



买入（维持）

所属行业：石油石化/炼化及贸易
当前价格(元)：14.35

证券分析师

王华炳

资格编号：S0120524100001

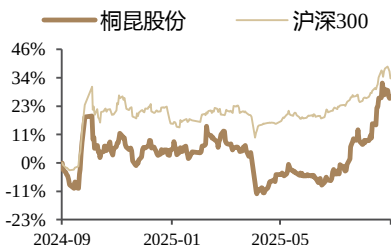
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

郝逸璇

邮箱：haoyx@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	18.11	32.75	32.99
相对涨幅(%)	10.87	23.13	20.16

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《桐昆股份(601233.SH)：盈利水平显著提升，稳步扩产龙头巩固》，2025.5.12
- 《桐昆股份(601233.SH)：静待桐花映日开，方得昆玉照朝晖》，2025.1.27

桐昆股份（601233.SH）：经营持续稳健，长丝景气向上

投资要点

- 事件：**8 月 28 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现营业收入 441.58 亿元，同比-8.4%；归母净利润 10.97 亿元，同比+2.9%；扣非归母净利润 10.54 亿元，同比+16.7%。其中 Q2 单季实现营业收入 247.38 亿元，同比-8.7%，环比+27.4%；归母净利润 4.86 亿元，同比+0.04%，环比-20.5%；扣非归母净利润 4.54 亿元，同比+24.1%，环比-24.3%。
- 点评：**
 - 长丝销量环比高增，公司经营保持稳健。**2025Q2 公司 POY/FDY/DTY 销量分别为 257、58、30 万吨，同比+3.9%、+7.7%、+9.2%，环比+42.5%、+29.2%、+22.7%；价格分别为 6011、6218、7469 元/吨，同比-12.4%、-18.9%、-12.1%，环比-5.7%、-8.3%、-6.1%。量端春节假期因素消退下环比大幅提升；价端在油价走弱和需求疲软背景下出现下滑，对公司业绩造成一定拖累。2025Q2 公司毛利率和净利率分别为 6.0%、2.0%，同比+0.2pct、+0.2pct，环比-1.7pct、-1.2pct；期间费用率为 4.7%，同比+0.1pct、环比-0.6pct。公司盈利能力环比下滑，主要系长丝价差收窄所致。此外，2025Q2 公司投资净收益 1.75 亿元，同比+0.14 亿元，环比-0.78 亿元，整体看炼化景气较去年同期有所修复，但 Q2 受油价下行带来的库存损益影响，环比盈利有所收窄。
 - 金九银十旺季将至，看好长丝涨价弹性。**近期涤纶长丝下游市场逐步升温，外需方面，中美关税再延期对终端纺织品及服装市场构成利好，秋冬季样单逐渐下达，外商补库意愿增强；内需方面，家纺秋冬订单备货启动，部分厂商开机率提升。考虑到现阶段行业整体开工率高、库存低，根据钢联，截至 8/29，POY/DTY/FDY 库存分别 15.3、28.6、24.0 天，处于近五年 36%、70%、37%分位；行业开工率 91.6%，处于近五年 91%分位，随着金九银十旺季来临，需求复苏预期下看好涤纶长丝涨价弹性。中长期维度看，涤纶长丝产能增速已显著放缓，CAGR 由 7.1%（2017-2023 年）预计降低至 1.5%（2024-2026 年）；同时行业集中度高、自律基础好，反内卷背景下看好长丝格局优化带来的盈利持续修复。
 - 延伸上游布局煤头，强化产业链一体化。**公司坚持“上控资源、下拓市场”核心思路，持续推进产业链一体化。上半年公司成功布局煤头领域，取得吐鲁番地区优质煤矿资源。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、高热值等特性。目前中昆公司正积极推进煤气头项目建设，预计 2026 年底至 2027Q1 投产，届时将全面打通油头、煤头、气头全链条，产业协同效应有望持续释放。
 - 盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.25、29.36、33.77 亿元，同比+68.5%、+45.0%、+15.0%，对应 EPS 分别为 0.84、1.22、1.40 元。维持“买入”评级。
 - 风险提示：**油价大幅波动风险、下游需求不及预期、产能投放进度不及预期、政策不确定性风险等

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,404.78		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	2,395.90	营业收入(百万元)	82,640	101,307	95,315	101,162	107,186
52 周内股价区间(元):	9.91-14.95	(+/-)YOY(%)	33.3%	22.6%	-5.9%	6.1%	6.0%
总市值(百万元):	34,508.59	净利润(百万元)	797	1,202	2,025	2,936	3,377
总资产(百万元):	111,899.34	(+/-)YOY(%)	539.1%	50.8%	68.5%	45.0%	15.0%
每股净资产(元):	15.66	全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.50	0.84	1.22	1.40
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	5.1%	4.6%	5.8%	6.7%	7.0%
		净资产收益率(%)	2.2%	3.3%	5.3%	7.3%	7.8%
		资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.84	1.22	1.40
每股净资产	15.16	15.85	16.83	17.96
每股经营现金流	3.64	3.87	4.66	5.13
每股股利	0.10	0.17	0.24	0.28
价值评估(倍)				
P/E	23.14	17.04	11.76	10.22
P/B	0.78	0.91	0.85	0.80
P/S	0.28	0.36	0.34	0.32
EV/EBITDA	10.14	7.25	6.13	5.45
股息率%	0.8%	1.2%	1.7%	1.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	4.6%	5.8%	6.7%	7.0%
净利润率	1.2%	2.2%	2.9%	3.2%
净资产收益率	3.3%	5.3%	7.3%	7.8%
资产回报率	1.2%	1.9%	2.7%	3.0%
投资回报率	2.0%	3.7%	4.7%	5.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.6%	-5.9%	6.1%	6.0%
EBIT 增长率	40.1%	149.8%	30.1%	10.3%
净利润增长率	50.8%	68.5%	45.0%	15.0%
偿债能力指标				
资产负债率	64.6%	63.4%	62.3%	61.1%
流动比率	0.5	0.4	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.2	0.2	0.3
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.0	3.7	3.5	3.5
存货周转天数	36.2	35.4	33.3	33.2
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0
固定资产周转率	2.2	1.9	1.9	2.0

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,202	2,025	2,936	3,377
少数股东损益	16	27	39	45
非现金支出	5,008	6,853	7,599	8,333
非经营收益	132	409	436	376
营运资金变动	2,422	-6	204	207
经营活动现金流	8,780	9,307	11,214	12,338
资产	-8,876	-9,244	-9,244	-9,244
投资	-640	-320	-320	-320
其他	-387	-2,610	1,012	1,072
投资活动现金流	-9,904	-12,174	-8,552	-8,492
债权募资	3,104	116	0	0
股权募资	114	-34	0	0
其他	540	-1,766	-2,086	-2,174
融资活动现金流	3,759	-1,684	-2,086	-2,174
现金净流量	2,640	-4,556	576	1,672

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 4 日
资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	101,307	95,315	101,162	107,186
营业成本	96,604	89,811	94,372	99,687
毛利率%	4.6%	5.8%	6.7%	7.0%
营业税金及附加	294	277	293	311
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	134	126	134	142
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	1,471	1,384	1,517	1,608
管理费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	1,953	1,837	2,023	2,251
研发费用率%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%
EBIT	1,384	3,457	4,496	4,959
财务费用	1,209	1,297	1,365	1,356
财务费用率%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%
资产减值损失	-62	0	0	0
投资收益	708	953	1,012	1,072
营业利润	899	2,104	3,075	3,546
营业外收支	56	56	56	56
利润总额	956	2,160	3,131	3,603
EBITDA	6,322	10,309	12,096	13,292
所得税	-262	108	157	180
有效所得税率%	-27.4%	5.0%	5.0%	5.0%
少数股东损益	16	27	39	45
归属母公司所有者净利润	1,202	2,025	2,936	3,377

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,839	9,284	9,859	11,531
应收账款及应收票据	1,005	945	1,003	1,063
存货	9,162	8,518	8,951	9,455
其它流动资产	2,641	2,640	2,816	3,001
流动资产合计	26,648	21,387	22,629	25,050
长期股权投资	19,147	19,447	19,747	20,047
固定资产	48,470	51,552	53,475	54,458
在建工程	4,649	3,824	3,412	3,206
无形资产	3,078	3,278	3,478	3,678
非流动资产合计	77,739	84,169	86,189	87,477
资产总计	104,386	105,556	108,819	112,527
短期借款	25,861	25,861	25,861	25,861
应付票据及应付账款	9,647	8,969	9,424	9,955
预收账款	2	2	2	2
其它流动负债	13,166	13,184	13,598	14,022
流动负债合计	48,677	48,016	48,885	49,841
长期借款	16,921	16,921	16,921	16,921
其它长期负债	1,805	2,026	2,026	2,026
非流动负债合计	18,727	18,948	18,948	18,948
负债总计	67,404	66,963	67,833	68,788
实收资本	2,411	2,405	2,405	2,405
普通股股东权益	36,541	38,124	40,477	43,185
少数股东权益	442	469	508	554
负债和所有者权益合计	104,386	105,556	108,819	112,527

信息披露

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。