

桐昆股份(601233)

报告日期: 2025 年 09 月 03 日

25H1 业绩同比提升，看好涤纶格局持续改善

——桐昆股份 2025 中报点评

事件

□ 8 月 29 日，公司发布 2025 年中报：2025H1，公司实现营业收入 441.58 亿元，同比-8.41%；实现归母净利润 10.97 亿元，同比+2.93%；加权平均净资产收益率为 2.96%，同比持平。销售毛利率 6.76%，同比增加 0.57 个百分点；销售净利率 2.50%，同比增加 0.27 个百分点。

其中，2025Q2 实现营收 247.38 亿元，同比-8.73%，环比+27.38%；实现归母净利润 4.86 亿元，同比+0.04%，环比-20.54%；平均净资产收益率为 1.30%，同比减少 0.04 个百分点，环比减少 0.36 个百分点。销售毛利率 6.01%，同比增加 0.23 个百分点，环比减少 1.70 个百分点；销售净利率 1.98%，同比增加 0.18 个百分点，环比减少 1.18 个百分点。

点评

□ 涤纶景气回升，25H1 业绩同比略增

2025H1，公司实现营业收入 441.58 亿元，同比-8.41%；实现归母净利润 10.97 亿元，同比+2.93%。业绩同比改善，主要受益于涤纶长丝价差整体有所提升，据 Wind，2025H1 POY-PX/MEG 价差达 1436 元/吨，同比+8.88%，FDY-PX/MEG 价差达 1720 元/吨，同比-4.76%。投资收益方面，2025H1 公司对联营企业和合营企业的投资收益达 4.24 亿元，同比增加 0.18 亿元。2025Q2 公司实现归母净利润 4.86 亿元，环比-1.25 亿元，其中毛利润环比减少 0.10 亿元，其他收益环比减少 0.11 亿元，对联营企业和合营企业的投资收益环比减少 0.84 亿元。业绩环比减少主要由于投资收益下滑所致；毛利润环比下滑主要由于涤纶长丝价差环比略降所致，据 Wind，2025Q2 POY-PX/MEG 价差达 1419 元/吨，环比-2.44%，FDY-PX/MEG 价差达 1646 元/吨，环比-8.28%。

表1：桐昆股份季度经营情况

指标		2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2
POY	销量(万吨)	257.35	180.61	258.53	268.58	247.58
	营收(亿元)	154.70	115.10	160.81	179.44	169.94
	单价(元/吨)	6011	6373	6220	6681	6864
FDY	销量(万吨)	58.04	44.91	58.17	60.54	53.88
	营收(亿元)	36.09	30.46	40.03	45.26	41.31
	单价(元/吨)	6218	6783	6881	7475	7668
DTY	销量(万吨)	29.94	24.41	31.71	29.38	27.41
	营收(亿元)	22.36	19.42	25.20	24.52	23.29
	单价(元/吨)	7469	7956	7946	8346	8498
营收(亿元)		247.38	194.20	252.58	278.34	271.03
毛利(亿元)		14.87	14.98	7.95	9.25	15.67
毛利率(%)		6.01%	7.71%	3.15%	3.32%	5.78%
净利(亿元)		4.91	6.13	2.00	-0.55	4.89
净利率(%)		1.98%	3.16%	0.79%	-0.20%	1.80%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

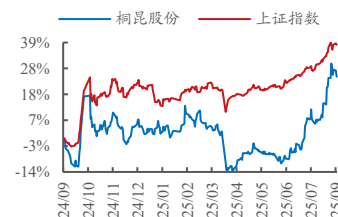
分析师：李辉
执业证书号：S1230521120003
lihui01@stocke.com.cn

分析师：汤永俊
执业证书号：S1230523120009
tangyongjun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥14.34
总市值(百万元)	34,484.54
总股本(百万股)	2,404.78

股票走势图



相关报告

- 《涤纶龙头 25Q1 业绩同环比提升，长期看好行业景气上行》 2025.04.30
- 《2024 业绩同比改善，看好涤纶中长期景气向上》 2025.02.05
- 《涤纶景气短期偏弱，看好行业龙头后续业绩弹性》 2024.11.11

□ 金九银十旺季下，看好涤纶长丝价差持续扩大

随着金九银十旺季到来，下游开工逐步回暖，据华瑞信息，江浙加弹开工负荷从7月中旬的61%回升至8月末的78%，江浙织机开工负荷从7月中旬的56%回升至8月末的65%。下游开工复苏下，长丝厂商库存有效去化，逐步回落至中低位，其中POY库存从7月中旬的26.2天回落至8月末的17.8天，FDY库存从7月中旬的30.6天回落至8月末的20.6天。价差方面，截至9/2，POY-PX/MEG价差达1368元/吨，较7月末低点累计增长27.46%。展望未来，旺季背景下下游开工有望进一步上行，看好涤纶长丝价差持续扩大。

□ 涤纶新增产能放缓，老旧产能存优化空间，看好供需格局持续优化

2024年开始，涤纶长丝行业新增产能逐步放缓，其中2025/2026行业新增产能约155/150万吨，不考虑老旧产能退出，供给增速仅3%，低于需求增速。同时，据CCF统计，目前聚酯产能体系中，20年聚合老装置产能在1056万吨，占目前聚酯产能的11.9%；其中涉及直纺长丝524万吨，占目前总直纺长丝产能12.1%，因此涤纶长丝供给端存明显优化空间，行业供需格局有望持续优化。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为25.56/32.57/39.30亿元，EPS分别为1.06/1.35/1.63元，现价对应PE为13.49/10.59/8.78倍。桐昆股份是国内涤纶长丝龙头公司，成本优势显著，2024年开始行业新增产能放缓，行业有望景气上行，维持“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险、产品需求不及预期风险、行业竞争加剧风险

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	101,307	109,091	114,202	119,310
(+/-) (%)	22.59%	7.68%	4.69%	4.47%
归母净利润	1,202	2,556	3,257	3,930
(+/-) (%)	50.80%	112.68%	27.42%	20.64%
每股收益(元)	0.50	1.06	1.35	1.63
P/E	28.69	13.49	10.59	8.78

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,648	36,611	47,811	61,155
现金	13,839	20,770	31,371	44,114
交易性金融资产	73	75	75	75
应收账款	1,005	2,000	2,094	2,187
其它应收款	79	76	79	83
预付账款	1,044	814	848	882
存货	9,162	11,311	11,780	12,249
其他	1,445	1,564	1,564	1,564
非流动资产	77,739	85,871	89,350	92,178
金融资产类	11	11	11	11
长期投资	19,147	19,147	19,147	19,147
固定资产	48,470	48,399	49,394	50,731
无形资产	3,078	3,478	3,478	3,478
在建工程	4,649	8,789	11,274	12,764
其他	2,383	6,045	6,045	6,045
资产总计	104,386	122,482	137,161	153,333
流动负债	48,677	59,261	64,673	69,904
短期借款	25,861	30,861	36,361	42,361
应付款项	9,647	16,401	16,197	15,311
预收账款	2	0	0	0
其他	13,166	11,999	12,115	12,232
非流动负债	18,727	23,948	29,948	36,948
长期借款	16,921	21,921	27,921	34,921
其他	1,805	2,026	2,026	2,026
负债合计	67,404	83,209	94,621	106,851
少数股东权益	442	455	465	476
归属母公司股东权	36,541	38,818	42,076	46,005
负债和股东权益	104,386	122,482	137,161	153,333

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,780	11,550	9,846	10,648
净利润	1,218	2,569	3,267	3,942
折旧摊销	4,938	5,930	6,521	7,172
财务费用	1,301	1,332	1,645	2,005
投资损失	(709)	(700)	(900)	(1,100)
营运资金变动	2,422	2,504	(687)	(1,370)
其它	(390)	(86)	(0)	0
投资活动现金流	(9,904)	(13,265)	(9,100)	(8,900)
资本支出	(8,876)	(10,400)	(10,000)	(10,000)
长期投资	(640)	(2)	0	0
其他	(387)	(2,863)	900	1,100
筹资活动现金流	3,759	8,652	9,855	10,995
短期借款	4,887	5,000	5,500	6,000
长期借款	(1,553)	5,000	6,000	7,000
其他	425	(1,348)	(1,645)	(2,005)
现金净增加额	2,640	6,931	10,601	12,743

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	101,307	109,091	114,202	119,310
营业成本	96,604	101,801	106,017	110,239
营业税金及附加	294	327	286	298
营业费用	134	153	171	179
管理费用	1,471	1,636	1,713	1,790
研发费用	1,953	2,509	2,627	2,744
财务费用	1,209	1,055	1,230	1,378
资产减值损失	(62)	0	0	0
公允价值变动损益	16	0	0	0
投资净收益	708	700	900	1,100
其他经营收益	603	545	571	597
营业利润	899	2,855	3,630	4,379
营业外收支	56	0	0	0
利润总额	956	2,855	3,630	4,379
所得税	(262)	285	363	438
净利润	1,218	2,569	3,267	3,942
少数股东损益	16	13	10	12
归属母公司净利润	1,202	2,556	3,257	3,930
EBITDA	6,322	9,840	11,381	12,929
EPS（最新摊薄）	0.50	1.06	1.35	1.63

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	22.59%	7.68%	4.69%	4.47%
营业利润	55.38%	217.36%	27.17%	20.64%
归属母公司净利润	50.80%	112.68%	27.42%	20.64%
获利能力				
毛利率	4.64%	6.68%	7.17%	7.60%
净利率	1.19%	2.34%	2.85%	3.29%
ROE	3.29%	6.59%	7.74%	8.54%
ROIC	2.04%	3.56%	3.85%	3.97%
偿债能力				
资产负债率	64.57%	67.94%	68.99%	69.69%
净负债比率	96.36%	98.68%	93.21%	85.86%
流动比率	0.55	0.62	0.74	0.87
速动比率	0.32	0.39	0.52	0.66
营运能力				
总资产周转率	0.98	0.96	0.88	0.82
应收账款周转率	119.35	114.00	122.75	122.63
应付账款周转率	11.02	11.12	9.42	10.06
每股指标(元)				
每股收益	0.50	1.06	1.35	1.63
每股经营现金	3.65	4.80	4.09	4.43
每股净资产	15.20	16.14	17.50	19.13
估值比率				
P/E	28.69	13.49	10.59	8.78
P/B	0.94	0.89	0.82	0.75
EV/EBITDA	10.14	7.44	6.51	5.75

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>