

阿科力 (603722.SH)

聚醚胺行业景气度探底，关注 COC 国产化进程

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	537	466	608	1,126	1,565
上升率 yoy (%)	-24.7	-13.1	30.3	85.3	39.0
归母净利润 (百万元)	24	-20	27	118	230
上升率 yoy (%)	-80.1	-182.2	235.9	340.1	95.4
ROE (%)	3.0	-2.2	2.8	11.2	18.2
EPS 最新摊薄 (元)	0.25	-0.21	0.28	1.23	2.40
P/E (倍)	149.3	-181.8	133.8	30.4	15.6
P/B (倍)	4.7	3.8	3.8	3.4	2.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件 1: 2025 年 4 月 29 日，阿科力发布 2024 年年报。公司 2024 年收入为 4.66 亿元，同比下降 13.14%；归母净利润为 -0.20 亿元，同比下降 182.15%；扣非归母净利润为 -0.22 亿元，同比下降 215.47%。对应公司 24Q4 营业收入为 1.02 亿元，环比下降 16.88%；归母净利润为 -0.13 亿元，环比下降 46.74%。

事件 2: 2025 年 4 月 29 日，阿科力发布 2025 年一季报。1Q25 公司收入为 1.06 亿元，同比上升 2.70%；归母净利润为 -0.05 亿元，同比下降 505.20%。

点评: 聚醚胺行业竞争加剧，产品价格下跌，公司业绩短期承压。公司 2024 年脂肪胺/光学材料板块收入分别为 2.74/1.91 亿元，YoY 分别为 -22.11/3.96%，毛利率分别为 -0.44/17.91%，同比变化 -9.73/-7.01pcts。公司营收下降的主要原因为 2024 年国内聚醚胺市场需求下降，竞争激烈，产品价格下降。此外，万吨级聚醚胺产线于 2024 年 2 月 27 日至 2024 年 3 月 26 日停产检修，对公司聚醚胺产销量产生一定影响。

产销量方面，2024 年公司脂肪胺产量为 1.81 万吨，同比下降 13.86%，销量为 1.88 万吨，同比下降 9.17%；光学材料产量为 6711.22 吨，同比上升 31.72%，销量为 6377.06 吨，同比上升 19.26%。

产品价格方面，2024 年公司聚醚胺销售均价为 14593.26 元/吨，同比下降 14.24%；光学材料价格为 30021.47 元/吨，同比下降 12.83%。

费用方面，公司在 2024 年的销售费用同比下降 14.75%，销售费用率为 1.50%，同比下降 0.03pcts；管理费用同比上升 0.10%，管理费用率为 8.01%，同比上升 1.06pcts；研发费用同比上升 1.64%。研发费用率为 3.94%，同比上升 0.57pcts；财务费用同比下降 4.35%。财务费用率为 -1.86%，同比下降 0.31pcts。

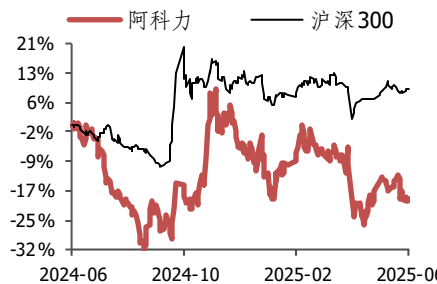
聚醚胺价格同比下降，1Q25 公司业绩短期承压。根据公司 2025 年一季度主要经营数据公告披露，1Q25 公司聚醚胺销售均价 14131.74

买入 (维持评级)

股票信息

行业	基础化工
2025 年 6 月 6 日收盘价 (元)	37.33
总市值 (百万元)	3,572.49
流通市值 (百万元)	3,572.49
总股本 (百万股)	95.70
流通股本 (百万股)	95.70
近 3 月日均成交额 (百万元)	43.33

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号: S1070123060039

邮箱: linsen@cgws.com

相关研究

- 《公司业绩短期承压，看好 COC 材料进口替代进程》
2024-11-19
- 《聚醚胺行业景气度处于低位，看好 COC 产品产业化进程》
2024-09-10

元/吨，同比下降 12.26%；光学材料销售均价 31495.14 元/吨，同比上升 7.02%。

2024 年公司各项活动产生的现金流净额波动较大。经营性活动产生的现金流净额为 0.84 亿元，同比上升 95.73%；投资活动产生的现金流净额为 -3.79 亿元，同比下降 503.13%；筹资活动产生的现金流净额为 1.92 亿元，同比上升 761.74%。期末现金及等价物余额为 2.56 亿元，同比下降 28.00%。应收账款同比上升 17.44%，应收账款周转率有所上升，从 2023 年同期的 6.99 次上升到 7.27 次；存货同比下降 5.29%，存货周转率有所上升，从 2023 年同期的 9.21 次上升到 9.69 次。

国内聚醚胺行业景气度触底，公司积极开拓市场力争突破。根据 2024 年年报披露，2024 年国内聚醚胺市场竞争加剧，产品整体价格一直处于低位，毛利率低于正常水平，风电领域竞争更为激烈，导致毛利率极低。在这一情况下，公司主动走出去，成立阿科力（香港）有限公司，积极开拓国际市场，加强特殊牌号聚醚胺的出口销售。公司聚醚胺 MA223 全年出口量保持了一定的增长，MA223 出口量约占 MA223 单一品种销售量的 60%。同时，公司继续加强小规格聚醚胺的市场开拓，也取得了一定的效果，小规格聚醚胺全年销售量达到 4350 吨，同比增加约 24%。

COC 项目有望今年量产，下游应用场景广阔。根据公司 2024 年年报披露，2024 年上半年，公司高透光材料环烯烃单体已实现量产并产生少量销售，高透光材料（环烯烃共聚物 COC）千吨级生产线已建成，2024 年三季度进行试生产，公司争取在 2025 年实现量产并销售。远期来看，阿科力潜江 30000 吨高透光材料产能预计于 2026 年年底完工。公司在研项目众多，积极拓宽 COC 产品下游应用领域。2024 年公司新设立自研项目 4 个，分别为“生物医药包装专用环烯烃共聚物（COC）的开发”、“电子光学专用环烯烃共聚物（COC）的开发”、“万吨级环烯烃单体反应工程放大研究”以及“万吨级环烯烃共聚物成套工艺技术开发”。新设立的四个自研项目旨在挖掘环烯烃共聚物潜在性能优势，为自产环烯烃共聚物导入至新兴应用领域提供适配方案，以实现环烯烃共聚物的国产化替代以及推广。我们看好 COC 产品的下游应用场景，随着公司产线逐步投产，有望开辟第二收入增长曲线。

投资建议：我们预计阿科力 2025-2027 年收入分别为 6.08/11.26/15.65 亿元，同比增长 30.3%/85.3%/39.0%，归母净利润分别为 0.27/1.18/2.30 亿元，同比增长 235.9%/340.1%/95.4%，对应 EPS 分别为 0.28/1.23/2.40 元。结合公司 6 月 6 日收盘价，对应 PE 分别为 134/30/16 倍。我们看好公司纵横双向的产业链拓展，产品矩阵的持续丰富有望开辟新收入增长曲线，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；产品技术创新风险，行业竞争风险，环保风险

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	523	662	795	1302	1565
现金	378	291	379	702	976
应收票据及应收账款	60	68	87	211	195
其他应收款	0	1	0	2	1
预付账款	9	4	13	20	26
存货	46	43	62	113	112
其他流动资产	30	254	254	254	254
非流动资产	410	595	641	903	1109
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	286	255	325	536	709
无形资产	49	49	50	51	53
其他非流动资产	75	291	266	315	348
资产总计	933	1257	1436	2205	2674
流动负债	165	258	420	1094	1355
短期借款	0	0	185	528	900
应付票据及应付账款	146	213	207	493	407
其他流动负债	19	45	28	74	49
非流动负债	4	67	67	67	67
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	67	67	67	67
负债合计	169	324	486	1161	1422
少数股东权益	2	1	1	1	-0.4
股本	88	96	96	96	96
资本公积	287	487	487	487	487
留存收益	386	349	370	468	662
归属母公司股东权益	761	931	948	1043	1253
负债和股东权益	933	1257	1436	2205	2674

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	43	84	-6	322	224
净利润	23	-20	27	117	228
折旧摊销	32	42	42	56	86
财务费用	-8	-9	-4	2	11
投资损失	-1	-0.04	-1	-1	-1
营运资金变动	-10	65	-69	146	-101
其他经营现金流	8	6	-1	0.63	0.76
投资活动现金流	94	-379	-85	-316	-291
资本支出	49	154	87	318	293
长期投资	141	-225	0	0	0
其他投资现金流	2	0	2	2	2
筹资活动现金流	-29	192	-6	-25	-31
短期借款	0	0	185	343	372
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	8	0	0	0
资本公积增加	0	200	0	0	0
其他筹资现金流	-29	-15	-190	-368	-402
现金净增加额	109	-99	-97	-20	-98

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	537	466	608	1126	1565
营业成本	457	432	510	846	1091
营业税金及附加	4	2	3	7	9
销售费用	8	7	8	17	23
管理费用	37	37	41	79	112
研发费用	18	18	23	43	59
财务费用	-8	-9	-4	2	11
资产和信用减值损失	-1	-6	-0.62	-1.37	-2
其他收益	4	3	3	3	3
公允价值变动收益	1	0	1	1	1
投资净收益	1	0	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	26	-25	31	136	265
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	25	-25	31	135	265
所得税	2	-5	4	19	36
净利润	23	-20	27	117	228
少数股东损益	-0.79	-1	-0.14	-0.61	-1
归属母公司净利润	24	-20	27	118	230
EBITDA	51	12	70	199	371
EPS (元/股)	0.25	-0.21	0.28	1.23	2.40

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-24.7	-13.1	30.3	85.3	39.0
营业利润 (%)	-81.6	-196.3	225.4	338.3	94.9
归属母公司净利润 (%)	-80.1	-182.2	235.9	340.1	95.4
获利能力					
毛利率 (%)	14.8	7.2	16.2	24.9	30.3
净利率 (%)	4.3	-4.3	4.4	10.4	14.6
ROE (%)	3.0	-2.2	2.8	11.2	18.2
ROIC (%)	2.3	-2.4	2.1	7.5	11.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.1	25.8	33.9	52.7	53.2
净负债比率 (%)	-49.0	-24.0	-13.4	-10.3	-0.8
流动比率	3.2	2.6	1.9	1.2	1.2
速动比率	2.7	2.3	1.7	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	8.6	7.4	8.0	7.7	7.8
应付账款周转率	12.9	12.0	12.4	12.2	12.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	-0.21	0.28	1.23	2.40
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.88	-0.06	3.36	2.34
每股净资产 (最新摊薄)	7.95	9.73	9.91	10.90	13.09
估值比率					
P/E	149.3	-181.8	133.8	30.4	15.6
P/B	4.7	3.8	3.8	3.4	2.9
EV/EBITDA	62.9	252.6	45.9	16.2	9.0

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031

传真：86-10-88366686