

桐昆股份 (601233.SH)

公司盈利持续改善，静待涤纶长丝行业景气回暖-桐昆股份 2024 年报及 2025 年一季报点评

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	82,640	101,307	98,046	107,945	116,013
增长率 yoy (%)	33.3	22.6	-3.2	10.1	7.5
归母净利润 (百万元)	797	1,202	2,110	3,304	4,243
增长率 yoy (%)	539.1	50.8	75.6	56.6	28.4
ROE (%)	2.3	3.3	5.5	8.0	9.4
EPS 最新摊薄 (元)	0.33	0.50	0.88	1.37	1.76
P/E (倍)	38.1	25.3	14.4	9.2	7.2
P/B (倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件 1: 2025年4月25日, 桐昆股份发布 2024 年年报, 公司 2024 年营业收入为 1013.07 亿元, 同比增长 22.59%; 归母净利润 12.02 亿元, 同比上涨 50.80%; 扣非净利润 9.34 亿元, 同比上涨 105.39%。

事件 2: 2025年4月29日, 桐昆股份发布 2025 年一季报, 1Q25 公司实现营业收入 194.20 亿元, 同比下跌 8.01%, 环比下跌 23.11%; 归母净利润 6.11 亿元, 同比上涨 5.36%, 环比上涨 213.00%。

点评: 2024 年公司业绩持续改善。2024 年公司总体销售毛利率为 4.64%, 较上年同期下降 0.42pcts。2024 年财务费用同比上涨 54.39%, 主要系财务利息支出增加所致; 销售费用同比上涨 13.58%, 主要系销售人员薪酬增加所致; 管理费用同比上升 8.74%, 主要系管理人员薪酬增加所致; 研发费用同比上涨 11.29%, 主要系公司加大研发投入所致。2024 年公司净利率为 1.20%, 较上年同期上涨 0.21pcts。我们认为, 公司 2024 年业绩增长主要得益于化纤主业产销稳定、海外市场快速扩张、智能化转型与管理优化有效提升了运营效率, 同时在成本控制方面取得积极成效, 抵御了涤纶长丝毛利率承压的不利影响, 推动主营收入和净利润实现稳步增长; 1Q25 公司盈利同比有所回升主要是因为原材料价格同比下跌。

公司 2024 年经营活动产生的现金流同比大幅增长。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 87.80 亿元, 同比增长 181.30%, 主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致; 投资性活动产生的现金流量净额为 -99.04 亿元, 同比上涨 5.54%, 主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致; 筹资活动产生的现金流量净额为 37.59 亿元, 同比下降 -42.41%, 主要系偿还债务支付的现金增加所致。期末现金及现金等价物余额为 83.30 亿元, 同比上涨 46.39%。应收账款 10.05 亿元, 同比上涨 45.03%, 应收账款周转率上涨, 从 2023 年同期 111.12 次变为 119.35 次。存货周转率上涨, 从 2023 年同期 8.90 次变为 9.95 次。

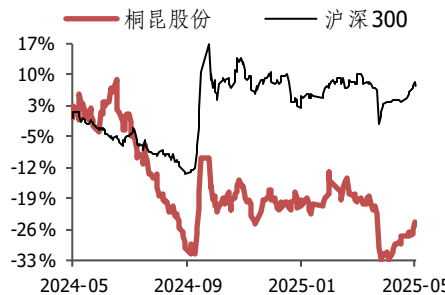
公司涤纶长丝行业龙头优势稳固, 高效运营助力成长。2024 年, 涤纶长丝产业步入逐步复苏阶段, 行业整体扩产规模有限, 下游需求持续增长, 带动公

买入 (维持评级)

股票信息

行业	石油石化
2025年5月15日收盘价 (元)	11.24
总市值 (百万元)	27,029.72
流通市值 (百万元)	26,929.89
总股本 (百万股)	2,404.78
流通股本 (百万股)	2,395.90
近 3 月日均成交额 (百万元)	309.00

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号: S1070123100005

邮箱: wangtong@cgws.com

相关研究

- 《1H24 业绩大幅改善, 看好长丝盈利逐步改善》
2024-09-05
- 《2023 年业绩全面改善, 长丝行业景气度有望上行》
2024-05-28
- 《业绩符合市场预期, 长丝景气修复, 业绩持续改善》
2023-11-08

司涤纶长丝板块盈利持续恢复。随着行业大规模产能释放阶段结束，公司正式进入以提升经营效率为核心的发展周期。截至 2024 年底，公司拥有 1020 万吨 PTA、1300 万吨聚合、1350 万吨涤纶长丝年产能，产能规模保持稳定。公司产品矩阵丰富，涤纶长丝差别化率持续高于行业平均水平，细分市场渗透力不断增强。公司已连续 24 年涤纶长丝销量位居国内第一，市场份额持续扩大，伴随行业集中度提升，未来有望在寡头竞争格局下实现利润中枢上移。同时，公司生产基地布局紧邻主要轻纺产业集群，地理优势突出，依托一体化生产体系有效降低物流及能耗成本，产业协同效应持续释放。

2024 年，公司主要产品 POY、FDY、DTY、PTA 价格同比分别为 -2.14%、-2.63%、-0.19%、-13.71%，我们认为，产品售价的下行会对公司业绩造成一定压力，但其凭借规模、产品、区位和一体化运营等多重优势，实现了营收和净利的双增长，有望继续巩固长丝行业龙头地位，持续成长。

新建项目持续推进，产能布局持续优化。2024 年，公司多个重点项目建设取得积极进展，进一步完善了 PTA-聚酯-纺丝及上下游一体化布局：桐昆（洋口港）聚酯一体化项目 500 万吨 PTA 和 240 万吨聚酯纺丝产能全面建成并达产，实现了连续化、规模化生产，极大提升了公司产业链协同效应。桐昆（沐阳）长丝全产业链项目已基本实现聚酯-纺丝-加弹-坯布-染整-织造一体化配套，增强了产品附加值和市场竞争能力。新疆中昆 60 万吨乙二醇项目一期已达产，保障了原材料供应链的多元稳定。安徽佑顺、福建恒海功能性纤维项目正有序推进，为公司未来高端化、差异化发展奠定基础。我们认为，随着多个项目陆续建成投产，公司一体化布局持续深化，资源配置效率显著提升，竞争优势有望进一步巩固。

2024 年公司参股浙江石化收益改善，助力业绩增长。2024 年，公司投资收益实现显著增长，全年投资收益达到 7.08 亿元，同比提升 120.56%，其中来自联营企业和合营企业的投资收益同比增长 160.90%。公司参股的浙江石化 4000 万吨/年炼化一体化项目已全面达产，2022-2024 年期间高端新材料及高性能树脂项目持续推进，首批装置已建成投产，炼化业务效益持续改善。2024 年 12 月 27 日，公司发布《关于收到浙江石油化工有限公司现金分红款的公告》，公司已于 2024 年 12 月 27 日收到浙江石化现金分红 10 亿元。此次分红不仅有效改善了公司现金流状况，也预示着随着浙石化资本开支逐步减少，未来分红有望常态化。我们认为，浙江石化项目效益持续释放及分红常态化趋势，将助力公司投资收益持续增长，进一步增强整体盈利能力。

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 980.46/1079.45/1160.13 亿元，实现归母净利润分别为 21.10/33.04/42.43 亿元，对应 EPS 分别为 0.88/1.37/1.76 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 14.4X、9.2X、7.2X。我们基于以下几个方面：1) 公司在长丝行业龙头地位稳固，行业复苏叠加公司的规模、产品、区位和一体化运营优势，有望助力其盈利能力持续提升；2) 公司重点项目建设持续推进，PTA-聚酯-纺丝及上下游一体化布局不断深化，资源配置效率显著优化，竞争优势进一步巩固；3) 参股浙江石化收益改善，分红常态化趋势明确，投资收益持续增长有望助力公司整体业绩增强。我们看好公司新项目推进及参股浙石化收益改善，维持“买入”评级。

风险提示：原油价格波动风险；原材料价格波动风险；项目推进不及预期风险；行业波动风险等。

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26106	26648	31526	34379	35588
现金	11616	13839	18462	19430	20650
应收票据及应收账款	693	1005	638	1171	773
其他应收款	141	79	134	101	152
预付账款	1384	1044	1306	1281	1499
存货	10249	9162	9468	10879	10996
其他流动资产	2024	1518	1518	1518	1518
非流动资产	76340	77739	82078	93678	105800
长期股权投资	18834	19147	20845	21818	22731
固定资产	44160	48470	45289	48957	52967
无形资产	2858	3078	3271	3483	3686
其他非流动资产	10487	7043	12674	19419	26416
资产总计	102446	104386	113604	128057	141388
流动负债	46957	48677	58850	71401	82048
短期借款	20974	25861	34876	48664	54849
应付票据及应付账款	14524	9647	13551	11785	15454
其他流动负债	11459	13169	10422	10953	11745
非流动负债	19706	18727	15868	14683	13196
长期借款	18475	17125	14266	13082	11594
其他非流动负债	1231	1602	1602	1602	1602
负债合计	66663	67404	74717	86084	95244
少数股东权益	313	442	477	544	630
股本	2411	2411	2411	2411	2411
资本公积	13610	13597	13597	13597	13597
留存收益	19947	21043	22954	25954	29687
归属母公司股东权益	35470	36541	38410	41429	45514
负债和股东权益	102446	104386	113604	128057	141388

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3121	8780	9778	3719	12319
净利润	821	1218	2145	3371	4328
折旧摊销	3657	4938	4495	4938	5756
财务费用	783	1209	1671	2124	2570
投资损失	-321	-708	-2297	-2973	-4113
营运资金变动	-1643	2411	3762	-3744	3776
其他经营现金流	-177	-286	2	2	1
投资活动现金流	-10484	-9904	-6522	-13540	-13738
资本支出	11367	8990	7137	15564	16965
长期投资	79	-683	-1697	-973	-913
其他投资现金流	804	-231	2313	2997	4141
筹资活动现金流	6527	3759	-9278	-2455	-3727
短期借款	1467	4887	9015	13787	6186
长期借款	3160	-1350	-2859	-1184	-1488
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-322	-14	0	0	0
其他筹资现金流	2222	235	-15434	-15058	-8425
现金净增加额	-834	2640	-6022	-12276	-5147

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	82640	101307	98046	107945	116013
营业成本	78455	96604	92715	101258	108864
营业税金及附加	294	294	280	318	356
销售费用	118	134	133	146	157
管理费用	1352	1471	1484	1611	1740
研发费用	1755	1953	1954	2128	2295
财务费用	783	1209	1671	2124	2570
资产和信用减值损失	-39	-70	-18	-27	-28
其他收益	361	603	289	335	397
公允价值变动收益	-15	16	3	8	3
投资净收益	321	708	2297	2973	4113
资产处置收益	68	0	13	16	24
营业利润	579	899	2391	3666	4541
营业外收入	57	87	57	61	65
营业外支出	11	30	27	19	22
利润总额	624	956	2422	3708	4584
所得税	-197	-262	276	337	256
净利润	821	1218	2145	3371	4328
少数股东损益	24	16	35	67	86
归属母公司净利润	797	1202	2110	3304	4243
EBITDA	5015	7080	8543	10707	12833
EPS (元/股)	0.33	0.50	0.88	1.37	1.76

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	33.3	22.6	-3.2	10.1	7.5
营业利润 (%)	255.9	55.4	165.9	53.3	23.9
归属母公司净利润 (%)	539.1	50.8	75.6	56.6	28.4
获利能力					
毛利率 (%)	5.1	4.6	5.4	6.2	6.2
净利率 (%)	1.0	1.2	2.2	3.1	3.7
ROE (%)	2.3	3.3	5.5	8.0	9.4
ROIC (%)	2.1	3.1	3.9	4.8	5.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.1	64.6	65.8	67.2	67.4
净负债比率 (%)	101.9	100.4	92.0	114.4	113.0
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	111.1	119.4	112.1	111.7	111.1
应付账款周转率	7.9	11.0	9.9	8.5	7.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.50	0.88	1.37	1.76
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.29	3.64	4.06	1.54	5.11
每股净资产 (最新摊薄)	14.71	15.16	15.93	17.18	18.88
估值比率					
P/E	38.1	25.3	14.4	9.2	7.2
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	13.3	9.6	7.8	7.4	6.5

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686