

## 基础化工

2025 年 04 月 28 日

## 聚合顺 (605166)

——滕州投产带动销量增长，盈利能力环比提升，25Q1 业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 25 日

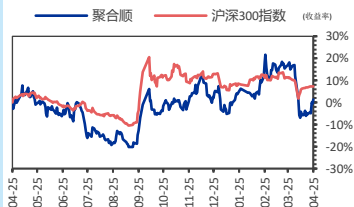
|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 收盘价 (元)        | 11.25             |
| 一年内最高/最低 (元)   | 14.18/8.56        |
| 市净率            | 1.9               |
| 股息率% (分红/股价)   | 2.53              |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 3,541             |
| 上证指数/深证成指      | 3,295.06/9,917.06 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 每股净资产 (元)       | 6.14    |
| 资产负债率%          | 65.07   |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 315/315 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-     |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《聚合顺 (605166) 深度：尼龙 6 持续放量助力高增长，卡位尼龙 66 打造新成长曲线》 2025/01/06

## 证券分析师

任杰 A0230522070003  
renjie@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

## 研究支持

李绍程 A0230124070001  
lisc@swsresearch.com

## 联系人

任杰  
(8621)23297818x  
renjie@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **公司发布 2025 年一季报，业绩符合预期。**25Q1 公司实现营业收入 15.63 亿元 (YoY-5%，QoQ-15%)，归母净利润 0.81 亿元 (YoY+15%，QoQ+21%)，扣非后归母净利润为 0.77 亿元 (YoY+19%，QoQ+18%)。公司 25Q1 单季度业绩同环比提升，我们预计系滕州基地投产带动，PA6 销量同比提升，且盈利能力环比增强。
- **滕州基地投产提升销量，盈利能力环比提升。**根据公司公告，24Q4 滕州基地二期 18 万吨产线已进入调试，根据公司经营数据及我们计算，25Q1 公司实现尼龙切片销量 14.27 万吨 (YoY+18%，QoQ-11%)，均价 10942 元/吨 (YoY-19%，QoQ-4%)，单吨毛利润 894 元 (同环比-181/+86 元)，单吨净利润 634 元 (同环比-45/+100 元)。根据钢联数据，25Q1 我国 PA6 切片表观消费量约 168 万吨，同比增长 32%，需求端高景气延续，但受原料己内酰胺价格持续下行，25Q1 PA6 切片价格跟随下滑。尼龙强度高、质轻且耐磨性好，锦纶适应时代趋势，已逐步替代涤纶用于多类纺服用品主材，随着锦纶在纺服领域持续渗透，叠加汽车轻量化对尼龙塑料需求的提振，上游 PA6 切片景气或不断提升。根据公司年报，公司当前拥有 PA6 切片产能 58.2 万吨/年，并在建 36.4 万吨/年 (含部分共聚尼龙)，产品品质国内领先，较同行具备溢价，有望引领行业持续发展。
- **与中国天辰利益共享，卡位 PA66 赛道。**己二腈仍然是制约 PA66 国产化放量的关键，当前国产己二腈虽有突破但进展较缓，天辰齐翔有望率先落地。公司拟建设淄博基地一期 8 万吨 PA66 项目，远期规划 50 万吨，通过股权合作模式 (公司 65%，中国天辰 35%)，公司实现与中国天辰利益共享，卡位 PA66 赛道，远期成长可期。
- **盈利预测与估值：**公司 PA6 切片定位高端与差异化，超额收益显著，产能陆续落地提升市占率，布局 PA66 与特种尼龙，再次打开远期成长空间，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.10、5.07、6.13 亿元，对应的 EPS 分别为 1.30、1.61、1.95 元，目前市值对应的 PE 分别为 9X、7X、6X，维持增持评级。
- **风险提示：**1) 在建项目推进不及预期；2) PA6 切片景气下行；3) 国产己二腈落地不及预期；4) PA66 项目进展低于预期。

## 财务数据及盈利预测

|             | 2024  | 2025Q1 | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 7,168 | 1,563  | 9,284 | 10,251 | 10,721 |
| 同比增长率 (%)   | 19.1  | -4.6   | 29.5  | 10.4   | 4.6    |
| 归母净利润 (百万元) | 300   | 81     | 410   | 507    | 613    |
| 同比增长率 (%)   | 52.7  | 15.0   | 36.7  | 23.5   | 20.9   |
| 每股收益 (元/股)  | 0.95  | 0.26   | 1.30  | 1.61   | 1.95   |
| 毛利率 (%)     | 8.1   | 8.2    | 8.3   | 8.9    | 9.7    |
| ROE (%)     | 15.6  | 4.1    | 17.8  | 18.0   | 17.9   |
| 市盈率         | 12    |        | 9     | 7      | 6      |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入                  | 6,018 | 7,168 | 9,284 | 10,251 | 10,721 |
| 其中: 营业收入               | 6,018 | 7,168 | 9,284 | 10,251 | 10,721 |
| 减: 营业成本                | 5,615 | 6,591 | 8,510 | 9,340  | 9,684  |
| 减: 税金及附加               | 13    | 19    | 24    | 27     | 28     |
| 主营业务利润                 | 390   | 558   | 750   | 884    | 1,009  |
| 减: 销售费用                | 11    | 10    | 9     | 15     | 14     |
| 减: 管理费用                | 37    | 41    | 51    | 56     | 60     |
| 减: 研发费用                | 158   | 179   | 241   | 267    | 279    |
| 减: 财务费用                | -48   | -48   | -33   | -52    | -70    |
| 经营性利润                  | 232   | 376   | 482   | 598    | 726    |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | 6     | -4    | 0     | 0      | 0      |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | 0     | -2    | 0     | 0      | 0      |
| 加: 投资收益及其他             | 3     | 53    | 51    | 51     | 50     |
| 营业利润                   | 240   | 424   | 532   | 649    | 777    |
| 加: 营业外净收入              | -1    | -2    | 0     | 0      | 0      |
| 利润总额                   | 239   | 422   | 532   | 649    | 777    |
| 减: 所得税                 | 22    | 57    | 54    | 66     | 87     |
| 净利润                    | 217   | 366   | 477   | 583    | 690    |
| 少数股东损益                 | 20    | 65    | 67    | 76     | 77     |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 197   | 300   | 410   | 507    | 613    |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                                                                    |
|--------|-----|--------------|--------------------------------------------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | <a href="mailto:maojiong@swhy.com">maojiong@swhy.com</a>           |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | <a href="mailto:liqing3@swhy.com">liqing3@swhy.com</a>             |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | <a href="mailto:xiaoxia@swhy.com">xiaoxia@swhy.com</a>             |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | <a href="mailto:zhangxiaozhuo@swhy.com">zhangxiaozhuo@swhy.com</a> |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | <a href="mailto:zhuxiaoyi@swhy.com">zhuxiaoyi@swhy.com</a>         |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | <a href="mailto:panyeming@swhy.com">panyeming@swhy.com</a>         |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。