

2025 年 04 月 29 日

Q1 业绩超市场预期，期待越南盈利能力进一步提升

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)	72.58
最新收盘价:	4.84	自由流通市值(亿)	72.58
		自由流通股数(百万)	1,499.57

事件概述

2025Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 17.31/1.73/1.47/-3.56 亿元、同比增长-5.63%/115.95%/转正/-225.52%，业绩超市场预期，我们分析主要由于 1) 越南盈利能力延续 24 年增长态势，24 年色纺纱占比已经提升至 55%，受益于产能利用率提升带动越南色纺纱毛利率提升；2) 国内扭亏，主要由于处置亏损工厂。3) 持有交易性金融资产和负债产生的公允价值变动损益增加。非经主要为持有交易性金融资产和负债产生的公允价值变动损益 0.2 亿元（同比增长 120%）；经营性现金流为负主要由于原料采购支出同比增加所致。

分析判断：

我们分析收入下降，主要由于棉价同比处于低位，价格承压，以及国内需求低迷、产能利用率低迷。

净利率增幅低于毛利率，主要由于资产处置收益下降。25Q1 毛利率为 14.86%、同比提升 8.97PCT，我们分析主要由于色纺纱产能利用率提升，毛利率有所恢复；净利率为 10.0%、同比提升 5.6PCT；扣非净利率为 8.5%，同比提升 8.9PCT。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.78%/4.08%/1.23%/1.42%、同比提升 0.15/-0.43/0.15/-0.65PCT。25Q1 投资净收益占比提升 1.93PCT 至 4.44%；公允价值变动损失占比提升 0.54PCT；资产及信用减值损失计提占比同比增加 1.63PCT；资产处置收益占比下降 5.9PCT；所得税/收入下降 0.14PCT。

库存微增。25Q1 末存货为 47.64 亿元、同比增长 2.8%；存货周转天数为 75 天、同比增加 31 天。25Q1 末应收账款为 6.68 亿元、同比增长 2.2%；应收账款周转天数为 35 天、同比增加 4 天。25Q1 末应付账款为 3.2 亿元、同比下降 6.8%；应付账款周转天数为 22 天、同比增加 7 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，信丰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。维持 25-27 年收入预测 81.44/86.48/91.58 亿元；维持 25-27 年净利预测 5.95/6.98/8.24 亿元，对应 25-27 年 EPS 0.40/0.47/0.55 元。2025 年 4 月 29 日收盘价 4.84 元对应 PE 分别为 12/10/9X，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	14.40	17.69	12.19	10.40	8.81

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	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,941	8,144	8,648	9,158	净利润	410	595	698	824
YoY(%)	14.9%	2.6%	6.2%	5.9%	折旧和摊销	539	560	601	661
营业成本	7,131	7,305	7,740	8,149	营运资金变动	488	-150	33	1
营业税金及附加	32	33	35	37	经营活动现金流	1,383	657	933	1,025
销售费用	37	38	40	43	资本开支	-163	37	91	77
管理费用	294	375	389	412	投资	172	0	0	0
财务费用	117	122	112	98	投资活动现金流	254	403	497	540
研发费用	112	115	109	116	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-42	0	0	0	债务募资	5,440	0	0	0
投资收益	143	366	406	463	筹资活动现金流	-2,199	-148	-148	-148
营业利润	459	683	799	947	现金净流量	-634	912	1,282	1,417
营业外收支	13	2	4	1	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	472	685	803	948	成长能力 (%)				
所得税	62	90	105	124	营业收入增长率	14.9%	2.6%	6.2%	5.9%
净利润	410	595	698	824	净利润增长率	-18.6%	45.1%	17.2%	18.0%
归属于母公司净利润	410	595	698	824	盈利能力 (%)				
YoY(%)	-18.6%	45.1%	17.2%	18.0%	毛利率	10.2%	10.3%	10.5%	11.0%
每股收益	0.27	0.40	0.47	0.55	净利润率	5.2%	7.3%	8.1%	9.0%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	2.9%	3.9%	4.4%	4.9%
货币资金	1,929	2,842	4,124	5,541	净资产收益率 ROE	4.3%	5.8%	6.4%	7.0%
预付款项	48	73	77	81	偿债能力 (%)				
存货	4,243	4,603	4,665	4,688	流动比率	2.04	2.29	2.61	2.97
其他流动资产	996	920	852	864	速动比率	0.83	1.02	1.34	1.70
流动资产合计	7,217	8,438	9,719	11,175	现金比率	0.55	0.77	1.11	1.47
长期股权投资	2,244	2,244	2,244	2,244	资产负债率	33.3%	32.7%	31.4%	30.0%
固定资产	3,441	3,029	2,559	2,043	经营效率 (%)				
无形资产	556	528	512	495	总资产周转率	0.55	0.54	0.54	0.55
非流动资产合计	7,174	6,707	6,155	5,562	每股指标 (元)				
资产合计	14,390	15,145	15,873	16,737	每股收益	0.27	0.40	0.47	0.55
短期借款	1,420	1,420	1,420	1,420	每股净资产	6.40	6.80	7.26	7.81
应付账款及票据	387	340	365	380	每股经营现金流	0.92	0.44	0.62	0.68
其他流动负债	1,723	1,929	1,935	1,960	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,530	3,690	3,721	3,760	估值分析				
长期借款	1,094	1,094	1,094	1,094	PE	17.69	12.19	10.40	8.81
其他长期负债	166	166	166	166	PB	0.85	0.74	0.69	0.64
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					

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。