

# 棉价迎来拐点向上, 26 年利润弹性可期

## 核心观点

25 年公司营收 78.61 亿元/-1.0%，归母净利润 6.56 亿元/+60.0%；25Q4 公司营收 21.36 亿元/+14.4%，归母净利润 1.06 亿元/扭亏为盈，26Q1 公司营收 19.88 亿元/+14.8%，归母净利润 2.43 亿元/+39.8%。量价拆分看，25 年公司纱线销量 26.1 万吨/+7.6%，平均售价 28500 元/吨，同比-5.8%，26Q1 预计量增约 20%、售价降 6%。25 年公司毛利率为 13.67%/+3.47pct，净利率为 8.35%/+3.18pct，26Q1 公司毛利率为 17.07%/+2.21pct，净利率为 12.20%/+2.18pct，棉价低位、产能利用率处于较高水平，毛利率同比改善。棉价方面，截至 26 年 4 月 28 日外棉 Cotlook A 指数均价 89.55 美分/磅，较 2 月低点上涨约 23%，公司加大原材料采购力度，结合期货锁定仓位，低价原材料库存估计或可覆盖一年需求。展望 26 年，在棉价上行趋势下，公司订单饱满，售价正逐步上提，低价原材料库存有望释放较大利润弹性。

## 事件

公司发布 2026 年一季报。26Q1 公司实现营收 19.88 亿元/+14.8%，归母净利润 2.43 亿元/+39.8%，扣非归母净利润 2.15 亿元/+46.3%。

公司发布 2025 年报。2025 年公司实现营收 78.61 亿元/-1.0%，归母净利润 6.56 亿元/+60.0%，扣非归母净利润 6.12 亿元/+179.0%，经营性现金流净额 10.88 亿元/-21.3%，基本 EPS 为 0.44 元/+63.0%，ROE（加权）为 6.99%/+2.74pct。公司拟派发末期股息每 10 股 2.5 元（含税），加上中期股息，全年现金分红合计 6.00 亿元，派息率 91.4%。

单季度看，25Q4 公司实现营收 21.36 亿元/+14.4%，归母净利润 1.06 亿元/扭亏为盈，扣非归母净利润 1.04 亿元/扭亏为盈。

## 简评

25 上半年关税扰动客户下单谨慎，下半年订单快速恢复，26Q1 增长仍然主要由销量带动。25 年公司主营业务纱线收入 74.3 亿元/+1.4%，量价拆分看，25 年公司销量 26.1 万吨/+7.6%，平均售价 28500 元/吨，同比-5.8%。25H1 受美国“对等关税”政策的扰动，导致下游客户下单趋向谨慎、观望情绪提升，上半年销量同比下降，下半年订单快速恢复，产能利用率维持高位（越南基本满产）。26Q1 量价拆分看，预计销量增长 20%、销售价格同比下

## 百隆东方 (601339.SH)

维持

增持

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2026 年 05 月 03 日

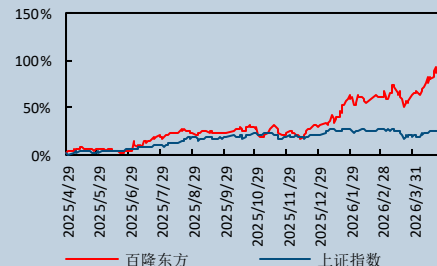
当前股价：8.79 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
26.47/21.52	22.77/23.82	83.89/58.98	
12 月最高/最低价 (元)			8.79/4.63
总股本 (万股)			149,956.90
流通 A 股 (万股)			149,956.90
总市值 (亿元)			131.81
流通市值 (亿元)			131.81
近 3 月日均成交量 (万)			1528.41
主要股东			
新国投资发展有限公司			29.73%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投轻工纺织及服务】百隆东方 25.08.18 (601339):25H1 量减价稳, 产能利用率提升、棉价下行下毛利率改善

降 6%。分产品看，25 年色纺纱收入 39.6 亿元/-2.5%，毛利率 17.8%/+6.6pct，收入占比 50.3%/-0.8pct，预计色纺纱出货量占比低于 50%，且出货量同比下降；坯纱收入 34.7 亿元/+6.2%，毛利率 8.1%/+1.5pct，收入占比 44.2%/+3.0pct，预计销量出货量占比高于 50%，公司销量增长由坯纱驱动。

**原材料成本低位&订单饱满，毛利率持续改善。**25 年公司毛利率为 13.67%/+3.47pct，净利率为 8.35%/+3.18pct，所得税率为 11.51%/-1.62pct。26Q1 公司毛利率为 17.07%/+2.21pct，环比+2.61pct；净利率为 12.20%/+2.18pct，环比+7.22pct；所得税率为 10.71%/-1.69pct，环比-6.47pct。公司维持国内与越南工厂相对较高的产能利用率，成本端公司采用平均成本计价，叠加原材料棉价低位，主营业务盈利能力持续提升。费用端，25 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.39%/-0.07pct、3.52%/-0.18pct、0.96%/-0.45pct（优化研发资源配置，聚焦核心技术，非重点项目投入减少）、0.78%/-0.69pct（银行借款规模同比大幅减少）。单季度看，26Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.03%/+0.25pct、3.45%/-0.63pct、1.13%/-0.10pct、0.47%/-0.94pct（越南盾贬值受益）。

**持续深化国内+越南双基地产能布局。**公司越南基地依托区位优势、贸易便利化条件，承接海外优质订单，规避贸易壁垒风险；国内基地聚焦高端色纺纱、差异化产品，提升产品附加值。目前公司棉纱产能 166 万锭（越南 130 万锭，国内 36 万锭），公司 78% 的产能位于越南。2025 年子公司越南百隆实现营业收入 62.11 亿元/+3.6%，净利润 6.42 亿元/+27.4%，净利率 10.3%/+1.9pct；测算国内收入 16.5 亿元/-15.2%，净利润 0.14 亿元/扭亏为盈，净利率 0.9%。25 年公司投资收益 1.57 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益 1.35 亿元，主要系投资宁波通商银行贡献（25 年宁波通商银行实现净利润 15.13 亿元、上海信聿实现净利润-713.41 万元）。

**展望 26 年，棉价上行公司订单饱满，低价库存有望释放利润弹性。**棉价方面，截至 26 年 4 月 28 日，外棉 Cotlook A 指数均价为 89.55 美分/磅，较 26 年 2 月 6 日（72.80 美分/磅）低点上涨 23.0%，截至 26 年 4 月 29 日，内棉价格 17806 元/吨，较 25 年 10 月 16 日（14664 元/吨）低点上涨 21.4%。公司加大原材料采购力度，25 年末存货 39.89 亿元、26Q1 末存货 38.23 亿元，结合期货锁定仓位（公司 26Q1 末交易性金融资产 2857 万元，美棉期货合约杠杆约 10-16 倍），公司低价原材料库存预计已超过常规库存水平（6-8 个月），或可覆盖一年需求。在棉价上行趋势下，公司订单饱满，预计在二季度后逐步落实价格传导，同时受益于低价原材料库存，有望释放较大利润弹性。

**盈利预测：**我们预计 2026-2028 年公司营收为 89.4、98.1、105.7 亿元，同比增长 13.7%、9.8%、7.8%；归母净利润为 10.0、10.9、11.7 亿元，同比增长 52.1%、9.6%、6.9%，对应 PE 为 13.2x、12.0x、11.3x，公司当前 PB（LF）为 1.41x，维持“增持”评级。

**风险提示：**1) **需求波动风险：**纺织行业与宏观经济环境和国家相关政策密切相关。公司所在行业的下游纺织品服装市场需求受国家宏观经济、国内纺织品进出口政策等多重影响。同时，海外通胀压力、欧美客户去库存等因素也会对公司制造业务带来不确定性。2) **原材料价格波动风险：**公司生产成本主要包括棉花、能源和人工等，其中棉花成本约占生产成本的 70% 左右，若由于世界气候情况改变、国家政策变化以及大宗商品价格震荡，棉花价格出现大幅波动，将会对公司原材料成本管理提出挑战。3) **境外经营风险：**公司海外业务不断推进，海外资产规模不断扩大。由于境外子公司所在国家和地区在法律环境、经济政策、市场形势以及文化、语言、习俗等方面与中国的差异，如上述境外国家和地区经济形势变化及相关经济政策发生变动，可能对公司经营情况产生不利影响。

图表1: 国内棉花现货与期货价格



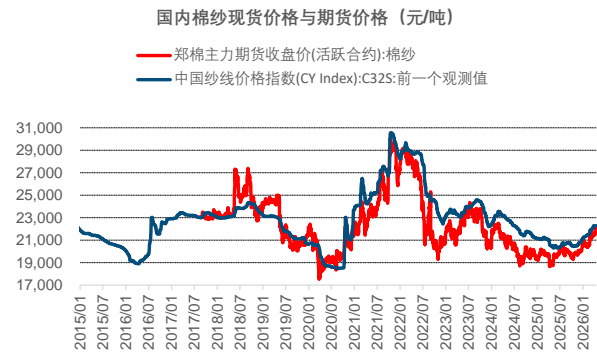
资料来源: Wind、全国棉花交易市场、郑商所, 中信建投

图表2: 国际棉花价格



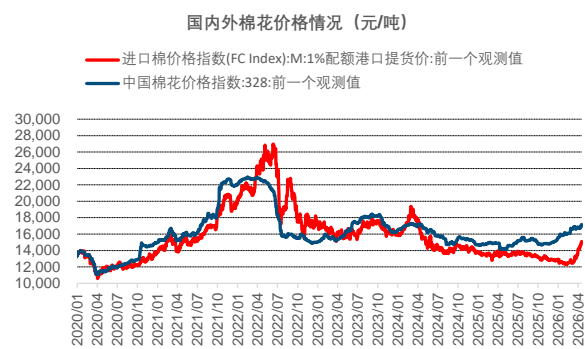
资料来源: Wind, 中信建投

图表3: 国内棉纱现货与期货价格



资料来源: Wind、中国棉花信息网, 中信建投

图表4: 国内外棉花价格情况



资料来源: Wind、中国棉花信息网, 中信建投

图表5: 国内外棉花价差



资料来源: Wind、中国棉花信息网, 中信建投

**图表6：百隆东方产能变迁**

产能（万锭）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
国内	73	51	36	36	36
越南	110	118	126	126	130
产能合计	183	169	162	162	166
越南产能占比	60%	70%	78%	78%	78%

资料来源：公司公告，中信建投注：国内产能系根据公告越南产能占比推算

**图表7：百隆东方收入及毛利拆分预测**

百隆东方（亿元人民币）		2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入		77.7	69.9	69.1	79.4	78.6	89.4	98.1	105.7
	yoy	26.7%	-10.1%	-1.1%	14.9%	-1.0%	13.7%	9.8%	7.8%
毛利率		26.2%	26.9%	8.6%	10.2%	13.7%	15.1%	14.8%	14.8%
1、棉纱行业		74.1	64.1	64.6	73.3	74.3	85.0	93.8	101.4
	yoy	26.6%	-13.5%	0.8%	13.5%	1.4%	14.5%	10.2%	8.1%
成本		54.8	47.4	59.7	66.6	64.4	72.4	80.1	86.6
	yoy	4.8%	-13.6%	26.0%	11.4%	-3.2%	12.5%	10.5%	8.2%
销量（万吨）	毛利率	25.9%	26.0%	7.5%	9.2%	13.3%	14.8%	14.6%	14.6%
		24.2	17.7	21.7	24.2	26.1	27.6	29.2	30.6
单价（元/吨）	yoy	11.8%	-26.8%	22.4%	11.8%	7.6%	6.0%	5.5%	5.0%
		30,634	36,202	29,806	30,243	28,500	30,780	32,166	33,131
单位成本（元/吨）	yoy	13.2%	18.2%	-17.7%	1.5%	-5.8%	8.0%	4.5%	3.0%
		22,685	26,789	27,578	27,474	24,711	26,216	27,470	28,299
单位毛利（元/吨）	yoy	-10.1%	18.1%	2.9%	-0.4%	-10.1%	6.1%	4.8%	3.0%
		7,949	9,413	2,227	2,769	3,789	4,564	4,696	4,831
1) 色纺纱	yoy	155.5%	18.4%	-76.3%	24.3%	36.9%	20.5%	2.9%	2.9%
		48.4	36.3	31.4	40.6	39.6			
	yoy	34.6%	-24.9%	-13.5%	29.1%	-2.5%			
	毛利率	25.6%	27.1%	12.8%	11.2%	17.8%			
2) 坯纱		25.7	27.8	33.2	32.7	34.7			
	yoy	13.8%	8.0%	19.4%	-1.3%	6.2%			
	毛利率	26.7%	24.5%	2.4%	6.6%	8.1%			
2、其他业务		3.67	5.82	4.57	6.15	4.31	4.3	4.3	4.3
	yoy	30.4%	58.4%	-21.4%	34.4%	-29.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	31.4%	36.5%	25.3%	22.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告，中信建投

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>7,217</b>	<b>7,352</b>	<b>7,402</b>	<b>8,761</b>	<b>10,186</b>
现金	1,929	1,797	1,171	1,909	2,799
应收票据及应收账款合计	755	875	913	1,002	1,080
其他应收款	77	60	55	61	65
预付账款	48	36	36	40	43
存货	4,243	3,989	4,878	5,368	5,789
其他流动资产	164	593	348	381	410
<b>非流动资产</b>	<b>7,174</b>	<b>6,040</b>	<b>4,856</b>	<b>3,669</b>	<b>2,481</b>
长期投资	2,244	2,145	2,245	2,344	2,443
固定资产	3,455	3,054	1,912	767	-380
无形资产	556	519	405	291	177
其他非流动资产	919	321	294	267	240
<b>资产总计</b>	<b>14,390</b>	<b>13,392</b>	<b>12,257</b>	<b>12,431</b>	<b>12,667</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,530</b>	<b>3,042</b>	<b>2,040</b>	<b>2,245</b>	<b>2,420</b>
短期借款	1,420	1,448	0	0	0
应付票据及应付账款合计	387	277	329	362	390
其他流动负债	1,723	1,317	1,711	1,883	2,030
<b>非流动负债</b>	<b>1,260</b>	<b>1,149</b>	<b>630</b>	<b>174</b>	<b>-219</b>
长期借款	1,108	1,009	490	34	-359
其他非流动负债	152	140	140	140	140
<b>负债合计</b>	<b>4,791</b>	<b>4,191</b>	<b>2,670</b>	<b>2,418</b>	<b>2,201</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
资本公积	2,359	2,359	2,359	2,359	2,359
留存收益	5,741	5,343	5,730	6,154	6,608
归属母公司股东权益	9,600	9,201	9,588	10,012	10,466
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,390</b>	<b>13,392</b>	<b>12,257</b>	<b>12,431</b>	<b>12,667</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,386</b>	<b>1,088</b>	<b>1,793</b>	<b>1,649</b>	<b>1,761</b>
净利润	410	656	998	1,094	1,170
折旧摊销	542	478	1,284	1,286	1,288
财务费用	117	61	63	7	-16
投资损失	-143	-157	-322	-322	-322
营运资金变动	505	-2	-230	-417	-360
其他经营现金流	-45	52	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	<b>254</b>	<b>136</b>	<b>222</b>	<b>222</b>	<b>222</b>
资本支出	280	160	0	0	0
长期投资	172	10	0	0	0
其他投资现金流	-197	-34	222	222	222
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,199</b>	<b>-1,280</b>	<b>-2,641</b>	<b>-1,133</b>	<b>-1,094</b>
短期借款	-1,611	28	-1,448	0	0
长期借款	-227	-99	-519	-456	-393
其他筹资现金流	-361	-1,209	-674	-677	-701
<b>现金净增加额</b>	<b>-631</b>	<b>-235</b>	<b>-626</b>	<b>738</b>	<b>890</b>

资料来源：公司公告，中信建投

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>7,941</b>	<b>7,861</b>	<b>8,936</b>	<b>9,808</b>	<b>10,572</b>
营业成本	7,131	6,786	7,589	8,353	9,007
营业税金及附加	32	25	34	38	40
销售费用	37	31	35	38	41
管理费用	294	277	315	345	372
研发费用	112	76	86	95	102
财务费用	117	61	63	7	-16
资产减值损失	-42	-74	-64	-70	-76
信用减值损失	-4	-5	-7	-8	-9
其他收益	30	26	24	24	24
<b>营业利润</b>	<b>459</b>	<b>738</b>	<b>1,140</b>	<b>1,250</b>	<b>1,338</b>
营业外收入	15	7	12	12	12
营业外支出	2	3	7	7	7
利润总额	472	741	1,144	1,255	1,342
所得税	62	85	146	160	172
<b>净利润</b>	<b>410</b>	<b>656</b>	<b>998</b>	<b>1,094</b>	<b>1,170</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>410</b>	<b>656</b>	<b>998</b>	<b>1,094</b>	<b>1,170</b>
EBITDA	1,130	1,280	2,491	2,548	2,614
EPS (元)	0	0	1	1	1

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.9	-1.0	13.7	9.8	7.8
营业利润 (%)	-21.9	60.7	54.5	9.7	7.0
归属于母公司净利润 (%)	-18.6	60.0	52.1	9.6	6.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	10.2	13.7	15.1	14.8	14.8
销售净利率 (%)	5.2	8.3	11.2	11.2	11.1
所得税率 (%)	13.1	11.5	12.8	12.8	12.8
派息比率 (%)	95.1	0.0	61.2	61.2	61.2
ROE (%)	4.3	7.1	10.4	10.9	11.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	33.3	31.3	21.8	19.5	17.4
净负债比率 (%)	6.2	7.2	-7.1	-18.7	-30.2
流动比率	2.0	2.4	3.6	3.9	4.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	10.5	9.0	9.8	9.8	9.8
应付账款周转率	18.4	24.5	23.1	23.1	23.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.44	0.67	0.73	0.78
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.92	0.73	1.20	1.10	1.17
每股净资产 (最新摊薄)	6.40	6.14	6.39	6.68	6.98
<b>估值比率</b>					
P/E	32.1	20.1	13.2	12.0	11.3
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3

## 分析师介绍

### 叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025 年、2024 年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025 年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育、医美个护、IP 潮玩等消费产业研究。

### 张舒怡

纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk