2025 年 08 月 14 日

国内外净利改善共振，上调盈利预测

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)	83.83
最新收盘价：	5.59	自由流通市值(亿)	83.83
		自由流通股数(百万)	1,499.57

事件概述

25H1 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 35.91/3.90/3.60/0.39 亿元、同比增长-9.99%/67.53%/236.33%/-95.57%，业绩高于业绩预告中线（3.5-4.1 亿）。25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 18.60/2.17/2.13 亿元、同比增长-13.70%/42.03%/85.94%，我们分析 Q2 收入下滑主要由于关税影响及坯纱需求低迷，但业绩超市场预期则得益于越南净利恢复、国内扭亏、汇兑收益 2400 万、减值冲回 2500 万，剔除一次性影响后归母净利 1.73 亿元，同比增长 12%。非经主要为处置金融资产收益 0.18 亿元，经营性现金流净额低于净利主要由于存货增加及应付项目的减少。

公司拟中期每股派发现金红利 0.15 元，对应分红率 57.67%，对应年化股息率 5.37%。

分析判断：

越南净利率提升。1）分地区来看，25H1 国外/国内收入分别为 27.22/8.69 亿元，同比下降 9.08%/12.71%，从产能端来看，百隆越南收入/净利为 28.28/3.04 亿元、同比增长-8.44%/39.19%；净利率为 10.74%，同比提升 3.67PCT，越南盈利能力自 24Q2 以来逐步修复。2）量价拆分来看，25H1 销量/单价分别-6.73%/-3.5%，对比来看，国内/外棉价 25H1 同比下降 12%/17%，我们分析，公司单价降幅低于行业主要受益于色纺纱占比提升。

25Q2 净利率增幅高于毛利率主要由于汇兑收益贡献财务费用率下降、资产和信用减值冲回。（1）25H1 公司毛利率/归母净利率 15.20%/10.86%，同比提升 5.20/5.03PCT，我们分析主要得益于产能利用率提升，25H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.65%/3.90%/1.15%/0.57%、同比下降-0.05/0.07/0.32/0.91PCT，财务费用率下降主要由于汇兑收益增加。投资收益/收入同比上升 1.01PCT 至 2.58%；公允价值变动损益/收入同比下降 0.63PCT 至 0.21%；资产处置收益/收入同比下降 2.79PCT 至 0.19%；所得税/收入为 1.25%，同比上升 0.57PCT。（3）25Q2 毛利率为 15.51%，同比上升 2.01PCT、环比增加 0.65PCT；25Q2 归母净利率/扣非净利率为 11.64%/11.47%，同比提升 4.57/6.14PCT，环比增加 1.62/2.96PCT，25Q2 公司研发/财务费用率分别同比下降 0.7/1.2PCT；公允价值变动损益/收入同比提升 0.7PCT；资产减值/收入冲回同比提升 1.1PCT；所得税/收入同比增加 1.17PCT。

存货增加，原材料占比提升。25H1 末公司存货为 46.70 亿元，同比上升 10.05%，其中原材料/库存商品占比为 56.8%/31.2%，同比-2.2/+1.2PCT，存货周转天数为 263 天，同比增加 39 天；应收账款为 6.25 亿元，同比减少 2.32%，应收账款周转天数为 33 天，同比增加 5 天；应付账款为 1.99 亿元，同比增加 6.84%，应付账款周转天数为 11 天，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 7 月美越达成 20%关税、相较于公司印度竞争对手 25%的关税有一定优势，公司目前 77%产能位于越南，我们判断公司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）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；上调 25-27 年

归母净利预测 5.95/6.98/8.24 亿元至 7.32/8.43/9.65 亿元，对应上调 25-27 年 EPS 0.40/0.47/0.55 元至 0.49/0.56/0.64 亿元。2025 年 8 月 14 日收盘价 5.59 元对应 PE 分别为 11/10/9X，维持“买入”评级。

风险提示风险提示

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	732	843	965
YoY（%）	-67.7%	-18.6%	78.4%	15.3%	14.4%
毛利率（%）	8.6%	10.2%	10.3%	10.5%	11.0%
每股收益（元）	0.34	0.27	0.49	0.56	0.64
ROE	5.1%	4.3%	7.1%	7.5%	8.0%
市盈率	16.63	20.44	11.45	9.94	8.69

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	110	95
研发费用	112	115	109	116
资产减值损失	-42	0	0	0
投资收益	143	523	572	623
营业利润	459	840	967	1,110
营业外收支	13	2	4	1
利润总额	472	842	971	1,111
所得税	62	111	127	146
净利润	410	732	843	965
归属于母公司净利润	410	732	843	965
YoY(%)	-18.6%	78.4%	15.3%	14.4%
每股收益	0.27	0.49	0.56	0.64

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,929	2,978	4,406	5,965
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	8,574	10,001	11,598
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	15,281	16,156	17,161
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	10,331	11,175	12,140
负债和股东权益合计	14,390	15,281	16,156	17,161

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	410	732	843	965
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	636	912	1,006
资本开支	-163	37	91	77
投资	172	0	0	0
投资活动现金流	254	560	663	700
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	1,049	1,428	1,559

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%	78.4%	15.3%	14.4%
盈利能力（%）				
毛利率	10.2%	10.3%	10.5%	11.0%
净利润率	5.2%	9.0%	9.8%	10.5%
总资产收益率 ROA	2.9%	4.8%	5.2%	5.6%
净资产收益率 ROE	4.3%	7.1%	7.5%	8.0%
偿债能力（%）				
流动比率	2.04	2.32	2.69	3.08
速动比率	0.83	1.06	1.41	1.82
现金比率	0.55	0.81	1.18	1.59
资产负债率	33.3%	32.4%	30.8%	29.3%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.55	0.53	0.54	0.53
每股指标（元）				
每股收益	0.27	0.49	0.56	0.64
每股净资产	6.40	6.89	7.45	8.10
每股经营现金流	0.92	0.42	0.61	0.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	20.44	11.45	9.94	8.69
PB	0.85	0.73	0.67	0.62

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。