

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

买入

核心观点

Q3 收入实现同比、环比增长，盈利水平环比小幅修复但仍承压。公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。2023 第三季度，收入 18.7 亿，同比上升 6%，环比 Q2 上升 8%，归母净利润 2.80 亿，同比上升 7%，扣非净利润亏损 0.9 亿。Q3 毛利率 3.6%，表现环比下降 12.7 个百分点，实际上 Q2 有较多的存货跌价转回体现在毛利上，同口径下 Q3 毛利率环比二季度小幅改善。今年公司毛利率较低主要由于今年市场环境不佳且竞争激烈，同时消费降级环境下导致毛利率较高的色纺纱订单显著缩减，毛利率较低的坯纱占比提升。Q3 期间费用率 10.8%，同比小幅下降。另有投资收益 4.3 亿，其中大部分为两个工厂的股权处置收益。Q3 归母净利率 15.0%，同比小幅提升。

展望：销量恢复势头向好，关注价格修复拐点，中长期越南扩张贡献增长。

1) 今年以来收入环比改善趋势明确，主要由销量增长贡献，实际上价格和盈利水平仍然承压，目前看海外品牌库存去化已进入尾声，行业至暗时刻已过，短期关注价格修复拐点的出现对盈利的贡献。2) 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：短期关注价格修复拐点，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。我们预计行业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盈利效益有望加速释放。由于行业竞争加剧对盈利水平影响超出预期，下调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润为 5.9/7.6/9.8 亿元（原 8.0/11.1/12.4 亿元），同比变动-63%/+29%/+30%。每股净资产 6.9/7.2/7.6 元，由于经营压力仍然较大，下调目标价至 6.2-6.8 元（原为 7.0-7.4 元），对应 2023 年 0.9-0.95x PB，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	7,053	8,008	8,678
(+/-%)	26.7%	-10.1%	0.9%	13.5%	8.4%
净利润(百万元)	1371	1563	586	756	980
(+/-%)	274.5%	14.0%	-62.5%	28.9%	29.7%
每股收益(元)	0.91	1.04	0.39	0.50	0.65
EBIT Margin	20.8%	20.4%	1.5%	8.9%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	15.5%	5.6%	7.0%	8.6%
市盈率 (PE)	6.0	5.3	14.1	10.9	8.4
EV/EBITDA	6.3	7.2	25.0	11.8	9.8
市净率 (PB)	0.92	0.82	0.79	0.76	0.72

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	6.20 - 6.80 元
收盘价	5.49 元
总市值/流通市值	8235/8235 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	20.57 百万元

市场走势

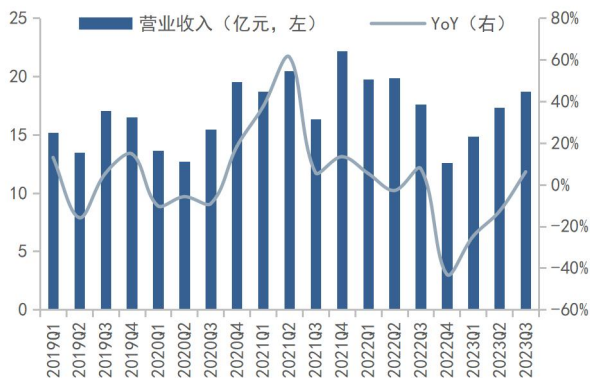


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

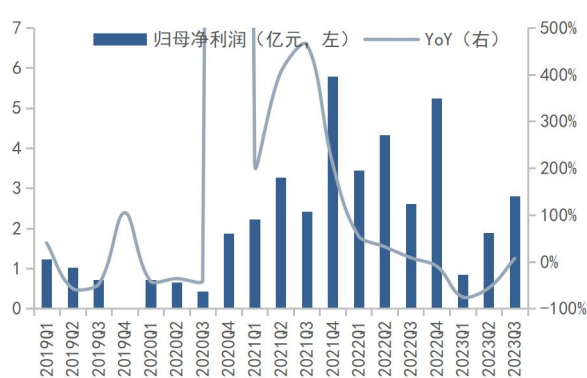
- 《百隆东方 (601339.SH) - 二季度收入同比降幅收窄，盈利水平环比改善》——2023-08-18
- 《百隆东方 (601339.SH) - 2023 年一季度收入同比下滑 25%，环比趋势向好》——2023-05-03
- 《百隆东方 (601339.SH) - 2022 年净利润增长 14%，毛利率维持较好水平》——2023-04-12
- 《百隆东方 (601339.SH) - 三季度净利润增长 9%，毛利率维持较高水平》——2022-10-28
- 《百隆东方 (601339.SH) - 受益外棉涨价和外需景气，二季度业绩增长 32%》——2022-08-11

图1：公司季度营业收入及增长（亿元，%）



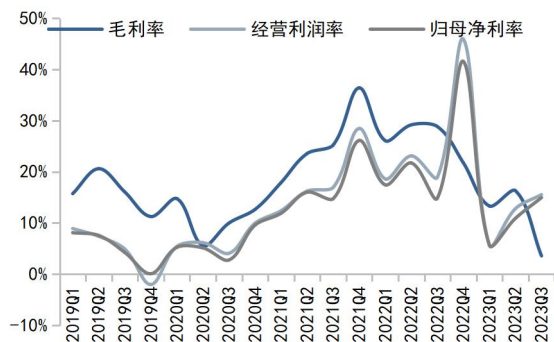
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度归母净利润及增长（亿元，%）



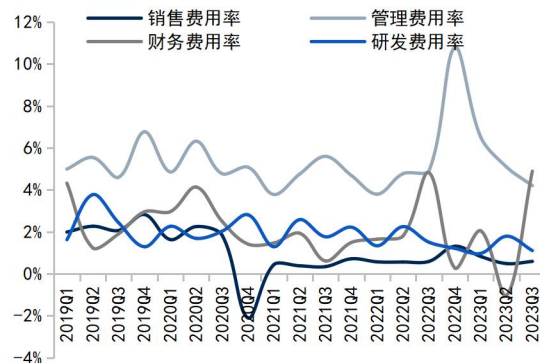
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度利润率水平



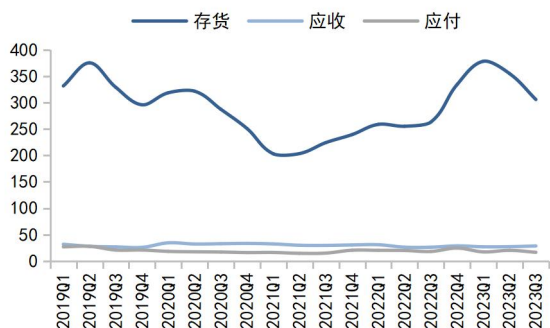
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度费用率水平



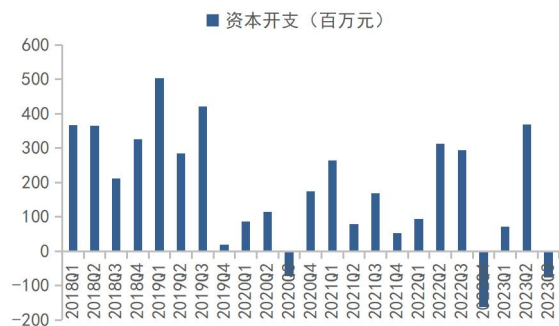
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季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6：公司季度资本开支（百万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测下调说明

第三季度收入表现良好，其中主要由销量贡献，由于销量表现好于预期，因此小幅上调收入预期。但是由于市场竞争加剧，价格及盈利情况不及预期，导致毛利率较大幅度低于预期，从近期跟踪情况看公司的盈利水平回升力度仍然不足，因此对毛利率做了一定程度下调。

综上所述，我们预计 2023-2025 年收入分别为 70.5/80.1/87.0 亿元（原为 67.9/74.0/80.6 亿元），同比变动+1%/+13%/+8%，毛利率分别为 9.2%/16.5%/18.3%（原为 19.0%/23.8%/23.8%），净利润分别为 5.9/7.6/9.8 亿元（原为 8.0/11.1/12.4 亿元），同比变动-63%/+29%/+30%。

图 7：盈利预测假设分拆

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万元)	6222	6135	7774	6989	7053	8008	8678
YoY	3.7%	-1.4%	26.7%	-10.1%	0.9%	13.5%	8.4%
境内收入 (百万元)	2699	2299	2692	1809	2138	2367	2509
YoY	-6.5%	-14.8%	17.1%	-32.8%	18.2%	10.7%	6.0%
境外收入 (百万元)	3092	3554	4715	4598	4420	5132	5645
YoY	8.7%	14.9%	32.7%	-2.5%	-3.9%	16.1%	10.0%
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	646	1319	1586
毛利率	15.7%	11.0%	26.2%	26.9%	9.2%	16.5%	18.3%
境内毛利润	344	24	518	346	200	297	357
境内毛利率	12.7%	1.1%	19.2%	19.1%	9.3%	12.5%	14.2%
境外毛利润	590	595	1404	1320	397	920	1125
境外毛利率	19.1%	16.7%	29.8%	28.7%	9.0%	17.9%	19.9%
其他毛利润	41.9	53.7	115.3	212.4	49.5	101.9	104.9
费用率							
销售费用	2.3%	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	5.5%	5.2%	4.7%	5.6%	5.2%	5.2%	5.1%
研发费用	2.2%	2.3%	2.0%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%
财务费用	2.6%	2.6%	1.4%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%
其他							
其他经营收益率	2.1%	6.9%	1.8%	8.7%	9.8%	3.5%	3.5%
所得税率	7.6%	10.4%	6.7%	11.1%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	298	366	1371	1563	586	756	980
YoY	-31.9%	22.9%	274.5%	14.0%	-62.5%	28.9%	29.7%
净利率	4.8%	6.0%	17.6%	22.4%	8.3%	9.4%	11.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：短期关注价格修复拐点，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。我们预计行业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盈利效益有望加速释放。由于行业竞争加剧对盈利水平影响超出预期，下调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润为 5.9/7.6/9.8 亿元（原 8.0/11.1/12.4 亿元），同比变动-63%/+29%/+30%。每股净资产 6.9、7.2、7.6 元，由于经营压力仍然较大，下调目标价至 6.2-6.8 元（原为 7.0-7.4 元），对应 2023 年 0.9-0.95x PB，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	7,053	8,008	8,678
(+/-%)	26.7%	-10.1%	0.9%	13.5%	8.4%
净利润(百万元)	1371	1563	586	756	980
(+/-%)	274.5%	14.0%	-62.5%	28.9%	29.7%
每股收益(元)	0.91	1.04	0.39	0.50	0.65
EBIT Margin	20.8%	20.4%	1.5%	8.9%	10.7%
净资产收益率(ROE)	15.2%	15.5%	5.6%	7.0%	8.6%
市盈率(PE)	6.0	5.3	14.1	10.9	8.4
EV/EBITDA	6.3	7.2	25.0	11.8	9.8
市净率(PB)	0.92	0.82	0.79	0.76	0.72

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	2023E	BPS 2024E	2025E	2023E	PB 2024E	2025E
601339.SH	百隆东方	买入	5.49	6.94	7.24	7.63	0.79	0.76	0.72
可比公司									
603055.SH	台华新材	买入	11.45	4.93	5.45	6.09	2.32	2.10	1.88
002042.SZ	华孚时尚	无评级	3.58	3.86	4.10	4.41	0.93	0.87	0.81
平均值							1.63	1.49	1.35

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所。备注：无评级公司的BPS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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1507	2072	1373	1446	1598	营业收入	7774	6989	7053	8008	8678
应收款项	659	462	580	658	713	营业成本	5737	5111	6407	6689	7092
存货净额	4147	5346	6986	7266	7690	营业税金及附加	41	37	37	42	45
其他流动资产	319	244	246	280	303	销售费用	37	49	42	48	52
流动资产合计	6869	8667	9727	10192	10847	管理费用	364	385	484	544	585
固定资产	4268	4179	3590	3643	3670	财务费用	110	157	153	162	159
无形资产及其他	657	652	626	599	573	投资收益	172	924	670	280	304
投资性房地产	285	423	423	423	423	资产减值及公允价值变动	43	(364)	(4)	(24)	(26)
长期股权投资	2195	2285	2280	2275	2270	其他收入	(228)	(70)	48	51	53
资产总计	14274	16206	16646	17133	17784	营业利润	1472	1740	644	830	1077
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	398	414	452	利润总额	1470	1758	644	830	1077
其他流动负债	310	459	457	478	507	所得税费用	99	195	58	75	97
流动负债合计	4015	4405	4496	4534	4601	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	586	756	980
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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5281	6153	6241	6274	6338	净利润	1371	1563	586	756	980
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	36	334	743	33	14
股东权益	8993	10053	10405	10858	11446	折旧摊销	536	574	470	516	558
负债和股东权益总计	14274	16206	16646	17133	17784	公允价值变动损失	(43)	364	4	24	26
						财务费用	110	157	153	162	159
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(643)	(681)	(929)	(325)	(425)
每股收益	0.91	1.04	0.39	0.50	0.65	其它	(36)	(334)	(743)	(33)	(14)
每股红利	0.27	0.60	0.16	0.20	0.26	经营活动现金流	1221	1820	130	970	1139
每股净资产	6.00	6.70	6.9	7.2	7.6	资本开支	0	(436)	(600)	(600)	(600)
ROIC	15%	11%	1%	5%	6%	其它投资现金流	378	(306)	0	0	0
ROE	15%	16%	6%	7%	9%	投资活动现金流	502	(833)	(595)	(595)	(595)
毛利率	26%	27%	9%	16%	18%	权益性融资	(15)	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	2%	9%	11%	负债净变化	506	498	0	0	0
EBITDA Margin	28%	29%	8%	15%	17%	支付股利、利息	(412)	(895)	(234)	(302)	(392)
收入增长	27%	-10%	1%	14%	8%	其它融资现金流	(1037)	371	0	0	0
净利润增长率	274%	14%	-63%	29%	30%	融资活动现金流	(862)	(422)	(234)	(302)	(392)
资产负债率	37%	38%	37%	37%	36%	现金净变动	860	564	(699)	73	152
息率	5.0%	10.9%	2.8%	3.7%	4.8%	货币资金的期初余额	647	1507	2072	1373	1446
P/E	6.0	5.3	14.1	10.9	8.4	货币资金的期末余额	1507	2072	1373	1446	1598
P/B	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	企业自由现金流	0	724	(961)	238	381
EV/EBITDA	6.3	7.2	25.0	11.8	9.8	权益自由现金流	0	1593	(1100)	91	236

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