

百隆东方 (601339.SH)

强烈推荐 (维持)

26Q1 业绩超预期, 期待棉价上行期继续释放弹性

2025 年公司营收/归母净利润分别同比 -1.0%/+60.0%, 26Q1 分别同比 +14.8%/+39.8%。原材料成本下降增厚毛利空间, 费用管控显成效, 净利率持续提升。自 Q2 开始公司有望逐步提价, 并凭借充足的原材料库存进一步释放业绩弹性。预计 26-28 年归母净利润分别为 9.34 亿元、10.46 亿元、11.42 亿元, 当前市值对应 26PE14X, 25 年分红率 91%, 维持强烈推荐评级。

25 年以价换量订单增长, 维持高分红, 26Q1 利润超预期。

(1) 2025 年: 公司营收 78.61 亿元 (同比-1.02%, 下同), 其中主营纱线业务营收同比+1.40%。主营分量价来看: 纱线销量 26.07 万吨 (+7.59%), 主要受益于公司下半年主动调整定价策略, 以价换量刺激订单增长, 同时优化客户结构, 加大去库存力度, 维持产能利用率高位, 我们测算销售均价同比-5.76%。归母净利润 6.56 亿元 (+59.96%), 其中投资收益 1.57 亿元 (+10.27%); 扣非净利润 6.12 亿元 (+178.99%)。公司拟派发年度现金股利 0.25 元/股, 加上中期分红后全年分红比例 91.42%。

(2) 25Q4: 营收 21.36 亿元 (+14.41%), 归母净利润 1.06 亿元 (24Q4 亏损 249 万元), 扣非净利润 1.04 亿元 (24Q4 亏损 3546 万元)。

(3) 26Q1: 营收 19.88 亿元 (同比+14.85%), 我们推测仍然依靠量增驱动, 均价同比仍有所下滑; 归母净利润 2.43 亿元 (+39.83%), 扣非净利润 2.15 亿元 (+46.28%)。

坯纱收入增长, 色纺收入承压, 越南工厂贡献主要利润。

(1) 分产品: 色纺纱收入同比-2.47%至 39.56 亿元; 坯纱受益于公司下半年以价换量的去库存举措, 收入同比+6.19%至 34.73 亿元。

(2) 分地区: 境内收入同比+10.05%至 20.93 亿元, 境外收入同比-1.64%至 53.36 亿元。越南百隆产能利用率维持高位, 全年收入同比+3.57%至 62.11 亿元, 净利润同比+27.35%至 6.42 亿元, 净利率同比+1.93pct 至 10.34%。

原材料成本下降增厚毛利空间, 费用管控显成效, 净利率持续提升。

(1) 2025 年: 公司毛利率同比+3.47pct 至 13.67%, 其中色纺纱毛利率 17.84% (+6.62pct), 坯纱毛利率 8.12% (+1.52pct), 境内毛利率 2.78% (+0.49pct), 境外毛利率 17.42% (+5.86pct)。期间费用率同比-1.40pct 至 5.65%, 其中管理费用率-0.18pct、研发费用率-0.45pct、财务费用率-0.69pct (主要系银行借款规模大幅减少、汇兑收益增加)。净利率同比+3.18pct 至 8.35%。

(2) 25Q4: 毛利率同比+8.13pct 至 14.46%。期间费用率同比+0.55pct 至 5.14%, 其中财务费用率+1.13pct。净利率同比+5.11pct 至 4.98%。

(3) 26Q1: 毛利率同比+2.21pct 至 17.07%; 期间费用率同比-1.42pct 至 6.09%, 其中销售费用率+0.25pct、管理费用率-0.63pct、财务费用率-0.94pct; 净利率同比+2.18pct 至 12.20%。

26Q1 现金流显著改善, 存货周转继续提效。(1) 2025 年: 经营活动净现金流同比-21.34%至 10.88 亿元, 主要系原料采购、员工薪酬和税费等支出同比增加; 存货周转天数为 218 天, 同比-8 天, 去库存效果显现; 应收账款周转天数为 33 天, 同比+3 天。(2) 26Q1: 经营活动净现金流 3.76 亿元同比转

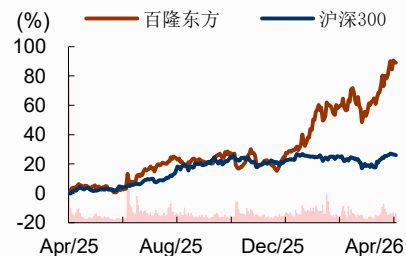
消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 8.45 元

基础数据

总股本 (百万股)	1500
已上市流通股 (百万股)	1500
总市值 (十亿元)	12.7
流通市值 (十亿元)	12.7
每股净资产 (MRQ)	6.2
ROE (TTM)	7.8
资产负债率	31.5%
主要股东	新国投资发展有限公司
主要股东持股比例	29.73%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	50	88
相对表现	18	49	62



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《百隆东方 (601339) — 国内外产能利用率提升, 利润率显著改善》2025-08-16
- 《百隆东方 (601339) — 现金流及存货周转显著改善, 盈利能力有望逐季修复》2024-08-27

刘丽 S1090517080006  
liuli14@cmschina.com.cn  
唐圣扬 S1090523120001  
tangshengyang@cmschina.com.cn

正；存货周转天数 213 天，同比-62 天；应收账款周转天数 35 天，同比-1 天。

- **盈利预测及投资建议：**公司持续深化国内+越南双基地产能布局优势，优化原材料采购策略，合理调控原料库存。2025 年至 26Q1 公司毛利率的提升主要来自于原材料棉花成本的下降，随着最新美棉价格当前已同比止跌回升，公司有望逐步提价，并凭借充足的原材料库存进一步释放业绩弹性。我们预计 2026-2028 年公司收入规模分别为 90.44 亿元、98.56 亿元、107.20 亿元，同比增长 15%、9%、9%，归母净利润规模分别为 9.34 亿元、10.46 亿元、11.42 亿元，同比增长 42%、12%、9%。当前市值对应 26PE14X、27PE12X，25 年分红率 91%，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；下游需求不及预期的风险；关税政策不确定性风险等。

**财务数据与估值**

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	7941	7861	9044	9856	10720
同比增长	15%	-1%	15%	9%	9%
营业利润(百万元)	459	738	1063	1195	1307
同比增长	-22%	61%	44%	12%	9%
归母净利润(百万元)	410	656	934	1046	1142
同比增长	-19%	60%	42%	12%	9%
每股收益(元)	0.27	0.44	0.62	0.70	0.76
PE	30.9	19.3	13.6	12.1	11.1
PB	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	7217	7352	8063	8595	9198
现金	1929	1797	1800	1800	1800
交易性投资	5	10	10	10	10
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	690	753	867	944	1027
其它应收款	77	60	69	75	82
存货	4243	3989	4465	4837	5269
其他	273	741	852	928	1009
<b>非流动资产</b>	7174	6040	5780	5652	5541
长期股权投资	2244	2145	2145	2145	2145
固定资产	3441	3043	2834	2754	2684
无形资产商誉	556	519	467	420	378
其他	933	332	332	332	332
<b>资产总计</b>	<b>14390</b>	<b>13392</b>	<b>13843</b>	<b>14248</b>	<b>14738</b>
<b>流动负债</b>	3530	3042	3159	3312	3549
短期借款	1420	1448	2591	2712	2912
应付账款	387	277	310	336	366
预收账款	52	44	49	53	58
其他	1671	1273	209	211	213
<b>长期负债</b>	1260	1149	1149	1149	1149
长期借款	1094	998	998	998	998
其他	166	151	151	151	151
<b>负债合计</b>	<b>4791</b>	<b>4191</b>	<b>4308</b>	<b>4460</b>	<b>4698</b>
股本	1500	1500	1500	1500	1500
资本公积金	2359	2359	2359	2359	2359
留存收益	5741	5343	5677	5929	6182
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	9600	9201	9535	9787	10040
<b>负债及权益合计</b>	<b>14390</b>	<b>13392</b>	<b>13843</b>	<b>14248</b>	<b>14738</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1383	1088	630	875	896
净利润	410	656	934	1046	1142
折旧摊销	536	478	460	427	412
财务费用	147	71	107	105	110
投资收益	(143)	(157)	(203)	(203)	(203)
营运资金变动	422	50	(668)	(501)	(566)
其它	9	(9)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	254	136	3	(97)	(97)
资本支出	(281)	(148)	(200)	(300)	(300)
其他投资	536	284	203	203	203
<b>筹资活动现金流</b>	(2199)	(1280)	(630)	(778)	(798)
借款变动	(1647)	(593)	77	121	201
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	29	0	0	0	0
股利分配	(450)	(615)	(600)	(793)	(889)
其他	(131)	(72)	(107)	(105)	(110)
<b>现金净增加额</b>	<b>(562)</b>	<b>(56)</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	7941	7861	9044	9856	10720
营业成本	7131	6786	7596	8229	8963
营业税金及附加	32	25	29	32	34
营业费用	37	31	35	39	42
管理费用	294	277	298	335	332
研发费用	112	76	87	95	103
财务费用	117	61	107	105	110
资产减值损失	78	(69)	(30)	(30)	(30)
公允价值变动收益	(10)	19	19	19	19
其他收益	30	26	26	26	26
投资收益	143	157	157	157	157
<b>营业利润</b>	459	738	1063	1195	1307
营业外收入	15	7	7	7	7
营业外支出	2	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	472	741	1066	1198	1311
所得税	62	85	133	152	169
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	410	656	934	1046	1142

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	15%	-1%	15%	9%	9%
营业利润	-22%	61%	44%	12%	9%
归母净利润	-19%	60%	42%	12%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.2%	13.7%	16.0%	16.5%	16.4%
净利率	5.2%	8.3%	10.3%	10.6%	10.7%
ROE	4.2%	7.0%	10.0%	10.8%	11.5%
ROIC	3.2%	5.2%	7.7%	8.3%	8.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.3%	31.3%	31.1%	31.3%	31.9%
净负债比率	27.9%	26.2%	25.9%	26.0%	26.5%
流动比率	2.0	2.4	2.6	2.6	2.6
速动比率	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8
应收账款周转率	12.2	10.9	11.2	10.9	10.9
应付账款周转率	23.5	20.5	25.9	25.5	25.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.27	0.44	0.62	0.70	0.76
每股经营净现金	0.92	0.73	0.42	0.58	0.60
每股净资产	6.40	6.14	6.36	6.53	6.70
每股股利	0.26	0.40	0.53	0.59	0.65
<b>估值比率</b>					
PE	30.9	19.3	13.6	12.1	11.1
PB	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	13.9	12.0	9.3	8.8	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。