

桐昆股份（601233.SH）

优于大市

一季度净利同环比提升，涤纶长丝供需有望改善

核心观点

公司2024年及2025年一季度归母净利润同比提升。公司2024年营收1013.1亿元（同比+22.6%），归母净利润12.0亿元（同比+50.8%）；2025年一季度营收194.2亿元（同比-8.0%，环比-23.1%），归母净利润6.1亿元（同比+5.4%，环比+213.0%），2024年及2025年一季度归母净利均有提升。

2024年公司主营产品涤纶长丝销量提升。公司涤纶长丝产能1350万吨，国内份额超28%。2024年公司涤纶长丝POY/FDY/DTY销量968/214/112万吨（同比+23%/+46%/+13%），新产能贡献增量，销量同比提升。2025年一季度公司涤纶长丝POY/FDY/DTY销量181/45/24万吨（同比-7%/+8%/+4%，环比-30%/-23%/-23%），一季度受春节假期及传统纺织行业淡季影响，下游服装、家纺企业开工率阶段性回落，终端需求疲软致销量环比下滑。

涤纶长丝单吨售价及成本同比下降。2024年公司POY/FDY/DTY不含税售价略有下降，板块毛利45.40亿元，同比增长3.84亿元；毛利率5.1%，同比-0.6pct。2025年一季度涤纶长丝单吨售价及成本端PTA采购价均同比下降。涤纶长丝行业供给增速放缓，下游服装、家纺和产业用纺织品需求稳步增长。2024年社会消费品零售总额中服装类同比增长12.5%，带动涤纶长丝需求提升；同时涤纶长丝行业新增产能59万吨，增速1.4%，显著放缓，供需格局有望改善。2024年公司净利率1.2%，同比+0.2pct，略有修复。

PTA大部分自供，盈利承压。公司PTA产能达到1020万吨，大部分作为原料自供。公司2024年PTA产销量同比提升，但售价下降；成本同步下降致板块毛利略有修复。2025年一季度公司PTA保持销量提升，售价同比下降，成本同步下降。未来PTA上游PX产能提升，PTA落后产能出清，格局优化，低成本PTA龙头企业盈利有望回升。

2024年公司浙石化投资收益同比增加。公司持有浙石化20%股份，2024年公司浙石化投资收益达7.1亿元，同比增加4.4亿元；2025年一季度公司浙石化投资收益达2.5亿元，同比持平。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司涤纶长丝价差波动及浙石化投资收益对业绩影响较大，2024年行业供给增速仍大于需求增速，涤纶长丝景气度依然处于历史较低分位，公司盈利能力受限，我们下调公司2025-2026年公司归母净利润预测为18.52/22.47亿元（原值为33.35/42.09亿元），新增2027年归母净利润预测为22.88亿元，对应2025-2027年EPS为0.77/0.93/0.95元，当前股价对应PE为13.7/11.3/11.1X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	82,640	101,307	104,751	109,360	112,204
(+/-%)	33.3%	22.6%	3.4%	4.4%	2.6%
归母净利润(百万元)	797	1202	1852	2247	2288
(+/-%)	512.1%	50.8%	54.1%	21.3%	1.8%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.77	0.93	0.95
EBIT Margin	0.8%	0.8%	1.8%	2.3%	2.2%
净资产收益率(ROE)	2.2%	3.3%	4.9%	5.7%	5.6%
市盈率(PE)	31.9	21.2	13.7	11.3	11.1
EV/EBITDA	21.4	16.1	13.3	11.6	11.3
市净率(PB)	0.72	0.70	0.67	0.65	0.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

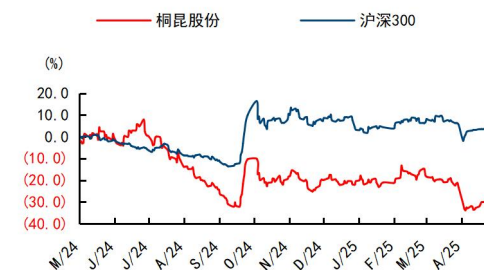
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.56元
总市值/流通市值	25394/25301百万元
52周最高价/最低价	16.44/9.63元
近3个月日均成交额	329.14百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《桐昆股份（601233.SH）-上半年净利同比修复，涤纶长丝行业复苏中》——2024-07-14

《桐昆股份（601233.SH）-一季度净利扭亏为盈，长丝盈利修复中》——2024-04-30

《桐昆股份（601233.SH）-大股东增持提振信心，涤纶长丝景气度预期向好》——2024-01-14

《桐昆股份（601233.SH）-2023Q3盈利同环比齐增，长丝盈利继续回升》——2023-10-29

《桐昆股份（601233.SH）-2023Q2盈利环比扭亏，产业链持续完善》——2023-08-30

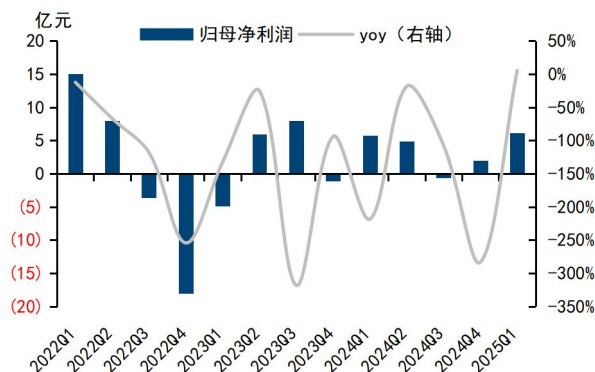
公司 2024 年及 2025 年一季度归母净利润同比提升。公司 2024 年营收 1013.1 亿元（同比+22.6%），归母净利润 12.0 亿元（同比+50.8%）；2025 年一季度营收 194.2 亿元（同比-8.0%，环比-23.1%），归母净利润 6.1 亿元（同比+5.4%，环比+213.0%），2024 年及 2025 年一季度归母净利均有提升。2025 年一季度公司毛利率为 7.7%（同比+1.0pct，环比+4.6pct），净利率为 3.2%（同比+0.4pct，环比+2.4pct），毛利率、净利率均同环比提升。

图1：桐昆股份单季度营业收入（亿元）及同比增速



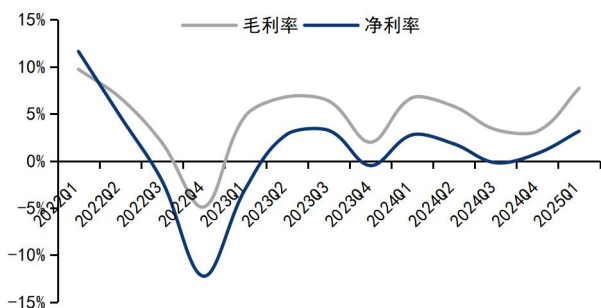
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：桐昆股份单季度归母净利润（亿元）及同比增速



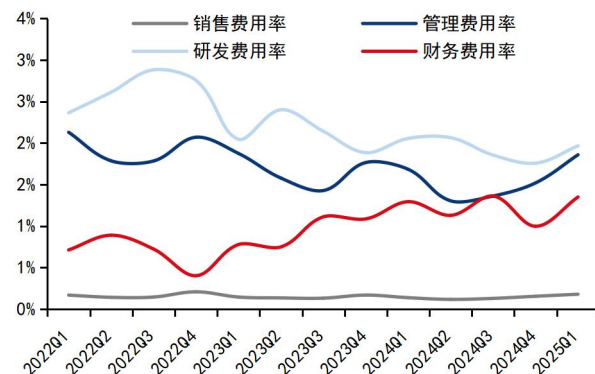
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：桐昆股份单季度毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

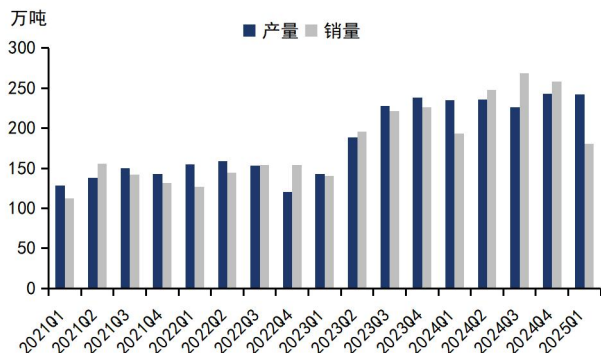
图4：桐昆股份单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

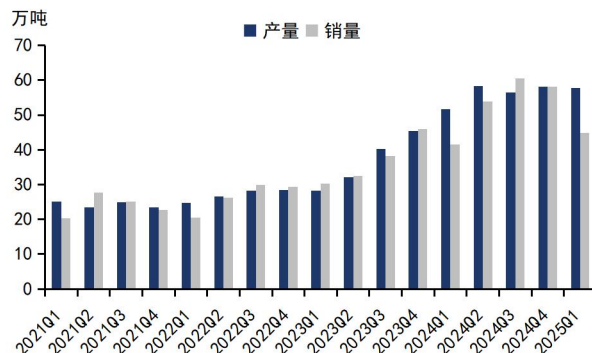
2024 年公司主营产品涤纶长丝产销量提升。公司涤纶长丝产能 1350 万吨，国内份额超 28%。2024 年公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 产量 940/224/114 万吨（同比+18%/+54%/+14%），销量 968/214/112 万吨（同比+23%/+46%/+13%），新产能贡献增量，产销量同比提升。2025 年一季度公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 产量 242/58/29 万吨（同比+3%/+12%/+6%，环比-0.2%/-1%/-3%），销量 181/45/24 万吨（同比-7%/+8%/+4%，环比-30%/-23%/-23%），一季度受春节假期及传统纺织行业淡季影响，下游服装、家纺企业开工率阶段性回落，终端需求疲软致产销量环比下滑。

图5: 桐昆股份 POY 产销量 (万吨)



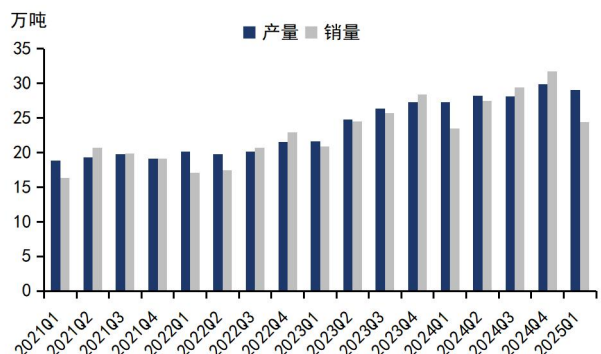
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 桐昆股份 FDY 产销量 (万吨)



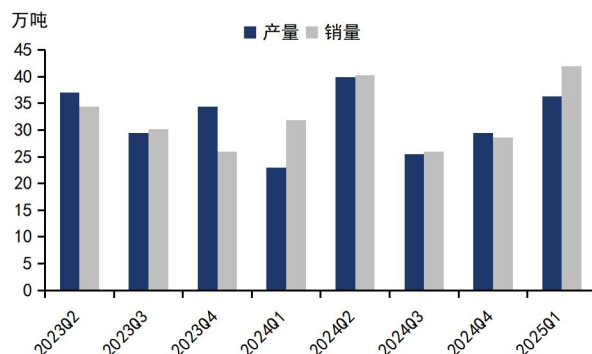
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 桐昆股份 DTY 产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 桐昆股份 PTA 产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

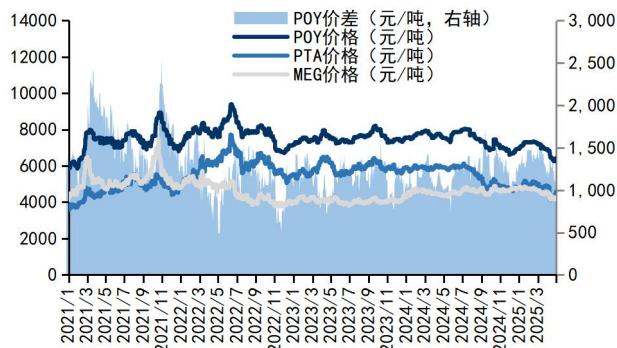
涤纶长丝单吨售价及成本同比下降。2024 年公司 POY/FDY/DTY 不含税售价 6632/7408/8283 元/吨 (同比-2%/-3%/-0.2%)，略有下降，板块毛利 45.40 亿元，同比增长 3.84 亿元；毛利率 5.1%，同比-0.6 pct。2025 年一季度不含税平均售价 6373/6783/7957 元/吨 (同比-7%/-12%/-5%)，成本端 PTA/MEG 不含税采购价 4421/4139 元/吨 (同比-16%/+3%)，单吨售价和成本均同比下降。涤纶长丝行业供给增速放缓，下游服装、家纺和产业用纺织品需求稳步增长。2024 年，社会消费品零售总额中服装类同比增长 12.5%，带动涤纶长丝需求提升。同时，2024 年涤纶长丝行业新增产能 59 万吨，增速 1.4%，显著放缓，供需格局有望改善。2024 年公司净利率 1.2%，同比+0.2 pct，略有修复。

PTA 大部分自供，盈利承压。公司 PTA 产能达到 1020 万吨，大部分作为原料自供。公司 2024 年 PTA 产量 118 万吨 (同比+17%)，销量 127 万吨 (同比+40%)，不含税售价 4973 元/吨 (同比-14%)，产销量同比提升，但售价下降；成本同步下降致板块毛利略有修复，毛利-0.45 亿元，同比增长 0.05 亿元；毛利率-0.7%，同比+0.2 pct。2025 年一季度公司 PTA 产量 36 万吨 (同比+58%，环比+24%)，销量 42 万吨 (同比+32%，环比+46%)，售价 4366 元/吨 (同比-17%)，产销量提升，售价同比下降。成本端 PX 不含税采购价 6232 元/吨 (同比-16%)，成本同步下降。未来 PTA 上游 PX 产能提升，PTA 落后产能出清，格局优化，低成本 PTA 龙头企业盈利有望回升。

2024 年公司浙石化投资收益同比增加。公司持有浙石化 20%股份，2024 年公司浙石化投资收益达 7.1 亿元，同比增加 4.4 亿元；2025 年一季度公司浙石化投资收益达 2.5

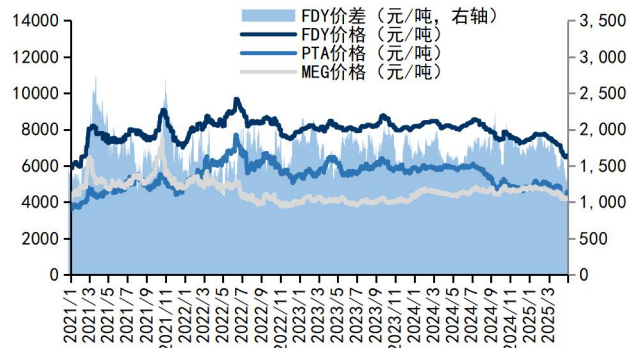
亿元，同比持平。

图9: 涤纶长丝 POY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



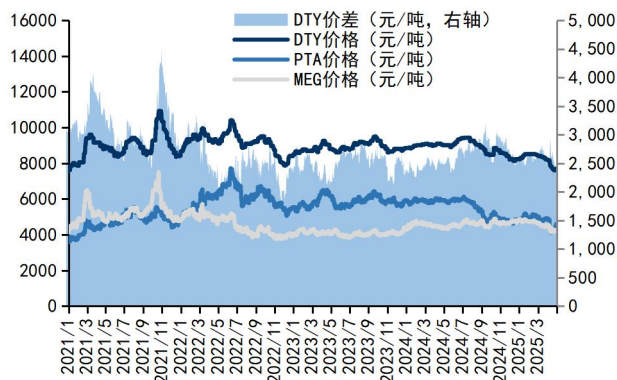
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 涤纶长丝 FDY(150D/96F) 价格、价差 (元/吨)



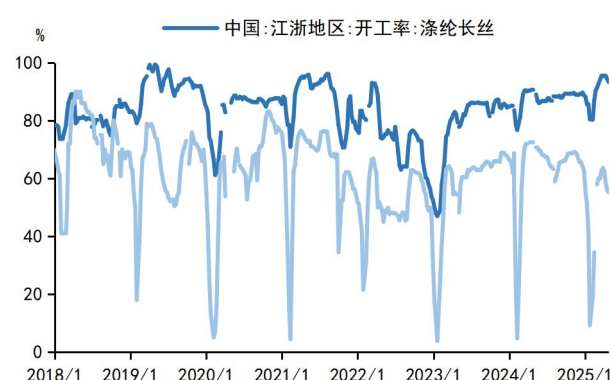
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 涤纶长丝 DTY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 江浙地区涤纶长丝及下游织机开工率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 江浙织机涤纶长丝库存天数 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：公司涤纶长丝价差波动及浙石化投资收益对业绩影响较大，2024 年行业供给增速仍大于需求增速，涤纶长丝景气度依然处于历史较低分位，公司盈利能力受限，我们下调公司 2025-2026 年公司归母净利润预测为 18.52/22.47 亿元（原值为 33.35/42.09 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 22.88 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.77/0.93/0.95 元，当前股价对应 PE 为 13.7/11.3/11.1X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603225.SH	新凤鸣	无评级	10.84	16,528.45	0.73	1.00	1.27	14.8	10.9	8.5	1.0
000301.SZ	东方盛虹	无评级	8.74	57,782.09	-0.35	0.26	0.42	-	33.9	20.7	1.7
000703.SZ	恒逸石化	无评级	6.10	22,364.56	0.07	0.21	0.31	87.1	28.7	19.4	1.0
601233.SH	桐昆股份	优于大市	10.56	25,394.47	0.51	0.94	1.31	20.7	11.2	8.1	0.7

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 4 月 29 日，可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11616	13839	16414	17563	21082	营业收入	82640	101307	104751	109360	112204
应收款项	834	1084	1201	1176	1231	营业成本	78455	96604	98843	102602	105449
存货净额	10249	9162	9354	10878	10340	营业税金及附加	294	294	304	317	326
其他流动资产	3183	2488	3371	3473	3310	销售费用	118	134	139	145	149
流动资产合计	26106	26648	30414	33162	36037	管理费用	1352	1471	1567	1630	1668
固定资产	52895	53119	53076	52549	51678	研发费用	1755	1953	2019	2108	2163
无形资产及其他	2858	3078	2924	2770	2617	财务费用	783	1209	687	610	574
投资性房地产	1752	2394	2394	2394	2394	投资收益	321	708	900	643	751
长期股权投资	18834	19147	19461	19774	20087	资产减值及公允价值变动	11	78	86	58	74
资产总计	102446	104386	108269	110650	112812	其他收入	(1390)	(1482)	(2019)	(2108)	(2163)
短期借款及交易性金融负债	28401	32305	27853	29520	29892	营业利润	579	899	2177	2650	2700
应付款项	14524	9647	16147	15237	14410	营业外净收支	45	56	46	46	46
其他流动负债	4031	6725	6867	6477	7076	利润总额	624	956	2223	2697	2746
流动负债合计	46957	48677	50867	51233	51378	所得税费用	(197)	(262)	334	405	412
长期借款及应付债券	18475	17125	17125	17125	17125	少数股东损益	24	16	37	45	46
其他长期负债	1231	1602	1972	2382	2765	归属于母公司净利润	797	1202	1852	2247	2288
长期负债合计	19706	18727	19097	19507	19891	现金流量表（百万元）					
负债合计	66663	67404	69964	70740	71268	净利润	797	1202	1852	2247	2288
少数股东权益	313	442	468	500	532	资产减值准备	(135)	23	4	0	(1)
股东权益	35470	36541	37837	39410	41012	折旧摊销	3645	4909	5278	5739	6100
负债和股东权益总计	102446	104386	108269	110650	112812	公允价值变动损失	(11)	(78)	(86)	(58)	(74)
关键财务与估值指标						财务费用	783	1209	687	610	574
每股收益	0.33	0.50	0.77	0.93	0.95	营运资本变动	(31)	(900)	5825	(2491)	800
每股红利	0.51	0.68	0.23	0.28	0.28	其它	123	(29)	22	32	33
每股净资产	14.71	15.16	15.69	16.35	17.01	经营活动现金流	4387	5127	12896	5469	9146
ROIC	-0.04%	-0.49%	2%	3%	3%	资本开支	0	(5129)	(5000)	(5000)	(5000)
ROE	2.25%	3.29%	5%	6%	6%	其它投资现金流	266	151	0	0	0
毛利率	5%	5%	6%	6%	6%	投资活动现金流	(66)	(5292)	(5313)	(5313)	(5313)
EBIT Margin	1%	1%	2%	2%	2%	权益性融资	2	114	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	7%	8%	8%	负债净变化	3160	(1553)	0	0	0
收入增长	33%	23%	3%	4%	3%	支付股利、利息	(1220)	(1643)	(556)	(674)	(686)
净利润增长率	512%	51%	54%	21%	2%	其它融资现金流	(8256)	8667	(4452)	1667	373
资产负债率	65%	65%	65%	64%	64%	融资活动现金流	(4375)	2389	(5008)	993	(314)
股息率	4.8%	6.5%	2.2%	2.6%	2.7%	现金净变动	(54)	2224	2575	1148	3520
P/E	31.9	21.2	13.7	11.3	11.1	货币资金的期初余额	11670	11616	13839	16414	17563
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	货币资金的期末余额	11616	13839	16414	17563	21082
EV/EBITDA	21.4	16.1	13.3	11.6	11.3	企业自由现金流	0	(36)	7700	423	3982
						权益自由现金流	0	7077	2664	1572	3867

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032