

百隆东方 (601339.SH)

2022年净利润增长14%，毛利率维持较好水平

买入

核心观点

2022年收入下滑10%，毛利率逆势提升，投资收益贡献净利润增长14%。公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。2022年公司收入-10.1%至69.9亿元，净利润+14%至15.6亿元，扣非净利润-39.8%至7.9亿元。扣非净利润下滑较多主要由于2022Q4国内疫情、海外高通胀导致订单锐减，开机率不足和棉价下跌令Q4毛利率在高基数上同比下跌14.6pct，2022Q1-Q4毛利率分别为26.1%/29.2%/28.8%/21.8%，全年毛利率在前三季度的推动下仍然提升0.7个百分点至26.9%。2022年费用率合计提升1.6个百分点，主要由于收入下降以及利息支出增加。2022年净利率/扣非净利率分别为22.4%/11.4%，同比变动+4.7/-5.6个百分点。单四季度，公司收入同比-43%至12.6亿元，净利润同比-9.4%至5.25亿元，扣非净利润亏损1.96亿元，四季度扣非净利润亏损除了经营承压外，还由于棉价下跌导致单季度计提资产减值3.7亿元，净利润盈利5.25亿元主要由于公司投资棉花期货，单季度收益8.2亿元。

外销继续贡献大部分的业绩。2022全年分内外销看，内销/外销收入同比-33%/-3%至18.1/46.0亿元，毛利率同比-0.1/-1.1个百分点至19.1%/28.7%；2022 2H内销/外销收入同比-41%/-12%，毛利率同比-3.7/-11.1个百分点至16.7%/28%，外销继续贡献大部分收入和毛利。

国内外景气度有望逐步回升，中长期越南扩张产能贡献业绩增长。1)从今年情况看，随着国内消费复苏、海外品牌去库，海内外景气度有望逐步回升。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31万锭将于今年陆续投产（占目前总产能17%），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，我们看好公司海外产能竞争优势及贡献业绩增长。

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：中长期看好色纺纱龙头海外扩张的成长潜力。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。由于今年行业景气度陆续回升，明年经营环境回暖叠加新产能达产后效益释放，上调盈利预测，预计2023~2025年净利润为11.1/13.2/14.7亿元（原2023/2024年为11.0/11.8亿元），同比-29%/+19%/+12%，由于盈利预测上调，估值切换后上调目标价至7.9-8.3元（原为6.2-6.5元），对应2024年9.0-9.5x PE。考虑到公司海外扩张带动中长期竞争力提升和业绩增长，目前估值性价比高，上调至“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	7,026	7,738	8,421
(+/-%)	26.7%	-10.1%	0.5%	10.1%	8.8%
净利润(百万元)	1371	1563	1107	1317	1469
(+/-%)	274.5%	14.0%	-29.1%	18.9%	11.6%
每股收益(元)	0.91	1.04	0.74	0.88	0.98
EBIT Margin	20.8%	20.4%	15.6%	17.0%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	15.5%	10.3%	11.4%	11.9%
市盈率 (PE)	7.4	6.5	9.1	7.7	6.9
EV/EBITDA	7.2	8.1	10.3	8.9	8.2
市净率 (PB)	1.1	1.0	0.9	0.9	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

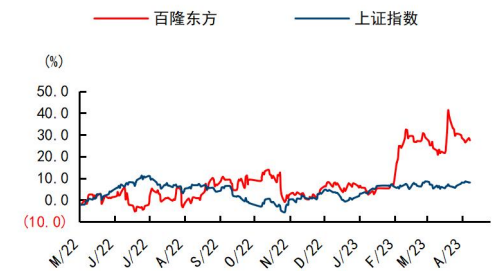
0755-81982834

 dingshijie@guosen.com.cn 关竣尹@guosen.com.cn
 S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	7.90 - 8.30元
收盘价	6.75元
总市值/流通市值	10125/10125百万元
52周最高价/最低价	7.59/4.96元
近3个月日均成交额	64.68百万元

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)-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
- 《百隆东方-601339-2021年三季报点评：棉价利好业绩高增，越南产能逐步恢复》——2021-11-01
- 《百隆东方-601339-2021年中报点评：棉价、产能双轮驱动业绩增长》——2021-08-03

图1: 公司年度营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司年度归母净利润和增长 (亿元, %)



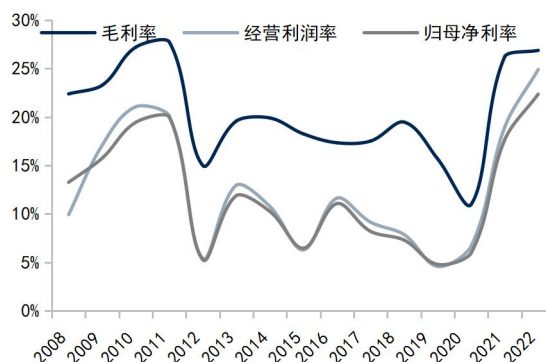
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司年度扣非净利润和增长 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司年度利润率水平



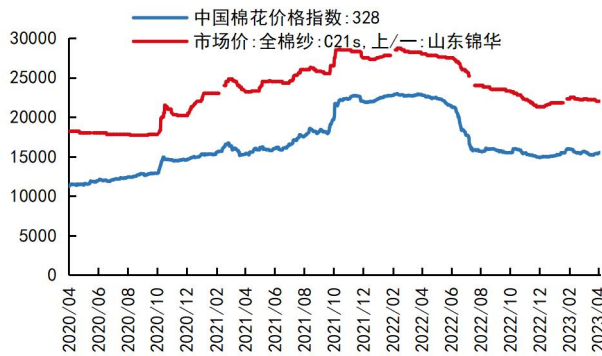
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 内棉和外棉价格走势 (元/吨)



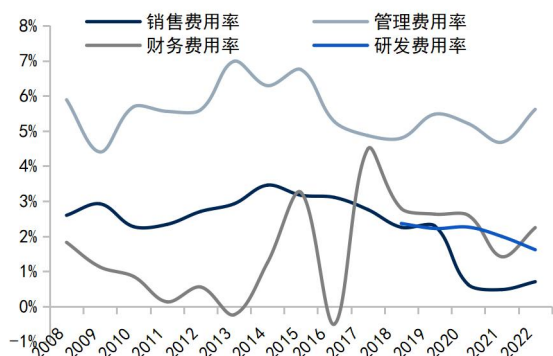
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 内外棉纱价格走势 (元/吨)



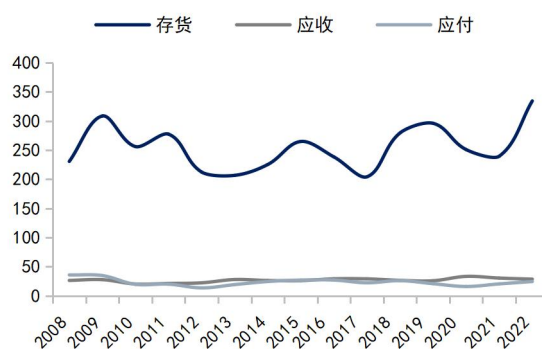
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司年度费用率水平



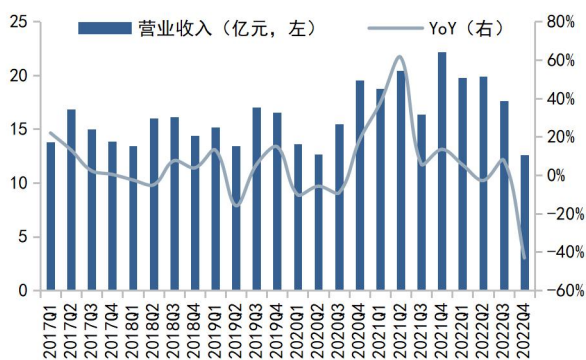
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司营运资金周转天数



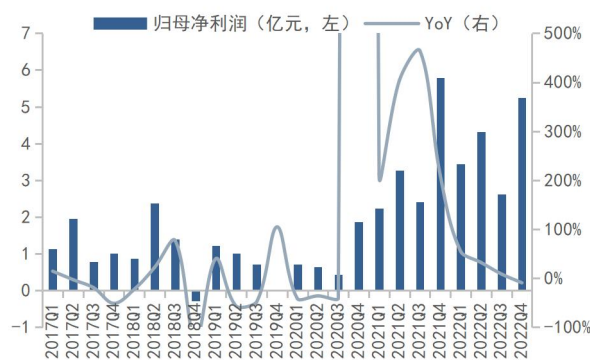
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度营业收入及增长（亿元，%）



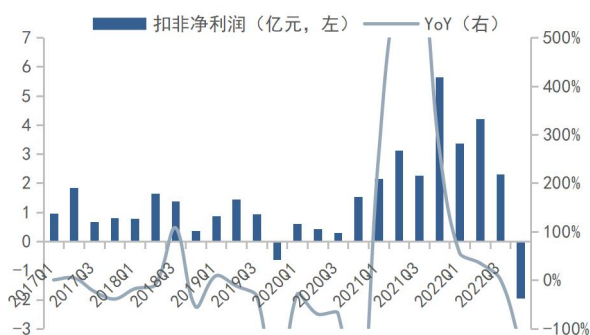
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度归母净利润及增长（亿元，%）



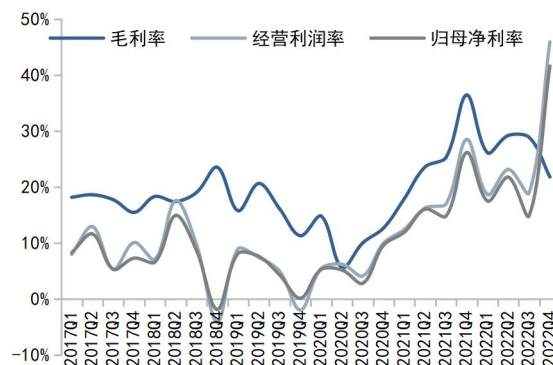
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司季度扣非净利润及增长（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：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

投资建议：中长期看好色纺纱龙头海外扩张的成长潜力

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。由于今年行业景气度陆续回升，明年经营环境回暖叠加新产能达产后效益释放，上调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润为 11.1/13.2/14.7 亿元（原 2023/2024 年为 11.0/11.8 亿元），同比-29%/+19%/+12%，由于盈利预测上调，估值切换后上调目标价至 7.9-8.3 元（原为 6.2-6.5 元），对应 2024 年 9.0-9.5x PE。考虑到公司海外扩张带动中长期竞争力提升和业绩增长，目前估值性价比高，上调至“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	7,026	7,738	8,421
(+/-%)	26.7%	-10.1%	0.5%	10.1%	8.8%
净利润(百万元)	1371	1563	1107	1317	1469
(+/-%)	274.5%	14.0%	-29.1%	18.9%	11.6%
每股收益(元)	0.91	1.04	0.74	0.88	0.98
EBIT Margin	20.8%	20.4%	15.6%	17.0%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	15.5%	10.3%	11.4%	11.9%
市盈率 (PE)	7.4	6.5	9.1	7.7	6.9
EV/EBITDA	7.2	8.1	10.3	8.9	8.2
市净率 (PB)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

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	5171	5630	6339	营业收入	7774	6989	7026	7738	8421
应收款项	659	462	577	636	692	营业成本	5737	5111	5349	5809	6324
存货净额	4147	5346	3385	3671	3837	营业税金及附加	41	37	37	40	44
其他流动资产	319	244	245	270	294	销售费用	37	49	49	54	58
流动资产合计	6869	8667	9921	10750	11705	管理费用	364	385	518	544	581
固定资产	4268	4179	3566	3614	3648	财务费用	110	157	114	117	96
无形资产及其他	657	652	626	599	573	投资收益	172	924	246	255	261
投资性房地产	285	423	423	423	423	资产减值及公允价值变动	43	(364)	(35)	(31)	(17)
长期股权投资	2195	2285	2280	2275	2270	其他收入	(228)	(70)	48	50	52
资产总计	14274	16206	16817	17662	18621	营业利润	1472	1740	1217	1447	1615
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	328	356	400	利润总额	1470	1758	1217	1447	1615
其他流动负债	310	459	385	417	453	所得税费用	99	195	110	130	145
流动负债合计	4015	4405	4355	4414	4494	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	1107	1317	1469
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	6099	6155	6231	净利润	1371	1563	1107	1317	1469
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	36	334	735	31	17
股东权益	8993	10053	10718	11508	12389	折旧摊销	536	574	470	516	558
负债和股东权益总计	14274	16206	16817	17662	18621	公允价值变动损失	(43)	364	35	31	17
						财务费用	110	157	114	117	96
关键财务与估值指标						营运资本变动	(643)	(681)	2525	(282)	(152)
每股收益	0.91	1.04	0.74	0.88	0.98	其它	(36)	(334)	(735)	(31)	(17)
每股红利	0.27	0.60	0.30	0.35	0.39	经营活动现金流	1221	1820	4137	1581	1892
每股净资产	6.00	6.70	7.15	7.67	8.26	资本开支	0	(436)	(600)	(600)	(600)
ROIC	15%	11%	9%	13%	14%	其它投资现金流	378	(306)	0	0	0
ROE	15%	16%	10%	11%	12%	投资活动现金流	502	(833)	(595)	(595)	(595)
毛利率	26%	27%	24%	25%	25%	权益性融资	(15)	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	16%	17%	17%	负债净变化	506	498	0	0	0
EBITDA Margin	28%	29%	22%	24%	24%	支付股利、利息	(412)	(895)	(443)	(527)	(588)
收入增长	27%	-10%	1%	10%	9%	其它融资现金流	(1037)	371	0	0	0
净利润增长率	274%	14%	-29%	19%	12%	融资活动现金流	(862)	(422)	(443)	(527)	(588)
资产负债率	37%	38%	36%	35%	33%	现金净变动	860	564	3099	459	709
息率	4.1%	8.8%	4.4%	5.2%	5.8%	货币资金的期初余额	647	1507	2072	5171	5630
P/E	7.4	6.5	9.1	7.7	6.9	货币资金的期末余额	1507	2072	5171	5630	6339
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	724	3394	831	1116
EV/EBITDA	7.2	8.1	10.3	8.9	8.2	权益自由现金流	0	1593	3290	733	1029

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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