

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

桐昆股份 (601233. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘红光 石化行业联席首席分析师

执业编号: S1500525060002

邮箱: liuhongguang@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师

执业编号: S1500524040001

联系电话: 13261695353

邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

短期聚酯板块略有拖累, 看好长丝行业竞争格局优化

2025 年 10 月 30 日

事件: 2025 年 10 月 29 日晚, 桐昆股份发布 2025 年前三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 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 53.83%; 实现扣非后归母净利润为 13.03 亿元, 同比增长 58.07%; 实现基本每股收益 0.65 元, 同比增长 54.76%。

其中, 第三季度公司实现营业收入 232.4 亿元, 同比下降 16.51%, 环比下降 6.06%; 实现归母净利润 4.52 亿元, 同比增长 872.09%, 环比下降 6.88%; 实现扣非后归母净利润为 2.49 亿元, 同比增长 417.97%, 环比下降 45.07%; 实现基本每股收益 0.19 元, 同比增长 873.66%, 环比下降 5.00%。

点评:

➤ **三季度聚酯板块略有拖累, 经营业绩小幅下降。价格端,** 进入 2025 年, 在宏观存有一定压力而产业支撑相对不足的大背景下, 上半年原油市场运行疲弱、价格重心不断下移; 第三季度受国际贸易争端降级、地缘局势频繁扰动以及美国石油去库周期影响, 国际油价整体企稳运行。2025 年前三季度布伦特平均油价为 70 美元/桶, 同比下跌 15%。前三季度公司产品主要原料 PX、MEG、PTA 平均进价分别同比-17.13%、-0.92%、-17.18%, 公司主要产品 POY、FDY、DTY 价格分别同比-9.55%、-15.38%、-9.94%, 产品价格整体跌幅小于原料跌幅。**从公司盈利结构上看,** 前三季度公司联营企业和合营企业投资收益 7.50 亿元, 同比增长 41.44%, 主要系浙石化投资贡献, 其中第三季度为 3.25 亿元, 扣除该部分投资收益后, 第三季度主业实现归母净利润 1.27 亿元, 环比下降约 60%。**从产销率角度看,** 根据我们测算, 公司第三季度主要产品 POY、FDY、DTY、PTA 产销率分别为 96%、102%、103%、92%, 环比-9%、-12%、+1%、-9pct, 聚酯产品产销率有所下滑。

➤ **三季度淡季氛围加深, 叠加 PTA 毛利收窄, 公司盈利有所打压。季度前期,** 伴随淡季氛围加深, 下游需求相对偏弱, 长丝市场库存持续累积, 企业出货情绪高涨, 多下调报价或放大优惠。主流长丝工厂多次实施追加减产策略, 从而缓解供应压力, 恰逢部分下游用户正值补货节点, 在长丝拉涨效应提振下, 下游用户采买补货, 长丝市场产销逐步放量, 库存压力有所缓解。**季度后期,** 下游需求较前期虽有提升, 但恢复速度相对偏缓, 直至季度末期, 成本支撑逐渐强化, 下游多数用户受其提振逢低进行补货, 长丝市场产销明显放量, 去库效果显著, 长丝价格重心有所提升。**PTA 方面,** 三季度 PTA 行业供应小幅提升, 市场货源充足, PTA 市场呈现累库态势, 供需端支撑欠佳, 根据百川盈孚数据, 2025 年三季度 PTA 行业单吨毛利润为 -86 元/吨, 环比下跌 149 元/吨, PTA 毛利收窄也对公司盈利带来拖累。

➤ **供需格局稳步改善, 龙头竞争优势或将充分凸显。供给端,** 截至 2024 年, 涤纶长丝 CR6 产能占比达到 87%, 同比提升 2pct。根据卓创资讯数据, 目前投产时间超过 20 年的涤纶长丝产能合计约 615 万吨/年,

占当前行业总产能的 12.4%，中小企业的老旧装置淘汰或持续推进，行业龙头集中度、议价能力有望进一步增强，公司作为行业龙头的规模优势也将充分凸显。**需求端**，前三季度我国居民人均衣着消费支出同比增长 1.53%；限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售总额同比增长 3.1%，终端需求保持温和复苏。8 月以来，江浙纺织企业开工率持续提升至目前的 69% 左右，当前行业长丝库存为 17 天左右，较三季度末减少 7.6 天，未来在需求端温和复苏、行业格局持续优化背景下，长丝龙头竞争力或将进一步强化，其业绩弹性空间可期。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.87、27.88 和 34.16 亿元，同比增速分别为 73.7%、33.6%、22.5%，EPS（摊薄）分别为 0.87、1.16 和 1.42 元/股，按照 2025 年 10 月 30 日收盘价对应的 PE 分别为 16.61、12.44 和 10.15 倍。我们看好涤纶长丝行业未来景气度抬升，以及公司产业链协同优势增强，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；浙江石化炼化一体化项目盈利不及预期的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	82,640	101,307	96,708	98,579	106,542
增长率 YoY %	33.3%	22.6%	-4.5%	1.9%	8.1%
归属母公司净利润 (百万元)	797	1,202	2,087	2,788	3,416
增长率 YoY%	539.1%	50.8%	73.7%	33.6%	22.5%
毛利率%	5.1%	4.6%	6.3%	6.9%	7.3%
净资产收益率ROE%	2.2%	3.3%	5.5%	6.9%	7.9%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.51	0.87	1.16	1.42
市盈率 P/E(倍)	44.50	23.14	16.61	12.44	10.15
市净率 P/B(倍)	1.03	0.78	0.91	0.86	0.80

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,106	26,648	31,012	38,323	44,960
货币资金	11,616	13,839	13,750	20,650	25,843
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	693	1,005	1,590	1,620	1,751
预付账款	1,384	1,044	979	991	1,067
存货	10,249	9,162	12,916	13,076	14,077
其他	2,165	1,597	1,776	1,985	2,221
非流动资产	76,340	77,739	81,920	82,432	83,356
长期股权投资	18,834	19,147	19,997	20,270	20,533
固定资产 (合计)	44,160	48,470	47,574	47,195	47,235
无形资产	2,858	3,078	3,298	3,518	3,738
其他	10,487	7,043	11,050	11,450	11,850
资产总计	102,446	104,386	112,932	120,755	128,316
流动负债	46,957	48,677	54,910	60,290	64,772
短期借款	20,974	25,861	35,861	38,861	41,861
应付票据	3,991	2,644	2,481	2,512	2,704
应付账款	10,533	7,003	6,573	6,654	7,163
其他	11,459	13,169	9,995	12,264	13,044
非流动负债	19,706	18,727	19,429	19,529	19,629
长期借款	18,475	16,921	17,421	17,521	17,621
其他	1,231	1,805	2,008	2,008	2,008
负债合计	66,663	67,404	74,339	79,819	84,401
少数股东权益	313	442	470	507	553
归属母公司股东权益	35,470	36,541	38,123	40,429	43,362
负债和股东权益	102,446	104,386	112,932	120,755	128,316

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,640	101,307	96,708	98,579	106,542
同比 (%)	33.3%	22.6%	-4.5%	1.9%	8.1%
归属母公司净利润	797	1,202	2,087	2,788	3,416
同比 (%)	539.1%	50.8%	73.7%	33.6%	22.5%
毛利率 (%)	5.1%	4.6%	6.3%	6.9%	7.3%
ROE%	2.2%	3.3%	5.5%	6.9%	7.9%
EPS (摊薄)(元)	0.34	0.51	0.87	1.16	1.42
P/E	44.50	23.14	16.61	12.44	10.15
P/B	1.03	0.78	0.91	0.86	0.80
EV/EBITDA	15.45	10.14	8.57	7.21	6.18

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,640	101,307	96,708	98,579	106,542
营业成本	78,455	96,604	90,661	91,781	98,810
营业税金及附加	294	294	281	286	309
销售费用	118	134	126	128	139
管理费用	1,352	1,471	1,402	1,429	1,545
研发费用	1,755	1,953	1,866	1,903	2,056
财务费用	783	1,209	1,511	1,599	1,658
减值损失合计	-26	-62	-50	-50	-50
投资净收益	321	708	1,100	1,300	1,500
其他	402	610	517	581	589
营业利润	579	899	2,428	3,284	4,065
营业外收支	45	56	50	50	50
利润总额	624	956	2,478	3,334	4,115
所得税	-197	-262	363	509	654
净利润	821	1,218	2,115	2,826	3,462
少数股东损益	24	16	28	37	46
归属母公司净利润	797	1,202	2,087	2,788	3,416
EBITDA	4,645	6,322	9,065	10,484	11,895
EPS (当年)(元)	0.34	0.51	0.87	1.16	1.42

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,121	8,780	2,929	8,985	9,898
净利润	821	1,218	2,115	2,826	3,462
折旧摊销	3,657	4,938	5,103	5,588	6,167
财务费用	1,000	1,301	1,605	1,658	1,751
投资损失	-322	-709	-1,100	-1,300	-1,500
营运资金变动	-1,634	2,422	-4,776	248	37
其它	-402	-390	-18	-33	-19
投资活动现金流	-10,484	-9,904	-8,166	-4,767	-5,572
资本支出	-11,289	-8,876	-4,759	-5,744	-6,759
长期投资	79	-640	-900	-323	-313
其他	725	-387	-2,507	1,300	1,500
筹资活动现金流	6,527	3,759	5,148	2,682	867
吸收投资	0	114	-23	0	0
借款	4,627	3,334	10,500	3,100	3,100
支付利息或股息	-1,220	-1,643	-2,088	-2,140	-2,233
现金流净增加额	-834	2,640	-89	6,900	5,193

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。