

天虹国际集团 (02678.HK)

2024 年扭亏为盈，经营性现金流净额大幅增长

优于大市

核心观点

2024 年收入恢复正增长，净利扭亏为盈。公司是全球棉纱龙头生产商。2024 年收入增长 1.3%至 230.29 亿元，主要受益于海外需求回暖及产能利用率提升。其中，纱线/梭织面料/针织面料收入分别同比变动+2.1%/+5.7%/-30.0%至 179/21/5 亿元。纱线业务收入占比 77.8%，平均售价-1.8%至 2.32 万元/吨，降幅收窄，同时，纱线毛利率同比+6.0%，主要由于高价库存消化完毕及越南产能满产。2024 年公司财务费用与现金流改善，主要由于债务规模缩减（总借贷减少 13.28 亿元至 63.96 亿元）及海外加息压力缓解。2024 年公司净利润 5.54 亿元，同比大幅扭亏，主因毛利率修复（+6%至 12.4%）及费用管控优化。经营现金流量净额 44.8 亿元，增长 126%，主要由于经营利润的增加以及营运资金占用的减少；投资活动现金净额 5.4 亿元，同比大幅增长（2023 年为 0.3 亿元），主要由于收回处置土地和厂房的剩余款项；融资活动现金净额-43.2 亿元（2023 年为-23.4 亿元），主要由于减少银行借贷。

2024 年下半年经营维稳，毛利率 11.7%。2024 年下半年，公司收入同比下降 1.2%至 117.85 亿元，其中纱线/梭织面料/针织面料收入分别同比变动-3.7%/+14.5%/-36.2%至 91/12/2.5 亿元，毛利率同比+1.6%主要由于纱线毛利率同比+0.9%至 10.9%，梭织毛利率同比+6.8%至 20.1%；下半年归母净利润盈利 2.84 亿元，同比-23.7%，净利率 2.4%同比-0.7%，主要由于其他收益占比大幅减少抵消了毛利率提升。

管理层展望：预期需求回暖，稳健发展，同时严格把控资本开支、进一步降低负债压力。1) 2025 年目标：管理层在公开业绩会表示，2025 年计划销售 80 万吨纱线、1 亿米梭织面料、1 万吨针织面料，继续扩大高毛利产品占比。2) 2024 年公司资本开支 8.3 亿元，2025 年延续审慎策略，重点投向自动化技术改造及分布式光伏电站，并进一步降低负债率。

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：看好公司现金状况持续改善与中长期稳健经营的能力。2024 年公司产品价格稳定，毛利率继续修复，现金流大幅改善，债务优化，经营势头稳步向好。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，有望保持领先市场地位。由于全球终端需求疲弱，我们谨慎预期棉价恢复上涨时机延后，下调公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5.9/7.5/9.7 亿元（前值为 7.6/9.2 亿元），同比+6.0%/28.5%/29.0%。基于盈利预测下调，下调目标价至 4.1-4.8 港元（前值为 4.7-5.0 港元），对应 2025 年 PE 6-7x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,725	23,029	23,472	25,430	27,376
(+/-%)	-4.5%	1.3%	1.9%	8.3%	7.7%
净利润(百万元)	-376	554	587	754	972
(+/-%)	—	-247.3%	6.0%	28.5%	29.0%
每股收益(元)	-0.41	0.60	0.64	0.82	1.06
经营利润率	1.7%	5.1%	4.6%	5.1%	5.6%
净资产收益率 (ROE)	-4.1%	5.7%	5.8%	7.1%	8.6%
市盈率 (PE)	-8.6	5.9	5.5	4.3	3.3
EV/EBITDA	26.7	6.6	8.0	6.8	5.8
市净率 (PB)	0.35	0.34	0.32	0.31	0.29

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：刘佳琪

010-88005446

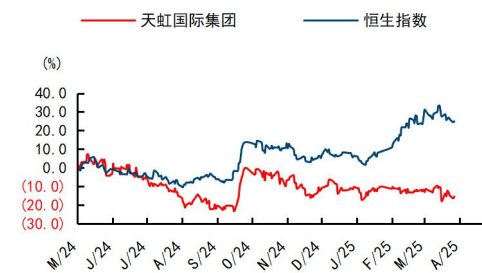
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	4.10 - 4.80 港元
收盘价	3.79 港元
总市值/流通市值	3479/3479 百万港元
52 周最高价/最低价	5.21/3.42 港元
近 3 个月日均成交额	1.44 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

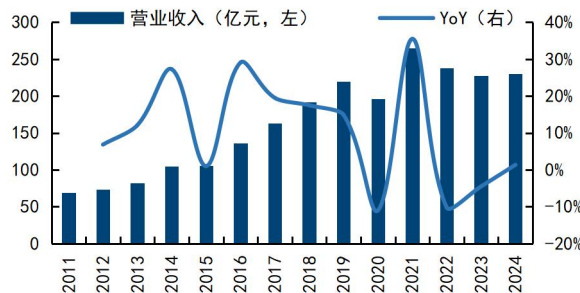
《天虹国际集团 (02678.HK) - 上半年收入增长 4%，盈利大幅改善》——2024-09-14

《天虹国际集团 (02678.HK) - 订单需求回升，2023 年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

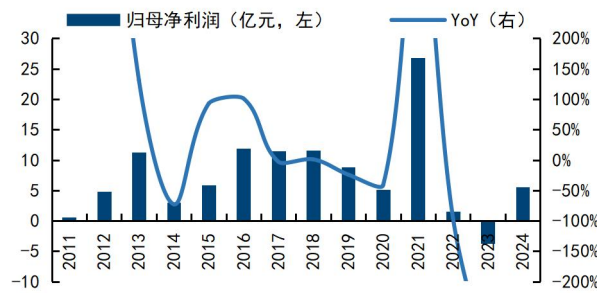
《天虹国际集团 (02678.HK) - 内外需不佳叠加棉价下跌，公司业绩承压》——2023-04-07

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

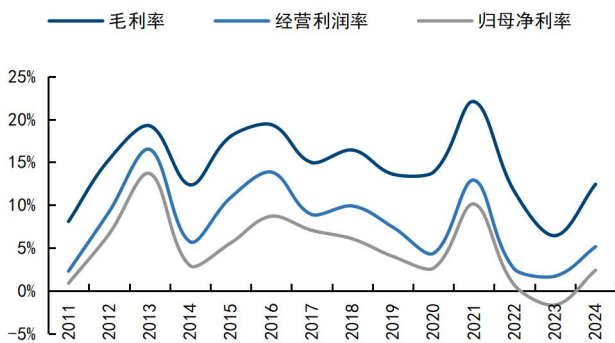
图2: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

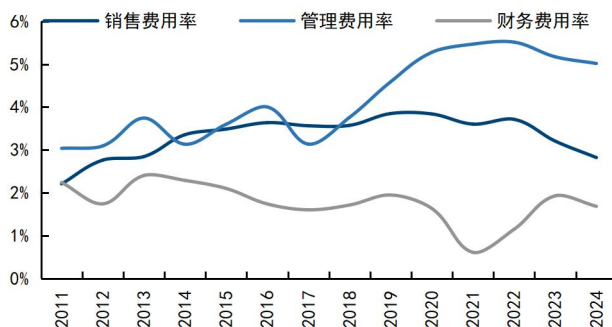
注: 2023 年净利润为负, 导致 2024 年净利润同比增速计算为负, 无法客观反映经营实质改善, 故未列示相关增长率数据

图3: 公司利润率水平 (%)



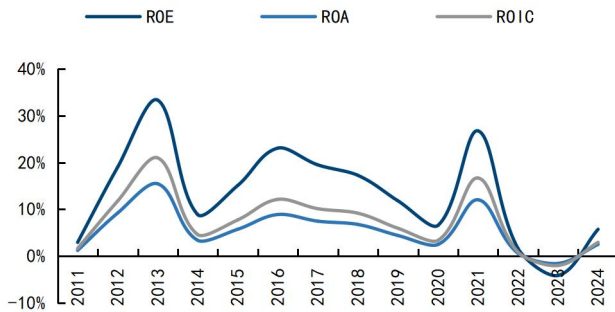
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平 (%)



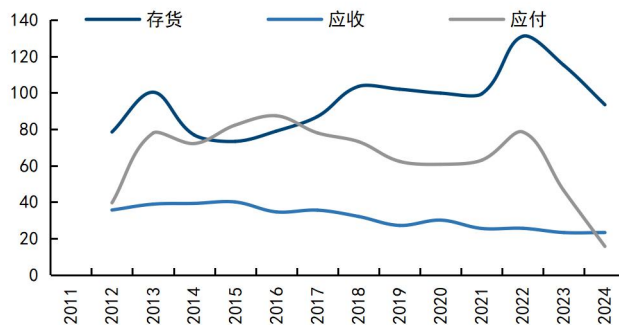
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司盈利能力 (%)



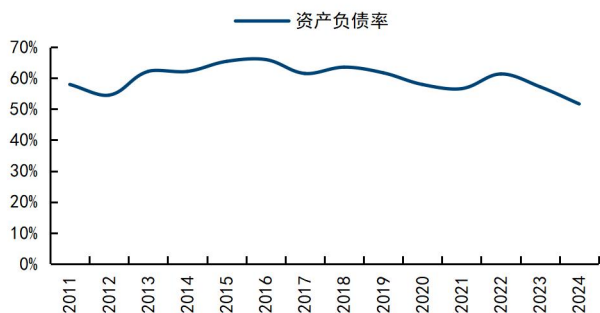
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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（%）



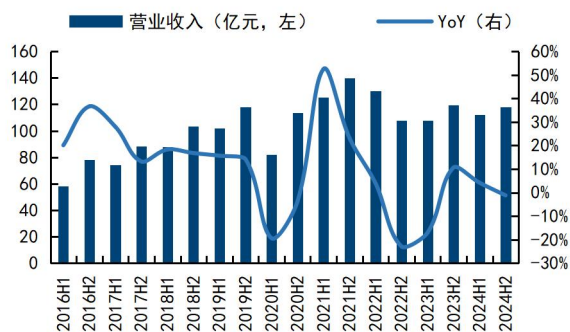
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司资本开支情况（亿元）



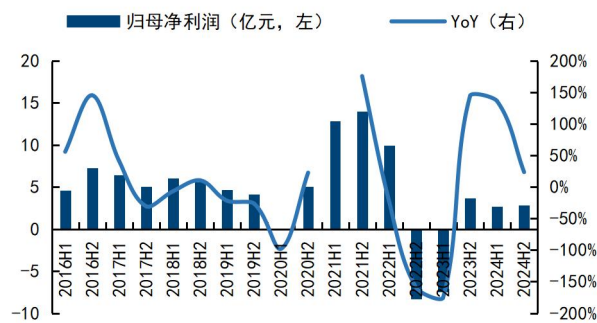
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）



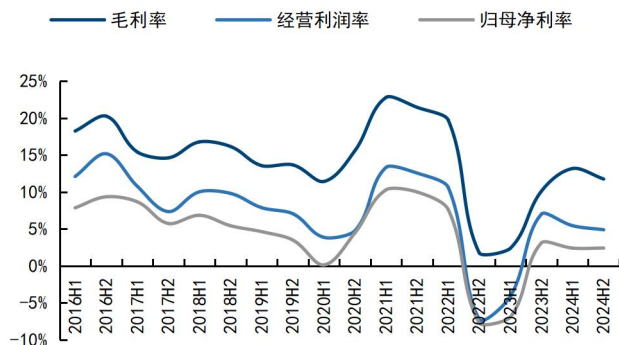
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司半年度归母净利润及增速（亿元，%）



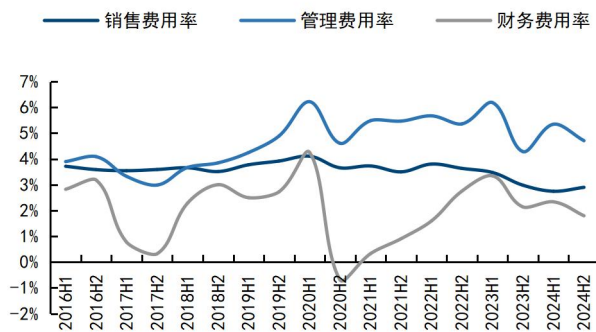
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

盈利预测：全球终端需求仍较疲软，下调毛利率预测

2025 年初以来，中国 328 棉花价格指数和 Cotlook:A 指数分别平均为 14830.90/13794.98 元/吨，较 2024 年平均值分别下跌 7.1%/9.0%，仍处于相对低位。由于目前全球宏观经济仍面临不确定性，服装消费较为疲弱，棉价尚未呈现持续回升势头，因此公司纱线产品的毛利率在短期较难恢复到历史正常 13%~15%的水平，我们下调公司毛利率预测，具体假设如下：

- 1) **收入**：2025-2026 年收入分别为 231.6/250.9 亿元，同比+1.9%/8.3%（前值为 258.0/274.9 亿元），收入下调主要受单价下调影响；
- 2) **毛利率**：2025-2026 年毛利率分别为 11.9%/12.8%（前值为 13.3%/13.6%），毛利率下调主要也受棉价下行压制；
- 3) **归母净利率**：主要受毛利率下调影响，2025-2026 年净利率分别为 2.5%/3.0%（前值为 3.0%/3.4%）；
- 4) **归母净利润**：由于收入及毛利率、净利率下调，2025-2026 年归母净利润分别为 5.9/7.5 亿元（前值为 7.6/9.2 亿元）。

图13：公司盈利预测拆分

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	23805	22725	23029	23162	25095	27015
YoY	-10.2%	-4.5%	1.3%	1.9%	8.3%	7.7%
毛利率	11.6%	6.4%	12.4%	11.9%	12.8%	13.3%
其他净收支	0.4%	4.0%	0.8%	0.7%	0.3%	0.3%
销售费用	-3.7%	-3.2%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%
行政费用	-5.5%	-5.2%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
经营利润	2.5%	1.7%	5.1%	4.8%	5.3%	5.9%
财务费用	-2.0%	-2.3%	-1.7%	-1.5%	-1.4%	-1.2%
除税前溢利	171	-130	774	721	925	1193
所得税率	-18%	-130%	24%	-20%	-20%	-20%
归母净利润	157	-376	554	587	754	972
归母净利率	0.7%	-1.7%	2.4%	2.5%	3.0%	3.6%
YoY	-94.2%			6.0%	28.5%	29.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：看好公司现金状况持续改善与中长期稳健经营的能力

2024，公司产品价格稳定，毛利率继续修复，现金流大幅改善，债务优化，经营势头稳步向好。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，有望保持领先市场地位。由于全球终端需求疲弱，我们谨慎预期棉价恢复上涨时机延后，下调公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5.9/7.5/9.7 亿元（2025-2026 年前值为 7.6/9.2 亿元），同比+6.0%/28.5%/29.0%。基于盈利预测下调，下调目标价至 4.1-4.8 港元（前值为 4.7-5.0 港元），对应 2025 年 PE 6-7x，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,725	23,029	23,472	25,430	27,376
(+/-%)	-4.5%	1.3%	1.9%	8.3%	7.7%
净利润(百万元)	(376)	554	587	754	972
(+/-%)	--	-247.3%	6.0%	28.5%	29.0%
每股收益(元)	-0.41	0.60	0.64	0.82	1.06
净利率	1.7%	5.1%	4.6%	5.1%	5.6%
净资产收益率(ROE)	-4.1%	5.7%	5.8%	7.1%	8.6%
市盈率(PE)	-8.6	5.9	5.5	4.3	3.3
EV/EBITDA	26.7	6.6	8.0	6.8	5.8
市净率(PB)	0.35	0.34	0.32	0.31	0.29

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	3.53	-0.41	0.60	0.64	-8.6	5.9	5.5	6.0%	0.922	32.1
可比公司												
601339. SH	百隆东方	优于大市	5.37	0.34	0.39	0.54	16.0	13.8	9.9	40.0%	0.247	79.5
002042. SZ	华孚时尚	无评级	5.88	0.04	0.04	0.08	147.0	133.3	77.6	71.9%	1.079	103.1

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

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2162	2880	2880	2880	2880	营业收入	22725	23029	23472	25430	27376
应收款项	3398	2086	2794	2331	2134	营业成本	(21263)	(20166)	(20675)	(22173)	(23739)
存货净额	5660	4805	5445	6419	6869	销售费用	(730)	(650)	(663)	(718)	(757)
其他流动资产	488	500	501	503	505	管理费用	(1247)	(1204)	(1178)	(1276)	(1360)
流动资产合计	11707	10271	11620	12133	12388	EBITDA	611	2133	1868	2245	2580
固定资产	8538	8439	8478	8746	8936	折旧摊销	(1125)	(1124)	(911)	(982)	(1060)
无形资产及其他	247	1255	1205	1155	1105	EBIT	(514)	1009	956	1263	1520
其他长期资产	2318	1017	1017	1017	1017	其他净收入	904	176	116	23	24
非流动资产合计	11104	10712	10701	10918	11058	经营利润	390	1186	1072	1286	1544
资产总计	22811	20983	22321	23051	23446	财务费用	(616)	(474)	(339)	(344)	(331)
短期借款及交易性金融负债	6654	5311	5906	5936	5473	营业外净收支	1	2	0	0	0
应付款项	1171	915	1085	1163	1245	税前利润	(130)	774	733	942	1215
其他流动负债	1293	1134	1296	1390	1487	所得税费用	(169)	(186)	(147)	(188)	(243)
流动负债合计	9118	7360	8288	8490	8205	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	3578	3196	3196	3196	3196	归属于母公司净利润	(376)	554	587	754	972
其他长期负债	360	289	289	289	289						
长期负债合计	3938	3485	3485	3485	3485	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	13056	10845	11773	11976	11690	净利润	(376)	554	587	754	972
少数股东权益	606	502	502	502	502	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9149	9635	10046	10574	11254	折旧摊销	1125	1124	911	982	1060
负债和股东权益总计	22811	20983	22321	23051	23446	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	616	474	339	344	331
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(2452)	3008	(1018)	(340)	(77)
每股收益	(0.41)	0.60	0.64	0.82	1.06	其它	0	0	0	0	0
每股红利	(0.12)	0.00	0.19	0.25	0.32	经营活动现金流	(1703)	4685	480	1396	1955
每股净资产	9.97	10.50	10.94	11.52	12.26	资本开支	0	(1027)	(900)	(1200)	(1200)
ROIC	-6%	4%	4%	5%	6%	其它投资现金流	58	(55)	0	0	0
ROE	-4%	6%	6%	7%	9%	投资活动现金流	39	(1064)	(900)	(1200)	(1200)
毛利率	6%	12%	12%	13%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
净利率	-1.7%	2.4%	2.5%	3.0%	3.6%	负债净变化	189	(381)	0	0	0
EBIT Margin	-2%	4%	4%	5%	6%	支付股利、利息	113	0	(176)	(226)	(292)
收入增长	-5%	1%	2%	8%	8%	其它融资现金流	753	(2140)	596	30	(463)
净利润增长率	—	-247%	6%	28%	29%	融资活动现金流	1357	(2903)	420	(196)	(755)
资产负债率	60%	54%	55%	54%	52%	现金净变动	(307)	718	0	0	0
息率	-3.5%	0.0%	5.4%	7.0%	9.0%	货币资金的期初余额	2468	2162	2880	2880	2880
P/E	(8.6)	5.9	5.5	4.3	3.3	货币资金的期末余额	2162	2880	2880	2880	2880
P/B	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	0	3872	141	958	1607
EV/EBITDA	26.7	6.6	8.0	6.8	5.8	权益自由现金流	0	1121	330	575	746

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。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