

## 公司研究

## 23 年需求疲弱下业绩承压，24 年期待盈利能力逐步改善

## ——天虹国际集团（2678.HK）2023 年业绩点评

## 增持（维持）

当前价：4.28 元港币

## 作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.)

ACCA CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@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

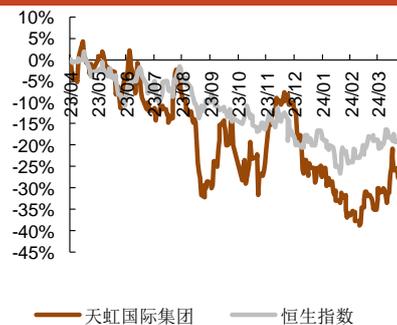
021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	9.18
总市值(亿港元)	39.29
一年最低/最高(港元)	3.45/6.18
近3月换手率	4.9%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.1	0.7	-10.6
绝对	8.6	-2.3	-28.7

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年业绩承压，下半年期待接单修复促盈利能力改善（2023-08-22）

受需求走弱、棉价下跌影响 22 年业绩承压，23 年期待修复（2023-04-01）

需求走弱背景下业绩承压，下半年关注棉价走势及需求情况（2022-09-02）

## 要点

## 23 年收入同比下滑 5%、归母净利润亏损 3.76 亿元

天虹国际集团发布 2023 年业绩。公司实现营业收入 227.25 亿元人民币、同比下滑 4.5%，归母净利润亏损 3.76 亿元、同比转亏，EPS 为-0.41 元。分上下半年来看，2023 年上半年公司收入同比下滑 17.1%，归母净利润亏损 7.47 亿元、同比转亏；下半年公司收入同比增长 10.6%，实现归母净利润 3.71 亿元、同比扭亏，下半年业绩初步改善；上下半年归母净利率分别为-6.92%、3.11%。

23 年公司内销、出口收入占比分别为 69%、31%。受全球经济、地缘政治冲突影响海外需求较为疲弱且存在去库存压力，中国市场需求有所回暖、但出口动能不足导致国内市场竞争加剧，综合影响下公司 23 年收入出现下滑，同时叠加消费降级、产能利用率下降影响，毛利率下跌明显、盈利能力承压。利润率方面，23 年公司毛利率同比下降 5.1PCT 至 6.4%，经营利润率同比下降 0.8PCT 至 1.7%，归母净利率同比下降 2.3PCT 至-1.7%。

## 主力产品纱线收入持平、量增价跌，其他业务除无纺布外收入均为下滑

分产品来看：公司主力产品为纱线，23 年收入占比为 77.2%、占比同比提升 3PCT，收入同比下滑 0.3%，收入实现持平主要得益于国内市场需求复苏；梭织和针织面料占比分别为 9.0%、3.5%，收入同比下滑 22.3%、8.0%，主要系公司面料以海外市场为主，23 年海外需求恢复不及预期；其他产品中，坯布、牛仔服装、贸易、无纺布收入占比分别为 2.3%、0.1%、6.5%、0.3%，收入分别同比-27.0%、-77.7%、-18.7%、+12.8%。

分量价来看：主力产品纱线量增价跌，销量同比提升 12.7%至 74 万吨，单价同比下滑 11.5%。其他产品方面，坯布、梭织面料、针织面料、牛仔服装、无纺布销量分别同比+9.9%、-22.9%、+2.8%、-76.5%、-6.3%，单价分别同比-33.8%、+0.4%、-10.5%、-5.0%、+20.4%。

产能方面，截至 23 年末，公司主要生产设施包括约 418 万纱锭，其中在中国及海外（主要位于越南）分别有约 243 万及 175 万纱锭，产能规模较 23 年初基本持平；另外公司拥有约 1700 台梭织及针织织机及对应的染整设备、同比减少约 19%，主要系由于技术改造升级及产能重新布局，公司处置了部分老旧设备。

## 23 年毛利率下降幅度超费用率，下半年毛利率提升现改善，存货同比减少

毛利率：23 年公司毛利率同比下降 5.1PCT 至 6.4%，主要系 23 年海外市场需求恢复不及预期、消费降级趋势，公司产品售价偏弱，以及产能利用率无法充分释放所致。分上下半年来看，23H1/H2 公司毛利率分别同比-17.3PCT、+8.4PCT 至 2.4%、10.1%，下半年毛利率有所回升。

分产品来看，23 年主力产品纱线毛利率同比下降 4.9PCT 至 5.7%；其余产品除针织面料外毛利率同比均下降，针织面料毛利率同比提升 3.4PCT 至 8.7%，主要系 23 年 11 月公司将处于亏损的越南工厂出售予德永佳集团，叠加费用控制、加强垂直产业链整合贡献。

费用率：23 年期间费用率同比下降 0.5PCT 至 10.7%，其中销售、管理、财务费用率分别为 3.2%（同比-0.5PCT）、5.2%（-0.3PCT）、2.3%（+0.3PCT）。

**其他财务指标:** 1) 存货账面价值 23 年末同比减少 30.9%至 52.45 亿元, 存货周转天数为 109 天、同比减少 17 天; 2) 应收账款 23 年末同比增加 15.3%至 15.71 亿元、同比增加 15.3%, 应收账款周转天数为 29 天、同比增加 1 天; 3) 经营净现金流 23 年同比增加 22.6%至 19.86 亿元。

### 23 年需求疲弱下业绩承压, 24 年期待盈利能力逐步改善

23 年需求疲弱下公司业绩承压, 公司于 23 年进行了一系列的架构重组, 剥离了部分低盈利的资产, 同时对部分低效资产进行重新整合, 未来有望轻装上阵。同时公司进一步加强职能业务部门平台化建设、降低生产和管理成本, 提升管理效率。24 年公司将对现有产能进一步改造升级、提升产能效率, 加大绿色环保产品的研发力度。

公司计划 24 年销售 76 万吨纱线、9200 万米梭织面料及 1.2 万吨针织面料 (推算 24 年销量同比增速分别为+2.6%、+2.6%、-22.1%)。我们期待需求复苏下公司盈利能力逐步改善。考虑下游需求复苏仍存不确定性, 我们下调公司 24~25 年归母净利润 (较前次盈利预测分别下调 23%/13%), 新增 26 年盈利预测, 对应 24~26 年 EPS 分别为 0.83、1.18、1.60 元, 24 年、25 年 PE 分别为 5 倍、3 倍, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 国内外需求疲软、接单不及预期; 棉价大幅波动; 中下游业务整合效果不及预期。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23,805	22,725	25,315	27,137	28,855
营业收入增长率	-10.2%	-4.5%	11.4%	7.2%	6.3%
净利润 (百万元)	157	-376	763	1,084	1,472
净利润增长率	-94.2%	-	-	42.0%	35.9%
EPS (元)	0.17	-0.41	0.83	1.18	1.60
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.7%	-4.1%	7.2%	9.6%	12.0%
P/E	23	-	5	3	2
P/B	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-03-28, 港币汇率采用 1HKD=0.9069RMB 计算

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,805	22,725	25,315	27,137	28,855
营业成本	-21,050	-21,263	-22,658	-24,010	-25,171
营业毛利	2,756	1,463	2,657	3,127	3,684
销售费用	-886	-730	-810	-841	-894
管理费用	-1,316	-1,179	-1,291	-1,357	-1,414
财务收入/费用净额	-467	-518	-447	-433	-411
EBT	171	-130	1,011	1,398	1,866
所得税	30	-169	-172	-238	-317
净利润 (不含少数股东损益)	157	-376	763	1,084	1,472
EPS(元)	0.17	-0.41	0.83	1.18	1.60

现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,620	1,986	2,282	2,532	3,044
净利润	157	-376	763	1,084	1,472
折旧摊销	1,080	1,126	1,072	1,138	1,210
营运资本变化	-274	-2,341	-100	-228	-166
其他经营活动产生的现金	657	3,576	547	539	528
投资活动产生现金流	-1,726	30	-1,159	-1,210	-1,310
资本性支出	-1,423	31	-1,100	-1,200	-1,300
投资变化	-68	-120	-59	-10	-10
其他投资活动产生的现金	-236	119	0	0	0
融资活动现金流	-31	-2,338	-871	-1,009	-1,218
债务净增加	1,328	-820	-220	-270	-374
股本增加	0	0	0	1	2
支付的股利合计	-60	0	-252	-348	-465
其他筹资活动产生的现金	-1,299	-1,517	-400	-392	-382
净现金流	-137	-322	252	312	516

## 主要指标

盈利能力 (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	11.6%	6.4%	10.5%	11.5%	12.8%
EBITDA 率	7.1%	6.7%	10.0%	10.9%	12.1%
EBIT 率	2.5%	1.7%	5.8%	6.8%	7.9%
税前净利润率	0.7%	-0.6%	4.0%	5.1%	6.5%
归母净利润率	0.7%	-1.7%	3.0%	4.0%	5.1%
ROA	0.6%	-1.6%	3.1%	4.2%	5.5%
ROE (摊薄)	1.7%	-4.1%	7.2%	9.6%	12.0%

偿债能力	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资产负债率	61.4%	57.2%	54.3%	52.8%	50.8%
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 采用 1HKD=0.9069RMB 计算  
注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,629	11,707	13,147	14,167	15,350
现金及等价物	2,468	2,162	2,894	3,206	3,722
应收账款及应收票据合计	1,744	1,908	2,025	2,171	2,308
存货 (净值)	7,590	5,245	5,569	5,970	6,348
其他流动资产/受限制现金	1,827	2,393	2,658	2,820	2,972
非流动资产	12,522	11,104	11,482	11,542	11,630
固定资产/PP&E	9,607	8,494	8,566	8,673	8,808
无形资产	65	62	62	62	62
权益法核算投资	360	379	377	374	372
其他非流动资产	2,490	2,169	2,477	2,433	2,389
总资产	26,151	22,811	24,629	25,709	26,980
流动负债	12,167	9,118	9,447	9,645	9,764
短期借贷	5,155	4,146	3,926	3,655	3,282
应付账款及票据	4,597	869	1,266	1,628	2,020
其他流动负债	2,414	4,103	4,255	4,362	4,462
非流动负债	3,883	3,938	3,938	3,938	3,938
长期借款	3,388	3,578	3,578	3,578	3,578
其他非流动负债	495	360	360	360	360
经营性负债合计	7,018	2,945	3,494	3,963	4,455
股本	97	97	97	97	97
储备	9,405	9,052	10,465	11,270	12,346
少数股东权益	600	606	683	759	835
股东权益合计 (不含少数股东权益)	9,502	9,149	10,562	11,366	12,443
股东权益合计 (含少数股东权益)	10,101	9,755	11,244	12,125	13,278
负债及股东权益合计	26,151	22,811	24,629	25,709	26,980

费用率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	3.7%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
管理费用率	5.5%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%
财务费用率	2.0%	2.3%	1.8%	1.6%	1.4%
所得税率	-	-	17.0%	17.0%	17.0%

每股指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股红利 (HKD)	0.07	0.00	0.30	0.42	0.56
每股经营现金流	1.76	2.16	2.49	2.76	3.32
每股净资产	11.00	10.63	12.25	13.21	14.46
每股销售收入	25.93	24.76	27.58	29.56	31.43

估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	22.7	-	4.7	3.3	2.4
PB	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.7	6.0	0.0	0.0	0.0
股息率	1.7%	0.0%	7.1%	9.8%	13.0%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。
<b>基准指数说明：</b> 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的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和 Everbright Securities(UK) Company Limited 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

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 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  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP