

百隆东方 (601339.SH)

品牌去库存影响订单，2023 年盈利承压

买入

核心观点

2023 年收入减少 1%，但单价、毛利率下滑明显，分红率 89%。公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。2023 年公司收入减少 1%至 69.1 亿元，公司通过积极开拓市场，销量在低基数上增长 22%，但由于海外品牌去库存，订单需求下降、行业竞争加剧，叠加棉价下行影响，公司产品售价同比下降 18%。由于产品售价下降、开机率不足、消化高价原材料库存，公司毛利率同比大幅下降 18.2 个百分点至 8.6%。公司加强费用管控，费用率小幅下降 1 百分点，归母净利率下降 15.1 个百分点至 7.3%，归母净利润下降 68%至 5.0 亿元。2023 年公司经营活动现金流净额 8.1 亿元，资本开支 3.4 亿元，自由现金流 4.7 亿元，2023 年公司现金分红占归母净利润比重为 88.7%。

2023 第四季度收入低基数上大幅增长，毛利率承压。2023 第四季度，公司收入增长 44%至 18.2 亿元，主要是 2022 第四季度受品牌去库存影响，收入基数低。但由于行业竞争仍然激烈，价格仍处于低位，因此第四季度毛利率只有 2.8%，若剔除存货减值后转销的影响，Q4 毛利率比 Q3 小幅下降而比 Q2 改善。2023 第四季度公司归母净利润-0.5 亿元(2022 第四季度为 5.2 亿元)。

展望：近期行业景气度回升，售价有望逐步提升，看好盈利水平修复。随着海外品牌去库存进入尾声，行业景气度回升，公司在今年春节后逐步上调产品售价，预计第二季度开始毛利率有望得到较明显改善，下半年盈利水平将进一步好转。

风险提示：品牌持续去库存、原料价格大幅波动、疫情反复、系统性风险。

投资建议：海外纱线产能竞争优势明显，短期关注盈利修复趋势。公司早期在越南布局纱线产能，形成低成本和低贸易壁垒优势，未来将继续在越南扩张产能，巩固竞争力，提升集团整体利润率。短期看，公司业绩低谷期正逐步过去，今年第二季度开始业绩有望得到较明显改善。由于产品提价进展不及原来预期，预计今年第一季度业绩仍然承压，因此下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 5.1/7.6/8.4 亿元(原 2024-2025 年为 7.6/9.8 亿元)，同比增长 1%/49%/10%，每股净资产 6.6、6.7、6.9 元。由于春节后公司已逐步上调产品售价，业绩修复确定性增强，维持目标价 6.2-6.8 元，对应 2024 年 0.95-1.0x PB，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,989	6,914	7,743	8,547	9,086
(+/-%)	-10.1%	-1.1%	12.0%	10.4%	6.3%
净利润(百万元)	1563	504	508	759	837
(+/-%)	14.0%	-67.7%	0.8%	49.4%	10.2%
每股收益(元)	1.04	0.34	0.34	0.51	0.56
EBIT Margin	20.3%	3.2%	5.3%	8.7%	8.9%
净资产收益率 (ROE)	15.5%	5.1%	5.1%	7.5%	8.1%
市盈率 (PE)	5.3	16.4	16.3	10.9	9.9
EV/EBITDA	7.2	18.5	17.9	12.4	11.8
市净率 (PB)	0.82	0.85	0.84	0.82	0.80

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

证券分析师：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

S0980523110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.20 - 6.80 元
收盘价	5.45 元
总市值/流通市值	8175/8175 百万元
52 周最高价/最低价	6.69/4.09 元
近 3 个月日均成交额	42.39 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

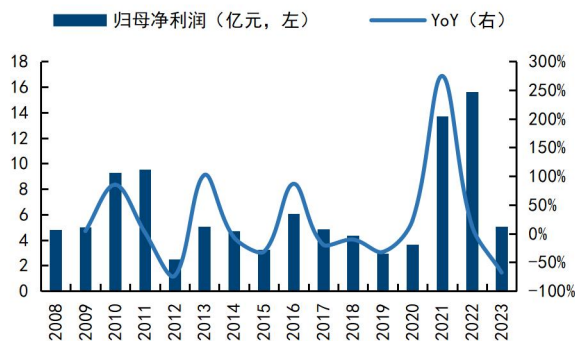
- 《百隆东方 (601339.SH) - 第三季度收入同比增长 6%，实际盈利水平改善》——2023-11-01
- 《百隆东方 (601339.SH) - 二季度收入同比降幅收窄，盈利水平环比改善》——2023-08-18
- 《百隆东方 (601339.SH) - 2023 年一季度收入同比下滑 25%，环比趋势向好》——2023-05-03
- 《百隆东方 (601339.SH) - 2022 年净利润增长 14%，毛利率维持较好水平》——2023-04-12
- 《百隆东方 (601339.SH) - 三季度净利润增长 9%，毛利率维持较高水平》——2022-10-28

图1：公司营业收入及增长（亿元，%）



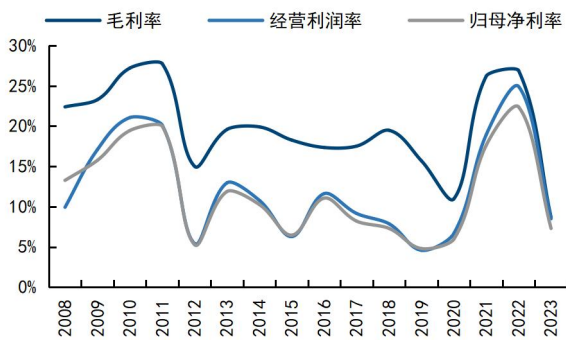
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增长（亿元，%）



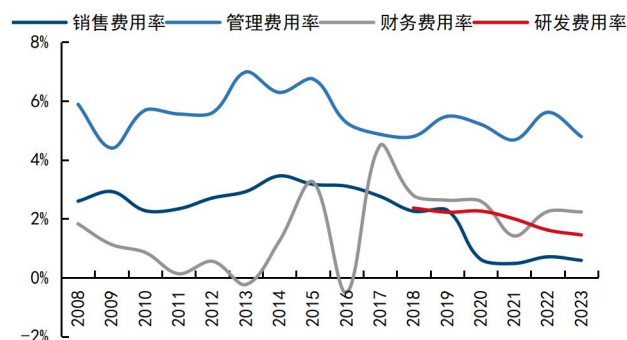
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率水平



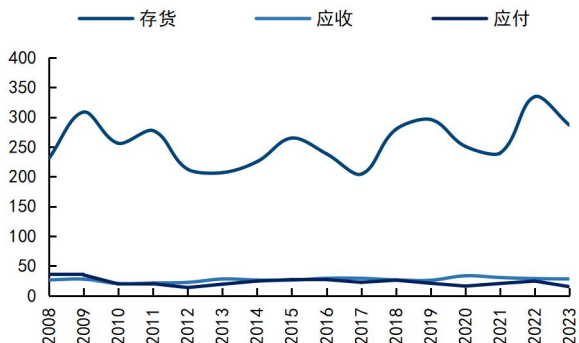
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转天数



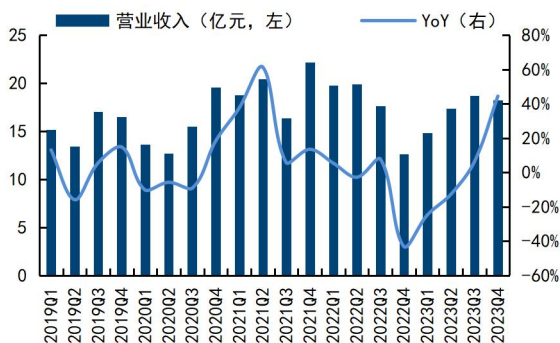
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司经营活动现金流净额、资本支出（亿元）



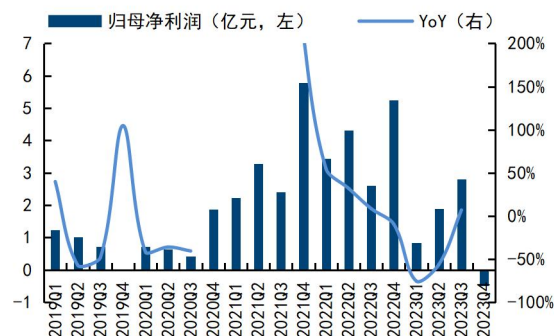
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增长（亿元，%）



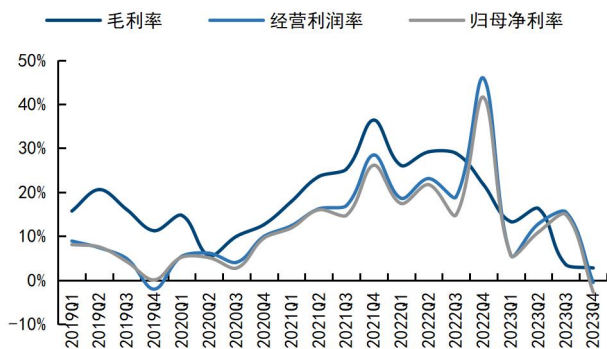
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度归母净利润及增长（亿元，%）



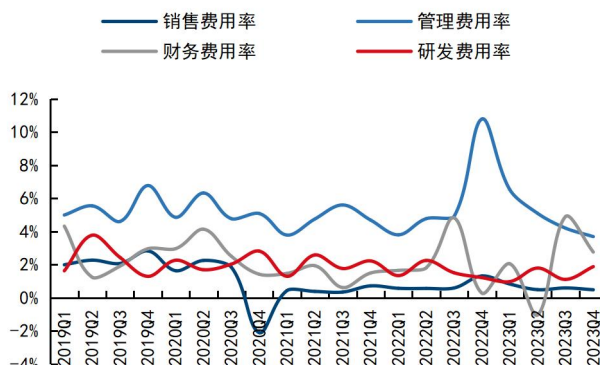
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：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10：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

盈利预测下调说明

前次盈利预测我们预期公司 2023 第四季度有望逐步提价，2024 第一季度盈利水平将明显修复。但是由于不佳的行业环境延续到 2024 年初，直到 2024 年春节后行业需求情况才得到改善，公司开始逐步上调产品售价，由于从接单到出货需要接近 1.5 个月左右的时间，因此预计到第二季度才能反映到报表端盈利水平的修复。因此我们下调 2024 年单价及毛利率预期。

综上所述，我们下调 2024-2026 年收入至 77.4/85.5/90.9 亿元（原 2024-2025 年为 80.1/86.8 亿元），同比增长 12%/10%/6%，下调毛利率至 12.5%/15.9%/16.0%（原 2024-2025 年为 16.5%/18.3%）。因此归母净利润下调至 5.1/7.6/8.4 亿元（原 2024-2025 年为 7.6/9.8 亿元），同比增长 1%/49%/10%。

图 11: 盈利预测假设分拆

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	6222	6135	7774	6989	6914	7743	8547	9086
YoY	3.7%	-1.4%	26.7%	-10.1%	-1.1%	12.0%	10.4%	6.3%
境内收入 (百万元)	2699	2299	2692	1809	1801	2081	2322	2473
YoY	-6.5%	-14.8%	17.1%	-32.8%	-0.5%	15.6%	11.6%	6.5%
境外收入 (百万元)	3092	3554	4715	4598	4656	5191	5740	6113
YoY	8.7%	14.9%	32.7%	-2.5%	1.3%	11.5%	10.6%	6.5%
其他业务	431	282	367	582	457	471	485	500
YoY	60.9%	-34.6%	30.4%	58.4%	-21.4%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利润	976	673	2037	1878	598	967	1359	1457
毛利率	15.7%	11.0%	26.2%	26.9%	8.6%	12.5%	15.9%	16.0%
境内毛利润	344	24	518	346	43	172	262	284
境内毛利率	12.7%	1.1%	19.2%	19.1%	2.4%	8.3%	11.3%	11.5%
境外毛利润	590	595	1404	1320	440	675	975	1047
境外毛利率	19.1%	16.7%	29.8%	28.7%	9.5%	13.0%	17.0%	17.1%
其他毛利润	41.9	53.7	115.3	212.4	115.7	119.1	122.7	126.4
费用率								
销售费用	2.3%	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	5.5%	5.2%	4.7%	5.6%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%
研发费用	2.2%	2.3%	2.0%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
财务费用	2.6%	2.6%	1.4%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
其他								
其他经营收益率	2.1%	6.9%	1.8%	8.7%	9.3%	4.2%	3.2%	3.2%
所得税率	7.6%	10.4%	6.7%	11.1%	13.7%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	298	366	1371	1563	504	508	759	837
YoY	-31.9%	22.9%	274.5%	14.0%	-67.7%	0.8%	49.4%	10.2%
净利率	4.8%	6.0%	17.6%	22.4%	7.3%	6.6%	8.9%	9.2%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：海外纱线产能竞争优势明显，短期关注盈利修复趋势

公司早期在越南布局纱线产能，形成低成本和低贸易壁垒优势，未来将继续在越南扩张产能，巩固竞争力，提升集团整体利润率。短期看，公司业绩低谷期正逐步过去，今年第二季度开始业绩有望得到较明显修复。由于产品提价进展不及原来预期，预计今年第一季度业绩仍然承压，因此下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 5.1/7.6/8.4 亿元（原 2024-2025 年为 7.6/9.8 亿元），同比增长 1%/49%/10%，每股净资产 6.6、6.7、6.9 元。由于春节后公司已逐步上调产品售价，目前看业绩修复确定性增强，维持目标价 6.2-6.8 元，对应 2024 年 0.95-1.0x PB，维持“买入”评级。

表 1: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,989	6,914	7,743	8,547	9,086
(+/-%)	-10.1%	-1.1%	12.0%	10.4%	6.3%
净利润(百万元)	1563	504	508	759	837
(+/-%)	14.0%	-67.7%	0.8%	49.4%	10.2%
每股收益(元)	1.04	0.34	0.34	0.51	0.56
EBIT Margin	20.3%	3.2%	5.3%	8.7%	8.9%
净资产收益率 (ROE)	15.5%	5.1%	5.1%	7.5%	8.1%
市盈率 (PE)	5.3	16.4	16.3	10.9	9.9
EV/EBITDA	7.2	18.5	17.9	12.4	11.8
市净率 (PB)	0.82	0.85	0.84	0.82	0.80

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	BPS			PB		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601339.SH	百隆东方	买入	5.52	6.53	6.60	6.75	0.85	0.84	0.82
可比公司									
603055.SH	台华新材	买入	10.21	4.93	5.45	6.09	2.07	1.87	1.68
002042.SZ	华孚时尚	无评级	4.16	3.78	3.89	4.02	1.10	1.07	1.03
平均值							1.59	1.47	1.36

资料来源: wind, 国信证券经济研究所。备注: 无评级公司的BPS预测值来自Wind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）					
2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E		
现金及现金等价物	2072	2650	2530	2625	2935	营业收入	6989	6914	7743	8547	9086
应收款项	462	616	690	703	747	营业成本	5111	6316	6776	7188	7629
存货净额	5346	4708	5213	5529	5871	营业税金及附加	37	29	33	36	38
其他流动资产	244	126	141	156	166	销售费用	49	40	45	50	52
流动资产合计	8667	8204	8679	9117	9823	管理费用	392	324	504	551	581
固定资产	4179	3957	3828	3671	3491	财务费用	157	154	156	157	148
无形资产及其他	652	628	603	578	553	投资收益	924	668	348	299	318
投资性房地产	423	1026	1026	1026	1026	资产减值及公允价值变动	415	(46)	(38)	(42)	(44)
长期股权投资	2285	2269	2253	2237	2220	其他收入	(842)	(83)	42	44	45
资产总计	16206	16084	16389	16628	17113	营业利润	1740	588	582	867	956
短期借款及交易性金融负债	3641	4375	4375	4375	4375	营业外净收支	18	(4)	(4)	(5)	(5)
应付款项	305	221	244	259	495	利润总额	1758	584	578	863	951
其他流动负债	459	209	418	444	472	所得税费用	195	80	69	104	114
流动负债合计	4405	4805	5037	5079	5342	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1551	1318	1318	1318	1318	归属于母公司净利润	1563	504	508	759	837
其他长期负债	197	168	138	108	79	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	1748	1486	1456	1426	1397	净利润	1563	504	508	759	837
负债合计	6153	6291	6493	6505	6739	资产减值准备	334	(322)	0	(2)	(3)
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	574	568	416	442	464
股东权益	10053	9794	9895	10123	10374	公允价值变动损失	(415)	46	38	42	44
负债和股东权益总计	16206	16084	16389	16628	17113	财务费用	157	154	156	157	148
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(681)	(685)	(391)	(333)	(165)
每股收益	1.04	0.34	0.34	0.51	0.56	其它	(334)	322	(0)	2	3
每股红利	0.60	0.62	0.27	0.35	0.39	经营活动现金流	1041	433	571	910	1180
每股净资产	6.70	6.53	6.6	6.7	6.9	资本开支	0	41	(300)	(300)	(300)
ROIC	11%	2%	3%	5%	6%	其它投资现金流	(306)	438	0	0	0
ROE	16%	5%	5%	7%	8%	投资活动现金流	(397)	495	(284)	(284)	(284)
毛利率	27%	9%	12%	16%	16%	权益性融资	39	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	3%	5%	9%	9%	负债净变化	498	(233)	0	0	0
EBITDA Margin	29%	11%	11%	14%	14%	支付股利、利息	(895)	(932)	(407)	(531)	(586)
收入增长	-10%	-1%	12%	10%	6%	其它融资现金流	674	1979	0	0	0
净利润增长率	14%	-68%	1%	49%	10%	融资活动现金流	(80)	(350)	(407)	(531)	(586)
资产负债率	38%	39%	40%	39%	39%	现金净变动	564	578	(120)	95	310
息率	10.8%	11.3%	4.9%	6.4%	7.1%	货币资金的期初余额	1507	2072	2650	2530	2625
P/E	5.3	16.4	16.3	10.9	9.9	货币资金的期末余额	2072	2650	2530	2625	2935
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	企业自由现金流	0	115	86	467	712
EV/EBITDA	7.2	18.5	17.9	12.4	11.8	权益自由现金流	0	1861	(51)	329	582

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