

2025年08月26日

# 越南业务投产，毛利率受产能爬坡影响

## 恒辉安防(300952)

评级:	买入	股票代码:	300952
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	35.41/15.58
目标价格:		总市值(亿)	51.40
最新收盘价:	29.78	自由流通市值(亿)	21.53
		自由流通股数(百万)	172.59

### 事件概述

公司 2025H1 收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 5.93/0.55/0.48/0.69 亿元、同比增长 15.43%/11.82%/10.66%/274.18%。非经主要来自政府补助 0.10 亿元（同比增加 64.51%）；经营性现金流高于归母净利主要由于折旧增加以及应收减少。25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 3.11/0.28/0.23 亿元、同比增长 12.83%/3.76%/-3.04%。25H 及 25Q2 净利增速低于收入增速均由于产能爬坡导致毛利率下降。

2025 中期公司每 10 股派发现金红利 0.8 元，分红率为 24.87%，年化股息率为 0.53%。

### 分析判断：

**安防手套越南业务已投入试生产。**25H1 功能性安全防护手套/普通安全防护手套以及其他防护用品收入分别为 5.66/0.05 亿元、同比增长 13.55%/154.59%；（1）产能来看，手套产能为 992.09 万打，同比增长 18.17%；产能利用率为 89.51%，同比下降 5.07PCT。25H1 子公司恒越安防收入/净利为 1.36/0.03 亿元，同比增长 487.63%/149.77%，净利率 2.56%，同比增加 32.83PCT，主要由于子公司恒越安防年产 7200 万打功能性安全防护手套项目的建成投产；25H1 恒辉（越南）亏损 123 万元。（2）分地区来看，25H1 境内（剔除新材料业务）/境外收入分别为 0.66/5.27 亿元、同比增长 30.55%/13.79%。（3）功能性安全防护手套/普通安全防护手套以及其他防护用品毛利率分别为 22.68%/19.85%，同比减少 2.21/1.21PCT，毛利率下降主要受产能爬坡影响；根据我们测算，手套主业利润 0.47 亿元，同比增长 7.1%，对应净利率 8.3%，同比下降 0.5PCT。2024 年公司新建年产 7,200 万打功能性安全防护手套项目建成投产，目前正稳步爬坡阶段；截至 8 月 25 日，越南工厂年产 1600 万打功能性安防手套项目部分产线已投入试生产。两个项目全部建成达产后，公司手部安全防护手套产品产能将突破 1 亿打。

**新材料收入增加，规划新增 12000 吨产能。**1) 25H1 超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料收入为 0.21 亿元，同比增长 70.53%，毛利率为 5.60%，同比减少 6.23PCT，我们分析主要受超高分子量聚乙烯纤维市场价格影响，公司 25H1 超高分子量聚乙烯纤维生产运营态势良好，除满足高性能防切割手套产业协同自用之外，对外销售 289.71 吨，同比提升 90.30%。2) 子公司恒尚新材 25H1 收入/净利 1.30 亿元/111.65 万元，同比增长 20.83%/338.94%，净利率为 0.86%，同比提升 1.30PCT。公司锚定超高分子量聚乙烯纤维这一战略赛道，规划新增 12000 吨产能，其中一期 4800 吨项目作为可转债募集资金重点投入方向，已于 2024 年 9 月正式开工建设，预计 2025 年 9 月投入试生产。

**Q2 净利率降幅低于毛利率主要由于期间费用率及减值损失冲回。**（1）25H1 公司毛利率为 22.26%、同比下降 2.49PCT，25H1 归母净利率为 9.27%、同比下降 0.30PCT，归母净利率降幅低于毛利率主要由于期间费用率下降及减值冲回。25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.85%/4.24%/5.01%/-0.82%、同比下降 0.47/0.98/-0.82/0.57PCT；财务费用下降主要由于汇率变动。其他收益/收入为 1.35%，同比增长 0.18PCT；减值损失/收入合计同比冲回 0.86PCT；所得税/收入为 1.39%，同比下降 0.24PCT，少数股东损益占比同比下降 0.13PCT。（2）25Q2 公司毛利率/归母净利率为 22.44%/8.94%、同比下降 4.29/0.78PCT。25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.69%/4.08%/5.18%/-0.38%、同比增长-0.26/-0.93/0.21/-0.32PCT。资产减值损失/收入为-0.15%，同比冲回 0.86PCT；信用减值损失/收入为 0.10%，同比冲回 1.19PCT。

**存货增加，存货周转天数下降。**公司 25H1 存货金额为 4.09 亿元，同比增加 1.21%；公司存货周转天数为 157 天，同比下降 8 天。公司应收账款为 2.62 亿元，同比增加 19.35%，平均应收账款周转天数为 86 天，同比增加 8 天。公司应付账款为 2.60 亿元，同比减少 6.46%，平均应付账款周转天数 122 天，同比下降 14 天。

## 投资建议

我们分析，从加税影响来看，公司存在美国收入，而越南基地开始投入试生产，公司整体接单能力提升。

1) 公司手套主业加速扩产，24 年产业园一期“年产 7200 万打功能性安全防护手套项目”生产线 Q2 开始逐步投入运营，公司计划通过 3-5 年时间进行消化；此外，越南 1600 万打已开始投入试生产，但也预计增加折旧；

2) 超高分子聚乙烯仍以自用为主，考虑折旧影响、对外销量不多，预计全年利润贡献有限；“年产 12000 吨超高分子量聚乙烯纤维项目”一期 4800 吨项目预计今年 Q4 会有产能贡献。

3) 积极推动年产 11 万吨生物可降解聚酯橡胶项目建设，长期有望贡献新增长点。考虑产能爬坡，越南投产有折旧影响、可转债利息影响等，下调公司 2025-2027 年营业收入预测 17.37/23.45/30.85 亿元至 14.79/17.53/22.60 亿元；下调 2025-2027 年归母净利润 1.39/1.96/2.66 亿元至 1.24/1.52/1.99 亿元；对应 2025-2027EPS 下调 0.88/1.24/1.68 元至 0.72/0.88/1.15 元。2025 年 8 月 26 日收盘价 29.78 元对应 25-27 年 PE 为 42/34/26X，维持“买入”评级。

## 风险提示

汇率波动风险；原材料价格波动风险；贸易摩擦风险；募投项目产能消化风险；新材料研发及客户验厂低于预期风险；系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	977	1,270	1,479	1,753	2,260
YoY (%)	9.4%	30.0%	16.5%	18.6%	28.9%
归母净利润(百万元)	106	117	124	152	199
YoY (%)	-13.1%	10.1%	6.0%	23.3%	30.6%
毛利率 (%)	25.1%	22.0%	22.1%	22.3%	22.5%
每股收益 (元)	0.73	0.80	0.72	0.88	1.15
ROE	9.5%	9.6%	9.7%	10.7%	12.3%
市盈率	31.11	37.23	41.60	33.73	25.83

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024E	2025E	2026E	2027E		2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,270	1,479	1,753	2,260	净利润	126	133	164	214
YoY(%)	30.0%	16.5%	18.6%	28.9%	折旧和摊销	92	73	79	85
营业成本	990	1,151	1,362	1,751	营运资金变动	-114	389	-114	128
营业税金及附加	11	12	14	18	经营活动现金流	103	597	132	429
销售费用	35	58	65	84	资本开支	-332	-120	-120	-120
管理费用	51	61	75	104	投资	-113	0	0	0
财务费用	-8	2	2	2	投资活动现金流	-444	-120	-120	-120
研发费用	63	74	84	104	股权募资	0	-46	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	494	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	437	-71	-2	-2
营业利润	143	152	187	245	现金净流量	107	405	10	307
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	143	152	187	244	<b>主要财务指标</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	18	19	23	30	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	126	133	164	214	营业收入增长率	30.0%	16.5%	18.6%	28.9%
归属于母公司净利润	117	124	152	199	净利润增长率	10.1%	6.0%	23.3%	30.6%
YoY(%)	10.1%	6.0%	23.3%	30.6%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.80	0.72	0.88	1.15	毛利率	22.0%	22.1%	22.3%	22.5%
					净利率	9.2%	8.4%	8.7%	8.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	4.6%	5.2%	5.5%	6.8%
货币资金	274	680	689	997	净资产收益率 ROE	9.6%	9.7%	10.7%	12.3%
预付款项	12	14	17	22	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	393	119	487	292	流动比率	2.34	3.25	2.46	2.99
其他流动资产	544	223	223	223	速动比率	1.45	2.65	1.48	2.26
流动资产合计	1,223	1,035	1,415	1,533	现金比率	0.52	2.14	1.20	1.94
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	48.2%	42.5%	45.3%	40.8%
固定资产	904	950	991	1,026	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	143	143	143	143	总资产周转率	0.58	0.61	0.68	0.79
非流动资产合计	1,284	1,331	1,372	1,406	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,507	2,366	2,787	2,939	每股收益	0.80	0.72	0.88	1.15
短期借款	64	64	64	64	每股净资产	8.36	7.35	8.24	9.39
应付账款及票据	367	212	469	407	每股经营现金流	0.71	3.46	0.76	2.49
其他流动负债	91	42	42	42	每股股利	0.15	0.08	0.00	0.00
流动负债合计	522	318	575	513	<b>估值分析</b>				
长期借款	160	160	160	160	PE	37.23	41.60	33.73	25.83
其他长期负债	527	527	527	527	PB	2.49	4.05	3.62	3.17
非流动负债合计	687	687	687	687					
负债合计	1,209	1,005	1,262	1,200					
股本	145	144	144	144					
少数股东权益	83	92	104	119					
股东权益合计	1,298	1,361	1,525	1,740					
负债和股东权益合计	2,507	2,366	2,787	2,939					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。