

需求低迷下订单价格承压，期待Q4拐点

百隆东方(601339)

评级:	买入	股票代码:	601339
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.98/4.76
目标价格:		总市值(亿)	84.90
最新收盘价:	5.66	自由流通市值(亿)	21.84
		自由流通股数(百万)	385.91

事件概述

23H1 公司年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 32.20/2.73/2.01/1.55 亿元、同比增长-18.77%/-64.82%/-73.46%/-86.68%，净利处于业绩预告下限。归母净利降幅高于公司收入主要由于毛利率大幅下降，我们分析主要由于需求低迷背景下、价格承压导致毛利率承压。经营性现金流净额低于净利主要由于处置固定资产收益和投资收益增加、存货增加以及应付账款减少。

23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 17.34/1.89/1.24 亿元、同比增长-12.80%/-56.24%/-70.52%，非经主要为投资收益 5000 万。总的来说，公司业绩符合我们此前认为 Q1 为最低谷的判断，但 Q2 仍未恢复至正常盈利水平。

分析判断:

我们估计 Q2 产能利用率已逐步恢复，但需求低迷导致价格承压。收入拆分来看，(1) 分地区：海外/国内市场收入分别为 23.50/8.70 亿元，同比增长-18.3%/-19.9%。其中越南工厂收入为 24.25 亿元，同比下降 9%。

(2) 我们估计海内外疫情影响减弱，Q2 产能利用率已逐步实现恢复，但由于需求低迷导致价格承压、毛利率承压。

净利率降幅低于毛利率，主要受益于汇兑收益及投资收益。(1) 23H1 公司毛利率 14.92%、同比下降 12.7PCT，分拆来看，纱线境内/境外毛利率分别为 8.4%/15.8%，同比下降 12.8/13.4PCT，我们分析毛利率下降主要由于需求低迷下订单价格承压。(2) 23H1 公司净利率 8.48%，同比下降 11.1PCT，23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.64%/5.75%/1.41%/0.39%、同比提高 0.08/1.47/-0.38/-1.34PCT，财务费用下降主要由于汇兑收益贡献 5718 万元；管理费用率上升主要由于职工薪酬费用刚性，以及折旧及摊销费用增长。投资收益/收入同比增长 1.49PCT 至 3.25% (股权投资收益 4056 万元、棉花期货收益 6395 万元)；公允价值变动损益/收入同比下降 0.79PCT 至-0.77%；资产减值损失/收入同比下降 0.23PCT 至 0%；资产处置收益 (1700 万元) /收入同比增长 0.51PCT 至 0.55%，主要为固定资产处置利得；所得税/收入为 1.2%、同比下降 0.08PCT。

(3) 23Q2 毛利率为 16.3%，同比下降 12.87PCT、去年同期包含期货贡献计入成本，环比增加 2.99PCT；23Q2 净利率为 10.9%，同比下降 10.82%，环比增加 5.24PCT。23Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.49%/5.09%/1.79%/-1.04%、同比下降 0.07/-0.32/0.46/2.84PCT。

存货主要为原材料备货。23H1 末公司存货为 54.64 亿元、环比下降不明显，存货周转天数为 355 天，同比增加 100 天，存货于 22 年底已达 53.46 亿元，23H1 整体市场订单表现不佳，未能进一步消化库存；应收账款为 5.13 亿元，同比增长 3%，应收账款周转天数为 27 天、同比增加 1 天；应付账款为 3.08 亿元，同比增长 25.7%，应付账款周转天数为 20 天、同比基本持平。

投资建议

我们分析，(1) 下游需求仍旧低迷，价格及盈利水平有待恢复，但随着产能利用率逐步恢复，期待 Q4 订单拐点；(2) 根据公司公告，资产处置收益为 1.2 亿元，上半年已计入 0.17 亿元，预计下半年仍有望贡献 1 亿元；(3) 长期来看，公司份额提升逻辑未变，越南布局重要性越加凸显，公司扩产也仍在持续。维持 23/24/25 年收入预测 58.77/71.07/78.47 亿元，考虑到盈利恢复不达预期，我们下调净利预测由 13.59/15.44/16.70 至

8.29/9.80/11.43 亿元，下调 EPS 由 0.91/1.03/1.11 元至 0.55/0.65/0.76 元，2023 年 8 月 17 日收盘价 5.66 元对应 PE 分别为 10/9/7X，维持“买入”评级。

风险提示

棉价下行风险；欧美通胀导致需求下滑风险；越南疫情风险；汇率波动风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,774	6,989	5,877	7,107	7,847
YoY (%)	26.7%	-10.1%	-15.9%	20.9%	10.4%
归母净利润(百万元)	1,371	1,563	829	980	1,143
YoY (%)	274.5%	14.0%	-46.9%	18.2%	16.6%
毛利率 (%)	26.2%	26.9%	18.5%	18.2%	19.4%
每股收益 (元)	0.91	1.04	0.55	0.65	0.76
ROE	15.2%	15.5%	7.6%	8.3%	8.8%
市盈率	6.19	5.43	10.24	8.66	7.43

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,989	5,877	7,107	7,847	净利润	1,563	829	980	1,143
YoY (%)	-10.1%	-15.9%	20.9%	10.4%	折旧和摊销	577	563	608	668
营业成本	5,111	4,790	5,814	6,323	营运资金变动	-1,438	2,245	-362	-149
营业税金及附加	37	24	28	31	经营活动现金流	246	3,456	1,033	1,491
销售费用	49	24	28	31	资本开支	-404	-306	-282	-314
管理费用	392	270	320	353	投资	-278	0	0	0
财务费用	157	159	78	35	投资活动现金流	225	49	15	-52
	113	118	134	141	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-390	0	0	0	债务募资	11,082	-2,644	-631	0
投资收益	924	354	296	262	筹资活动现金流	18	-2,831	-752	-109
营业利润	1,740	882	1,044	1,241	现金净流量	529	674	296	1,331
营业外收支	18	2	4	1					
利润总额	1,758	884	1,049	1,242	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	195	55	68	99	成长能力 (%)				
净利润	1,563	829	980	1,143	营业收入增长率	-10.1%	-15.9%	20.9%	10.4%
归属于母公司净利润	1,563	829	980	1,143	净利润增长率	14.0%	-46.9%	18.2%	16.6%
YoY (%)	14.0%	-46.9%	18.2%	16.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.04	0.55	0.65	0.76	毛利率	26.9%	18.5%	18.2%	19.4%
					净利率	22.4%	14.1%	13.8%	14.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	9.6%	5.8%	6.6%	7.1%
货币资金	2,072	2,745	3,041	4,372	净资产收益率 ROE	15.5%	7.6%	8.3%	8.8%
预付款项	16	48	58	63	偿债能力 (%)				
存货	5,346	3,019	3,504	3,638	流动比率	1.97	4.11	6.24	7.31
其他流动资产	1,233	1,237	1,283	1,314	速动比率	0.72	2.23	3.30	4.31
流动资产合计	8,667	7,048	7,886	9,387	现金比率	0.47	1.60	2.41	3.40
长期股权投资	2,285	2,285	2,285	2,285	资产负债率	38.0%	24.1%	20.2%	18.9%
固定资产	3,811	3,498	3,123	2,710	经营效率 (%)				
无形资产	652	621	598	573	总资产周转率	0.43	0.41	0.48	0.49
非流动资产合计	7,540	7,296	6,988	6,651	每股指标 (元)				
资产合计	16,206	14,345	14,874	16,039	每股收益	1.04	0.55	0.65	0.76
短期借款	3,275	631	0	0	每股净资产	6.70	7.26	7.91	8.67
应付账款及票据	305	223	317	294	每股经营现金流	0.16	2.30	0.69	0.99
其他流动负债	826	860	947	990	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,405	1,714	1,263	1,284	估值分析				
长期借款	1,551	1,551	1,551	1,551	PE	5.43	10.24	8.66	7.43
其他长期负债	197	197	197	197	PB	0.85	0.78	0.72	0.65
非流动负债合计	1,748	1,748	1,748	1,748					
负债合计	6,153	3,462	3,011	3,032					
股本	1,500	1,500	1,500	1,500					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	10,053	10,883	11,863	13,006					
负债和股东权益合计	16,206	14,345	14,874	16,039					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。