



买入（维持）

所属行业：石油石化/炼化及贸易
当前价格(元)：10.83

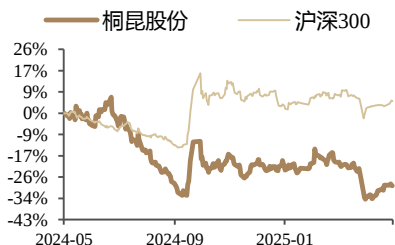
证券分析师

王华炳
资格编号：S0120524100001
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

郝逸璇
邮箱：haoyx@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.30	-11.95	-11.16
相对涨幅(%)	3.98	-9.47	-9.96

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《桐昆股份(601233.SH)：静待桐花映日开，方得昆玉照朝晖》，2025.1.27

桐昆股份(601233.SH)：盈利水平显著提升，稳步扩产龙头巩固

投资要点

- 事件：
 - 1) 4 月 25 日，公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 1013.07 亿元，同比+22.6%；归母净利润 12.02 亿元，同比+50.8%；扣非归母净利润 9.34 亿元，同比+105.4%。其中 Q4 单季实现营业收入 252.58 亿元，同比+20.9%，环比-9.3%；归母净利润 1.95 亿元，同比+283.2%，环比+433.4%；扣非归母净利润 1.10 亿元，同比+141.1%，环比+239.9%。
 - 2) 4 月 29 日，公司发布 2025 年一季报。2025Q1 公司实现营业收入 194.20 亿元，同比-8.0%，环比-23.1%；归母净利润 6.11 亿元，同比+5.4%，环比+213.0%；扣非归母净利润 6.00 亿元，同比+11.7%，环比+446.9%。
- 点评：
 - 产销规模稳步提升，盈利同比显著改善。产销方面，2024 年公司 POY、FDY、DTY 销量分别为 968、214、112 万吨，同比+23.4%、+45.7%、+12.6%，得益于 2023 年部分新增产能在 2024 年兑现增量，公司产销规模显著提升。价格价差方面，根据钢联，2024 年 POY、FDY、DTY 市场均价分别 7457、8019、8901 元/吨，同比-2.1%、-2.7%、-0.9%；价差分别为 1204、1766、2647 元/吨，同比-2.9%、-5.2%、+1.6%，涤纶长丝在供给侧增速显著放缓和行业协同逐步加强的背景下展现出较强的盈利韧性。此外，公司参股的浙石化依托全球特大型炼化一体化装置，持续优化装置性能，不断挖潜增效，化工产品线不断延伸，品种日益丰富，部分化工产品毛利有所改善，带动公司业绩稳步增长。截至 2024 年底，公司聚酯聚合产能约 1300 万吨/年，涤纶长丝产能约 1350 万吨/年，是国内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。2025 年公司规划再新增两套涤纶长丝装置，分别为佑顺项目 30 万吨（预计 25Q2 投产）和福建恒海 30 万吨（预计 25Q3 投产），有望进一步发挥规模优势，增厚公司利润。盈利能力方面，2024 年公司毛利率和净利率分别为 4.6%和 1.2%，同比-0.4pct 和+0.2pct，整体保持稳定。期间费用方面，2024 年公司实现期间费用率 4.7%，同比-0.1pct；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.1%、1.5%、1.9%、1.2%，同比-0.01pct、-0.2pct、-0.2pct、+0.2pct，其中财务费用提升主要系财务利息支出增加所致。
 - 长丝价差迎来修复，25Q1 业绩同比向上。产销方面，2025Q1 公司 POY、FDY、DTY 销量分别为 181、45、24 万吨，同比-6.7%、+8.1%、+4.0%，环比-30.1%、-22.8%、-23.0%，环比下降预计主要系春节假期等因素影响所致。价格价差方面，根据钢联，2025Q1 POY、FDY、DTY 市场均价分别为 7176、7568、8407 元，同比-6.7%、-9.3%、-6.7%，环比+3.1%、+0.8%、-0.6%；价差分别为 1383、1774、2613 元/吨，同比+21.5%、-0.7%、+6.5%，环比+10.1%、-1.6%、-5.1%，整体价差水平有所修复。盈利能力方面，2025Q1 公司毛利率和净利率分别为 7.7%和 3.2%，同比+1.0pct 和+0.4pct，长丝价差改善下公司盈利水平有所提升。期间费用方面，2025Q1 公司实现期间费用率 5.3%，同比+0.2pct；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.2%、1.9%、2.0%、1.3%，同比+0.04pct、+0.2pct、-0.1pct、+0.1pct。
 - 行业投产增速放缓，看好长丝景气修复。现阶段涤纶长丝产能增速已显著放缓，CAGR 由 7.1%（2017-2023 年，根据 CCFEI）预计降低至 1.5%（2024-2026 年）。

同时伴随小厂的持续出清和大厂的逆势扩张，行业洗牌已较为充分，根据 CCFEI、钢联等，行业 CR6 已由 2018 年的 48% 增长至 2023 年的 66%，且未来新增产能由大厂主导，行业集中度预计进一步提高。需求方面，根据钢联，2024 年涤纶长丝表需同比+18%，绝对增量近 500 万吨，表现亮眼，2025 年在国家层面大力提振消费的预期下，长丝内需有望保持向上趋势；出口短期或受到中美关税政策扰动，但考虑到我国长丝直接对美出口比例较低，且我国作为全球涤纶长丝的主要生产国和出口国，具备较强的一体化成本优势，预计中长期仍将在全球供应链占据主导地位。综上，我们认为未来涤纶长丝供需格局或稳步向好，公司作为国内最大的涤纶长丝生产企业，有望充分受益。

- **盈利预测：**公司是国内最大的涤纶长丝生产企业，伴随行业景气修复以及福建、安徽等地新产能的投建，业绩有望稳步向上。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.25、29.93、34.12 亿元，同比+68.5%、+47.8%、+14.0%，对应 EPS 分别为 0.84、1.24、1.42 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价大幅波动风险；下游需求不及预期；产能投放进度不及预期；政策不确定性风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,404.78		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	2,395.90	营业收入(百万元)	82,640	101,307	95,315	101,162	107,186
52 周内股价区间(元):	10.00-16.29	(+/-)YOY(%)	33.3%	22.6%	-5.9%	6.1%	6.0%
总市值(百万元):	26,043.76	净利润(百万元)	797	1,202	2,025	2,993	3,412
总资产(百万元):	110,190.69	(+/-)YOY(%)	539.1%	50.8%	68.5%	47.8%	14.0%
每股净资产(元):	15.45	全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.50	0.84	1.24	1.42
资料来源：公司公告		毛利率(%)	5.1%	4.6%	5.8%	6.7%	7.0%
		净资产收益率(%)	2.2%	3.3%	5.3%	7.4%	7.9%
		资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所					
		备注：净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.84	1.24	1.42
每股净资产	15.16	15.85	16.85	17.98
每股经营现金流	3.64	3.98	4.83	5.36
每股股利	0.10	0.17	0.25	0.28
价值评估(倍)				
P/E	23.14	12.86	8.70	7.63
P/B	0.78	0.68	0.64	0.60
P/S	0.28	0.27	0.26	0.24
EV/EBITDA	10.14	6.11	5.24	4.71
股息率%	0.8%	1.5%	2.3%	2.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	4.6%	5.8%	6.7%	7.0%
净利润率	1.2%	2.2%	3.0%	3.2%
净资产收益率	3.3%	5.3%	7.4%	7.9%
资产回报率	1.2%	1.9%	2.7%	3.0%
投资回报率	2.0%	3.6%	4.6%	4.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.6%	-5.9%	6.1%	6.0%
EBIT 增长率	40.1%	149.8%	30.1%	10.3%
净利润增长率	50.8%	68.5%	47.8%	14.0%
偿债能力指标				
资产负债率	64.6%	64.2%	63.1%	61.9%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
现金比率	0.3	0.3	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.0	3.7	3.5	3.5
存货周转天数	36.2	35.4	33.3	33.2
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	2.2	1.9	1.8	1.8

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,202	2,025	2,993	3,412
少数股东损益	16	27	40	46
非现金支出	5,008	7,043	7,949	8,843
非经营收益	132	486	436	376
营运资金变动	2,422	-6	204	207
经营活动现金流	8,780	9,575	11,622	12,883
资产	-8,876	-11,244	-11,244	-11,244
投资	-640	-320	-320	-320
其他	-387	935	1,012	1,072
投资活动现金流	-9,904	-10,628	-10,552	-10,492
债权募资	3,104	2,456	0	0
股权募资	114	-50	0	0
其他	540	-1,839	-2,098	-2,181
融资活动现金流	3,759	566	-2,098	-2,181
现金净流量	2,640	-488	-1,028	211

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 9 日
资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	101,307	95,315	101,162	107,186
营业成本	96,604	89,811	94,372	99,687
毛利率%	4.6%	5.8%	6.7%	7.0%
营业税金及附加	294	277	293	311
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	134	126	134	142
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	1,471	1,384	1,517	1,608
管理费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	1,953	1,837	2,023	2,251
研发费用率%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%
EBIT	1,384	3,457	4,496	4,959
财务费用	1,209	1,297	1,304	1,319
财务费用率%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%
资产减值损失	-62	0	0	0
投资收益	708	953	1,012	1,072
营业利润	899	2,104	3,136	3,583
营业外收支	56	56	56	56
利润总额	956	2,160	3,192	3,640
EBITDA	6,322	10,499	12,446	13,802
所得税	-262	108	160	182
有效所得税率%	-27.4%	5.0%	5.0%	5.0%
少数股东损益	16	27	40	46
归属母公司所有者净利润	1,202	2,025	2,993	3,412

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,839	13,351	12,323	12,534
应收账款及应收票据	1,005	945	1,003	1,063
存货	9,162	8,518	8,951	9,455
其它流动资产	2,641	2,640	2,816	3,001
流动资产合计	26,648	25,455	25,093	26,052
长期股权投资	19,147	19,447	19,747	20,047
固定资产	48,470	53,362	56,935	59,408
在建工程	4,649	3,824	3,412	3,206
无形资产	3,078	3,278	3,478	3,678
非流动资产合计	77,739	82,334	86,005	88,782
资产总计	104,386	107,789	111,098	114,834
短期借款	25,861	25,861	25,861	25,861
应付票据及应付账款	9,647	8,969	9,424	9,955
预收账款	2	2	2	2
其它流动负债	13,166	15,121	15,535	15,959
流动负债合计	48,677	49,953	50,823	51,778
长期借款	16,921	16,921	16,921	16,921
其它长期负债	1,805	2,332	2,332	2,332
非流动负债合计	18,727	19,254	19,254	19,254
负债总计	67,404	69,206	70,076	71,031
实收资本	2,411	2,405	2,405	2,405
普通股股东权益	36,541	38,114	40,513	43,248
少数股东权益	442	469	509	555
负债和所有者权益合计	104,386	107,789	111,098	114,834

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。