

恒辉安防 (300952)

证券研究报告
2024年05月21日

功能手套为基，高分子新材料为翼

公司发布 2023 年年报及 24 年一季报

24Q1 收入 2.38 亿同增 27.7%；归母 0.22 亿元同增 76.3%，扣非 0.19 亿元，同增 58.8%；收入业绩增长是主要系安防手套订单增加，销售产品结构优化，高附加值产品销售量增加。

目前公司在手订单充足，能够满足公司现有产能需求，随着 7200 万打功能性安全防护手套产能的稳步释放（目前已经有两条 PU 生产线投入试生产），公司安防手套订单的消化能力将得到提升；截至 2024Q1 公司主要利润贡献来自于安防手套基础板块。

23Q4 收入 2.82 亿元，同增 35.5%；归母净利 0.13 亿元，同减 37.9%；扣非归母 0.1 亿元，同减 48.1%；23A 收入 9.77 亿元，同增 9.4%；归母净利 1.06 亿元，同减 13.1%；扣非归母 0.82 亿元，同减 5.6%。

2023 年公司拟派发现金股利 3639.36 万元，分红率 34.4%。

分产品，23 年功能性安全防护手套收入 9.40 亿，同增 6.4%，毛利率 25.6%；超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料收入 0.29 亿元，毛利率 1.7%；其他收入 682 万元，同减 20.3%。

23 年毛利率 25.1%，同增 0.1pct；净利率 11.4%，同减 2.7pct

23 年总费率 13.0%，同增 1.5pct。其中，销售费率 3.2%，同增 1pct，主要系 23 年营销团队薪酬及国内外展会参展相关费用增加所致；管理费 4.7%，同减 0.7pct，主要系上年度管理咨询相关中介机构服务费较多所致；财务费率 0.1ct，同增 1.4pct；研发费率 5.1%，同减 0.2pct。

推动功能性安全防护手套项目与新材料项目建设

公司加速推进子公司恒尚材料“超纤维新材料及功能性安全防护用品开发应用项目”建设及产线磨合、工艺制备技术突破、产线提质增效，公司超高分子量聚乙烯纤维满负荷产能已经达到 2400 吨。

随着超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料产能的释放，公司将成为国内少数几家实现超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料规模化生产企业之一，拥有超高分子量聚乙烯纤维行业生产及应用端全产业链布局。

公司加速推进恒辉安防产业园项目建设，产业园一期“年产 7200 万打功能性安全防护手套项目”，截至 23 年 4 月，项目主体建筑工程、公用工程已经竣工验收，核心生产设备已经进场，首批 4 条丁乳生产线、8 条 PU 生产线按既定计划进度在推进安装调试，其中第 1 条 PU 生产线已经投入量产，第 2 条 PU 生产线及第 1 条丁乳生产线正在紧锣密鼓地试车过程中，试车完毕之后将进行产线封闭正式投入运营。

产业园二期战略新材料项目年产 12000 吨超高分子量聚乙烯纤维项目正式启动，截至 23 年 4 月公司已经完成项目整体规划设计、可研论证、环评批复，目前正在进行能评报批审核及深化设计等工作。

构建完善的国内+国外双市场销售体系

在外销市场开拓方面，公司在稳定北美、欧洲市场原有市场份额及竞争优势的基础上，加大了外销新兴市场的开拓力度，在澳大利亚、土耳其、北欧等国家和地区深化客户合作，强化核心产品的渠道布局。在内销市场开拓方面，公司进一步优化整合自主品牌营销方案，强化对工业用品大客户渠道和流通批发渠道的统筹布局，已经形成较为完善的营销网络基础。

调整盈利预测，维持“买入”评级

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.19 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	145.57
流通 A 股股本(百万股)	54.85
A 股总市值(百万元)	2,939.15
流通 A 股市值(百万元)	1,107.48
每股净资产(元)	7.82
资产负债率(%)	35.87
一年内最高/最低(元)	25.31/11.60

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《恒辉安防-公司点评:拟发行不超过 5 亿可转债用于超高分子量聚乙烯项目》
2024-02-16
- 《恒辉安防-首次覆盖报告:深耕功能性安防手套，新材料打开成长空间》
2023-10-19

公司未来深耕功能性安全防护手套基础产业，做功能性安全防护手套全球领先厂商，以产业数字化智慧制造能力，重塑安防手套行业成长；以低生产成本、高运营效率、持续产品创新、商业模式创新，建立完善的全球供应链与销售体系，主动推动行业集中度提升。

公司长期布局高分子新材料业务，凭借技术优势及产业链协同优势、客户优势，实现超高分子量聚乙烯纤维高端产品的研发和生产落地；把握行业供不应求的窗口期，加速产能投放，强化各细分领域渠道的突破与布局；通过技术研发+技术合作，加快产品在新兴场景的探索。融入国家发展大势，在国家战略方面有所作为——孵化生物可降解聚酯橡胶。

考虑到公司订单充足，高附加值产品销量增加，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利分别为 1.95/2.79/3.59 亿元（24-25 年前值分别为 1.90/2.41 亿元），EPS 分别为 1.34/1.91/2.47 元/股，对应 PE 分别为 15/11/8X。

风险提示：宏观经济波动风险；市场竞争风险；原材料及能源价格波动风险；汇率波动风险；经营管理风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	893.12	976.96	1,420.20	1,945.39	2,650.21
增长率(%)	(5.94)	9.39	45.37	36.98	36.23
EBITDA(百万元)	205.11	231.55	320.27	430.83	522.93
归属母公司净利润(百万元)	121.70	105.82	195.21	278.76	359.09
增长率(%)	31.49	(13.05)	84.47	42.81	28.82
EPS(元/股)	0.84	0.73	1.34	1.91	2.47
市盈率(P/E)	24.15	27.78	15.06	10.54	8.18
市净率(P/B)	2.85	2.64	2.30	1.95	1.63
市销率(P/S)	3.29	3.01	2.07	1.51	1.11
EV/EBITDA	12.79	14.01	8.90	6.64	5.46

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)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	150.79	165.69	187.97	176.27	212.02	营业收入	893.12	976.96	1,420.20	1,945.39	2,650.21
应收票据及应收账款	173.31	227.61	193.88	383.47	474.75	营业成本	669.41	731.42	994.57	1,387.84	1,906.30
预付账款	11.80	13.55	6.62	26.30	19.24	营业税金及附加	9.91	9.86	10.51	14.98	24.91
存货	214.49	304.33	98.20	396.72	324.49	销售费用	18.95	30.85	28.69	36.18	63.61
其他	30.01	91.59	37.06	38.21	46.61	管理费用	48.16	45.54	58.37	82.87	121.64
流动资产合计	580.40	802.77	523.73	1,020.98	1,077.10	研发费用	47.43	49.83	49.71	87.35	112.10
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(11.97)	0.88	0.55	(0.85)	(0.80)
固定资产	600.67	699.45	736.88	771.70	797.22	资产/信用减值损失	(2.43)	(5.90)	(3.32)	(4.70)	(3.82)
在建工程	178.08	219.27	261.34	306.66	350.66	公允价值变动收益	0.01	0.01	(43.95)	0.00	0.00
无形资产	113.12	108.57	132.08	152.21	166.33	投资净收益	1.82	0.13	0.94	1.19	1.28
其他	39.65	41.26	31.96	33.09	34.06	其他	(38.72)	(15.76)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	931.53	1,068.55	1,162.26	1,263.66	1,348.27	营业利润	150.55	130.11	231.49	333.51	419.91
资产总计	1,511.93	1,871.32	1,685.99	2,284.64	2,425.37	营业外收入	0.35	0.03	6.39	4.11	3.62
短期借款	40.03	105.07	25.00	20.00	58.01	营业外支出	1.75	0.42	0.92	1.14	1.27
应付票据及应付账款	237.66	317.06	206.25	562.46	373.74	利润总额	149.15	129.71	236.96	336.48	422.26
其他	52.35	50.24	48.21	56.42	61.09	所得税	23.37	18.77	33.17	45.49	63.17
流动负债合计	330.04	472.36	279.46	638.88	492.84	净利润	125.78	110.94	203.78	290.98	359.09
长期借款	32.00	151.40	25.00	20.00	15.00	少数股东损益	4.08	5.12	8.58	12.22	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	121.70	105.82	195.21	278.76	359.09
其他	78.97	68.93	32.56	38.61	35.27	每股收益(元)	0.84	0.73	1.34	1.91	2.47
非流动负债合计	110.97	220.33	57.56	58.61	50.27						
负债合计	444.08	696.21	337.02	697.49	543.11	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	36.13	61.38	68.45	78.54	78.54	成长能力					
股本	144.93	145.57	145.57	145.57	145.57	营业收入	-5.94%	9.39%	45.37%	36.98%	36.23%
资本公积	482.50	491.47	491.47	491.47	491.47	营业利润	55.76%	-13.58%	77.92%	44.07%	25.91%
留存收益	404.48	482.77	643.74	873.75	1,169.53	归属于母公司净利润	31.49%	-13.05%	84.47%	42.81%	28.82%
其他	(0.19)	(6.09)	(0.27)	(2.18)	(2.85)	获利能力					
股东权益合计	1,067.84	1,175.10	1,348.97	1,587.15	1,882.26	毛利率	25.05%	25.13%	29.97%	28.66%	28.07%
负债和股东权益总计	1,511.93	1,871.32	1,685.99	2,284.64	2,425.37	净利率	13.63%	10.83%	13.74%	14.33%	13.55%
						ROE	11.80%	9.50%	15.24%	18.48%	19.91%
						ROIC	16.16%	11.65%	16.80%	24.16%	24.93%
						偿债能力					
						资产负债率	29.37%	37.20%	19.99%	30.53%	22.39%
						净负债率	-5.83%	8.69%	-9.03%	-7.56%	-6.52%
						流动比率	1.74	1.69	1.87	1.60	2.19
						速动比率	1.10	1.05	1.52	0.98	1.53
						营运能力					
						应收账款周转率	5.29	4.87	6.74	6.74	6.18
						存货周转率	4.47	3.77	7.06	7.86	7.35
						总资产周转率	0.65	0.58	0.80	0.98	1.13
						每股指标(元)					
						每股收益	0.84	0.73	1.34	1.91	2.47
						每股经营现金流	1.31	0.71	2.42	1.65	1.69
						每股净资产	7.09	7.65	8.80	10.36	12.39
						估值比率					
						市盈率	24.15	27.78	15.06	10.54	8.18
						市净率	2.85	2.64	2.30	1.95	1.63
						EV/EBITDA	12.79	14.01	8.90	6.64	5.46
						EV/EBIT	17.43	20.22	12.03	8.41	6.72

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	125.78	110.94	195.21	278.76	359.09
折旧摊销	54.83	71.54	83.46	90.74	97.61
财务费用	(4.62)	2.61	0.55	(0.85)	(0.80)
投资损失	(1.82)	(0.13)	(0.94)	(1.19)	(1.28)
营运资金变动	56.36	(124.27)	109.20	(139.84)	(208.73)
其它	(39.82)	43.00	(35.37)	12.22	0.00
经营活动现金流	190.72	103.69	352.10	239.85	245.89
资本支出	333.59	216.52	222.84	184.96	184.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(509.07)	(476.52)	(320.48)	(374.78)	(364.56)
投资活动现金流	(175.48)	(260.01)	(97.64)	(189.82)	(179.97)
债权融资	41.48	178.36	(202.26)	(8.93)	33.81
股权融资	(21.60)	(2.10)	(29.92)	(52.81)	(63.97)
其他	(7.11)	(4.49)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	12.77	171.76	(232.18)	(61.73)	(30.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28.01	15.44	22.28	(11.71)	35.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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