



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 16 日

基础数据

05 月 16 日收盘价（元）	11.11
总市值（亿元）	267.17
总股本（亿股）	24.05

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证化工】桐昆股份（601233）2024 年半年报点评：新产能贡献同比增量、投资收益显著改善，24H1 业绩显著增长-2024.08.30

【兴证化工】桐昆股份（601233）2024 年一季报点评：量增叠加投资收益改善，Q1 业绩稳步修复-2024.05.17

分析师：吉金

S0190522030003

jijin@xyzq.com.cn

分析师：张勋

S0190521100002

zhangxun19@xyzq.com.cn

分析师：刘梓涵

S0190523070006

liuzihan@xyzq.com.cn

桐昆股份(601233.SH)

业绩稳步改善，涤丝产品盈利中枢回暖可期

投资要点：

- **事件：**桐昆股份发布 2024 年年报，报告期内公司实现营业收入 1013.07 亿元，同比增长 22.59%；实现归母净利润 12.02 亿元，同比增长 50.8%，实现扣非归母净利润 9.34 亿元，同比增长 105.39%。其中 2024Q4 单季度实现营业收入 252.58 亿元，同比增长 20.86%，环比下滑 9.26%；实现归母净利润 1.95 亿元，同、环比均扭亏；实现扣非归母净利润 1.1 亿元，同、环比均扭亏。公司后续发布 2025 年一季报，季度内实现营业收入 194.2 亿元，同比下滑 8.01%，环比下滑 23.11%；实现归母净利润 6.11 亿元，同比增长 5.36%，环比增长 213%；实现扣非归母净利润 6 亿元，同比增长 11.69%，环比增长 446.92%。
- **浙石化投资收益逐步回暖叠加 POY 价差 2025Q1 环比改善，公司业绩环比持续回升。价方面，**根据我们统计，2024 年 Q4POY、DTY、FDY、PTA-原料均价差分别为 1195 元/吨、2689 元/吨、1729 元/吨、434 元/吨，环比分别收窄 75 元/吨、收窄 80 元/吨、收窄 64 元/吨、收窄 13 元/吨；2025 年 Q1 上述产品-原料均价差分别为 1329 元/吨、2556 元/吨、1711 元/吨、381 元/吨，环比分别扩大 134 元/吨、收窄 133 元/吨、收窄 18 元/吨、收窄 53 元/吨。**量方面，**2024 年全年分别实现 POY、FDY、DTY、PTA 产品销量 968 万吨、214 万吨、112 万吨、127 万吨，同比分别增加 23%、46%、13%、40%；2024Q4 单季度分别实现上述产品销量 259 万吨、58 万吨、32 万吨、29 万吨，环比分别变化-4%、-4%、+8%、+10%；2025Q1 实现上述产品销量分别 181 万吨、45 万吨、24 万吨、42 万吨，环比分别变化-30%、-23%、-23%、+46%。**投资收益方面，**2024 年 Q4 公司单季度实现对联营企业和合营企业的投资收益 1.81 亿元，环比增加 0.57 亿元；2025 年 Q1 公司实现对联营企业和合营企业的投资收益 2.54 亿元，环比增加 0.73 亿元。综合来看，浙石化投资收益持续改善叠加部分品种价差修复带动公司盈利修复。
- **浙石化下游拓展逐步推进，投资收益有望进一步增厚。**当前浙石化正积极推进下游新能源新材料建设，2024 年内，浙石化年产 1,000 吨 α 烯烃中试装置投产、10 万吨/年稀土顺丁橡胶装置试生产成功、38 万吨/年聚酯装置产出合格产品、150 万吨多功能聚酯切片项目顺利投产，有望在 2025 年内带来同比产销增量。后续来看，当前浙石化高端新材料项目、高性能树脂项目建设稳步推进，未来随项目放量有望带动浙石化产销规模与盈利能力进一步提升，从而增厚公司投资收益。
- **2025 年行业或仍维持相对较低新增产能增速、需求稳中向好，行业中期维度供需修复态势有望持续。**供给端，2025 年新增产能或仍维持在百万吨级，增速约 3%。需求端，据百川统计，2024 年国内涤纶长丝表观消费量增速达 17.8%，绝对增量超 500 万吨。下游国内服装鞋帽针纺织品市场零售额 2024 年维持增长态势，海外亦维持相对高位。综合来看，涤纶长丝下游需求有望维持稳步增长，行业有望延续供需修复态势从而带动盈利中枢修复。
- **维持“增持”的投资评级。**桐昆股份积极向上游延伸产业链，参股浙江石化 4000 万吨/年炼化一体化项目现已全面投产，形成炼油-PX-PTA-涤纶长丝全产业链格局，产品多元化有助公司抵御周期波动风险，炼化项目成本优势保障公司较强盈利能力。此外，浙石化当前大步加码下游新能源新材料领域，未来盈利能力有望进一步增强。公司作为涤纶长丝龙头企业，坚持产业链一体化发展巩固龙头地位：截至 2024 年底，公司拥有 1020 万吨 PTA 的年生产能力，涤纶长丝产能为 1350 万吨/年。当前公司持续推进印尼炼化一体化项目以及安徽佑顺、福建恒海、宇欣二期等产能扩张项目，追求全产业链成长。综合来看，公司行业地位领先，未来产销规模有望持续扩大。我们调整公司 2025~2026 年 EPS 预测分别为 0.84 元、1.28 元并引入 2027 年 EPS 预测为 1.58 元，维持“增持”的投资评级。

风险提示：油价大幅波动风险；新项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；行业投产计划调整风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	101307	97430	102513	104595
同比增长	22.6%	-3.8%	5.2%	2.0%
归母净利润（百万元）	1202	2011	3089	3798
同比增长	50.8%	67.4%	53.6%	23.0%
毛利率	4.6%	6.0%	6.9%	7.2%
ROE	3.3%	5.4%	7.9%	9.3%
每股收益（元）	0.50	0.84	1.28	1.58
市盈率	22.2	13.3	8.7	7.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26648	30340	34803	39646
货币资金	13839	17559	21569	26252
交易性金融资产	73	73	73	73
应收票据及应收账款	1005	1021	1070	1089
预付款项	1044	1045	1088	1106
存货	9162	9107	9443	9555
其他	1524	1535	1560	1570
非流动资产	77739	81412	82819	83441
长期股权投资	19147	19476	19822	20184
固定资产	48470	53503	54662	54765
在建工程	4649	2660	2264	2106
无形资产	3078	3291	3519	3764
商誉	0	0	0	0
其他	2394	2482	2551	2622
资产总计	104386	111752	117622	123087
流动负债	48677	55780	61049	65348
短期借款	25861	30259	34218	37385
应付票据及应付账款	9647	9544	9813	9975
其他	13169	15976	17018	17988
非流动负债	18727	18017	17031	16249
长期借款	16921	15679	14685	13889
其他	1805	2338	2347	2360
负债合计	67404	73796	78081	81597
股本	2411	2405	2405	2405
未分配利润	19837	20540	21621	22951
少数股东权益	442	468	509	559
股东权益合计	36983	37956	39541	41490
负债及权益合计	104386	111752	117622	123087

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1202	2011	3089	3798
折旧和摊销	4938	6265	6717	7135
营运资金的变动	2422	682	804	924
经营活动产生现金流量	8780	9183	10610	11467
资本支出	-8876	-9447	-7626	-7236
长期投资	-640	-390	-409	-430
投资活动产生现金流量	-9904	-8619	-6476	-5637
债权融资	3104	5617	2973	2385
股权融资	114	0	0	0
融资活动产生现金流量	3759	3157	-124	-1146
现金净变动	2640	3720	4010	4683

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	101307	97430	102513	104595
营业成本	96604	91625	95482	97053
税金及附加	294	283	297	303
销售费用	134	127	133	136
管理费用	1471	1422	1486	1517
研发费用	1953	2046	2153	2196
财务费用	1209	1269	1307	1330
投资收益	708	1273	1599	2069
公允价值变动收益	16	0	0	0
信用减值损失	-8	-7	-5	-3
资产减值损失	-62	-56	-50	-45
营业利润	899	2502	3864	4761
营业外收支	56	46	49	51
利润总额	956	2548	3913	4812
所得税	-262	510	784	964
净利润	1218	2038	3129	3848
少数股东损益	16	26	41	50
归属母公司净利润	1202	2011	3089	3798
EPS(元)	0.50	0.84	1.28	1.58

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	22.6%	-3.8%	5.2%	2.0%
营业利润增长率	55.4%	178.2%	54.4%	23.2%
归母净利润增长率	50.8%	67.4%	53.6%	23.0%
盈利能力				
毛利率	4.6%	6.0%	6.9%	7.2%
归母净利率	1.2%	2.1%	3.0%	3.6%
ROE	3.3%	5.4%	7.9%	9.3%
偿债能力				
资产负债率	64.6%	66.0%	66.4%	66.3%
流动比率	0.55	0.54	0.57	0.61
速动比率	0.32	0.34	0.38	0.43
营运能力				
资产周转率	98.0%	90.2%	89.4%	86.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.50	0.84	1.28	1.58
每股经营现金	3.65	3.82	4.41	4.77
估值比率(倍)				
PE	22.2	13.3	8.7	7.0
PB	0.7	0.7	0.7	0.7

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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%
	行业评级	无评级	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
		推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn