公司研究 | 点评报告 | 桐昆股份（601233.SH）

产销规模提升，静待景气复苏

报告要点

公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 1013.1 亿元（同比+22.6%），实现归属净利润 12.0 亿元（同比+50.8%），实现归属扣非净利润 9.3 亿元（同比+105.4%）。其中 Q4 单季度实现收入 252.6 亿元（同比+20.9%，环比-9.3%），实现归属净利润 2.0 亿元（同环比均扭亏转盈），实现归属扣非净利润 1.1 亿元（同环比均扭亏转盈）。公司拟每股派发现金红利 0.1 元（含税），合计派发现金红利 2.38 亿元（含税）。

分析师及联系人

马太
SAC：S0490516100002
SFC：BUT911

| 证券研究报告 |

2025-05-05

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

桐昆股份（601233.SH）

产销规模提升，静待景气复苏

事件描述

公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 1013.1 亿元（同比+22.6%），实现归属净利润 12.0 亿元（同比+50.8%），实现归属扣非净利润 9.3 亿元（同比+105.4%）。其中 Q4 单季度实现收入 252.6 亿元（同比+20.9%，环比-9.3%），实现归属净利润 2.0 亿元（同环比均扭亏转盈），实现归属扣非净利润 1.1 亿元（同环比均扭亏转盈）。公司拟每股派发现金红利 0.1 元（含税），合计派发现金红利 2.38 亿元（含税）。

事件评论

- **2024 年公司产销规模提升，利润率变化有限。**行业层面，2024 年涤纶长丝供需两旺，受 2023 年新增产能较多影响，2024 年行业产量增速达 2 位数，与此同时，我国社零总额中服装类同比增长达 12.5%，带动涤纶长丝需求显著提升，2024 年我国涤纶长丝表观消费量达 4,200 万吨，同比增长 8.7%。公司层面，公司产业链得到进一步延伸，印染、短纤项目陆续投产，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，截至 2024 年底，公司拥有 1020 万吨 PTA 的年生产能力，聚合产能约为 1300 万吨/年，涤纶长丝产能约为 1350 万吨/年，产能无增长，但 2023 年新增产能于 2024 年释放产量，公司 2024 年产销规模仍有显著提升；销量方面，2024 年公司 POY、FDY、DTY、PTA 销量分别为 968.2、214.1、112.0、126.8 万吨，分别同比+23.4%、+45.7%、+12.6%、+40.1%，其中涤纶长丝整体销量增长 25.6%。盈利方面，根据百川盈孚及化纤信息网，我们测算 2024 年涤纶长丝 POY、FDY、DTY 价差分别为 1073、1553、2332 元/吨，分别同比变化-26 元/吨、-96 元/吨、+27 元/吨，PTA 价差为 308 元/吨，同比-1 元/吨，年度价差整体变化不大。此外，公司投资收益（主要系参股浙石化 20%股份贡献）有显著改善，2024 年产生对联营企业和合营企业投资收益 7.1 亿元，同比增加 4.4 亿元。2024 年公司毛利率、净利率分别为 4.6%、1.2%，分别同比-0.4pct、+0.2pct，整体盈利水平变化有限。
- **涤纶长丝景气中枢有望上行。**涤纶长丝供需迎来改善，目前国内涤纶长丝扩产周期已经进入尾声，2024 年全年产能同比下降 2.3%，行业扩产节奏明显放缓，当前行业 CR5 集中度已提升至 65%。我们预计 2025 年新增年产能约 200 万吨，考虑 2024 年新增产能极低，2025 年新增产量预计低于 2024 年，供应增量有限，供需趋紧带动景气上行。企业行为方面：行业发布了“涤纶长丝行业高质量发展倡议书”，后续有望通过自律提升利润，看好行业景气中枢上行。
- **贸易摩擦引发市场担忧，我国是涤纶绝对供给中心。**我国涤纶长丝对美直接出口极低，下游纺织品总出口中，美国约占 20%。考虑我国涤纶长丝供应的“统治”地位，即便国内部分纺织品订单“流失”，原料仍难绕开我国的涤纶长丝供给，预计“贸易摩擦”对国内涤纶长丝产业中长期维度影响将有限。
- **维持“买入”评级。**公司是国内最大的涤纶长丝生产企业，具备长丝年产能 1350 万吨，连续 24 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，具有较大的市场话语权，有望受益涤纶长丝景气上行，享受巨大的业绩弹性。预计公司 2025-2027 年归属净利润分别为 27.4、33.7、41.4 亿元。

风险提示

1、服装需求不及预期；

2、原油价格大幅波动。

公司基础数据

当前股价(元)	10.57
总股本(万股)	240,478
流通A股/B股(万股)	239,590/0
每股净资产(元)	15.16
近12月最高/最低价(元)	16.44/9.63

注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：Wind

相关研究

- 《油价下行业绩承压，静待景气修复》2024-11-01
- 《业绩显著增长，有望持续修复》2024-09-10
- 《涤纶长丝盈利好转，看好景气持续提升》2024-07-14

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、服装需求不及预期：涤纶长丝主要用作服装、家纺面料，若终端服装等需求不及预期，行业景气会受到较大影响，导致企业效益下滑。

2、原油价格大幅波动：原油价格波动会导致涤纶长丝及上游原料价格大幅波动，原料及产成品存货价值也将出现大幅变动，导致企业效益不及预期。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**101307**	**99457**	**103163**	**103812**
营业成本	96604	93730	96985	97080
毛利	**4703**	**5728**	**6177**	**6732**
%营业收入	5%	6%	6%	6%
营业税金及附加	294	303	318	316
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	134	140	143	144
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	1471	1585	1603	1609
%营业收入	1%	2%	2%	2%
研发费用	1953	2105	2120	2133
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	1209	0	0	0
%营业收入	1%	0%	0%	0%
加：资产减值损失	-62	0	0	0
信用减值损失	-8	0	0	0
公允价值变动收益	16	0	0	0
投资收益	708	995	1238	1557
营业利润	**899**	**3075**	**3778**	**4635**
%营业收入	1%	3%	4%	4%
营业外收支	56	0	0	0
利润总额	**956**	**3075**	**3778**	**4635**
%营业收入	1%	3%	4%	4%
所得税费用	-262	277	340	417
净利润	1218	2799	3438	4218
归属于母公司所有者的净利润	**1202**	**2743**	**3372**	**4140**
少数股东损益	16	56	66	78
EPS（元）	**0.51**	**1.14**	**1.40**	**1.72**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**8780**	**10271**	**9355**	**11006**
取得投资收益收回现金	1004	995	1238	1557
长期股权投资	-313	-313	-313	-313
资本性支出	-8876	-18134	-7964	-7554
其他	-1719	-32	-36	-38
投资活动现金流净额	**-9904**	**-17485**	**-7075**	**-6348**
债券融资	204	0	0	0
股权融资	114	0	0	0
银行贷款增加（减少）	3334	-4642	5433	2761
筹资成本	-1643	0	0	0
其他	1750	0	0	0
筹资活动现金流净额	**3759**	**-4642**	**5433**	**2761**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**2635**	**-11856**	**7712**	**7418**

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13839	1984	9696	17114
交易性金融资产	73	73	73	73
应收账款	1005	984	995	1015
存货	9162	10450	10584	10440
预付账款	1044	1156	1233	1191
其他流动资产	1524	1746	1720	1710
流动资产合计	**26648**	**16393**	**24301**	**31543**
长期股权投资	19147	19461	19774	20087
投资性房地产	107	123	143	164
固定资产合计	48470	55379	60273	62637
无形资产	3078	3427	3769	4093
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1518	1518	1518	1518
其他非流动资产	5418	9646	4791	1286
资产总计	**104386**	**105947**	**114568**	**121328**
短期贷款	25861	21220	26653	29413
应付款项	7003	10023	9700	9488
预收账款	2	5	4	4
应付职工薪酬	279	301	310	306
应交税费	332	347	348	352
其他流动负债	15199	15543	15608	15600
流动负债合计	**48677**	**47439**	**52622**	**55164**
长期借款	16921	16921	16921	16921
应付债券	204	204	204	204
递延所得税负债	29	29	29	29
其他非流动负债	1573	1573	1573	1573
负债合计	**67404**	**66166**	**71349**	**73891**
归属于母公司所有者权益	36541	39284	42656	46796
少数股东权益	442	497	564	642
股东权益	**36983**	**39781**	**43219**	**47437**
负债及股东权益	**104386**	**105947**	**114568**	**121328**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.51	1.14	1.40	1.72
每股经营现金流	3.64	4.27	3.89	4.58
市盈率	23.14	9.27	7.54	6.14
市净率	0.78	0.65	0.60	0.54
EV/EBITDA	10.14	8.24	6.86	5.61
总资产收益率	1.2%	2.6%	2.9%	3.4%
净资产收益率	3.3%	7.0%	7.9%	8.8%
净利率	1.2%	2.8%	3.3%	4.0%
资产负债率	64.6%	62.5%	62.3%	60.9%
总资产周转率	0.97	0.94	0.90	0.86

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C /（100032）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。