

# 天虹国际集团 (02678. HK)

## 上半年收入增长 4%，盈利大幅改善

优于大市

### 核心观点

**2024 上半年收入增长 4%，毛利率大幅改善，净利润扭亏为盈。**公司是全球棉纱龙头生产商。2024 上半年公司收入同比增长 4.2% 至 112.4 亿元，主要受纱线主业增长带动；归母净利润 2.7 亿元，上年同期亏损 7.5 亿元，实现扭亏为盈。毛利率同比显著提升 10.8 百分点至 13.2%，环比提升 3.1 百分点，主要受益于产能利用率恢复、以及高价库存成本压力在去年年底消化完成。各项费用率均小幅下降，归母净利率同比 +9.3 百分点至 2.4%。资产负债率同比降低 7.5 百分点至 54.0%；存货周转天数大幅改善，同比减少 25 天至 101 天；资本支出同比减少 49.4% 至 2.9 亿元，下半年支出金额预计高于上半年。支出方向从过去业务扩张转向更加聚焦内部成本优化，提升自动化程度及建设光伏电站，有利于节约人工及电力成本。集团拟派中期股息每股 10 港仙，分红率约 31%。

**上半年纱线主业引领增长，各项业务毛利率均有提升。**公司更加聚焦纱线主业：1) 纱线业务上半年收入同比 +8.9% 至 88.1 亿元，收入占比提升 3.4 百分点至 78.4%，量价分别同比增长 6.6%/2.2%。公司主要通过把握功能性运动服饰需求，相关产品有所增长，同时对产能利用率把控、出清成本高位库存，纱线毛利率同比大幅改善 11.8 百分点，环比提升 2.5 百分点。2) 中下游业务主要为面向海外市场销售的梭织面料，由于海外市场复苏较弱，上半年收入同比 -3.2% 至 9.9 亿元，收入占比 8.8%，量价均同比 -1.6%，通过缩减开支毛利率同环比分别提升 6.7 和 5.5 百分点。3) 针织面料由于出售越南针织面料工厂，产能下降，收入和销量分别同比下滑 25.5% 和 25.2%，收入占比 2.7%；由于越南工厂此前亏损，出售后盈利改善，毛利率同比 +2.2 百分点至 11.4%。**公司展望 2024 下半年：**计划销售 40 万吨纱线，4800 万米梭织面料，6000 吨针织面料，今年整体纱线销售目标 77 万吨。

**风险提示：**原材料价格波动；全球经济疲软；贸易风险；系统性风险。

**投资建议：**盈利有望逐步修复，中长期看好纱线龙头竞争力。上半年公司纱线主业稳健增长，随着产能利用率回升及成本优化，各项业务毛利率同环比改善，下半年订单量价有望延续复苏回暖。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。我们维持盈利预测，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 29.2%/21.5%。维持目标价 4.7-5.0 港元，对应 2024 年 PE 6.7-7.2x，维持“优于大市”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	585	756	919
(+/-%)	-94.2%	--	--	29.2%	21.5%
每股收益(元)	0.17	-0.41	0.64	0.82	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)	19.4	-8.1	5.2	4.0	3.3
EV/EBITDA	12.5	32.5	8.3	7.3	6.5
市净率(PB)	0.32	0.33	0.32	0.30	0.28

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 证券分析师：刘佳琪  
0755-81981391 010-88005446  
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn  
S0980520040004 S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	4.70 - 5.00 港元
收盘价	3.56 港元
总市值/流通市值	3268/3268 百万港元
52 周最高价/最低价	5.48/3.45 港元
近 3 个月日均成交额	2.09 百万港元

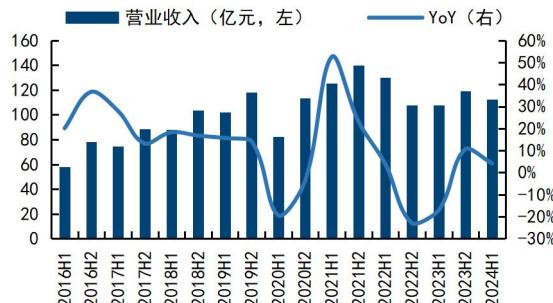
#### 市场走势



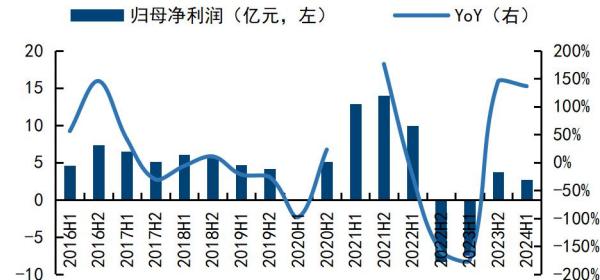
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

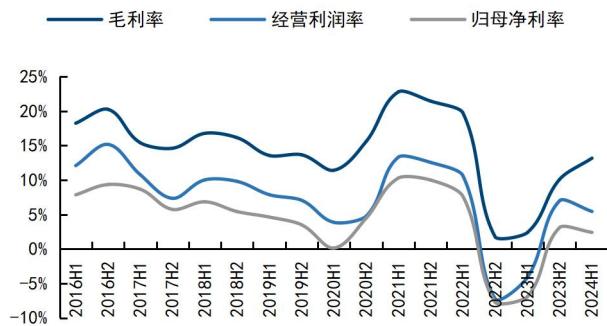
- 《天虹国际集团 (02678. HK) -订单需求回升，2023 下半年毛利率修复至 10%》——2024-04-01  
《天虹国际集团 (02678. HK) -外需承压叠加棉价下跌，上半年净利润亏损》——2023-08-25  
《天虹国际集团 (02678. HK) -内外需不佳叠加棉价下跌，公司业绩承压》——2023-04-07

**图1: 公司营业收入及增速**


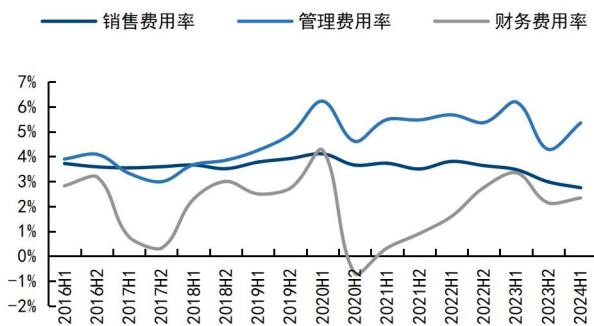
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2: 公司净利润及增速**


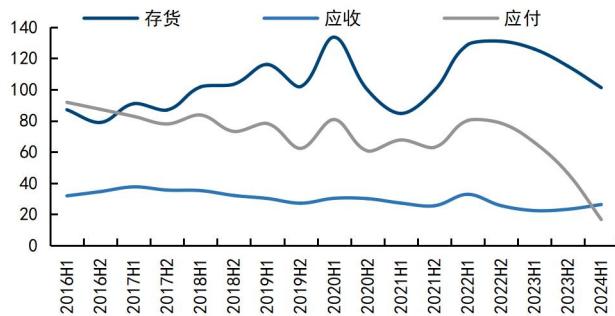
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3: 公司利润率水平**


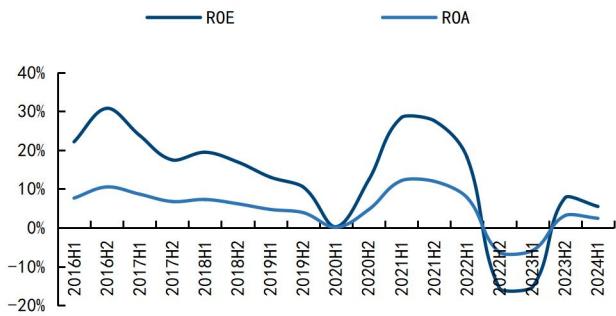
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4: 公司费用率水平**


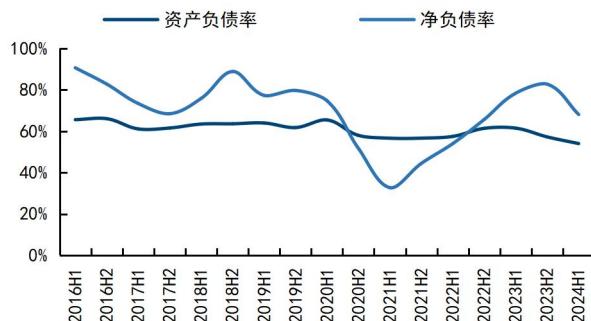
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图5: 公司营运资金周转天数**


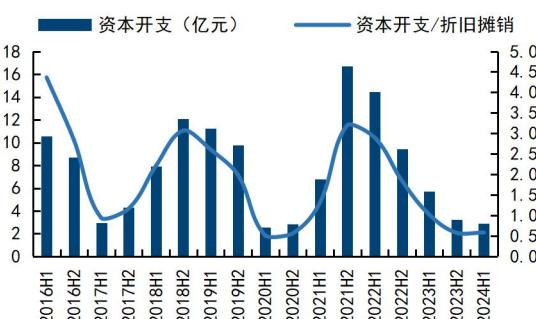
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6: 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**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：盈利有望逐步修复，中长期看好纱线龙头竞争力

上半年公司纱线主业稳健增长，随着产能利用率回升及成本优化，各项业务毛利率同比改善，下半年订单量价有望延续复苏回暖。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。我们维持盈利预测，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29.2%/21.5%。维持目标价4.7-5.0港元，对应2024年PE6.7-7.2x，维持“优于大市”评级。

**表1: 盈利预测与市场重要数据**

	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	585	756	919
(+/-%)	-94.2%	--	--	29.2%	21.5%
每股收益(元)	0.17	-0.41	0.64	0.82	1.00
净利率	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)	19.4	-8.1	5.2	4.0	3.3
EV/EBITDA	12.5	32.5	8.3	7.3	6.5
市净率(PB)	0.32	0.33	0.32	0.30	0.28

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

**表2: 可比公司估值**

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE		CAGR		PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024~2025	2025	(人民币亿元)
2678.HK	天虹国际集团	优于大市	3.28	-0.41	0.64	0.82	-8.0	5.1	4.0	28.1%	0.142	30.1
601339.SH	百隆东方	优于大市	4.54	0.34	0.34	0.51	13.4	13.4	8.9	50.0%	0.178	68.4
002042.SZ	华孚时尚	无评级	2.92	0.04	0.06	0.12	73.0	46.5	23.9	94.9%	0.251	49.8

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 wind 一致预期

## 风险提示

原材料价格波动; 全球经济疲软; 贸易风险; 系统性风险。

## 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)
<b>流动资产合计</b>	<b>13629</b>	<b>11707</b>	<b>12613</b>	<b>13148</b>	<b>13435 EBITDA</b>	1524	496	1996	2295	2559
固定资产	9651	8651	8668	8914	9083 折旧摊销	(1010)	(1010)	(892)	(964)	(1041)
无形资产及其他	359	247	237	227	218 EBIT	514	(515)	1104	1332	1517
其他长期资产	2512	2206	2206	2206	2206 其他净收入	88	904	48	52	55
非流动资产合计	12522	11104	11111	11348	11506 经营利润	602	390	1152	1383	1572
<b>资产总计</b>	<b>26151</b>	<b>22811</b>	<b>23724</b>	<b>24495</b>	<b>24941 财务费用</b>	(505)	(616)	(389)	(384)	(370)
短期借款及交易性金融负债	5714	6654	5287	5225	4706 营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	4771	1171	2955	3141	3335 税前利润	171	(130)	763	974	1175
其他流动负债	1682	1293	1349	1434	1522 所得税费用	30	(169)	(134)	(171)	(206)
<b>流动负债合计</b>	<b>12167</b>	<b>9118</b>	<b>9591</b>	<b>9800</b>	<b>9563 少数股东损益</b>	0	0	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)	585	756	919
其他长期负债	495	360	360	360						
<b>长期负债合计</b>	<b>3883</b>	<b>3938</b>	<b>3938</b>	<b>3938</b>	<b>3938 现金流量表(百万元)</b>	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	<b>16050</b>	<b>13056</b>	<b>13529</b>	<b>13738</b>	<b>13501 净利润</b>	157	(376)	585	756	919
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	10088	10732 折旧摊销	1010	1010	892	964	1041
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26151</b>	<b>22811</b>	<b>23724</b>	<b>24495</b>	<b>24941 公允价值变动损失</b>	0	0	0	0	0
					<b>财务费用</b>	505	616	389	384	370
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E 营运资本变动</b>	(495)	(2241)	935	(264)	(6)
每股收益	0.17	(0.41)	0.64	0.82	1.00 其它	0	0	30	33	40
每股红利	0.05	0.00	0.19	0.25	0.30 经营活动现金流	672	(1607)	2443	1489	1994
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%	7%	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%	3.3% 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)	(276)
收入增长	-10%	-5%	6%	7%	7% 其它融资现金流	(161)	892	(1368)	(62)	(518)
净利润增长率	-94%	--	--	29%	22% 融资活动现金流	(245)	1270	(1543)	(289)	(794)
资产负债率	64%	60%	60%	59%	57% 现金净变动	(37)	(307)	0	0	0
息率	1.5%	0.0%	5.8%	7.5%	9.1% 货币资金的期初余额	2505	2468	2162	2162	2162
P/E	19.4	(8.1)	5.2	4.0	3.3 货币资金的期末余额	2468	2162	2162	2162	2162
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3 企业自由现金流	0	(2424)	2225	1065	1619
EV/EBITDA	12.5	32.5	8.3	7.3	6.5 权益自由现金流	0	(2307)	400	583	698

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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提供。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