2025 年 04 月 17 日

越南盈利改善，高股息具备吸引力

百隆东方(601339)

评级：	买入	股票代码：	601339
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	6.36/4.26
目标价格：		总市值(亿)	75.43
最新收盘价：	5.03	自由流通市值(亿)	75.43
		自由流通股数(百万)	1,499.57

事件概述

2024 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 79.41/4.10/2.20/13.83 亿元、同比增长 14.86%/-18.62%/1128.03%/70.98%，经营性现金流高于净利主要由于折旧较高及经营性应付项目增加，非经主要为非流动资产处置损益 1.24 亿元（23 年 4.39 亿元，主要为减值冲回）、金融资产投资收益（主要来自棉花期货）（23/24 年为 1.27/0.77 亿元）；收入好于我们预期主要由于色纺纱恢复较快、占比提升，净利低于市场预期，我们分析主要由于 Q4 扣非亏损（部分计入主业利润的投资收益减少、奖金、减值计提）。剔除资产处置收益（23/24 年 0.18/1.24 亿元）及投资收益（23/24 年 6.68/1.43 亿元后）24 年净利为 1.43 亿元，同比增长 179%。24Q4 单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为 18.67/-0.02/-0.35 亿元、同比增长 2.48%/94.91%/72.34%。

2024 年每 10 股派发现金红利 2.6 元，对应分红率为 95%（23 年 89%），股息率为 5%。

公司公告，根据境内外期货交易所保证金费率情况，结合公司全年采购计划，决定自股东大会审议通过之日起未来 12 个月内，公司用于棉花期货业务的交易保证金最高额度不超过 9.9 亿元人民币。

分析判断：

越南盈利能力恢复中。收入拆分来看，24 年越南/国内收入分别为 59.97/19.02 亿元、同比增长 13.03%/5.6%。从净利来看，越南净利为 5.04 亿元、同比增长 299.91%，净利率为 8.4%、同比增长 6PCT，较历史正常水平仍有提升空间；倒算国内亏损 4.8 亿元。24 年越南总产能为 126 万锭、占比 77%，目前公司以自有资金继续投入越南百隆 39 万锭纱线剩余扩产项目，有序推进新产能建设投产进度。

色纺纱占比提升，产能利用率大幅提升。纱线总产量/销量为 25.42/24.23 万吨、同比增长 19.23%/11.84%，我们测算产能利用率为 104.6%、同比提升 16.9PCT，产销率为 105%、同比提高 7PCT；从而推出 ASP 为 3.24 万元/吨、同比增长 1.5%，在棉价下跌背景下均价提升主要来自色纺纱占比提升：分拆来看，色纺纱/坯纱收入分别为 40.56/32.71 亿元、同比增长 29.12%/-1.34%，色纺纱占比增长 7PCT 至 55%。

Q4 扣非亏损主要受投资收益、奖金、减值计提影响。（1）24 年公司毛利率为 10.2%、同比增加 1.55PCT 我们分析主要由于产能利用率提升，色纺纱/坯纱毛利率分别为 11.22%/6.60%、同比增加-1.60/4.19PCT；境内/境外毛利率分别为 2.29%/11.56%、同比增加-0.08/2.11PCT。（2）24 年公司净利率为 5.17%、同比下降 2.12PCT。从费用来看，24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.47%/3.7%/1.41%/1.47%、同比下降 0.12/1.09/0.04/0.76PCT，管理费用率下降主要由于职工薪酬下降；财务费用率下降主要由于银行借款减少。其他收益/收入同比增加 0.15PCT；投资净收益/收入同比下降 7.9PCT，主要由于 23 年存在处置交易性金融资产（棉花期货）取得的投资收益，24 年投资收益 1.42 亿中宁波通商银行 1.27 亿、信聿-0.72 亿；资产处置收益/收入为 1.56%，同比增加 1.3PCT；营业外支出/收入同比下降 0.23PCT；所得税/收入为 0.78%，同比下降 0.38PCT。（4）24Q4 毛利率/归母净利率/扣非净利率为 6.34%/-0.13%/-1.87%、同比增加 3.56/2.55/5.16PCT。24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.1%/2.84%/1.32%/0.32%，同比下降 0.38/0.85/0.56/2.44PCT。投资净收益/收入为 1.75%同比下降 5.74PCT；公允价值变动净收益/收入同比下降

1.48PCT；减值损失占比合计减少 0.54PC；营业外支出/收入同比下降 0.99PCT；所得税/收入 1.25%，同比下降 0.35PCT。

库存有所下降来自原材料备货下降。公司 24 年末存货金额为 42.43 亿元，同比下降 10%；分拆来看，原材料+在途物资占比 62%、处于历史较低水平。公司存货周转天数 225.92 天，同比下降 60.62 天。应收账款为 6.9 亿元，同比增加 12%，应收账款周转天数 29.61 天，同比增加 1.68 天。公司应付账款为 3.87 亿元，同比增加 75%，应付账款周转天数 15.33 天，同比增加 0.36 天。

投资建议

我们分析，（1）主业方面，从收入端来看，短期加税背景下客户处于观望状态、可能一定程度上影响需求；但若越南和美国达成较低关税，不排除未来有订单份额提升趋势；从净利端来看，随着 21-22 年棉花期货波动影响、23-24Q1 去库存影响逐步结束，我们更看好公司的盈利改善弹性：即色纺纱占比持续提升、越南盈利能力改善、国内减亏。（2）非经方面，宁波通商银行投资收益相对稳定，信聿投资方面随市场波动有一定弹性；（3）长期来看，公司份额提升逻辑未变，越南布局重要性越加凸显，公司扩产也仍在持续；（4）随着公司大幅扩产告一段落，目前股息率 5%、具备吸引力。下调 25-26 年收入预测 83.38/90.20 亿元至 81.44/86.48 亿元，新增 27 年收入预测 91.58 亿元；下调 25-26 年净利预测 7.59/8.79 亿元至 5.95/6.98 亿元，新增 27 年净利预测 8.2 亿元，对应下调 25-26 年 EPS 0.51/0.59 元至 0.40/0.47 元，新增 27 年 EPS 0.55 元。2025 年 4 月 16 日收盘价 5.03 元对应 PE 分别为 13/11/9X，维持“买入”评级。

风险提示

棉价波动风险；欧美通胀导致需求下滑风险；汇率波动风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,914	7,941	8,144	8,648	9,158
YoY（%）	-1.1%	14.9%	2.6%	6.2%	5.9%
归母净利润(百万元)	504	410	595	698	824
YoY（%）	-67.7%	-18.6%	45.1%	17.2%	18.0%
毛利率（%）	8.6%	10.2%	10.3%	10.5%	11.0%
每股收益（元）	0.34	0.27	0.40	0.47	0.55
ROE	5.1%	4.3%	5.8%	6.4%	7.0%
市盈率	15.53	18.39	12.67	10.81	9.16

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090002
联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,941	8,144	8,648	9,158
YoY(%)	14.9%	2.6%	6.2%	5.9%
营业成本	7,131	7,305	7,740	8,149
营业税金及附加	32	33	35	37
销售费用	37	38	40	43
管理费用	294	375	389	412
财务费用	117	122	112	98
研发费用	112	115	109	116
资产减值损失	-42	0	0	0
投资收益	143	366	406	463
营业利润	459	683	799	947
营业外收支	13	2	4	1
利润总额	472	685	803	948
所得税	62	90	105	124
净利润	410	595	698	824
归属于母公司净利润	410	595	698	824
YoY(%)	-18.6%	45.1%	17.2%	18.0%
每股收益	0.27	0.40	0.47	0.55

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,929	2,842	4,124	5,541
预付款项	48	73	77	81
存货	4,243	4,603	4,665	4,688
其他流动资产	996	920	852	864
流动资产合计	7,217	8,438	9,719	11,175
长期股权投资	2,244	2,244	2,244	2,244
固定资产	3,441	3,029	2,559	2,043
无形资产	556	528	512	495
非流动资产合计	7,174	6,707	6,155	5,562
资产合计	14,390	15,145	15,873	16,737
短期借款	1,420	1,420	1,420	1,420
应付账款及票据	387	340	365	380
其他流动负债	1,723	1,929	1,935	1,960
流动负债合计	3,530	3,690	3,721	3,760
长期借款	1,094	1,094	1,094	1,094
其他长期负债	166	166	166	166
非流动负债合计	1,260	1,260	1,260	1,260
负债合计	4,791	4,950	4,981	5,021
股本	1,500	1,500	1,500	1,500
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9,600	10,195	10,893	11,716
负债和股东权益合计	14,390	15,145	15,873	16,737

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	410	595	698	824
折旧和摊销	539	560	601	661
营运资金变动	488	-150	33	1
经营活动现金流	1,383	657	933	1,025
资本开支	-163	37	91	77
投资	172	0	0	0
投资活动现金流	254	403	497	540
股权募资	0	0	0	0
债务募资	5,440	0	0	0
筹资活动现金流	-2,199	-148	-148	-148
现金净流量	-634	912	1,282	1,417

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	14.9%	2.6%	6.2%	5.9%
净利润增长率	-18.6%	45.1%	17.2%	18.0%
盈利能力（%）				
毛利率	10.2%	10.3%	10.5%	11.0%
净利润率	5.2%	7.3%	8.1%	9.0%
总资产收益率 ROA	2.9%	3.9%	4.4%	4.9%
净资产收益率 ROE	4.3%	5.8%	6.4%	7.0%
偿债能力（%）				
流动比率	2.04	2.29	2.61	2.97
速动比率	0.83	1.02	1.34	1.70
现金比率	0.55	0.77	1.11	1.47
资产负债率	33.3%	32.7%	31.4%	30.0%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.55	0.54	0.54	0.55
每股指标（元）				
每股收益	0.27	0.40	0.47	0.55
每股净资产	6.40	6.80	7.26	7.81
每股经营现金流	0.92	0.44	0.62	0.68
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	18.39	12.67	10.81	9.16
PB	0.85	0.74	0.69	0.64

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。