

601233.SH

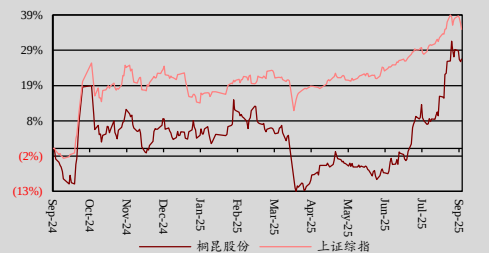
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 14.35

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	21.9	18.1	31.8	25.3
相对上证综指	6.5	13.0	20.2	(9.9)

发行股数(百万)	2,404.78
流通股(百万)	2,395.90
总市值(人民币 百万)	34,508.59
3个月日均交易额(人民币 百万)	344.83
主要股东持股比例	
桐昆控股集团有限公司	19.33%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 9 月 4 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

石油石化：炼化及贸易

证券分析师：余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

联系人：赵泰

tai.zhao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123070003

桐昆股份

2025H1 扣非归母净利高增长，一体化布局持续完善

公司发布 2025 年中报，上半年实现营业总收入 441.58 亿元，同比降低 8.41%；归母净利润 10.97 亿元，同比增长 2.93%；扣非归母净利润 10.54 亿元，同比增长 16.72%。其中，第二季度营收 247.38 亿元，同比降低 8.73%，环比增长 27.38%；归母净利润 4.86 亿元，同比增长 0.04%，环比降低 20.54%。公司作为全产业链布局的涤纶长丝生产龙头，有望充分受益行业景气度底部回暖，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年涤纶长丝整体量增价减，Q2 销量提升带动营收环比高增。2025 年上半年公司营业收入同比降低 8.41%至 441.58 亿元，其中第二季度营业收入为 247.38 亿元，同比降低 8.73%，环比增长 27.38%。上半年涤纶长丝价格主要跟随成本端运行，一季度相对稳定，二季度受国际原油价格影响波动剧烈。2025H1 公司涤纶长丝营收 378.13 亿元，同比下降 9.59%，销量 595.26 万吨，同比提升 1.34%。上半年 POY、FDY、DTY 销量分别为 437.96 万吨、102.95 万吨、54.35 万吨，同比分别-0.71%、+7.90%、+6.84%；销售均价分别为 6160.30 元/吨、6464.69 元/吨、7688.11 元/吨，同比分别-9.99%、-15.90%、-9.07%。2025Q2 公司涤纶长丝营收 213.15 亿元，同比下降 9.12%，环比增长 29.20%，销量为 345.33 万吨，同比、环比分别增长 5.01%、38.17%，销售均价 6172.29 元/吨，同比、环比分别下降 13.45%、6.49%。
- 2025H1 毛利率、净利率提升。2025 年上半年公司毛利率为 6.76%，同比提升 0.57pct。2025 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.17%/1.62%/2.03%/1.19%，分别同比+0.04pct/+0.15pct/-0.03pct/-0.01pct。投资收益为 4.27 亿元（同比+2.57%），主要来源于联营企业浙石化，上半年浙石化实现营收 1,207.96 亿元（同比-8.64%），净利润 21.32 亿元（同比+5.04%）。2025 年上半年公司净利率为 2.50%，同比提升 0.27pct。截至 2025 年中报，公司存货 121.89 亿元，较去年同期减少 13.81%，合同负债 23.99 亿元，较去年同期增长 217.84%。
- 布局煤矿资源，产业链条布局持续完善。上半年公司成功取得吐鲁番地区优质煤矿资源，实现油头、气头、煤头的全品类覆盖。该煤矿储量达 5 亿吨，初始开采规模为 500 万吨/年，具备低磷、低硫、低氯、低灰、高热值等优势。截至公司 2025 年中报，煤气头项目正积极推进中，预计 2026 年底至 2027 年一季度投产，届时全面打通油头、气头、煤头全链条。此外，公司将聚焦 PTA 和乙二醇两大原料领域，产业链一体化的核心竞争优势有望不断强化。

估值

- 考虑到当前涤纶长丝行业景气度有待回升，调整 2025-2026 年盈利预测，并给予 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.98 元、1.32 元、1.59 元，对应 PE 分别为 14.7 倍、10.9 倍、9.0 倍。看好公司规模优势及产业链一体化优势，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 下游需求恢复不及预期，上游原材料价格剧烈波动，行业产能大幅增加等。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	82,640	101,307	94,746	101,873	105,405
增长率(%)	33.3	22.6	(6.5)	7.5	3.5
EBITDA(人民币 百万)	4,284	5,719	7,817	8,913	9,901
归母净利润(人民币 百万)	797	1,202	2,346	3,170	3,828
增长率(%)	512.1	50.8	95.2	35.1	20.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.33	0.50	0.98	1.32	1.59
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.08	1.59	
调整幅度(%)			(9.8)	(17.0)	
市盈率(倍)	43.3	28.7	14.7	10.9	9.0
市净率(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(倍)	18.5	12.1	10.2	8.5	7.8
每股股息(人民币)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	0.3	0.8	1.4	1.8	2.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 公司 2025 年上半年财务报告摘要

(百万元)	2025H1	2024H1	同比增长 (%)
一、营业总收入	44,157.93	48,214.63	(8.41)
二、营业总成本	43,529.66	47,706.71	(8.76)
其中：营业成本	41,172.78	45,231.42	(8.97)
营业税金及附加	145.80	135.24	7.81
销售费用	73.14	60.01	21.88
管理费用	714.69	708.32	0.90
研发费用	896.44	993.16	(9.74)
财务费用	526.81	578.56	(8.95)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	0.77	2.66	(71.15)
投资收益	427.45	416.76	2.57
资产处置收益	(2.06)	3.85	(153.46)
资产减值损失	(79.09)	0.00	
信用减值损失	(4.30)	(53.75)	92.00
其他收益	178.22	232.39	(23.31)
四、营业利润	1,149.26	1,109.82	3.55
加：营业外收入	18.85	18.11	4.09
减：营业外支出	1.79	2.72	(34.06)
五、利润总额	1,166.33	1,125.22	3.65
减：所得税	62.04	52.01	19.27
六、净利润	1,104.29	1,073.21	2.90
减：少数股东损益	7.79	7.95	(2.06)
七、归属母公司净利润	1,096.50	1,065.26	2.93

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 公司 2025 年第二季度财务报告摘要

(百万元)	2025 年第二季度	2024 年第二季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	24,737.98	27,103.25	(8.73)
二、营业总成本	24,498.37	26,877.74	(8.85)
其中：营业成本	23,250.63	25,535.87	(8.95)
营业税金及附加	75.60	92.43	(18.21)
销售费用	38.64	31.29	23.48
管理费用	353.96	353.13	0.24
研发费用	514.72	559.33	(7.98)
财务费用	264.82	305.69	(13.37)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	0.00	1.65	(100.00)
投资收益	174.74	161.03	8.52
资产处置收益	(0.72)	3.59	(119.96)
资产减值损失	(13.92)	0.00	
信用减值损失	(10.30)	(68.62)	85.00
其他收益	83.71	129.73	(35.47)
四、营业利润	473.13	452.87	4.47
加：营业外收入	12.91	10.30	25.36
减：营业外支出	1.09	1.86	(41.13)
五、利润总额	484.95	461.31	5.12
减：所得税	(5.94)	(27.35)	78.27
六、净利润	490.89	488.66	0.46
减：少数股东损益	5.39	3.33	61.87
七、归属母公司净利润	485.51	485.33	0.04

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,640	101,307	94,746	101,873	105,405
营业收入	82,640	101,307	94,746	101,873	105,405
营业成本	78,455	96,604	88,269	94,419	97,324
营业税金及附加	294	294	281	320	317
销售费用	118	134	152	163	169
管理费用	1,352	1,471	1,421	1,528	1,581
研发费用	1,755	1,953	1,952	2,099	2,171
财务费用	783	1,209	1,089	1,138	1,137
其他收益	361	603	350	350	350
资产减值损失	(26)	(62)	(100)	(60)	(30)
信用减值损失	(12)	(8)	(10)	(10)	(10)
资产处置收益	68	0	5	5	5
公允价值变动收益	(15)	16	0	0	0
投资收益	321	708	750	1,000	1,200
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	579	899	2,577	3,491	4,221
营业外收入	57	87	30	30	30
营业外支出	11	30	5	5	5
利润总额	624	956	2,602	3,516	4,246
所得税	(197)	(262)	208	281	340
净利润	821	1,218	2,394	3,235	3,906
少数股东损益	24	16	48	65	78
归母净利润	797	1,202	2,346	3,170	3,828
EBITDA	4,284	5,719	7,817	8,913	9,901
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.33	0.50	0.98	1.32	1.59

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,106	26,648	30,146	26,893	27,560
货币资金	11,616	13,839	14,212	12,580	11,103
应收账款	693	1,005	1,127	1,137	1,205
应收票据	0	0	0	0	0
存货	10,249	9,162	11,924	10,369	12,340
预付账款	1,384	1,044	1,163	1,145	1,180
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,165	1,597	1,720	1,662	1,731
非流动资产	76,340	77,739	78,219	82,008	84,492
长期投资	18,856	19,159	19,659	20,159	20,659
固定资产	44,160	48,470	47,673	47,142	47,061
无形资产	2,858	3,078	2,975	2,871	2,767
其他长期资产	10,465	7,032	7,913	11,836	14,006
资产合计	102,446	104,386	108,365	108,901	112,052
流动负债	46,957	48,677	51,030	50,747	50,830
短期借款	20,974	25,861	30,379	30,000	30,000
应付账款	10,533	7,003	5,747	5,794	6,102
其他流动负债	15,449	15,812	14,905	14,953	14,729
非流动负债	19,706	18,727	18,442	16,663	16,592
长期借款	18,475	16,921	16,921	15,000	15,000
其他长期负债	1,231	1,805	1,521	1,663	1,592
负债合计	66,663	67,404	69,472	67,410	67,422
股本	2,411	2,411	2,405	2,405	2,405
少数股东权益	313	442	490	554	633
归属母公司股东权益	35,470	36,541	38,403	40,937	43,997
负债和股东权益合计	102,446	104,386	108,365	108,901	112,052

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	821	1,218	2,394	3,235	3,906
折旧摊销	3,657	4,938	5,256	5,639	6,099
营运资金变动	(1,634)	(653)	(5,782)	1,962	(2,183)
其他	277	3,277	(55)	328	(165)
经营活动现金流	3,121	8,780	1,813	11,164	7,657
资本支出	(11,367)	(8,990)	(5,031)	(9,031)	(8,031)
投资变动	(90)	(191)	(500)	(500)	(500)
其他	972	(723)	755	1,005	1,205
投资活动现金流	(10,484)	(9,904)	(4,776)	(8,526)	(7,326)
银行借款	4,627	3,334	4,518	(2,300)	0
股权融资	(1,420)	2,409	(483)	(636)	(768)
其他	3,320	(1,984)	(699)	(1,333)	(1,040)
筹资活动现金流	6,527	3,759	3,335	(4,270)	(1,808)
净现金流	(836)	2,635	373	(1,632)	(1,477)

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	33.3	22.6	(6.5)	7.5	3.5
营业利润增长率(%)	(259.7)	55.4	186.5	35.5	20.9
归属于母公司净利润增长率(%)	512.1	50.8	95.2	35.1	20.7
息税前利润增长率(%)	(149.4)	24.7	227.8	27.9	16.1
息税折旧前利润增长率(%)	194.7	33.5	36.7	14.0	11.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	512.1	50.8	95.2	35.1	20.7
获利能力					
息税前利润率(%)	0.8	0.8	2.7	3.2	3.6
营业利润率(%)	0.7	0.9	2.7	3.4	4.0
毛利率(%)	5.1	4.6	6.8	7.3	7.7
归母净利润率(%)	1.0	1.2	2.5	3.1	3.6
ROE(%)	2.2	3.3	6.1	7.7	8.7
ROIC(%)	1.1	1.3	2.8	3.6	4.0
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
流动比率	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	111.1	119.4	88.9	90.0	90.0
应付账款周转率	8.3	11.6	14.9	17.7	17.7
费用率					
销售费用率(%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
管理费用率(%)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
研发费用率(%)	2.1	1.9	2.1	2.1	2.1
财务费用率(%)	0.9	1.2	1.1	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.5	1.0	1.3	1.6
每股经营现金流(最新摊薄)	1.3	3.7	0.8	4.6	3.2
每股净资产(最新摊薄)	14.7	15.2	16.0	17.0	18.3
每股股息	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	43.3	28.7	14.7	10.9	9.0
P/B(最新摊薄)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	18.5	12.1	10.2	8.5	7.8
价格/现金流(倍)	11.1	3.9	19.0	3.1	4.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371