

桐昆股份（601233）

证券研究报告

2025 年 04 月 26 日

业绩改善，低估值+高成长凸显长期价值

2024 年公司实现归母净利润 12.02 亿，同比+50.8%

2024 年，公司实现营业收入 1013.07 亿元，同比+22.59%；实现归母净利润 12.02 亿，同比+50.8%，扣非归母净利润 9.34 亿元，同比+105.39%，主要为投资收益改善带来的业绩提升。其中，Q4 公司实现归母净利润 1.95 亿，扣非净利润 1.1 亿。

量增价减，长丝毛利略有下滑

2024 年公司实现 POY/FDY/DTY 销量 968/214/112 万吨，同比+23%/+46%/+13%；POY/FDY/DTY 售价 6632/7408/8283 元/吨，同比-2%/-3%/-0.2%。

原料方面：2024 年 PX 采购均价 7006 元/吨，同比-6%；MEG 均价 4049 元/吨，同比+12%。

重点项目稳步推进，强链补链助力产业升级

产业进一步延伸丰富：2024 年，公司涉足的产业更加丰富完善，主产业链进一步得到延伸，印染、短纤项目陆续投产。

重点项目稳步推进：福建恒海项目进入关键冲刺阶段，安徽佑顺项目土建收尾，正在进行设备安装，恒翔二期已取得安评、能评、环评批复，宇欣二期项目装置相关设计基本确定，广西石化聚酯项目正式启动。印尼炼化项目 ODI 报批材料顺利提交上报并配合上级部门进行修改，完成一揽子协议签订与国内外的登记备案工作，完成上报版可研报告等的编制工作。

龙头份额提升，行业自律性有望强化

行业集中度进一步提升：2024 年存量直纺产能行业前 6 家占比提升至 8 成附近，行业竞争格局从充分竞争的态势，逐步演变成以行业龙头企业之间的全方位竞争格局为主。

行业进入低速增长期：2024-2025 年，长丝行业进入低速增长期，2024 年长丝新产能 122 万吨，预计 2025 年新产能为 182 万吨（不含重启项目），本轮产能扩张速度明显低于 2020-2023 年水平，行业更加有序扩张，我们认为，短期关税事件虽然可能会对出口造成一定扰动，但不改龙头企业中长期竞争优势和韧性。

盈利预测预估值：受出口不确定性的影响，我们将公司 2025/2026 年归母净利润预测由 48/60 亿下调至 25/38 亿，新增 2027 年归母净利润预测 45 亿，2025 年 4 月 25 日股价对应的 PE 分别为 10/7/6，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；原材料大幅波动风险；关税不确定性风险

投资评级

行业	石油石化/炼化及贸易
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.57 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,404.78
流通 A 股股本(百万股)	2,395.90
A 股总市值(百万元)	25,418.52
流通 A 股市值(百万元)	25,324.64
每股净资产(元)	15.16
资产负债率(%)	64.57
一年内最高/最低(元)	16.44/9.63

作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
黄凯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524090001	
huangkaia@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《桐昆股份-公司点评:印尼炼厂规模拟调整，公司持股比例拟上升》 2024-05-25
- 《桐昆股份-年报点评报告:业绩复苏，看好长丝景气度改善》 2024-04-28
- 《桐昆股份-公司深度研究:涤纶开启景气周期，炼化打开二次成长》 2023-08-14

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	82,639.85	101,306.83	110,424.45	119,258.40	125,221.32
增长率(%)	33.30	22.59	9.00	8.00	5.00
EBITDA(百万元)	6,397.16	8,499.02	10,041.31	11,868.76	12,965.62
归属母公司净利润(百万元)	797.04	1,201.90	2,545.66	3,806.01	4,501.69
增长率(%)	512.12	50.80	111.80	49.51	18.28
EPS(元/股)	0.33	0.50	1.06	1.58	1.87
市盈率(P/E)	31.89	21.15	9.99	6.68	5.65
市净率(P/B)	0.72	0.70	0.65	0.60	0.54
市销率(P/S)	0.31	0.25	0.23	0.21	0.20
EV/EBITDA	10.95	7.30	5.84	4.64	4.11

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,615.54	13,839.40	8,833.96	9,540.67	10,017.71
应收票据及应收账款	692.83	1,004.81	835.59	1,208.61	902.00
预付账款	1,383.64	1,043.56	1,130.70	1,388.39	1,262.41
存货	10,249.06	9,162.44	12,649.18	10,721.77	13,696.72
其他	2,165.07	1,597.29	2,054.15	1,929.69	1,901.23
流动资产合计	26,106.14	26,647.51	25,503.58	24,789.13	27,780.07
长期股权投资	18,834.28	19,147.49	19,247.49	19,347.49	19,447.49
固定资产	44,160.42	48,469.88	50,062.10	51,055.24	51,562.74
在建工程	8,734.51	4,648.88	3,989.33	3,593.60	3,356.16
无形资产	2,858.47	3,078.24	2,970.67	2,863.09	2,755.51
其他	1,752.29	2,394.16	2,377.18	2,162.29	2,294.77
非流动资产合计	76,339.98	77,738.65	78,646.76	79,021.70	79,416.67
资产总计	102,446.11	104,386.16	104,150.34	103,810.83	107,196.74
短期借款	20,974.04	25,861.04	24,117.39	20,003.62	19,014.91
应付票据及应付账款	14,523.79	9,647.06	16,020.21	14,911.63	15,021.30
其他	10,578.21	10,253.07	9,022.30	10,033.63	9,787.17
流动负债合计	46,076.03	45,761.17	49,159.90	44,948.88	43,823.38
长期借款	18,474.78	16,921.48	14,271.81	14,271.81	14,271.81
应付债券	0.00	203.69	67.90	90.53	120.70
其他	1,231.27	1,601.80	1,191.40	1,341.49	1,378.23
非流动负债合计	19,706.04	18,726.97	15,531.10	15,703.82	15,770.74
负债合计	66,662.65	67,403.60	64,691.00	60,652.70	59,594.12
少数股东权益	313.06	441.86	515.81	604.45	703.52
股本	2,411.12	2,411.12	2,404.78	2,404.78	2,404.78
资本公积	13,610.34	13,596.77	13,596.77	13,596.77	13,596.77
留存收益	19,946.53	21,042.96	23,479.21	27,067.12	31,418.33
其他	(497.59)	(510.13)	(537.22)	(514.98)	(520.78)
股东权益合计	35,783.47	36,982.56	39,459.34	43,158.13	47,602.61
负债和股东权益总计	102,446.11	104,386.16	104,150.34	103,810.83	107,196.74

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	821.40	1,218.00	2,545.66	3,806.01	4,501.69
折旧摊销	3,645.34	4,937.98	5,484.36	5,819.62	6,146.97
财务费用	999.89	1,301.16	1,202.35	1,101.20	991.87
投资损失	(321.75)	(709.16)	(1,425.21)	(2,235.66)	(2,500.00)
营运资金变动	559.04	3,374.70	(1,133.28)	815.09	(2,462.14)
其它	(2,582.58)	(1,342.18)	265.92	18.30	90.10
经营活动现金流	3,121.35	8,780.50	6,939.79	9,324.57	6,768.49
资本支出	13,065.20	5,294.81	6,819.85	6,259.36	6,372.71
长期投资	332.16	313.21	100.00	100.00	100.00
其他	(23,881.73)	(15,511.76)	(12,282.41)	(10,381.53)	(10,357.15)
投资活动现金流	(10,484.37)	(9,903.75)	(5,362.56)	(4,022.17)	(3,884.43)
债权融资	7,926.20	1,344.93	(6,436.53)	(4,394.44)	(2,247.32)
股权融资	(118.33)	(26.12)	(146.15)	(201.25)	(159.70)
其他	(1,281.21)	2,439.79	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	6,526.66	3,758.60	(6,582.68)	(4,595.69)	(2,407.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(836.37)	2,635.35	(5,005.45)	706.72	477.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	82,639.85	101,306.83	110,424.45	119,258.40	125,221.32
营业成本	78,455.12	96,603.57	102,584.31	109,836.99	114,827.95
营业税金及附加	293.98	293.90	320.35	345.97	363.27
销售费用	118.22	134.28	220.85	238.52	250.44
管理费用	1,352.46	1,470.70	1,656.37	1,908.13	2,128.76
研发费用	1,754.83	1,952.95	2,760.61	3,100.72	3,380.98
财务费用	783.02	1,208.89	1,202.35	1,101.20	991.87
资产/信用减值损失	(38.57)	(70.25)	(61.13)	(61.13)	(61.13)
公允价值变动收益	(15.31)	15.84	188.65	(75.73)	(12.40)
投资净收益	321.23	708.48	1,425.21	2,235.66	2,500.00
其他	(964.03)	(1,911.01)	0.00	0.00	0.00
营业利润	578.90	899.48	3,232.34	4,825.66	5,704.51
营业外收入	56.85	86.60	62.82	68.76	72.73
营业外支出	11.47	30.14	16.50	19.37	22.00
利润总额	624.27	955.94	3,278.66	4,875.05	5,755.23
所得税	(197.13)	(262.06)	655.73	975.01	1,151.05
净利润	821.40	1,218.00	2,622.93	3,900.04	4,604.19
少数股东损益	24.36	16.09	77.27	94.03	102.50
归属于母公司净利润	797.04	1,201.90	2,545.66	3,806.01	4,501.69
每股收益（元）	0.33	0.50	1.06	1.58	1.87

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	33.30%	22.59%	9.00%	8.00%	5.00%
营业利润	-259.69%	55.38%	259.36%	49.29%	18.21%
归属于母公司净利润	512.12%	50.80%	111.80%	49.51%	18.28%
获利能力					
毛利率	5.06%	4.64%	7.10%	7.90%	8.30%
净利率	0.96%	1.19%	2.31%	3.19%	3.59%
ROE	2.25%	3.29%	6.54%	8.94%	9.60%
ROIC	3.09%	3.89%	5.06%	6.57%	7.42%
偿债能力					
资产负债率	65.07%	64.57%	62.11%	58.43%	55.59%
净负债率	98.54%	96.24%	89.62%	72.67%	62.24%
流动比率	0.56	0.55	0.52	0.55	0.63
速动比率	0.34	0.36	0.26	0.31	0.32
营运能力					
应收账款周转率	111.12	119.35	120.00	116.68	118.66
存货周转率	9.37	10.44	10.13	10.21	10.26
总资产周转率	0.86	0.98	1.06	1.15	1.19
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.50	1.06	1.58	1.87
每股经营现金流	1.30	3.65	2.89	3.88	2.81
每股净资产	14.75	15.20	16.19	17.70	19.50
估值比率					
市盈率	31.89	21.15	9.99	6.68	5.65
市净率	0.72	0.70	0.65	0.60	0.54
EV/EBITDA	10.95	7.30	5.84	4.64	4.11
EV/EBIT	25.46	17.27	12.87	9.10	7.81

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com