

# 百隆东方 (601339. SH)

上半年盈利改善净利润增长 68%，中期拟分红 58%

优于大市

## 核心观点

**上半年营收下滑但盈利显著改善，中期拟分红 58%。**公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。2025年上半年，公司实现营业收入 35.91 亿元(同比-9.99%)，其中主营纱线业务营收-7.30%，营收下滑主要受美国关税政策不确定性影响，下游客户下单谨慎，导致纱线销量同比下降 6.73%，单价基本维稳。毛利率同比提升 5.20 个百分点至 15.20%，主要受益于国内及越南工厂维持较高开工率(国内超 90%，越南近满产)带来的单位成本下降，以及原材料成本下行。销售/管理费用率维持稳定，财务费用率下降 0.9 百分点，主要受益于越南盾贬值带来的 3339 万元汇兑收益。扣非归母净利润 3.60 亿元，同比大幅增长 236.33%；归母净利润 3.90 亿元，同比增长 67.53%。投资收益方面，通商银行稳定贡献收益，上海信聿显著减亏，上半年亏损约 139 万元(去年同期亏损 5600 万元)。分红方面，公司拟中期每 10 股派发现金红利 1.5 元，分红比例达 57.67%。

**第二季度受关税影响客户下单谨慎销量承压，毛利率持续改善。**第二季度收入 18.60 亿(同比-13.7%)，同比下滑幅度加深，主要在关税不确定性影响下，4-5 月销量下滑约双位数，6 月销量预计恢复正常增长，伴随越南对美出口关税落地，7 月增速持续向上，订单恢复趋势明显；归母净利润同比+42.0% 至 2.17 亿元。毛利率同比/环比分别+2.01/0.65 百分点至 15.51%，受益于开工率提升及原材料成本下行，毛利率持续改善。

**产品结构优化，越南基地为利润核心，国内业务减亏。**1) **产品结构：**上半年色纺纱销量占比约 46%，收入占比提升至约 58%。高毛利的色纺纱是盈利能力提升的关键，其中越南工厂色纺纱毛利率达到 23% 左右，坯纱毛利率约 10.5%。2) **越南基地：**上半年贡献收入 28.28 亿元(同比-8.4%)，实现净利润 3.04 亿元，净利率 10.7%，是公司利润的核心来源。越南工厂上半年基本维持满产运行。3) **国内业务：**产能利用率提升至 90% 以上，主营业务基本实现盈亏平衡，较去年同期减亏，不再拖累整体业绩。

**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：盈利能力修复逻辑兑现，关税落地后订单有望持续恢复。**公司 2025 上半年盈利修复逻辑兑现，核心在于高产能利用率和原材料成本下行带来的毛利率大幅修复，以及色纺纱占比的提升。展望下半年，随着美国对越南关税政策落地，下游客户下单逐步恢复正常，7 月以来接单情况已明显好转。盈利方面，预计公司将继续维持高开工率，叠加低价棉花库存的成本优势，盈利能力有望维持高位。考虑到公司盈利能力修复好于此前预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 6.6/7.0/7.4 亿元(此前预测为 4.6/5.4/6.4 亿元)，同比+61.9%/+5.8%/+5.8%。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	664	703	744
(+/-%)	-67.7%	-18.6%	61.9%	5.8%	5.8%
每股收益(元)	0.34	0.27	0.44	0.47	0.50
EBIT Margin	3.1%	5.9%	8.4%	8.4%	8.5%
净资产收益率(ROE)	5.1%	4.3%	6.8%	7.1%	7.4%
市盈率(PE)	16.6	20.4	12.6	11.9	11.3
EV/EBITDA	18.8	13.1	18.9	17.6	16.4
市净率(PB)	0.86	0.87	0.86	0.85	0.84

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

5.59 元

总市值/流通市值

8383/8383 百万元

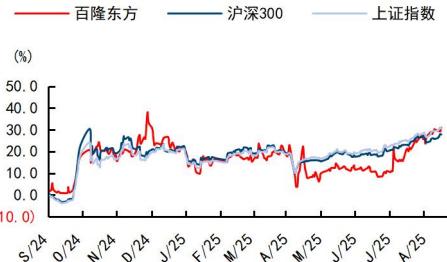
52 周最高价/最低价

6.36/4.26 元

近 3 个月日均成交额

74.49 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) -2024 年收入增长 15%，扣非净利润同比转盈》——2025-04-17

《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

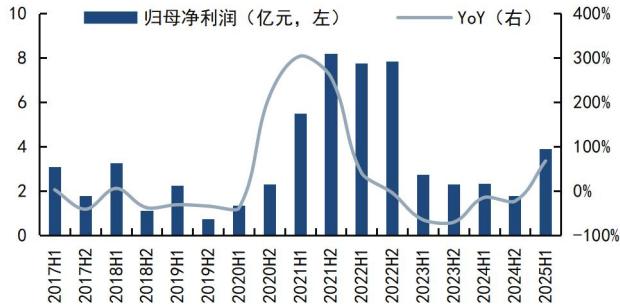
《百隆东方 (601339.SH) -上半年收入增长 24%，二季度毛利率环比修复》——2024-08-30

《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

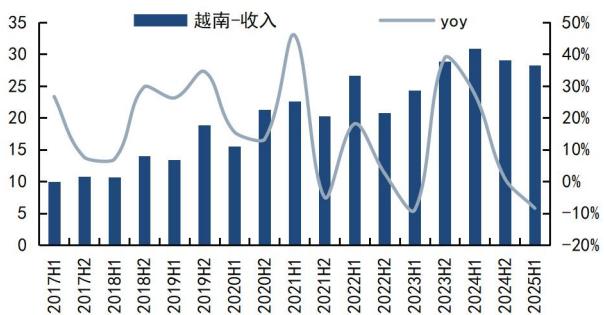
《百隆东方 (601339.SH) -品牌去库存影响订单，2023 年盈利承压》——2024-04-17

**图1：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）**

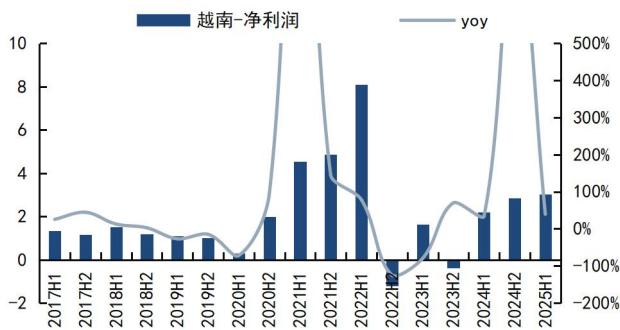

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：公司半年度归母净利润和增长（亿元，%）**


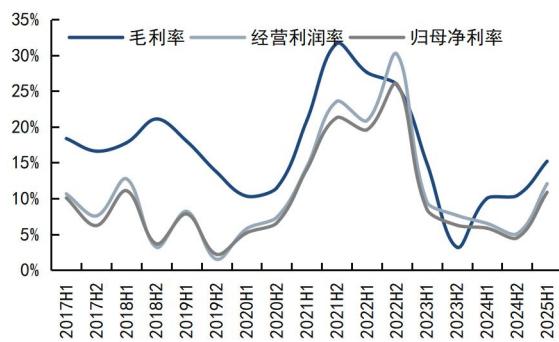
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：公司越南子公司收入及增长**


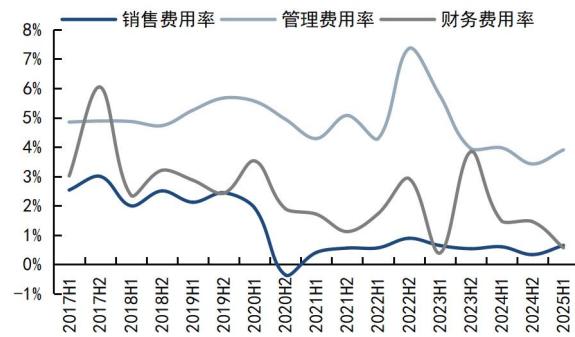
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4：公司越南子公司净利润及增长**


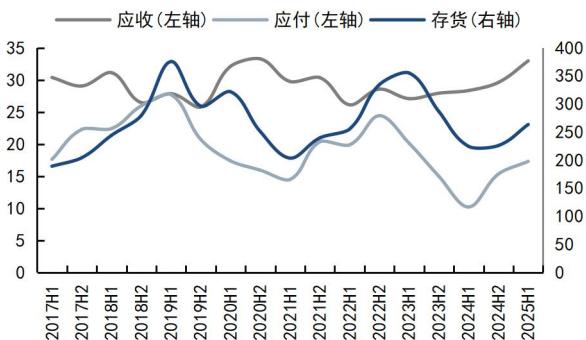
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图5：公司半年度利润率水平**


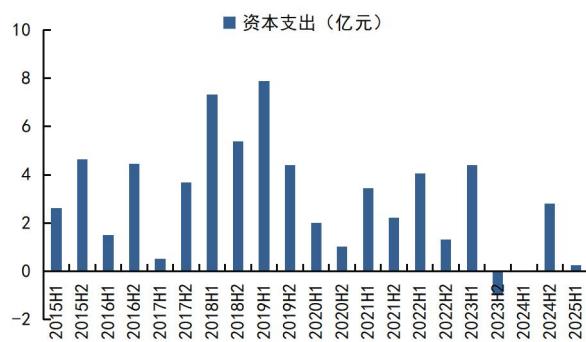
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6：公司半年度费用率水平**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图7: 公司半年度营运资金周转天数**


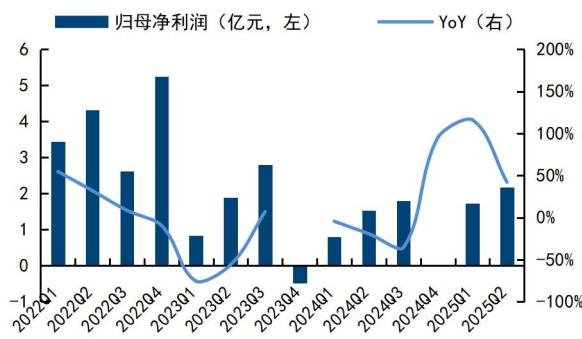
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图8: 公司半年度资本支出金额 (亿元)**


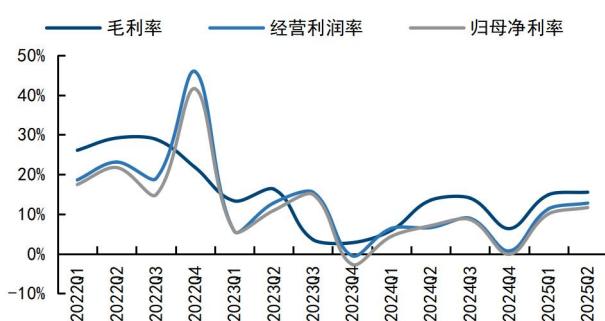
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图9: 公司季度营业收入及增长 (亿元, %)**

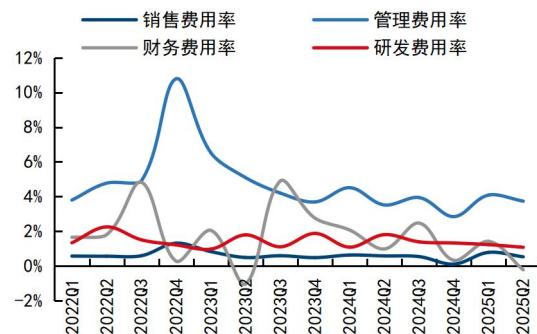

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图10: 公司季度归母净利润及增长 (亿元, %)**


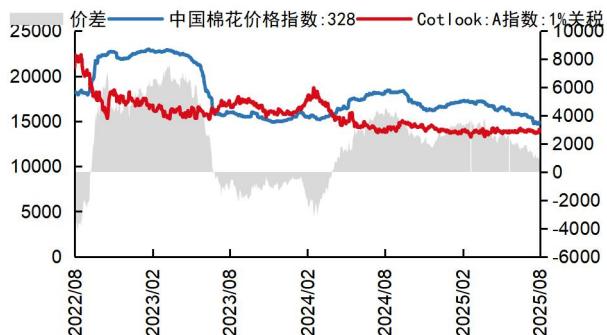
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图11: 公司季度利润率水平**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图12: 公司季度费用率水平**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图13: 内棉和外棉价格走势 (元/吨)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图14: 内外棉纱价格走势 (元/吨)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测：毛利率修复好于预期，上调盈利预测

上半年毛利率同比提升 5.20 个百分点至 15.20%，二季度环比一季度持续提升，主要受益于国内及越南工厂维持较高开工率带来的单位成本下降、原材料成本下行、毛利率较高的色纺纱占比提升。我们预计公司将继续维持高开工率，叠加低价棉花库存的成本优势，盈利能力有望维持高位，因此我们上调毛利率预测，进而上调归母净利润，具体假设如下：

- 1) **毛利率**：2025-2027 年毛利率分别为 14.3%/14.3%/14.3%（前值为 11.9%/12.9%/13.8%）；
- 2) **归母净利率**：主要受毛利率上调影响，2025-2027 年归母净利率分别为 8.3%/8.3%/8.4%（前值为 5.8%/6.4%/7.2%）；
- 3) **归母净利润**：归母净利润为 6.6/7.0/7.4 亿元（前值为 4.6/5.4/6.4 亿元）。

图15: 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	-32.8%	-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	-2.5%	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	58.4%	-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>1140</b>	<b>1203</b>	<b>1270</b>
<b>毛利率</b>	<b>26.9%</b>	<b>8.6%</b>	<b>10.2%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.3%</b>
<b>境内毛利润</b>	<b>346</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>151</b>	<b>159</b>	<b>167</b>
境内毛利率	19.1%	2.4%	2.3%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>境外毛利润</b>	<b>1320</b>	<b>440</b>	<b>627</b>	<b>845</b>	<b>896</b>	<b>950</b>
境外毛利率	28.7%	9.4%	11.6%	15.5%	15.5%	15.5%
<b>其他毛利润</b>	<b>212.4</b>	<b>115.7</b>	<b>139.6</b>	<b>143.8</b>	<b>148.1</b>	<b>152.5</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%	3.6%	3.6%	3.6%
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%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>其他</b>						
其他经营收益率	8.7%	9.3%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<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>664</b>	<b>703</b>	<b>744</b>
YoY	14.0%	-67.7%	-18.6%	61.9%	5.8%	5.8%
净利率	22.4%	7.3%	5.2%	8.3%	8.3%	8.4%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 投资建议：盈利能力修复逻辑兑现，关税落地后订单有望持续恢复

公司 2025 上半年盈利修复逻辑兑现，核心在于高产能利用率和原材料成本下行带来的毛利率大幅修复，以及色纺纱占比的提升。展望下半年，随着美国对越南关税政策落地，下游客户下单逐步恢复正常，7 月以来接单情况已明显好转。盈利方面，我们预计公司将继续维持高开工率，叠加低价棉花库存的成本优势，盈利能力有望维持高位。考虑到公司盈利能力修复好于此前预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 6.6/7.0/7.4 亿元（此前预测为 4.6/5.4/6.4 亿元），同比+61.9%/5.8%/5.8%。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	664	703	744
(+/-%)	-67.7%	-18.6%	61.9%	5.8%	5.8%
每股收益(元)	0.34	0.27	0.44	0.47	0.50
EBIT Margin	3.1%	5.9%	8.4%	8.4%	8.5%
净资产收益率(ROE)	5.1%	4.3%	6.8%	7.1%	7.4%
市盈率(PE)	16.6	20.4	12.6	11.9	11.3
EV/EBITDA	18.8	13.1	18.9	17.6	16.4
市净率(PB)	0.86	0.87	0.86	0.85	0.84

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	5.59	0.27	0.44	0.47	20.4	12.6	11.9	61.9%	0.204	83.8
2678.HK	天虹国际	优于大市	4.82	0.60	0.64	0.82	8.0	7.5	5.9	6.5%	1.156	44.2

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2650	1929	1837	1576	1373	<b>营业收入</b>	<b>6914</b>	<b>7941</b>	<b>7978</b>	<b>8420</b>	<b>8888</b>
应收款项	616	690	693	692	730	营业成本	6316	7131	6838	7217	7618
存货净额	4708	4243	4379	4612	4857	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>7265</b>	<b>7255</b>	<b>7355</b>	管理费用	332	289	422	442	463
固定资产	3957	0	301	539	756	财务费用	154	117	80	84	89
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)	(30)	(31)	(33)
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>14693</b>	<b>14874</b>	<b>15143</b>	营业利润	588	459	751	795	841
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	399	420	521	利润总额	584	472	764	809	856
其他流动负债	209	225	384	404	426	<b>所得税费用</b>	<b>80</b>	<b>62</b>	<b>100</b>	<b>106</b>	<b>112</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4805</b>	<b>3530</b>	<b>3702</b>	<b>3744</b>	<b>3866</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	664	703	744
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>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6291</b>	<b>4791</b>	<b>4961</b>	<b>5001</b>	<b>5122</b>	<b>净利润</b>	<b>504</b>	<b>410</b>	<b>664</b>	<b>703</b>	<b>744</b>
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	9732	9873	10022	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>14693</b>	<b>14874</b>	<b>15143</b>	公允价值变动损失	(48)	51	30	31	33
						财务费用	154	117	80	84	89
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(685)	(3000)	(13)	(208)	(179)
每股收益	0.34	0.27	0.44	0.47	0.50	其它	322	11	43	(3)	(3)
每股红利	0.62	0.41	0.35	0.37	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>338</b>	<b>(2003)</b>	<b>714</b>	<b>576</b>	<b>667</b>
每股净资产	6.53	6.40	6.5	6.6	6.7	资本开支	0	3500	(300)	(300)	(300)
ROIC	1%	3%	5%	6%	6%	其它投资现金流	438	89	0	0	0
ROE	5%	4%	7%	7%	7%	<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%	14%	14%	14%	权益性融资	(33)	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	6%	8%	8%	8%	负债净变化	(233)	(224)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(932)	(610)	(531)	(562)	(595)
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%	62%	6%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(214)</b>	<b>(2332)</b>	<b>(531)</b>	<b>(562)</b>	<b>(595)</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>(92)</b>	<b>(261)</b>	<b>(203)</b>
息率	11.1%	7.3%	6.3%	6.7%	7.1%	货币资金的期初余额	2072	2650	1929	1837	1576
P/E	16.6	20.4	12.6	11.9	11.3	货币资金的期末余额	2650	1929	1837	1576	1373
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	0	1444	304	160	244
EV/EBITDA	18.8	13.1	18.9	17.6	16.4	权益自由现金流	0	556	208	61	143

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

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