

百隆东方 (601339.SH)

第三季度收入增长 11%，毛利率进一步修复

优于大市

核心观点

第三季度收入增长 11%，毛利率进一步修复。公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。海外品牌去库存基本结束后，今年订单回暖，2024 第三季度收入同比增长 11.4%至 20.9 亿元。三季度进入生产淡季，整体订单量收缩，收入环比下降 3.2%。2023 年下游客户订单需求减少，产品价格下降，毛利率被压缩，2024 年订单修复以来，毛利率持续改善，同时受益于三季度棉价回暖，第三季度毛利率同比+10.5 个百分点至 14.0%，环比+0.5 个百分点。受益于毛利率及费用率同比改善，扣非归母净利润较去年同期扭亏至 1.5 亿元；归母净利润主要受投资收益影响，同比下降 35.7%至 1.8 亿元。

扣非净利率同环比均有提升，盈利趋势逐季向好。第三季度除财务费用率外，其他费用率均较为稳定。财务费用率同比-2.4 百分点、环比+1.5 百分点至 2.5%，主要系期内美元兑人民币、美元兑越南盾贬值造成的汇兑损失所致。盈利能力改善，扣非净利率同比、环比分别+12.1/1.8 个百分点至 7.1%，今年以来呈现逐季改善的趋势。归母净利率同比/环比-6.3/+1.6 个百分点至 8.6%，主要受去年同期子公司股权转让带来的投资收益形成的高基数影响，第三季度投资净收益占收入比例同比-20.5 百分点至 2.3%。随销量增加，库存商品得到消化，截至三季度末，存货金额同比/环比-16.5%/-2.5%，存货周转天数同比/环比-84/-3 天，周转效率进一步提升。

展望：短期关注盈利能力修复情况和棉价趋势，中长期关注海外扩张布局。

1) 从短期看，今年底至明年初进入订单旺季，未来订单相对乐观，目前棉花供给仍较为充足，价格下行，公司在棉价低位储备较多原材料，有利于未来盈利能力提升；今年棉价下行或扰动明年棉农种植积极性，种植面积若缩减将造成棉价上行，公司盈利水平将进一步得到修复。2) 从中长期看，公司在越南产能利用率接近最大化，剩余产能将陆续投产。海外价格、毛利等竞争优势明显，未来市场增量将重点布局海外，看好公司海外扩张贡献业绩增长。

风险提示：品牌持续去库存、原料价格大幅波动、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。短期看，公司第三季度毛利率、扣非净利率环比提升程度好于预期，随着行业景气度好转、价格水平回升，业绩低谷期正逐步过去。基于三季度棉价和毛利率好于预期，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 5.8/8.2/8.8 亿元(前值为 5.1/7.6/8.4 亿元)，同比增长 15.6%/40.0%/7.4%。维持 5.6-6.3 元目标价，对应 2024 年 14-16x PE，维持“优于大市”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 | 8,198 | 8,869 | 9,489 |
| (+/-%) | -10.1% | -1.1% | 18.6% | 8.2% | 7.0% |
| 净利润(百万元) | 1563 | 504 | 583 | 816 | 877 |
| (+/-%) | 14.0% | -67.7% | 15.6% | 40.0% | 7.4% |
| 每股收益(元) | 1.04 | 0.34 | 0.39 | 0.54 | 0.58 |
| EBIT Margin | 20.3% | 3.2% | 5.9% | 8.1% | 8.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 15.5% | 5.1% | 5.9% | 8.0% | 8.4% |
| 市盈率 (PE) | 5.1 | 15.8 | 13.6 | 9.7 | 9.1 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 18.0 | 16.1 | 12.5 | 11.9 |
| 市净率 (PB) | 0.79 | 0.81 | 0.80 | 0.78 | 0.76 |

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

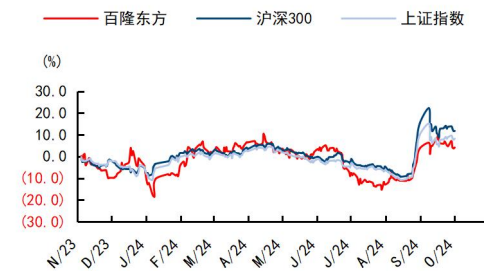
纺织服饰 · 纺织制造

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | 5.60 - 6.30 元 |
| 收盘价 | 5.32 元 |
| 总市值/流通市值 | 7978/7978 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 5.98/4.09 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 23.36 百万元 |

市场走势

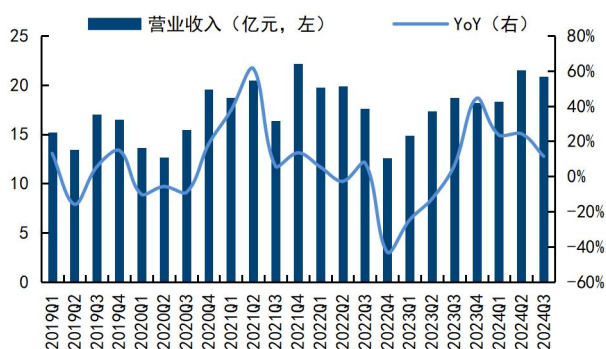


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

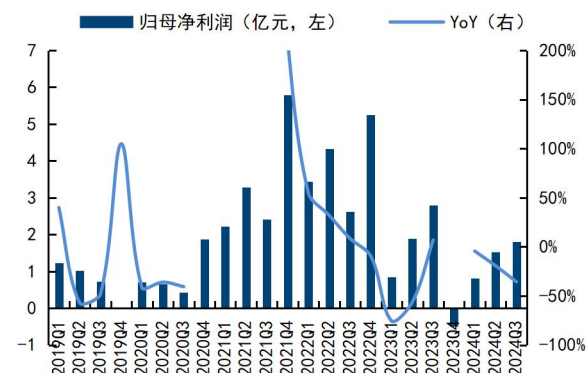
- 《百隆东方 (601339.SH) - 上半年收入增长 24%，二季度毛利率环比修复》——2024-08-30
- 《百隆东方 (601339.SH) - 第一季度收入增长 23%，毛利率环比提升》——2024-05-04
- 《百隆东方 (601339.SH) - 品牌去库存影响订单，2023 年盈利承压》——2024-04-17
- 《百隆东方 (601339.SH) - 第三季度收入同比增长 6%，实际盈利水平改善》——2023-11-01
- 《百隆东方 (601339.SH) - 二季度收入同比降幅收窄，盈利水平环比改善》——2023-08-18

图1: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



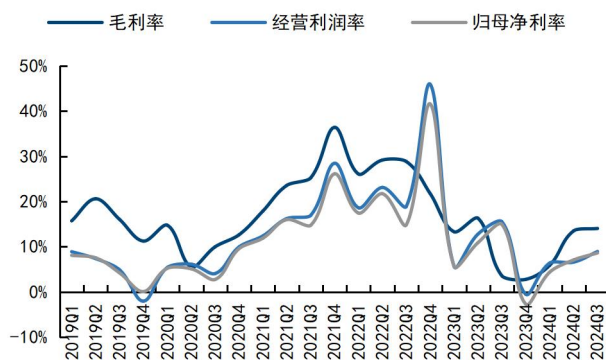
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



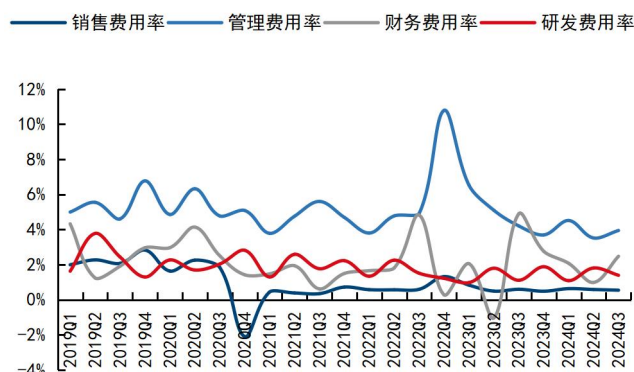
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度利润率水平



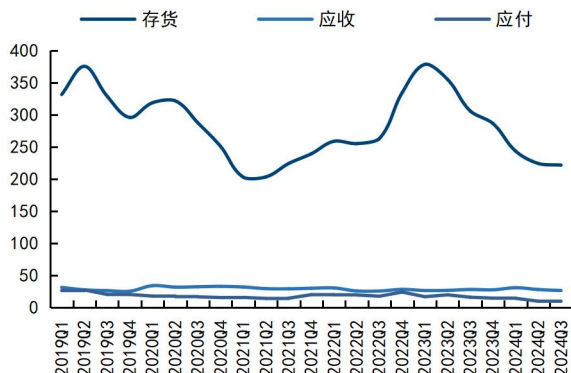
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度费用率水平



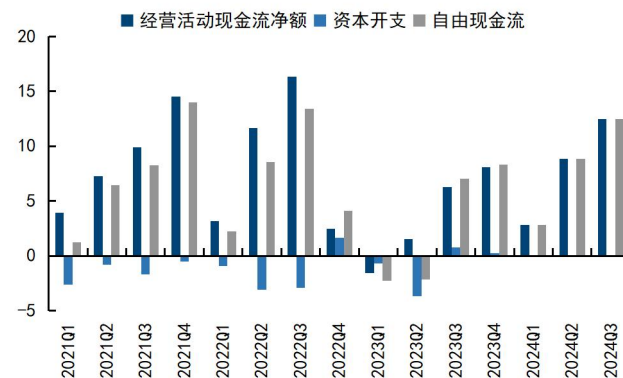
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司季度营运资金周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司季度资本支出及现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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，巩固竞争力。短期看，公司第三季度毛利率、扣非净利率环比提升程度好于预期，随着行业景气度好转、价格水平回升，业绩低谷期正逐步过去。基于三季度棉价和毛利率好于预期，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 5.8/8.2/8.8 亿元（前值为 5.1/7.6/8.4 亿元），同比增长 15.6%/40.0%/7.4%。维持 5.6-6.3 元目标价，对应 2024 年 14-16x PE，维持“优于大市”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 | 8,198 | 8,869 | 9,489 |
| (+/-%) | -10.1% | -1.1% | 18.6% | 8.2% | 7.0% |
| 净利润(百万元) | 1563 | 504 | 583 | 816 | 877 |
| (+/-%) | 14.0% | -67.7% | 15.6% | 40.0% | 7.4% |
| 每股收益(元) | 1.04 | 0.34 | 0.39 | 0.54 | 0.58 |
| EBIT Margin | 20.3% | 3.2% | 5.9% | 8.1% | 8.1% |
| 净资产收益率(ROE) | 15.5% | 5.1% | 5.9% | 8.0% | 8.4% |
| 市盈率(PE) | 5.1 | 15.8 | 13.6 | 9.7 | 9.1 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 18.0 | 16.1 | 12.5 | 11.9 |
| 市净率(PB) | 0.79 | 0.81 | 0.80 | 0.78 | 0.76 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价人民币 | EPS | | | PE | | | g | PEG | 总市值人民币亿元 |
|-----------|------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | | | |
| 601339.SH | 百隆东方 | 优于大市 | 5.32 | 0.34 | 0.39 | 0.54 | 15.8 | 13.7 | 9.8 | 40.0% | 0.244 | 79.5 |
| 可比公司 | | | | | | | | | | | | |
| 2678.HK | 天虹国际 | 优于大市 | 3.86 | -0.41 | 0.64 | 0.82 | -9.4 | 6.0 | 4.7 | 28.1% | 0.168 | 35.5 |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | 无评级 | 3.93 | 0.04 | 0.06 | 0.12 | 98.3 | 61.8 | 32.1 | 92.6% | 0.346 | 62.2 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

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 | 2037 | 2140 | 2362 | 营业收入 | 6989 | 6914 | 8198 | 8869 | 9489 |
| 应收款项 | 462 | 616 | 731 | 729 | 780 | 营业成本 | 5111 | 6316 | 7199 | 7589 | 8117 |
| 存货净额 | 5346 | 4708 | 5556 | 5853 | 6266 | 营业税金及附加 | 37 | 29 | 31 | 34 | 36 |
| 其他流动资产 | 244 | 126 | 150 | 162 | 173 | 销售费用 | 49 | 40 | 46 | 49 | 52 |
| 流动资产合计 | 8667 | 8204 | 8577 | 8988 | 9685 | 管理费用 | 392 | 324 | 463 | 507 | 538 |
| 固定资产 | 4179 | 3957 | 3984 | 3869 | 3733 | 财务费用 | 157 | 154 | 156 | 151 | 152 |
| 无形资产及其他 | 652 | 628 | 603 | 578 | 553 | 投资收益 | 924 | 668 | 148 | 310 | 332 |
| 投资性房地产 | 423 | 1026 | 1026 | 1026 | 1026 | 资产减值及公允价值变动 | 415 | (46) | 120 | 1 | 1 |
| 长期股权投资 | 2285 | 2269 | 2253 | 2237 | 2220 | 其他收入 | (842) | (83) | 51 | 53 | 55 |
| 资产总计 | 16206 | 16084 | 16443 | 16697 | 17217 | 营业利润 | 1740 | 588 | 621 | 904 | 982 |
| 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) | 12 | 13 | 14 |
| 应付款项 | 305 | 221 | 260 | 274 | 528 | 利润总额 | 1758 | 584 | 634 | 917 | 996 |
| 其他流动负债 | 459 | 209 | 441 | 466 | 498 | 所得税费用 | 195 | 80 | 51 | 101 | 120 |
| 流动负债合计 | 4405 | 4805 | 5076 | 5115 | 5402 | 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 | 583 | 816 | 877 |
| 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 | 583 | 816 | 877 |
| 负债合计 | 6153 | 6291 | 6532 | 6542 | 6799 | 资产减值准备 | 334 | (322) | 3 | (1) | (2) |
| 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 | 9910 | 10155 | 10418 | 公允价值变动损失 | (415) | 46 | (120) | (1) | (1) |
| 负债和股东权益总计 | 16206 | 16084 | 16443 | 16697 | 17217 | 财务费用 | 157 | 154 | 156 | 151 | 152 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | (681) | (685) | (742) | (299) | (220) |
| 每股收益 | 1.04 | 0.34 | 0.39 | 0.54 | 0.58 | 其它 | (334) | 322 | (3) | 1 | 2 |
| 每股红利 | 0.60 | 0.62 | 0.31 | 0.38 | 0.41 | 经营活动现金流 | 1041 | 433 | 137 | 958 | 1119 |
| 每股净资产 | 6.70 | 6.53 | 6.6 | 6.8 | 6.9 | 资本开支 | 0 | 41 | (300) | (300) | (300) |
| ROIC | 11% | 2% | 3% | 5% | 5% | 其它投资现金流 | (306) | 438 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 16% | 5% | 6% | 8% | 8% | 投资活动现金流 | (397) | 495 | (284) | (284) | (284) |
| 毛利率 | 27% | 9% | 12% | 14% | 14% | 权益性融资 | 39 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 20% | 3% | 6% | 8% | 8% | 负债净变化 | 498 | (233) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 29% | 11% | 11% | 13% | 13% | 支付股利、利息 | (895) | (932) | (466) | (571) | (614) |
| 收入增长 | -10% | -1% | 19% | 8% | 7% | 其它融资现金流 | 674 | 1979 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 14% | -68% | 16% | 40% | 7% | 融资活动现金流 | (80) | (350) | (466) | (571) | (614) |
| 资产负债率 | 38% | 39% | 40% | 39% | 39% | 现金净变动 | 564 | 578 | (613) | 103 | 222 |
| 息率 | 11.3% | 11.7% | 5.9% | 7.2% | 7.7% | 货币资金的期初余额 | 1507 | 2072 | 2650 | 2037 | 2140 |
| P/E | 5.1 | 15.8 | 13.6 | 9.7 | 9.1 | 货币资金的期末余额 | 2072 | 2650 | 2037 | 2140 | 2362 |
| P/B | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 企业自由现金流 | 0 | 115 | (181) | 479 | 622 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 18.0 | 16.1 | 12.5 | 11.9 | 权益自由现金流 | 0 | 1861 | (329) | 331 | 482 |

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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 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