

纺织服饰

2025 年 04 月 16 日

百隆东方 (601339)

——国内外产能盈利表现大幅分化，主动降减负债率

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (下调)

投资要点：

- 公司发布 2024 年报，利润端修复不及预期。24 年营收 79.4 亿元 (同比+14.9%)，归母净利润 4.1 亿元 (同比-18.6%)，扣非归母净利润 2.2 亿元 (扭亏为盈)。其中，24Q4 营收 18.7 亿元 (同比+2.5%)，单季扣非归母净利润 3546 万元，环比均走弱。除主营业务仅弱复苏之外，其他影响利润表现的因素：①权益法核算的长期股权投资收益减少超 5000 万元，主要系上海信丰亏损超 7000 万元。②今年处置国内闲置产能资产贡献 1.24 亿元，较上年 4.39 亿元大幅减少约 3.15 亿元。③处置交易性金融资产 (主要为棉花期货工具) 投资收益减少约 6000 万元。上述三项合计影响税前净利润高达 4.26 亿元。
- 海外产能及业务盈利表现显著优于境内，截至 24 年末越南产能占比高达 77%。24 年毛利率 10.2% (同比+1.55pct)，分拆境内业务毛利率仅 2.3% (同比-0.1pct)，价格战严重，境外业务毛利率 11.6% (同比+2.1pct)，相对合理。24 年境外营收 54.3 亿元 (同比+16.5%)，境内营收 19 亿元 (同比+5.6%)，然而越南子公司实现净利润高达 5 亿元，盈利相当可观，反推国内业务亏损较大，亟需破局。
- 经营现金流表现强劲，主动降减负债率，并保持高分红。24 年期末存货同比减少 4.65 亿元至 42.4 亿元 (同比-9.9%)，存货周转天数 226 天 (同比-60.5 天)，订单回暖之后周转加速。24 年经营现金流净额为 13.8 亿元 (同比+71%)，远高于净利润规模，而筹资现金流净流出约 22 亿元，主要用于偿还大量银行借款，截至 24 年末资产负债率为 33.3%，较 23 年末大幅改善 5.8pct。公司暂无大型产能扩产项目，后续资本开支有限，将保持高分红政策。24 年度拟派发每股现金红利 0.26 元 (含税)，现金红利总额 3.9 亿元，现金分红比率高达 95%，对应当前股息率约 5%，并计划新增 25 年中期分红。
- 我们判断，目前棉价处于周期低位，新年度美棉价格有一定支撑。24 全年，郑棉/ICE2 号棉花期货分别下跌 13.2%/15.5%，25 年初至 4/15 又分别下跌 4.6%/3.3%，24/25 年度产量供给预测较高、但需求预期恶化，导致棉价持续下行。目前北半球中国、美国已开始新年度棉花种植，24/25 年度供给数据基本落地，市场关注焦点逐步转向新年度。根据美国农业部 (USDA) 3 月 31 日报告，25 年美棉意向种植棉面积 987 万英亩 (同比-12%)，其中陆地棉面积 971 万英亩 (同比-12%)，皮马棉面积 15.7 万英亩 (同比-24%)，我们认为这将对 25/26 新年度美棉价格形成支撑，而国内棉价受制于出口走弱，将承受压力。
- 全球色纺纱大型制造商，全球关税影响利润率修复速度，由“买入”下调至“增持”评级。考虑到全球关税冲击下的需求不确定性，我们下调公司主营业务销量增速，以及毛利率修复速度，因此下调 25-26 年、新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 5.0/5.7/6.3 亿元 (原为 25-26 年为 7.8/10.2 亿元)，对应 PE 为 16/14/12 倍，未来 3 年 CAGR 约 15%，给予可比纺织制造公司平均 PEG，目标 25PEG 为 1.14 倍，对应目标 25PE 为 17 倍，目标市值 87 亿元，较 4/15 市值有 11% 上涨空间，由“买入”下调至“增持”评级。
- 风险提示：全球关税博弈影响下游需求；棉价波动影响盈利能力；行业产能供给大幅增加。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	6,914	7,941	7,674	7,819	8,196
同比增长率 (%)	-1.1	14.9	-3.4	1.9	4.8
归母净利润 (百万元)	504	410	500	569	629
同比增长率 (%)	-67.8	-18.6	22.0	13.6	10.6
每股收益 (元/股)	0.34	0.27	0.33	0.38	0.42
毛利率 (%)	8.6	10.2	13.3	14.0	14.8
ROE (%)	5.1	4.3	5.2	5.8	6.4
市盈率	16	19	16	14	12

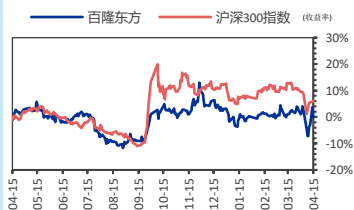
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 04 月 15 日
收盘价 (元)	5.22
一年内最高/最低 (元)	6.36/4.26
市净率	0.8
股息率 (分红/股价)	5.75
流通 A 股市值 (百万元)	7,828
上证指数/深证成指	3,267.66/9,858.10

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2024 年 12 月 31 日
每股净资产 (元)	6.40
资产负债率%	33.29
总股本/流通 A 股 (百万)	1,500/1,500
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《百隆东方 (601339) 点评：单季净利延续环比扩大趋势，景气上行的高分红标的》
2024/11/01《百隆东方 (601339) 点评：24Q2 扣非净利润转正，从营收向利润拐点传导落地》
2024/08/27

证券分析师

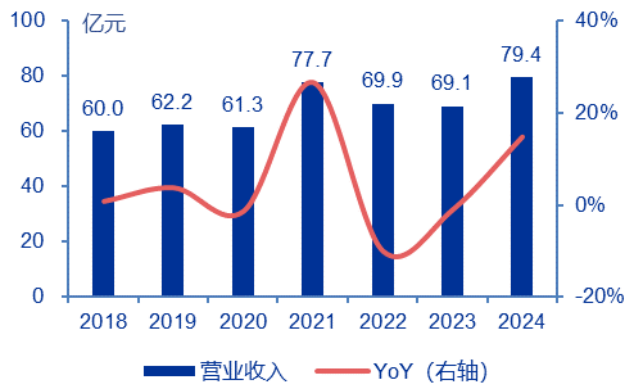
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiujf@swsresearch.com

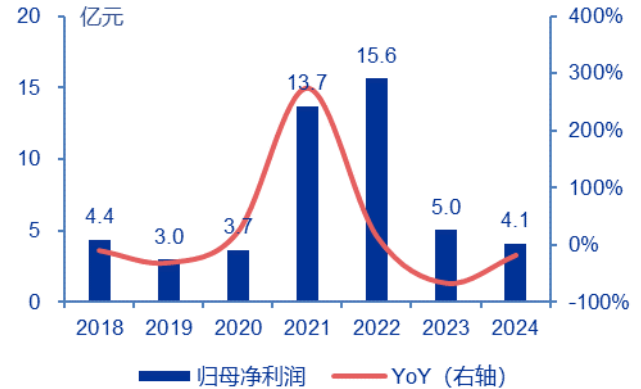
申万宏源研究微信服务号

图 1：2024 年营收同比增长 14.9%



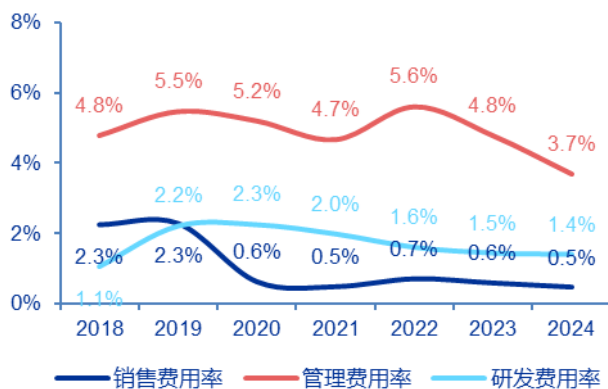
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2024 年归母净利润同比下滑 18.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2024 年销售费用率 0.5%，管理费用率 3.7%，研发费用率 1.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2024 年毛利率 10.2%，净利率 5.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/04/15		归母净利润 (亿元)				PE				24-27 CAGR	25PEG
		股价 (元)	总市值 (亿元)	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
002003.SZ	伟星股份	11.37	133	7.0	7.9	9.1	10.5	19	17	15	13	14%	1.17
300979.SZ	华利集团	57.65	673	38.4	43.5	50.6	57.0	18	15	13	12	14%	1.10
平均值								18	16	14	12	14%	1.14
601339.SH	百隆东方	5.22	78	4.1	5.0	5.7	6.3	19	16	14	12	15%	1.02

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：可比公司盈利预测均为申万宏源预测

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,914	7,941	7,674	7,819	8,196
其中: 营业收入	6,914	7,941	7,674	7,819	8,196
减: 营业成本	6,316	7,131	6,654	6,721	6,981
减: 税金及附加	29	32	31	32	33
主营业务利润	569	778	989	1,066	1,182
减: 销售费用	40	37	38	39	41
减: 管理费用	331	294	307	313	328
减: 研发费用	100	112	115	117	123
减: 财务费用	154	117	88	71	60
经营性利润	-56	218	441	526	630
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-9	-4	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-47	-42	-45	-45	-45
加: 投资收益及其他	683	173	180	180	150
营业利润	588	459	575	660	735
加: 营业外净收入	-4	13	13	13	13
利润总额	584	472	588	673	748
减: 所得税	80	62	88	105	120
净利润	504	410	500	569	629
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	504	410	500	569	629

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。