

百隆东方 (601339.SH)

二季度收入同比降幅收窄，盈利水平环比改善

买入

核心观点

受外需影响，上半年业绩承压，二季度收入和毛利率环比提升明显。公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。2023上半年收入减少19%至32亿元，净利润减少65%至2.7亿元，业绩大幅下滑主要由于2022年10月开始到2023上半年，国内终端消费疲软和海外品牌去库存双重影响导致订单锐减，同时开机率不足、棉价下跌令毛利率同比下跌至15%。但分季度看，2023一季度和二季度均延续环比快速改善趋势，收入环比均有17-18%增长，二季度毛利率环比提升3个百分点至16.3%，即使在较高基数上，二季度收入和净利润跌幅均环比一季度收窄。上半年资本支出4.4亿元。

棉价低位充分储备原材料库存，有利于棉价上升后的盈利弹性释放。上半年末，公司存货周转天数环比上升至355天，存货余额相比年初基本持平，其中原材料和库存商品分别为31亿元和17亿元，原材料库存环比年初持平、但同比增长明显，反映公司在棉价低位加大原材料采购力度，有利于棉价上升的盈利弹性释放。

展望：短期关注订单环比向上和棉价上行的趋势，中长期越南扩张贡献增长。
1) 从短期看，一方面国内消费复苏、海外品牌库存去化，下游订单景气度将延续环比向上趋势；另一方面近期内外棉价均小幅上行，公司在棉价低位储备较多原材料库存，有利于后续盈利水平回升。2) 从中长期看，公司在越南计划扩张39万锭纱线，其中8万锭纱线已于2022年8月投产，剩余产能将陆续投产，越南相比国内具有低关税、低人工成本和低贸易壁垒的优势，在国际品牌对服装原材料溯源要求趋严的背景下，越南的产能呈现供不应求状态并拥有较高的溢价，看好公司海外扩张贡献业绩增长。

风险提示：疫情反复、原料价格大幅波动、订单需求不及预期、系统性风险。

投资建议：短期关注盈利改善趋势，中长期海外扩张成长潜力大。公司早期在越南布局纱线产能，目前形成低成本和低贸易壁垒优势，在越南积极扩张产能有望进一步提升盈利能力。我们预计今年景气度将延续逐季回升趋势，明年经营环境回暖叠加新产能达产后效益有望加速释放。由于海外订单回暖进度慢于预期、叠加竞争加剧影响产品价格，下调盈利预测，预计2023~2025年净利润为8.0/11.1/12.4亿元（原11.1/13.2/14.7亿元），同比-49%/+38%/+12%，由于盈利预测下调，下调目标价至7.0-7.4元（原7.9-8.3元），对应2024年9.5-10x PE，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)	7,774	6,989	6,793	7,401	8,055
(+/-%)	26.7%	-10.1%	-2.8%	8.9%	8.8%
净利润(百万元)	1371	1563	802	1110	1243
(+/-%)	274.5%	14.0%	-48.7%	38.4%	12.0%
每股收益(元)	0.91	1.04	0.53	0.74	0.83
EBIT Margin	20.8%	20.4%	10.9%	15.8%	15.9%
净资产收益率(ROE)	15.2%	15.5%	7.6%	9.9%	10.4%
市盈率(PE)	6.8	6.0	11.6	8.4	7.5
EV/EBITDA	6.8	7.7	12.8	9.2	8.5
市净率(PB)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

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(维持)
合理估值	7.00 - 7.40元
收盘价	5.66元
总市值/流通市值	8490/8490百万元
52周最高价/最低价	7.59/5.18元
近3个月日均成交额	29.19百万元

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

《百隆东方(601339.SH)-2023年一季度收入同比下滑25%，环比趋势向好》——2023-05-03

《百隆东方(601339.SH)-2022年净利润增长14%，毛利率维持较好水平》——2023-04-12

《百隆东方(601339.SH)-三季度净利润增长9%，毛利率维持较高水平》——2022-10-28

《百隆东方(601339.SH)-受益外棉涨价和外需景气，二季度业绩增长32%》——2022-08-11

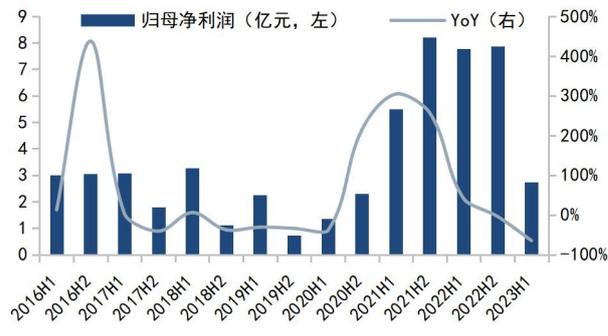
《百隆东方(601339.SH)-受益棉价上涨，2022年一季度净利润增长55%》——2022-04-29

图1：公司半年度营业收入及增长（亿元，%）



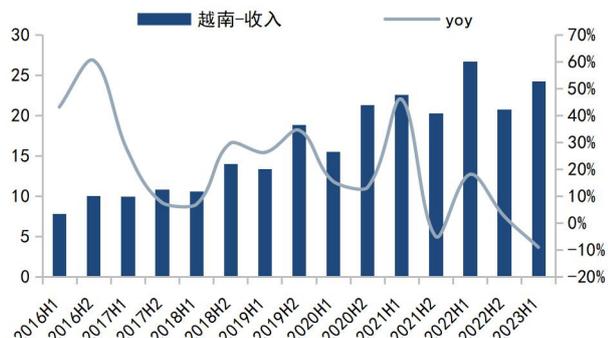
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增长（亿元，%）



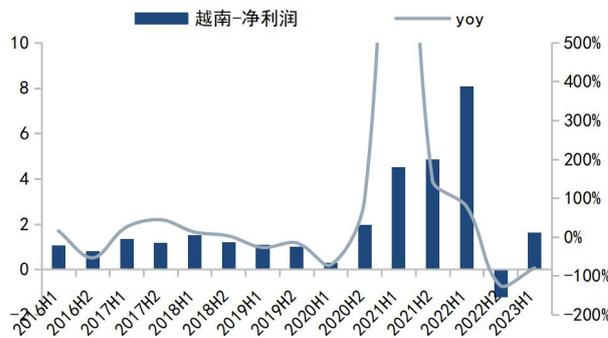
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司越南子公司收入及增长



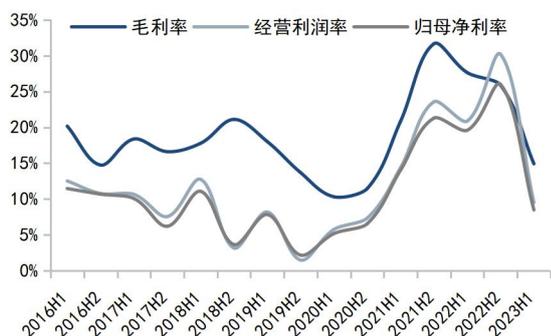
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司越南子公司净利润及增长



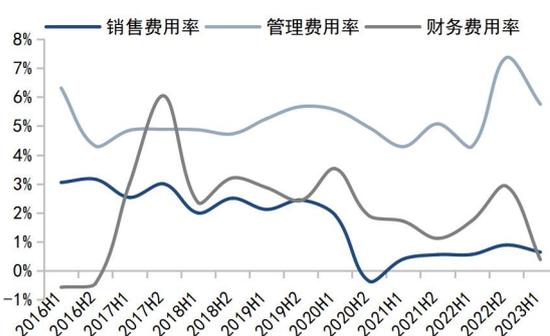
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司半年度利润率水平



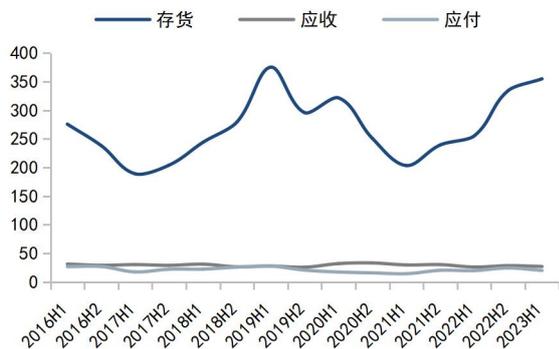
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司半年度费用率水平



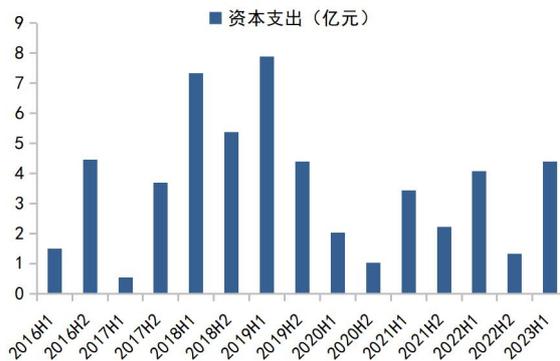
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司半年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8：公司半年度资本支出金额（亿元）



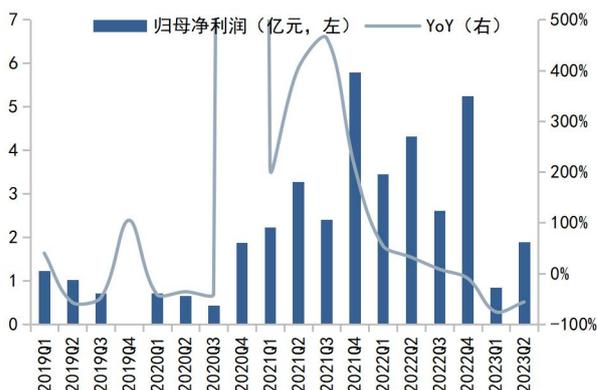
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度营业收入及增长（亿元，%）



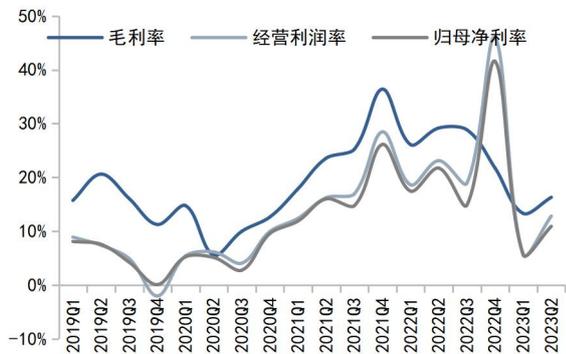
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度归母净利润及增长（亿元，%）



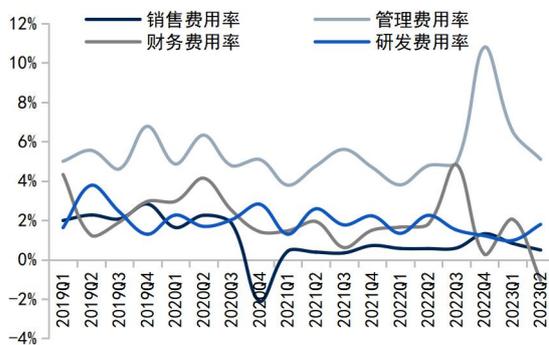
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司季度利润率水平



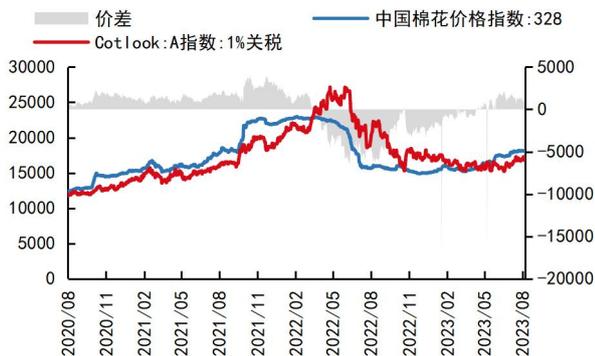
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司季度费用率水平



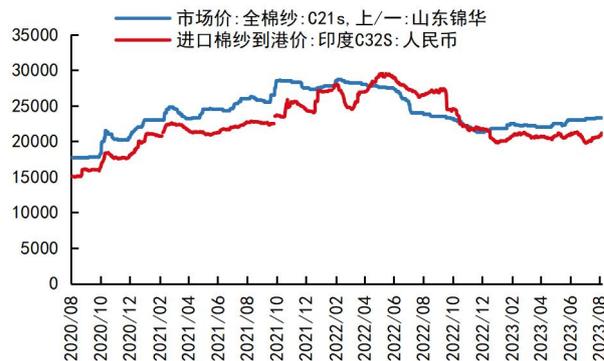
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 内棉和外棉价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 内外棉纱价格走势 (元/吨)



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

二季度收入、毛利率表现均小幅低于原来预期,同时考虑到,一方面海外品牌去库存进度及恢复下单节奏比预期慢,因此小幅下调下半年销量预期,同时由于产能利用率低于原来假设,毛利率同步下调;另一方面由于需求不佳环境中竞争加剧,叠加棉价处于较低水平,因此小幅下调下半年产品价格预期,同时产品价格下调也对毛利率有一定负面影响。

综上所述,我们预计2023-2025年收入分别为67.9/74.0/80.6亿元(原为70.0/77.4/84.2亿元),同比变动-3%/+9%/+9%,毛利率分别为19.0%/23.8%/23.8%(原为25.4%/24.9%/24.9%),净利润分别为8.0/11.1/12.4亿元(原为11.1/13.2/14.7亿元),同比变动-49%/+38%/+12%。

图15: 盈利预测假设分拆

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	6222	6135	7774	6989	6793	7401	8055
YoY	3.7%	-1.4%	26.7%	-10.1%	-2.8%	8.9%	8.8%
境内收入(百万元)	2699	2299	2692	1809	1752	1882	2070
YoY	-6.5%	-14.8%	17.1%	-32.8%	-3.2%	7.4%	10.0%
境外收入(百万元)	3092	3554	4715	4598	4547	5010	5460
YoY	8.7%	14.9%	32.7%	-2.5%	-1.1%	10.2%	9.0%
其他业务	431	282	367	582	495	509	525
YoY	60.9%	-34.6%	30.4%	58.4%	-15.0%	3.0%	3.0%
毛利润	976	673	2037	1878	1290	1762	1915
毛利率	15.7%	11.0%	26.2%	26.9%	19.0%	23.8%	23.8%
境内毛利润	344	24	518	346	232	314	346
境内毛利率	12.7%	1.1%	19.2%	19.1%	13.3%	16.7%	16.7%
境外毛利润	590	595	1404	1320	919	1305	1423
境外毛利率	19.1%	16.7%	29.8%	28.7%	20.2%	26.1%	26.1%
其他毛利润	41.9	53.7	115.3	212.4	138.5	142.6	146.9
费用率							
销售费用	2.3%	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
管理费用	5.5%	5.2%	4.7%	5.6%	5.6%	5.4%	5.3%
研发费用	2.2%	2.3%	2.0%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
财务费用	2.6%	2.6%	1.4%	2.2%	1.2%	2.0%	1.9%
其他							
其他经营收益率	2.1%	6.9%	1.8%	8.7%	3.6%	3.0%	3.0%
所得税率	7.6%	10.4%	6.7%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	298	366	1371	1563	802	1110	1243
YoY	-31.9%	22.9%	274.5%	14.0%	-48.7%	38.4%	12.0%
净利率	4.8%	6.0%	17.6%	22.4%	11.8%	15.0%	15.4%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：短期关注盈利改善趋势，中长期海外扩张成长潜力大

公司早期在越南布局纱线产能，目前形成低成本和低贸易壁垒优势，在越南积极扩张产能有望进一步提升盈利能力。我们预计今年景气度将延续逐季回升趋势，明年经营环境回暖叠加新产能达产后效益有望加速释放。由于海外订单回暖进度慢于预期、叠加竞争加剧影响产品价格，下调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润为 8.0/11.1/12.4 亿元（原 11.1/13.2/14.7 亿元），同比-49%/+38%/+12%，由于盈利预测下调，下调目标价至 7.0-7.4 元（原 7.9-8.3 元），对应 2024 年 9.5-10x PE，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)	7,774	6,989	6,793	7,401	8,055
(+/-%)	26.7%	-10.1%	-2.8%	8.9%	8.8%
净利润(百万元)	1371	1563	802	1110	1243
(+/-%)	274.5%	14.0%	-48.7%	38.4%	12.0%
每股收益(元)	0.91	1.04	0.53	0.74	0.83
EBIT Margin	20.8%	20.4%	10.9%	15.8%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	15.5%	7.6%	9.9%	10.4%
市盈率 (PE)	6.8	6.0	11.6	8.4	7.5
EV/EBITDA	6.8	7.7	12.8	9.2	8.5
市净率 (PB)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

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 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
百隆东方	买入	5.65	1.04	0.53	0.78	0.88	5.4	10.6	7.2	6.4	28.1%	0.257
可比公司：												
台华新材	买入	10.72	0.30	0.52	0.78	0.97	35.7	20.6	13.7	11.1	36.6%	0.376
天虹国际集团	买入	4.66	0.17	0.81	0.99	1.16	27.4	5.8	4.7	4.0	19.7%	0.239
华孚时尚	无评级	3.21	-0.21	0.24	0.30	0.37	-15.3	13.6	10.6	8.6	26.0%	0.406
平均值								13.3	9.7	7.9		0.340

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所。备注：无评级公司的 EPS 预测值来自彭博一致预测。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1507	2072	2461	2937	3145	营业收入	7774	6989	6793	7401	8055
应收款项	659	462	558	608	662	营业成本	5737	5111	5503	5639	6140
存货净额	4147	5346	5932	6039	6578	营业税金及附加	41	37	36	39	42
其他流动资产	319	244	237	259	281	销售费用	37	49	41	52	56
流动资产合计	6869	8667	9731	10385	11208	管理费用	364	385	502	529	565
固定资产	4268	4179	3592	3647	3676	财务费用	110	157	82	144	124
无形资产及其他	657	652	626	599	573	投资收益	172	924	224	222	242
投资性房地产	285	423	423	423	423	资产减值及公允价值变动	43	(364)	0	(22)	(24)
长期股权投资	2195	2285	2280	2275	2270	其他收入	(228)	(70)	47	49	51
资产总计	14274	16206	16653	17330	18151	营业利润	1472	1740	901	1247	1397
短期借款及交易性金融负债	3317	3641	3641	3641	3641	营业外净收支	(2)	18	0	0	0
应付款项	389	305	338	344	387	利润总额	1470	1758	901	1247	1397
其他流动负债	310	459	394	404	439	所得税费用	99	195	99	137	154
流动负债合计	4015	4405	4374	4389	4467	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1053	1551	1551	1551	1551	归属于母公司净利润	1371	1563	802	1110	1243
其他长期负债	213	197	194	190	187						
长期负债合计	1265	1748	1744	1741	1737	现金流量表（百万元）					
负债合计	5281	6153	6118	6130	6204	净利润	1371	1563	802	1110	1243
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	36	334	743	34	15
股东权益	8993	10053	10535	11201	11947	折旧摊销	536	574	470	516	558
负债和股东权益总计	14274	16206	16653	17330	18151	公允价值变动损失	(43)	364	0	22	24
						财务费用	110	157	82	144	124
关键财务与估值指标						营运资本变动	(643)	(681)	33	(133)	(525)
每股收益	0.91	1.04	0.53	0.74	0.83	其它	(36)	(334)	(743)	(34)	(15)
每股红利	0.27	0.60	0.21	0.30	0.33	经营活动现金流	1221	1820	1305	1515	1300
每股净资产	6.00	6.70	7.02	7.47	7.96	资本开支	0	(436)	(600)	(600)	(600)
ROIC	15%	11%	5%	9%	9%	其它投资现金流	378	(306)	0	0	0
ROE	15%	16%	8%	10%	10%	投资活动现金流	502	(833)	(595)	(595)	(595)
毛利率	26%	27%	19%	24%	24%	权益性融资	(15)	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	11%	16%	16%	负债净变化	506	498	0	0	0
EBITDA Margin	28%	29%	18%	23%	23%	支付股利、利息	(412)	(895)	(321)	(444)	(497)
收入增长	27%	-10%	-3%	9%	9%	其它融资现金流	(1037)	371	0	0	0
净利润增长率	274%	14%	-49%	38%	12%	融资活动现金流	(862)	(422)	(321)	(444)	(497)
资产负债率	37%	38%	37%	35%	34%	现金净变动	860	564	389	476	208
息率	4.4%	9.6%	3.4%	4.8%	5.3%	货币资金的期初余额	647	1507	2072	2461	2937
P/E	6.8	6.0	11.6	8.4	7.5	货币资金的期末余额	1507	2072	2461	2937	3145
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	0	724	560	823	571
EV/EBITDA	6.8	7.7	12.8	9.2	8.5	权益自由现金流	0	1593	487	703	460

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