

## 公司研究

## 上半年业绩超预期，越南产能优势凸显

## ——百隆东方（601339.SH）2022年中报点评

## 要点

## 22年上半年业绩超预期，归母净利润增速快于收入

公司发布2022年中报，上半年实现营业收入39.64亿元、同比增长1.11%，归母净利润7.77亿元、同比增长41.09%超预期，扣非归母净利润7.58亿元、同比增长43.54%，EPS为0.53元。2022年上半年公司利润增速高于收入，主要为毛利率明显提升贡献。

分季度来看，2022Q1/Q2公司收入分别同比+5.39%、-2.81%，归母净利润分别同比+54.58%、+31.91%。

## 22年上半年越南子公司产能占比接近70%、收入同比+18%

截至2022年上半年公司越南产能110万锭、占比接近70%。2022年上半年子公司越南百隆实现收入26.66亿元、占比为67.25%、收入同比增加18.04%；净利润8.09亿元、同比增加78.58%，净利率达30.36%、同比提升10.29PCT。推算国内产能2022年上半年收入为12.98亿元、同比下滑21.88%，净利润为-3266万元。

上半年公司越南和国内工厂业绩表现分化，主要为在国内疫情以及中美贸易摩擦扰动下，上半年国内纺织产业订单外流，进而促公司越南工厂订单充足、规模效应凸显，而公司国内工厂受疫情防控影响，物流及人员流动受阻、需求疲弱，进而使订单萎缩、产能利用率不足。

## 毛利率提升明显、存货中棉花原材料储备仍较充足

22年上半年公司毛利率为27.63%、同比+6.78PCT，其中22Q1/Q2毛利率分别为26.08%、29.17%、同比+8.19PCT、+5.61PCT。毛利率提升主要受益于棉价上涨（截至22年6月末内棉328指数、外棉CotlookA指数相较21年同期上涨14%/44%）、公司越南产能订单旺盛、提价顺畅，且前期储备较多低价棉花库存；截至22年6月末原材料共计23.51亿元、较年初略下降2.64%，库存周期平均保持在6~8个月，同时公司在外棉采购上亦有相对优势，虽然短期棉价有所回调、但认为公司仍可平滑和管控好用棉成本。

上半年经营活动净现金流为11.65亿元、同比增长61.22%，主要系上半年原材料采购支出同比大幅减少所致。

## 盈利预测、估值与评级

上半年在国内疫情等不利因素影响下，公司海外产能布局优势显现、彰显较强的抗风险能力，盈利能力进一步提升。同时公司产能扩张亦在稳步推进，此前39万锭纱线扩建定增项目中的第一个车间拟在8月试生产。考虑到上半年业绩超预期，我们上调22年归母净利润预测，同时结合棉价近期高位回落，海外需求压力初显未来不确定性需关注，我们下调23~24年归母净利润预测（较前次预测分别+7%/-5%/-9%），预计22~24年EPS为0.92、0.94、1.04元，对应22年、23年PE分别为6倍、6倍，估值较低同时公司全球化布局、份额有望继续提升，维持“买入”评级。

## 风险提示：国内外疫情影响接单、贸易环境变化影响接单、汇率或棉价大幅波动。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,135	7,774	8,153	9,354	10,284
营业收入增长率	-1.40%	26.73%	4.87%	14.74%	9.94%
净利润（百万元）	366	1,371	1,386	1,415	1,557
净利润增长率	22.92%	274.47%	1.14%	2.03%	10.10%
EPS（元）	0.24	0.91	0.92	0.94	1.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.64%	15.24%	14.40%	13.31%	13.24%
P/E	23	6	6	6	5
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-29

## 买入（维持）

当前价：5.59元

## 作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	15.00
总市值(亿元)	83.85
一年最低/最高(元)	4.57/6.97
近3月换手率	73.52%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.16	-3.65	16.97
绝对	10.47	8.94	11.95

资料来源：Wind

## 相关研报

21年利润创历史新高，22Q1业绩延续高增——百隆东方（601339.SH）2021年报及2022年一季报点评（2022-04-28）

21年上半年业绩靓丽，长期产能持续扩张、短期关注越南疫情——百隆东方（601339.SH）2021年中报点评（2021-07-30）

20Q4收入回升，21年期待订单和毛利率修复、扩产效果体现——百隆东方（601339.SH）2020年年报点评（2021-04-25）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,135	7,774	8,153	9,354	10,284
营业成本	5,462	5,737	6,057	7,172	7,886
折旧和摊销	531	536	617	652	685
税金及附加	33	41	49	56	62
销售费用	38	37	49	56	62
管理费用	320	364	416	468	514
研发费用	139	155	171	196	226
财务费用	159	110	111	84	55
投资收益	358	172	200	200	200
营业利润	409	1,472	1,510	1,540	1,692
利润总额	409	1,470	1,511	1,545	1,689
所得税	42	99	125	131	132
净利润	366	1,371	1,386	1,415	1,557
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	366	1,371	1,386	1,415	1,557
EPS(元)	0.24	0.91	0.92	0.94	1.04

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,215	1,453	2,060	1,635	1,652
净利润	366	1,371	1,386	1,415	1,557
折旧摊销	531	536	617	652	685
净营运资金增加	-644	987	-69	555	630
其他	963	-1,441	125	-987	-1,220
投资活动产生现金流	-571	-197	-416	-335	-210
净资本支出	-132	-562	-610	-510	-410
长期投资变化	2,318	2,195	0	0	0
其他资产变化	-2,757	-1,829	194	175	200
融资活动现金流	-1,653	-566	-1,520	-1,060	-1,256
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,199	-92	-659	-559	-777
无息负债变化	124	106	-93	94	62
净现金流	-1,077	676	123	240	186

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	11.0%	26.2%	25.7%	23.3%	23.3%
EBITDA 率	11.6%	26.3%	25.9%	22.5%	22.0%
EBIT 率	2.9%	19.4%	18.3%	15.6%	15.3%
税前净利润率	6.7%	18.9%	18.5%	16.5%	16.4%
归母净利润率	6.0%	17.6%	17.0%	15.1%	15.1%
ROA	2.8%	9.6%	9.8%	9.6%	10.3%
ROE (摊薄)	4.6%	15.2%	14.4%	13.3%	13.2%
经营性 ROIC	1.6%	13.1%	12.8%	12.0%	12.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	40%	37%	32%	28%	22%
流动比率	1.25	1.71	2.07	2.65	3.89
速动比率	0.48	0.68	0.88	1.15	1.68
归母权益/有息债务	1.77	2.06	2.60	3.37	4.95
有形资产/有息债务	2.79	3.11	3.63	4.45	6.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	13,159	14,274	14,158	14,691	15,110
货币资金	647	1,507	1,631	1,871	2,057
交易性金融资产	614	236	236	236	236
应收账款	658	653	613	703	773
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	227	243	256	270
存货	3,486	4,147	3,901	4,195	4,610
其他流动资产	227	99	137	149	157
流动资产合计	5,637	6,869	6,760	7,410	8,104
其他权益工具	160	175	175	175	175
长期股权投资	2,318	2,195	2,195	2,195	2,195
固定资产	4,023	4,028	3,878	3,682	3,404
在建工程	257	241	330	340	310
无形资产	674	657	650	644	637
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	90	110	170	245	285
非流动资产合计	7,522	7,405	7,398	7,281	7,006
总负债	5,267	5,281	4,528	4,063	3,348
短期借款	3,490	2,818	2,159	1,599	823
应付账款	260	389	303	359	394
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	767	808	802	840	866
流动负债合计	4,518	4,015	3,263	2,798	2,083
长期借款	546	1,053	1,053	1,053	1,053
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	203	213	213	213	213
非流动负债合计	749	1,265	1,265	1,265	1,265
股东权益	7,893	8,993	9,630	10,628	11,761
股本	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
公积金	2,751	2,813	2,951	3,093	3,116
未分配利润	3,751	4,773	5,271	6,128	7,237
归属母公司权益	7,893	8,993	9,630	10,628	11,761
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.62%	0.48%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	5.21%	4.68%	5.10%	5.00%	5.00%
财务费用率	2.60%	1.42%	1.36%	0.90%	0.54%
研发费用率	2.26%	2.00%	2.10%	2.10%	2.20%
所得税率	10%	7%	8%	8%	8%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.50	0.28	0.28	0.31
每股经营现金流	0.81	0.97	1.37	1.09	1.10
每股净资产	5.26	6.00	6.42	7.09	7.84
每股销售收入	4.09	5.18	5.44	6.24	6.86

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	23	6	6	6	5
PB	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	14.8	5.1	4.5	4.3	3.6
股息率	3.6%	8.9%	5.0%	5.1%	5.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE