

三联虹普 (300384)

证券研究报告

2024年05月21日

PA66 产业机会逐步成型，打造轻量化消费新场景

公司发布 2023 年年报及 24 年一季报

24Q1 收入 3.10 亿同增 4.6%；归母净利 0.79 亿同增 15.9%；

23Q4 收入 3.26 亿元，同增 10.1%；归母净利 0.79 亿元，同增 20.5%；扣非归母 0.77 亿元，同增 17.7%；23A 收入 12.50 亿元，同增 17.9%；归母净利 2.90 亿元，同增 20.8%；扣非归母 2.84 亿元，同增 18.5%。

2023 年公司共计派发现金 1.53 亿元（含税），分红率 52.75%。

分产品，新材料及合成材料工艺解决方案收入 7.92 亿元，同增 19%，占比 63.4%，毛利率 41.3%；

再生材料及可降解材料工艺解决方案收入 3.84 亿元，同增 28.8%，占比 30.8%，毛利率 31.9%；

工业 AI 集成应用解决方案收入 0.6 亿元，同减 24.8%，占比 4.8%，毛利率 62.7%。

23 年毛利率 36.7%，同增 2.0pct；净利率 24.9%，同增 1.1pct

23 年总费率 13.5%，同减 1.2pct；其中，销售费率 1.4%，同增 0.2pct，主要系 23 年业务推广费增加所致；管理费率 6.1%，同增 0.2pct；财务费率 0.3%，同减 1.2pct，主要系存款结息增加以及汇兑损失减少所致；研发费率 5.7%，同减 0.3pct。

PA6/66 产业链扩容，打造“轻量化”消费新场景

公司持续巩固创新基础，推出连续的 PA6/66 纺丝-SSP 技术路线，提升高端 PA 长丝性能和品质稳定性，促进国内优质 PA6/66 产品供给。公司立足于 PA6/66 聚合、纺丝产业环节的技术及市场优势，在 PA66 产业链上下游已经形成自有核心技术解决方案布局。公司将积极参与国产己二腈产能大扩容，加快 PA66 聚合、纺丝成套技术推广力度。PA6/66 下游需求差异化、高端化程度日益加深，将带动上游切片领域差异化竞争，也将为公司打开更为广阔市场空间。

2023 年公司与台华新材及其子公司签署的绿色多功能 PA 新材料一体化项目/再生差别化 PA6 及差别化 PA66 一体化项目合同逐步进入交付阶段，开始为公司贡献收入业绩。上述项目的顺利实施，有效树立起公司在成纤聚合物核心技术领域创新竞争力，以产业链一体化为主线，以进口替代为目标，打造差异化、高端化、定制化系统集成解决方案的综合实力。

再生及可降解材料业务创新高，亚洲食品级再生聚酯样板工程顺利实施

公司子公司 Polymetrix 与日本 CircularPETCo.,Ltd 于 2022 年签署的亚洲单体投资最大的食品级再生 PET 项目已顺利实施，23 年开始为公司贡献收入业绩，该项目合同总额约 2.81 亿元人民币。C-PET 项目是 MITSY、VEOLIA-JP、SVNDY 三家日本大型集团公司的首度携手。

1) 一方面标志着循环再生行业对资本投资的吸引力正在增强，行业正逐步进入加速发展阶段；2) 另一方面，项目复合性的股东背景（MITSY 侧重回收、VEOLIA-JP 提供运营、SVNDY 保障应用）有助于协同效应发挥，对再生行业的资本整合与模式创新起到引领示范作用。

上述项目建成后预计生产的全部再生 rPET 塑料粒子均可以用于生产再生含量高达 100% 的 rPET 包装当中，具有里程碑意义，也再次印证了亚洲新兴市场的消费升级成为推动聚酯包装材料需求增长的关键驱动因素。

2023 年公司与台华新材旗下子公司江苏嘉华签署的化学法循环再生尼龙材料项目进入交付阶段，已经开始为公司贡献收入业绩，该项目系公司基

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 | 15.42 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) | 4,919.09 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,392.89 |
| 每股净资产(元) | 8.12 |
| 资产负债率(%) | 29.42 |
| 一年内最高/最低(元) | 17.91/9.24 |

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-季报点评:持续推动技术开发与革新》2023-11-18
- 《三联虹普-半年报点评:原料宽松拉动下游需求，再生布局逐步落地》2023-09-07
- 《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

于国际高端再生尼龙材料行业前沿发展趋势的重要布局，采用业界首创的针对 PA 面料（尼龙）的万吨级以上化学法再生尼龙纤维系统解决方案，将 PA 生产过程中的废丝、废料块、边角料等经过化学法解聚得到己内酰胺单体，利用己内酰胺重新聚合得到高品质纺丝级切片，后经熔融纺丝制备各种规格再生 PA 纤维，真正意义上实现 PA 纤维高值化循环使用的闭环回收。

项目的成功实施将进一步完善公司的循环再生技术体系，积累样板工程案例，进而确立围绕 SSP 塑料再生技术、化纤纯化学法再生技术，覆盖 rPET、rPA、rPP 等再生聚合物材料领域的系列成套工艺解决方案的战略布局，为公司顺应国内外塑料及纺织品循环再生经济发展提供持续动力。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司是国际先进的 PA6/66 工艺解决方案提供商，技术突破驱动原料跨越发展；掌握全球领先的固相聚合（SSP）超净技术，废旧纺织品再生迎突破；公司突破纤维高性能回收关键技术，开发涤纶、PA 化学循环解决方案。考虑到 PA6 原材料己内酰胺及 PA66 原材料己二腈进入产能释放仍需时间，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 3.75/4.60/5.71 亿元（24-25 年前值分别为 3.82/4.90 亿元），EPS 分别为 1.18/1.44/1.79 元/股，对应 PE 分别为 13/11/9X。

风险提示：国际经营风险及外汇风险；技术变革导致的业务波动风险及核心人才流失风险；商誉减值风险等。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,059.98 | 1,250.11 | 1,483.01 | 1,844.42 | 2,282.10 |
| 增长率(%) | 26.12 | 17.94 | 18.63 | 24.37 | 23.73 |
| EBITDA(百万元) | 235.67 | 175.55 | 489.86 | 595.09 | 732.05 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 240.31 | 290.31 | 375.14 | 460.35 | 571.30 |
| 增长率(%) | 26.12 | 20.80 | 29.22 | 22.71 | 24.10 |
| EPS(元/股) | 0.45 | 0.32 | 1.18 | 1.44 | 1.79 |
| 市盈率(P/E) | 34.27 | 48.19 | 13.11 | 10.69 | 8.61 |
| 市净率(P/B) | 2.13 | 1.94 | 1.76 | 1.55 | 1.34 |
| 市销率(P/S) | 4.64 | 3.93 | 3.32 | 2.67 | 2.16 |
| EV/EBITDA | 11.24 | 15.78 | 4.40 | 2.69 | 1.19 |

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) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,039.77 | 935.16 | 1,416.70 | 2,006.33 | 2,755.08 | 营业收入 | 1,059.98 | 1,250.11 | 1,483.01 | 1,844.42 | 2,282.10 |
| 应收票据及应收账款 | 3.12 | 4.60 | 8.05 | 7.69 | 9.99 | 营业成本 | 660.00 | 753.94 | 864.45 | 1,072.16 | 1,315.17 |
| 预付账款 | 121.00 | 130.98 | 105.93 | 211.24 | 185.10 | 营业税金及附加 | 6.37 | 6.71 | 8.79 | 10.64 | 12.98 |
| 存货 | 183.79 | 181.34 | 332.05 | 254.76 | 457.84 | 销售费用 | 12.86 | 17.16 | 19.87 | 25.27 | 32.86 |
| 其他 | 1,054.81 | 1,304.12 | 1,367.21 | 1,457.62 | 1,448.43 | 管理费用 | 63.07 | 76.42 | 90.17 | 112.51 | 138.98 |
| 流动资产合计 | 2,402.48 | 2,556.20 | 3,229.94 | 3,937.64 | 4,856.45 | 研发费用 | 63.68 | 71.50 | 87.94 | 110.67 | 137.38 |
| 长期股权投资 | 120.66 | 127.29 | 127.29 | 127.29 | 127.29 | 财务费用 | 15.47 | 3.24 | (6.81) | (10.16) | (14.37) |
| 固定资产 | 165.65 | 165.13 | 199.07 | 222.73 | 238.01 | 资产/信用减值损失 | (2.74) | (7.19) | (4.81) | (4.91) | (5.64) |
| 在建工程 | 214.28 | 253.64 | 218.91 | 187.13 | 161.70 | 公允价值变动收益 | 18.20 | (15.76) | (1.81) | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 75.21 | 68.82 | 68.29 | 67.26 | 65.73 | 投资净收益 | 36.34 | 49.15 | 44.65 | 43.38 | 45.73 |
| 其他 | 608.17 | 620.27 | 619.25 | 617.98 | 619.12 | 其他 | (106.21) | (65.56) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 非流动资产合计 | 1,183.97 | 1,235.15 | 1,232.82 | 1,222.40 | 1,211.86 | 营业利润 | 292.93 | 360.50 | 456.63 | 561.80 | 699.18 |
| 资产总计 | 3,674.33 | 3,912.98 | 4,462.75 | 5,160.03 | 6,068.31 | 营业外收入 | 1.11 | 1.89 | 1.60 | 1.20 | 1.18 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外支出 | 0.74 | 1.57 | 1.27 | 1.19 | 1.34 |
| 应付票据及应付账款 | 261.01 | 255.91 | 504.02 | 339.91 | 691.12 | 利润总额 | 293.30 | 360.82 | 456.96 | 561.81 | 699.02 |
| 其他 | 228.43 | 185.07 | 964.53 | 1,434.89 | 1,470.66 | 所得税 | 40.84 | 49.08 | 60.27 | 73.60 | 91.22 |
| 流动负债合计 | 489.43 | 440.98 | 1,468.55 | 1,774.80 | 2,161.78 | 净利润 | 252.46 | 311.73 | 396.69 | 488.21 | 607.80 |
| 长期借款 | 50.00 | 37.00 | 40.00 | 40.00 | 40.00 | 少数股东损益 | 12.15 | 21.43 | 21.55 | 27.86 | 36.49 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 240.31 | 290.31 | 375.14 | 460.35 | 571.30 |
| 其他 | 49.08 | 74.64 | 63.48 | 62.40 | 66.84 | 每股收益(元) | 0.45 | 0.32 | 1.18 | 1.44 | 1.79 |
| 非流动负债合计 | 99.08 | 111.64 | 103.48 | 102.40 | 106.84 | | | | | | |
| 负债合计 | 1,305.97 | 1,304.27 | 1,572.03 | 1,877.20 | 2,268.62 | 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 少数股东权益 | 56.01 | 72.96 | 89.34 | 111.07 | 141.97 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 319.01 | 319.01 | 319.01 | 319.01 | 319.01 | 营业收入 | 26.12% | 17.94% | 18.63% | 24.37% | 23.73% |
| 资本公积 | 836.66 | 847.00 | 856.89 | 856.89 | 856.89 | 营业利润 | 31.22% | 23.07% | 26.66% | 23.03% | 24.45% |
| 留存收益 | 1,119.11 | 1,307.36 | 1,592.46 | 1,951.54 | 2,435.24 | 归属于母公司净利润 | 26.12% | 20.80% | 29.22% | 22.71% | 24.10% |
| 其他 | 37.57 | 62.40 | 33.03 | 44.33 | 46.58 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,368.35 | 2,608.71 | 2,890.72 | 3,282.83 | 3,799.69 | 毛利率 | 37.73% | 39.69% | 41.71% | 41.87% | 42.37% |
| 负债和股东权益总计 | 3,674.33 | 3,912.98 | 4,462.75 | 5,160.03 | 6,068.31 | 净利率 | 22.67% | 23.22% | 25.30% | 24.96% | 25.03% |
| | | | | | | ROE | 10.39% | 11.45% | 13.39% | 14.51% | 15.62% |
| | | | | | | ROIC | 69.64% | 285.16% | 181.90% | 1245.25% | -405.06% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 资产负债率 | 35.54% | 33.33% | 35.23% | 36.38% | 37.38% |
| 净利润 | 252.46 | 311.73 | 375.14 | 460.35 | 571.30 | 净负债率 | -37.82% | -33.55% | -46.16% | -58.28% | -70.41% |
| 折旧摊销 | 27.98 | 28.71 | 31.32 | 34.16 | 36.68 | 流动比率 | 2.06 | 2.25 | 2.20 | 2.22 | 2.25 |
| 财务费用 | 15.99 | 7.55 | (6.81) | (10.16) | (14.37) | 速动比率 | 1.91 | 2.09 | 1.97 | 2.08 | 2.03 |
| 投资损失 | (36.34) | (49.15) | (44.65) | (43.38) | (45.73) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | 334.24 | (80.68) | 177.70 | 177.61 | 233.84 | 应收账款周转率 | 183.58 | 324.01 | 234.37 | 234.37 | 258.18 |
| 其它 | (97.69) | 38.91 | 19.74 | 27.86 | 36.49 | 存货周转率 | 5.70 | 6.85 | 5.78 | 6.29 | 6.40 |
| 经营活动现金流 | 496.65 | 257.07 | 552.43 | 646.44 | 818.21 | 总资产周转率 | 0.31 | 0.33 | 0.35 | 0.38 | 0.41 |
| 资本支出 | 72.68 | 68.42 | 41.16 | 26.08 | 20.56 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 7.21 | 6.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.45 | 0.32 | 1.18 | 1.44 | 1.79 |
| 其他 | 39.87 | (247.93) | (26.51) | (7.70) | 0.17 | 每股经营现金流 | 1.56 | 0.81 | 1.73 | 2.03 | 2.56 |
| 投资活动现金流 | 119.77 | (172.87) | 14.65 | 18.38 | 20.73 | 每股净资产 | 7.25 | 7.95 | 8.78 | 9.94 | 11.47 |
| 债权融资 | (66.08) | (87.19) | 29.14 | 20.92 | 0.75 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (124.90) | 35.16 | (114.69) | (96.10) | (90.94) | 市盈率 | 34.27 | 48.19 | 13.11 | 10.69 | 8.61 |
| 其他 | 11.82 | (140.48) | 0.00 | 0.00 | (0.00) | 市净率 | 2.13 | 1.94 | 1.76 | 1.55 | 1.34 |
| 筹资活动现金流 | (179.16) | (192.51) | (85.55) | (75.18) | (90.19) | EV/EBITDA | 11.24 | 15.78 | 4.40 | 2.69 | 1.19 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 7.07 | 6.36 | 4.70 | 2.85 | 1.25 |
| 现金净增加额 | 437.26 | (108.31) | 481.53 | 589.64 | 748.75 | | | | | | |

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 |