

# 三联虹普 (300384)

证券研究报告

2023年09月07日

## 原料宽松拉动下游需求，再生布局逐步落地

23Q2 收入 3.3 亿同增 10.8%，归母净利 0.75 亿同增 26.8%

公司发布半年报，23Q2 收入 3.3 亿同增 10.8%，归母净利 0.75 亿同增 26.8%；23H1 收入 6.3 亿同增 22.3%，归母净利 1.4 亿同增 20.9%。公司近年持续研发高品质尼龙 6/66 纺丝、再生尼龙、食品级再生聚酯等成套工艺解决方案，取得良好市场推广效果，新技术研发方向契合新消费理念，为业绩增长奠定良好基础。

分业务，新材料及合成材料解决方案收入 3.7 亿同增 4%，占总 59%；再生材料及可降解材料解决方案收入 2.2 亿同增 71.6%，占总 35%；工业 AI 集成应用解决方案收入 0.3 亿同增 53.5%，占总 5%。

23Q2 毛利率 39.1%同增 3.8pct，归母净利率 22.6%同增 2.9pct

23Q2 公司毛利率 39.1%同增 3.8pct，23H1 毛利率 38.7%同增 2.3pct；分业务，新材料及合成材料解决方案毛利率 41.4%同增 9.5pct，再生材料及可降解材料解决方案毛利率 28.1%同减 11.8pct，工业 AI 集成应用解决方案毛利率 53.5%同减 7.7pct。

23Q2 公司归母净利率 22.6%同增 2.9pct，23H1 归母净利率 22.8%同减 0.3pct；期间费率整体同减 1.5pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 1.4% (yoy+0.2pct)、5.6% (yoy-0.1pct)、6.6% (yoy+0.4pct)、-0.9% (yoy-2pct)，销售费用增长主要系广宣费增长，财务费用减少主要系境外业务外币货币性项目汇兑收益增加。

### PA6/66 工艺解决方案行业领先，行业需求有望持续增长

PA6 下游运动服饰未来增速可期，供给端依靠原料自给、一体化配套、规模效应和工艺革新，原料己内酰胺边际生产成本进一步下降，带动 PA6 在消费市场的竞争力增强并激发其终端应用领域拓展。PA66 方面，民用、工业用需求未来均有望提升，终端产品轻量化要求催生新增量，同时伴随原材料己二腈国产化，其成本价格有望存在较大下降空间、带动性价比提升。

公司是国际领先的 PA6、PA66 工艺解决方案提供商，在技术、品牌、渠道方面均拥有较强竞争优势，覆盖从己内酰胺、尼龙 6/66 聚合至锦纶 6/66 纺丝的全产业链范围，伴随上游原材料宽松，下游对相关项目的投资需求增长，公司有望承接更多增量订单。

### 亚洲食品级再生聚酯样板工程顺利实施，再生及可降解材料业务收入新高

23H1 子公司 Polymatrix 的食品级再生 rPET 项目顺利实施，该项目合同额约 2.3 亿人民币，系亚洲单体投资最大的再生 PET 项目，且具有里程碑意义；此外公司与台华新材子公司签署的化学法循环再生尼龙材料项目已开始贡献收入业绩，预计 23 年内交付，该项目采用业界首创的万吨级以上化学法再生尼龙纤维系统解决方案，可真正实现锦纶纤维高值化循环使用的闭环回收，进一步完善公司的循环再生技术体系。

### 更新盈利预测，维持“买入”评级

公司深耕化纤产业链多年，聚合反应工程学领域核心技术壁垒深厚，一方面己二腈国产化有望带动公司下游订单需求增长；另一方面公司近年新拓再生及可降解材料等新方向，受益再生市场快速成长打造新增量。我们更新 25 年盈利预测并进行小幅调整，考虑下游需求或受终端运动服饰去库影响，预计公司 23-25 年 EPS 分别 1.0、1.2、1.5 元/股（23-24 年前值分别为 1.0、1.3 元/股），对应 PE 分别为 18、14、11X。

**风险提示：**终端需求不及预期；全球供应链紧张导致项目结算周期波动；外汇波动等风险。

### 投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.88 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	319.01
流通 A 股股本(百万股)	220.03
A 股总市值(百万元)	5,384.84
流通 A 股市值(百万元)	3,714.14
每股净资产(元)	7.79
资产负债率(%)	29.16
一年内最高/最低(元)	20.09/14.00

### 作者

**孙海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《三联虹普-半年报点评:PA66 下游需求释放，再生可降解订单储备充足》2022-08-25
- 《三联虹普-公司点评:66 及可再生技术龙头，己二腈国产化及 ESG 推广只是开始，产业红利逐级传导》2022-08-08
- 《三联虹普-首次覆盖报告:国内领先高分子材料服务商，锦纶+再生双极驱动，技术引领实力护航》2022-07-20

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	840.43	1,059.98	1,369.49	1,680.37	2,100.46
增长率(%)	(4.00)	26.12	29.20	22.70	25.00
EBITDA(百万元)	235.67	175.55	396.08	492.54	623.88
归属母公司净利润(百万元)	190.54	240.31	304.94	382.30	490.10
增长率(%)	13.26	26.12	26.90	25.37	28.20
EPS(元/股)	0.45	0.32	0.96	1.20	1.54
市盈率(P/E)	37.51	52.75	17.66	14.09	10.99
市净率(P/B)	2.51	2.33	2.14	1.91	1.72
市销率(P/S)	6.41	5.08	3.93	3.20	2.56
EV/EBITDA	25.03	15.10	7.51	4.62	3.37

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	536.08	1,039.77	1,225.45	1,920.74	2,128.65
应收票据及应收账款	8.43	3.12	17.78	7.86	21.14
预付账款	63.27	121.00	65.16	171.73	133.53
存货	188.30	183.79	366.52	285.40	488.96
其他	1,211.00	1,054.81	1,126.93	1,238.45	1,177.67
<b>流动资产合计</b>	<b>2,007.09</b>	<b>2,402.48</b>	<b>2,801.84</b>	<b>3,624.19</b>	<b>3,949.94</b>
长期股权投资	113.45	120.66	120.66	120.66	120.66
固定资产	168.81	165.65	192.21	210.37	221.67
在建工程	202.16	214.28	187.42	161.94	141.55
无形资产	81.21	75.21	75.37	75.02	74.18
其他	602.85	608.17	614.79	612.99	611.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,168.47</b>	<b>1,183.97</b>	<b>1,190.45</b>	<b>1,180.98</b>	<b>1,169.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,241.69</b>	<b>3,674.33</b>	<b>3,992.29</b>	<b>4,805.17</b>	<b>5,119.84</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	264.80	261.01	590.47	399.66	759.58
其他	113.76	228.43	710.62	1,403.48	1,028.72
<b>流动负债合计</b>	<b>378.57</b>	<b>489.43</b>	<b>1,301.09</b>	<b>1,803.14</b>	<b>1,788.30</b>
长期借款	184.53	50.00	40.00	40.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	66.72	49.08	66.55	60.78	58.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>251.25</b>	<b>99.08</b>	<b>106.55</b>	<b>100.78</b>	<b>98.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,056.25</b>	<b>1,305.97</b>	<b>1,407.64</b>	<b>1,903.93</b>	<b>1,887.10</b>
少数股东权益	39.91	56.01	66.12	80.29	94.98
股本	318.60	319.01	319.01	319.01	319.01
资本公积	847.66	836.66	836.66	836.66	836.66
留存收益	980.16	1,119.11	1,350.86	1,649.06	1,960.16
其他	(0.89)	37.57	12.00	16.23	21.93
<b>股东权益合计</b>	<b>2,185.44</b>	<b>2,368.35</b>	<b>2,584.66</b>	<b>2,901.24</b>	<b>3,232.74</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,241.69</b>	<b>3,674.33</b>	<b>3,992.29</b>	<b>4,805.17</b>	<b>5,119.84</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	199.74	252.46	304.94	382.30	490.10
折旧摊销	28.09	27.98	30.14	32.67	34.94
财务费用	0.83	15.99	(3.72)	(5.84)	(7.86)
投资损失	(48.46)	(36.34)	(41.78)	(42.19)	(40.10)
营运资金变动	(81.90)	334.24	(4.26)	388.01	(150.34)
其它	56.91	(97.69)	13.30	18.16	23.14
<b>经营活动现金流</b>	<b>155.21</b>	<b>496.65</b>	<b>298.63</b>	<b>773.10</b>	<b>349.87</b>
资本支出	34.46	72.68	12.53	30.76	26.98
长期投资	2.97	7.21	0.00	0.00	0.00
其他	(92.44)	39.87	(0.75)	(13.57)	(11.88)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(55.01)</b>	<b>119.77</b>	<b>11.78</b>	<b>17.19</b>	<b>15.10</b>
债权融资	(16.05)	(66.08)	(22.78)	(11.13)	24.68
股权融资	(79.58)	(124.90)	(101.95)	(83.87)	(181.75)
其他	0.35	11.82	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(95.29)</b>	<b>(179.16)</b>	<b>(124.73)</b>	<b>(95.00)</b>	<b>(157.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>4.91</b>	<b>437.26</b>	<b>185.68</b>	<b>695.29</b>	<b>207.91</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>840.43</b>	<b>1,059.98</b>	<b>1,369.49</b>	<b>1,680.37</b>	<b>2,100.46</b>
营业成本	493.41	660.00	835.39	999.82	1,239.27
营业税金及附加	5.39	6.37	8.85	10.58	13.14
销售费用	17.28	12.86	24.65	31.09	35.71
管理费用	65.92	63.07	84.91	109.22	133.38
研发费用	78.58	63.68	93.13	114.26	132.33
财务费用	2.26	15.47	(3.72)	(5.84)	(7.86)
资产/信用减值损失	(4.49)	(2.74)	(2.36)	(3.19)	(2.76)
公允价值变动收益	(1.38)	18.20	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.46	36.34	41.78	42.19	40.10
其他	(88.25)	(106.21)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>223.24</b>	<b>292.93</b>	<b>365.72</b>	<b>460.24</b>	<b>591.84</b>
营业外收入	1.53	1.11	1.60	1.20	1.18
营业外支出	1.49	0.74	2.08	1.43	1.42
<b>利润总额</b>	<b>223.28</b>	<b>293.30</b>	<b>365.24</b>	<b>460.00</b>	<b>591.60</b>
所得税	23.53	40.84	47.00	59.54	78.36
<b>净利润</b>	<b>199.74</b>	<b>252.46</b>	<b>318.25</b>	<b>400.46</b>	<b>513.25</b>
少数股东损益	9.21	12.15	13.30	18.16	23.14
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>190.54</b>	<b>240.31</b>	<b>304.94</b>	<b>382.30</b>	<b>490.10</b>
每股收益(元)	0.45	0.32	0.96	1.20	1.54

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-4.00%	26.12%	29.20%	22.70%	25.00%
营业利润	11.56%	31.22%	24.85%	25.84%	28.59%
归属于母公司净利润	13.26%	26.12%	26.90%	25.37%	28.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.29%	37.73%	39.00%	40.50%	41.00%
净利率	22.67%	22.67%	22.27%	22.75%	23.33%
ROE	8.88%	10.39%	12.11%	13.55%	15.62%
ROIC	55.07%	69.64%	286.21%	367.31%	-177.03%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.58%	35.54%	35.26%	39.62%	36.86%
净负债率	-15.62%	-37.82%	-42.87%	-62.74%	-62.22%
流动比率	2.58	2.06	2.15	2.01	2.21
速动比率	2.34	1.91	1.87	1.85	1.94
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	101.91	183.58	131.06	131.06	144.88
存货周转率	4.64	5.70	4.98	5.16	5.43
总资产周转率	0.27	0.31	0.36	0.38	0.42
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	0.32	0.96	1.20	1.54
每股经营现金流	0.49	1.56	0.94	2.42	1.10
每股净资产	6.73	7.25	7.89	8.84	9.84
<b>估值比率</b>					
市盈率	37.51	52.75	17.66	14.09	10.99
市净率	2.51	2.33	2.14	1.91	1.72
EV/EBITDA	25.03	15.10	7.51	4.62	3.37
EV/EBIT	19.15	7.07	8.13	4.95	3.57

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com