35: 在越南、印尼和柬埔寨布局产能具备相对优势	18
图 36: 鲁泰 A 维持较高的研发费用投入	19
图 37: 鲁泰 A 积极进行发明专利研发	19
图 38: 鲁泰 A 搭建核心技术平台并不断强化产学研合作, 推进技术迭代和产品创新 (截至 2024 年)	19
图 39: 2020-2023 年鲁联新材收入快速增长	20
图 40: 鲁联新材亏损收窄	20
图 41: 2024 年面料业务各环节客户满意平均得分	21
图 42: 2024 年服装业务各环节客户满意平均得分	21
图 43: 破净公司股价及 PB 表现复盘 (股价单位: 元)	22
图 44: 鲁泰 A 的 PB 估值跌至一定水平后往往迎来股价反弹 (股价单位: 元)	22
表 1: 鲁泰 A 产能扩张情况	7
表 2: 公司主要管理层及其履历	10
表 3: 纺织服装板块股息率排名	11
表 4: 染整行业相关政策梳理	13
表 5: 优质纺企海外产能布局较早	13
表 6: 鲁泰 A 近年色织布营收规模市场排名第一	14
表 7: 鲁泰 A 主要同业竞争公司对比	15
表 8: 鲁泰 A 可转债募投及变更情况	17
表 9: 中国及东南亚部分国家税收政策梳理	18
表 10: 公司大力跟踪展会潜在客户	20
表 11: 2024 年以来市值管理相关政策一览	21
表 12: 公司收入和利润敏感性分析 (单位: 百万元)	24

## 色织布龙头，2024 年业绩拐点向上

### 30 余载风雨，铸就色织布行业龙头

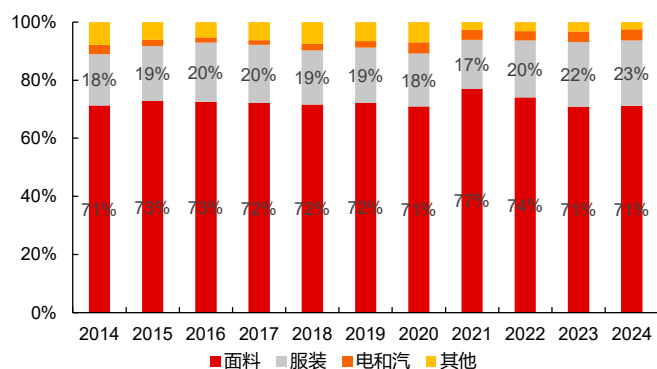
海内外协同发展，色织布行业龙头地位凸显。鲁泰 A 拥有纺纱、漂染、织布、后整理至成衣制造的垂直产业链，具备良好的高档色织面料生产环节的品质管控能力。公司在国内和东南亚设有生产基地，2024 年面料产能占比分别为 73%/27%，服装产能占比分别为 31%/69%，公司主要生产色织布和衬衣，2024 年公司面料和服装业务收入占比约 94%，60%以上产品远销东南亚、欧美及日韩等地区，其中 2024 年中高档色织面料出口市场份额占全球市场的 18%以上，是 BUBBERRY、ARMARNI、优衣库等国际知名客户的主要供应商，拥有鲁泰、鲁泰·格蕾芬、佰杰斯等自有品牌。

图 1：鲁泰 A 产能及业务一览



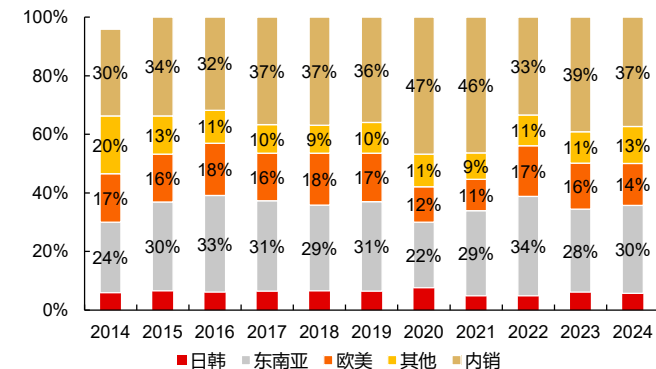
资料来源：公司公告，公司官网，全球纺织网，长江证券研究所 注：上述数据均来自于 2024 年年报和 ESG 报告

图 2：2024 年公司面料和服装业务营收占比约 94%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：公司产品远销东南亚、欧美及日韩等地区

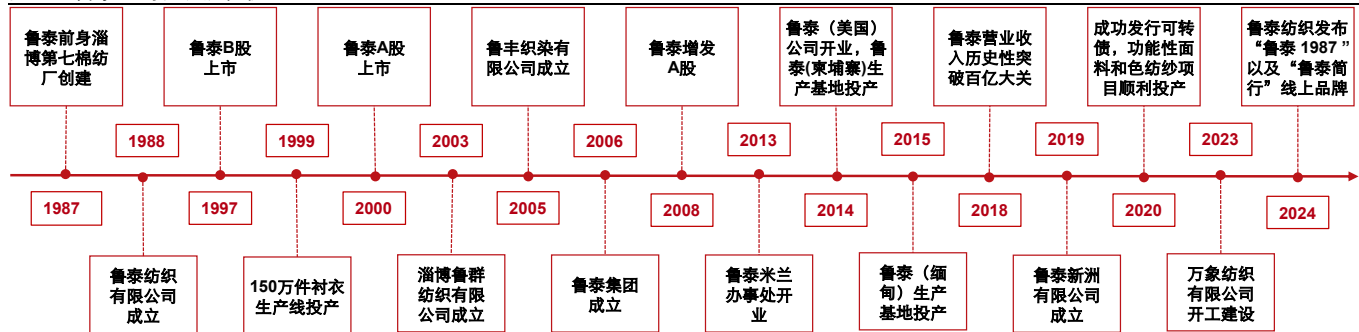


资料来源：公司公告，长江证券研究所

**30 余年发展，完善全球版图布局。**鲁泰 A 前身淄博第七棉纺厂创建于 1987 年，经过 30 余年发展在美国、意大利、日本等国家，设立了 19 家控股子公司、3 个办事处和 40 多个生产工厂，逐步成为了以领先面料为核心的全球绿色时尚纺织服装产业集团。2013

年起公司开始在东南亚布局成衣及面料产能，陆续布局柬埔寨、缅甸和越南等地，截至2024年公司具备约年产2.8亿米面料和2400万件服装的生产能力。

图 4：鲁泰公司发展历程梳理



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1：鲁泰 A 产能扩张情况

日期	标的	投资额	产能规划
2013/12	鲁泰（柬埔寨）有限公司	800 万美元	年加工衬衫 300 万件
2014/03	鲁泰（柬埔寨）有限公司	追加投资 1200 万美元	衬衫生产规模扩大至 600 万件
2014/07	鲁泰（缅甸）有限公司	1000 万美元	年加工衬衫 300 万件
2015/03	鲁泰（越南）有限公司	15000 万美元	6 万锭纺纱及年产 3000 万米色织面料生产线
2015/11	鲁泰（越南）制衣有限公司	3000 万美元	年加工衬衫 600 万件
2018/11	鲁泰（新洲）有限公司	6000 万美元	14.4 万锭纺纱及 3000 头气流纺
2020/04	发行可转债	14 亿元	3500 万米高档功能性面料+2500 万米高档印染面料
2022/03	万象纺织有限公司	2.1 亿美元	年产约 6000 万米高档梭织面料

资料来源：公司公告，长江证券研究所

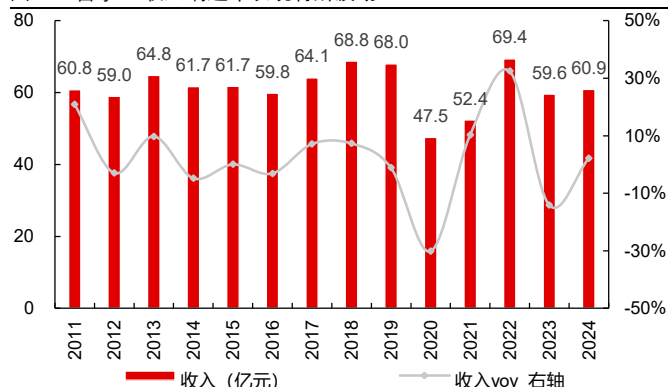
## 业绩拐点向上，未来空间可期

**2019 年前公司业绩保持稳健，不同年份略有波动。**2011-2019 年公司营收 CAGR 为 1.4%，归母净利润 CAGR 为 1.5%，基本保持稳健增长，但不同年份有所波动。2012 年公司归母净利润同比-16.6%，主因国内外市场需求不振叠加国内外棉价差较大影响出口所致，2015 年归母净利润同比-25.7%，主要受公司进口棉花配额同比减少以及国内人工成本上升拖累，此外汇率波动及投资损益也造成负面影响。

**内外压制下 2020 年后公司业绩波动增大。**2020 年在中美贸易摩擦以及停工停产影响下，公司出口业务遭受影响，公司虽积极调整产品结构，增加防护产品生产销售但不足以抵消回欧美需求下滑造成影响，导致公司 2020 年收入和归母净利润分别下滑 30.1% 和 89.8%。后续业绩逐年改善，但 2023 年下游终端客户去库存需求疲软，公司产能利用率下滑导致利润承压。

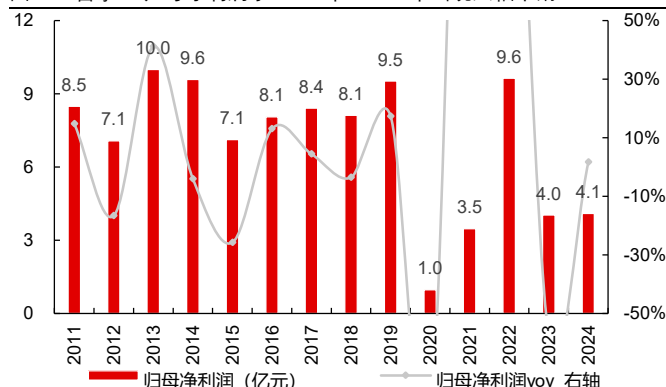
**2024 年公司业绩拐点向上，未来空间可期。**2024 年公司受益于东南亚生产基地逐步投产，国际化产业布局优势凸显以及较强的费用管控能力，全年实现归母净利润 4.1 亿元，同比+1.7%，扣非归母净利润同比+25%至 4.8 亿元，业绩拐点向上，后续需求回暖及产能释放有望扩大业绩修复空间。

图 5：鲁泰 A 收入端近年表现有所波动



资料来源：Wind，长江证券研究所

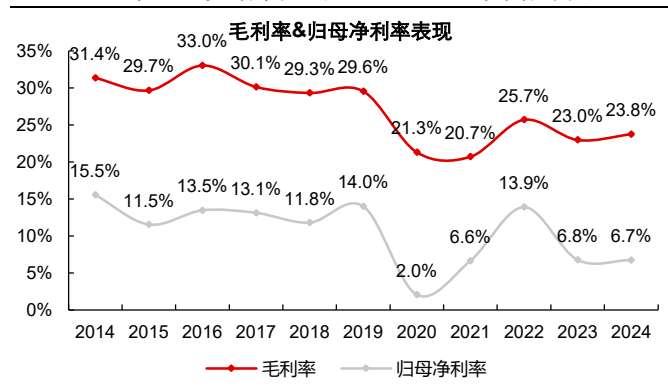
图 6：鲁泰 A 归母净利润于 2020 和 2023 年出现大幅下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：2020 年和 2021 年增速过高无法完整在图中显示

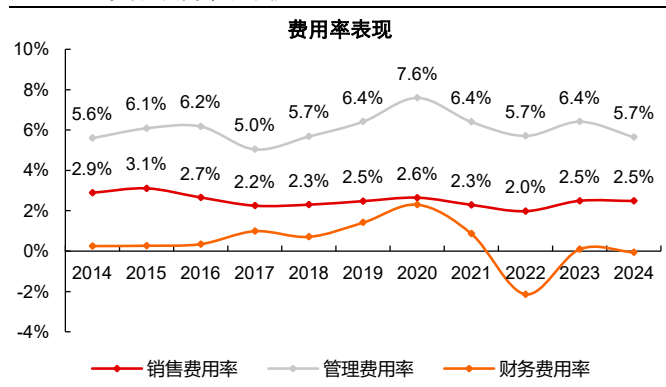
**利润率波动，控费能力优。**毛利率来看，公司 2019 年前毛利率稳定在 30% 左右，2020 年后一方面停工停产下公司产能有所波动，此外东南亚产能布局加速但产能利用率低于国内同期水平，同时人工销量、管理水平等均与国内工厂存在差距，导致公司毛利率开始出现较大波动。费用率来看，公司近年来管理费用率稳中有降，销售费用率整体稳定，财务费用率波动较大主要由于公司 60% 以上产品远销东南亚、欧美及日韩等地区，近年汇率波动导致汇兑损益变动幅度较大。

图 7：2019 年前公司毛利率稳定在 30% 左右，近年来有所下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：公司财务费用率波动较大

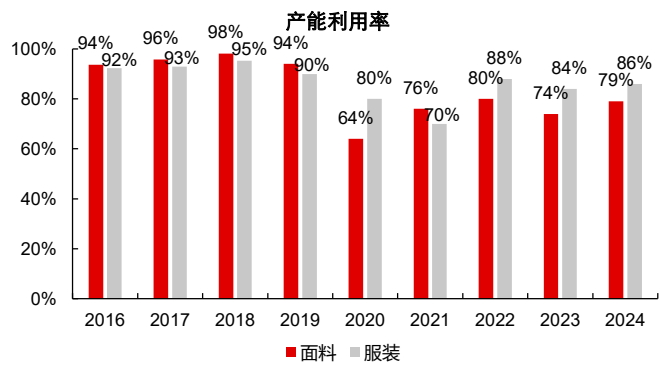


资料来源：Wind，长江证券研究所

从业绩表现来看，公司利润主要受到产能利用率、汇率、原材料成本和公允价值变动等因素影响，具体来看：

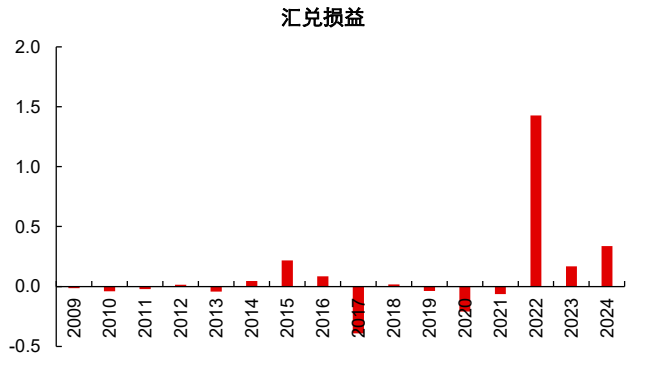
- **产能利用率：**基于公司垂直一体化产业链及差异化产品路线，公司在客户中获得了较高知名度和美誉度，2020 年前公司产能利用率长期维持 90% 以上。近年来公司受部分工厂停工、新增产能逐步投产及下游需求波动等因素影响，产能利用率有所波动，进而带动毛利率和归母净利润率波动。
- **汇率：**随着公司境外产能的陆续投产，公司产品销售以国际市场为主，销售收入中美元结算占比较大，同时公司主要机器设备及部分原材料也通过进口取得，进口支付的外汇包含美元及其他非美元币种，人民币汇率波动会对公司汇兑损益产生影响。同时，公司利用衍生品工具锁定汇率风险，但汇率走势可能与公司预期产生偏离，从而影响公司盈利水平。

图 9：2019 年后鲁泰 A 产能利用率有所波动



资料来源：Wind，长江证券研究所

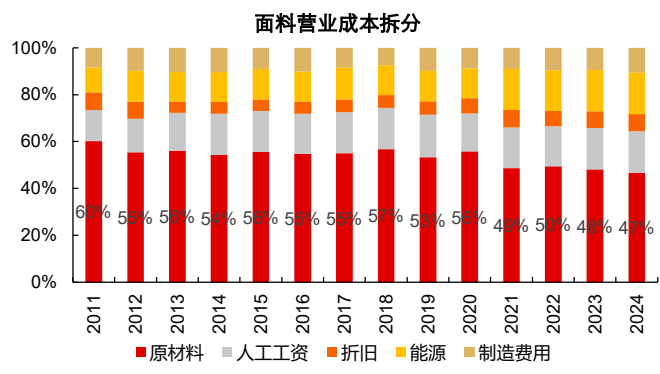
图 10：汇率波动影响公司经营表现（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

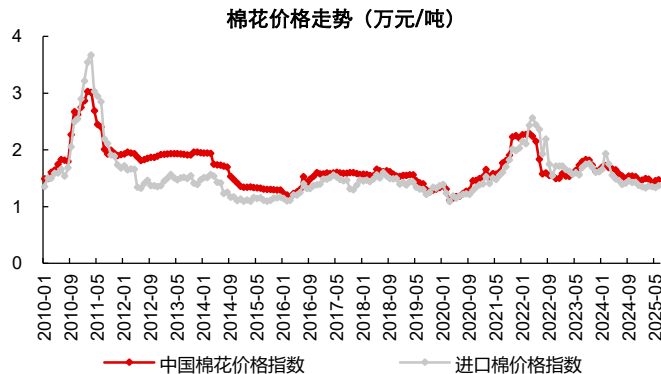
➤ **原材料成本：**公司生产所需的主要原材料为棉花，原材料占公司面料生产成本的 50%左右，公司棉花供给主要来自自产、国内采购及国外进口，国外进口包括美国、澳大利亚等国家，棉花的供应及价格波动均会对公司盈利能力产生影响。2014-2015 年，棉花市场受库存过剩、下游需求低迷以及政府取消临时收储政策等利空因素影响，棉价持续下行，导致同期毛利率跌落。2016 年在国储棉抛储延迟和大宗商品周期向上带动等因素影响下棉价回升，带动毛利率提升。2019 年后贸易摩擦及市场需求疲弱影响下棉价叠加产能利用率下滑，导致 2020 年毛利率下滑。

图 11：原材料占公司面料生产成本的 50%左右



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：棉价走势影响公司盈利能力



资料来源：Wind，长江证券研究所

➤ **公允价值变动：**公司公允价值变动损益主要来自于荣昌生物股权投资及私募基金投资。2010 年，公司以子公司山东鲁泰环中制药有限公司全部资产向烟台荣昌制药股份有限公司投资，持股 500 万股。2019 年 12 月荣昌股份对其全资子公司荣昌生物进行分拆重组，分拆后公司将其股权变更为直接持有荣昌生物的股权，合计持有荣昌生物 491.7 万元出资额。2020 年 3 月，公司对荣昌生物的部分出资额进行转让，转让后公司出资额变更为 191.7 万元。2022 年荣昌生物上市，截至 2024 年 12 月 31 日，公司持有荣昌生物 391.8 万股，持有股权账面价值为 1.2 亿元。2025 年 3 月起，公司于二级市场择时出售荣昌生物股份，截至 2025 年 6 月 24 日，公司实现股票收益 0.8 亿元，占 2024 年归母净利润 10%以上。

## 股权结构稳定，坚持分红和回购

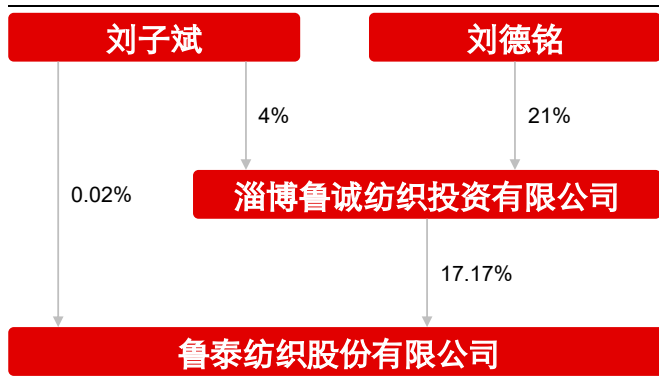
**中外合资企业，股权结构稳定。**截至 2025 年一季度，淄博鲁诚纺织投资有限公司持股 17.2% 为公司第一大股东，刘子斌先生为鲁泰 A 的实控人。公司主要高管具有丰富的纺织制造行业从业经历，且多数高管由内部提拔而来，对公司具备较高的认同感，管理层相对稳定。

图 13：公司前十大股东持股情况（截至 2025 年一季度）

股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例
淄博鲁诚纺织投资有限公司	14,035	17.2%
泰纶有限公司	11,523	14.1%
中央汇金资产管理有限责任公司	1,988	2.4%
全国社保基金四一三组合	1,491	1.8%
工银瑞信创新动力股票型证券投资基金	1,200	1.5%
FEDERATED HERMES GLOBAL INVESTMENT	633	0.8%
大成中证金融资产管理计划	449	0.6%
郝静	434	0.5%
银华中证金融资产管理计划	424	0.5%
广发中证金融资产管理计划	409	0.5%
合计	32,588	39.9%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 14：公司实际控制人为刘子斌（截至 2025 年 7 月 2 日）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

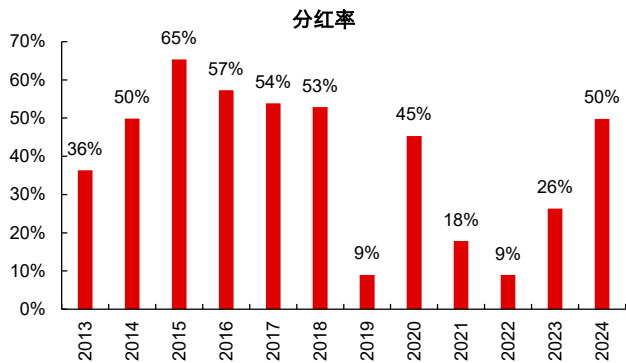
表 2：公司主要管理层及其履历

姓名	职位	主要履历
刘子斌	董事长、总裁	1965 年出生，硕士。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、鲁泰（香港）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。
许植楠	副董事长	1930 年出生，泰国国籍。历任泰纤维布厂有限公司董事、总经理、泰纤维有限公司董事、泰纤维印染有限公司董事、鲁泰纺织有限公司董事、副总经理，现任公司董事、副董事长，泰纶有限公司总经理。
许健绿	董事	1975 年出生，泰国国籍，现任 CASSARDI INTERNATIONAL 总裁
郑会胜	董事	1988 年出生，泰国国籍，现任 CASSARDI INTERNATIONAL 董事
刘德铭	董事 全球营销部副总监	1990 年出生，硕士。现任淄博鲁诚纺织投资有限公司董事长、总经理，鲁泰公司董事、全球营销部副总监
张战旗	董事 副总裁	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、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、董事会秘书。
杜立新	董事、总工程师	1975 年出生，历任鲁泰公司纺纱操作工、织布工厂计划员、生产部调度室副主任、织布工厂厂长、织造事业部经理，生产部副经理、鲁泰工程技术研究院执行院长。

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：上述主要管理层及其履历取自 2024 年年报

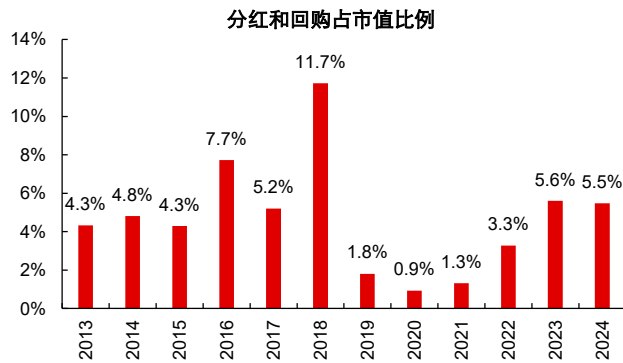
**公司坚持分红和回购。**公司作为色织布行业龙头，具备较强的竞争能力和盈利能力，也保持较优的分红水平，2019 年前公司股息率位列板块前列。受制于公司业绩表现，2019 年起公司分红能力相对趋弱，近年来伴随业绩提升和回购 B 股力度加大，公司股息率重回板块前列，未来在估值提升计划指引下有望延续高分红政策。

图 15: 公司坚持进行分红



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 近三年公司分红和回购占市值比例平均约 5%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 3: 纺织服装板块股息率排名

排名	2015	2016	2017	2018	2023	2024
1	九牧王	鲁泰 A	九牧王	鲁泰 A	百隆东方	海澜之家
2	鲁泰 A	雅戈尔	百隆东方	九牧王	联发股份	雅戈尔
3	雅戈尔	联发股份	鲁泰 A	联发股份	雅戈尔	罗莱生活
4	伟星股份	奥康国际	海澜之家	兴业科技	健盛集团	富安娜
5	海澜之家	伟星股份	森马服饰	华孚时尚	富安娜	报喜鸟
6	联发股份	海澜之家	孚日股份	孚日股份	罗莱生活	地素时尚
7	罗莱生活	孚日股份	奥康国际	海澜之家	三房巷	兴业科技
8	森马服饰	九牧王	联发股份	雅戈尔	汇洁股份	汇洁股份
9	航民股份	森马服饰	雅戈尔	伟星股份	安正时尚	爱慕股份
10	奥康国际	航民股份	伟星股份	际华集团	海澜之家	水星家纺
11	百隆东方	百隆东方	探路者	江南高纤	鲁泰 A	鲁泰 A
12	孚日股份	华茂股份	航民股份	奥康国际	红蜻蜓	百隆东方
13	江南高纤	罗莱生活	嘉欣丝绸	地素时尚	豪悦护理	嘉欣丝绸
14	乔治白	江南高纤	乔治白	红蜻蜓	地素时尚	金鹰股份
15	新澳股份	乔治白	天创时尚	罗莱生活	华茂股份	比音勒芬

资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 色织布下游需求稳定, 鲁泰 A 龙头地位稳固

### 下游需求稳定, 行业持续出清

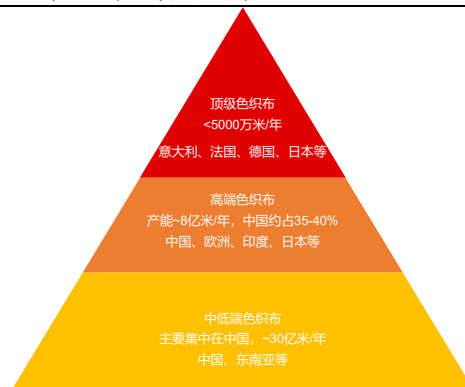
**色织布下游需求稳定。**色织是先将纱线或长丝进行染色然后使用色纱进行织布的工艺方法, 区别于将织造后的面料进行印染的方式, 色织具备立体感强、色牢度好等特点, 但由于染纱、织造、后整理等工序损耗较大, 吨产产量不及白坯布, 同时投入成本和技术要求相对较高。色织布主要应用于衬衫等服装的制造, 下游需求格局较为稳定, 世界衬衫用色织布大致可以划分为顶级、高端以及中低端市场, 其中中国主要为高端色织布和中低端色织布的生产基地。

图 17：色织布为先染色后织布



资料来源：百隆东方招股说明书，长江证券研究所

图 18：2018 年色织布全年产能分布

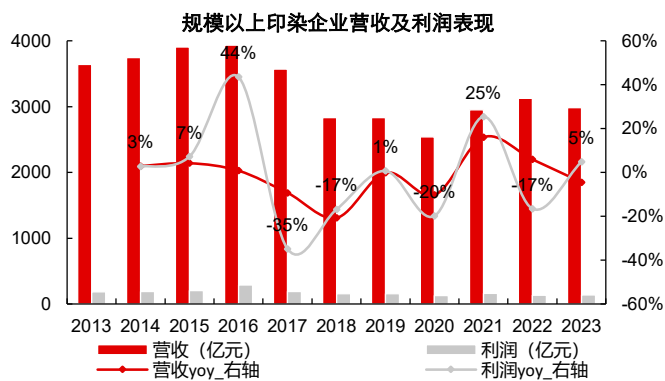


资料来源：观研报告网，长江证券研究所

**2016 年后行业营收规模下滑，亏损企业数目增加。**行业层面看，2016 年后规模以上印染企业营收及利润整体下行，2016-2020 年行业营收及利润 CAGR 分别为-10.4%和-18.7%，印染企业数量减少 192 家至 1581 家，但亏损企业数量逐年增多，2020 年亏损企业比例达 27.3%。

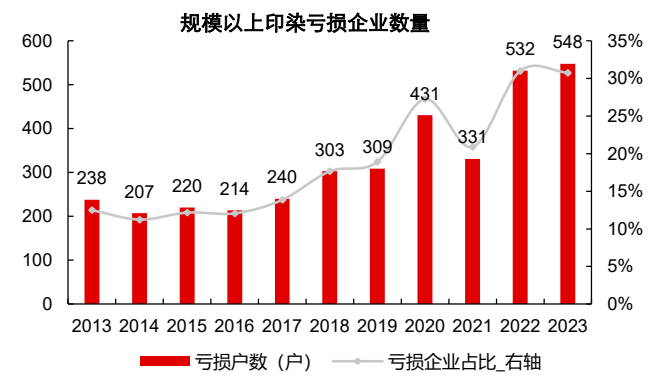
**环保政策频出，推动行业出清。**传统纺织行业具有高能耗、高污染的特点，同时低质产能过剩，亏损企业较多，相关部门和组织相继出台监管政策与指引方案，大力推动印染行业开展结构性调整和绿色转型升级，并推动落后产能企业出清，印染布产量自 2011 年起逐年下滑，此后维持在 550 亿米左右，行业固定资产投资增速也在 2017 年首次变为负值。

图 19：2016-2020 年行业营收及利润整体下行



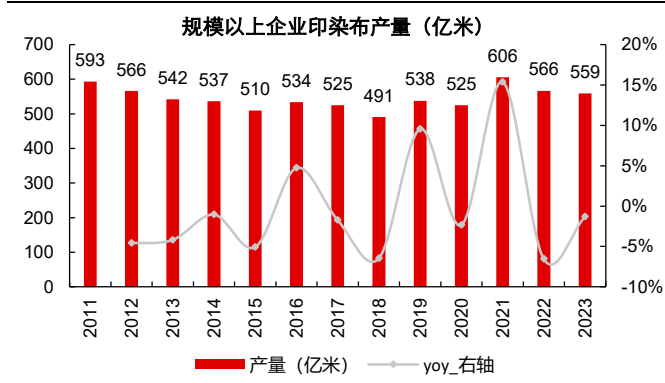
资料来源：中国印染行业协会，国家统计局，长江证券研究所

图 20：亏损企业数量整体增多



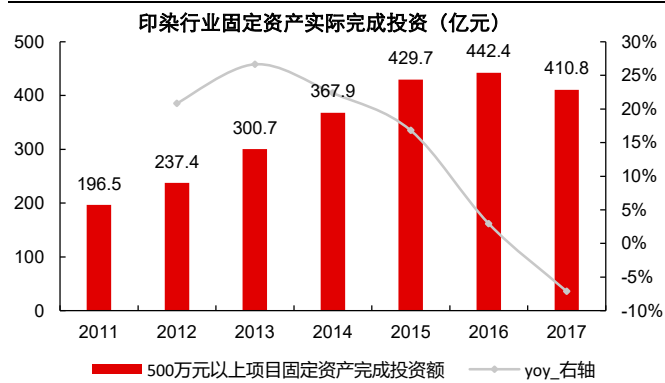
资料来源：中国印染行业协会，国家统计局，长江证券研究所

图 21: 我国印染布产量 2011 年后连续下滑, 此后维持相对稳定



资料来源: 中国印染行业协会, 国家统计局, 长江证券研究所

图 22: 2017 年印染行业固定资产投资额开始下滑



资料来源: 中国印染行业协会, 国家统计局, 绸都网, 长江证券研究所

表 4: 染整行业相关政策梳理

时间	部门	政策	具体内容
2010	国务院	《国务院关于进一步加大淘汰落后产能工作的通知》	2011 年底前, 淘汰 74 型染整生产线、使用年限超过 15 年的前处理设备、浴比大于 1:10 的间歇式染色设备, 淘汰落后型号的印花机、热熔染色机、热风布铗拉幅机、定形机, 淘汰高能耗、高水耗的落后生产工艺设备等
2010	工信部	《印染行业准入条件 (2010 年修订版)》	对生产企业布局、工艺与装备要求、质量与管理、资源消耗、环境保护与资源综合利用等方面要求进行更新
2010	工信部	《2010 年工业行业淘汰落后产能企业名单公告》	公布 18 个工业行业淘汰落后产能企业名单, 其中涉及 201 家印染企业
2013	生态环境部	《纺织染整工业水污染物排放标准》	标准规定了纺织染整工业企业生产过程中水污染物排放限值、监测和监控要求, 以促进纺织染整工业生产工艺和污染治理技术的进步
2016	中国印染行业协会	《印染行业“十三五”发展指导意见》	提出到 2020 年, 规模以上印染企业印染布产量保持十二五末水平, 印染布出口额年均增长 5%; 印染行业万元产值水耗下降 20%, 万元产值能耗下降 15% 等目标
2019	发改委	《产业结构调整指导目录 (2019 年本)》	鼓励采用数字化智能化印染技术装备、染整清洁生产技术、功能性整理技术、新型染色加工技术、复合面料加工技术, 生产高档纺织面料
2016	中国印染行业协会	《印染行业“十四五”发展指导意见》	提出“十四五”时期, 规模以上印染企业印染布产量及主要经济指标保持在合理区间, 运行质量逐步改善, 印染产品出口占全球市场份额保持基本稳定, 行业加快由规模数量型向质量效益型转变等系列目标
2021	生态环境部	《纺织工业污染防治可行技术指南》	标准提出了纺织工业的废水、废气、固体废物和噪声污染防治可行技术
2023	纺织工业联合会	《印染行业规范条件 (2023 版)》	对企业布局、工艺装备、质量管理、资源消耗、环境保护、安全生产、社会责任和规范管理八个方面提出要求

资料来源: 国务院, 发改委, 工信部, 生态环境部, 中国印染行业协会, 纺织工业联合会, 长江证券研究所

**头部纺企综合实力强大, 先发布局海外产能。**资金雄厚的龙头企业更能承受海外建厂所需的巨额资金投入以及持续的管理输出, 具备先发布局海外产能优势, 而我国色织布以出口为主, 先发布局海外产能的国内头部纺企得以整合积累国内外优势资源, 有效规避潜在贸易壁垒的影响, 能够抢先承接产业转移趋势中的优质订单, 使得龙头企业市场份额提升。

表 5: 优质纺企海外产能布局较早

企业	主营业务	东南亚产能布局	首次布局时间	产能/产量
裕元集团	运动户外、休闲及运动凉鞋	越南、印尼、印度	1992 年	产量: 鞋 2.6 亿双
申洲国际	运动服装	面料: 越南 服装: 越南、柬埔寨	2005 年	产能: 25 万吨面料和 5.5 亿件服装
华利集团	运动休闲鞋、拖鞋及户外鞋靴	越南、缅甸、印尼	2005 年	产能: 鞋 2.3 亿双
百隆东方	色纺纱	越南	2013 年	产量: 纱线 25.4 万吨

鲁泰 A

色织布、衬衣

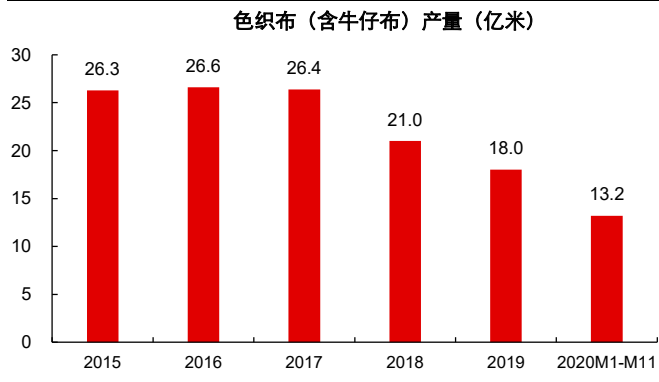
面料: 越南  
衬衣: 越南、柬埔寨、缅甸

2013 年

产能: 面料 2.8 亿米, 衬衣 0.2 亿件

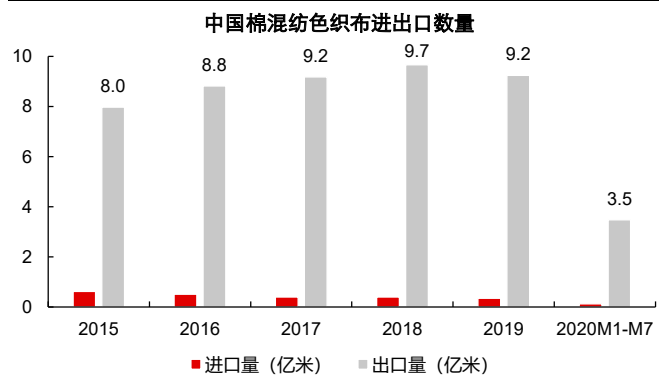
资料来源: 公司公告, 公司官网, 长江证券研究所 注: 产能和产量数据均取自各公司 2024 年年报

图 23: 我国色织布产量在 2018 年后有所下滑



资料来源: 华经产业研究院, 长江证券研究所

图 24: 我国色织布出口数量远大于进口



资料来源: 华经产业研究院, 长江证券研究所

## 龙头地位稳固, 竞争优势突出

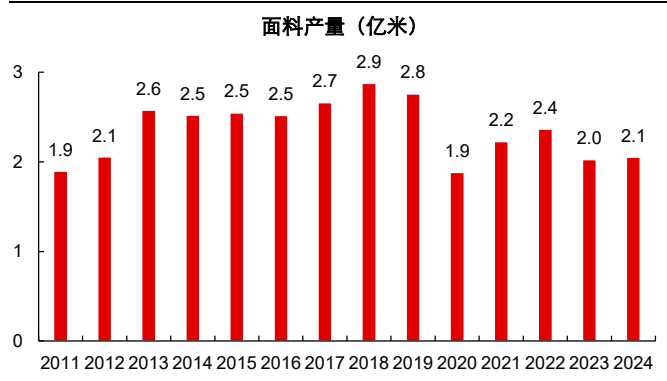
鲁泰 A 是全球色织布龙头, 多年位居色织布行业第一。根据中国棉纺织行业协会, 鲁泰 A 营业收入连续多年位于色织布行业第一, 2024 年公司中高档色织面料出口市场份额占全球市场的 18% 以上。上市以来公司持续扩张产能, 2024 年公司面料产量 2.1 亿米和衬衣产量 1825 万件, 产能主要分布在中国山东省和东南亚地区。

表 6: 鲁泰 A 近年色织布营收规模市场排名第一

名次	2018	2019	2020	2021	2022
1	鲁泰集团	鲁泰集团	鲁泰集团	鲁泰集团	鲁泰集团
2	溢达中国控股有限公司	溢达中国控股有限公司	江苏联发纺织股份有限公司	江苏联发纺织股份有限公司	江苏联发纺织股份有限公司
3	江苏联发纺织股份有限公司	江苏联发纺织股份有限公司	溢达中国控股有限公司	张家港广天色织有限公司	浙江盛泰服装集团股份有限公司
4	浙江盛泰服装集团股份有限公司	浙江盛泰服装集团股份有限公司	浙江盛泰服装集团股份有限公司	浙江盛泰服装集团股份有限公司	常州市武进马杭色织布有限公司
5	张家港广天色织有限公司	张家港广天色织有限公司	张家港广天色织有限公司	常州市武进马杭色织布有限公司	张家港广天色织有限公司
6	常州市武进马杭色织布有限公司	江苏颐堡纺织染整有限公司	常州市武进马杭色织布有限公司	江苏颐堡纺织染整有限公司	江苏省华强纺织有限公司
7	江苏颐堡纺织染整有限公司	常州市武进马杭色织布有限公司	江苏颐堡纺织染整有限公司	安徽华茂织染有限公司	江苏颐堡纺织染整有限公司
8	张家港市金陵纺织有限公司	芜湖富春染织股份有限公司	安徽华茂织染有限公司	江苏省华强纺织有限公司	安徽华茂织染有限公司
9	绍兴国周控股集团有限公司	安徽华茂织染有限公司	绍兴国周控股集团有限公司	绍兴国周控股集团有限公司	绍兴国周控股集团有限公司
10	芜湖富春染织股份有限公司	绍兴国周控股集团有限公司	芜湖富春染织股份有限公司	芜湖富春染织股份有限公司	芜湖富春染织股份有限公司

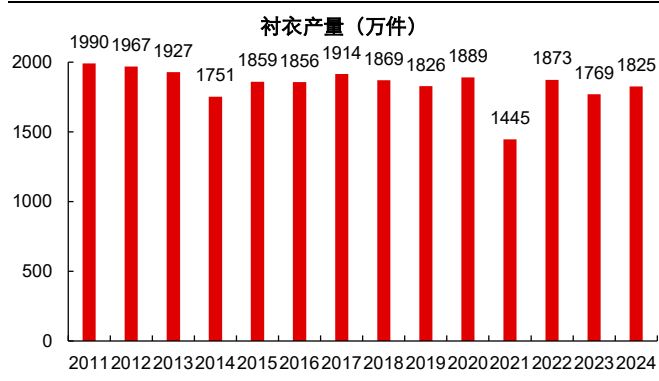
资料来源: 中国棉纺织行业协会, 长江证券研究所

图 25: 公司历年面料产量



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 26: 公司历年衬衣产量



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

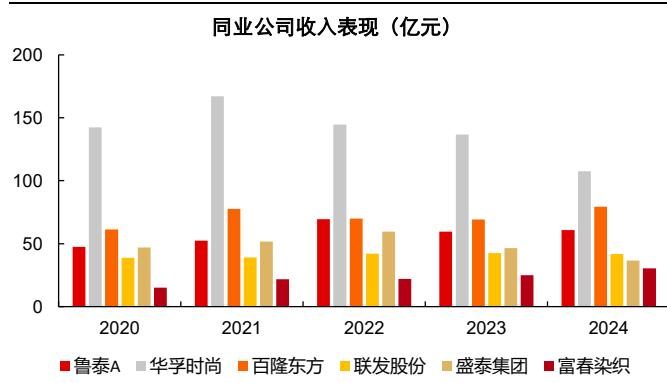
收入规模处于行业中等水平, 盈利能力较优。公司同行业上市公司主要有华孚时尚、百隆东方、富春染织等, 对比来看, 鲁泰 A 收入规模处于可比公司中等水平, 2019 年前公司毛利率基本维持在 30% 左右, 近年来受产能利用率不足等因素影响毛利率有所回落, 但整体仍优于同业公司, 或得益于公司色织布规模优势以及产能一体化布局下综合成本优势突出, 也使公司归母净利润率水平优于同业。

表 7: 鲁泰 A 主要同业竞争公司对比

公司名称	收入 (亿元)	产能/产量	客户	产能布局
鲁泰 A	60.9	产能: 面料 2.8 亿米, 服装 2385 万件	BUBBERRY、ARMARNI、优衣库等	主要在中国山东、越南、柬埔寨、缅甸
华孚时尚	107.6	产能: 206 万锭纱线, 年产 29 万吨新型纱线	H&M、优衣库、Gap、耐克、阿迪达斯、安踏、李宁、特步等	中国东部和新疆、越南等
百隆东方	79.4	产量: 纱线 25.4 万吨	第一大客户为申洲国际	中国、越南
富春染织	30.5	产量: 色纱 11 万吨, 加工纱 1.7 万吨	-	中国
盛泰集团	36.7	产量: 针织面料 1.3 万吨, 梭织面料 3329 万米, 纱线 1.7 万吨, 服装 3182 万件	拉夫劳伦、优衣库、Lacoste、Calvin Klein、Tommy Hilfiger、雅戈尔等	中国、澳大利亚、越南、柬埔寨等
联发股份	41.8	产能: 面料 2.4 亿米, 服装 600 万套	里斯克莱勃、和泉、PVH、优衣库等	主要在中国、柬埔寨和印尼

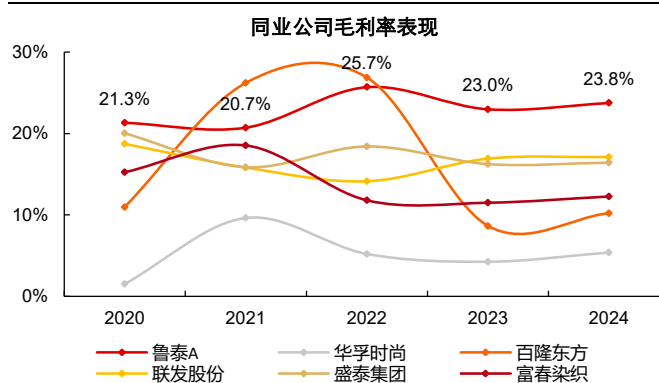
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所 注: 收入、产能和产量数据均取自各公司 2024 年年报

图 27: 鲁泰 A 收入规模处于行业中游



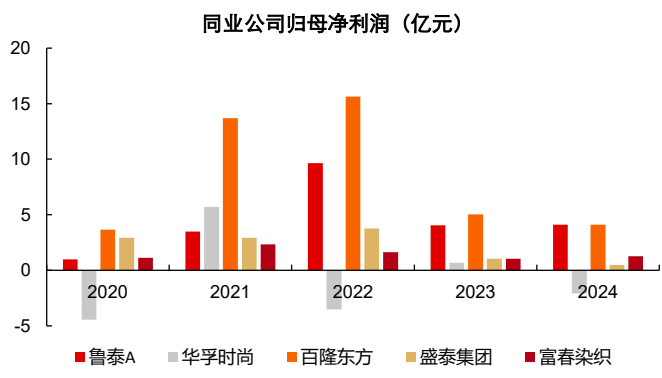
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 28: 鲁泰 A 毛利率水平领先同业



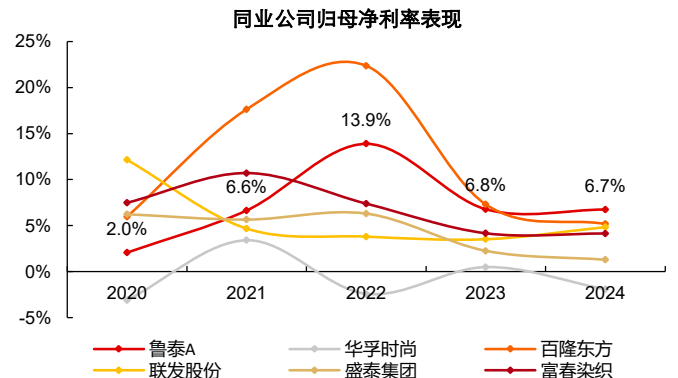
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 29：鲁泰 A 归母净利润水平位于行业靠前位置



资料来源：Wind，长江证券研究所

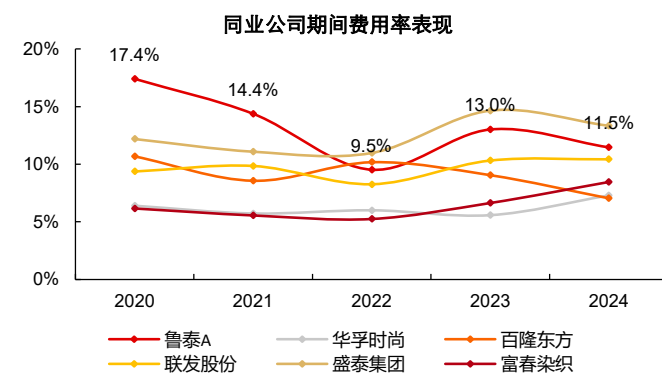
图 30：鲁泰 A 归母净利率水平略优于同业



资料来源：Wind，长江证券研究所

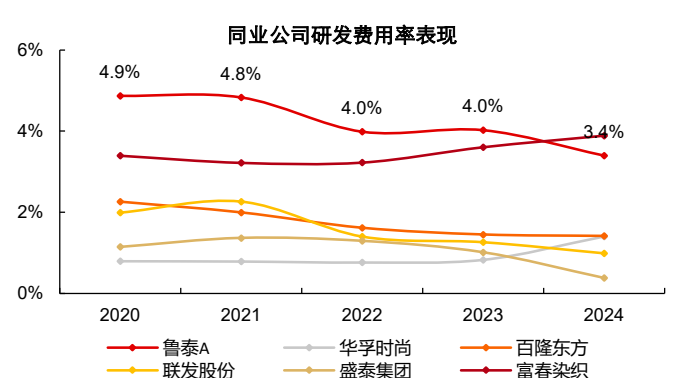
**费用率较高，强研发投入。**鲁泰 A 费用率整体居高，其中管理费用率和销售费用率近年来有所改善但仍处于较高水平，研发费用率整体处于行业领先水平，公司积极强化面料研发与设计，为自身发展赋能。

图 31：鲁泰 A 期间费用率较高



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：鲁泰 A 更为注重研发投入



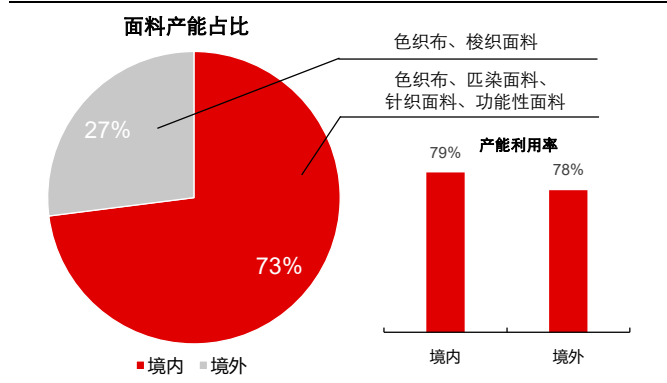
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 海内外协同一体，低估值高成长

### 海外产能布局构建成本优势

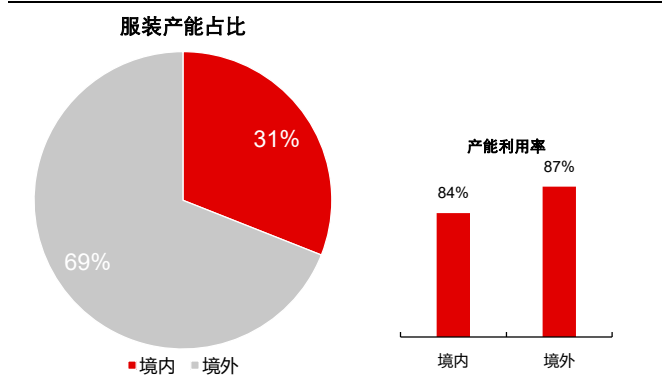
**积极布局海外，高效整合资源。**2013 年起公司开始在东南亚布局成衣及面料产能，陆续布局柬埔寨、缅甸和越南等地，截至 2024 年公司具备约年产 2.8 亿米面料和 2400 万件服装的生产能力。2020 年公司发行 14 亿元可转债加快海外产能布局，有利于公司高效整合国内外优势资源，有效规避潜在贸易壁垒的影响，降低生产及经营成本，推动公司高质量发展。

图 33: 2024 年公司面料产能布局



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 34: 2024 年公司服装产能布局



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

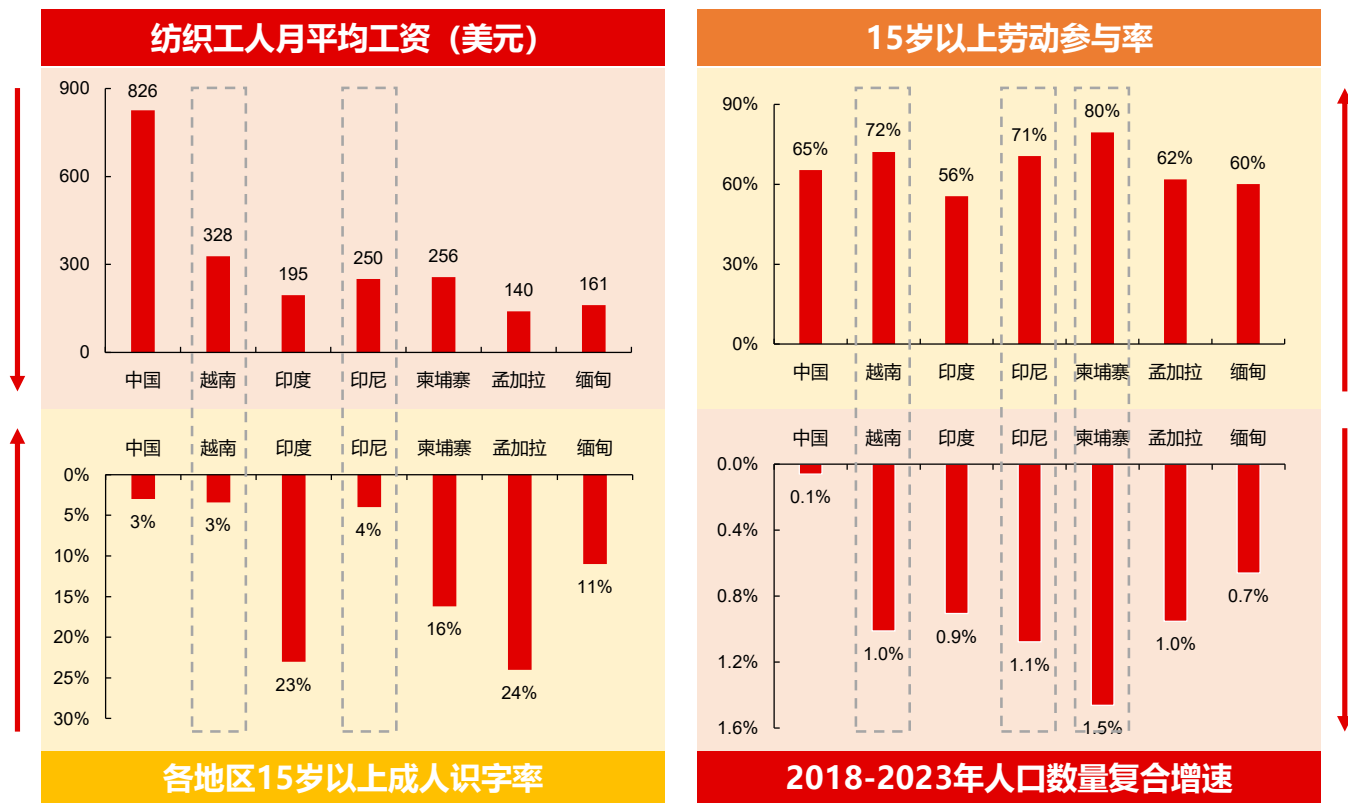
表 8: 鲁泰 A 可转债募投及变更情况

公告日期	募投项目	项目情况	投资总额	拟投入募集资金
2020/04/07	功能性面料智慧生态园区项目 (一期)	初次募投	11.5 亿元	8.5 亿元
	高档印染面料生产线项目		3.8 亿元	2.5 亿元
	补充流动资金		3.0 亿元	3.0 亿元
2022/05/25	高档印染面料生产线项目	项目终止	3.8 亿元	2.5 亿元
	万象高档面料产品线项目 (一期)	变更募投项目	7.8 亿元	2.5 亿元
2023/09/09	海外高档面料产品线项目 (一期)	变更剩余募集资金用途	0.9 亿元	
	永久补充流动资金		募集资金 1.7 亿元及其孳息 0.3 亿元	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

**东南亚业务布局仍具备成本优势。**综合东南亚及南亚各国人口、劳动力成本、结构、素质、增速比较来看,越南、印尼和柬埔寨相对具备优势,因此成为多数中国产业链转移的目的地。同时,东南亚地区具备更优的所得税优惠政策,以越南为例,普通企业所得税率 20% 低于国内,在经济区/高科技区建厂的企业更能享受“四免九减半”优待。鲁泰 A 积极布局海外,截至 2024 年,多个子公司能够享受缅甸及越南的税收优惠,从而有效降低生产成本,增大利润空间。

图 35：在越南、印尼和柬埔寨布局产能具备相对优势



资料来源：Wind，印尼劳工部，Statista，长江证券研究所 注：箭头方向表示优质方向

表 9：中国及东南亚部分国家税收政策梳理

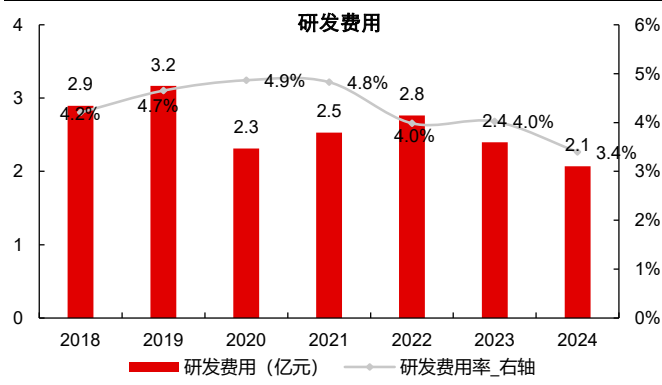
国家	税收政策
中国	普通企业 25% 税率，其中高新技术企业可享受 15% 所得税率
越南	普通企业所得税率 20%，经济区和高科技区可以享有 4 免 9 减半优惠，工业区则可享受 2 免 5 减半的优惠。此外，2024 年起越南实施全球最低税（15%），若企业跨国集团合并收入超 7.5 亿欧元，需按 15% 补税
印度尼西亚	2022 年起一般类企业的所得税税率降为 20%，先锋产业中不同投资规模企业能够享受不同的优惠政策，2025 年 1 月 1 日起实施 15% 的全球最低税率
柬埔寨	普通企业所得税率 20%。合格投资项目（QIP）可享受首次盈利起 3-9 年免税，免税期后对于应纳税额的 25%~75% 征收过度税率
缅甸	普通企业所得税率 25%。从投产之年算起，最高连续 7 年免税+5 年税收减半+5 年再投资税收继续减半，优惠期结束后按 25% 征收
印度	普通企业所得税率 30%。位于经济特区的企业，前 5 年所得税全免，后 6 到 10 年，减免 50% 出口收入的应纳税所得额，之后的第 11 到 15 年，如满足特定条件，减免高达 50% 的应纳税所得额。落后地区合资企业 10 年内减征所得税 25%。产品全部出口的企业、出口加工区和自由贸易区的国内外企业，5 年内免征所得税。企业进口用于生产出口商品的机器设备零部件和原材料免征关税

资料来源：PWC，丝路印象，国家税务总局，大数跨境，长江证券研究所

## 积极开拓品类与客户，有望扩大成长空间

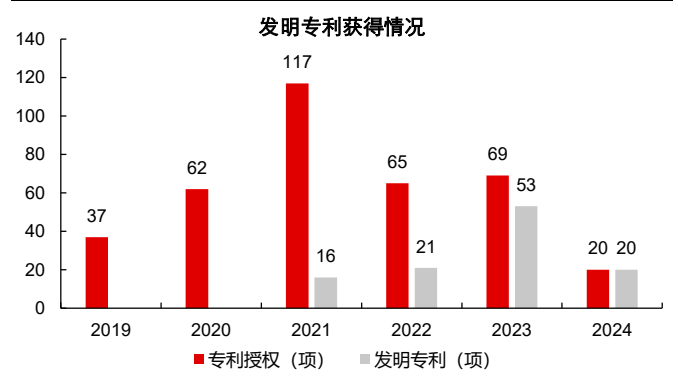
**坚持研发投入，推动技术和产品创新。**2018-2024 年，鲁泰 A 的年研发费用率基本维持在 4% 左右，多年来公司持续进行高额研发投入，在同业中处于领先水平。公司重视科研创新平台的建设与发展，在研究、设计与检测试验三大阶段建立核心技术平台，实现关键技术全环节提升，同时不断强化产学研合作，自主与联合开发纺织技术，持续优化企业生产模式，不断进行技术迭代和产品创新，以提升自身市场竞争力。

图 36: 鲁泰 A 维持较高的研发费用投入



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 37: 鲁泰 A 积极进行发明专利研发



资料来源: Wind, 长江证券研究所

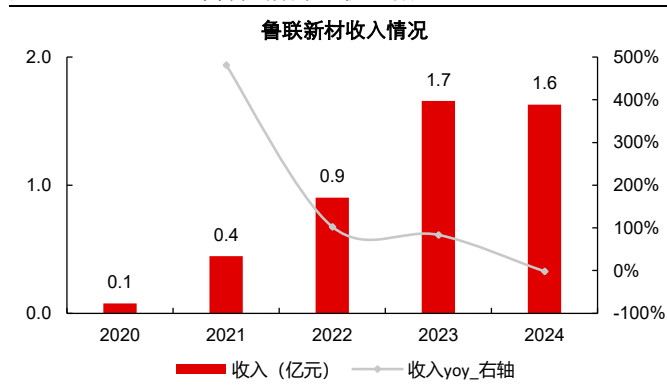
图 38: 鲁泰 A 搭建核心技术平台并不断强化产学研合作, 推进技术迭代和产品创新 (截至 2024 年)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

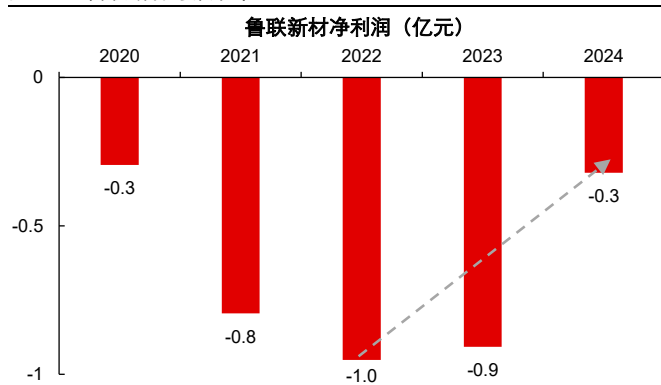
**服饰面料从接单生产向技术创新与环保实用转型。**一方面伴随户外活动和健康生活方式兴起, 消费者对于功能性面料需求增加, 同时再生面料与生物基面料的创新应用, 改善传统化纤面料穿着体验。2019 年公司与香港联业共同投资成立控股子公司鲁联新材, 旨在扩大公司在大纺织领域的面料产品品类, 拓展功能性面料领域。2023 年公司变更鲁联新材剩余募集资金用途至“海外高档面料产品线项目(一期)”建设。截至 2024 年, 公司功能性面料智慧生态园区项目(一期)处于技术及海外高档面料产品线项目(一期)处于产能爬坡阶段, 未来伴随功能性及高档面料技术完善和市场推广, 有望为公司带来新的利润增长点。

图 39: 2020-2023 年鲁联新材收入快速增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 40: 鲁联新材亏损收窄



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

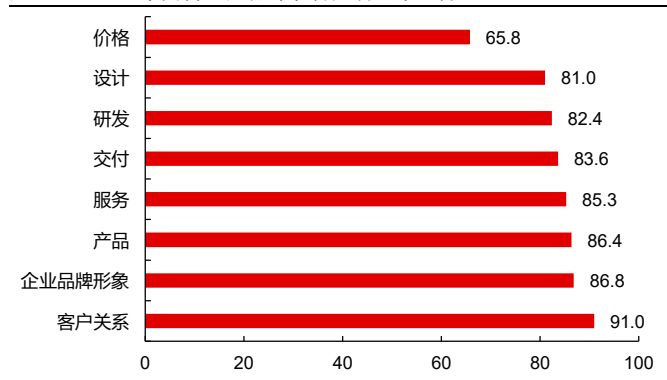
**积极参会拓客, 扩大增长空间。**公司积极参加海内外各类服装及面料展会以拓展潜在客户, 2024 年累计跟踪了 45 家面料潜在客户和 24 家服装潜在客户。同时公司每年持续改进优化客户满意度调查, 包括调查方式、问卷内容设计以及提高调查的真实性、严谨性和客观性, 整体来看, 2024 年客户对客户关系、品牌形象、产品和服务登方面满意度较高, 但是在价格方面满意度稍弱, 或也验证了鲁泰 A 作为色织布龙头企业在行业的强议价能力。

表 10: 公司大力跟踪展会潜在客户

序号	展会名称	时间	面料潜在客户数量	服装潜在客户数量
1	美国拉斯维加斯国际服装展 MAGIC SHOW	2024 年 2 月 13-15 日	4 家	6 家
2	法国巴黎国际服装面辅料展 TEXWORLD/APP	2024 年 2 月 05-07 日	1 家	2 家
3	墨西哥城国际服装面辅料展 EXPO Producción	2024 年 3 月 20-22 日	7 家	-
4	越南胡志明纺织及制衣工业展 Saigontex	2024 年 4 月 10-13 日	3 家	-
5	TCE 定制展-上海	2024 年 5 月 08-10 日	-	4 家
6	阿联酋迪拜国际纺织展 ITF	2024 年 5 月 20-22 日	1 家	2 家
7	加拿大多伦多纺织服装展 ATSC	2024 年 8 月 26-28 日	1 家	2 家
8	韩国首尔国际纺织服装及面料展 Preview In SEOUL	2024 年 8 月 21-23 日	1 家	2 家
9	上海国际功能性纺织品展览会 PerformanceDays	2024 年 10 月 09-10 日	15 家	-
10	日本东京服装服饰展览会 FASHION WORLD TOKYO	2024 年 10 月 15-17 日	4 家	2 家

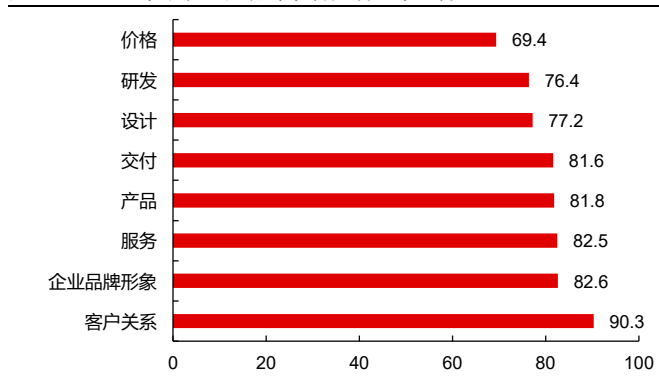
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 注: 2024 年累计跟踪 45 家面料潜在客户和 24 家服装潜在客户, 此表仅列出部分以参考

图 41: 2024 年面料业务各环节客户满意平均得分



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 42: 2024 年服装业务各环节客户满意平均得分



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 政策加码, 鲁泰 A 有望迎来价值重估

政策加码下, 破净公司有望迎来价值重估。2024 年 11 月, 《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》出台, 强调长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划, 并经董事会审议后披露。2024 年 12 月, 国资委提出要高度重视破净问题, 要指导长期破净上市公司制定披露估值提升计划并监督执行。强制信息披露和整改约束有望推动破净公司从被动估值修复转向主动价值管理。

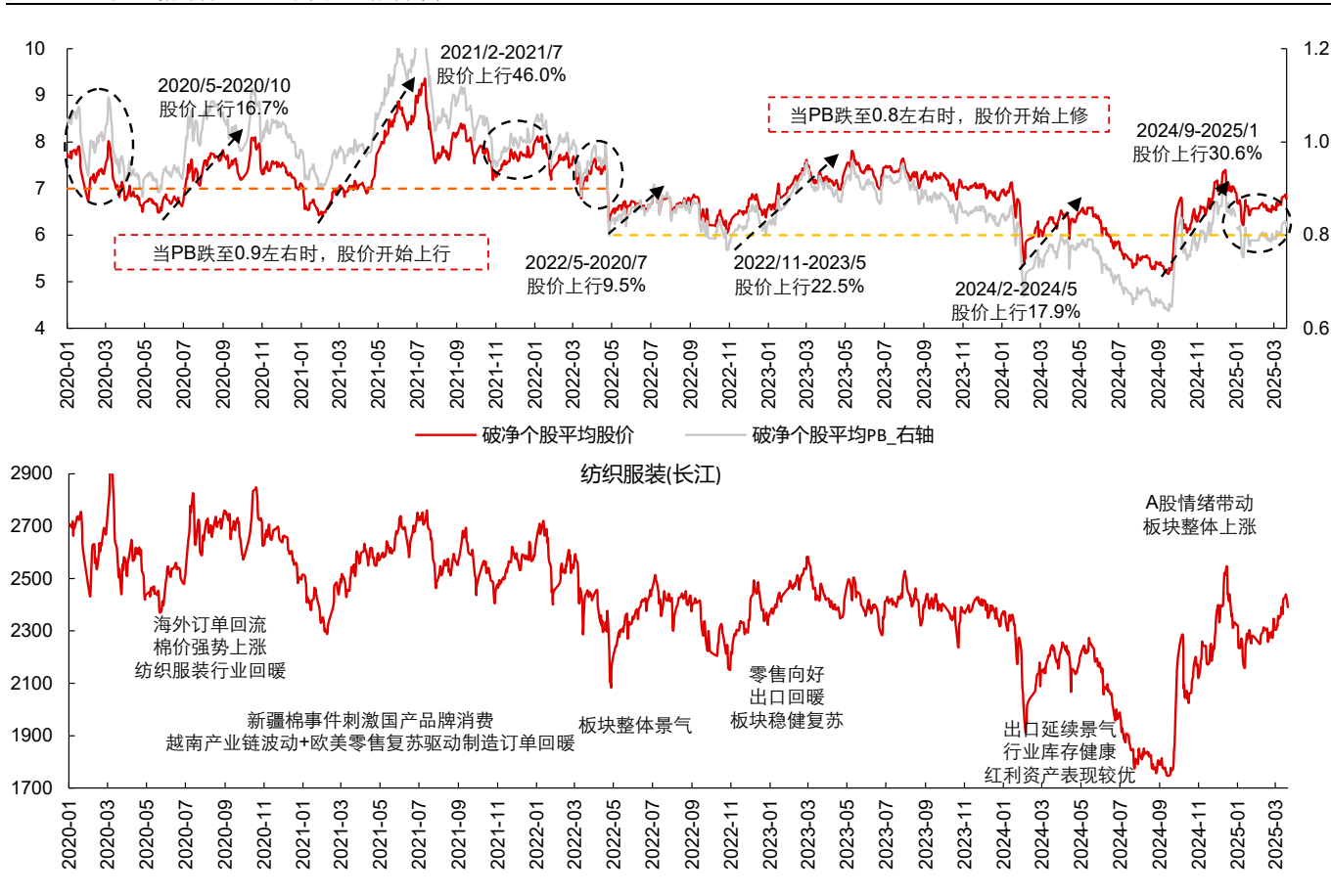
表 11: 2024 年以来市值管理相关政策一览

时间	部门	文件/新闻	内容
2024/01/24	国资委	国新办新闻发布会	研究将市值管理成效纳入对中央企业负责人考核, 引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现。
2024/03/15	证监会	《关于加强上市公司监管的意见(试行)》	严格执行破发、破净、分红不达标的上市公司控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持的规定。要求未增持或回购的破净公司在定期报告中说明改善公司投资价值的相关举措。
2024/04/12	国务院	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	推动上市公司提升投资价值, <b>制定上市公司市值管理指引</b> 。研究将上市公司 <b>市值管理</b> 纳入企业内外部考核评价体系。
2024/09/24	央行 金融监管总局 证监会	国新办新闻发布会	创设股票回购、增持专项再贷款, 引导银行向上市公司和主要股东提供贷款, 支持回购和增持股票。同时证监会准备就 <b>市值管理</b> 指引公开征求意见。
2024/11/15	证监会	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	<b>长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划, 并经董事会审议后披露</b> 。估值提升计划相关内容应当明确、具体、可执行, 不得使用容易引起歧义或者误导投资者的表述。长期破净公司应当至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估, 评估后需要完善的, 应经董事会审议后披露。
2024/12/17	国资委	《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	高度重视控股上市公司破净问题, 将解决长期破净问题纳入年度重点工作, <b>指导长期破净上市公司制定披露估值提升计划并监督执行</b> ; 对业务协同度弱、股票流动性差、基本失去功能作用的破净上市公司, 鼓励通过吸收合并、资产重组等方式加以处置。

资料来源: 国务院, 央行, 金融监管总局, 证监会, 国资委, 中国政府网, 人民网, 长江证券研究所

复盘破净公司股价可以发现, 当 PB 均值触发特定阈值时, 股价往往迎来修复。2020 年 1 月至 2022 年 5 月, 当破净股平均 PB 下行至 0.9 左右时, 股价普遍开始上行, 平均反弹幅度约 20%。2022 年 5 月以来, 或受市场风险偏好下移影响, PB 阈值也降至 0.8 左右, 当破净股触及该范围时大概率开始上行, 平均反弹幅度约在 10%以上。

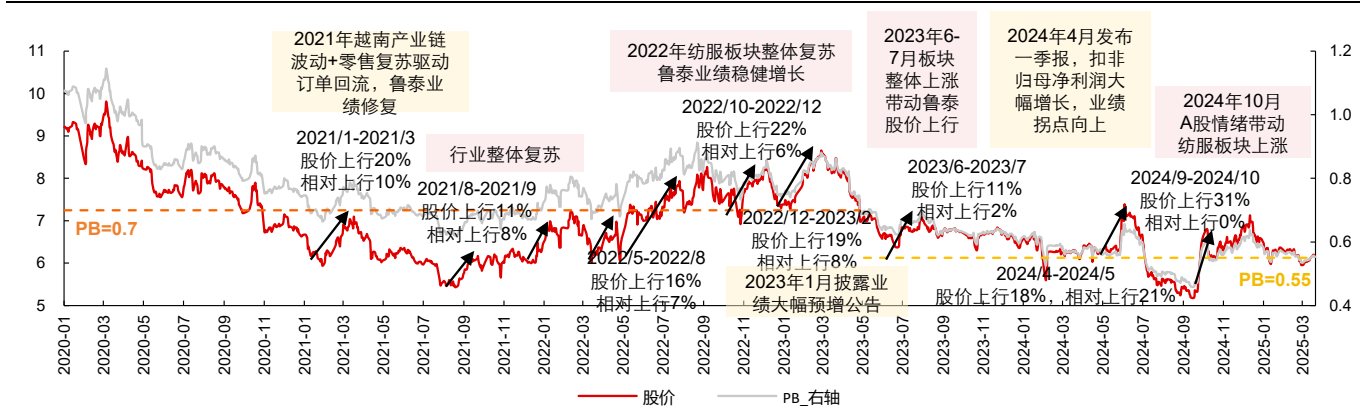
图 43: 破净公司股价及 PB 表现复盘 (股价单位: 元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

公司 PB 处于历史低位, 估值有望触底反弹。复盘鲁泰 A 股价表现可以发现, PB 跌破一定水平时股价往往迎来修复, 鲁泰 A 当前 PB 估值位于 2020 年以来 14%分位数水平, 处于历史低位, 有望迎来估值修复。此外公司 2024 年扣非归母净利润同比+25%至 4.8 亿元, 业绩拐点向上, 后续需求回暖及产能释放有望扩大业绩修复空间, 同时公司坚持分红和回购, 并且积极响应估值提升计划, 2024 年实施半年度、三季度及全年分红, 增强投资者信心, 进一步增强股价催化。

图 44: 鲁泰 A 的 PB 估值跌至一定水平后往往迎来股价反弹 (股价单位: 元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 股价相对上行指相对于股价涨幅高于长江纺织服装指数涨幅部分

综上，公司功能性面料和海外高档面料项目已建成投产，2026 年有望实现利润贡献。此外公司近几年不断加大智能制造和信息化管理方面的投入，在筒子纱智能染色、纺织面料颜色数字化、5G 园区智慧共享、服装高级定制智能化生产等领域已深入应用，提升生产、管理等环节的效率。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 5.6、6.3、6.7 亿元，现价对应 PE 为 10、9、8X，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1、产能扩张不及预期：若公司新项目建设受不可抗力因素影响导致投产进度不及预期，或将影响收入增长；
- 2、上游原材料价格波动风险：公司原材料主要为棉花，且占总成本的比较高，其价格受市场供需、气候、政策、汇率、配额等诸多因素的影响，若出现短期价格大幅波动，或将影响公司业绩；
- 3、下游需求不及预期：若整体经济环境偏弱导致下游需求疲软，或公司新业务开展不顺利导致订单偏少，将影响公司收入；
- 4、投资收益波动风险：若公司股权投资和私募投资收益不及预期，则会影响公司整体利润呈现。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为今年公司越南产能利用率逐步爬坡，鲁联及万象项目有望减亏，叠加公允价值变动增厚利润，基于上述假设 2025-2027 年营业收入分别同比 +9.7%/+4.7%/+5.4%，归母净利润分别同比 +35.5%/+12.4%/+7.7%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下公司产能爬坡不及预期以及海外订单表现偏弱，可能导致公司业绩趋弱，悲观情况下预计公司 2025-2027 年营业收入分别同比 +8.1%/+2.9%/+3.6%，归母净利润分别同比 +27.7%/+9.4%/+4.9%。

表 12：公司收入和利润敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6091	6681	6997	7377	6091	6583	6772	7013
yoy	2.2%	9.7%	4.7%	5.4%	2.2%	8.1%	2.9%	3.6%
毛利率	23.8%	23.8%	24.1%	24.6%	23.8%	23.4%	23.6%	24.1%
归母净利润	410	556	625	673	410	524	573	602
yoy	1.7%	35.5%	12.4%	7.7%	1.7%	27.7%	9.4%	4.9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>6091</b>	<b>6681</b>	<b>6997</b>	<b>7377</b>	货币资金	2056	2896	3981	5048
营业成本	4644	5090	5313	5563	交易性金融资产	694	794	894	994
<b>毛利</b>	<b>1447</b>	<b>1591</b>	<b>1684</b>	<b>1814</b>	应收账款	849	867	884	928
%营业收入	24%	24%	24%	25%	存货	2020	2309	2240	2173
营业税金及附加	62	73	77	74	预付账款	94	61	64	67
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	298	391	417	445
销售费用	151	160	168	148	<b>流动资产合计</b>	<b>6011</b>	<b>7317</b>	<b>8480</b>	<b>9654</b>
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	120	110	100	90
管理费用	344	434	455	457	投资性房地产	19	19	19	19
%营业收入	6%	7%	7%	6%	固定资产合计	6054	5840	5389	4541
研发费用	207	267	259	258	无形资产	333	324	315	305
%营业收入	3%	4%	4%	4%	商誉	21	21	21	21
财务费用	-4	32	20	2	递延所得税资产	149	147	147	147
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1224	694	474	654
加: 资产减值损失	-110	-115	-125	-135	<b>资产总计</b>	<b>13930</b>	<b>14471</b>	<b>14943</b>	<b>15431</b>
信用减值损失	-3	-4	-4	-4	短期贷款	850	900	930	960
公允价值变动收益	-91	0	0	0	应付款项	272	274	286	300
投资收益	-47	53	53	0	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>467</b>	<b>609</b>	<b>683</b>	<b>736</b>	应付职工薪酬	301	321	335	350
%营业收入	8%	9%	10%	10%	应交税费	57	39	41	43
营业外收支	1	4	5	5	其他流动负债	295	374	397	402
<b>利润总额</b>	<b>468</b>	<b>613</b>	<b>688</b>	<b>741</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>1776</b>	<b>1908</b>	<b>1988</b>	<b>2055</b>
%营业收入	8%	9%	10%	10%	长期借款	396	446	476	506
所得税费用	42	57	63	68	应付债券	1509	1549	1589	1629
净利润	426	556	625	673	递延所得税负债	132	137	137	137
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>410</b>	<b>556</b>	<b>625</b>	<b>673</b>	其他非流动负债	295	283	273	263
少数股东损益	16	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>4108</b>	<b>4324</b>	<b>4465</b>	<b>4591</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.50</b>	<b>0.68</b>	<b>0.76</b>	<b>0.82</b>	归属于母公司所有者权益	9439	9764	10096	10457
					少数股东权益	383	383	383	383
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>9822</b>	<b>10147</b>	<b>10479</b>	<b>10840</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>13930</b>	<b>14471</b>	<b>14943</b>	<b>15431</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1244</b>	<b>1223</b>	<b>1681</b>	<b>1762</b>					
取得投资收益收回现金	7	53	53	0	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	23	10	10	10		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-216	-287	-286	-286	每股收益	0.50	0.68	0.76	0.82
其他	-1046	0	-100	-100	每股经营现金流	1.52	1.50	2.06	2.16
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1232</b>	<b>-224</b>	<b>-322</b>	<b>-376</b>	市盈率	13.04	10.01	8.91	8.27
债券融资	33	40	40	40	市净率	0.56	0.57	0.55	0.53
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	5.33	3.59	2.80	2.17
银行贷款增加(减少)	405	100	60	60	总资产收益率	2.9%	3.8%	4.2%	4.4%
筹资成本	-293	-346	-383	-409	净资产收益率	4.3%	5.7%	6.2%	6.4%
其他	-173	17	10	-10	净利率	6.7%	8.3%	8.9%	9.1%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-28</b>	<b>-189</b>	<b>-273</b>	<b>-319</b>	资产负债率	29.5%	29.9%	29.9%	29.8%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-16</b>	<b>810</b>	<b>1085</b>	<b>1067</b>	总资产周转率	0.45	0.47	0.48	0.49

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。