

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

桐昆股份(601233.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘红光 石化行业联席首席分析师

执业编号: S1500525060002

邮箱: liuhongguang@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师

执业编号: S1500524040001

联系电话: 13261695353

邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

经营业绩稳健向好, 产业链协同优势持续增强

2025年8月29日

事件: 2025年8月28日晚, 桐昆股份发布2025年半年度报告。2025年上半年公司实现营业收入441.58亿元, 同比下降8.41%; 实现归母净利润10.97亿元, 同比增长2.93%; 实现扣非后归母净利润为10.54亿元, 同比增长16.72%; 实现基本每股收益0.46元, 同比增长2.22%。

其中, 第二季度公司实现营业收入247.38亿元, 同比下降8.73%, 环比增长27.38%; 实现归母净利润4.86亿元, 同比增长0.04%, 环比下降20.54%; 实现扣非后归母净利润为4.54亿元, 同比增长24.12%, 环比下降24.34%; 实现基本每股收益0.20元, 同比持平, 环比下降20%。

点评:

➤ **产业链协同平滑周期波动, 公司上半年盈利稳步增长。**价格端, 2025年上半年国际油价整体呈现震荡下行态势, 主要受OPEC+超预期增产叠加美国关税政策冲击需求预期影响, 虽6月伊以冲突推升国际油价, 但地缘溢价在停火后边际走弱, 油价震荡下跌。2025年上半年布伦特平均油价为71美元/桶, 同比下降15%。上半年公司产品主要原料PX、MEG、PTA平均进价分别同比-18.92%、+0.71%、-18.06%, 公司产品POY、FDY、DTY价格分别同比-9.99%、-15.90%、-9.07%, 产品价格整体跌幅小于原料成本, 推动产品单吨盈利改善。**从公司盈利结构上看,**上半年公司联营企业和合营企业投资收益4.24亿元, 主要系浙石化投资贡献, 其中一、二季度分别为2.53、1.71亿元, 扣除该部分投资收益后, 一、二季度主业分别实现归母净利润3.58、3.15亿元。**从产业运行角度看,**一季度行业盈利相对平缓, 成本的小幅波动更有利于涤丝工厂低价位原料采购操作; 二季度成本大幅波动, 而公司充分发挥产业链协同作用, 上游原材料自主可控, 有效平滑了周期波动, 推动上半年整体盈利稳步增长。

➤ **供需格局稳步改善, 龙头竞争优势或将充分凸显。**供给端, 2025年上半年国内增量产能均集中在行业龙头, 根据百川盈孚数据, 预计2025年下半年约130万吨新增长丝产能, 其中长丝龙头企业产能占比达到92%。截至2024年, 涤纶长丝CR6产能占比达到87%, 同比提升2pct。根据卓创资讯数据, 目前投产时间超过20年的涤纶长丝产能合计约615万吨/年, 占当前行业总产能的12.4%, 中小企业的老旧装置淘汰或持续推进, 行业龙头集中度、议价能力有望进一步增强, 公司作为行业龙头的规模优势也将充分凸显。**需求端,**上半年我国居民人均衣着消费支出同比增长2.1%, 增速环比+0.9pct; 限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售总额同比增长3.1%, 增速环比+1.8pct; 穿类商品网上销售额同比增长1.4%, 增速环比+1.5pct, 上半年需求端保持温和复苏。展望下半年, 当前江浙纺织企业开工率呈温和扩张至61%左右, 8月以来行业库存为21天左右, 较4月平均水平下降7天, 需求端的活力正逐步回归, 叠加三四季度“金九银十”传统消费旺季临近, 下游坯布、纺

服企业备货需求有望注入新的增长动能。

- **煤头领域布局实现战略突破，产业链完备程度进一步增强。**上半年公司实现产业链布局新突破，公司成功布局煤头领域，在吐鲁番地区获取优质煤矿资源，该煤矿储量达 5 亿吨，初始开采规模为 500 万吨/年。该项目产出的煤炭，适合以化工原料煤或燃料煤的部分，将在公司内部进行消纳；适合其他应用场景的煤炭及相关产品，将在新疆进行深加工或对外销售。通过布局煤头领域，公司可以实现煤炭资源的就地转化，并切入煤制乙二醇领域，打破现有天然气制乙二醇装置原料来源单一的限制，提升公司聚酯主业原料的自给保障度。未来公司有望全面打通油头、煤头、气头全链条，其产业链完备性进一步增强。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 21.19、30.59 和 34.97 亿元，同比增速分别为 76.3%、44.3%、14.3%，EPS（摊薄）分别为 0.88、1.27 和 1.45 元/股，按照 2025 年 8 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 16.36、11.34 和 9.92 倍。我们看好涤纶长丝行业未来景气度抬升，以及公司产业链协同优势增强，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；浙江石化炼化一体化项目盈利不及预期的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	82,640	101,307	103,838	107,434	112,357
增长率 YoY %	33.3%	22.6%	2.5%	3.5%	4.6%
归属母公司净利润 (百万元)	797	1,202	2,119	3,059	3,497
增长率 YoY%	539.1%	50.8%	76.3%	44.3%	14.3%
毛利率%	5.1%	4.6%	6.5%	7.4%	7.5%
净资产收益率ROE%	2.2%	3.3%	5.6%	7.5%	8.0%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.51	0.88	1.27	1.45
市盈率 P/E(倍)	44.50	23.14	16.36	11.34	9.92
市净率 P/B(倍)	1.03	0.78	0.91	0.85	0.79

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,106	26,648	31,834	39,577	45,910
货币资金	11,616	13,839	18,223	25,444	31,009
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	693	1,005	1,707	1,766	1,847
预付账款	1,384	1,044	1,049	1,075	1,123
存货	10,249	9,162	9,046	9,267	9,684
其他	2,165	1,597	1,809	2,025	2,247
非流动资产	76,340	77,739	81,654	82,185	83,137
长期股权投资	18,834	19,147	19,722	19,994	20,258
固定资产 (合计)	44,160	48,470	47,484	47,023	46,992
无形资产	2,858	3,078	3,298	3,518	3,738
其他	10,487	7,043	11,150	11,650	12,150
资产总计	102,446	104,386	113,488	121,762	129,048
流动负债	46,957	48,677	55,810	61,367	65,492
短期借款	20,974	25,861	35,861	38,861	41,861
应付票据	3,991	2,644	2,658	2,722	2,845
应付账款	10,533	7,003	7,040	7,212	7,537
其他	11,459	13,169	10,252	12,571	13,249
非流动负债	19,706	18,727	19,029	19,129	19,229
长期借款	18,475	16,921	17,021	17,121	17,221
其他	1,231	1,805	2,008	2,008	2,008
负债合计	66,663	67,404	74,840	80,496	84,721
少数股东权益	313	442	470	511	558
归属母公司股东权益	35,470	36,541	38,178	40,754	43,769
负债和股东权益	102,446	104,386	113,488	121,762	129,048

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,640	101,307	103,838	107,434	112,357
同比 (%)	33.3%	22.6%	2.5%	3.5%	4.6%
归属母公司净利润	797	1,202	2,119	3,059	3,497
同比 (%)	539.1%	50.8%	76.3%	44.3%	14.3%
毛利率 (%)	5.1%	4.6%	6.5%	7.4%	7.5%
ROE%	2.2%	3.3%	5.6%	7.5%	8.0%
EPS (摊薄)(元)	0.34	0.51	0.88	1.27	1.45
P/E	44.50	23.14	16.36	11.34	9.92
P/B	1.03	0.78	0.91	0.85	0.79
EV/EBITDA	15.45	10.14	7.91	6.44	5.64

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,640	101,307	103,838	107,434	112,357
营业成本	78,455	96,604	97,113	99,486	103,963
营业税金及附加	294	294	301	312	326
销售费用	118	134	135	140	146
管理费用	1,352	1,471	1,506	1,558	1,629
研发费用	1,755	1,953	2,004	2,073	2,168
财务费用	783	1,209	1,505	1,565	1,622
减值损失合计	-26	-62	-50	-50	-50
投资净收益	321	708	800	900	1,200
其他	402	610	555	633	622
营业利润	579	899	2,580	3,783	4,275
营业外收支	45	56	50	50	50
利润总额	624	956	2,630	3,833	4,325
所得税	-197	-262	482	733	781
净利润	821	1,218	2,148	3,100	3,543
少数股东损益	24	16	28	41	47
归属母公司净利润	797	1,202	2,119	3,059	3,497
EBITDA	4,645	6,322	9,200	10,925	12,038
EPS (当年)(元)	0.34	0.51	0.88	1.27	1.45

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,121	8,780	7,796	9,690	10,557
净利润	821	1,218	2,148	3,100	3,543
折旧摊销	3,657	4,938	5,094	5,569	6,139
财务费用	1,000	1,301	1,599	1,646	1,739
投资损失	-322	-709	-800	-900	-1,200
营运资金变动	-1,634	2,422	-225	312	356
其它	-402	-390	-19	-36	-20
投资活动现金流	-10,484	-9,904	-8,189	-5,164	-5,871
资本支出	-11,289	-8,876	-4,758	-5,741	-6,758
长期投资	79	-640	-624	-323	-313
其他	725	-387	-2,807	900	1,200
筹资活动现金流	6,527	3,759	4,777	2,694	879
吸收投资	0	114	0	0	0
借款	4,627	3,334	10,100	3,100	3,100
支付利息或股息	-1,220	-1,643	-2,082	-2,128	-2,221
现金流净增加额	-834	2,640	4,384	7,220	5,565

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。