

桐昆股份（601233.SH）

上半年净利同比提升，产业链优势助长期发展

优于大市

核心观点

上半年盈利同比提升，二季度环比有所下滑。2025年上半年公司实现营收441.58亿元（同比-8.4%），归母净利润10.97亿元（同比+2.9%）；其中，二季度营收247.4亿元（同比-8.7%，环比+27.4%），受益于二季度下游需求边际改善及生产恢复，营收环比回升；归母净利润4.9亿元（同比持平，环比-20.5%），环比回落主要系二季度原油价格先抑后扬带动聚酯产业链成本剧烈波动，盈利空间受挤压。

二季度公司主营产品涤纶长丝销量环比提升。公司涤纶长丝产能1350万吨，国内份额超28%。2025年上半年公司涤纶长丝POY/FDY/DTY营收269.8/66.6/41.8亿元，毛利21.9/2.4/3.0亿元，毛利率8%/4%/7%（同比+2/-4/-3 pct）。2025年二季度公司涤纶长丝POY/FDY/DTY销量257.35/58.04/29.94万吨（同比+4%/+8%/+9%，环比+42%/+29%/+23%），二季度随着节后复工复产推进，行业生产节奏恢复，下游织造、服装企业补库需求释放，传统旺季效应显现。

涤纶长丝成本同比下滑缓解盈利压力。2025年上半年公司POY/FDY/DTY不含税售价为6,160/6,465/7,688元/吨（同比-10%/-16%/-9%），主要原材料PX/PTA/MEG不含税采购价为6,041/4,285/4,017元/吨（同比-19%/-18%/+1%），成本下滑缓解盈利压力。2025年上半年行业供需格局相对稳健，新增长丝产能仅65万吨，有效产能达5338万吨，增速显著放缓；需求端，1-6月全国纺织服装累计出口10348.2亿元（同比+2%），其中化纤制针织/梭织服装出口量分别同比+10%/+6.5%，带动涤纶出口211.44万吨（同比+11%），为行业需求提供支撑。

PTA原材料100%自给，景气度有待回暖。公司PTA产能1020万吨，目前已实现PTA原材料100%自给。2025年上半年公司PTA营收35.2亿元，毛利0.2亿元，毛利率0.6%。未来PTA上游PX产能提升，PTA落后产能出清，格局优化，低成本PTA龙头企业盈利有望回升。

投资收益同比增加，项目稳步推进。公司持有浙石化20%股份，二季度浙石化投资收益为1.74亿元（同比+12%，环比-30%）。公司推进新疆煤气头项目（计划2026年底至2027年一季度投产，打通油头/煤头/气头全链条）、印尼项目等战略布局，同时协同行业反对过度与恶性竞争，营造健康生态。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：随着下游纺服需求逐步回暖、行业供需格局改善及新项目落地，公司长期竞争力有望进一步提升。我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为18.52/22.47/22.88亿元，对应EPS为0.77/0.93/0.95元，当前股价对应PE为18.8/15.5/15.2X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	82,640	101,307	104,751	109,360	112,204
(+/-%)	33.3%	22.6%	3.4%	4.4%	2.6%
归母净利润(百万元)	797	1202	1852	2247	2288
(+/-%)	512.1%	50.8%	54.1%	21.3%	1.8%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.77	0.93	0.95
EBIT Margin	0.8%	0.8%	1.8%	2.3%	2.2%
净资产收益率(ROE)	2.2%	3.3%	4.9%	5.7%	5.6%
市盈率(PE)	43.6	28.9	18.8	15.5	15.2
EV/EBITDA	23.5	17.7	14.6	12.7	12.4
市净率(PB)	0.98	0.95	0.92	0.88	0.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.42元
总市值/流通市值	34677/34549百万元
52周最高价/最低价	15.18/9.63元
近3个月日均成交额	324.93百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《桐昆股份（601233.SH）——一季度净利同比提升，涤纶长丝供需有望改善》——2025-04-30
- 《桐昆股份（601233.SH）——上半年净利同比修复，涤纶长丝行业复苏中》——2024-07-14
- 《桐昆股份（601233.SH）——一季度净利扭亏为盈，长丝盈利修复中》——2024-04-30
- 《桐昆股份（601233.SH）——大股东增持提振信心，涤纶长丝景气度预期向好》——2024-01-14
- 《桐昆股份（601233.SH）——2023Q3盈利同比齐增，长丝盈利继续回升》——2023-10-29

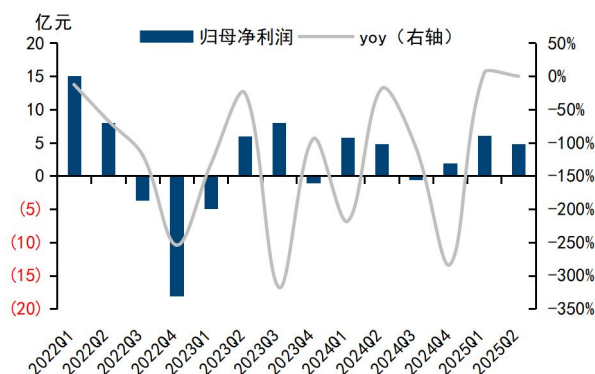
上半年盈利同比提升，二季度环比有所下滑。2025 年上半年公司实现营收 441.58 亿元（同比-8.4%），归母净利润 10.97 亿元（同比+2.9%）；其中，二季度营收 247.4 亿元（同比-8.7%，环比+27.4%），受益于二季度下游需求边际改善及生产恢复，营收环比回升；归母净利润 4.9 亿元（同比持平，环比-20.5%），扣非归母净利润 4.5 亿元（同比+24.1%，环比-24.3%），环比回落主要系二季度原油价格先抑后扬带动聚酯产业链成本剧烈波动，盈利空间受挤压。公司二季度毛利率 6.0%（同比+0.2pct，环比-1.7pct），净利率 2.0%（同比+0.2pct，环比-1.2pct），同比仍有改善但环比受成本冲击；费用控制成效显著，二季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.2%、1.4%、2.1%、1.1%，总费用率 4.7%（同比+0.1pct，环比-0.6pct），环比优化体现内部管理效率提升。

图1：桐昆股份单季度营业收入（亿元）及同比增速



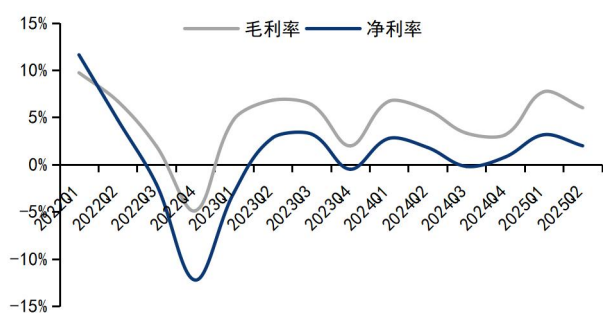
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：桐昆股份单季度归母净利润（亿元）及同比增速



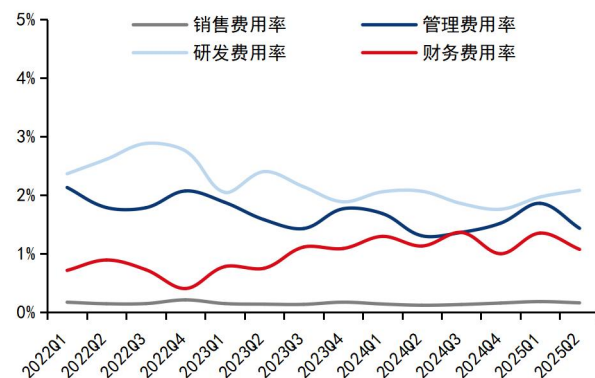
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：桐昆股份单季度毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

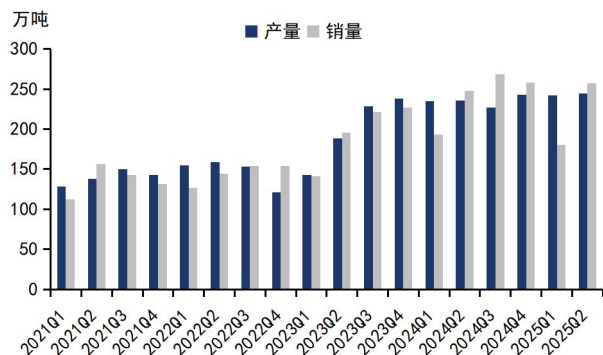
图4：桐昆股份单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

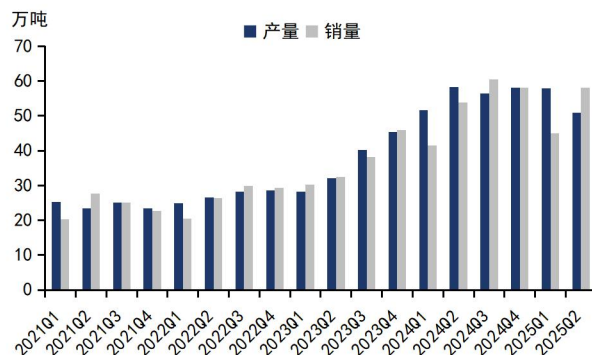
二季度公司主营产品涤纶长丝销量环比提升。公司涤纶长丝产能 1350 万吨，国内份额超 28%。2025 年上半年公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 营收 269.8/66.6/41.8 亿元，毛利 21.9/2.4/3.0 亿元，毛利率 8%/4%/7%（同比+2/-4/-3 pct）。2025 年二季度公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 销量 257.35/58.04/29.94 万吨（同比+4%/+8%/+9%，环比+42%/+29%/+23%），二季度随着节后复工复产推进，行业生产节奏恢复，下游织造、服装企业补库需求释放，传统旺季效应显现。

图5: 桐昆股份 POY 产销量 (万吨)



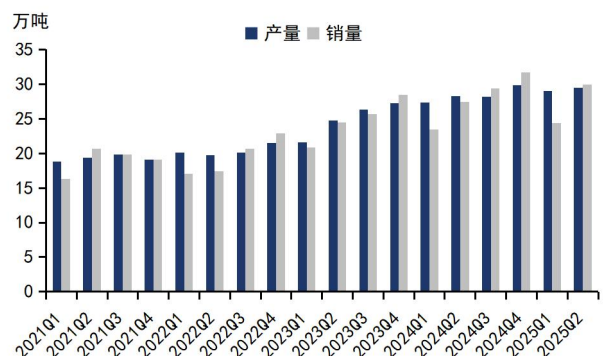
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 桐昆股份 FDY 产销量 (万吨)



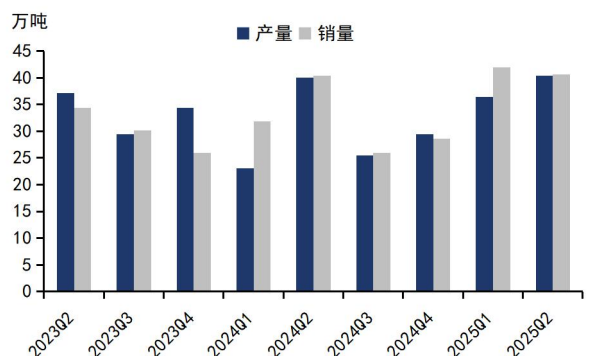
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 桐昆股份 DTY 产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 桐昆股份 PTA 产销量 (万吨)



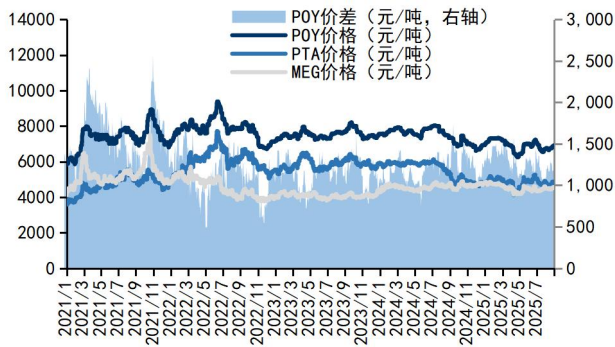
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

涤纶长丝成本同比下滑缓解盈利压力。2025 年上半年公司 POY/FDY/DTY 不含税售价为 6,160/6,465/7,688 元/吨 (同比-10%/-16%/-9%), 主要原材料 PX/PTA/MEG 不含税采购价为 6,041/4,285/4,017 元/吨 (同比-19%/-18%/+1%), 成本下滑缓解盈利压力。2025 年上半年行业供需格局相对稳健: 新增长丝产能仅 65 万吨, 有效产能达 5338 万吨, 增速显著放缓; 需求端, 1-6 月全国纺织服装累计出口 10348.2 亿元 (同比+2%), 其中化纤制针织/梭织服装出口量分别同比+10%/+6.5%, 带动涤丝出口 211.44 万吨 (同比+11%), 为行业需求提供支撑。

PTA 原材料 100%自给, 景气度有待回暖。公司 PTA 产能 1020 万吨, 目前已实现 PTA 原材料 100%自给。2025 年上半年公司 PTA 营收 35.2 亿元, 毛利 0.2 亿元, 毛利率 0.6%。未来 PTA 上游 PX 产能提升, PTA 落后产能出清, 格局优化, 低成本 PTA 龙头企业盈利有望回升。

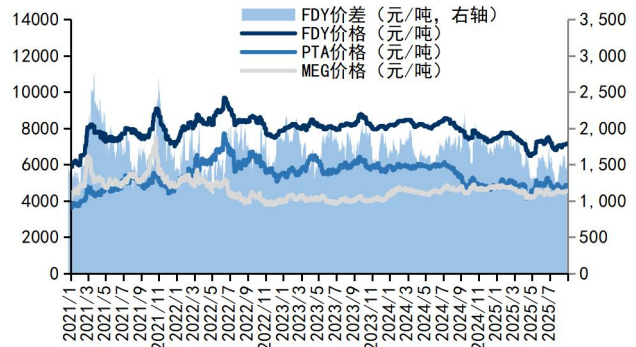
投资收益同比增加, 项目稳步推进。公司持有浙石化 20%股份, 二季度浙石化投资收益为 1.74 亿元 (同比+12%, 环比-30%)。公司推进新疆煤头气头项目 (计划 2026 年底至 2027 年一季度投产, 打通油头/煤头/气头全链条)、印尼项目等战略布局, 同时协同行业反对过度与恶性竞争, 营造健康生态。

图9: 涤纶长丝 POY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



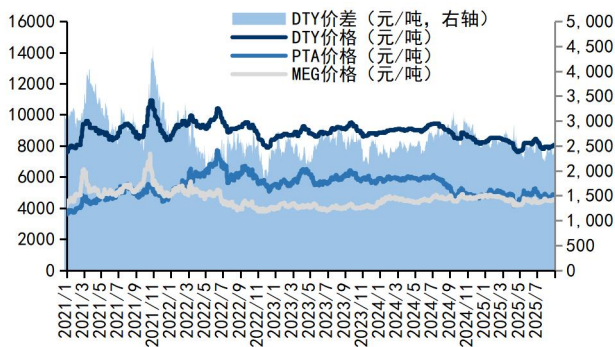
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 涤纶长丝 FDY(150D/96F) 价格、价差 (元/吨)



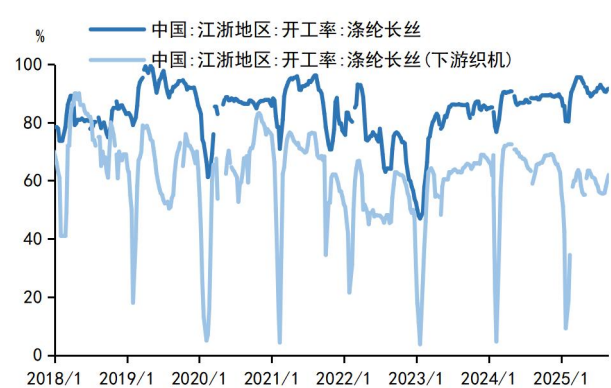
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 涤纶长丝 DTY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



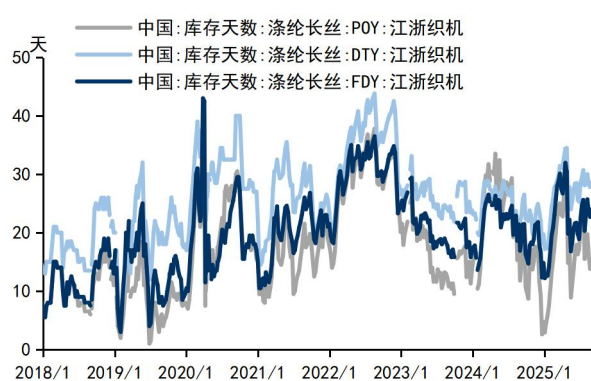
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 江浙地区涤纶长丝及下游织机开工率 (%)



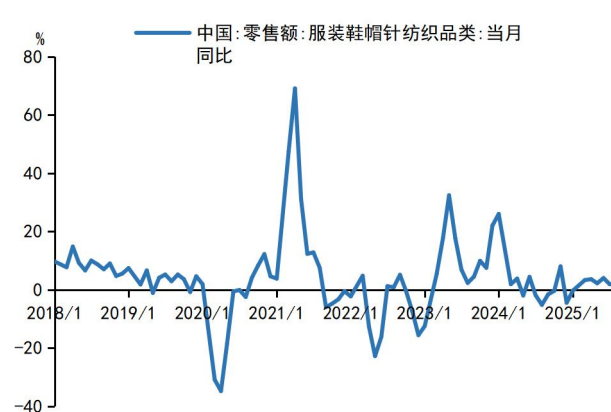
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 江浙织机涤纶长丝库存天数 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 随着下游纺服需求逐步回暖、行业供需格局改善及新项目落地, 公司长期竞争力有望进一步提升。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为

18.52/22.47/22.88 亿元，对应 EPS 为 0.77/0.93/0.95 元，当前股价对应 PE 为 18.8/15.5/15.2 X，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603225.SH	新凤鸣	优于大市	15.02	22,900.31	0.73	0.94	1.21	20.6	15.9	12.4	1.3
000301.SZ	东方盛虹	无评级	9.81	64,856.15	-0.35	0.19	0.39	-	52.9	25.0	1.9
000703.SZ	恒逸石化	无评级	6.42	23,128.81	0.07	0.11	0.17	91.7	58.9	38.4	1.0
601233.SH	桐昆股份	优于大市	14.42	34,676.92	0.51	0.77	0.93	28.3	18.8	15.5	0.9

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2025 年 8 月 28 日, 可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11616	13839	16414	17563	21082	营业收入	82640	101307	104751	109360	112204
应收款项	834	1084	1201	1176	1231	营业成本	78455	96604	98843	102602	105449
存货净额	10249	9162	9354	10878	10340	营业税金及附加	294	294	304	317	326
其他流动资产	3183	2488	3371	3473	3310	销售费用	118	134	139	145	149
流动资产合计	26106	26648	30414	33162	36037	管理费用	1352	1471	1567	1630	1668
固定资产	52895	53119	53076	52549	51678	研发费用	1755	1953	2019	2108	2163
无形资产及其他	2858	3078	2924	2770	2617	财务费用	783	1209	687	610	574
投资性房地产	1752	2394	2394	2394	2394	投资收益	321	708	900	643	751
长期股权投资	18834	19147	19461	19774	20087	资产减值及公允价值变动	11	78	86	58	74
资产总计	102446	104386	108269	110650	112812	其他收入	(1390)	(1482)	(2019)	(2108)	(2163)
短期借款及交易性金融负债	28401	32305	27853	29520	29892	营业利润	579	899	2177	2650	2700
应付款项	14524	9647	16147	15237	14410	营业外净收支	45	56	46	46	46
其他流动负债	4031	6725	6867	6477	7076	利润总额	624	956	2223	2697	2746
流动负债合计	46957	48677	50867	51233	51378	所得税费用	(197)	(262)	334	405	412
长期借款及应付债券	18475	17125	17125	17125	17125	少数股东损益	24	16	37	45	46
其他长期负债	1231	1602	1972	2382	2765	归属于母公司净利润	797	1202	1852	2247	2288
长期负债合计	19706	18727	19097	19507	19891	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	66663	67404	69964	70740	71268	净利润	797	1202	1852	2247	2288
少数股东权益	313	442	468	500	532	资产减值准备	(135)	23	4	0	(1)
股东权益	35470	36541	37837	39410	41012	折旧摊销	3645	4909	5278	5739	6100
负债和股东权益总计	102446	104386	108269	110650	112812	公允价值变动损失	(11)	(78)	(86)	(58)	(74)
						财务费用	783	1209	687	610	574
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(31)	(900)	5825	(2491)	800
每股收益	0.33	0.50	0.77	0.93	0.95	其它	123	(29)	22	32	33
每股红利	0.51	0.68	0.23	0.28	0.28	经营活动现金流	4387	5127	12896	5469	9146
每股净资产	14.71	15.16	15.69	16.35	17.01	资本开支	0	(5129)	(5000)	(5000)	(5000)
ROIC	-0.04%	-0.49%	2%	3%	3%	其它投资现金流	266	151	0	0	0
ROE	2.25%	3.29%	5%	6%	6%	投资活动现金流	(66)	(5292)	(5313)	(5313)	(5313)
毛利率	5%	5%	6%	6%	6%	权益性融资	2	114	0	0	0
EBIT Margin	1%	1%	2%	2%	2%	负债净变化	3160	(1553)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(1220)	(1643)	(556)	(674)	(686)
收入增长	33%	23%	3%	4%	3%	其它融资现金流	(8256)	8667	(4452)	1667	373
净利润增长率	512%	51%	54%	21%	2%	融资活动现金流	(4375)	2389	(5008)	993	(314)
资产负债率	65%	65%	65%	64%	64%	现金净变动	(54)	2224	2575	1148	3520
股息率	3.5%	4.7%	1.6%	1.9%	2.0%	货币资金的期初余额	11670	11616	13839	16414	17563
P/E	43.6	28.9	18.8	15.5	15.2	货币资金的期末余额	11616	13839	16414	17563	21082
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(36)	7700	423	3982
EV/EBITDA	23.5	17.7	14.6	12.7	12.4	权益自由现金流	0	7077	2664	1572	3867

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032