

# 百隆东方 (601339.SH)

## 2024 年收入增长 15%，扣非净利润同比转盈

优于大市

### 核心观点

**2024 全年收入增长 15%，扣非净利润同比转盈。**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，2024 年订单回暖，全年实现营业收入 79.41 亿元 (+14.9%)，其中纱线销量 24.23 万吨 (+11.8%)，单价同比+1.5%，原材料价格下跌，单价提升主要受益于色纺纱占比提升。全年毛利率同比提升 1.55 个百分点至 10.20%，主要受益于订单修复、色纺纱占比提升以及越南产能利用率提升。费用管控成效显著，期间费用率同比下降 2.01 个百分点至 7.05%，其中财务费用率下降 0.76 个百分点，主要受益于借款规模减少以及 1131 万汇兑收益贡献。扣非归母净利润 2.20 亿元，同比转盈（2023 年为-0.21 亿元）；归母净利润 4.10 亿元（-18.6%），主要受非经项目影响，2023 年资产处置收益 4.39 亿元，2024 年大幅减少，投资净收益占收入比例同比下降 7.9 个百分点。分红方面，公司拟每 10 股派发股息 2.6 元，分红比例达 95.05%。

**第四季度盈利环比承压、同比改善。**第四季度收入 18.67 亿元 (+2.5%)，毛利率同环比分别+3.55/-7.70 个百分点至 6.34%，环比下滑主要因四季度多计提一个月越南工厂工资。期间费用率同比改善 4.20 个百分点至 4.59%。归母净利润-249 万元，同比亏幅收窄，环比未能维持 2024 年以来的净利率改善趋势主要受毛利率下滑，及四季度资产减值计提 4161 万影响，减值计提幅度同比维持稳定。

**色纺纱占比提升，越南基地盈利大幅改善。**1) **色纺纱：**收入 40.56 亿元 (+29.1%)，营收占比提升至 55%；销量约 10.7 万吨，销量占比约 44%。毛利率 11.22% (-1.6pct)，主要受国内销售产品毛利率较低影响。2) **坯纱：**收入 32.71 亿元 (-1.3%)，销量约 13.5 万吨，毛利率提升 4.2pct 至 6.60%。3) **产能：**越南基地贡献收入 59.97 亿元 (+13.0%)，净利润 5.04 亿元 (+299.9%)，净利率达 8.4%同比提升 6.0pct，产能利用率持续改善。截至 2024 年底，越南产能约占总产能的 77%，达 126 万锭。

**风险提示：**棉价大幅波动；关税政策风险；汇率波动风险。

**投资建议：**色纺纱占比提升及开工率提升有望带动盈利修复，关税政策不确定性造成短期扰动。2025 年即使存在原材料价格下行的压力，色纺纱占比提升有望平抑部分负面影响。2025 年一季度以来国内开工率提升、越南开工率维持去年下半年较高水平，我们预计今年盈利情况仍有望改善。但由于关税政策不确定性加剧，棉价持续下行及全球终端需求仍较疲软，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 4.6/5.4/6.4 亿元（2025-2026 前值为 8.2/8.8 亿元），同比+12.8%/16.7%/19.1%。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	7,978	8,420	8,888
(+/-%)	-1.1%	14.9%	0.5%	5.5%	5.5%
净利润(百万元)	504	410	463	540	643
(+/-%)	-67.7%	-18.6%	12.8%	16.7%	19.1%
每股收益(元)	0.34	0.27	0.31	0.36	0.43
EBIT Margin	3.1%	5.9%	6.1%	7.1%	8.1%
净资产收益率 (ROE)	5.1%	4.3%	4.8%	5.5%	6.5%
市盈率 (PE)	15.0	18.4	16.3	14.0	11.7
EV/EBITDA	17.7	12.3	23.9	19.3	16.1
市净率 (PB)	0.77	0.79	0.78	0.77	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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

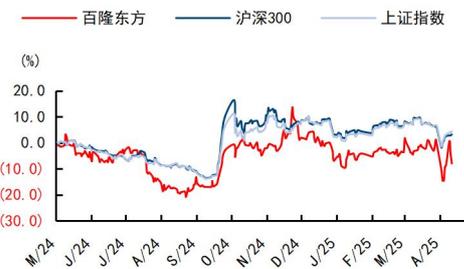
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.03 元
总市值/流通市值	7543/7543 百万元
52 周最高价/最低价	6.36/4.26 元
近 3 个月日均成交额	49.30 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) - 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
- 《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

图1: 公司营业收入及增长 (亿元, %)



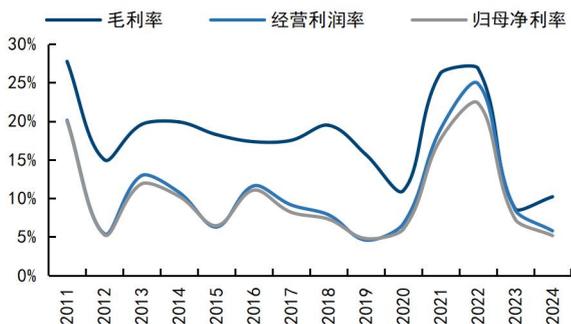
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增长 (亿元, %)



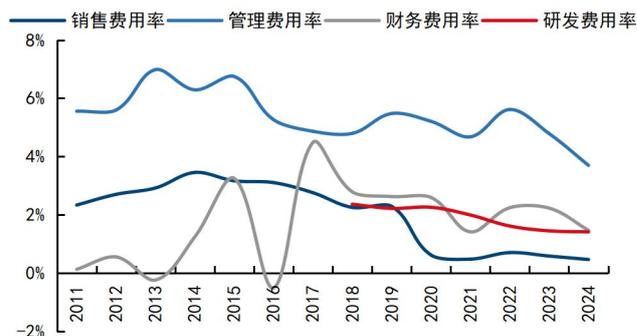
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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: 公司经营活动现金流净额、资本支出 (亿元)



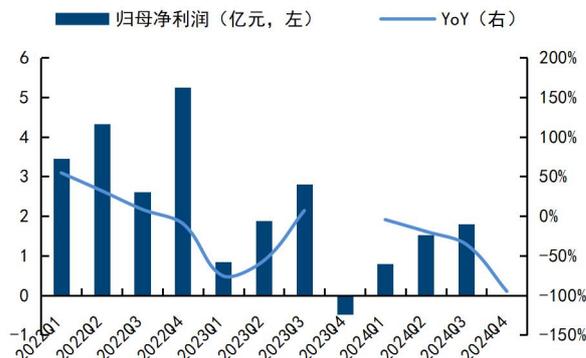
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



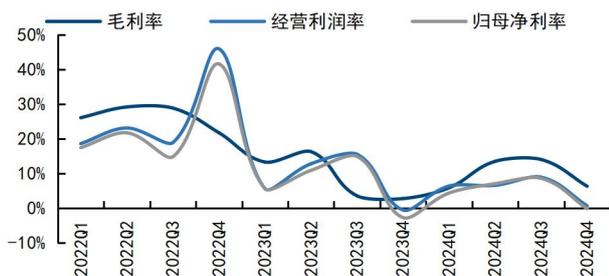
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



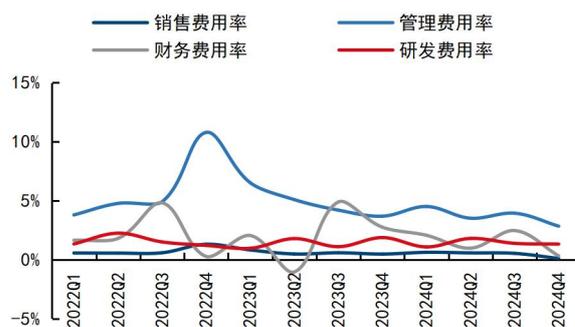
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率水平



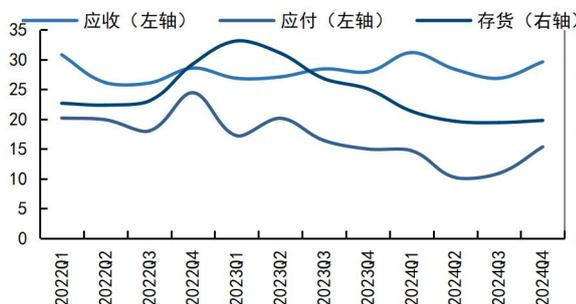
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率水平



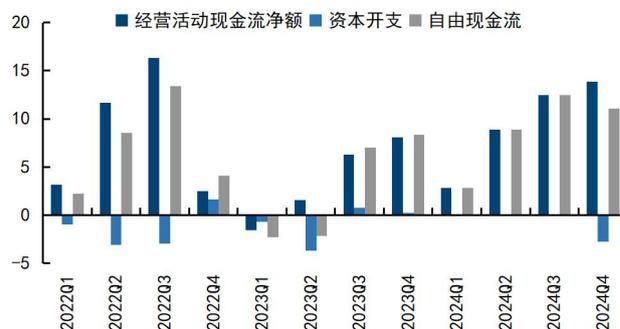
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 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12: 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

## 盈利预测：关税政策不确定性加剧，棉价持续下行及全球终端需求仍较疲软，下调单价及毛利率预测

2025 年初以来，中国 328 棉花价格指数和 Cotlook:A 指数分别平均为 15759.1/13785.91 元/吨，较 2024 年平均值分别下跌 8.6%/9.2%，仍处于相对低位。由于目前关税政策以及全球宏观经济仍面临不确定性，服装消费较为疲弱，棉价尚未呈现持续回升势头，因此公司纱线产品的单价和毛利率在 2025 年预计承压，我们下调公司单价及毛利率预测，具体假设如下：

- 1) **收入**：2025-2026 年收入分别为 79.8/84.2 亿元，同比+0.5%/5.5%（前值为 88.7/94.9 亿元），收入下调主要受单价下调影响；
- 2) **毛利率**：2025-2026 年毛利率分别为 11.9%/12.9%（前值为 14.4%/14.5%），毛利率下调主要也受棉价下行压制，部分影响预计被高毛利的色纺纱占比提升所平抑；
- 3) **归母净利率**：主要受毛利率下调影响，2025-2026 年净利率分别为 5.8%/6.4%（前值为 9.2%/9.2%）；
- 4) **归母净利润**：由于收入及毛利率、净利率下调，2025-2026 年归母净利润分别为 4.6/5.4 亿元（前值为 8.2/8.8 亿元）。

图13：公司盈利预测拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入 (百万元)</b>	<b>6989</b>	<b>6914</b>	<b>7941</b>	<b>7978</b>	<b>8420</b>	<b>8888</b>
YoY	-10.1%	-1.1%	14.9%	0.5%	5.5%	5.5%
<b>境内收入 (百万元)</b>	<b>1809</b>	<b>1801</b>	<b>1902</b>	<b>1893</b>	<b>1987</b>	<b>2087</b>
YoY	-61.6%	-0.5%	5.6%	-0.5%	5.0%	5.0%
<b>境外收入 (百万元)</b>	<b>4598</b>	<b>4656</b>	<b>5425</b>	<b>5452</b>	<b>5781</b>	<b>6129</b>
YoY	-40.9%	1.3%	16.5%	0.5%	6.0%	6.0%
<b>其他业务</b>	<b>582</b>	<b>457</b>	<b>615</b>	<b>633</b>	<b>652</b>	<b>672</b>
YoY	-78.4%	-21.4%	34.4%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>毛利润</b>	<b>1878</b>	<b>598</b>	<b>810</b>	<b>950</b>	<b>1085</b>	<b>1228</b>
<b>毛利率</b>	<b>26.9%</b>	<b>8.6%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.8%</b>
<b>费用率</b>						
销售费用	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	5.6%	4.8%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
财务费用	2.2%	2.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
<b>其他</b>						
其他经营收益率	8.7%	9.3%	3.0%	2.0%	1.7%	1.7%
<b>所得税率</b>	<b>11.1%</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.1%</b>
<b>净利润</b>	<b>1563</b>	<b>504</b>	<b>410</b>	<b>463</b>	<b>540</b>	<b>643</b>
YoY	14.0%	-67.7%	-18.6%	12.8%	16.7%	19.1%
<b>净利率</b>	<b>22.4%</b>	<b>7.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.2%</b>

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 投资建议：色纺纱占比提升及开工率提升有望带动盈利修复，关税政策不确定性造成短期扰动

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，近年来越南产能持续扩张，2024 年伴随下游去库完成订单恢复，越南开工率与盈利水平显著提升，收入和利润贡献加大；未来根据需求情况将继续在越南扩张。分业务看，2024 年公司色纺纱销量、营收占比提升，带动整体单价、毛利率提升，2025 年即使存在原材料价格下行的压力，色纺纱占比提升有望平抑部分负面影响。2025 年一季度以来国内开工率提升、越南开工率维持去年下半年较高水平，我们预计今年盈利情况仍有望改善。

但由于关税政策不确定性加剧，棉价持续下行及全球终端需求仍较疲软，我们下调单价及毛利率预测，最终下调 2025-2026 年净利润预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 4.6/5.4/6.4 亿元(2025-2026 前值为 8.2/8.8 亿元)，同比增长 12.8%/16.7%/19.1%。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	7,978	8,420	8,888
(+/-%)	-1.1%	14.9%	0.5%	5.5%	5.5%
净利润(百万元)	504	410	463	540	643
(+/-%)	-67.7%	-18.6%	12.8%	16.7%	19.1%
每股收益(元)	0.34	0.27	0.31	0.36	0.43
EBIT Margin	3.1%	5.9%	6.1%	7.1%	8.1%
净资产收益率(ROE)	5.1%	4.3%	4.8%	5.5%	6.5%
市盈率(PE)	15.0	18.4	16.3	14.0	11.7
EV/EBITDA	17.7	12.3	23.9	19.3	16.1
市净率(PB)	0.77	0.79	0.78	0.77	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	
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024~2025	2025	
601339.SH	百隆东方	优于大市	5.03	0.27	0.31	0.36	18.4	16.3	14.0	12.8%	1.272	78.3
可比公司												
2678.HK	天虹国际	优于大市	3.37	0.60	0.64	0.82	5.6	5.3	4.1	6.5%	0.808	30.9
002042.SZ	华孚时尚	无评级	6.07	0.04	0.08	0.13	137.6	80.1	48.3	71.9%	1.114	104.9

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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2650	1929	1698	1470	1315	营业收入	6914	7941	7978	8420	8888
应收款项	616	690	693	692	730	营业成本	6316	7131	7027	7335	7660
存货净额	4708	4243	4500	4687	4884	营业税金及附加	29	32	32	34	35
其他流动资产	126	340	341	360	380	销售费用	40	37	37	39	41
<b>流动资产合计</b>	<b>8204</b>	<b>7217</b>	<b>7248</b>	<b>7224</b>	<b>7324</b>	管理费用	332	289	414	433	454
固定资产	3957	0	299	510	698	财务费用	154	117	128	135	142
无形资产及其他	628	556	534	511	489	投资收益	668	143	160	168	178
投资性房地产	1026	4373	4373	4373	4373	资产减值及公允价值变动	48	(51)	(32)	(59)	(62)
长期股权投资	2269	2244	2220	2195	2170	其他收入	(170)	32	52	54	55
<b>资产总计</b>	<b>16084</b>	<b>14390</b>	<b>14674</b>	<b>14814</b>	<b>15055</b>	营业利润	588	459	520	608	726
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	14	15
应付款项	221	387	410	427	524	利润总额	584	472	533	622	741
其他流动负债	209	225	394	410	428	<b>所得税费用</b>	<b>80</b>	<b>62</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>97</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4805</b>	<b>3530</b>	<b>3723</b>	<b>3756</b>	<b>3870</b>	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	463	540	643
其他长期负债	168	166	165	163	162						
<b>长期负债合计</b>	<b>1486</b>	<b>1260</b>	<b>1259</b>	<b>1257</b>	<b>1256</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>6291</b>	<b>4791</b>	<b>4981</b>	<b>5014</b>	<b>5126</b>	<b>净利润</b>	504	410	463	540	643
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	9692	9800	9929	折旧摊销	568	536	34	50	69
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16084</b>	<b>14390</b>	<b>14674</b>	<b>14814</b>	<b>15055</b>	公允价值变动损失	(48)	51	32	59	62
						财务费用	154	117	128	135	142
关键财务与估值指标						营运资本变动	(685)	(3000)	(114)	(170)	(139)
每股收益	0.34	0.27	0.31	0.36	0.43	其它	322	11	43	(3)	(3)
每股红利	0.62	0.41	0.25	0.29	0.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>338</b>	<b>(2003)</b>	<b>414</b>	<b>479</b>	<b>635</b>
每股净资产	6.53	6.40	6.5	6.5	6.6	资本开支	0	3500	(300)	(300)	(300)
ROIC	1%	3%	4%	5%	5%	其它投资现金流	438	89	0	0	0
ROE	5%	4%	5%	6%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>454</b>	<b>3614</b>	<b>(275)</b>	<b>(275)</b>	<b>(275)</b>
毛利率	9%	10%	12%	13%	14%	权益性融资	(33)	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	6%	6%	7%	8%	负债净变化	(233)	(224)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(932)	(610)	(370)	(432)	(515)
收入增长	-1%	15%	0%	6%	6%	其它融资现金流	2148	(664)	0	0	0
净利润增长率	-68%	-19%	13%	17%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(214)</b>	<b>(2332)</b>	<b>(370)</b>	<b>(432)</b>	<b>(515)</b>
资产负债率	39%	33%	34%	34%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>578</b>	<b>(720)</b>	<b>(231)</b>	<b>(229)</b>	<b>(155)</b>
息率	12.4%	8.1%	4.9%	5.7%	6.8%	货币资金的期初余额	2072	2650	1929	1698	1470
P/E	15.0	18.4	16.3	14.0	11.7	货币资金的期末余额	2650	1929	1698	1470	1315
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	企业自由现金流	0	1444	45	103	255
EV/EBITDA	17.7	12.3	23.9	19.3	16.1	权益自由现金流	0	556	(52)	1	153

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±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±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