

石油石化

报告日期：2025 年 09 月 02 日

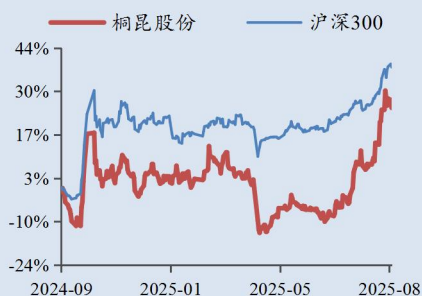
盈利水平保持稳健，长丝景气有望上行

——桐昆股份（601233.SH）2025 年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025 年 09 月 02 日

当前价格（元）	14.34
52 周价格区间（元）	9.63-15.18
总市值（百万元）	34,484.54
流通市值（百万元）	34,357.18
总股本（万股）	240,477.98
流通股（万股）	239,589.81
近一月换手（%）	31.10

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

联系人：彭越

执业证书编号：S0230124010004

邮箱：pengy@hlzq.com

相关阅读

事件：

桐昆股份发布 2025 年半年报：2025 年 H1，公司实现营业收入 441.58 亿元，同比减少 8.41%；实现归母净利润 10.97 亿元，同比增长 2.93%，毛利率为 6.76%，同比增长 0.57 pct。2025 年 Q2 单季度，公司实现营业收入 247.38 亿元，同比减少 8.73%，环比增加 27.38%；实现归母净利润 4.86 亿元，同比增加 0.04%，环比减少 20.54%；毛利率为 6.01%，同比增加 0.23 pct，环比减少 1.70 pct。

观点：

- **涤丝价格跟随成本下滑，整体盈利水平保持稳定。**报告期内，公司主要从事各类民用涤纶长丝、短纤、坯布的生产、销售，以及涤纶长丝主要原料 PTA、MEG 的生产，并向上游延伸参股投资浙石化 20% 股权，形成炼化-PTA、MEG-聚酯-纺丝-加弹-纺织全产业链布局，公司主要产品 POY/FDY/DTY/PTA 价格分别为 6,160.30/6,464.69/7,688.11/4,267.54 元/吨，同比 -9.99%/-15.90%/-9.07%/-19.11%，主要原料采购价 PX/PTA/MEG 分别为 6,040.91/4,284.51/4,016.97 元/吨，同比 -18.92%/-18.06%/+0.71%，上半年涤丝价格以整体跟随成本端运行为主，1-3 月价格窄幅震荡，4-6 月受中美贸易关系的变化和以伊冲突的影响，原油价格先抑后扬，进而从成本端影响聚酯产业链整体价格，在此背景下，公司凭借扎实的发展根基，整体业绩保持稳定。
- **延伸布局煤头领域，产业协同效应将持续释放。**报告期内，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；其煤炭品质卓越，含油量高，平均热值超 6500 大卡，且具备低磷、低硫、低氯、低灰、高热值的“四低一高”特性。中昆公司正在推进煤气头项目建设，计划 2026 年底至 2027 年一季度实现投产，届时将全面打通油头、煤头、气头全链条。
- **盈利预测和投资评级：**随着统一大市场、反内卷等政策落地及“金九银十”旺季需求回升，公司有望凭借产能规模迎来增长机遇，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.77/27.50/29.65 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 15.1/12.5/11.6 倍，我们选取新凤鸣、恒力石化、荣盛石化作为

可比公司，公司是全球最大的涤纶长丝生产企业，销量常年稳居行业第一，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动、行业竞争加剧、新产能建设投产进度不及预期、汇兑风险、经济大幅下行等。

盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	82,640	101,307	96,786	106,628	111,266
增长率（%）	33.30	22.59	-4.46	10.17	4.35
归母净利润（百万元）	797	1,202	2,277	2,750	2,965
增长率（%）	539.10	50.80	89.48	20.74	7.81
ROE（%）	2.30	3.29	5.91	6.70	6.77
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.33	0.50	0.95	1.14	1.23
市盈率（P/E）	45.8	23.7	15.1	12.5	11.6
市净率（P/B）	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：可比公司估值

证券代码	可比公司	2025/9/2	EPS（元）					PE				
		收盘价(元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
603225.SH	新凤鸣	15.14	0.72	0.73	0.96	1.22	1.45	20.0	15.4	15.8	12.4	10.4
600346.SH	恒力石化	17.58	0.98	1.00	1.12	1.35	1.59	13.4	15.3	15.7	13.0	11.1
002493.SZ	荣盛石化	9.77	0.12	0.08	0.26	0.43	0.57	90.5	126.5	37.0	22.9	17.0
可比公司平均值		14.16	0.61	0.60	0.78	1.00	1.20	41.3	52.4	22.8	16.1	12.8
601233.SH	桐昆股份	14.34	0.33	0.50	0.95	1.14	1.23	45.8	23.7	15.1	12.5	11.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所（桐昆股份为华龙证券研究所预测，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

表 2：公司财务预测表

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,106	26,648	26,263	29,688	29,328	营业收入	82,640	101,307	96,786	106,628	111,266
现金	11,616	13,839	13,222	14,566	15,200	营业成本	78,455	96,604	90,079	99,095	103,186
应收票据及应收账款	693	1,005	1,077	1,204	1,241	税金及附加	294	294	295	329	338
其他应收款	141	79	131	101	142	销售费用	118	134	155	171	178
预付账款	1,384	1,044	1,289	1,281	1,400	管理费用	1,352	1,471	1,543	1,657	1,725
存货	10,249	9,162	8,938	10,974	9,760	研发费用	1,755	1,953	2,049	2,191	2,286
其他流动资产	2,024	1,518	1,607	1,562	1,585	财务费用	783	1,209	1,222	1,253	1,336
非流动资产	76,340	77,739	80,335	85,302	90,061	资产和信用减值损失	-39	-70	-70	-76	-80
长期股权投资	18,834	19,147	19,858	20,569	21,280	其他收益	361	603	482	542	512
固定资产	44,160	48,470	51,155	54,308	58,140	公允价值变动收益	-15	16	16	16	16
无形资产	2,858	3,078	3,271	3,483	3,686	投资净收益	321	708	725	731	731
其他非流动资产	10,487	7,043	6,051	6,941	6,955	资产处置收益	68	-0.03	0.00	0.00	0.00
资产总计	102,446	104,386	106,599	114,991	119,389	营业利润	579	899	2,596	3,146	3,397
流动负债	46,957	48,677	49,915	56,969	61,701	营业收入	57	87	87	87	87
短期借款	20,974	25,861	27,734	33,024	37,275	营业外支出	11	30	30	30	30
应付票据及应付账款	14,524	9,647	11,982	12,869	12,935	利润总额	624	956	2,653	3,203	3,453
其他流动负债	11,459	13,169	10,199	11,076	11,491	所得税	-197	-262	345	416	449
非流动负债	19,706	18,727	17,634	16,427	13,330	净利润	821	1,218	2,308	2,786	3,004
长期借款	18,475	17,125	16,168	14,893	11,830	少数股东损益	24	16	30	37	40
其他非流动负债	1,231	1,602	1,466	1,534	1,500	归属母公司净利润	797	1,202	2,277	2,750	2,965
负债合计	66,663	67,404	67,550	73,396	75,031	EBITDA	5,931	7,738	9,113	10,441	11,601
少数股东权益	313	442	472	509	549	EPS（元）	0.33	0.50	0.95	1.14	1.23
股本	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411	主要财务比率					
资本公积	13,610	13,597	13,597	13,597	13,597	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	19,947	21,043	22,888	25,115	27,517	成长能力					
归属母公司股东权益	35,470	36,541	38,577	41,086	43,809	营业收入同比增速(%)	33.30	22.59	-4.46	10.17	4.35
负债和股东权益	102,446	104,386	106,599	114,991	119,389	营业利润同比增速(%)	255.92	55.38	188.64	21.19	7.95
现金流量表（百万元）						归属于母公司净利润同比增速(%)	539.10	50.80	89.48	20.74	7.81
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	3,121	8,780	8,954	7,601	10,764	毛利率(%)	5.06	4.64	6.93	7.06	7.26
净利润	821	1,218	2,308	2,786	3,004	净利率(%)	0.99	1.20	2.38	2.61	2.70
折旧摊销	3,657	4,938	4,631	5,316	6,114	ROE(%)	2.30	3.29	5.91	6.70	6.77
财务费用	783	1,209	1,222	1,253	1,336	ROIC(%)	3.58	4.08	4.44	4.68	4.80
投资损失	-321	-708	-725	-731	-731	偿债能力					
营运资金变动	-1,643	2,411	1,463	-1,083	977	资产负债率(%)	65.07	64.57	63.37	63.83	62.85
其他经营现金流	-177	-286	54	60	64	净负债比率(%)	101.86	100.37	92.49	95.07	91.27
投资活动现金流	-10,484	-9,904	-6,487	-9,536	-10,126	流动比率	0.56	0.55	0.53	0.52	0.48
资本支出	11,367	8,990	6,517	9,572	10,162	速动比率	0.28	0.32	0.30	0.29	0.28
长期投资	79	-683	-711	-711	-711	营运能力					
其他投资现金流	804	-231	741	747	747	总资产周转率	0.86	0.98	0.92	0.96	0.95
筹资活动现金流	6,527	3,759	-30,818	-2,010	-4,257	应收账款周转率	111.12	119.35	93.00	93.50	91.00
短期借款	1,467	4,887	1,873	5,289	4,252	应付账款周转率	7.90	11.02	11.20	11.00	11.00
长期借款	3,160	-1,350	-957	-1,275	-3,063	每股指标（元）					
普通股增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.50	0.95	1.14	1.23
资本公积增加	-322	-14	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	3.64	3.72	3.16	4.48
其他筹资现金流	2,222	235	-31,735	-6,024	-5,445	每股净资产(最新摊薄)	14.71	15.16	16.04	17.08	18.22
现金净增加额	-834	2,640	-28,352	-3,945	-3,618	估值比率					
						P/E	45.8	23.7	15.1	12.5	11.6
						P/B	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
						EV/EBITDA	11.99	9.31	7.80	7.14	6.51

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 6-12 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046