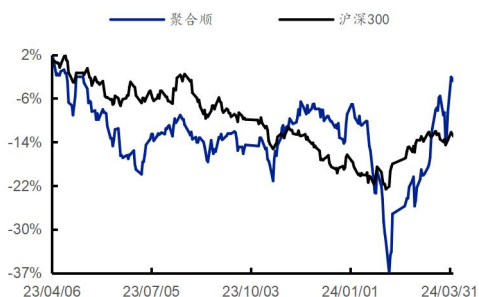


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：李振方 S0350124030010
 lizf@ghzq.com.cn

募投项目进展顺利，户外服饰需求提升

——聚合顺（605166）2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
聚合顺	24.4%	4.6%	-6.8%
沪深 300	0.8%	5.6%	-12.8%

市场数据

市场数据	2024/04/03
当前价格 (元)	10.56
52 周价格区间 (元)	6.42-11.26
总市值 (百万)	3,332.37
流通市值 (百万)	3,332.37
总股本 (万股)	31,556.53
流通股本 (万股)	31,556.53
日均成交额 (百万)	27.06
近一月换手 (%)	1.06

事件：

2024 年 3 月 28 日，聚合顺发布 2023 年年度报告：2023 年实现营业收入 60.18 亿元，同比降低 0.31%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比下滑 18.78%；实现扣非后归母净利润 1.92 亿元，同比下滑 18.63%；销售毛利率 6.70%，同比上升 0.44 个 pct，销售净利率 3.61%，同比下滑 0.37 个 pct；2023 年底，公司存货金额为 2.48 亿元，同比下降 31.41%；2023 年公司经营活动产生的现金流净额为 5.20 亿元，同比上升 46.13%。

2023Q4 单季度，公司实现营业收入 16.41 亿元，同比+34.67%，环比+2.20%；实现归母净利润为 0.47 亿元，同比+22.55%，环比-6.73%；扣非后归母净利润 0.45 亿元，同比+28.84%，环比-7.72%；销售毛利率为 6.20%，同比+0.15 个 pct，环比-0.36 个 pct；销售净利率 3.08%，同比+0.06 个 pct，环比-0.46 个 pct；2023Q4 季度末，公司存货金额为 2.48 亿元，同比-31.41%，环比-36.25%；2023Q4 单季度公司经营活动产生的现金流净额为 3.24 亿元，同比由负转正，环比-37.01%。

投资要点：

■ 尼龙切片价格下滑，公司 2023 年盈利降低

2023 年公司实现营业收入 60.18 亿元，同比降低 0.31%。分产品板块来看，2023 年公司纤维级切片实现营收 40.07 亿元，同比+40.36%，毛利率为 7.32%，同比+0.62 个 pct；工程塑料级切片实现营收 18.47 亿元，同比-30.60%，毛利率为 5.31%，同比-0.14 个 pct；薄膜级切片实现营收 1.28 亿元，同比-72.95%，毛利率为 1.35%，同比下降 4.98 个 pct。2023 年，公司尼龙切片销量 47.78 万吨，同比+6.04%，销售均价为 1.26 万元/吨，同比-5.98%。

2023 年公司实现归母净利润 1.97 亿元，同比下滑 18.78%，主要系公司工程塑料级切片、薄膜级切片业务营收下降所致。2023 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.19%/0.62%/-0.79%/2.63%，同比+0.01%/+0.10%/+0.34%/+0.78 个 pct。公司研发费用增加，主要是因为系公司子公司研发费用增加所致。2023 年底，公司存货金额为 2.48 亿元，同比下降 31.41%，主要系公司产品周转情况变好。2023 年公司经营生产的净现金流量为 5.20 亿元，同比增加 46.13%，主要

系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

■ **募投项目进展顺利，产能有序释放**

2023年，公司面对国内外宏观环境和PA6产品市场变化，公司积极发挥多品种、多生产基地联动优势，保持生产经营稳态发展。公司“研发中心”项目进展顺利，尼龙66、尼龙66与尼龙6共聚产品相继投放市场，获得市场认可。可转债项目“年产18万吨聚酰胺6新材料项目”生产设备安装完成，进行试运行，2023年按计划逐步释放产能。截至2023年底，公司尼龙6产能达51万吨。

■ **消费升级+高端制造，尼龙高端材料需求提升**

受益于上游原材料己内酰胺供应瓶颈的突破，原料自给率大幅提高，叠加下游领域的发展和PA6聚合生产技术的进步，我国PA6行业快速发展。根据卓创数据，2023年，我国PA6产量和表观消费量分别为481.59万吨和455.98万吨，分别同比增长8.63%和7.53%。随着国内消费升级和制造业高质量发展，冲锋衣等户外运动服饰需求上升，民用纤维方面中高端产品市场空间广阔；我国汽车、电子电器、机械、高铁等行业的发展将带动对中高端、高性能的尼龙6工程塑料需求的增长；食品包装领域的需求将驱动薄膜行业进入良性发展轨道。

■ **2023年度分红比例达45.72%，兼顾公司发展与股东回报**

2024年3月28日，公司发布关于2023年度利润分配预案的公告，拟每10股派发现金红利2.85元（含税），截至2023年12月31日，公司总股本为3.16亿股，以此计算拟派发现金红利0.90亿元，占归属于上市公司股东净利润的45.72%。

■ **盈利预测和投资评级** 我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.40、3.19、4.14亿元，对应PE分别13.86、10.45、8.05倍。公司聚焦高端尼龙市场，2023年募投项目产能有序释放，有望逐步贡献业绩增量，随着下游需求逐渐回暖，户外服饰需求提升，公司有望迎来快速发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示** 原材料价格波动；行业竞争加剧；环保监管及能源管控政策变化；汇率风险；新产能建设进度不达预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6018	8040	10680	14288
增长率(%)	0	34	33	34
归母净利润 (百万元)	197	240	319	414
增长率(%)	-19	22	33	30
摊薄每股收益 (元)	0.62	0.76	1.01	1.31
ROE(%)	11	13	15	17
P/E	16.00	13.86	10.45	8.05
P/B	1.83	1.76	1.56	1.36
P/S	0.52	0.41	0.31	0.23
EV/EBITDA	4.76	3.53	1.45	-0.30

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、产品经营数据

表 1：聚合顺分板块经营数据

业务板块		2019	2020	2021	2022	2023	2023同比
纤维级切片	营收（亿元）	14.60	13.86	27.89	28.55	40.07	40.36%
	毛利（亿元）	1.34	1.28	2.45	1.91	2.93	53.43%
	毛利率（%）	9.15%	9.21%	8.80%	6.70%	7.32%	+0.62个pct
工程塑料级切片	营收（亿元）	7.60	10.07	22.28	26.61	18.47	-30.60%
	毛利（亿元）	0.81	0.86	1.46	1.45	0.98	-32.41%
	毛利率（%）	10.69%	8.51%	6.58%	5.45%	5.31%	-0.14个pct
薄膜级切片	营收（亿元）	1.61	1.43	2.34	4.72	1.28	-72.95%
	毛利（亿元）	0.11	0.09	0.12	0.30	0.02	-94.24%
	毛利率（%）	6.56%	6.42%	5.09%	6.33%	1.35%	-4.98个pct
其他业务	营收（亿元）	0.46	0.29	1.54	0.50	0.37	-24.90%
	毛利（亿元）	0.43	0.26	1.45	0.38	0.27	-29.04%
	毛利率（%）	6.82%	10.76%	6.19%	23.24%	27.47%	+4.23个pct
营业收入（亿元）		24.26	25.64	54.05	60.37	60.18	-0.31%
毛利润（亿元）		2.29	2.26	4.13	3.78	4.03	6.82%
毛利率（%）		9.42%	8.80%	7.65%	6.26%	6.70%	+0.44个pct
归母净利润（亿元）		1.00	1.16	2.39	2.42	1.97	-18.78%

资料来源：wind，国海证券研究所

2、主要产品价格情况

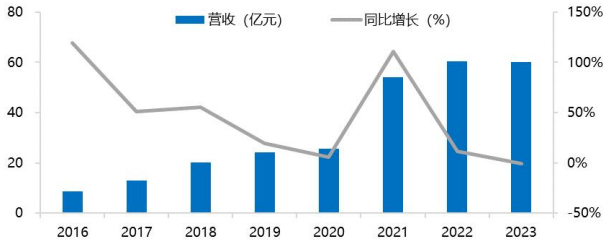
图 1：中国市场 PA6 市场价



资料来源：wind，国海证券研究所

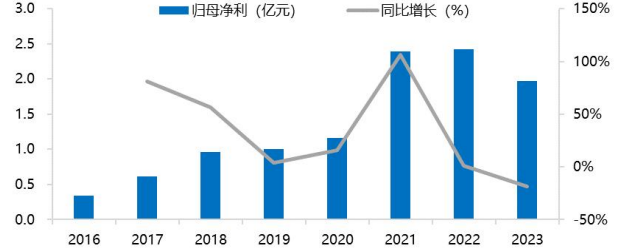
3、公司财务数据

图 2：2023 年营收同比下降 0.31%



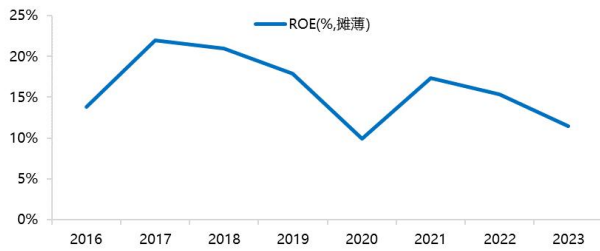
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：2023 年归母净利润同比下降 18.78%



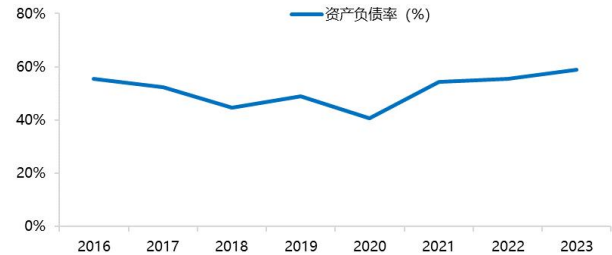
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年净资产收益率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年资产负债率上升



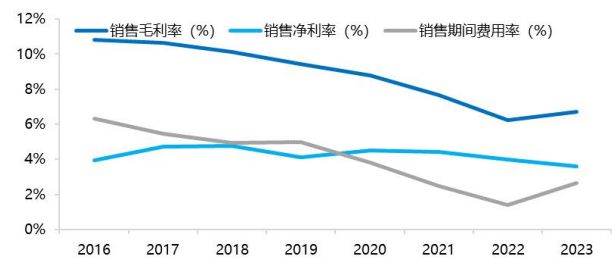
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年资产周转率为 138.70%



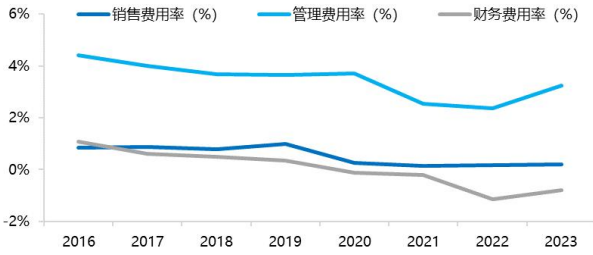
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年毛利率为 6.70%



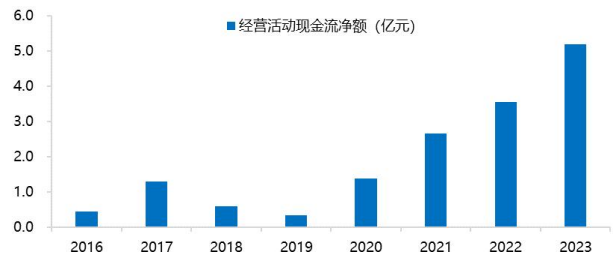
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年期间费用率基本维持平稳



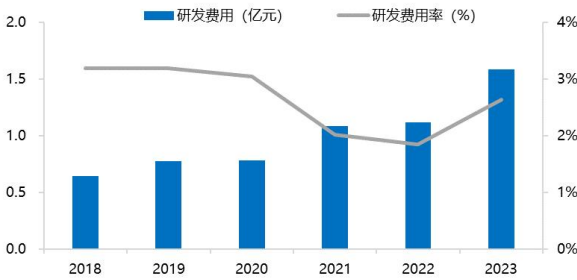
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年经营活动现金净额 5.20 亿元



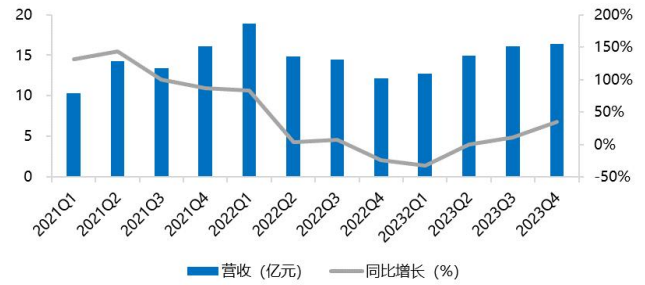
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年研发费用达 1.58 亿元



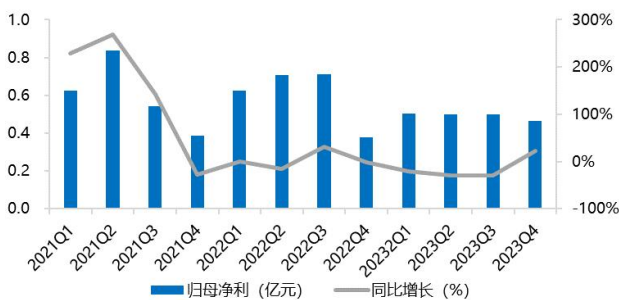
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023Q4 营收同比增长 34.67%



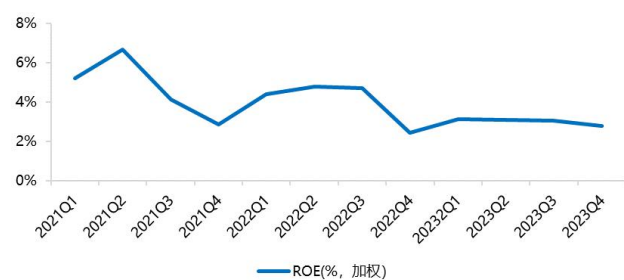
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：2023Q4 归母净利润同比增长 22.55%



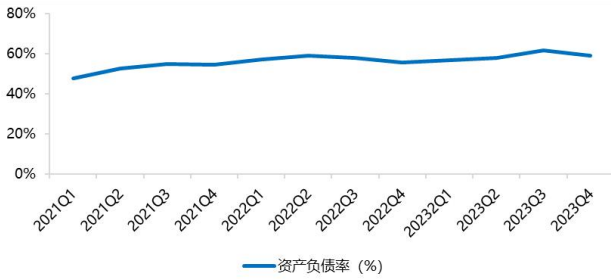
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13：季度净资产收益率



资料来源：wind，国海证券研究所

图 14: 季度资产负债率



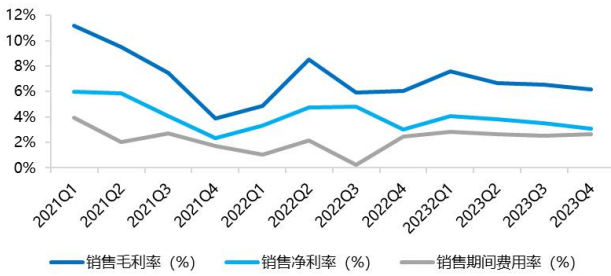
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度资产周转率



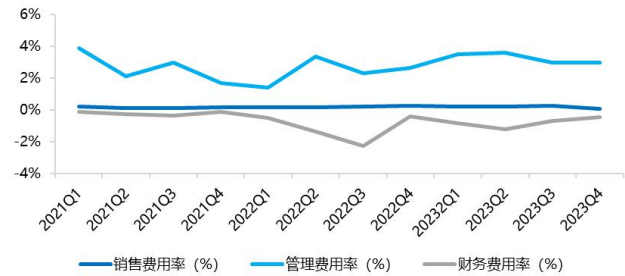
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度毛利率及净利率



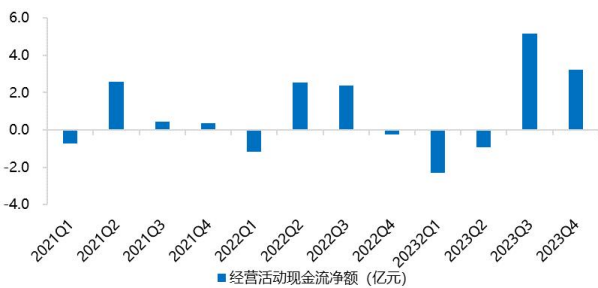
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度期间费用率



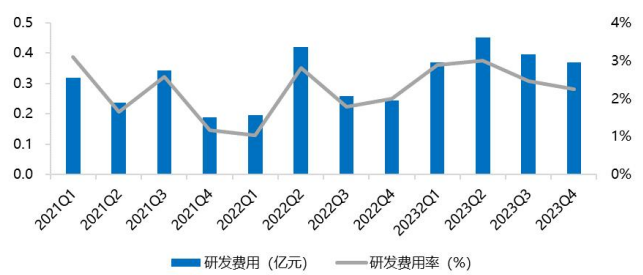
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 2023Q4 经营活动现金流净额 3.24 亿元



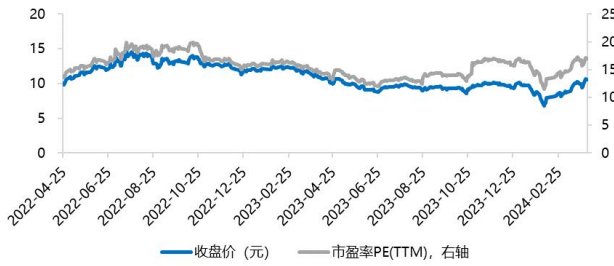
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度研发费用情况



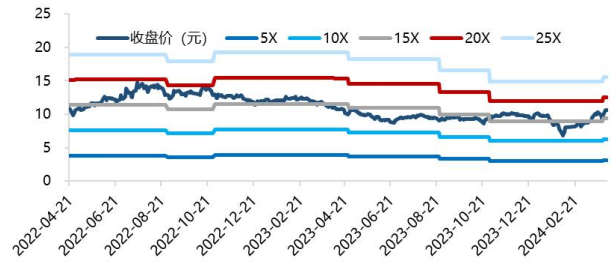
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20：聚合顺 收盘价及 PE (TTM)



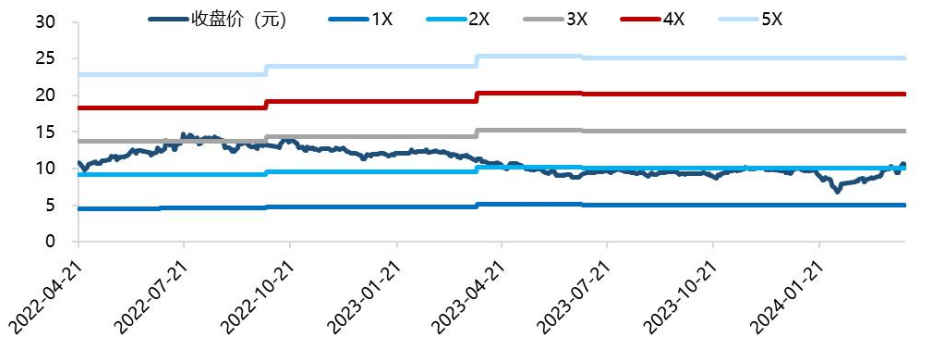
资料来源：wind，国海证券研究所（数据截至 2024/4/3）

图 21：聚合顺 PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所（数据截至 2024/4/3）

图 22：聚合顺 PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所（数据截至 2024/4/3）

4、盈利预测与评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.40、3.19、4.14 亿元，对应 PE 分别 13.86、10.45、8.05 倍。公司聚焦高端尼龙市场，2023 年募投项目产能有序释放，有望逐步贡献业绩增量，随着下游需求逐渐回暖，户外服饰需求提升，公司有望迎来快速发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

5、风险提示

原材料价格波动；行业竞争加剧；环保监管及能源管控政策变化；汇率风险；新产能建设进度不达预期。

附表：聚合顺盈利预测表

证券代码:	605166				股价:	10.56		投资评级:	买入		日期:	2024/04/03	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	11%	13%	15%	17%	EPS	0.62	0.76	1.01	1.31				
毛利率	7%	6%	7%	7%	BVPS	5.42	6.01	6.76	7.75				
期间费率	0%	1%	1%	1%	估值								
销售净利率	3%	3%	3%	3%	P/E	16.00	13.86	10.45	8.05				
成长能力					P/B	1.83	1.76	1.56	1.36				
收入增长率	0%	34%	33%	34%	P/S	0.52	0.41	0.31	0.23				
利润增长率	-19%	22%	33%	30%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.39	1.61	1.79	1.91	营业收入	6018	8040	10680	14288				
应收账款周转率	48.76	67.54	58.39	61.42	营业成本	5615	7521	9983	13345				
存货周转率	18.44	22.03	20.44	21.19	营业税金及附加	13	17	22	30				
偿债能力					销售费用	11	14	19	26				
资产负债率	59%	60%	64%	68%	管理费用	37	44	60	82				
流动比	1.30	1.24	1.19	1.16	财务费用	-48	0	0	0				
速动比	1.08	0.97	0.94	0.92	其他费用/(-收入)	158	173	236	334				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	240	280	374	490				
现金及现金等价物	2088	2196	2819	3728	营业外净收支	-1	0	0	0				
应收款项	75	163	203	262	利润总额	239	280	374	490				
存货净额	248	435	542	718	所得税费用	22	33	43	53				
其他流动资产	857	874	1168	1562	净利润	217	247	331	437				
流动资产合计	3268	3667	4732	6270	少数股东损益	20	7	13	23				
固定资产	937	1032	1144	1274	归属于母公司净利润	197	240	319	414				
在建工程	267	341	378	380	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	213	272	344	424	经营活动现金流	520	493	1046	1365				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	197	240	319	414				
资产总计	4685	5312	6599	8348	少数股东损益	20	7	13	23				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	64	101	121	142				
应付款项	2389	2778	3768	5108	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	237	145	594	786				
其他流动负债	129	176	221	296	投资活动现金流	-236	-328	-343	-354				
流动负债合计	2517	2954	3989	5404	资本支出	-299	-328	-343	-354				
长期借款及应付债券	207	207	207	207	长期投资	40	0	0	0				
其他长期负债	35	35	35	35	其他	23	0	0	0				
长期负债合计	242	242	242	242	筹资活动现金流	-222	-60	-80	-104				
负债合计	2759	3196	4231	5646	债务融资	-150	0	0	0				
股本	316	316	316	316	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	1926	2117	2368	2702	其它	-72	-60	-80	-104				
负债和股东权益总计	4685	5312	6599	8348	现金净增加额	65	108	624	908				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。