

天虹国际集团 (02678.HK)

2025年归母净利润增长63%，资产负债率优化

优于大市

核心观点

2025年归母净利润增长63%，受益于毛利率提升及财务费用优化。公司是全球棉纱龙头生产商。2025年收入减少1.4%至227.16亿元，主因价格竞争激烈，公司主要产品价格下滑所致。其中，纱线/梭织面料/针织面料收入分别同比变动+1.1%/+1.2%/-40.4%至181.09/21.98/3.29亿元。纱线业务收入占比79.7%，平均售价-4.9%至2.21万元/吨，降幅扩大，但纱线毛利率同比提升2.5个百分点至14.2%，主要受益于海外工厂产能利用率显著提升、灵活的原材料采购策略以及设备自动化改造。2025年公司负债率从52.0%降至48.3%，减少负债11亿元。公司归母净利润同比增长63.0%至9.13亿元，主因整体毛利率增长(+1.4个百分点至13.8%)及财务费用优化(财务费用率下降1.0个百分点)。经营现金流量净额43.0亿元，减少3.9%，基本保持稳定；投资活动现金净额-9.22亿元，主要用于设备更新改造及越南未完工程建设；融资活动现金净额-37.4亿元，主要用于主动偿还银行借贷。

2025年下半年收入小幅下滑，毛利率同比提升。2025年下半年，公司收入同比-0.9%至116.82亿元，其中纱线/梭织面料/针织面料收入分别同比变动+4.3%/-12.9%/-43.6%至94.87/10.29/1.43亿元，毛利率同比+1.3个百分点主要由于纱线毛利率同比+3.5%至14.5%，梭织毛利率同比+3.0%至23.1%；受益于毛利率提升和财务费用减少，下半年归母净利润盈利4.94亿元，同比+74.3%，净利率同比提升1.7个百分点至4.2%。

管理层展望：保持稳中有升趋势，进一步降低负债压力，加快技改进程。1) 2026年目标：管理层在公开业绩会表示，2026年计划销售83万吨纱线、1亿米梭织面料、6000吨针织面料，预计纱线毛利率不弱于2025年，负债率继续下降3-4个百分点至44%-45%。2) 2025年公司资本开支11.7亿元(2024年8.3亿元)，主因技改力度加大所致，公司预计2026年将继续加快技改进程，资本开支预期达12亿元，除技改外，新增投资还主要用于：将纱线总产能提升至约435万锭并扩充越南产能；投资储能设施及分布式光伏发电系统(目前已建成约181MW，计划增建约20MW)。

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年公司收入表现稳健，毛利率持续修复，债务优化，盈利改善，经营势头稳步向好。基于毛利率和负债率修复好于预期，我们上调盈利预测，预计2026-2028年归母净利润分别为11.5/12.1/11.4亿元(2026-2027年前值分别为7.7/9.7亿元)，同比+26.1%/+5.4%/-6.4%。上调目标价至6.7-8.1港元(前值为5.1-5.9港元)，对应2026年5-6x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23,029	22,716	23,619	24,078	24,317
(+/-%)	1.3%	-1.4%	4.0%	1.9%	1.0%
净利润(百万元)	554	913	1,152	1,214	1,136
(+/-%)	-247.3%	64.9%	26.1%	5.4%	-6.4%
每股收益(元)	0.60	0.99	1.25	1.32	1.24
经营利润率	5.1%	6.1%	7.0%	6.8%	6.3%
净资产收益率(ROE)	5.7%	8.9%	10.4%	10.2%	9.0%
市盈率(PE)	9.5	5.7	4.5	4.3	4.6
EV/EBITDA	8.0	6.4	5.9	5.5	5.4
市净率(PB)	0.54	0.51	0.47	0.44	0.41

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 liujiaqi@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	6.70 - 8.10 港元
收盘价	6.12 港元
总市值/流通市值	5618/5618 百万港元
52周最高价/最低价	7.04/3.16 港元
近3个月日均成交额	3.31 百万港元

市场走势

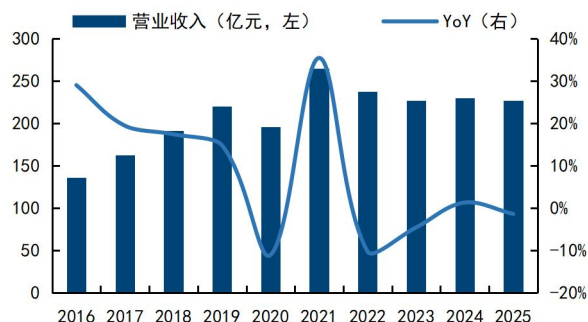


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

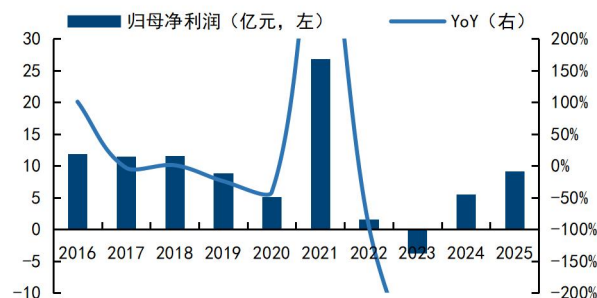
- 《天虹国际集团(02678.HK)-上半年收入微降2%，盈利持续改善》——2025-09-01
- 《天虹国际集团(02678.HK)-2024年扭亏为盈，经营性现金流净额大幅增长》——2025-04-02
- 《天虹国际集团(02678.HK)-上半年收入增长4%，盈利大幅改善》——2024-09-14

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



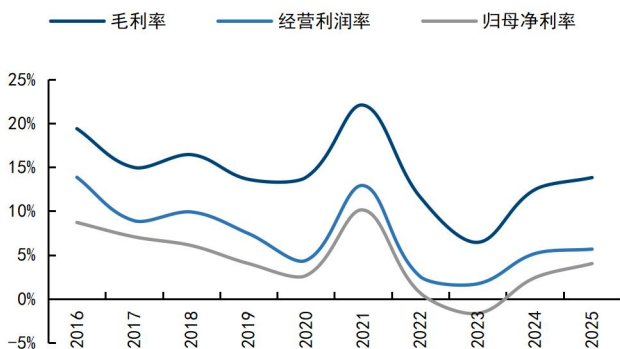
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



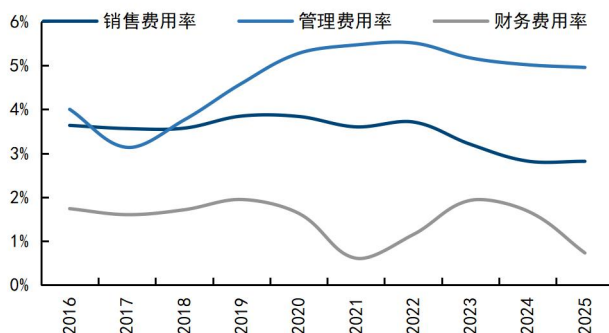
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2023年净利润为负, 导致2024年净利润同比增长率计算为负, 无法客观反映经营实质改善, 故未列示相关增长率数据

图3: 公司利润率水平 (%)



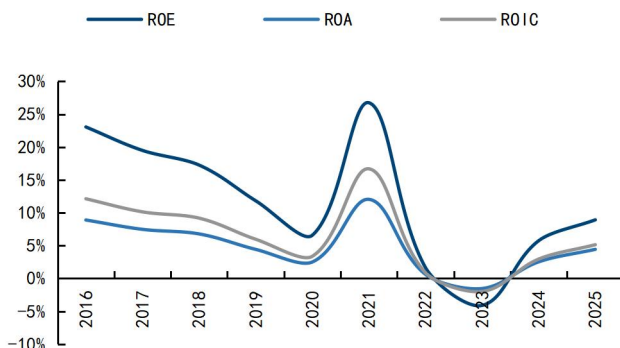
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平 (%)



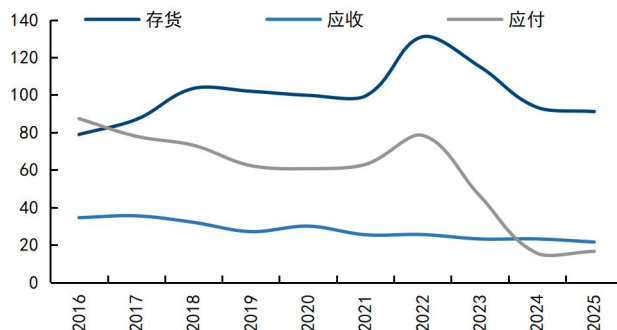
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司盈利能力 (%)



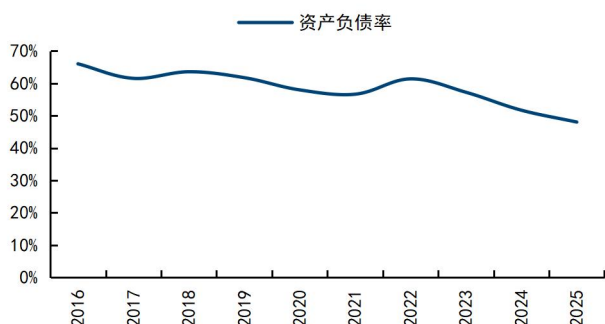
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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（%）



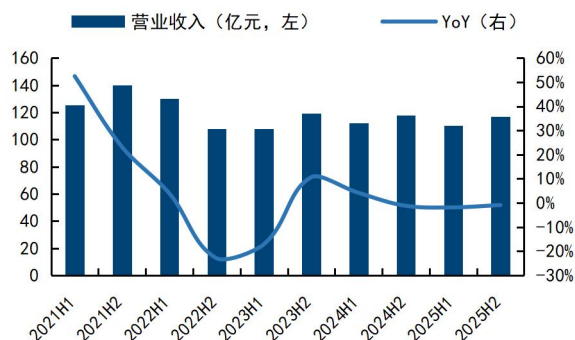
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司资本开支情况（亿元）



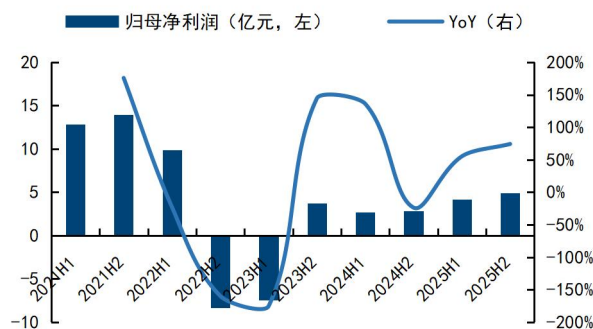
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）



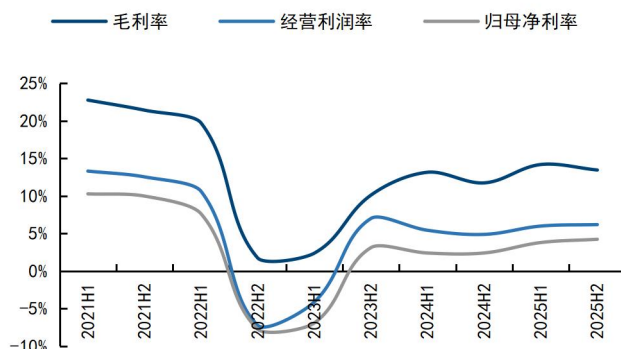
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司半年度归母净利润及增速（亿元，%）



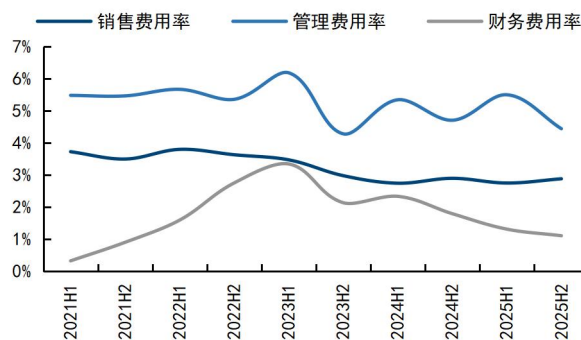
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：毛利率及负债率修复好于预期，上调盈利预测

2025年受益于产能利用率提升、灵活的原材料采购策略、内外棉价差扩大，公司整体毛利率提升1.4个百分点至13.8%，其中纱线和梭织面料毛利率分别同比提升2.5/3.8个百分点，毛利率提升幅度好于预期；此外公司负债减轻，财务费用率下降1.0个百分点好于预期。未来预计伴随棉价上涨，公司低价原材料库存仍有望继续释放利润弹性，同时伴随负债率持续降低，财务费用率也有望保持住较低水平。因此，我们主要上调了2026-2027年毛利率预测、下调财务费用率预测，进而上调归母净利润，具体假设如下：

1) **收入**：收入预测较此前有所下调，增长预期更为平缓。2026-2028年收入预计分别为236.2/240.8/243.2亿元，同比+4.0%/+1.9%/+1.0%（2026-2027年前值分别为243.7/261.3亿元，同比+7.7%/+7.2%）。

2) **毛利率**：毛利率修复幅度超预期。2026-2028年毛利率预计分别为14.7%/14.2%/13.2%（2026-2027年前值分别为13.0%/13.4%）。

3) **财务费用率**：财务费用率伴随负债率下降预期优化，对利润产生正面贡献。2026-2028年财务费用率预计分别为-0.8%/-0.4%/-0.4%（2026-2027年前值分别为-1.4%/-1.2%）。

4) **归母净利率**：主要受毛利率上调和财务费用率改善影响。2026-2028年归母净利率预计分别为4.9%/5.0%/4.7%（2026-2027年前值分别为3.1%/3.7%）。

5) **归母净利润**：2026-2028年归母净利润预计分别为11.5/12.1/11.4亿元（2026-2027年前值分别为7.7/9.7亿元），同比+26.1%/+5.4%/-6.4%。

图13：公司盈利预测拆分

	百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收	合计	22725	23029	22716	23619	24078	24317
	纱线	17537	17909	18109	19013	19471	19735
	梭织面料	2056	2173	2198	2198	2198	2198
	针织面料	797	552	329	329	329	329
YoY	合计	-4.5%	1.3%	-1.4%	4.0%	1.9%	1.0%
	纱线	-0.3%	2.1%	1.1%	5.0%	2.4%	1.4%
	梭织面料	-22.3%	5.7%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	针织面料	-8.0%	-30.8%	-40.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	合计	6.4%	12.4%	13.8%	14.7%	14.2%	13.2%
	纱线	5.7%	11.7%	14.2%	14.4%	13.8%	12.6%
	梭织面料	12.7%	19.5%	23.3%	22.0%	22.0%	22.1%
	针织面料	8.7%	8.1%	-5.1%	5.0%	8.0%	8.0%
其他净收支	比率	4.0%	0.8%	0.1%	0.1%	0.3%	0.7%
销售费用	比率	-3.2%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.7%
行政费用	比率	-5.2%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-4.9%	-4.9%
经营利润	比率	1.7%	5.1%	6.1%	6.9%	6.9%	6.4%
财务费用	比率	-2.3%	-1.7%	-0.7%	-0.8%	-0.4%	-0.4%
除税前溢利	合计	-130	774	1222	1447	1525	1427
所得税率		-130%	24%	20%	20%	20%	20%
归母溢利	合计	-376	554	913	1152	1214	1136
	归母净利率	-1.7%	2.4%	4.0%	4.9%	5.0%	4.7%
	YoY	-339.6%	247.3%	64.9%	26.1%	5.4%	-6.4%

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 年公司收入表现稳健，毛利率持续修复，债务优化，盈利改善，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。基于毛利率和负债率修复好于预期，我们上调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 11.5/12.1/11.4 亿元（2026-2027 年前值分别为 7.7/9.7 亿元），同比 +26.1%/+5.4%/-6.4%。基于盈利预测上调，上调目标价至 6.7-8.1 港元（前值为 5.1-5.9 港元），对应 2026 年 5-6x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23,029	22,716	23,619	24,078	24,317
(+/-%)	1.3%	-1.4%	4.0%	1.9%	1.0%
净利润(百万元)	554	913	1,152	1,214	1,136
(+/-%)	-247.3%	64.9%	26.1%	5.4%	-6.4%
每股收益(元)	0.60	0.99	1.25	1.32	1.24
净利率	5.1%	6.1%	7.0%	6.8%	6.3%
净资产收益率(ROE)	5.7%	8.9%	10.4%	10.2%	9.0%
市盈率(PE)	9.5	5.7	4.5	4.3	4.6
EV/EBITDA	8.0	6.4	5.9	5.5	5.4
市净率(PB)	0.54	0.51	0.47	0.44	0.41

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
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024~2026	2026	
2678.HK	天虹国际集团	优于大市	5.70	0.60	0.99	1.25	9.5	5.7	4.5	44.6%	0.102	5.70
601339.SH	百隆东方	优于大市	7.28	0.27	0.42	0.45	26.6	17.3	16.3	27.8%	0.586	7.28

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2880	2488	2988	2988	2988	营业收入	23029	22716	23619	24078	24317
应收款项	2086	2061	2156	1538	1220	营业成本	(20166)	(19578)	(20155)	(20662)	(21104)
存货净额	4805	5103	5148	5808	5920	销售费用	(650)	(640)	(666)	(665)	(658)
其他流动资产	500	276	276	277	277	管理费用	(1204)	(1148)	(1171)	(1182)	(1181)
流动资产合计	10271	9929	10569	10610	10405	EBITDA	2004	2342	2516	2521	2387
固定资产	8327	8253	8311	8305	8237	折旧摊销	(993)	(992)	(888)	(952)	(1013)
无形资产及其他	201	1146	1100	1054	1009	EBIT	1010	1350	1628	1569	1374
其他长期资产	2184	919	919	919	919	其他净收入	176	34	16	64	162
非流动资产合计	10712	10319	10330	10278	10165	经营利润	1186	1384	1644	1633	1536
资产总计	20983	20247	20899	20889	20570	财务费用	(388)	(166)	(105)	(107)	(109)
短期借款及交易性金融负债	5326	4711	5140	4731	4076	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	975	1018	1035	1059	1080	税前利润	774	1222	1447	1525	1427
其他流动负债	1059	1274	1173	1198	1219	所得税费用	(186)	(250)	(296)	(312)	(292)
流动负债合计	7360	7003	7349	6989	6375	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	3196	2461	1961	1461	961	归属于母公司净利润	554	913	1152	1214	1136
其他长期负债	289	260	260	260	260						
长期负债合计	3485	2721	2221	1721	1221	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	10845	9724	9569	8709	7595	净利润	554	913	1152	1214	1136
少数股东权益	502	291	291	291	291	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9635	10233	11039	11889	12684	折旧摊销	993	992	888	952	1013
负债和股东权益总计	20983	20247	20899	20889	20570	公允价值变动损失	1	0	0	0	0
						财务费用	388	166	105	107	109
						营运资本变动	1727	1222	(224)	7	247
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	其它	0	0	0	0	0
每股收益	0.60	0.99	1.25	1.32	1.24	经营活动现金流	3275	3128	1816	2173	2396
每股红利	0.18	0.00	0.38	0.40	0.37	资本开支	0	(921)	(900)	(900)	(900)
每股净资产	10.50	11.15	12.02	12.95	13.82	其它投资现金流	(55)	208	0	0	0
ROIC	4%	6%	7%	7%	6%	投资活动现金流	(37)	(701)	(900)	(900)	(900)
ROE	6%	9%	10%	10%	9%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	12%	14%	15%	14%	13%	负债净变化	(381)	(735)	(500)	(500)	(500)
净利率	2.4%	4.0%	4.9%	5.0%	4.7%	支付股利、利息	(166)	0	(346)	(364)	(341)
EBIT Margin	4%	6%	7%	7%	6%	其它融资现金流	(1425)	(1349)	429	(409)	(655)
收入增长	1%	-1%	4%	2%	1%	融资活动现金流	(2519)	(2820)	(416)	(1273)	(1496)
净利润增长率	-247%	65%	26%	5%	-6%	现金净变动	718	(393)	500	0	0
资产负债率	54%	49%	47%	43%	38%	货币资金的期初余额	2162	2880	2488	2988	2988
息率	3.2%	0.0%	6.6%	7.0%	6.5%	货币资金的期末余额	2880	2488	2988	2988	2988
P/E	9.5	5.7	4.5	4.3	4.6	企业自由现金流	0	2368	1060	1307	1453
P/B	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	权益自由现金流	0	151	989	398	298
EV/EBITDA	8.0	6.4	5.9	5.5	5.4						

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