

## 基础化工

2025年08月27日

# 聚合顺 (605166)

## ——外部扰动叠加库存影响致短期业绩承压，进军特种尼龙切片再绘成长曲线

报告原因：有业绩公布需要点评

### 增持 (维持)

投资要点：

市场数据：2025年08月26日

收盘价(元)	12.53
一年内最高/最低(元)	14.18/8.56
市净率	2.0
股息率%(分红/股价)	1.06
流通A股市值(百万元)	3,944
上证指数/深证成指	3,868.38/12,473.17

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	6.10
资产负债率%	63.46
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

证券分析师

李绍程 A0230525070002  
lisc@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230525070002  
lisc@swsresearch.com

联系人

李绍程  
(8621)23297818x  
lisc@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司发布 2025 年半年报，业绩基本符合预期。**25H1 公司实现营业收入 30.30 亿元 (yoy-14%)，归母净利润为 1.11 亿元 (yoy-28%)，扣非后归母净利润为 1.09 亿元 (yoy-26%)，毛利率 7.40% (yoy-0.82 pct)，净利率 4.09% (yoy-1.11 pct)，业绩基本符合预期。其中 25Q2 公司实现营业收入为 14.67 亿元 (yoy-22%，QoQ-6%)，归母净利润为 0.30 亿元 (yoy-64%，QoQ-63%)，扣非后归母净利润为 0.32 亿元 (yoy-61%，QoQ-58%)，毛利率 6.58% (yoy-1.88 pct，QoQ-1.59 pct)，净利率 2.28% (yoy-3.09 pct，QoQ-3.51 pct)。25Q2 公司单季度归母净利润环比下滑的主要原因为外部环境扰动，公司开工率下滑，原料端己内酰胺价格下行或致部分库存损失。
- **外部环境挑战叠加原料单边下行，PA6 切片开工及盈利短期承压。**根据公司公众号，常德 2 期 9.2 万吨 PA6 切片于 5 月投产，但受到需求疲软，外部贸易环境影响，25H1 杭州及滕州基地产能利用率有所下降，且成本端价格快速走低或致库存损失较大，公司盈利能力有所下滑。根据公司经营数据及我们计算，25Q2 公司实现尼龙切片销量 15.05 万吨 (YoY+6%，QoQ+5%)，均价 9748 元/吨 (YoY-26%，QoQ-11%)，单吨毛利润 642 元 (同环比-478/-253 元)，单吨净利润 222 元 (同环比-488/-411 元)。根据钢联数据，25H1 我国 PA6 切片表观消费量约 315 万吨，同比增长 17%，量增显著，根据百川盈孚数据，25Q2 成本端己内酰胺均价为 9198 元/吨 (YoY-30%，QoQ-13%)，环比降幅较大，但截至 8 月 26 日，25Q3 己内酰胺国内均价 8776 元/吨，环比降幅收窄至 5%，叠加外部贸易因素缓解，看好下半年公司盈利修复。根据我们统计，公司当前拥有 PA6 切片产能 78.2 万吨/年，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。此外，公司积极应对外部环境挑战，25H1 海外业务实现同比超 65% 的增速。
- **进军高端尼龙切片，产品结构持续升级。**6 月公司公告，拟将原募投项目“年产 12.4 万吨尼龙新材料项目”调整优化变更为“年产 5.08 万吨尼龙新材料建设项目”，新项目内容包括尼龙 6 共聚切片 1.8 万吨、尼龙 66 切片 1.4 万吨、尼龙 66 共聚切片 0.7 万吨及改性尼龙 1.18 万吨，将进一步丰富公司品类，提升产品附加值。
- **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，同时天辰齐翔拟对山东聚合顺增资，完成后公司和天辰齐翔分别持有其 65% 和 35% 股份，通过股权合作形式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。考虑到外部环境及库存损失影响，我们下调公司 2025 年归母净利润预测为 2.85 亿元 (前值为 4.10 亿元)，维持 2026-27 年预测为 5.07、6.13 亿元，对应的 EPS 分别为 0.91、1.61、1.95 元，目前市值对应的 PE 分别为 14X、8X、6X，同行可比公司 2025 年平均 PE 为 32 倍 (鲁西化工、神马股份、台华新材)，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	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,168	3,030	6,366	8,425	8,956
同比增长率(%)	19.1	-13.9	-11.2	32.4	6.3
归母净利润(百万元)	300	111	285	507	613
同比增长率(%)	52.7	-27.6	-5.0	77.9	20.8
每股收益(元/股)	0.95	0.35	0.91	1.61	1.95
毛利率(%)	8.1	7.4	8.4	10.1	10.9
ROE(%)	15.6	5.7	13.1	18.9	18.6
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,018	7,168	6,366	8,425	8,956
其中：营业收入	6,018	7,168	6,366	8,425	8,956
减：营业成本	5,615	6,591	5,829	7,573	7,981
减：税金及附加	13	19	17	22	24
主营业务利润	390	558	520	830	951
减：销售费用	11	10	6	12	12
减：管理费用	37	41	35	46	50
减：研发费用	158	179	166	219	233
减：财务费用	-48	-48	-24	-35	-56
经营性利润	232	376	337	588	712
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	57	61	60
营业利润	240	424	394	648	772
加：营业外净收入	-1	-2	0	0	0
利润总额	239	422	394	648	772
减：所得税	22	57	40	66	82
净利润	217	366	353	582	690
少数股东损益	20	65	68	75	77
归属于母公司所有者的净利润	197	300	285	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	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 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，可以向我们的销售员索取。

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。