

三联虹普 (300384)

证券研究报告

2022年08月25日

PA66 下游需求释放，再生可降解订单储备充足

公司 22H1 营收 5.13 亿元，同比增长 28.35%，主要系执行订单增加、收入增加所致。其中，22Q1 营收 2.14 亿，同增 23.27%；**Q2 营收 2.99 亿，同增 32.25%**。

公司 22H1 归母净利润 1.18 亿元，同比增长 25.23%。其中，22Q1 归母净利润 0.59 亿，同增 15.31%；**Q2 归母净利润 0.59 亿，同增 37.05%**。

分产品看，22H1 新材料及合成材料工艺解决方案收入 3.59 亿(占总 71%)，同增 72.14%；再生材料及可降解材料工艺解决方案收入 1.27 亿(占总 25%)，同减 23.02%；工业 AI 应用集成解决方案收入 0.2 亿(占总 4%)，同减 10.01%。

22H1 毛利率 36.43%，同比减少 5.68pct；其中 22Q1 毛利率为 37.89%，同减 7.96pct，**Q2 为 35.38%，同减 3.85pct**。

分产品看，22H1 新材料及合成材料工艺解决方案毛利率 31.85%，同比减少 11.98pct；再生材料及可降解材料工艺解决方案毛利率 39.9%，同比增长 5.67pct；工业 AI 集成应用解决方案毛利率 82.34%，同比增长 0.68pct。

随着上游国产化进程推进、下游新兴市场消费升级推动订单增长，公司在新材料及合成材料及再生材料业务领域新增订单较上年同期有较大幅度增长，为后续业绩持续增长奠定良好基础。**1)** 己内酰胺产能释放，原料宽松拉动下游扩建热情，尼龙 66 蕴藏新机遇。**2)** 新兴市场消费升级推动原生聚酯(vPET) 订单增长，再生材料及可降解材料在手订单继续保持增长。**3)** 工业 AI 集成应用解决方案业务厚积薄发。**4)** 推进化纤企业数字化转型，提升行业智能制造关键技术水平。

维持盈利预测，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。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别 0.8、1.0、1.3 元/股，PE 分别 26.9、21.2、16.7x。

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。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	875.40	840.43	1,143.52	1,472.50	1,848.25
增长率(%)	4.08	(4.00)	36.06	28.77	25.52
EBITDA(百万元)	235.67	175.55	324.90	407.13	508.38
归属母公司净利润(百万元)	168.23	190.54	251.86	319.36	406.01
增长率(%)	(8.42)	13.26	32.18	26.80	27.13
EPS(元/股)	0.45	0.32	0.79	1.00	1.27
市盈率(P/E)	47.29	66.50	26.92	21.23	16.70
市净率(P/B)	3.34	3.16	2.90	2.62	2.34
市销率(P/S)	7.74	8.07	5.93	4.60	3.67
EV/EBITDA	12.90	33.60	14.05	9.75	7.60

资料来源：wind，天风证券研究所

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	21.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	318.60
流通 A 股股本(百万股)	219.60
A 股总市值(百万元)	6,779.77
流通 A 股市值(百万元)	4,673.14
每股净资产(元)	6.83
资产负债率(%)	35.30
一年内最高/最低(元)	28.48/13.84

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

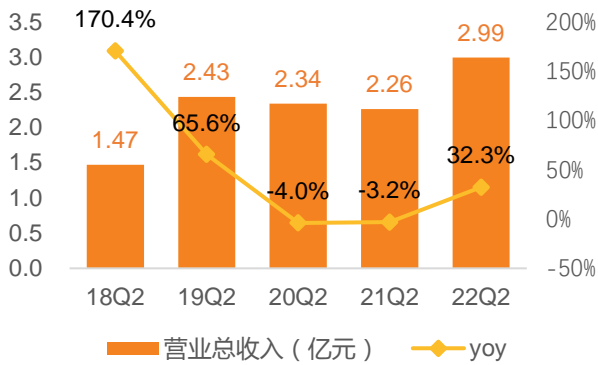
相关报告

- 《三联虹普-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

1. 22H1 营收 5.13 亿+28%，归母净利 0.59 亿+37%

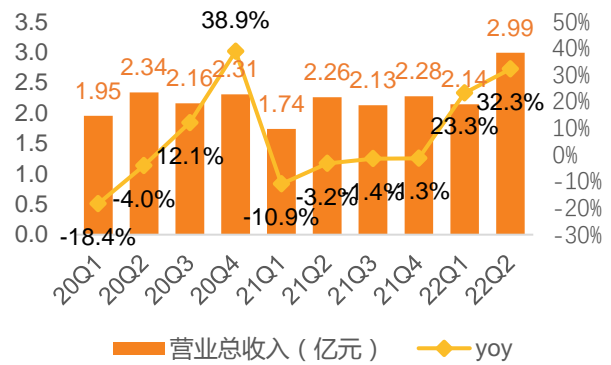
公司 22H1 营收 5.13 亿元，同比增长 28.35%，主要系执行订单增加、收入增加所致。其中，22Q1 营收 2.14 亿，同增 23.27%；Q2 营收 2.99 亿，同增 32.25%。

图 1：18Q2-22Q2 公司营收（亿元）及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

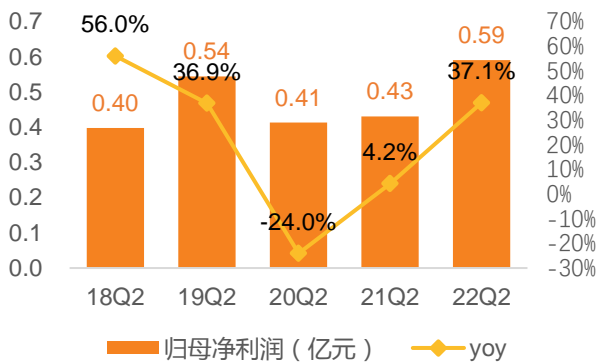
图 2：20Q1-22Q2 公司营收（亿元）及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

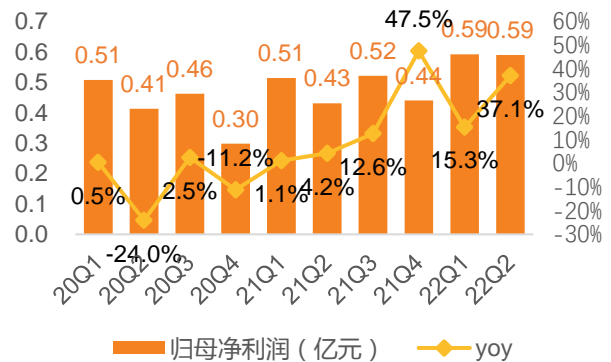
公司 22H1 归母净利 1.18 亿元，同比增长 25.23%。其中，22Q1 归母净利 0.59 亿，同增 15.31%；Q2 归母净利 0.59 亿，同增 37.05%。

图 3：18Q2-22Q2 公司归母净利（亿元）及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

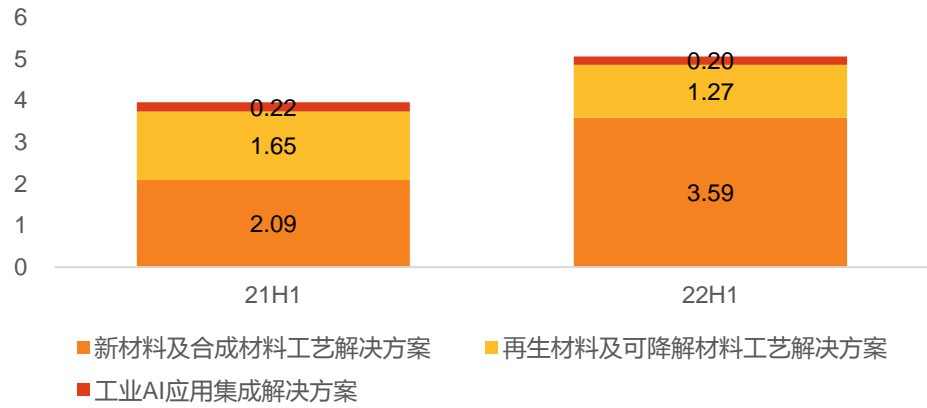
图 4：20Q1-22Q2 公司归母净利（亿元）及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

分产品看，22H1 新材料及合成材料工艺解决方案收入 3.59 亿（占总 71%），同增 72.14%；再生材料及可降解材料工艺解决方案收入 1.27 亿（占总 25%），同减 23.02%；工业 AI 应用集成解决方案收入 0.2 亿（占总 4%），同减 10.01%。

图 5：21H1-22H1 公司分产品收入（亿元）



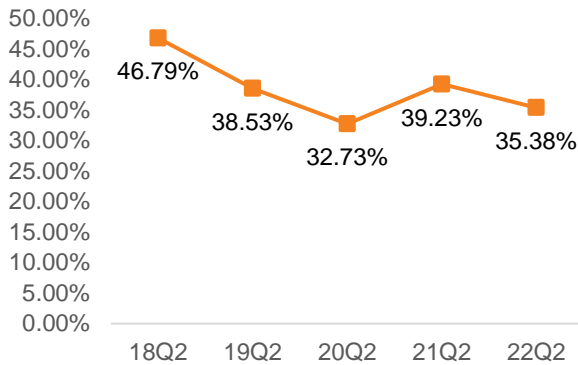
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. Q2 归母净利润率 19.74%，yoy+0.69pct，费控能力显著提升

22H1 毛利率 36.43%，同比减少 5.68pct；其中 22Q1 毛利率为 37.89%，同减 7.96pct，Q2 为 35.38%，同减 3.85pct。

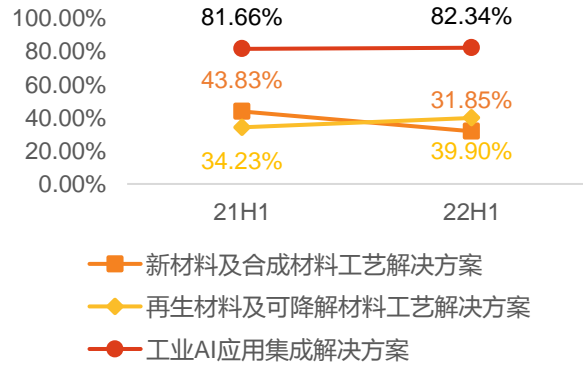
分产品看，22H1 新材料及合成材料工艺解决方案毛利率 31.85%，同比减少 11.98pct；再生材料及可降解材料工艺解决方案毛利率 39.9%，同比增长 5.67pct；工业 AI 集成应用解决方案毛利率 82.34%，同比增长 0.68pct。

图 6：18Q2-22Q2 公司毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：21H1-22H1 公司分产品毛利率



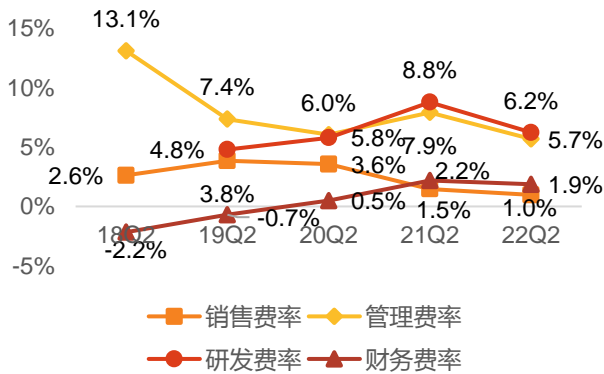
资料来源：公司公告，天风证券研究所

22H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.14%/5.65%/6.22%/1.10%，同比变化 -0.82pct/-2.70pct/-1.95pct/+0.96pct。其中 22Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.97%/5.69%/6.24%/1.87%，同比变化 -0.50pct/-2.24pct/-2.54pct /-0.32pct。

22H1 归母净利润率 23.04%，同比减少 0.57pct；其中 Q1 归母净利润率 27.65%，同减 1.91pct；Q2 归母净利润率 19.74%，同增 0.69pct。

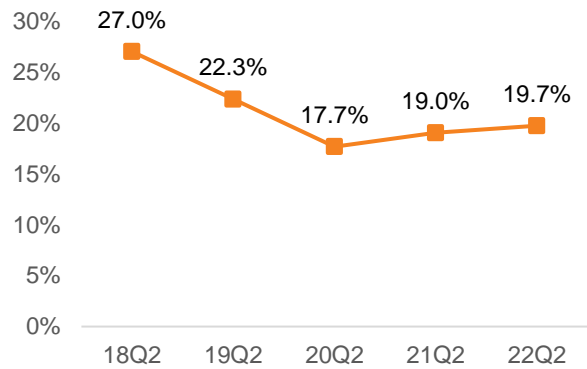
图 8：18Q2-22Q2 公司期间费用率

图 9：18Q2-22Q2 公司归母净利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：18Q2 管理费用包括研发费用



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 前景展望

随着上游国产化进程推进、下游新兴市场消费升级推动订单增长，公司在新材料及合成材料及再生材料业务领域新增订单较上年同期有较大幅度增长，为后续业绩持续增长奠定良好基础。

(1) 己内酰胺产能释放，原料宽松拉动下游扩建热情，尼龙 66 蕴藏新机遇。

随着己内酰胺大规模产能投放，原料价格不断下降，直接刺激终端需求，推动聚酰胺产业链利润重新分配，下游景气度有望持续获益。22H1 公司新材料及合成材料业务营收增长明显，公司核心技术服务领域的聚酰胺工艺技术解决方案，已覆盖从己内酰胺、聚酰胺聚合至聚酰胺纺丝的全产业链范围，在本轮聚酰胺产业链一体化发展进程中将拥有更强竞争力及更广阔市场空间。

(2) 新兴市场消费升级推动原生聚酯（vPET）订单增长，再生材料及可降解材料在手订单继续保持增长。

新兴经济体的崛起，城市化进程加速、消费产业快速升级，驱动对原生食品级聚酯包装的市场需求。公司控股子公司 Polymetrix 在中亚、东南亚等地区共有多个执行中的原生聚酯工厂项目，保持了 Polymetrix 在原生聚酯（vPET）技术领域的市场主导地位。22H1 公司再生材料及可降解材料业务实现收入同比有所下降，主要系在手订单尚未达到收入确认条件所致，再生业务未确认收入金额持续增加至 5.93 亿元，对板块后续业绩成长提供有力支撑。

(3) 工业 AI 集成应用解决方案业务厚积薄发。

公司工业 AI 集成应用解决方案之纺丝智能吹风系统已经成功在尼龙 6（锦纶 6）行业实现销售。公司秉持在锦纶 6 纤维冷却工艺领域的扎实研究，应对锦纶 6 纺丝各类产品生产场景，尤其在全消光细旦、超细旦、高附加值、高舒适度等品种的新型吹风工艺上取得一系列突破。公司智能吹风系统相较于常规吹风节约能耗约 30%-40%，同时为纺丝生产线布局提供了多重选择，综合节能减碳效能突出。随环智能吹风系统在化纤领域的横向推广，将对公司工业 AI 集成应用解决方案业务成长产生积极影响。

(4) 推进化纤企业数字化转型，提升行业智能制造关键技术水平。

化纤行业智能制造解决方案不断进化，化纤头部企业智能化装备应用初步实现，有效支撑企业向上拓展产业链、横向打通供应与物流链，向下延伸金融与服务链，助力塑造化纤产业集群新模式，将为行业拓展存量市场智能化升级改造带来广阔市场空间。

4. 盈利预测

维持盈利预测，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。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别 0.8、1.0、1.3 元/股，PE 分别 26.9、21.2、16.7x。

5. 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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	500.55	536.08	1,170.64	1,833.90	1,949.20
应收票据及应收账款	8.06	8.43	29.85	19.45	33.90
预付账款	39.73	63.27	77.59	95.67	127.17
存货	173.69	188.30	271.37	335.38	428.08
其他	1,071.11	1,211.00	1,286.97	1,288.32	1,325.33
流动资产合计	1,793.14	2,007.09	2,836.42	3,572.71	3,863.67
长期股权投资	110.47	113.45	113.45	113.45	113.45
固定资产	185.68	168.81	151.69	134.57	117.46
在建工程	174.27	202.16	202.16	202.16	202.16
无形资产	93.06	81.21	71.93	62.64	53.36
其他	616.18	602.85	606.10	604.81	604.36
非流动资产合计	1,179.67	1,168.47	1,145.31	1,117.63	1,090.78
资产总计	3,008.31	3,241.69	3,981.73	4,690.34	4,954.45
短期借款	0.00	0.00	340.00	390.00	420.00
应付票据及应付账款	305.08	264.80	514.08	475.50	770.06
其他	191.88	113.76	671.97	1,108.80	731.64
流动负债合计	496.96	378.57	1,526.06	1,974.31	1,921.70
长期借款	80.00	184.53	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	83.84	66.72	75.43	75.33	72.49
非流动负债合计	163.84	251.25	75.43	75.33	72.49
负债合计	947.35	1,056.25	1,601.48	2,049.64	1,994.20
少数股东权益	29.57	39.91	46.16	55.54	67.70
股本	320.75	318.60	318.60	318.60	318.60
资本公积	874.19	847.66	847.66	847.66	847.66
留存收益	837.12	980.16	1,171.57	1,420.67	1,728.42
其他	(0.68)	(0.89)	(3.74)	(1.77)	(2.13)
股东权益合计	2,060.95	2,185.44	2,380.25	2,640.70	2,960.25
负债和股东权益总计	3,008.31	3,241.69	3,981.73	4,690.34	4,954.45

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	173.64	199.74	251.86	319.36	406.01
折旧摊销	28.80	28.09	26.40	26.40	26.40
财务费用	2.42	0.83	1.73	1.62	1.24
投资损失	(40.55)	(48.46)	(41.36)	(43.46)	(44.42)
营运资金变动	472.97	(81.90)	231.37	318.23	(226.97)
其它	(311.31)	56.91	17.80	19.24	27.44
经营活动现金流	325.98	155.21	487.80	641.40	189.69
资本支出	34.09	34.46	(8.70)	0.10	2.84
长期投资	2.99	2.97	0.00	0.00	0.00
其他	(846.37)	(92.44)	30.91	28.93	18.80
投资活动现金流	(809.29)	(55.01)	22.21	29.03	21.64
债权融资	7.25	(16.05)	189.82	63.77	6.47
股权融资	(9.47)	(79.58)	(65.27)	(70.93)	(102.50)
其他	9.88	0.35	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	7.66	(95.29)	124.54	(7.17)	(96.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(475.65)	4.91	634.55	663.27	115.30

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	875.40	840.43	1,143.52	1,472.50	1,848.25
营业成本	547.43	493.41	684.66	873.49	1,090.84
营业税金及附加	6.09	5.39	7.56	9.81	12.13
销售费用	30.26	17.28	24.76	30.33	39.37
管理费用	64.32	65.92	89.32	110.44	136.96
研发费用	70.39	78.58	90.33	119.27	144.16
财务费用	5.96	2.26	1.73	1.62	1.24
资产/信用减值损失	0.16	(4.49)	0.02	(1.44)	(1.97)
公允价值变动收益	4.85	(1.38)	9.57	7.21	11.39
投资净收益	40.55	48.46	41.36	43.46	44.42
其他	(94.70)	(88.25)	0.00	0.00	0.00
营业利润	200.11	223.24	296.12	376.77	477.41
营业外收入	2.65	1.53	1.60	1.20	1.18
营业外支出	4.00	1.49	2.00	2.50	1.99
利润总额	198.76	223.28	295.72	375.48	476.59
所得税	25.12	23.53	35.63	44.09	54.54
净利润	173.64	199.74	260.08	331.39	422.05
少数股东损益	5.42	9.21	8.23	12.03	16.04
归属于母公司净利润	168.23	190.54	251.86	319.36	406.01
每股收益(元)	0.45	0.32	0.79	1.00	1.27

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	4.08%	-4.00%	36.06%	28.77%	25.52%
营业利润	-5.89%	11.56%	32.64%	27.24%	26.71%
归属于母公司净利润	-8.42%	13.26%	32.18%	26.80%	27.13%
获利能力					
毛利率	37.47%	41.29%	40.13%	40.68%	40.98%
净利率	19.22%	22.67%	22.02%	21.69%	21.97%
ROE	8.28%	8.88%	10.79%	12.35%	14.04%
ROIC	31.38%	55.07%	68.72%	277.86%	-189.94%
偿债能力					
资产负债率	31.49%	32.58%	40.22%	43.70%	40.25%
净负债率	-14.17%	-15.62%	-32.96%	-52.35%	-50.33%
流动比率	2.33	2.58	1.86	1.81	2.01
速动比率	2.11	2.34	1.68	1.64	1.79
营运能力					
应收账款周转率	42.25	101.91	59.74	59.74	69.29
存货周转率	4.71	4.64	4.98	4.85	4.84
总资产周转率	0.30	0.27	0.32	0.34	0.38
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.32	0.79	1.00	1.27
每股经营现金流	1.02	0.49	1.53	2.01	0.60
每股净资产	6.38	6.73	7.33	8.11	9.08
估值比率					
市盈率	47.29	66.50	26.92	21.23	16.70
市净率	3.34	3.16	2.90	2.62	2.34
EV/EBITDA	12.90	33.60	14.05	9.75	7.60
EV/EBIT	11.17	19.15	15.30	10.43	8.02

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com