

石油石化

2025 年 10 月 30 日

桐昆股份 (601233)

—— Q3 聚酯景气承压, “反内卷” 有望加速行业修复

报告原因: 有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点:

- **公司公告:** 2025 年前三季度公司实现营业收入 673.97 亿, 同比-11.38%; 归母净利润 15.49 亿, 同比+53.83%; 扣非归母净利润 13.03 亿, 同比+58.07%。其中 25Q3 实现营业收入 232.39 亿, 同比-16.51%, 环比-6.06%; 归母净利润 4.52 亿, 同比+872.09%, 环比-6.88%; 扣非归母净利润 2.49 亿, 同比+417.97%, 环比-45.07%, 业绩表现略低于我们预期。三季度聚酯行业进入淡季, 景气度有所下滑, 且行业传统“金九银十”旺季表现低于预期, 此外由于 PTA 行业新增产能释放, 供给压力在三季度逐步提升, 上述原因共同导致 Q3 公司产品盈利下滑, 25Q3 公司毛利率达到 4.01%, 环比-2pct。费用方面, 前三季度公司期间费用率 4.94%, 同比+0.14pct, 主要在于管理费用率有所提升。此外, 公司三季度存在 2.79 亿资产处置收益, 主要为子公司浙江恒盛等土地回收所对应的回收款。
- **淡季导致涤纶长丝景气下滑, “反内卷” 加速行业修复。** 由于二季度涤纶长丝下游存在一定抢出口行为, 且 7-8 月份为行业传统淡季, 25Q3 长丝需求表现相对较弱, 25Q3 公司涤纶长丝销量达到 319 万吨, 环比下降 7.5%, 其中 POY/FDY/DTY 销量分别达到 236/53/30 万吨, 环比分别-8.3%/-8.9%/+1.8%。淡季影响下, 我们测算 25Q3 涤纶长丝价差为 1152 元/吨, 环比-153 元/吨。展望未来, 涤纶长丝新增资本开支已有所放缓, 且在“反内卷”政策推动下, 行业景气存在较大空间, 在当前行业高开工率的背景下, 预期长丝盈利有望逐步提升。
- **PTA 压力延续, 景气有望触底反弹。** 受新增产能冲击影响, PTA 行业供应过剩格局在 25Q3 延续, 我们计算 25Q3 PTA 价差为 215 元/吨, 环比-4 元/吨。展望未来, 在“反内卷”政策推动下, PTA 行业头部企业即将进入协同减产阶段, 为景气修复奠定良好基础, 且行业大幅扩张阶段基本结束, 未来随着需求稳定提升, PTA 盈利有望触底反弹。
- **浙石化盈利有所回暖, 景气有望逐步提升。** 公司投资收益基本来源于持有的浙石化 20% 股权, 25Q3 在炼化景气修复下, 公司浙石化投资收益约 3.25 亿, 环比+91%。25Q3 布伦特油价有所提升, 炼油存在一定库存收益, 根据钢联数据, 我们测算 25Q3 公司浙石化价差为 1471 元/吨, 环比提升 202 元/吨。展望未来, 预期国内“反内卷”政策有望推动地炼加速退出, 且海外炼厂在竞争下滑背景下, 欧洲和韩国炼化装置均存在一定退出预期, 带动炼化格局改善, 因此炼化景气存在较大修复空间。
- **投资分析意见:** 考虑聚酯业务短期景气低于预期, 我们下调 2025 年盈利预测至 21 亿 (原 25 亿), 2026-2027 年维持 37、50 亿, 对应 PE 分别为 17X、10X、7X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 国际油价大幅波动; 关税影响不确定性; 聚酯需求不及预期等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	101,307	67,397	102,542	108,267	109,983
同比增长率 (%)	22.6	-11.4	1.2	5.6	1.6
归母净利润 (百万元)	1,202	1,549	2,127	3,693	4,987
同比增长率 (%)	50.8	53.8	77.0	73.6	35.0
每股收益 (元/股)	0.51	0.65	0.88	1.54	2.07
毛利率 (%)	4.6	5.8	5.9	7.6	8.0
ROE (%)	3.3	4.1	5.5	8.8	10.6
市盈率	30		17	10	7

注: “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据: 2025 年 10 月 29 日

收盘价 (元)	14.80
一年内最高/最低 (元)	15.52/9.63
市净率	0.9
股息率 (分红/股价)	0.68
流通 A 股市值 (百万元)	35,459
上证指数/深证成指	4,016.33/13,691.38

注: “股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	15.75
资产负债率%	66.30
总股本/流通 A 股 (百万)	2,405/2,396
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

刘子栋 A0230523110002
liuzd@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
邵靖宇 A0230524080001
shaoyj@swsresearch.com

研究支持

丁莹 A0230125070005
dingying@swsresearch.com

联系人

丁莹
(8621)23297818x
dingying@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,640	101,307	102,542	108,267	109,983
其中：营业收入	82,640	101,307	102,542	108,267	109,983
减：营业成本	78,455	96,604	96,476	100,084	101,180
减：税金及附加	294	294	297	314	319
主营业务利润	3,891	4,409	5,769	7,869	8,484
减：销售费用	118	134	205	217	220
减：管理费用	1,352	1,471	1,641	1,732	1,760
减：研发费用	1,755	1,953	2,461	2,598	2,640
减：财务费用	783	1,209	1,249	1,376	1,474
经营性利润	-117	-358	213	1,946	2,390
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-12	-8	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-26	-62	0	0	0
加：投资收益及其他	682	1,311	2,113	2,353	2,597
营业利润	579	899	2,325	4,298	4,987
加：营业外净收入	45	56	0	0	0
利润总额	624	956	2,325	4,298	4,987
减：所得税	-197	-262	188	586	0
净利润	821	1,218	2,138	3,712	4,987
少数股东损益	24	16	11	19	0
归属于母公司所有者的净利润	797	1,202	2,127	3,693	4,987

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。