

三联虹普 (300384.SZ)

新签订单创历史新高, PA66、再生、工业 AI 驱动发展

增持

核心观点

2022 年业绩稳健增长, 23Q1 业绩创历史新高。公司 2022 年营收 10.6 亿元, 同比增长 26.1%, 归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 26.1%, 毛利率为 37.7%, 同比下降 3.6pcts, 净利率为 23.8%, 同比增长 0.1pcts; 其中 2022 年四季度营收 3.0 亿元, 归母净利润 0.7 亿元, 毛利率为 42.2%, 净利率为 24.0%。公司 2023 年一季度营收 3.0 亿元 (同比+38.4%, 环比+0.1%), 归母净利润 0.7 亿元 (同比+15.0%, 环比+3.8%), 毛利率为 38.2% (同比+0.3pcts, 环比-4.0pcts), 净利率为 25.2% (同比-3.3pcts, 环比+1.2pcts)。

PA66 产业机会逐步成型, 工业 AI 板块快速放量。分板块来看, 22 年公司新材料及合成材料工艺解决方案板块营收 6.7 亿元, 同比增长 39.0%, 毛利率 34.4%, 同比降低 3.7pcts, 公司充分抓住己二腈国产化机遇, 积极开拓 PA66 聚合向民用丝方向发展的产业链一体化技术; 再生材料及可降解材料工艺解决方案板块营收 3.0 亿元, 同比降低 1.0%, 毛利率 38.8%, 同比降低 1.9pcts, 2022 年食品级 rPET 业务新签合同 4.4 亿元, 创历史最高水平, 佐证行业加速发展趋势; 2022 年公司正式开启《化纤工业智能体解决方案》产品在化纤行业的销售, 工业 AI 集成应用解决方案板块营收 0.8 亿元, 同比增长 58.7%, 毛利率 54.5%, 同比降低 18.6pcts, 主要由于订单结构差异导致材料成本上升所致。

公司新签订单总额创历史新高, 技术革新驱动公司快速成长。2022 年公司新签订单 17.6 亿元, 同比增长 42.6%, 累计在手订单总额连续四年增长; 合同负债 7.2 亿元, 同比增长 68.2%, 主要由于合同预收款项增加, 验证公司新签合同持续增长。随着国产己二腈产能大扩容, PA6/66 下游需求差异化、高端化程度的日益加深, 将带动上游切片领域的差异化竞争, 公司将加快 PA66 聚合、纺丝成套技术推广力度; 随着国内外加大对纺织面料回收的政策力度, 再生化纤材料正成为全球化纤行业发展的新趋势; 公司与 TMT、华为云联合打造《化纤工业智能体解决方案》, 并启动工业智能体解决方案跨行业研发。

风险提示: 下游需求不及预期的风险、产能建设进度不及预期的风险。

投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级。

预计 2023 年-2025 年公司归母净利润为 2.7/3.3/4.1 亿元, 同比增速为 12.6%/22.3%/23.6%; 每股收益为 0.85/1.04/1.28 元/股, 当前股价对应 PE 为 21/17/14X, 公司是国际先进的聚合物成套生产工艺技术提供商, 拥有自主知识产权的全流程工艺及装备技术, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	840	1,060	1,302	1,601	1,970
(+/-%)	-4.0%	26.1%	22.8%	22.9%	23.0%
净利润(百万元)	191	240	271	331	409
(+/-%)	13.3%	26.1%	12.6%	22.3%	23.6%
每股收益(元)	0.60	0.75	0.85	1.04	1.28
EBIT Margin	21.4%	24.0%	22.1%	22.4%	22.5%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	10.4%	10.5%	11.4%	12.3%
市盈率 (PE)	29.3	23.3	20.7	16.9	13.7
EV/EBITDA	32.0	24.5	22.2	17.9	15.0
市净率 (PB)	2.61	2.42	2.17	1.92	1.68

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 化学纤维

证券分析师: 杨林
010-88005379

证券分析师: 薛聪
010-88005107
0755-81981378

yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	
收盘价	17.55 元
总市值/流通市值	5599/3861 百万元
52 周最高价/最低价	21.96/14.00 元
近 3 个月日均成交额	54.30 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

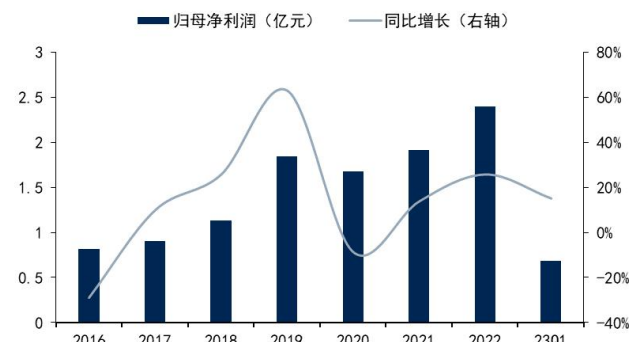
2022 年业绩稳健增长，23Q1 业绩创历史新高。公司 2022 年营收 10.6 亿元，同比增长 26.1%，归母净利润 2.4 亿元，同比增长 26.1%，毛利率为 37.7%，同比下降 3.6pcts，净利率为 23.8%，同比增长 0.1pcts；其中 2022 年四季度营收 3.0 亿元，归母净利润 0.7 亿元，毛利率为 42.2%，净利率为 24.0%。公司 2023 年一季度营收 3.0 亿元（同比+38.4%，环比+0.1%），归母净利润 0.7 亿元（同比+15.0%，环比+3.8%），毛利率为 38.2%（同比+0.3pcts，环比-4.0pcts），净利率为 25.2%（同比-3.3pcts，环比+1.2pcts）

图1：三联虹普营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三联虹普归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

PA66 产业机会逐步成型，工业 AI 板块快速放量。分板块来看，22 年公司新材料及合成材料工艺解决方案板块营收 6.7 亿元，同比增长 39.0%，毛利率 34.4%，同比降低 3.7pcts，公司充分抓住己二腈国产化机遇，积极开拓 PA66 聚合向民用丝方向发展的产业链一体化技术；再生材料及可降解材料工艺解决方案板块营收 3.0 亿元，同比降低 1.0%，毛利率 38.8%，同比降低 1.9pcts，2022 年食品级 rPET 业务新签合同 4.4 亿元，创历史最高水平，佐证行业加速发展趋势；2022 年公司正式开启《化纤工业智能体解决方案》产品在化纤行业的销售，工业 AI 集成应用解决方案板块营收 0.8 亿元，同比增长 58.7%，毛利率 54.5%，同比降低 18.6pcts，主要由于订单结构差异导致材料成本上升所致。

公司新签订单总额创历史新高，技术革新驱动公司快速成长。2022 年公司新签订单 17.6 亿元，同比增长 42.6%，累计在手订单总额连续四年增长；合同负债 7.2 亿元，同比增长 68.2%，主要由于合同预收款项增加，验证公司新签合同持续增长。随着国产己二腈产能大扩容，PA6/66 下游需求差异化、高端化程度的日益加深，将带动上游切片领域的差异化竞争，公司将加快 PA66 聚合、纺丝成套技术推广力度；随着国内外加大对纺织面料回收的政策力度，再生化纤材料正成为全球化纤行业发展的新趋势；公司与 TMT、华为云联合打造《化纤工业智能体解决方案》，并启动工业智能体解决方案跨行业研发。

假设前提：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、**新材料及合成材料工艺解决方案板块：**公司在聚酰胺 6/66（PA6、PA66）、功能性聚酯（vPET）、聚碳酸酯（PC）、聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）等合成材料行业为客户的高端应用需求提供定制化系统集成服务。我们预计公司 2023-2025 年新材料及合成材料工艺解决方案板块收入增速分别为 25.0%、25.0%、25.0%，

毛利率分别为 35.0%、35.0%、35.0%，营业收入将分别达到 8.3、10.4、13.0 亿元。

2、再生材料及可降解材料工艺解决方案板块：公司在再生聚酯（rPET）、再生聚酰胺（rPA）、生物基化学纤维（再生纤维素纤维、Lyocell）等再生材料及可降解材料行业为客户提供全生命周期的一站式“交钥匙”系统集成解决方案。我们预计公司 2023-2025 年再生材料及可降解材料工艺解决方案板块收入增速分别为 20.0%、20.0%、20.0%，毛利率分别为 38.0%、38.0%、38.0%，营业收入将分别达到 3.6、4.3、5.2 亿元。

3、工业 AI 集成应用解决方案板块：公司，将工业互联网“端-边-云”协同计算模式有机融入核心装备及产线控制系统，形成基于工业互联网的“化纤工业智能体解决方案 V1.0”，加快客户数字化、智能化升级。我们预计公司 2023-2025 年工业 AI 集成应用解决方案板块收入增速分别为 20.0%、20.0%、20.0%，毛利率分别为 60.0%、60.0%、60.0%，营业收入将分别达到 1.0、1.1、1.4 亿元。

4、其他业务：我们假设公司其余业务保持相对稳定。

表1：公司：盈利拆分

新材料及合成材料工艺解决方案板块						
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	407.80	479.12	665.81	832.26	1040.33	1300.41
营业成本（百万元）	218.97	296.66	436.92	540.97	676.21	845.27
毛利润（百万元）	188.83	182.46	228.89	291.29	364.11	455.14
毛利率	46.3%	38.1%	34.4%	35.0%	35.0%	35.0%
再生材料及可降解材料工艺解决方案						
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	405.23	301.26	298.40	358.08	429.70	515.64
营业成本（百万元）	309.69	178.81	182.64	222.01	266.41	319.69
毛利润（百万元）	95.54	122.45	115.75	136.07	163.28	195.94
毛利率	23.6%	40.7%	38.8%	38.0%	38.0%	38.0%
工业 AI 集成应用解决方案板块						
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	48.92	50.13	79.55	95.46	114.55	137.46
营业成本（百万元）	14.23	13.54	36.23	38.18	45.82	54.98
毛利润（百万元）	34.69	36.59	43.32	57.28	68.73	82.48
毛利率	70.9%	73.0%	54.5%	60.0%	60.0%	60.0%
其他						
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13.45	9.92	16.23	16.23	16.23	16.23
营业成本（百万元）	4.55	4.41	4.20	6.49	6.49	6.49
毛利润（百万元）	8.90	5.51	12.02	9.74	9.74	9.74
毛利率	66.2%	55.6%	74.1%	60.0%	60.0%	60.0%
合计						
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	875.40	840.43	1059.98	1302.03	1600.81	1969.74
营业成本（百万元）	547.43	493.41	660.00	807.66	994.94	1226.44
毛利润（百万元）	327.97	347.02	399.98	494.38	605.87	743.30
毛利率	37.5%	41.3%	37.7%	38.0%	37.8%	37.7%
营收增速	4.1%	-4.0%	26.1%	22.8%	22.9%	23.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

费用方面：

1、管理费用率方面，2022 年公司管理费用率呈现大幅下降态势，主要由于受到

疫情影响，我们预计随着疫情缓解公司的管理费用率将基本保持平稳，预计 2023 年-2025 年公司的管理费用率维持在 6.0%左右。

2、研发费用方面，公司在研项目投入随着疫情缓解将有所增长，我们预计 2023-2025 年公司的研发费用率分别为 7.0%、6.7%、6.5%。

3、销售费用率方面，近年来公司销售渠道不断完善、产品品牌知名度不断提升使得公司销售费用率逐年降低，公司 2022 年受疫情影响销售费用大幅下降，但考虑到随着公司新工艺未来销售渠道的建设以及市场推广需要一定过程，我们预计 2023-2025 年公司销售费用率将维持在 2.0%左右。

表2: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	4.1%	-4.0%	26.1%	22.8%	22.9%	23.0%
营业成本/营业收入	62.5%	58.7%	62.3%	62.0%	62.2%	62.3%
管理费用/营业收入	6.1%	6.7%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用/营业收入	8.0%	9.4%	6.0%	7.0%	6.7%	6.5%
销售费用/销售收入	3.5%	2.1%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税税率	12.6%	10.5%	13.9%	13.0%	13.0%	13.0%
股利分配比率	14.2%	27.2%	44.9%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。预计 2023 年-2025 年公司归母净利润为 2.7/3.3/4.1 亿元，同比增速为 12.6%/22.3%/23.6%；每股收益为 0.85/1.04/1.28 元/股，当前股价对应 PE 为 21/17/14X，公司是国际先进的聚合物成套生产工艺技术提供商，拥有自主知识产权的全流程工艺及装备技术，首次覆盖，给予“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	536	1040	1313	1559	2020	营业收入	840	1060	1302	1601	1970
应收款项	9	4	7	9	11	营业成本	493	660	808	995	1226
存货净额	188	184	239	293	363	营业税金及附加	5	6	8	10	12
其他流动资产	270	281	326	400	492	销售费用	17	13	26	32	39
流动资产合计	2073	2490	2865	3242	3867	管理费用	66	63	81	99	121
固定资产	371	380	374	362	348	研发费用	79	64	91	107	128
无形资产及其他	81	75	72	69	66	财务费用	2	15	(2)	(6)	(16)
投资性房地产	603	608	608	608	608	投资收益	48	36	40	40	40
长期股权投资	113	121	126	131	136	资产减值及公允价值变动	1	21	0	0	0
资产总计	3242	3674	4045	4412	5025	其他收入	(83)	(67)	(91)	(107)	(128)
短期借款及交易性金融负债	10	94	500	300	200	营业利润	223	293	330	404	499
应付款项	265	261	325	400	495	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	530	852	717	881	1089	利润总额	223	293	330	404	499
流动负债合计	805	1207	1542	1581	1784	所得税费用	24	41	43	52	65
长期借款及应付债券	185	50	(180)	(180)	(180)	少数股东损益	9	12	17	20	25
其他长期负债	67	49	32	15	(2)	归属于母公司净利润	191	240	271	331	409
长期负债合计	251	99	(148)	(165)	(182)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1056	1306	1394	1416	1602	净利润	191	240	271	331	409
少数股东权益	40	56	68	82	99	资产减值准备	7	(2)	3	0	(0)
股东权益	2146	2312	2583	2914	3323	折旧摊销	28	28	27	35	37
负债和股东权益总计	3242	3674	4045	4412	5025	公允价值变动损失	(1)	(21)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	2	15	(2)	(6)	(16)
每股收益	0.60	0.75	0.85	1.04	1.28	营运资本变动	(5)	291	(186)	91	123
每股红利	0.16	0.34	0.00	0.00	0.00	其它	(0)	8	9	14	18
每股净资产	6.73	7.25	8.10	9.14	10.42	经营活动现金流	219	545	122	470	586
ROIC	20%	22%	29%	51%	74%	资本开支	0	(46)	(20)	(20)	(20)
ROE	9%	10%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(61)	89	0	0	0
毛利率	41%	38%	38%	38%	38%	投资活动现金流	(64)	35	(25)	(25)	(25)
EBIT Margin	21%	24%	22%	22%	22%	权益性融资	(12)	26	0	0	0
EBITDA Margin	25%	27%	24%	25%	24%	负债净变化	105	(135)	(230)	0	0
收入增长	-4%	26%	23%	23%	23%	支付股利、利息	(52)	(108)	0	0	0
净利润增长率	13%	26%	13%	22%	24%	其它融资现金流	(213)	382	406	(200)	(100)
资产负债率	34%	37%	36%	34%	34%	融资活动现金流	(119)	(77)	176	(200)	(100)
息率	0.9%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	36	504	273	245	461
P/E	29.3	23.3	20.7	16.9	13.7	货币资金的期初余额	501	536	1040	1313	1559
P/B	2.6	2.4	2.2	1.9	1.7	货币资金的期末余额	536	1040	1313	1559	2020
EV/EBITDA	32.0	24.5	22.2	17.9	15.0	企业自由现金流	0	491	71	417	525
						权益自由现金流	0	739	248	222	439

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032