

天虹国际集团 (02678.HK)

上半年收入微降 2%，盈利持续改善

优于大市

核心观点

2025 上半年收入微降 2%，盈利能力持续改善，债务结构持续优化。公司是全球棉纱龙头生产商。2025 上半年公司收入同比-1.9%至 110.3 亿元，主要受纱线等产品单价降低拖累；归母净利润同比+55.2%至 4.2 亿元，盈利能力提升明显。毛利率同比+1.0 百分点至 14.2%，主要得益于营运效率和产能利用率的持续提升，以及灵活的原材料采购策略；销售/管理费用率基本保持平稳，分别同比变动 0/+0.2 百分点至 2.8%/5.5%；财务费用率同比-1.0 百分点至 1.3%，主要受益于汇兑收益以及贷款的减少；归母净利率同比+1.4 百分点至 3.8%。资产负债率同比-2.6 百分点至 51.4%，债务结构由于银行借贷的减少持续优化。存货金额同比+5.9%至 53.69 亿元，主要因 6 月份的关税不确定性导致滞销，存货周转天数同比-2 天至 99 天。资本支出同比+17.2%至 3.4 亿元，主要与海内外工厂设备更新改造与越南厂房建设有关。

上半年纱线主业表现稳定，梭织面料业务增长明显。1) 主业纱线销量同比提高 3.6%至 38.5 万吨，主要由于公司把握功能性运动服饰需求，研发符合市场需求的产品。受单价下滑影响，纱线收入-2.2%至 86.2 亿元。纱线订单量及产能利用率的提升，叠加灵活的原材料采购策略，带动纱线毛利率同比改善 1.4 百分点至 13.9%。2) 中下游业务主要为面向海外市场销售的梭织面料，受美国四月份关税政策及 90 天谈判缓冲期影响，客户加快库存补充带动二季度销量上涨，上半年销量同比上涨 17.0%至 5100 万米。在梭织面料订单周期较长及第二季度棉纱成本下降的背景下，通过积极提高产能利用率并控制能耗成本，毛利率同比+4.7 百分点至 23.5%。3) 针织面料目前主要聚焦于国内市场，受对美出口减少影响，国内市场竞争加剧，上半年销量同比-33.5%至 3840 吨，收入同比-37.8%至 1.86 亿元。受订单不足导致的产能利用率下降以及计提固定资产减值影响，毛利率同比-15.6 百分比至-4.2%。

公司展望 2025 下半年：管理层在公开业绩会表示，计划销售 40 万吨纱线、5000 万米梭织面料、3000 吨针织面料。

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：看好公司盈利能力改善与中长期稳健经营能力。2025 上半年公司产品销量稳健增长，单价主要受原材料成本下行影响有所下降，毛利率持续修复，债务优化，经营势头稳步向好。基于上半年毛利率修复好于预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.2/7.7/9.7 亿元（前值为 5.9/7.5/9.7 亿元），同比+30.3%/6.9%/25.5%。基于盈利预测上调，上调目标价至 5.1-5.9 港元（前值为 4.1-4.8 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	22,925	24,699	26,476
(+/-%)	-4.5%	1.3%	-0.5%	7.7%	7.2%
净利润(百万元)	-376	554	721	771	968
(+/-%)	—	247.3%	30.3%	6.9%	25.5%
每股收益(元)	-0.41	0.60	0.79	0.84	1.05
经营利润率	1.7%	5.1%	5.4%	5.3%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	-4.1%	5.7%	7.1%	7.2%	8.5%
市盈率 (PE)	-10.8	7.4	5.6	5.3	4.2
EV/EBITDA	28.0	7.0	7.5	7.1	6.1
市净率 (PB)	0.45	0.42	0.40	0.38	0.36

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

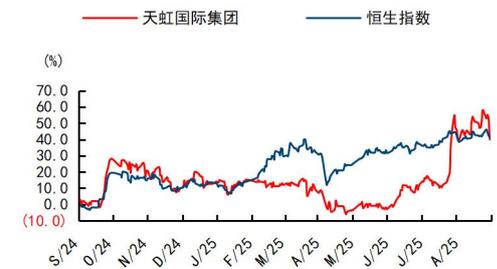
纺织服饰 · 纺织制造

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	5.10 - 5.90 港元
收盘价	4.76 港元
总市值/流通市值	4370/4370 百万港元
52 周最高价/最低价	5.48/3.16 港元
近 3 个月日均成交额	1.77 百万港元

市场走势

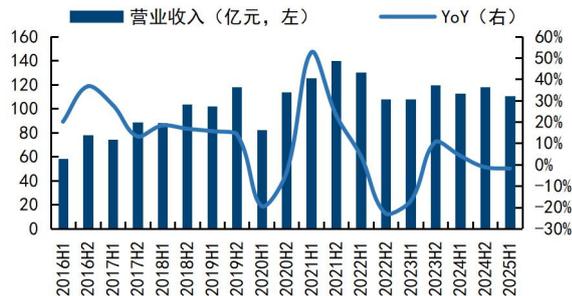


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

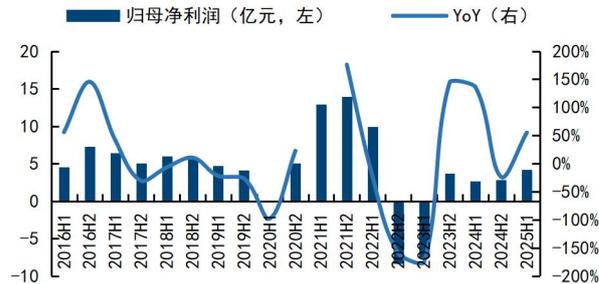
- 《天虹国际集团 (02678.HK) - 2024 年扭亏为盈，经营性现金流净额大幅增长》——2025-04-02
- 《天虹国际集团 (02678.HK) - 上半年收入增长 4%，盈利大幅改善》——2024-09-14
- 《天虹国际集团 (02678.HK) - 订单需求回升，2023 年下半年毛利率修复至 10%》——2024-04-01

图1: 公司营业收入及增速



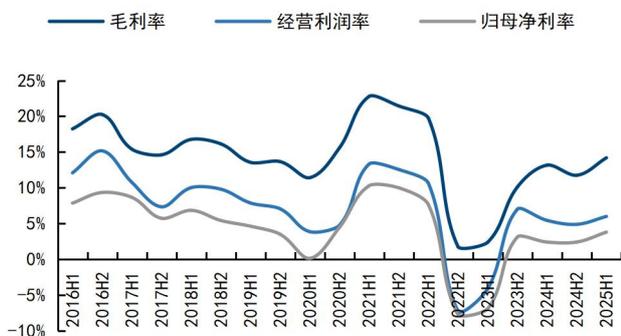
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润及增速



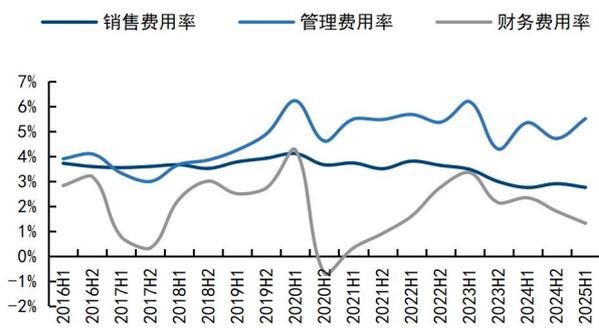
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率水平



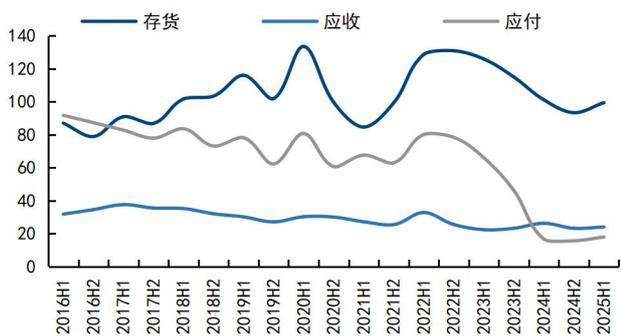
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平



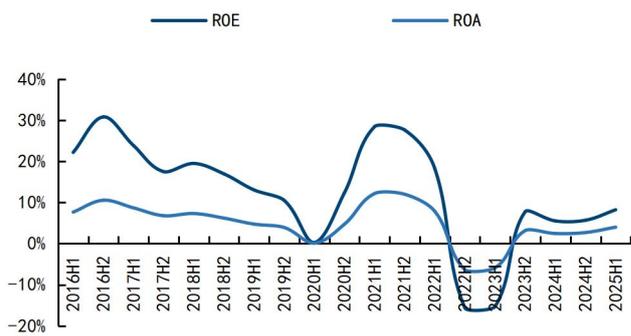
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



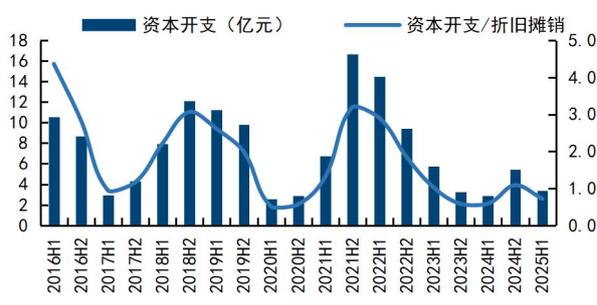
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

盈利预测：毛利率修复好于预期，上调盈利预测

公司上半年毛利率同比/环比分别+1.0/2.1 百分点至 14.2%，尤其纱线、梭织面料毛利率提升明显，主要得益于营运效率和产能利用率的持续提升，以及灵活的原材料采购策略，下半年我们预计公司将继续维持高产能利用率，叠加原材料成本优势，盈利能力有望维持高位，因此我们主要上调 2025 年毛利率预测，进而上调归母净利润，具体假设如下：

- 1) **收入**：收入基本维持此前预期，2025-2027 年收入分别为 226.2/243.7/261.3 亿元，同比-0.5%/+7.7%/+7.2%；
- 2) **毛利率**：2025-2027 年毛利率分别为 13.1%/13.0%/13.4%（前值为 11.9%/12.8%/13.3%）；
- 3) **归母净利率**：主要受毛利率上调影响，2025-2027 年净利率分别为 3.1%/3.1%/3.7%（前值为 2.5%/3.0%/3.5%）；
- 4) **归母净利润**：由于收入及毛利率、净利率上调，2025-2027 年归母净利润分别为 7.2/7.7/9.7 亿元（前值为 5.9/7.5/9.7 亿元）。

图9: 公司盈利预测拆分

	百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
营收	合计	22725	23029	22623	24373	26126	11244	11406	11034	11589
	纱线	17537	17909	17677	19221	20756	8812	9097	8622	9055
	梭织面料	2056	2173	2312	2566	2820	991	1181	1169	1143
	针织面料	797	552	365	383	402	299	253	186	179
YoY	合计	-4.5%	1.3%	-0.5%	7.7%	7.2%	4.2%	-4.4%	-1.9%	1.6%
	纱线	-0.3%	2.1%	0.8%	8.7%	8.0%	8.9%	-3.7%	-2.2%	-0.5%
	梭织面料	-22.3%	5.7%	12.4%	11.0%	9.9%	-3.2%	14.5%	17.9%	-3.2%
	针织面料	-8.0%	-30.8%	-54.3%	5.0%	5.0%	-25.5%	-36.2%	-37.8%	-29.3%
毛利率	合计	6.4%	12.4%	13.1%	13.0%	13.4%	13.2%	12.1%	14.2%	12.1%
	纱线	5.7%	11.7%	13.0%	12.5%	12.8%	12.5%	10.9%	13.9%	12.1%
	梭织面料	12.7%	19.5%	22.0%	22.0%	22.0%	18.8%	20.1%	23.5%	20.5%
	针织面料	8.7%	8.1%	-4.0%	5.0%	8.0%	11.4%	4.2%	-4.2%	-3.8%
其他净收支	比率	4.0%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.6%	1.0%	0.3%	0.3%
销售费用	比率	-3.2%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.7%	-3.0%	-2.8%	-2.9%
行政费用	比率	-5.2%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.3%	-4.9%	-5.5%	-4.6%
经营利润	比率	1.7%	5.1%	5.6%	5.5%	6.0%	5.4%	5.0%	6.0%	5.2%
财务费用	比率	-2.3%	-1.7%	-1.5%	-1.4%	-1.2%	-2.0%	-1.4%	-0.7%	-2.3%
除税前溢利	合计	-130	774	886	946	1188	365	409	574	312
所得税率		-130%	24%	-20%	-20%	-20%	23%	25%	19%	21%
归母溢利	合计	-376	554	721	771	968	270	284	419	290
	归母净利率	-1.7%	2.4%	3.1%	3.1%	3.7%	2.4%	2.5%	3.8%	2.5%
	YoY			30.3%	6.9%	25.5%	136.1%	-23.7%	55.2%	2.1%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

投资建议：看好公司盈利能力改善与中长期稳健经营能力

2025 上半年公司产品销量稳健增长，单价主要受原材料成本下行影响有所下降，毛利率持续修复，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。基于上半年毛利率修复好于预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.2/7.7/9.7 亿元（前值为 5.9/7.5/9.7 亿元），同比+30.3%/6.9%/25.5%。基于盈利预测上调，上调目标价至 5.1-5.9 港元（前值为 4.1-4.8 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	22,925	24,699	26,476
(+/-%)	-4.5%	1.3%	-0.5%	7.7%	7.2%
净利润(百万元)	(376)	554	721	771	968
(+/-%)	--	247.3%	30.3%	6.9%	25.5%
每股收益(元)	-0.41	0.60	0.79	0.84	1.05
净利率	1.7%	5.1%	5.4%	5.3%	5.8%
净资产收益率(ROE)	-4.1%	5.7%	7.1%	7.2%	8.5%
市盈率(PE)	-10.8	7.4	5.6	5.3	4.2
EV/EBITDA	28.0	7.0	7.5	7.1	6.1
市净率(PB)	0.45	0.42	0.40	0.38	0.36

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE		CAGR		PEG	总市值(人民币亿元)
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024~2025	2025	
2678.HK	天虹国际集团	优于大市	4.44	0.60	0.79	0.84	7.4	5.6	5.3	30.9%	0.182	40.7
601339.SH	百隆东方	优于大市	5.45	0.27	0.44	0.47	19.9	12.3	11.6	61.9%	0.199	81.7
002042.SZ	华孚时尚	无评级	5.41	-0.12	0.06	0.13	-45.1	93.9	41.5	-148.0%	-0.635	92.0

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	22925	24699	26476
应收款项	3398	2086	2729	2264	2064	营业成本	(21263)	(20166)	(19914)	(21485)	(22920)
存货净额	5660	4805	5236	6211	6621	销售费用	(730)	(650)	(647)	(697)	(732)
其他流动资产	488	500	500	502	504	管理费用	(1247)	(1204)	(1150)	(1239)	(1315)
流动资产合计	11707	10271	11346	11857	12069	EBITDA	611	2133	2083	2218	2526
固定资产	8538	8439	8478	8746	8936	折旧摊销	(1125)	(1124)	(869)	(940)	(1018)
无形资产及其他	247	201	193	185	177	EBIT	(514)	1009	1214	1277	1508
其他长期资产	2318	2071	2071	2071	2071	其他净收入	904	176	23	22	23
非流动资产合计	11104	10712	10743	11003	11185	经营利润	390	1186	1236	1299	1532
资产总计	22811	20983	22088	22860	23254	财务费用	(616)	(474)	(335)	(336)	(324)
短期借款及交易性金融负债	6654	5326	5665	5716	5270	营业外净收支	1	2	0	0	0
应付款项	1171	975	1074	1158	1235	税前利润	(130)	774	902	964	1210
其他流动负债	1293	1059	1223	1319	1405	所得税费用	(169)	(186)	(180)	(193)	(242)
流动负债合计	9118	7360	7961	8192	7909	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	721	771	968
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	11446	11678	11394	净利润	(376)	554	721	771	968
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	10140	10680	11358	折旧摊销	1125	1124	869	940	1018
负债和股东权益总计	22811	20983	22088	22860	23254	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	616	474	335	336	324
						营运资本变动	(2452)	1938	(813)	(331)	(50)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	其它	0	0	0	0	0
每股收益	(0.41)	0.60	0.79	0.84	1.05	经营活动现金流	(1703)	3615	778	1381	1936
每股红利	(0.12)	0.00	0.24	0.25	0.32	资本开支	0	(1027)	(900)	(1200)	(1200)
每股净资产	9.97	10.50	11.05	11.63	12.37	其它投资现金流	58	(55)	0	0	0
ROIC	-6%	4%	5%	5%	6%	投资活动现金流	39	(1064)	(900)	(1200)	(1200)
ROE	-4%	6%	7%	7%	9%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	6%	12%	13%	13%	13%	负债净变化	189	(381)	0	0	0
净利率	-1.7%	2.4%	3.1%	3.1%	3.7%	支付股利、利息	113	0	(216)	(231)	(290)
EBIT Margin	-2%	4%	5%	5%	6%	其它融资现金流	753	(1070)	338	51	(446)
收入增长	-5%	1%	-0%	8%	7%	融资活动现金流	1357	(1833)	122	(181)	(736)
净利润增长率	—	-247%	30%	7%	26%	现金净变动	(307)	718	0	0	0
资产负债率	60%	54%	54%	53%	51%	货币资金的期初余额	2468	2162	2880	2880	2880
息率	-2.8%	0.0%	5.3%	5.7%	7.1%	货币资金的期末余额	2162	2880	2880	2880	2880
P/E	(10.8)	7.4	5.6	5.3	4.2	企业自由现金流	0	2802	613	942	1578
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	权益自由现金流	0	1121	550	590	744
EV/EBITDA	28.0	7.0	7.5	7.1	6.1						

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

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提及的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