



桐昆股份 (601233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

涤纶长丝承压趋势延续

事件

2025 年 10 月 29 日公司披露三季报,前三季度实现营收 673.97 亿元,同比下降 11.38%;实现归母净利润 15.49 亿元,同比增长 53.34%。其中, Q3 实现营收 232.39 亿元,同比增长-16.51%;实现归母净利润 4.52 亿元,同比增长 872.09%。

经营分析

营业收入受长丝价格下降影响较大。分业务来看,公司涤纶长丝前三季度营业收入 578.03 亿元,占总营收 86%。其中,P0Y/FDY/DTY 营收分别为 413.48/100.25/64.2 亿元;PTA 前三季度营业收入 51.1 亿元,占总营收 8%。价格方面,各产品前三季度平均售价有明显降幅,具体来看,P0Y 售价 6134.58 元/吨,同比下降 9.55%;FDY 售价 5434.56 元/吨,同比下降 15.38%;DTY 售价 7579.13 元/吨,同比下降-9.94%;PTA 售价 4243.21 元/吨,同比-18.4%。主要产品价格下降是公司业绩下降主因。

净利润较大增幅主要系原料成本下降和对外投资浙石化确认损益同比增加。公司主要原材料 PX 前三季度平均采购价为 6067.23 元/吨,同比下降-17.13%;前三季度投资收益为 7.6 亿元,较 2024 年增加 2.4 亿元,贡献了归母净利边际增长的 45%。

盈利预测、估值与评级

我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 1004.84 亿元/1099.13 亿元/1202.02 亿元,同比-0.8%/+9.4%/+9.4%,归母净利润 19.51 亿元/22.50 亿元/26.92 亿元,对应 EPS 为 0.81/0.94/1.12 元。维持公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险、新产能释放低于预期、宏观经济环境变化引发的风险、依赖单一市场的风险、环保和安全风险。

基础化工组

分析师:陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

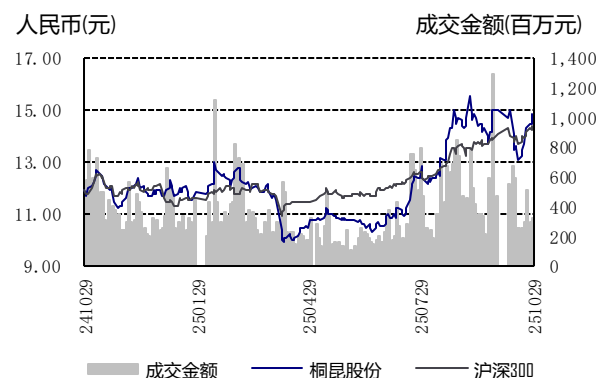
联系人:孙泽辉

sunzehui@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 14.80 元

相关报告:

1.《桐昆股份公司深度研究:承压周期下的优质涤纶长丝龙头》,2025.9.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	82,640	101,307	100,484	109,913	120,202
营业收入增长率	33.30%	22.59%	-0.81%	9.38%	9.36%
归母净利润(百万元)	797	1,202	1,951	2,250	2,692
归母净利润增长率	512.1%	50.80%	62.32%	15.33%	19.64%
摊薄每股收益(元)	0.331	0.498	0.811	0.936	1.119
每股经营性现金流净额	1.29	3.64	2.24	3.31	3.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.25%	3.29%	5.12%	5.64%	6.48%
P/E	45.77	23.67	17.40	15.09	12.61
P/B	1.03	0.78	0.89	0.85	0.82

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	61,993	82,640	101,307	100,484	109,913	120,202
增长率	33.3%	22.6%	-0.8%	9.4%	9.4%	
主营业务成本	-59,988	-78,455	-96,604	-94,467	-103,127	-112,550
%销售收入	96.8%	94.9%	95.4%	94.0%	93.8%	93.6%
毛利	2,005	4,185	4,703	6,018	6,786	7,653
%销售收入	3.2%	5.1%	4.6%	6.0%	6.2%	6.4%
营业税金及附加	-152	-294	-294	-292	-319	-349
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-101	-118	-134	-133	-155	-170
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,193	-1,352	-1,471	-1,459	-1,596	-1,745
%销售收入	1.9%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-1,655	-1,755	-1,953	-2,010	-2,198	-2,404
%销售收入	2.7%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,095	665	851	2,124	2,517	2,985
%销售收入	n.a	0.8%	0.8%	2.1%	2.3%	2.5%
财务费用	-427	-783	-1,209	-1,212	-1,309	-1,329
%销售收入	0.7%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-174	-39	-70	-80	-80	-80
公允价值变动收益	30	-15	16	-2	0	0
投资收益	1,232	321	708	850	867	884
%税前利润	-378.6%	51.5%	74.1%	41.1%	36.3%	31.0%
营业利润	-363	579	899	2,036	2,352	2,817
营业利润率	n.a	0.7%	0.9%	2.0%	2.1%	2.3%
营业外收支	37	45	56	34	34	34
税前利润	-325	624	956	2,070	2,385	2,851
利润率	n.a	0.8%	0.9%	2.1%	2.2%	2.4%
所得税	462	197	262	-104	-119	-143
所得税率	n.a	-31.6%	-27.4%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	136	821	1,218	1,967	2,266	2,708
少数股东损益	6	24	16	16	16	16
归属于母公司的净利润	130	797	1,202	1,951	2,250	2,692
净利率	0.2%	1.0%	1.2%	1.9%	2.0%	2.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	136	821	1,218	1,967	2,266	2,708
少数股东损益	6	24	16	16	16	16
非现金支出	2,897	3,696	5,008	5,332	5,721	6,177
非经营收益	-1,101	238	132	576	539	557
营运资金变动	-860	-1,634	2,422	-2,481	-541	-43
经营活动现金净流	1,073	3,121	8,780	5,394	7,986	9,399
资本开支	-15,019	-11,289	-8,876	-9,293	-7,086	-7,086
投资	-13	79	-640	-202	0	0
其他	-1,260	725	-387	850	867	884
投资活动现金净流	-16,292	-10,484	-9,904	-8,645	-6,219	-6,202
股权募资	141	0	114	17	0	0
债权募资	16,757	9,098	3,104	6,005	1,515	860
其他	-4,072	-2,572	540	-1,720	-1,890	-2,552
筹资活动现金净流	12,825	6,527	3,759	4,303	-375	-1,692
现金净流量	-2,390	-834	2,640	1,052	1,392	1,505

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,670	11,616	13,839	14,878	16,261	17,759
应收款项	1,453	1,392	1,464	1,580	1,729	1,890
存货	7,386	10,249	9,162	10,892	11,890	12,977
其他流动资产	1,954	2,850	2,181	2,283	2,875	2,976
流动资产	22,462	26,106	26,648	29,633	32,755	35,602
%总资产	24.9%	25.5%	25.5%	26.6%	28.3%	29.8%
长期投资	18,568	18,907	19,266	19,266	19,266	19,266
固定资产	43,881	52,895	53,119	53,219	54,297	54,928
%总资产	48.7%	51.6%	50.9%	47.8%	46.9%	45.9%
无形资产	2,294	2,860	3,086	3,419	3,743	4,058
非流动资产	67,678	76,340	77,739	81,600	82,999	83,942
%总资产	75.1%	74.5%	74.5%	73.4%	71.7%	70.2%
资产总计	90,140	102,446	104,386	111,233	115,753	119,544
短期借款	22,852	28,401	32,305	40,376	41,892	42,751
应付款项	12,960	14,975	9,938	11,192	12,218	13,334
其他流动负债	3,266	3,580	6,434	4,446	4,618	4,808
流动负债	39,077	46,957	48,677	56,014	58,728	60,894
长期贷款	15,315	18,475	16,921	15,126	15,126	15,126
其他长期负债	741	1,231	1,805	1,517	1,508	1,501
负债	55,134	66,663	67,404	72,657	75,361	77,521
普通股股东权益	34,698	35,470	36,541	38,119	39,919	41,534
其中：股本	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
未分配利润	17,953	18,741	19,837	21,398	23,198	24,813
少数股东权益	308	313	442	457	473	490
负债股东权益合计	90,140	102,446	104,386	111,233	115,753	119,544

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.054	0.331	0.498	0.811	0.936	1.119
每股净资产	14.391	14.711	15.155	15.851	16.600	17.271
每股经营现金净流	0.445	1.295	3.642	2.237	3.312	3.898
每股股利	0.000	0.043	0.100	0.162	0.187	0.447
回报率						
净资产收益率	0.38%	2.25%	3.29%	5.12%	5.64%	6.48%
总资产收益率	0.14%	0.78%	1.15%	1.75%	1.94%	2.25%
毛利率	0.63%	1.06%	1.26%	2.14%	2.45%	2.84%
增长率						
主营业务收入增长率	4.84%	33.30%	22.59%	-0.81%	9.38%	9.36%
EBIT 增长率	N/A	-160.73%	27.99%	149.51%	18.50%	18.58%
净利润增长率	-98.22%	512.12%	50.80%	62.32%	15.33%	19.64%
总资产增长率	29.34%	13.65%	1.89%	6.56%	4.06%	3.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
存货周转天数	38.7	41.0	36.7	42.1	42.1	42.1
应付账款周转天数	41.2	46.2	33.1	25.7	25.7	25.7
固定资产周转天数	137.8	195.0	174.6	168.1	149.5	131.6
偿债能力						
净负债/股东权益	74.29%	97.91%	96.04%	105.12%	100.72%	95.29%
EBIT 利息保障倍数	-2.6	0.8	0.7	1.8	1.9	2.2
资产负债率	61.16%	65.07%	64.57%	65.32%	65.10%	64.85%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	25	28	64
增持	0	1	8	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.24	1.26	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究