

天虹国际集团 (02678.HK)

订单需求回升，2023 下半年毛利率修复至 10%

增持

核心观点

海外品牌去库存影响订单需求，2023 年收入下降 5%，净亏损 3.8 亿元。公司是全球棉纱龙头生产商。2023 年收入下跌 4.5%至 227 亿元。其中，纱线/梭织面料/针织面料收入分别同比变动-0.3%/-22.3%/-8.0%至 175/21/8 亿元。纱线收入持平，但由于海外品牌客户去库存影响下，行业需求减少、竞争加剧，价格下降 12%，同时公司在 2023 上半年消化前期的高价原材料棉花库存，因此 2023 年公司纱线业务毛利率均下降 5 个百分点。2023 年公司财务费用增长较多，主要由于前两年大额资本开支导致负债率提升，以及海外加息影响。2023 年公司亏损 3.8 亿元（2022 年盈利 1.6 亿元）。由于存货改善，2023 年经营现金流净额 19.9 亿元，增长 23%。

2023 下半年行业环境回暖，订单需求回升，毛利率大幅改善至 10%。2023 下半年，公司收入在较低基数上同比增长 11%，主业纱线收入同比增长 13.2%，随着 7-8 月越南纱线产能利用率回升至满产、纱线价格环比上半年增长 4%、高价原材料库存消化完成，下半年集团/纱线毛利率大幅回升至 10.0%（2022 下半年-2023 上半年毛利率 2%左右），同时坯布、面料、服装、贸易毛利率均有改善。下半年集团出售越南针织面料业务、同时国内梭织工厂配合政府拆迁，贡献约 6 亿元收益，因此下半年归母净利润盈利 3.7 亿元。

展望：预期需求回暖，稳健发展，同时资本开支放缓、缓解负债压力。1) 2024 年目标：2024 年公司计划销售 76 万吨纱线、9200 万米梭织面料、1.2 亿米针织面料。2) 2023 年公司资本开支 9.0 亿元，相比前两年明显下降，2024 年计划延续控制资本开支，并逐步降低外币借款比重，减轻债务压力。

风险提示：原材料价格波动；全球经济疲软；贸易战风险；系统性风险。

投资建议：2024 年盈利有望逐步修复，中长期看好纱线龙头竞争力。2023 下半年，公司产品价格及毛利率已环比大幅改善，目前看海外品牌去库存已进入尾声，近期棉价上行，2024 年订单量价有望延续复苏回暖，同时公司现金流改善，债务优化有望缓解利息费用压力。中长期看，本地供应链是大势所趋，公司早年布局全球化，具有本地供应链、快速响应的先发优势，和龙头规模优势，有望持续获取市场份额。维持预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.9/7.6/9.2 亿元，2025-2026 年增速 29%/22%。维持目标价 4.7-5.0 港元，对应 2024 年 PE 6.5-7.0x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,805	22,725	24,095	25,797	27,491
(+/-%)	-10.2%	-4.5%	6.0%	7.1%	6.6%
净利润(百万元)	157	-376	586	758	922
(+/-%)	-94.2%	—	—	29.3%	21.6%
每股收益(元)	0.17	-0.41	0.64	0.83	1.00
经营利润率	2.5%	1.7%	4.8%	5.4%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	1.7%	-4.1%	6.1%	7.5%	8.6%
市盈率 (PE)	22.6	-9.4	6.0	4.7	3.8
EV/EBITDA	12.9	33.5	8.3	7.3	6.5
市净率 (PB)	0.37	0.39	0.37	0.35	0.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 纺织制造

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：关竣尹

0755-81982834

guanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	4.70 - 5.00 港元
收盘价	4.28 港元
总市值/流通市值	3929/3929 百万港元
52 周最高价/最低价	6.18/3.45 港元
近 3 个月日均成交额	1.86 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

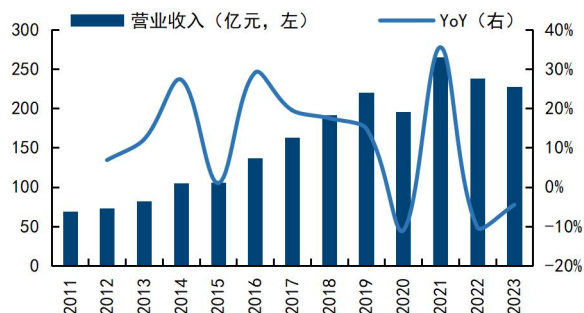
相关研究报告

《天虹国际集团 (02678.HK) - 外需承压叠加棉价下跌，上半年净利润亏损》——2023-08-25

《天虹国际集团 (02678.HK) - 内外需不佳叠加棉价下跌，公司业绩承压》——2023-04-07

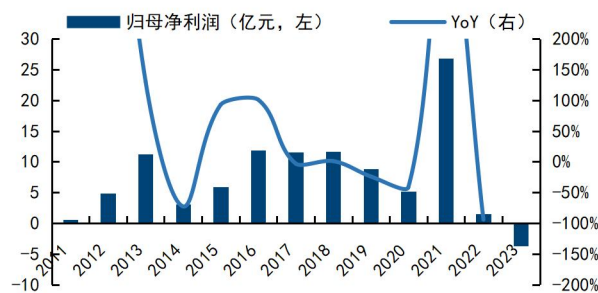
《天虹纺织 (02678.HK) - 单价提升而销量减少，上半年收入增长 4%》——2022-09-02

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



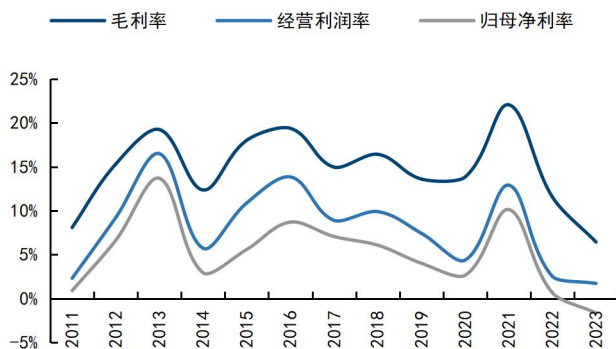
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（亿元，%）



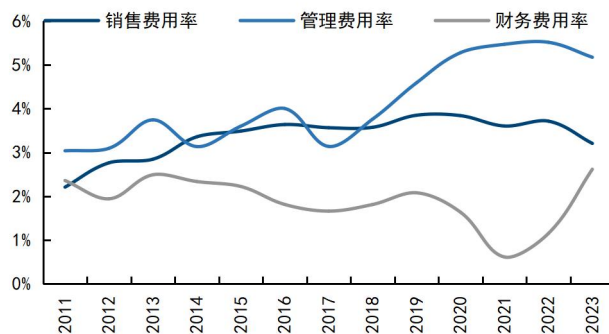
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率水平（%）



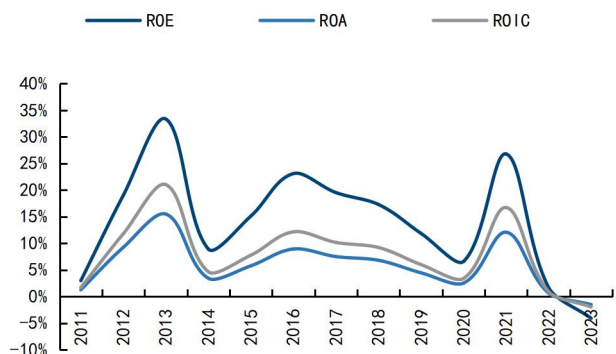
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率水平（%）



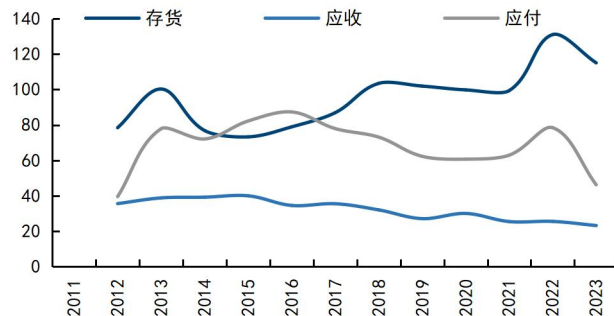
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司盈利能力（%）



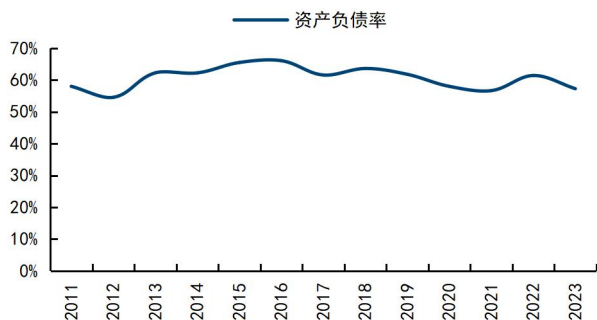
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司营运资金周转水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司负债水平（%）



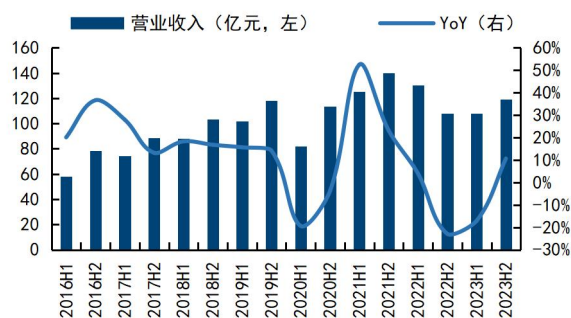
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司资本开支情况（亿元）



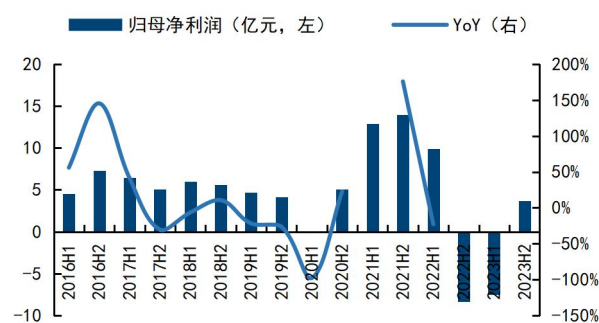
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）



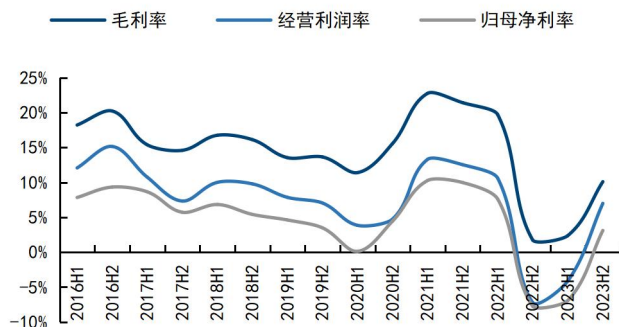
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司半年度归母净利润及增速（亿元，%）



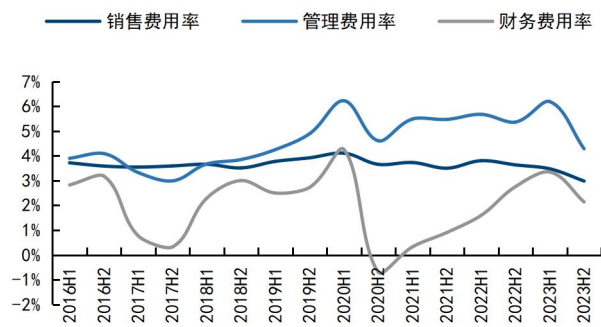
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司半年度利润率水平（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司半年度费用率水平（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：2024 年盈利有望逐步修复，中长期看好纱线龙头竞争力

2023 下半年，公司产品价格及毛利率已环比大幅改善，目前看海外品牌去库存已进入尾声，近期棉价上行，2024 年销量及价格有望延续复苏回暖，同时公司现金流健康，债务优化有望改善利息费用压力。中长期看，本地供应链是大势所趋，公司早年布局全球化，具有本地供应链、快速响应的先发优势，和龙头规模优势，有望持续获取市场份额。维持预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 5.9/7.6/9.2 亿元，2025–2026 年增速 29%/22%。维持目标价 4.7–5.0 港元，对应 2024 年 PE 6.5–7.0x，维持“增持”评级。

表 1：盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,805	22,725	24,095	25,797	27,491
(+/-%)	-10.2%	-4.5%	6.0%	7.1%	6.6%
净利润(百万元)	157	-376	586	758	922
(+/-%)	-94.2%	—	—	29.3%	21.6%
每股收益(元)	0.17	-0.41	0.64	0.83	1.00
EBIT Margin	2.5%	1.7%	4.8%	5.4%	5.7%
净资产收益率(ROE)	1.7%	-4.1%	6.1%	7.5%	8.6%
市盈率(PE)	22.6	-9.4	6.0	4.7	3.8
EV/EBITDA	12.9	33.5	8.3	7.3	6.5
市净率(PB)	0.37	0.39	0.37	0.35	0.33

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表 2：可比公司估值表

公司	投资	收盘价	EPS				PE			
名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
天虹国际集团	增持	3.95	0.17	-0.41	0.64	0.83	23.2	-9.6	6.2	4.8
百隆东方	买入	5.50	1.04	0.39	0.50	0.65	5.3	14.1	10.9	8.4
华孚时尚	无评级	4.75	-0.21	0.16	0.21	0.25	-22.6	30.6	22.8	18.9
平均值								22.3	16.9	13.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所；备注：无评级公司 EPS 预测值来自 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2468	2162	2162	2162	2162	营业收入	23805	22725	24095	25797	27491
应收款项	2638	3398	3200	2719	2521	营业成本	(21050)	(21263)	(21028)	(22363)	(23765)
存货净额	7931	5660	6760	7770	8251	销售费用	(886)	(730)	(751)	(804)	(840)
其他流动资产	592	488	492	497	502	管理费用	(1356)	(1247)	(1212)	(1298)	(1369)
流动资产合计	13629	11707	12613	13148	13435	EBITDA	1524	496	2039	2338	2602
固定资产	9651	8651	8668	8914	9083	折旧摊销	(1010)	(1010)	(936)	(1007)	(1084)
无形资产及其他	359	1326	1273	1220	1167	EBIT	514	(515)	1104	1332	1517
其他长期资产	2512	1127	1127	1127	1127	其他净收入	88	904	48	52	55
非流动资产合计	12522	11104	11068	11261	11377	经营利润	602	390	1152	1383	1572
资产总计	26151	22811	23681	24409	24812	财务费用	(505)	(616)	(388)	(382)	(367)
短期借款及交易性金融负债	5714	6642	5252	5146	4584	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	4771	1091	2916	3099	3290	税前利润	171	(130)	763	976	1178
其他流动负债	1682	1385	1379	1467	1556	所得税费用	30	(169)	(134)	(171)	(207)
流动负债合计	12167	9118	9547	9712	9430	少数股东损益	13	56	43	46	49
长期借款及应付债券	3388	3578	3578	3578	3578	归属于母公司净利润	157	(376)	586	758	922
其他长期负债	495	360	360	360	360						
长期负债合计	3883	3938	3938	3938	3938	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	16050	13056	13485	13650	13368	净利润	157	(376)	586	758	922
少数股东权益	600	606	637	669	709	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9502	9149	9559	10090	10735	折旧摊销	1010	1010	936	1007	1084
负债和股东权益总计	26151	22811	23681	24409	24812	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	505	616	388	382	367
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(495)	(1150)	913	(264)	(7)
每股收益	0.17	(0.41)	0.64	0.83	1.00	其它	9	56	30	33	40
每股红利	0.05	0.00	0.19	0.25	0.30	经营活动现金流	681	(459)	2465	1533	2039
每股净资产	10.35	9.97	10.41	10.99	11.69	资本开支	0	(10)	(900)	(1200)	(1200)
ROIC	3%	-6%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(424)	58	0	0	0
ROE	2%	-4%	6%	8%	9%	投资活动现金流	(463)	30	(900)	(1200)	(1200)
毛利率	12%	6%	13%	13%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
净利率	0.7%	-1.7%	2.4%	2.9%	3.4%	负债净变化	5	189	0	0	0
EBIT Margin	2%	-2%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(47)	0	(176)	(227)	(277)
收入增长	-10%	-5%	6%	7%	7%	其它融资现金流	(170)	(256)	(1390)	(106)	(563)
净利润增长率	-94%	—	—	29%	22%	融资活动现金流	(255)	123	(1565)	(333)	(839)
资产负债率	64%	60%	60%	59%	57%	现金净变动	(37)	(307)	0	0	0
息率	1.3%	0.0%	5.0%	6.4%	7.8%	货币资金的期初余额	2505	2468	2162	2162	2162
P/E	22.6	(9.4)	6.0	4.7	3.8	货币资金的期末余额	2468	2162	2162	2162	2162
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	企业自由现金流	0	(1333)	2246	1108	1662
EV/EBITDA	12.9	33.5	8.3	7.3	6.5	权益自由现金流	0	(2363)	400	584	700

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032