

# 恒辉安防 (300952)

证券研究报告  
2024年10月29日

## 内外销并举加快手套增量产能消化

### 公司发布三季报

公司24Q3收入3.6亿同增41%，归母净利润0.5亿同增-12%，扣非后归母净利润0.3亿同增-2%；24Q1-3收入8.7亿同增25%，归母净利润0.9亿同增0.8%，扣非后归母净利润0.7亿同增2%。

24Q1-3公司毛利率24.9%同增-1.9pct；净利率11.6%同增约-2.4pct。

下一步，公司将依托现有的研发、生产、产品、营销、客户等优势，加大新产品研发投入，扩大品牌宣传力度，进一步完善现有直销与经销商管理体系，加大国内市场及国外新兴市场的开拓力度，为即将到来的产能释放做准备。

### 年产7200万打功能性安全防护手套产能逐步消化

公司7200万打功能性安全防护手套项目新增产能，主要定位在中低端产品结构，以“批量化生产，定制化包装”创新商业模式、以“低成本、高品质、快交期”等产品特性响应市场，公司初步判断需要3-5年时间进行消化；国内外市场份额方面将呈50%对50%布局。公司将加大市场开拓力度，努力构建多地域、多渠道生产和销售运营架构，形成国内、国外双市场销售体系，保持未来业绩的稳步增长。

### 产品营销及市场开拓规划布局，具体措施主要包括：

**在境外销售**，公司在稳定北美、欧盟、日本等原有市场份额及竞争优势的基础上，进一步增强保有客户的产品品种渗透率，同时加大外销新兴市场的开拓力度，在澳大利亚、土耳其、北欧、南美等国家和地区深化客户合作，促进区域代理，强化核心产品的渠道布局。

**在内销市场**，针对工业用品大客户渠道，选择汽车制造行业、石油化工行业、风电新能源行业等重点行业重要企业为切入点，实行“一企一策”，开发样板客户，打造样板行业解决方案；在流通批发渠道，根据市场容量和区域特点，整合形成四大区，通过直接或间接资源，对接终端客户，搭建渠道，找到战略运营商，并促成订单的产生和成交。

### 超高分子量聚乙烯纤维产品前景可期

公司目前产能3000吨（按品种结构差异实际产能会有所不同），正在规划建设的产能4800吨，为公司可转债募集资金投资项目。公司超高纤维主要产品包括：防切割手套专用系列、防弹防刺防割防爆系列、绳网带专用及高端家纺专用系列，其中防切割手套专用系列主要是产业协同自用，满足公司功能性安全防护手套产品对高端原材料的需求，其他产品对外销售，应用于防弹制品、高端家纺、安全防护、绳缆等方向。

2024H1公司根据纤维市场行情和业务实际需求进行自用和外销的综合平衡与分配，在满足手套产能自用需求基础上，进行对外销售，用于培育市场和产品布局。上半年公司超高纤维产能爬坡增速明显，产能利用率整体符合预期，单位产品成本稳步下降，对外销售盈利能力也在逐步提升。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

恒辉安防深耕安防手套产业20年，主要从事手部安全防护用品、超高分子量聚乙烯纤维及其复合纤维的研发、生产及销售。

基于24Q1-3业绩表现，公司超高分子产能爬坡、市场环境变化等因素；我们调整盈利预测，预计24-26年EPS分别为0.8/1.1以及1.5元（原值1/1.3以及1.8元）；PE分别为25X、19X以及14X。

**风险提示：**行业竞争风险加剧；销售不及预期；关键人才流失风险；

### 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	21.23元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	145.38
流通A股股本(百万股)	54.85
A股总市值(百万元)	3,086.43
流通A股市值(百万元)	1,164.52
每股净资产(元)	8.11
资产负债率(%)	49.27
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-半年报点评:推动功能性安全防护手套与新材料项目建设》2024-09-01
- 《恒辉安防-年报点评报告:功能手套为基,高分子新材料为翼》2024-05-21
- 《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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	893.12	976.96	1,235.85	1,553.46	2,021.06
增长率(%)	(5.94)	9.39	26.50	25.70	30.10
EBITDA(百万元)	205.11	231.55	224.33	284.81	350.47
归属母公司净利润(百万元)	121.70	105.82	116.10	157.09	211.06
增长率(%)	31.49	(13.05)	9.72	35.30	34.36
EPS(元/股)	0.84	0.73	0.80	1.08	1.45
市盈率(P/E)	24.07	27.68	25.23	18.65	13.88
市净率(P/B)	2.84	2.63	2.41	2.18	1.93
市销率(P/S)	3.28	3.00	2.37	1.89	1.45
EV/EBITDA	12.79	14.01	12.73	10.48	8.54

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	168.62	124.28	161.68	营业收入	893.12	976.96	1,235.85	1,553.46	2,021.06
应收票据及应收账款	173.31	227.61	139.16	321.87	332.62	营业成本	669.41	731.42	926.89	1,165.10	1,515.79
预付账款	11.80	13.55	5.25	22.39	13.82	营业税金及附加	9.91	9.86	9.15	11.96	19.00
存货	214.49	304.33	70.81	344.68	228.79	销售费用	18.95	30.85	24.72	46.60	60.63
其他	30.01	91.59	34.52	35.13	40.56	管理费用	48.16	45.54	55.61	69.91	90.95
<b>流动资产合计</b>	<b>580.40</b>	<b>802.77</b>	<b>418.36</b>	<b>848.35</b>	<b>777.47</b>	研发费用	47.43	49.83	37.08	69.75	85.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(11.97)	0.88	0.62	(0.01)	0.81
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)
<b>非流动资产合计</b>	<b>931.53</b>	<b>1,068.55</b>	<b>1,162.26</b>	<b>1,263.66</b>	<b>1,348.27</b>	<b>营业利润</b>	<b>150.55</b>	<b>130.11</b>	<b>135.47</b>	<b>186.64</b>	<b>245.84</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,511.93</b>	<b>1,871.32</b>	<b>1,580.62</b>	<b>2,112.01</b>	<b>2,125.74</b>	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	95.63	139.94	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	170.64	474.70	269.73	<b>利润总额</b>	<b>149.15</b>	<b>129.71</b>	<b>140.94</b>	<b>189.61</b>	<b>248.19</b>
其他	52.35	50.24	46.74	53.95	57.08	所得税	23.37	18.77	19.73	25.64	37.13
<b>流动负债合计</b>	<b>330.04</b>	<b>472.36</b>	<b>242.38</b>	<b>624.28</b>	<b>466.75</b>	<b>净利润</b>	<b>125.78</b>	<b>110.94</b>	<b>121.20</b>	<b>163.98</b>	<b>211.06</b>
长期借款	32.00	151.40	25.00	35.07	36.47	少数股东损益	4.08	5.12	5.10	6.89	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>121.70</b>	<b>105.82</b>	<b>116.10</b>	<b>157.09</b>	<b>211.06</b>
其他	78.97	68.93	32.56	38.61	35.27	每股收益(元)	0.84	0.73	0.80	1.08	1.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>110.97</b>	<b>220.33</b>	<b>57.56</b>	<b>73.68</b>	<b>71.74</b>						
<b>负债合计</b>	<b>444.08</b>	<b>696.21</b>	<b>299.94</b>	<b>697.95</b>	<b>538.49</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	36.13	61.38	65.58	71.27	71.27	<b>成长能力</b>					
股本	144.93	145.57	145.38	145.38	145.38	营业收入	-5.94%	9.39%	26.50%	25.70%	30.10%
资本公积	482.50	491.47	491.47	491.47	491.47	营业利润	55.76%	-13.58%	4.12%	37.78%	31.72%
留存收益	404.48	482.77	578.51	708.12	881.98	归属于母公司净利润	31.49%	-13.05%	9.72%	35.30%	34.36%
其他	(0.19)	(6.09)	(0.27)	(2.18)	(2.85)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,067.84</b>	<b>1,175.10</b>	<b>1,280.68</b>	<b>1,414.06</b>	<b>1,587.25</b>	毛利率	25.05%	25.13%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,511.93</b>	<b>1,871.32</b>	<b>1,580.62</b>	<b>2,112.01</b>	<b>2,125.74</b>	净利率	13.63%	10.83%	9.39%	10.11%	10.44%
						ROE	11.80%	9.50%	9.55%	11.70%	13.92%
						ROIC	16.16%	11.65%	9.85%	14.13%	14.99%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	29.37%	37.20%	18.98%	33.05%	25.33%
						净负债率	-5.83%	8.69%	-8.00%	1.61%	1.96%
						流动比率	1.74	1.69	1.73	1.36	1.67
						速动比率	1.10	1.05	1.43	0.81	1.18
						<b>营运能力</b>					
						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	6.59	7.48	7.05
						总资产周转率	0.65	0.58	0.72	0.84	0.95
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.84	0.73	0.80	1.08	1.45
						每股经营现金流	1.31	0.71	2.19	0.65	1.45
						每股净资产	7.10	7.66	8.36	9.24	10.43
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	24.07	27.68	25.23	18.65	13.88
						市净率	2.84	2.63	2.41	2.18	1.93
						EV/EBITDA	12.79	14.01	12.73	10.48	8.54
						EV/EBIT	17.43	20.22	20.28	15.39	11.84

  

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	125.78	110.94	116.10	157.09	211.06
折旧摊销	54.83	71.54	83.46	90.74	97.61
财务费用	(4.62)	2.61	0.62	(0.01)	0.81
投资损失	(1.82)	(0.13)	(0.94)	(1.19)	(1.28)
营运资金变动	56.36	(124.27)	158.13	(158.38)	(97.85)
其它	(39.82)	43.00	(38.84)	6.89	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>190.72</b>	<b>103.69</b>	<b>318.53</b>	<b>95.15</b>	<b>210.35</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(175.48)</b>	<b>(260.01)</b>	<b>(97.64)</b>	<b>(189.82)</b>	<b>(179.97)</b>
债权融资	41.48	178.36	(202.34)	80.93	44.90
股权融资	(21.60)	(38.50)	(15.63)	(30.59)	(37.88)
其他	(7.11)	31.90	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>12.77</b>	<b>171.76</b>	<b>(217.97)</b>	<b>50.33</b>	<b>7.03</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>28.01</b>	<b>15.44</b>	<b>2.93</b>	<b>(44.34)</b>	<b>37.41</b>

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