

百隆东方 (601339.SH)

第三季度收入增长 2%，产品降价致毛利率承压

优于大市

核心观点

第三季度收入增长 2%，产品降价致毛利率下降。公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。受益于第三季度产品销量增长约 14.2%，收入同比增长 2.3%至 21.3 亿元。毛利率同比下降 3.7 个百分点至 10.3%，系主营产品售价下降约 10%，但成本仅下降约 6%所致。受毛利率下滑影响，归母净利润同比下降 11.2%至 1.6 亿元；扣非归母净利润较去年同期基本持平，同比+0.4%至 1.5 亿元，主要系政府补贴较去年同期减少所致。

利息支出减少叠加汇兑收益使财务费用率下降，扣非净利率基本稳定。第三季度整体费用率下降 3.2 个百分点，主要系财务费用率大幅下降所致。财务费用率同比-2.1 百分点、环比+0.6 百分点至 0.4%，主要系期内降价促销后回款增加导致越南公司贷款规模缩减、负债率下降，利息支出缩减，叠加三季度汇兑收益 500 万元所致。销售费用率保持 0.5%不变，管理费用率同比-0.6 百分点至 3.3%。归母净利率同比-1.1 百分点至 7.5%，主要系毛利率下滑所致，费用率下降一定程度冲抵毛利率下滑不利影响。扣非净利率同比-0.1 百分点至 7.0%。随三季度促销活动进行，库存商品得到消化，截至三季度末，库存商品数量较去年底下降约 20%，但因去年同期销量较好，清库存效果明显，存货金额同比+1.3%至 41.9 亿元，存货周转天数同比+8 天，应收/应付周转天数分别同比+4/+6 天。

展望：短期关注下游订单趋势，中长期关注海外市场发展。从短期看，截至 10 月 29 日，公司当月出货量比去年十月整月增长约 4%，预计全月增长高单位数。未来售价进一步下降的空间有限，若下游订单能在圣诞季后回暖，价格存在修复可能。得益于三季度主动去库存，当前库存商品已处于低位。同时，公司通过将年终费用提前计提，四季度利润波动预计将较往年显著收窄。从中长期看，随着关税波动趋于稳定，海外市场需求预计将成为更可靠的增长动力。在产能布局上，公司持谨慎态度，越南新增产能将严格根据下游订单情况逐步释放。

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：订单增长有望延续，四季度棉价降价影响有望环比收窄。7 月以来接单情况已明显好转，第三季度产品销量增长约 14.2%，10 月预计仍有高单增长。盈利方面，三季度受产品降价幅度大于原材料降价幅度影响，毛利率承压，10 月中旬以来棉价呈回升趋势，四季度价格向下的空间有限，预计价格波动对公司盈利影响环比三季度有望收窄。基于三季度棉价下行对公司营收造成拖累，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 6.3/6.7/7.1 亿元(此前预测为 6.6/7.0/7.4 亿元)，同比+54.2%/5.9%/5.9%。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,914	7,941	7,740	8,174	8,633
(+/-%)	-1.1%	14.9%	-2.5%	5.6%	5.6%
净利润(百万元)	504	410	632	670	710
(+/-%)	-67.7%	-18.6%	54.2%	5.9%	5.9%
每股收益(元)	0.34	0.27	0.42	0.45	0.47
EBIT Margin	3.1%	5.9%	7.8%	7.9%	7.9%
净资产收益率 (ROE)	5.1%	4.3%	6.5%	6.8%	7.1%
市盈率 (PE)	15.9	19.5	12.7	12.0	11.3
EV/EBITDA	18.3	12.7	20.2	18.7	17.5
市净率 (PB)	0.82	0.83	0.82	0.81	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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiqia@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

5.34 元

总市值/流通市值

8008/8008 百万元

52 周最高价/最低价

6.36/4.46 元

近 3 个月日均成交额

72.75 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) - 上半年盈利改善净利润增长 68%，中期拟分红 58%》——2025-08-15

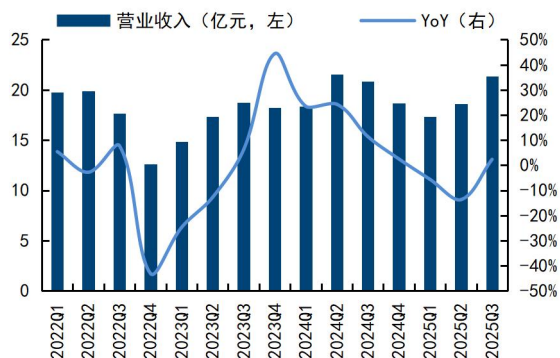
《百隆东方 (601339.SH) - 2024 年收入增长 15%，扣非净利润同比转盈》——2025-04-17

《百隆东方 (601339.SH) - 第三季度收入增长 11%，毛利率进一步修复》——2024-11-03

《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

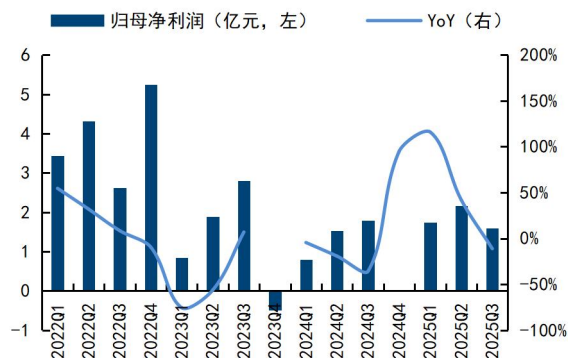
《百隆东方 (601339.SH) - 第一季度收入增长 23%，毛利率环比提升》——2024-05-04

图1: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



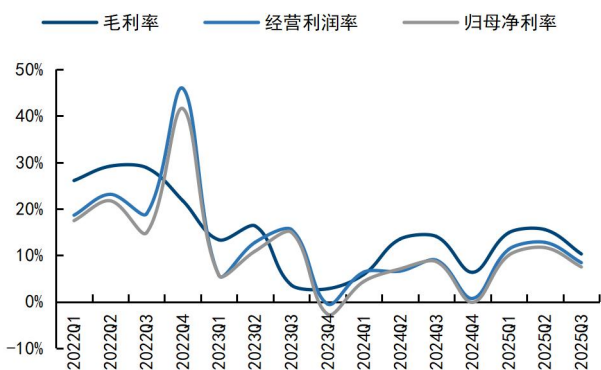
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



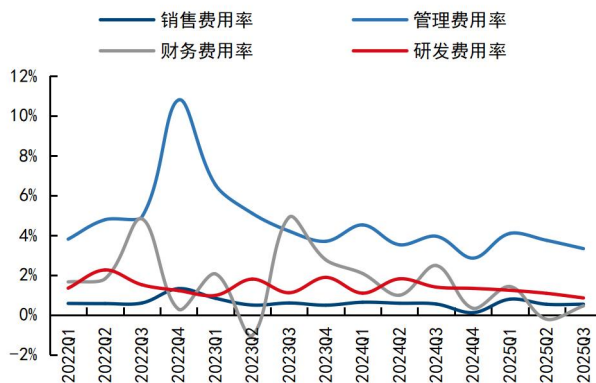
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度利润率水平



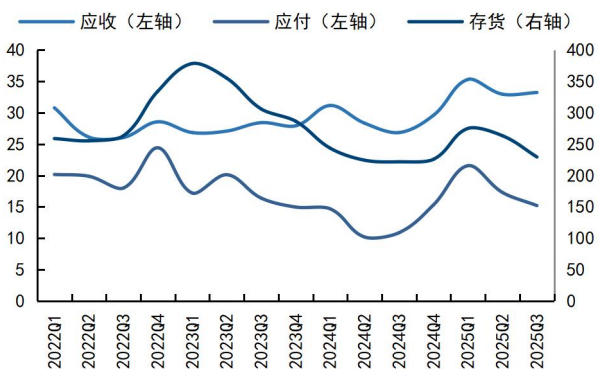
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度费用率水平



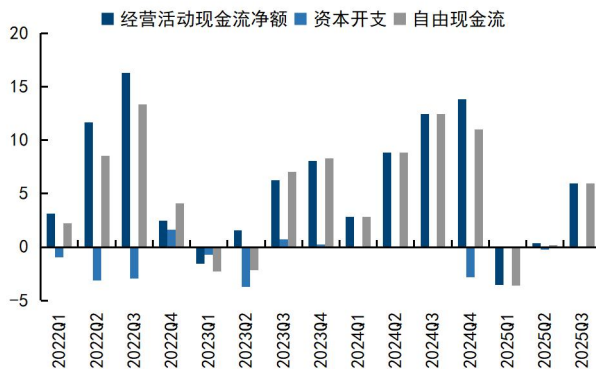
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：订单增长有望延续，四季度棉价降价影响有望环比收窄

公司 2025 上半年盈利修复逻辑兑现，核心在于高产能利用率和原材料成本下行带来的毛利率大幅修复，以及色纺纱占比的提升。三季度随着美国对越南关税政策落地，下游客户下单逐步恢复正常，7 月以来接单情况已明显好转，第三季度产品销量增长约 14.2%，10 月预计仍有高单增长。盈利方面，三季度受产品降价幅度大于原材料降价幅度影响，毛利率承压，10 月中旬以来棉价呈回升趋势，四季度价格向下的空间有限，预计价格波动对公司盈利影响环比三季度有望收窄。

基于三季度棉价下行对公司营收造成拖累，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 6.3/6.7/7.1 亿元（此前预测为 6.6/7.0/7.4 亿元），同比 +54.2%/5.9%/5.9%。维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,914	7,941	7,740	8,174	8,633
(+/-%)	-1.1%	14.9%	-2.5%	5.6%	5.6%
净利润(百万元)	504	410	632	670	710
(+/-%)	-67.7%	-18.6%	54.2%	5.9%	5.9%
每股收益(元)	0.34	0.27	0.42	0.45	0.47
EBIT Margin	3.1%	5.9%	7.8%	7.9%	7.9%
净资产收益率(ROE)	5.1%	4.3%	6.5%	6.8%	7.1%
市盈率(PE)	15.9	19.5	12.7	12.0	11.3
EV/EBITDA	18.3	12.7	20.2	18.7	17.5
市净率(PB)	0.82	0.83	0.82	0.81	0.80

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS 2024A	2025E	2026E	PE 2024A	2025E	2026E	g 2024~2025	PEG 2025	总市值人民币亿元
601339.SH	百隆东方	优于大市	5.34	0.27	0.42	0.45	19.5	12.7	12.0	54.2%	0.234	49.0
可比公司												
2678.HK	天虹国际	优于大市	4.21	0.60	0.79	0.84	7.0	5.4	5.0	30.9%	0.173	38.7

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2650	1929	1936	1669	1459	营业收入	6914	7941	7740	8174	8633
应收款项	616	690	672	672	710	营业成本	6316	7131	6694	7070	7467
存货净额	4708	4243	4287	4517	4760	营业税金及附加	29	32	31	33	34
其他流动资产	126	340	331	350	369	销售费用	40	37	36	38	40
流动资产合计	8204	7217	7241	7223	7313	管理费用	332	289	394	413	433
固定资产	3957	0	302	541	758	财务费用	154	117	46	49	52
无形资产及其他	628	556	534	511	489	投资收益	668	143	155	163	173
投资性房地产	1026	4373	4373	4373	4373	资产减值及公允价值变动	48	(51)	(29)	(30)	(32)
长期股权投资	2269	2244	2220	2195	2170	其他收入	(170)	32	51	53	54
资产总计	16084	14390	14669	14843	15104	营业利润	588	459	715	758	803
短期借款及交易性金融负债	4375	2919	2919	2919	2919	营业外净收支	(4)	13	13	13	14
应付款项	221	387	391	412	511	利润总额	584	472	728	771	817
其他流动负债	209	225	375	395	416	所得税费用	80	62	96	101	107
流动负债合计	4805	3530	3684	3726	3846	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1318	1094	1094	1094	1094	归属于母公司净利润	504	410	632	670	710
其他长期负债	168	166	165	163	162						
长期负债合计	1486	1260	1259	1257	1256	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6291	4791	4943	4983	5102	净利润	504	410	632	670	710
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(322)	(11)	(43)	3	3
股东权益	9794	9600	9726	9860	10002	折旧摊销	568	536	34	50	69
负债和股东权益总计	16084	14390	14669	14843	15104	公允价值变动损失	(48)	51	29	30	32
						财务费用	154	117	46	49	52
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(685)	(3000)	92	(206)	(178)
每股收益	0.34	0.27	0.42	0.45	0.47	其它	322	11	43	(3)	(3)
每股红利	0.62	0.41	0.34	0.36	0.38	经营活动现金流	338	(2003)	787	545	633
每股净资产	6.53	6.40	6.5	6.6	6.7	资本开支	0	3500	(300)	(300)	(300)
ROIC	1%	3%	5%	5%	5%	其它投资现金流	438	89	0	0	0
ROE	5%	4%	7%	7%	7%	投资活动现金流	454	3614	(275)	(275)	(275)
毛利率	9%	10%	14%	14%	14%	权益性融资	(33)	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	6%	8%	8%	8%	负债净变化	(233)	(224)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(932)	(610)	(506)	(536)	(568)
收入增长	-1%	15%	-3%	6%	6%	其它融资现金流	2148	(664)	0	0	0
净利润增长率	-68%	-19%	54%	6%	6%	融资活动现金流	(214)	(2332)	(506)	(536)	(568)
资产负债率	39%	33%	34%	34%	34%	现金净变动	578	(720)	6	(267)	(210)
息率	11.6%	7.6%	6.3%	6.7%	7.1%	货币资金的期初余额	2072	2650	1929	1936	1669
P/E	15.9	19.5	12.7	12.0	11.3	货币资金的期末余额	2650	1929	1936	1669	1459
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	企业自由现金流	0	1444	354	103	184
EV/EBITDA	18.3	12.7	20.2	18.7	17.5	权益自由现金流	0	556	258	6	85

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

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