

桐昆股份 (601233.SH)

增持 (维持)

三季度业绩符合预期，全产业链一体化优势明显

周期/化工
目标估值: NA
当前股价: 14.42 元

事件: 公司发布 2025 年三季报, 报告期内实现营业收入 673.97 亿元, 同比下降 11.38%, 归母净利润 15.49 亿元, 同比增长 53.83%, 扣非净利润 13.03 亿元, 同比增长 58.07%; 其中三季度单季实现收入 232.39 亿元, 同比下降 16.51%, 归母净利润 4.52 亿元, 同比大幅扭亏为盈。

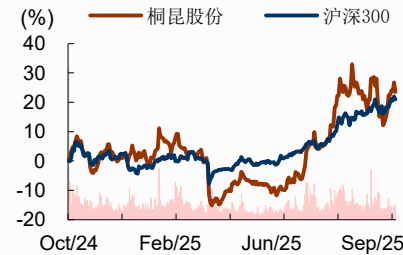
基础数据

总股本 (百万股)	2405
已上市流通股 (百万股)	2396
总市值 (十亿元)	34.7
流通市值 (十亿元)	34.5
每股净资产 (MRQ)	15.7
ROE (TTM)	4.6
资产负债率	66.3%
主要股东	桐昆控股集团有限公司
主要股东持股比例	19.33%

□ 前三季度涤纶长丝售价同比下跌, 成本下降推动毛利率提高。2025 年前三季度, 公司基本面始终保持健康稳定, 公司涤纶长丝产品收入 578 亿元, 同比下降 13.4%, 销量 915 万吨, 同比下降 3.3%, 销售均价 6320 元/吨, 同比下跌 10.4%; PTA 收入 51.2 亿元, 同比增长 0.3%, 销量 121 万吨, 同比增长 22.9%, 销售均价 4243 元/吨, 同比下跌 18.4%。前三季度公司主要原材料 PX、PTA、MEG 采购价分别为 6067 元、4255 元、3983 元/吨, 同比分别下跌 17.1%、17.2%、0.9%; 公司综合毛利率 5.81%, 同比提高 0.67 pct。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	40	21
相对表现	-4	14	-0



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 三季度产品售价环比小幅上涨, 成本上涨致毛利率环比下降。2025 年第三季度, 公司涤纶长丝收入 200 亿元, 环比下降 6.2%, 销量 319 万吨, 环比下降 7.5%, 销售均价 6259 元/吨, 环比上涨 1.4%; PTA 收入 15.9 亿元, 环比下降 5.7%, 销量 38 万吨, 环比下降 6.2%, 销售均价 4190 元/吨, 环比上涨 0.6%。三季度单季, 公司主要原材料 PX、MEG 市场均价环比分别上涨 3.3%、0.9%, PTA 市场均价环比下跌 0.9%, 涤纶长丝和 PTA 均价价差环比二季度有所收窄, 公司综合毛利率 4.0%, 环比下降 2.0 pct。

相关报告

- 1、《桐昆股份 (601233) —上半年业绩符合预期, 布局煤头领域增强竞争力》2025-09-01
- 2、《桐昆股份 (601233) —一季度业绩稳步增长, 盈利能力同比提升》2025-05-01
- 3、《桐昆股份 (601233) —全年业绩同比大幅增长, 布局进一步提档升级》2025-04-27

□ 国内涤纶长丝龙头地位稳固, 全面打通油气煤头全链条。公司是全球最大的涤纶长丝生产企业, 同时布局原料 PTA、MEG 的生产, 并向上游延伸参股投资浙石化 20% 股权, 形成炼化-PTA、MEG-聚酯-纺丝-加弹-纺织全产业链布局。2025 年上半年, 公司成功布局煤头领域, 在吐鲁番地区获取优质煤矿资源, 该煤矿储量达 5 亿吨, 初始开采规模为 500 万吨/年。目前, 中昆公司正紧锣密鼓推进煤头项目建设, 计划 2026 年底至 2027 年一季度实现投产, 届时将全面打通油头、煤头、气头全链条。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 19.6 亿、25.3 亿、30.9 亿元, EPS 分别为 0.81、1.05、1.29 元, 当前股价对应 PE 分别为 18、14、11 倍, 维持“增持”投资评级。

□ 风险提示: 下游市场需求不足、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

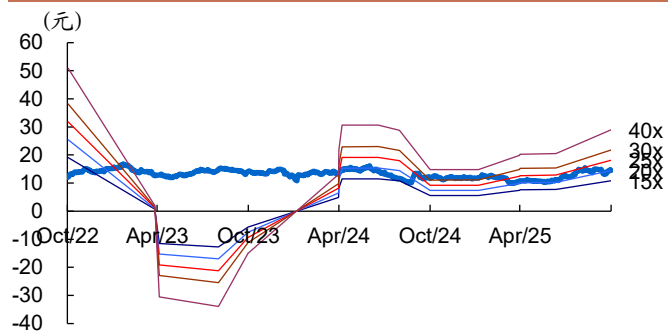
周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	82640	101307	100740	107554	119863
同比增长	33%	23%	-1%	7%	11%
营业利润(百万元)	579	899	2192	2854	3559
同比增长	-260%	55%	144%	30%	25%
归母净利润(百万元)	797	1202	1957	2534	3090
同比增长	512%	51%	63%	29%	22%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.81	1.05	1.29
PE	43.5	28.9	17.7	13.7	11.2
PB	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

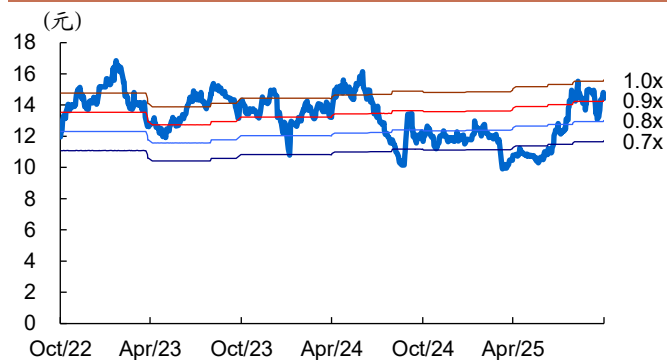
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 桐昆股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 桐昆股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26106	26648	25093	26719	29651
现金	11616	13839	12502	13306	14756
交易性投资	224	73	73	73	73
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	693	1005	980	1046	1166
其它应收款	141	79	79	84	94
存货	10249	9162	8997	9584	10640
其他	3183	2488	2462	2626	2922
非流动资产	76340	77739	79692	81441	83008
长期股权投资	18834	19147	19147	19147	19147
固定资产	44160	48470	50732	52760	54577
无形资产商誉	2858	3078	2770	2493	2244
其他	10487	7043	7042	7040	7039
资产总计	102446	104386	104785	108161	112659
流动负债	46957	48677	47340	48539	50413
短期借款	20974	25861	31234	31441	31531
应付账款	14524	9647	9481	10100	11212
预收账款	883	2918	2868	3055	3391
其他	10576	10251	3757	3943	4278
长期负债	19706	18727	18727	18727	18727
长期借款	18475	16921	16921	16921	16921
其他	1231	1805	1805	1805	1805
负债合计	66663	67404	66067	67266	69140
股本	2411	2411	2405	2405	2405
资本公积金	13135	13122	13122	13122	13122
留存收益	19924	21008	22723	24866	27449
少数股东权益	313	442	468	502	543
归属于母公司所有者权益	35470	36541	38250	40393	42976
负债及权益合计	102446	104386	104785	108161	112659

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3121	8780	6976	7684	8559
净利润	821	1218	1983	2568	3132
折旧摊销	3645	4938	5338	5541	5724
财务费用	1000	1301	1243	1221	1216
投资收益	(322)	(709)	(1540)	(1816)	(1816)
营运资金变动	(1633)	2500	(48)	167	300
其它	(390)	(467)	0	3	4
投资活动现金流	(10484)	(9904)	(5752)	(5475)	(5475)
资本支出	(11367)	(8990)	(7291)	(7291)	(7291)
其他投资	883	(914)	1540	1816	1816
筹资活动现金流	6527	3759	(2562)	(1405)	(1633)
借款变动	6769	4537	(1071)	207	90
普通股增加	0	0	(6)	0	0
资本公积增加	(13)	(13)	0	0	0
股利分配	0	(104)	(241)	(391)	(507)
其他	(229)	(662)	(1243)	(1221)	(1216)
现金净增加额	(836)	2635	(1337)	804	1450

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82640	101307	100740	107554	119863
营业成本	78455	96604	94944	101135	112276
营业税金及附加	294	294	292	312	348
营业费用	118	134	134	143	159
管理费用	1352	1471	1462	1561	1740
研发费用	1755	1953	1942	2073	2311
财务费用	783	1209	1243	1221	1216
资产减值损失	30	(70)	(70)	(70)	(70)
公允价值变动收益	(15)	16	16	16	16
其他收益	361	603	603	603	603
投资收益	321	708	921	1197	1197
营业利润	579	899	2192	2854	3559
营业外收入	57	87	87	87	87
营业外支出	11	30	30	30	30
利润总额	624	956	2249	2911	3615
所得税	(197)	(262)	266	343	484
少数股东损益	24	16	26	34	41
归属于母公司净利润	797	1202	1957	2534	3090

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	33%	23%	-1%	7%	11%
营业利润	-260%	55%	144%	30%	25%
归母净利润	512%	51%	63%	29%	22%
获利能力					
毛利率	5.1%	4.6%	5.8%	6.0%	6.3%
净利率	1.0%	1.2%	1.9%	2.4%	2.6%
ROE	2.3%	3.3%	5.2%	6.4%	7.4%
ROIC	2.9%	5.1%	3.2%	3.7%	4.2%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	64.6%	63.0%	62.2%	61.4%
净负债比率	45.8%	47.2%	46.0%	44.7%	43.0%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转率	8.9	10.0	10.5	10.9	11.1
应收账款周转率	111.0	119.0	102.0	106.0	108.0
应付账款周转率	5.8	8.0	9.9	10.3	10.5
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.50	0.81	1.05	1.29
每股经营净现金	1.30	3.65	2.90	3.20	3.56
每股净资产	14.75	15.20	15.91	16.80	17.87
每股股利	0.04	0.10	0.16	0.21	0.26
估值比率					
PE	43.5	28.9	17.7	13.7	11.2
PB	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.2	12.9	10.2	9.3	8.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。