



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月08日

基础数据

09月05日收盘价（元）	14.66
总市值（亿元）	352.54
总股本（亿股）	24.05

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证化工】桐昆股份（601233）2024年年报及2025年一季报点评：业绩稳步改善，涤纶产品盈利中枢回暖可期-2025.05.16

分析师：吉金

S0190522030003
jjjin@xyzq.com.cn

分析师：张勋

S0190521100002
zhangxun19@xyzq.com.cn

分析师：刘梓涵

S0190523070006
liuzihan@xyzq.com.cn

桐昆股份(601233.SH)

2025H1 业绩修复，涤纶及炼化行业有望持续回暖

投资要点：

- **事件：**桐昆股份发布2025年半年报，报告期内公司实现营业收入441.58亿元，同比下滑8.41%；实现归母净利润10.97亿元，同比增长2.93%，实现扣非归母净利润10.54亿元，同比增长16.72%。其中2025Q2单季度实现营业收入247.38亿元，同比下滑8.73%，环比增长27.38%；实现归母净利润4.86亿元，同比增长0.04%，环比下滑20.54%；实现扣非归母净利润4.54亿元，同比增长24.12%，环比下滑24.34%。
- **POY及DTY价差走阔、浙石化投资收益增厚，公司2025H1业绩同比稳步增长。**价方面，根据我们统计，2025年H1内POY、DTY、FDY、PTA-原料均价差分别为1250元/吨、2495元/吨、1582元/吨、423元/吨，同比分别扩大166元/吨、扩大64元/吨、收窄73元/吨、收窄50元/吨。**量方面**，2025年上半年实现涤纶长丝销量595万吨，同比增长1.3%；其中POY、FDY、DTY销量分别为438万吨、103万吨、54万吨，同比分别变化-1%、+8%、+7%。**投资收益方面**，2025年H1公司实现对联营企业和合营企业的投资收益4.24亿元，同比增加0.18亿元。综合来看，浙石化投资收益持续改善叠加部分品种价差修复带动公司盈利修复。
- **行业中期维度供需修复态势未改、“反内卷”有望加速行业修复进程。**供给端2025年行业或仍维持相对较低新增产能增速、需求稳中向好，中期维度供需修复态势有望持续。供给层面，2025年新增产能或仍维持在百万吨级，增速约3%。需求端，据百川统计，2025年前7个月国内涤纶长丝表观消费量增速达6%；同期下游国内服装鞋帽针纺织品市场零售额维持增长态势，海外亦总体维持增长态势。另一方面，当前供给端集中度相对较高，有在“反内卷”持续推进背景下进行行业自律的土壤，行业前期亦曾进行过相关尝试，后续有望同行业中期维度的修复趋势形成合力，共同推动公司主营产品盈利回升。
- **炼化行业供给变革有望同浙石化下游拓展共振，投资收益有望持续回升。**行业来看，国内“反内卷”及相关预期持续升温；海外欧洲、日韩等地均有乙烯装置存在退出/计划退出预期，后续行业供给端对产品盈利支撑有望不断增强。公司自身来看，当前公司参股的浙石化高端新材料项目、高性能树脂项目稳步推进，未来随项目放量有望带动浙石化产销规模与盈利能力进一步提升，从而增厚公司投资收益。
- **维持“增持”的投资评级。**桐昆股份积极向上游延伸产业链，参股浙江石化4000万吨/年炼化一体化项目现已全面投产，形成炼油-PX-PTA-涤纶长丝全产业链格局，产品多元化有助公司抵御周期波动风险，炼化项目成本优势保障公司较强盈利能力。此外，浙石化当前大步加码下游新能源新材料领域，未来盈利能力有望进一步增强。公司作为涤纶长丝龙头企业，坚持产业链一体化发展巩固龙头地位；截至2025年半年报披露，公司拥有1020万吨PTA的年生产能力，涤纶长丝产能为1350万吨/年。当前公司持续推进安徽佑顺、福建恒海、中昆煤气头项目等产能扩张项目，追求全产业链成长。综合来看，公司行业地位领先，未来有望受益于涤纶长丝及炼化行业的景气修复。我们调整公司2025~2027年EPS预测分别为0.93元、1.35元、1.68元，维持“增持”的投资评级。

风险提示：油价大幅波动风险；新项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；行业投产计划调整风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	101307	93732	96948	97968
同比增长	22.6%	-7.5%	3.4%	1.1%
归母净利润（百万元）	1202	2225	3236	4039
同比增长	50.8%	85.1%	45.5%	24.8%
毛利率	4.6%	6.7%	7.3%	7.7%
ROE	3.3%	5.9%	8.3%	9.8%
每股收益（元）	0.50	0.93	1.35	1.68
市盈率	29.3	15.8	10.9	8.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26648	23971	28294	33118
货币资金	13839	11712	15773	20563
交易性金融资产	73	73	73	73
应收票据及应收账款	1005	982	1011	1019
预付款项	1044	997	1024	1031
存货	9162	8689	8879	8894
其他	1524	1517	1533	1538
非流动资产	77739	85057	86463	87086
长期股权投资	19147	19476	19822	20184
固定资产	48470	53503	54662	54765
在建工程	4649	2660	2264	2106
无形资产	3078	3291	3519	3764
商誉	0	0	0	0
其他	2394	6126	6196	6267
资产总计	104386	109028	114758	120204
流动负债	48677	53258	58312	62468
短期借款	25861	30259	34218	37385
应付票据及应付账款	9647	9109	9235	9295
其他	13169	13889	14860	15788
非流动负债	18727	17711	16726	15943
长期借款	16921	15679	14685	13889
其他	1805	2032	2041	2054
负债合计	67404	70969	75038	78412
股本	2411	2405	2405	2405
未分配利润	19837	20610	21743	23157
少数股东权益	442	471	514	567
股东权益合计	36983	38059	39720	41793
负债及权益合计	104386	109028	114758	120204

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1202	2225	3236	4039
折旧和摊销	4938	6265	6717	7135
营运资金的变动	2422	619	779	908
经营活动产生现金流量	8780	9588	10717	11511
资本支出	-8876	-9447	-7626	-7236
长期投资	-640	-390	-409	-430
投资活动产生现金流量	-9904	-12494	-6459	-5454
债权融资	3104	3278	2973	2385
股权融资	114	0	0	0
融资活动产生现金流量	3759	784	-198	-1267
现金净变动	2640	-2128	4061	4790

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	101307	93732	96948	97968
营业成本	96604	87449	89851	90442
税金及附加	294	272	281	284
销售费用	134	123	126	127
管理费用	1471	1368	1406	1421
研发费用	1953	1968	2036	2057
财务费用	1209	1269	1389	1411
投资收益	708	944	1616	2253
公允价值变动收益	16	0	0	0
信用减值损失	-8	-7	-5	-3
资产减值损失	-62	-56	-50	-45
营业利润	899	2772	4050	5067
营业外收支	56	46	49	51
利润总额	956	2818	4100	5118
所得税	-262	565	821	1025
净利润	1218	2254	3279	4093
少数股东损益	16	29	43	53
归属母公司净利润	1202	2225	3236	4039
EPS(元)	0.50	0.93	1.35	1.68

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	22.6%	-7.5%	3.4%	1.1%
营业利润增长率	55.4%	208.2%	46.1%	25.1%
归母净利润增长率	50.8%	85.1%	45.5%	24.8%
盈利能力				
毛利率	4.6%	6.7%	7.3%	7.7%
归母净利率	1.2%	2.4%	3.3%	4.1%
ROE	3.3%	5.9%	8.3%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	64.6%	65.1%	65.4%	65.2%
流动比率	0.55	0.45	0.49	0.53
速动比率	0.32	0.25	0.30	0.35
营运能力				
资产周转率	98.0%	87.8%	86.6%	83.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.50	0.93	1.35	1.68
每股经营现金	3.65	3.99	4.46	4.79
估值比率(倍)				
PE	29.3	15.8	10.9	8.7
PB	1.0	0.9	0.9	0.9

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

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：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的全本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn