

2026年04月15日

越南盈利改善显著，期待美棉涨价利润弹性

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:	8.48/4.57
目标价格:		总市值(亿)	116.07
最新收盘价:	7.74	自由流通市值(亿)	116.07
		自由流通股数(百万)	1,499.57

事件概述

2025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78.61/6.56/6.12/10.88亿元、同比增长-1.02%/59.96%/178.99%/-21.34%，业绩处于预告中枢，净利增速远高于收入主要来自越南色纺纱毛利率提升。经营性现金流高于净利主要由于折旧增加及存货下降。25Q4单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为21.36/1.06/1.04亿元、同比增长2.48%/由负转正/由负转正。

2025年每10股派发现金红利4元，对应分红率为91%（24年95%），股息率为5.2%。

分析判断：

越南盈利能力提升。分地区来看，25年越南/国内收入分别为62.11/16.50亿元、同比增长3.57%/-13.25%。从净利来看，越南净利为6.42亿元、同比增长27.38%，净利率为10.3%、同比增长1.9PCT；我们测算，剔除越南利润及非业务收益贡献，国内主营业务亏损约1.95亿元。25年越南总产能为130万锭（增加4万锭）、占比78%。境内/境外毛利率分别为2.78%/17.42%、同比提升0.49/5.86PCT。

色纺纱毛利率改善明显。纱线总产量/销量为24.29/26.07万吨、同比增长-4.43%/7.59%，我们测算产能利用率为97.2%、同比下降7.4PCT，产销率为107%、同比提高2PCT；从而推出ASP为2.85万元/吨、同比下降5.75%，均价下跌主要由于公司下半年主动调整定价策略，以价换量刺激订单增长，有效对冲行业需求不足。分拆来看，色纺纱/坯纱收入分别为39.56/34.73亿元、同比增长-2.47%/6.19%，色纺纱占比下降2PCT至53%。色纺纱/坯纱毛利率分别为17.84%/8.12%、同比提升6.62/1.52PCT。

净利率增幅略低于毛利率增幅主要由于资产处置收益下降、资产减值损失计提增加。（1）25年公司毛利率/净利率为13.67%/8.35%、同比提升3.47/3.19PCT，净利率提升幅度略低于毛利率主要由于资产处置收益减少、所得税率提升。从费用来看，25年销售/管理/研发/财务费用率分别为0.39%/3.52%/0.96%/0.78%、同比下降0.08/0.18/0.45/0.69PCT，财务费用率下降主要由于银行借款减少，同时能推出汇兑收益为0.24亿元。投资净收益/收入同比增加0.2PCT，其中25年投资收益1.57亿元中宁波通商银行1.42亿元、信聿-0.07亿元；公允价值变动净收益同比增加0.36PCT、金额为0.19亿元；资产减值损失占比同比变化-0.42PCT、资产减值损失较往年平均4000多万的水平增加、为7300万元；信用减值损失占比同比变化-0.01；资产处置收益占比同比变化-1.44PCT；所得税/收入同比上升0.31PCT。（4）25Q4毛利率/归母净利率/扣非净利率为14.46%/4.98%/4.87%、同比增加8.12/5.11/6.74PCT，Q4净利率增幅低于毛利率增幅主要由于投资收益下降、资产减值损失增加、人民币升值导致财务费用率提升。25Q4销售/管理/研发/财务费用率分别为-0.17%/3.08%/0.78%/1.46%，同比变化-0.27/0.24/-0.54/1.14PCT。投资净收益/收入同比变化-1.96PCT；减值损失占比同比变化-1.23PCT。

原材料存货占比增加。公司25年末存货金额为39.89亿元，同比下降6%；分拆来看，原材料+在途物资占比68%、同比增加6pct，原材料为22.96亿元、同比增加9.4%、约8个月储备。公司存货周转天数218天，同比下降8天。应收账款为7.53亿元，同比增长9%，应收账款周转天数33天，同比增加3天。公司应付账款为2.77亿元，同比减少28%，应付账款周转天数18天，同比增加2天。

投资建议

我们分析，（1）我们预计，由于受替代品化纤涨价、叠加国内外棉价倒挂利好海外棉纱影响，公司 Q1 销量增速有望超 20%；（2）中期来看，美棉种植面积下降、叠加中美缓和预期有望改善需求，美棉涨价有望贡献额外利润弹性。（3）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；（4）随着公司大幅扩产告一段落，股息率 5%、具备吸引力。考虑棉价上涨、销量好于预期，上调盈利预测，上调 26-27 年收入预测 79.7/84.9 亿元至 86.1/92.7 亿元，新增 28 年收入预测为 100.4 亿元；上调 26-27 年归母净利预测 7.80/8.91 亿元至 8.40/9.86 亿元，新增 28 年归母净利预测为 11.57 亿元；对应上调 26-27 年 EPS 0.52/0.59 元至 0.56/0.66 元，新增 28 年 EPS 0.77 元。2026 年 4 月 15 日收盘价 7.74 元对应 PE 分别为 14/12/10X，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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,941	7,861	8,612	9,267	10,040
YoY (%)	14.9%	-1.0%	9.6%	7.6%	8.3%
归母净利润(百万元)	410	656	840	986	1,157
YoY (%)	-18.6%	60.0%	28.1%	17.3%	17.4%
毛利率 (%)	10.2%	13.7%	13.8%	14.0%	14.5%
每股收益 (元)	0.27	0.44	0.56	0.66	0.77
ROE	4.3%	7.1%	8.4%	8.9%	9.5%
市盈率	28.30	17.69	13.81	11.78	10.03

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)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7,861	8,612	9,267	10,040	净利润	656	840	986	1,157
YoY(%)	-1.0%	9.6%	7.6%	8.3%	折旧和摊销	478	563	604	665
营业成本	6,786	7,427	7,973	8,586	营运资金变动	-2	-471	53	-98
营业税金及附加	25	34	37	40	经营活动现金流	1,088	680	1,329	1,350
销售费用	31	34	36	39	资本开支	-101	16	47	37
管理费用	277	396	417	452	投资	10	0	0	0
财务费用	61	118	108	90	投资活动现金流	136	399	488	540
研发费用	76	83	75	82	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-74	0	0	0	债务募资	3,653	0	0	0
投资收益	157	382	441	503	筹资活动现金流	-1,280	-142	-142	-142
营业利润	738	947	1,110	1,306	现金净流量	-235	936	1,675	1,747
营业外收支	4	2	4	1	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	741	950	1,114	1,307	成长能力 (%)				
所得税	85	109	128	150	营业收入增长率	-1.0%	9.6%	7.6%	8.3%
净利润	656	840	986	1,157	净利润增长率	60.0%	28.1%	17.3%	17.4%
归属于母公司净利润	656	840	986	1,157	盈利能力 (%)				
YoY(%)	60.0%	28.1%	17.3%	17.4%	毛利率	13.7%	13.8%	14.0%	14.5%
每股收益	0.44	0.56	0.66	0.77	净利润率	8.3%	9.8%	10.6%	11.5%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	4.9%	5.8%	6.4%	6.9%
货币资金	1,797	2,734	4,408	6,156	净资产收益率 ROE	7.1%	8.4%	8.9%	9.5%
预付款项	36	74	80	86	偿债能力 (%)				
存货	3,989	4,680	4,806	4,940	流动比率	2.42	2.74	3.20	3.69
其他流动资产	1,529	1,512	1,383	1,411	速动比率	1.09	1.29	1.73	2.22
流动资产合计	7,352	9,000	10,677	12,593	现金比率	0.59	0.83	1.32	1.81
长期股权投资	2,145	2,145	2,145	2,145	资产负债率	31.3%	30.6%	28.9%	27.2%
固定资产	3,043	2,534	1,971	1,352	经营效率 (%)				
无形资产	519	488	470	448	总资产周转率	0.59	0.60	0.60	0.60
非流动资产合计	6,040	5,473	4,837	4,148	每股指标 (元)				
资产合计	13,392	14,474	15,514	16,741	每股收益	0.44	0.56	0.66	0.77
短期借款	1,448	1,448	1,448	1,448	每股净资产	6.14	6.70	7.35	8.12
应付账款及票据	277	346	366	400	每股经营现金流	0.73	0.45	0.89	0.90
其他流动负债	1,317	1,489	1,524	1,560	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,042	3,284	3,338	3,409	估值分析				
长期借款	998	998	998	998	PE	17.69	13.81	11.78	10.03
其他长期负债	151	151	151	151	PB	0.94	1.16	1.05	0.95
非流动负债合计	1,149	1,149	1,149	1,149					
负债合计	4,191	4,432	4,487	4,557					
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	9,201	10,041	11,027	12,184					
负债和股东权益合计	13,392	14,474	15,514	16,741					

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。