

桐昆股份 (601233.SH)

增持 (维持)

一季度业绩稳步增长，盈利能力同比提升

事件: 公司发布 2025 年一季报, 报告期内实现收入 194.2 亿元, 同比下降 8.01%, 归母净利润 6.11 亿元, 同比增长 5.36%, 扣非净利润 6.0 亿元, 同比增长 11.69%。

- 涤纶长丝销量和价格同比下降, 整体毛利率有所提升。2025 年一季度, 涤纶长丝产品价格同比有所下跌, 但受益于原材料成本下降, 公司销售毛利率同比有所提升。报告期内, 公司销售毛利率 7.7%, 同比提高 1.0 pct; 核心涤纶长丝产品收入 165 亿元, 同比下降 10.2%, 销量 250 万吨, 同比下降 3.3%, 销售均价 6601 元/吨, 同比下跌 7.1%; PTA 收入 18.3 亿元, 同比增长 9.5%, 销量 42 万吨, 同比增长 31.6%, 销售均价 4366 元/吨, 同比下跌 16.8%。一季度公司主要原材料 PX、PTA 采购价分别为 6232 元、4421 元/吨, 同比分别下跌 15.7%、15.6%, MEG 采购价 4139 元/吨, 同比上涨 2.74%。
- 一季度产品价格环比小幅上涨, 四月份价差有所缩小。2025 年一季度, 涤纶长丝产品 POY、FDY、DTY 市场均价分别为 7178 元、7541 元、8389 元/吨, 环比 2024Q4 分别上涨 2.8%、0.1%、-0.9%。上游原材料 PTA、MEG、PX 市场均价分别为 4951 元、4680 元、7120 元/吨, 环比 2024Q4 分别上涨 2.2%、-0.8%、3.3%。4 月份以来, 国际原油价格有所下跌, POY、FDY、DTY 市场均价较 2025Q1 分别下跌 9.7%、10.9%、7.1%, 价差较 2025Q1 分别缩小 121 元、247 元、16 元/吨。
- 国内涤纶长丝龙头地位稳固, 新项目持续贡献增量。公司在国内涤纶长丝市场份额占比超 28%, 国际市场占比超 18%, 是国内规模最大的涤纶长丝制造企业, 也是技术最先进的涤纶长丝制造商之一, 同时向上游延伸至 PTA、MEG、纺丝油剂、石油炼化、热力工程等领域。2024 年公司参股的浙石化二期工程炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车; 主业板块产业链进一步得到延伸, 印染、短纤项目陆续投产, 整体布局进一步提档升级, 其中福建恒海项目进入冲刺, 安徽佑顺项目土建收尾, 恒翔二期项目正式启动, 宇欣二期项目开工, 印尼炼化项目持续优化, 此外, 广西石化聚醚项目正式启动, 计划 2025 年四季度建成投产, 新项目今年将逐步贡献增量。
- 维持“增持”投资评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 18.1 亿、22.5 亿、27.6 亿元, EPS 分别为 0.75、0.94、1.15 元, 当前股价对应 PE 分别为 14.5、11.6、9.5 倍, 维持“增持”投资评级。
- 风险提示: 下游市场需求不足、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	82640	101307	100979	108101	119812
同比增长	33%	23%	-0%	7%	11%
营业利润(百万元)	579	899	2006	2494	3146
同比增长	-260%	55%	123%	24%	26%
归母净利润(百万元)	797	1202	1810	2250	2764
同比增长	512%	51%	51%	24%	23%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.75	0.94	1.15
PE	32.8	21.8	14.5	11.6	9.5
PB	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源: 公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值: NA

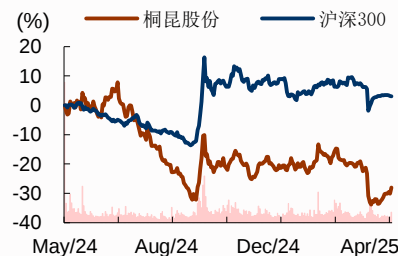
当前股价: 10.88 元

基础数据

总股本(百万股)	2405
已上市流通股(百万股)	2396
总市值(十亿元)	26.2
流通市值(十亿元)	26.1
每股净资产(MRQ)	15.5
ROE(TTM)	3.3
资产负债率	65.9%
主要股东	桐昆控股集团有限公司
主要股东持股比例	19.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-15	-21
相对表现	-10	-11	-25



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《桐昆股份 (601233) — 全年业绩同比大幅增长, 布局进一步提档升级》2025-04-27
- 2、《桐昆股份 (601233) — 全球最大的涤纶长丝企业, 布局炼化项目成长空间大》2024-11-27

周锋

S1090515120001

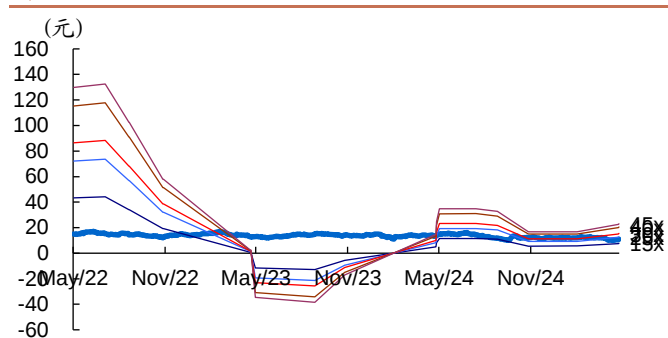
✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安

S1090520080002

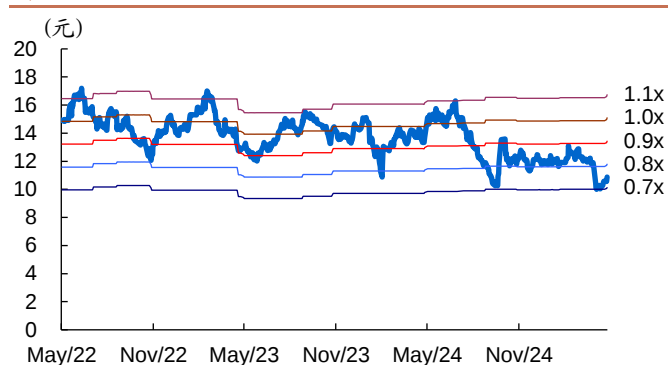
✉ caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 桐昆股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 桐昆股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26106	26648	25196	26939	29732
现金	11616	13839	12555	13419	14801
交易性投资	224	73	73	73	73
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	693	1005	982	1051	1165
其它应收款	141	79	79	84	94
存货	10249	9162	9036	9667	10673
其他	3183	2488	2470	2644	2925
非流动资产	76340	77739	79692	81441	83008
长期股权投资	18834	19147	19147	19147	19147
固定资产	44160	48470	50732	52760	54577
无形资产商誉	2858	3078	2770	2493	2244
其他	10487	7043	7042	7040	7039
资产总计	102446	104386	104888	108380	112740
流动负债	46957	48677	47586	49160	51168
短期借款	20974	25861	31413	31922	32231
应付账款	14524	9647	9523	10187	11247
预收账款	883	2918	2880	3081	3402
其他	10576	10251	3770	3970	4289
长期负债	19706	18727	18727	18727	18727
长期借款	18475	16921	16921	16921	16921
其他	1231	1805	1805	1805	1805
负债合计	66663	67404	66313	67887	69895
股本	2411	2411	2411	2411	2411
资本公积金	13135	13122	13122	13122	13122
留存收益	19924	21008	22576	24464	26778
少数股东权益	313	442	466	496	533
归属于母公司所有者权益	35470	36541	38109	39997	42311
负债及权益合计	102446	104386	104888	108380	112740

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3121	8780	6846	7422	8229
净利润	821	1218	1834	2280	2801
折旧摊销	3645	4938	5338	5541	5724
财务费用	1000	1301	1245	1229	1231
投资收益	(322)	(709)	(1540)	(1816)	(1816)
营运资金变动	(1633)	2500	(32)	185	286
其它	(390)	(467)	0	3	4
投资活动现金流	(10484)	(9904)	(5752)	(5475)	(5475)
资本支出	(11367)	(8990)	(7291)	(7291)	(7291)
其他投资	883	(914)	1540	1816	1816
筹资活动现金流	6527	3759	(2378)	(1083)	(1372)
借款变动	6769	4537	(892)	508	309
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(13)	(13)	0	0	0
股利分配	0	(104)	(241)	(362)	(450)
其他	(229)	(662)	(1245)	(1229)	(1231)
现金净增加额	(836)	2635	(1284)	864	1382

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82640	101307	100979	108101	119812
营业成本	78455	96604	95358	102014	112626
营业税金及附加	294	294	293	314	348
营业费用	118	134	134	143	159
管理费用	1352	1471	1466	1569	1739
研发费用	1755	1953	1947	2084	2310
财务费用	783	1209	1245	1229	1231
资产减值损失	30	(70)	(70)	(70)	(70)
公允价值变动收益	(15)	16	16	16	16
其他收益	361	603	603	603	603
投资收益	321	708	921	1197	1197
营业利润	579	899	2006	2494	3146
营业外收入	57	87	87	87	87
营业外支出	11	30	30	30	30
利润总额	624	956	2062	2551	3202
所得税	(197)	(262)	228	271	401
少数股东损益	24	16	24	30	37
归属于母公司净利润	797	1202	1810	2250	2764

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	33%	23%	-0%	7%	11%
营业利润	-260%	55%	123%	24%	26%
归母净利润	512%	51%	51%	24%	23%
获利能力					
毛利率	5.1%	4.6%	5.6%	5.6%	6.0%
净利率	1.0%	1.2%	1.8%	2.1%	2.3%
ROE	2.3%	3.3%	4.8%	5.8%	6.7%
ROIC	2.9%	5.1%	3.0%	3.4%	3.9%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	64.6%	63.2%	62.6%	62.0%
净负债比率	45.8%	47.2%	46.1%	45.1%	43.6%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转率	8.9	10.0	10.5	10.9	11.1
应收账款周转率	111.0	119.0	102.0	106.0	108.0
应付账款周转率	5.8	8.0	9.9	10.4	10.5
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.50	0.75	0.94	1.15
每股经营净现金	1.30	3.65	2.85	3.09	3.42
每股净资产	14.75	15.20	15.85	16.63	17.59
每股股利	0.04	0.10	0.15	0.19	0.23
估值比率					
PE	32.8	21.8	14.5	11.6	9.5
PB	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	16.2	11.5	9.3	8.6	7.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。