

涤纶龙头生死局！千亿营收的桐昆股份：行业出清与债务困局谁先到？

导语：产能集中度提升，落后产能淘汰，但短期内产能消化压力仍存。

作者：市值风云 App：beyond

近日，风云君在观察行业板块时，发现有一个细分行业板块中的龙头企业，居然也是“破净”状态。

是不是因为业绩不好呢？

2024 年财报显示，这家龙头企业营收 1013 亿元，同比增长 23%；归母净利润 12 亿元，同比增长 51%；扣非净利润 9 亿元，同比增长 105%——千亿收入，只有区区 10 来亿利润，净利率之低，可想而知（仅 1.2%）。

主要会计数据	2024年	2023年	本期比上年同期增减(%)
营业收入	101,306,830,339.50	82,639,848,536.91	22.59
归属于上市公司股东的净利润	1,201,903,617.26	797,038,985.03	50.80
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	934,260,090.23	454,864,600.69	105.39

(来源：公司 2024 年报)

那，是不是这个行业属于彻底没有希望的夕阳行业呢？

据公司介绍，2024 年所处行业主要特征就是：需求不足——直接出口较弱，终端纺服内销增量一般，全年来说库存压力较大，效益受限。

涤纶长丝产能增量较少，依托于负荷提升增加产量；需求端加弹、织机新增贡献较好，而长丝直接出口较弱；终端纺服内销增量一般，外销增量贡献较大。全年来说涤纶长丝工厂背负着年初春节后的库存压力，效益受限。

(来源：公司 2024 年报)

这个行业就是涤纶长丝，今天探讨的这家企业就是桐昆股份 (601233.SH, 公司)。

一、行业症结在哪里，需求还是供给？

涤纶长丝是主要的化纤品种，其下游主要应用领域就是纺织和服装。

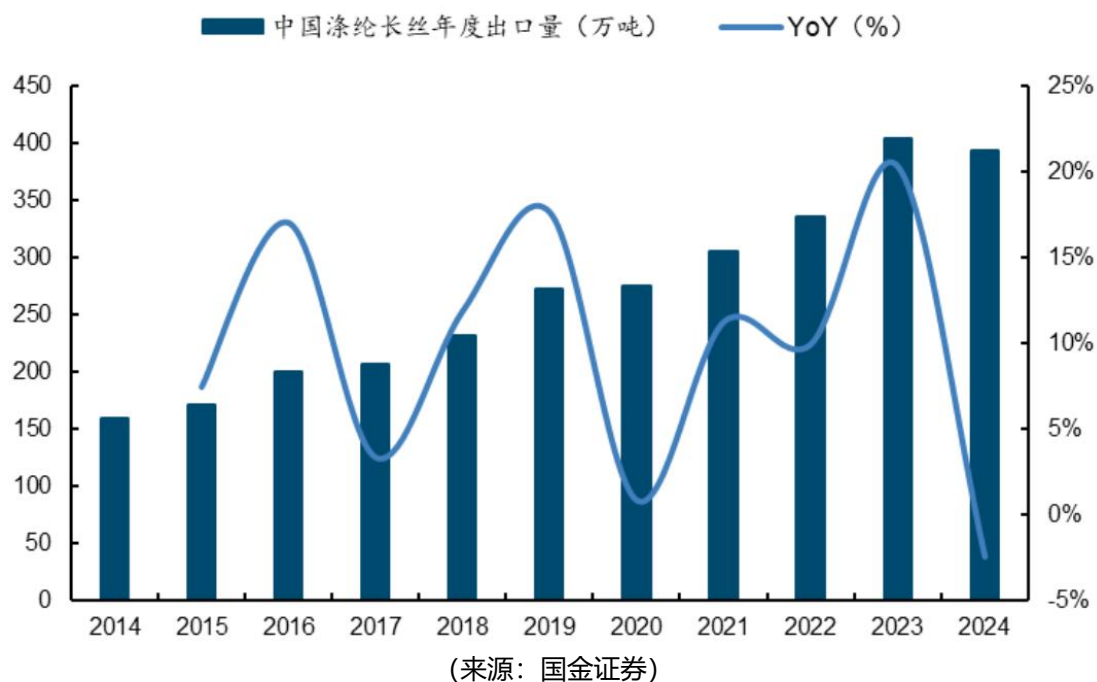
从纺织服装需求来看，受 2023 年高基数和高增长的影响，2024 年国内纺织服装零售端增长承压，全年来看基本保持平稳。

2024 年全年，我国居民人均衣着消费支出同比增长 2.8%；限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售总额同比增长 0.3%，增速较上年回落 12.6 个百分点；网上穿类商品零售额同比增长 1.5%，增速较上年回落 9.3 个百分点。

按中国服装协会总结：**随着国家促消费政策逐步显效，我国纺织服装商品内需消费实现温和增长，但受到宏观经济放缓影响，各项内销指标增速均较上年有所放缓。**

外需方面，2024 年我国纺织品服装出口总额为 3011 亿美元，同比增长 2.8%。其中，纺织品出口额为 1419.6 亿美元，同比增长 5.7%，服装出口额为 1591.4 亿美元，同比增长 0.3%。

单看涤纶长丝，2024 年我国涤纶长丝出口量同比下降了 2.5%，主要原因之一是对印度出口量大幅下行所致——2023 年 10 月印度正式对华实施全新 BIS 认证，BIS 认证环节复杂、认证流程较长，导致此后涤纶长丝对印出口量锐减。



2025Q1, 在促消费政策发力显效以及春节假期效应等因素的支撑下, 我国服装内销市场实现温和增长。我国限额以上单位服装类商品零售额累计 2835.1 亿元, 同比增长 2.7%, 增速比 2024 年全年加快 2.6 个百分点。

但受国际市场需求疲弱、关税政策多变等因素影响, 我国服装出口规模小幅下降。今年一季度, 我国累计完成服装及衣着附件出口 330.1 亿美元, 同比下降 1.9%, 比 2024 年全年下滑 2.1 个百分点。

所以总体来看, 2025 年我国服装纺织行业内需和外需基本保持稳定, 涤纶长丝的下游需求在 2025 年不会有太大“惊喜”。

我们再来看看供给端。2021 年以来, 我国涤纶长丝行业每年淘汰落后产能上百万吨, 行业供给结构进一步优化。2024-2025 年, 涤纶长丝行业可能会淘汰 200-250 万吨落后产能, 未来行业的有效产能可能会迎来负增长。

汰或转型升级的压力。2021 年以来, 我国涤纶长丝行业每年淘汰落后产能上百万吨, 行业结构进一步优化。隆众资讯预测, 在 2024-2025 年期间, 涤纶长丝行业可能会淘汰 200-250 万吨的落后产能, 未来涤纶长丝行业的有效产能可能会迎来负增长。

(来源: 新凤鸣 2024 年报)

根据卓创资讯与公告数据，2017-2023 年桐昆股份涤纶长丝产能由 460 万吨提升至 1350 万吨，产能占比由 13%提升至 27%；新凤鸣（603225.SH）涤纶长丝产能由 273 万吨提升至 740 万吨，产能占比由 8%提升至 15%，两者产能占比合计超过 40%。

现阶段国内拟在建涤纶长丝产能约为 225 万吨，其中 2025 年规划投产 185 万吨，相较于行业产能投放高峰期已经明显下行，且从企业端来看新增产能主要集中于桐昆股份和新凤鸣两家。如今，**行业扩产进入尾声，新增产能有限且集中于头部企业。**

图表4：2025 年新增产能主要集中于桐昆股份、新凤鸣两家头部企业

公司名称	规划产能 (万吨)	生产工艺	装置进展及投产计划
恒超化纤（桐昆股份子公司）	20	熔体直纺	2025 年 1 月
荣盛石化	25	熔体直纺	2025 年 1 月
中鸿新材料（新凤鸣子公司）	25	熔体直纺	预计 2025 年 3 月
福建恒海（桐昆股份子公司）	30	熔体直纺	预计 2025 年 4 月
安徽佑顺（桐昆股份子公司）	30	熔体直纺	预计 2025 年下半年
新疆宇欣（桐昆股份子公司）	25	熔体直纺	预计 2025 年 9 月
福建恒海（桐昆股份子公司）	30	熔体直纺	预计 2025 年 9 月
中鸿新材料（新凤鸣子公司）	40	熔体直纺	待定

（来源：国金证券）

因此，2025 年涤纶长丝行业可能依然会面临较大的产能消化压力，进而对相关企业的盈利能力造成一定影响。但头部企业可凭借规模效应、一体化优势等有利条件，进一步提升市占率、优化行业竞争格局，这有望将行业景气度逐渐拉出谷底。

卓创资讯数据显示，2024 年国内涤纶长丝去库存效果明显，截至 2025 年 1 月末，国内涤纶长丝库存天数约为 10 天，处于 2014 年以来历史较低水平。



结合价格来看，2024 年下半年以来涤纶长丝价格整体呈现回落态势，以生意社的涤纶 POY 指数衡量，该指数在经历 4 月份的下挫之后，目前重新修复至 2024 年年底的水平。国内涤纶长丝的价格有望在目前的水平企稳筑底。



二、企业经营能否看到拐点？

2025Q1，桐昆股份营业收入 194 亿元，同比减少 8%；归母净利润 6 亿元，同比增长 5%。一季度受春节假期影响是传统纺织行业淡季，下游服装、家纺企业开工率季节性回落，公司收入端同比下滑应该与终端需求疲软致销量下滑有关。

单位：元 币种：人民币

项目	本报告期	上年同期	本报告期比上年同期增减变动幅度(%)
营业收入	19,419,946,618.44	21,111,384,064.63	-8.01
归属于上市公司股东的净利润	610,998,173.92	579,923,332.09	5.36
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	600,015,386.13	537,228,376.18	11.69

(来源：公司 2025 年一季报)

从盈利能力来看，公司的毛利率自 2021 年开始急剧下降，由 11%降至 2022 年的 3.2%。同期，公司净利率由 12.6%降至 0.2%。

2023、2024 两年，公司毛利率虽有改善，但在低水平徘徊，毛利率分别为 5.1%、4.6%。同期，公司净利率分别为 1%、1.2%。这种情况下，我们难言公司盈利能力出现拐点。

桐昆股份 – 利润率

● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
● 毛利率	11.8%	6.3%	11.0%	3.2%	5.1%	4.6%	7.7%
● 经调整营业利润率	7.7%	2.2%	6.5%	-1.8%	0.8%	0.8%	3.4%
● 净利率	5.7%	6.2%	12.6%	0.2%	1.0%	1.2%	3.1%

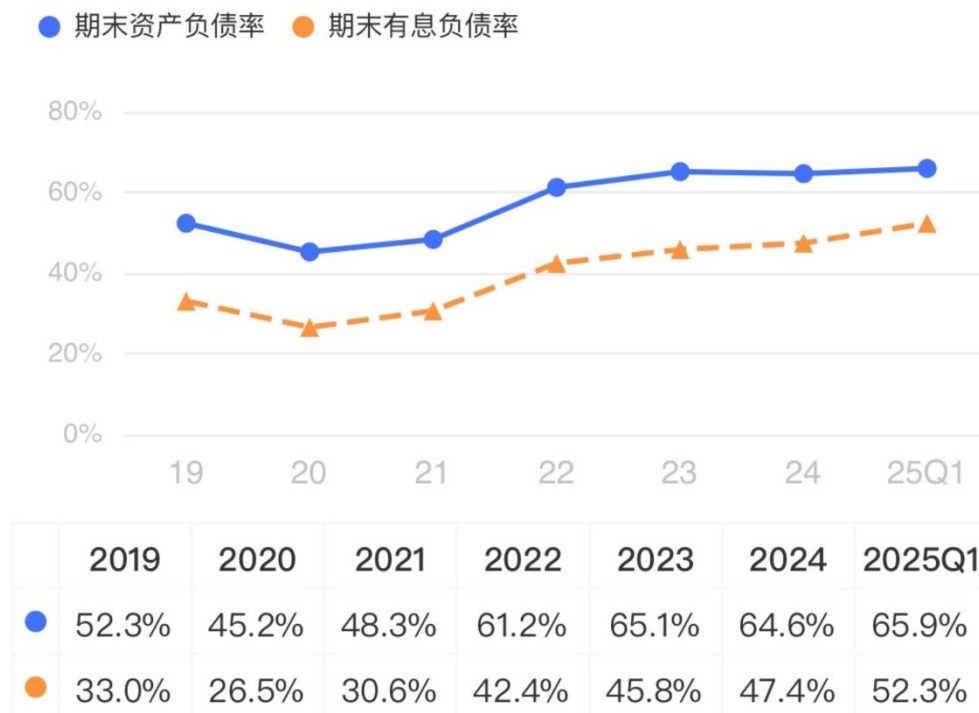
(来源：市值风云 APP)

2025Q1，公司毛利率 7.7%、净利率 3.1%，与前两年相比，公司核心盈利能力有了明显改善。这主要得益于成本端 PTA 大部分自供以及今年一季度 PTA 价格下降带来的整体成本优化。

仅依据一个季度的数据，还不足以判断 2025 年就是涤纶长丝行业以及桐昆股份这样的龙头企业的经营拐点，对此我们还需要随后几个季度的数据进行确认和验证。

值得关注的是，近三年公司的资产负债率持续处于高位，2025 年一季度末达到 65.9%。同期，公司有息负债率 52.3%，达到近六年新高。

桐昆股份 – 负债率



(来源：市值风云 APP)

从债务期限结构看，公司短期负债占比从 2024 年末的 72.2%提高至 2025Q1 的 74.7%，债务短期化趋势明显。这反映出公司主动或被动选择短期融资工具来满足资金需求，但也可能导致在未来 12-18 个月内形成流动性压力峰值。

从利息保障程度来看，2024 年公司的利息保障倍数仅有 0.6 倍，远低于经验安全阈值。从现金流保障程度来看，2024 年公司经营性现金流净额 87.8 亿元，与利息支出的比值为 4 倍，现金流对利息支出的保障程度尚属充足。

但 2025Q1，公司的经营性现金流净额突然转为-54 亿元，暴露出行业周期波动对现金流的剧烈影响。

整体来看，2025Q1 公司的短期债务占比提升导致短期流动性风险上升，2025 年下半年可能出现流动性紧张。与此同时，利息覆盖倍数低于安全阈值，且盈利受行业周期影响波动剧烈，导致利息保障能力脆弱。

再加上公司持续推进的印尼炼化等重大项目可能会进一步推高公司的负债水平，多重风险因素叠加下，我们需要对公司的杠杆水平、利息偿付能力等综合财务风险做出更加审慎的动态评估。

结语

桐昆股份作为涤纶长丝行业龙头，尽管 2024 年营收突破千亿且净利润同比大幅增长，但净利率仅 1.2%，凸显行业盈利困境。

涤纶长丝需求端受内外需疲软掣肘：国内衣着消费增速放缓，外需因印度 BIS 认证限制等压制出口；供给端虽产能集中度提升、落后产能持续淘汰，但短期仍面临产能消化压力。

企业层面，桐昆股份凭借规模效应和一体化优势，2025Q1 毛利率回升至 7.7%，释放成本优化信号，但单季度改善难以确认行业向上拐点。财务风险方面，高负债率、债务短期化及利息保障能力薄弱，叠加印尼炼化项目推高杠杆，公司短期流动性压力不容忽视。

未来，行业景气度能否回升取决于需求复苏节奏与头部企业产能整合成效，桐昆股份需在规模扩张与财务稳健间寻求平衡，以应对周期波动与竞争格局演变。