

公司研究

涤纶长丝价差持续修复，公司业绩稳步增长

——桐昆股份（601233.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：10.88 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	24.05
总市值(亿元):	261.64
一年最低/最高(元):	9.63/16.40
近 3 月换手率:	69.39%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.16	-7.85	-25.38
绝对	-7.17	-8.49	-20.77

资料来源：Wind

相关研报

24H1 业绩同比大幅增长，静待长丝旺季来临——桐昆股份（601233.SH）2024 年半年报点评（2024-08-29）

要点

事件：公司发布 2024 年年度报告，2024 年，公司实现营业收入 1013 亿元，同比+23%；实现归母净利润 12 亿元，同比+51%。其中 Q4 单季度公司实现营业收入 253 亿元，同比+21%，环比-9%；实现归母净利润 2 亿元，同比+3 亿元，环比+2.5 亿元。

事件：公司发布 2025 年一季度报告，2025 年 Q1，公司实现营业收入 194 亿元，同比-8%，环比-23%；实现归母净利润 6 亿元，同比+5%，环比+213%。

点评：

涤纶长丝景气复苏，2024 年 Q4 业绩大幅增长。2024 年 Q4，国内 PTA 价差为 362 元/吨，同比-42 元/吨，环比-22 元/吨；涤丝 POY 价差为 1197 元/吨，同比+79 元/吨，环比+11 元/吨；涤纶短纤价差为 1095 元/吨，同比+301 元/吨，环比+103 元/吨。2024 年 Q4，国际油价震荡回落叠加涤纶长丝下游需求持续增长，涤丝 POY 及涤纶短纤价差提升明显，推动公司业绩增长。

涤纶长丝需求持续回暖，2025 年 Q1 业绩延续增长。2025 年 Q1，国内 PTA 价差为 326 元/吨，同比-71 元/吨，环比-36 元/吨；涤丝 POY 价差为 1224 元/吨，同比+153 元/吨，环比+27 元/吨；涤纶短纤价差为 890 元/吨，同比+295 元/吨，环比-205 元/吨。随着下游纺服需求持续复苏，涤纶长丝价差持续改善，公司 2025 年 Q1 业绩延续增长。

多个重点项目建设全面提速，夯实行业龙头地位。2024 年，公司多个重点项目稳步推进：1) 福建恒海项目聚纺主装置已完成结构封顶，工程已进入关键冲刺阶段。2) 安徽佑顺项目土建收尾，正在进行设备安装。3) 恒翔二期项目已确定工艺路线，并已取得安评、能评、环评批复，目前多个单体已开始基础施工。4) 宇欣二期项目已完成聚酯总承包招标、桩基工程及其检测，装置相关设计基本确定。5) 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。6) 广西石化聚醚项目正式启动，计划 2025 年四季度建成投产。随着在建项目的加速推进，公司市场竞争力有望进一步提升。

推出股权激励计划，彰显公司未来发展信心。公司 2023 年限制性股票激励计划发布，以 2020-2022 年扣除浙石化投资收益后的归属于上市公司股东的净利润均值为基数计算依据，该计划业绩考核要求为：1) 2023 年净利润增长率不低于 40.5%；2) 2023-2024 年净利润累计值的增长率不低于 200.5%；3) 2023-2025 年净利润累计值的增长率不低于 450.5%。考核要求充分体现公司对长期发展的信心。激励计划将进一步建立、健全公司长效激励与约束机制，充分调动董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干的积极性，为公司吸引与储备优秀人才，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合。

盈利预测、估值与评级：考虑炼化行业景气下行，浙石化盈利能力下滑，公司投资收益预计较我们此前预期下滑，因此我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.95（下调 41%）/31.14（下调 33%）/38.99 亿元，折合 EPS 分别为 0.95/1.29/1.62 元。公司多个重点在建项目稳步推进，未来增长空间可期，因此维持公司“买入”评级。

风险提示：新增产能投放进度不及预期，全球经济复苏不及预期，环保政策风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	82,640	101,307	107,133	113,304	119,840
营业收入增长率	33.30%	22.59%	5.75%	5.76%	5.77%
归母净利润（百万元）	797	1,202	2,295	3,114	3,899
归母净利润增长率	512.12%	50.80%	90.98%	35.66%	25.22%
EPS（元）	0.33	0.50	0.95	1.29	1.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.25%	3.29%	5.95%	7.55%	8.76%
P/E	33	22	11	8	7
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30 注：公司总股本 2023 年及 2024 年末为 24.11 亿股，2025 年及以后为 24.05 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	82,640	101,307	107,133	113,304	119,840
营业成本	78,455	96,604	101,047	106,855	113,007
折旧和摊销	3,645	4,909	5,551	5,947	6,409
税金及附加	294	294	311	329	348
销售费用	118	134	142	150	159
管理费用	1,352	1,471	1,555	1,645	1,740
研发费用	1,755	1,953	2,065	2,184	2,310
财务费用	783	1,209	1,273	1,377	1,424
投资收益	321	708	1,000	1,800	2,500
营业利润	579	899	2,377	3,238	4,065
利润总额	624	956	2,433	3,295	4,121
所得税	-197	-262	122	165	206
净利润	821	1,218	2,311	3,130	3,915
少数股东损益	24	16	16	16	16
归属母公司净利润	797	1,202	2,295	3,114	3,899
EPS(元)	0.33	0.50	0.95	1.29	1.62

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,121	8,780	8,138	8,653	9,248
净利润	797	1,202	2,295	3,114	3,899
折旧摊销	3,645	4,909	5,551	5,947	6,409
净营运资金增加	4,456	3,203	794	844	894
其他	-5,776	-533	-502	-1,252	-1,954
投资活动产生现金流	-10,484	-9,904	-9,258	-8,425	-7,650
净资本支出	-11,289	-8,876	-10,200	-10,200	-10,150
长期投资变化	18,834	19,147	0	0	0
其他资产变化	-18,029	-20,175	942	1,775	2,500
融资活动现金流	6,527	3,759	1,916	615	-705
股本变化	0	0	-6	0	0
债务净变化	8,709	2,554	3,320	2,326	1,208
无息负债变化	2,820	-1,813	709	864	915
净现金流	-834	2,640	796	843	893

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	5.1%	4.6%	5.7%	5.7%	5.7%
EBITDA 率	5.7%	6.4%	7.7%	7.7%	7.8%
EBIT 率	1.3%	1.5%	2.5%	2.5%	2.5%
税前净利润率	0.8%	0.9%	2.3%	2.9%	3.4%
归母净利润率	1.0%	1.2%	2.1%	2.7%	3.3%
ROA	0.8%	1.2%	2.1%	2.7%	3.2%
ROE (摊薄)	2.2%	3.3%	5.9%	7.5%	8.8%
经营性 ROIC	2.2%	2.9%	3.5%	3.5%	3.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	65%	65%	65%	64%	63%
流动比率	0.56	0.55	0.54	0.55	0.57
速动比率	0.34	0.36	0.36	0.36	0.38
归母权益/有息债务	0.76	0.74	0.73	0.75	0.79
有形资产/有息债务	2.10	2.02	2.00	2.02	2.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	102,446	104,386	110,479	116,341	121,761
货币资金	11,616	13,839	14,635	15,478	16,371
交易性金融资产	224	73	73	73	73
应收账款	693	1,005	1,063	1,124	1,189
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	141	79	84	89	94
存货	10,249	9,162	9,584	10,135	10,718
其他流动资产	1,800	1,445	1,503	1,565	1,630
流动资产合计	26,106	26,648	28,033	29,618	31,296
其他权益工具	14	3	3	3	3
长期股权投资	18,834	19,147	19,147	19,147	19,147
固定资产	44,160	48,470	47,857	47,882	48,222
在建工程	8,735	4,486	8,615	11,711	14,033
无形资产	2,858	3,078	3,215	3,348	3,430
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	609	693	751	751	751
非流动资产合计	76,340	77,739	82,446	86,724	90,465
总负债	66,663	67,404	71,433	74,623	76,746
短期借款	20,974	25,861	28,385	29,711	29,919
应付账款	10,533	7,003	7,326	7,747	8,193
应付票据	3,991	2,644	2,765	2,924	3,092
预收账款	2	2	2	3	3
其他流动负债	2,136	2,905	3,022	3,145	3,276
流动负债合计	46,957	48,677	51,793	53,859	54,852
长期借款	18,475	16,921	17,921	18,921	19,921
应付债券	0	204	0	0	0
其他非流动负债	1,190	1,462	1,578	1,702	1,832
非流动负债合计	19,706	18,727	19,640	20,763	21,894
股东权益	35,783	36,983	39,047	41,719	45,015
股本	2,411	2,411	2,405	2,405	2,405
公积金	14,816	14,802	14,802	14,802	14,802
未分配利润	18,741	19,837	21,892	24,548	27,828
归属母公司权益	35,470	36,541	38,589	41,245	44,525
少数股东权益	313	442	458	474	490

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.14%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
管理费用率	1.64%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%
财务费用率	0.95%	1.19%	1.19%	1.21%	1.19%
研发费用率	2.12%	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
所得税率	-32%	-27%	5%	5%	5%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.04	0.10	0.19	0.26	0.32
每股经营现金流	1.29	3.64	3.38	3.60	3.85
每股净资产	14.71	15.16	16.05	17.15	18.52
每股销售收入	34.27	42.02	44.55	47.12	49.83

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	33	22	11	8	7
PB	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.6	8.9	7.4	7.2	6.8
股息率	0.4%	0.9%	1.7%	2.4%	3.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP