

公司研究

利润修复超预期，棉价上行周期中受益

——百隆东方（601339.SH）2025 年年报点评

买入（维持）

当前价：7.74 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.00
总市值(亿元)	116.07
一年最低/最高(元)	4.57/8.48
近3月换手率	108.3%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.4	32.0	39.7
绝对	5.9	28.4	60.5

资料来源：Wind

相关研报

上半年利润高增，关注美国加征关税影响落地——百隆东方（601339.SH）2025 年半年报点评（2025-08-15）

一季度利润顺利修复、维持高分红，期待色纺纱龙头夯实优势地位——百隆东方

（601339.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-05-02）

要点

事件：

百隆东方发布 2025 年年报。公司 2025 年实现营业收入 78.6 亿元，同比下降 1%，归母净利润 6.6 亿元，同比增长 60%，扣非净利润 6.1 亿元，同比增长 179%，EPS（基本）为 0.44 元。公司拟每股派发现金红利 0.25 元（含税），加上中期已派息每股 0.15 元，对应全年合计派息比例为 91.4%。

公司 25 年在收入微降背景下，归母净利润和扣非净利润实现较大幅度的同比增长，主要为毛利率同比提升和费用率下降所贡献。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为 17.3/18.6/21.3/21.4 亿元，分别同比-5.6%/-13.7%/+2.3%/+14.4%，归母净利润分别为 1.7/2.2/1.6/1.1 亿元，分别同比+116%/+42%/-11.2%/扭亏。

点评：

收入下降主要系单价下跌，越南产能收入占主导、国内外产能净利率均回升向好

分量价来看：25 年主营产品纱线销量同比增长 7.6%，推算单价同比下降接近 6%。

分产品来看：25 年色纺纱、坯纱销售收入占总收入比例分别为 50%/44%，收入分别同比下降 2.5%/增长 6.2%。

分地区来看：境内、境外收入占总收入比例分别为 27%/68%，收入分别同比增长 10%/下降 1.6%。

分子公司来看：越南子公司实现营业收入 62.1 亿元（占总收入比例为 79%）同比增长 3.6%，净利润 6.4 亿元、同比增长 27.4%、净利率自 24 年的 8.4% 提升至 10.3%；推算国内业务 25 年收入同比下降 15.2%，但利润扭亏，自 24 年的 -0.9 亿元改善至 25 年的 0.1 亿元。

毛利率顺利回升，色纺纱/坯纱毛利率分别同比提升 6.6/1.5PCT

毛利率：25 年毛利率同比提升 3.5PCT 至 13.7%。分产品来看，色纺纱、坯纱毛利率分别为 17.8%/8.1%，分别同比+6.6/+1.5PCT；分地区来看，境外、境内销售毛利率分别为 17.4%/2.8%，分别同比+5.9/+0.5PCT。分季度来看，25Q1~25Q4 单季度毛利率分别同比+9/+2/-3.8/+8.1PCT 至 14.9%/15.5%/10.3%/14.5%。

费用率：25 年期间费用率同比下降 1.4PCT 至 5.7%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.4%/3.5%/1%/0.8%，分别同比-0.1/-0.2/-0.5/-0.7PCT。25Q1~25Q4 单季度期间费用率分别同比-0.8/-1.8/-3.2/+0.5PCT，Q4 期间费用率同比提升主要为财务费用率同比提升 1.1PCT 所致。

其他财务指标：1) 存货 25 年末同比减少 6.0%至 39.9 亿元，存货周转天数 25 年为 218 天，同比-8 天。其中，25 年末原材料为 23.0 亿元、同比增加 9.4%，显示公司备货端仍较积极。**2) 应收账款** 25 年末同比增加 9.2%至 7.5 亿元，应收账款周转天数为 33 天，同比+3 天。**3) 投资收益** 25 年为 1.6 亿元，同比增加 10.3%。**4) 资产减值损失** 25 年为 7385 万元，同比增加 77.5%。**5) 经营净现金流** 25 年为 10.9 亿元，同比减少 21.3%。

看好公司海外布局和受益于棉价上行周期，上调盈利预测

公司海外布局时间较早、且占比较高，目前越南产能已达 130 万锭纱锭，占公司总产能比例为 78%，公司把握了纺织服装产业向海外低成本地区转移的趋势，越南产能区位优势已经显现，毛利率净利率明显高于国内产能，实现了较好的经济效益。

另外，公司作为纱线环节直接受到原材料棉花价格波动的影响，26 年初以来外棉、内棉均走强，中国棉花价格 3128 指数、CotlookA 指数年初至今分别上涨 9%/15%，结合外棉价格已经在 23~25 年连续三年下跌、处于底部，未来有望进入上行周期，公司作为直接下游环节、且棉花储备周期较长有望直接受益。

结合公司 25 年利润表现超预期以及近期棉价上行趋势初步显现，我们对公司 26 年接单和盈利能力展望乐观，上调公司 26~27 年、新增 28 年归母净利润预测（较前次盈利预测上调 10%/3%）分别为 8.0/8.3/8.9 亿元，对应 26~28 年 EPS 为 0.54/0.55/0.59 元，PE 为 14/14/13 倍，同时公司派息率高、股息回报率理想，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求疲弱影响接单；贸易环境、国际局势变化影响接单和公司利润率；棉价大幅波动；汇率波动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	7,941	7,861	8,500	8,953	9,436
营业收入增长率	14.9%	-1.0%	8.1%	5.3%	5.4%
归母净利润（百万元）	410	656	803	830	891
归母净利润增长率	-18.6%	60.0%	22.5%	3.4%	7.3%
EPS（元）	0.27	0.44	0.54	0.55	0.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.3%	7.1%	8.5%	8.7%	9.2%
P/E	28	18	14	14	13
P/B	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-15

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,941	7,861	8,500	8,953	9,436
营业成本	7,131	6,786	7,104	7,505	7,899
折旧和摊销	536	478	470	476	482
税金及附加	32	25	34	36	38
销售费用	37	31	34	36	38
管理费用	294	277	302	318	335
研发费用	117	61	93	90	82
财务费用	112	76	85	90	94
投资收益	143	157	120	130	137
营业利润	459	738	905	936	1,004
利润总额	472	741	908	939	1,007
所得税	62	85	105	108	116
净利润	410	656	803	830	891
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	410	656	803	830	891
EPS(元)	0.27	0.44	0.54	0.55	0.59

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1383	1088	986	1246	1168
净利润	410	656	803	830	891
折旧摊销	536	478	470	476	482
净营运资金增加	-179	311	419	134	271
其他	616	-357	-706	-195	-476
投资活动产生现金流	254	136	-80	-70	-64
净资本支出	-163	-101	-200	-200	-200
长期投资变化	2244	2145	0	0	0
其他资产变化	-1827	-1909	120	130	137
融资活动现金流	-2199	-1280	-579	-1063	-984
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1680	-501	114	-250	-155
无息负债变化	180	-98	30	25	26
净现金流	-634	-235	328	113	121

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	10.2%	13.7%	16.4%	16.2%	16.3%
EBITDA 率	11.9%	15.8%	18.0%	17.6%	17.6%
EBIT 率	5.1%	9.7%	12.5%	12.3%	12.4%
税前净利润率	5.9%	9.4%	10.7%	10.5%	10.7%
归母净利润率	5.2%	8.3%	9.5%	9.3%	9.4%
ROA	2.9%	4.9%	5.8%	6.1%	6.5%
ROE (摊薄)	4.3%	7.1%	8.5%	8.7%	9.2%
经营性 ROIC	3.1%	6.4%	8.7%	9.2%	9.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	33.3%	31.3%	31.5%	30.2%	29.2%
流动比率	2.04	2.42	2.50	2.74	2.97
速动比率	0.84	1.11	1.16	1.31	1.42
归母权益/有息债务	2.39	2.62	2.59	2.82	3.00
有形资产/有息债务	3.45	3.66	3.66	3.91	4.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	14,390	13,392	13,739	13,622	13,637
货币资金	1,929	1,797	2,125	2,238	2,359
交易性金融资产	5	10	10	10	10
应收账款	690	753	765	806	849
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	2	3	3
存货	4,243	3,989	4,258	4,260	4,391
其他流动资产	350	801	808	810	813
流动资产合计	7,217	7,352	7,968	8,127	8,424
其他权益工具	110	116	116	116	116
长期股权投资	2,244	2,145	2,145	2,145	2,145
固定资产	3,441	3,043	2,847	2,614	2,361
在建工程	152	80	40	24	18
无形资产	556	519	467	420	378
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	670	137	156	175	194
非流动资产合计	7,174	6,040	5,771	5,494	5,212
总负债	4,791	4,191	4,334	4,110	3,981
短期借款	1,420	1,448	1,562	1,313	1,158
应付账款	387	277	298	315	332
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	2	2	0	0
其他流动负债	1,723	1,315	1,323	1,333	1,343
流动负债合计	3,530	3,042	3,186	2,961	2,833
长期借款	1,094	998	998	998	998
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	166	151	151	151	151
非流动负债合计	1,260	1,149	1,149	1,149	1,149
股东权益	9,600	9,201	9,405	9,512	9,655
股本	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
公积金	2,904	2,915	2,995	3,078	3,108
未分配利润	5,226	5,256	5,380	5,404	5,517
归属母公司权益	9,600	9,201	9,405	9,512	9,655
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
财务费用率	1.5%	0.8%	1.1%	1.0%	0.9%
研发费用率	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税率	13.1%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.26	0.40	0.48	0.50	0.53
每股经营现金流	0.92	0.73	0.66	0.83	0.78
每股净资产	6.40	6.14	6.27	6.34	6.44
每股销售收入	5.30	5.24	5.67	5.97	6.29

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	28	18	14	14	13
PB	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	14	11	9	8	8
股息率	3.4%	5.2%	6.2%	6.4%	6.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼