

桐昆股份（601233.SH）

3Q25 公司盈利同比大幅增长，长丝价差扩大

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	82,640	101,307	98,046	107,945	116,013
增长率 yoy（%）	33.3	22.6	-3.2	10.1	7.5
归母净利润（百万元）	797	1,202	2,126	3,407	4,464
增长率 yoy（%）	539.1	50.8	76.9	60.2	31.0
ROE（%）	2.3	3.3	5.6	8.3	9.8
EPS 最新摊薄（元）	0.33	0.50	0.88	1.41	1.85
P/E（倍）	38.1	25.3	14.3	8.9	6.8
P/B（倍）	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 10 月 30 日，桐昆股份发布 2025 年三季报，公司 2025 前三季度营业收入为 673.97 亿元，同比下降 11.38%；归母净利润 15.49 亿元，同比上涨 53.83%；扣非净利润 13.03 亿元，同比上涨 58.07%。对应 3Q25 公司实现营业收入 232.39 亿元，同比下降 16.51%；归母净利润 4.52 亿元，同比上涨 872.09%；扣非净利润 2.49 亿元，同比上涨 417.97%。

点评：2025 年前三季度公司盈利同比大幅上涨。2025 年前三季度公司总体销售毛利率为 5.81%，较上年同期上涨 0.67pcts。前三季度财务费用同比下降 19.10%；销售费用同比上涨 13.40%；管理费用同比下降 0.66%；研发费用同比-9.33%。2025 年前三季度公司净利率为 2.32%，较上年同期上涨 0.98pcts。我们认为，公司 2025 前三季度营业收入下滑的主要原因是 POY/FDY/DTY/PTA 等主要产品价格同比下降，但由于长丝原材料成本明显下跌，长丝价差扩大，因此公司盈利水平同比仍保持上涨。

公司 2025 年前三季度经营活动产生的现金流同比下降。2025 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 19.57 亿元，同比下降 63.59%；投资性活动产生的现金流量净额为-93.50 亿元，同比下降 11.09%；筹资活动产生的现金流量净额为 51.09 亿元，同比下降 25.99%。期末现金及现金等价物余额为 60.29 亿元，同比下降 36.82%。应收账款 11.12 亿元，同比下降 32.49%，应收账款周转率下降，从 2024 年同期的 64.99 次变为 63.67 次。存货周转率下降，从 2024 年同期的 6.68 次变为 5.88 次。

公司前三季度营收受长丝价格影响下降。根据 ifind 数据，2025 年前三季度公司主要产品 POY/FDY/DTY/PTA 的营业收入分别为 413.48/100.25/64.30/51.15 亿元，同比分别为 -14.10%/-15.47%/-4.79%/0.26%。公司各产品板块的营收下降主要是由于产品价格下跌，根据公司 2025 年第三季度主要经营数据公告，2025 年前三季度 POY/FDY/DTY/PTA 的售价分别为 6134.58/6434.56/7579.13/4243.21 元/吨，同比分别为 -9.55%/-15.38%/-9.94%/-18.40%。根据生意社，2025 年 10 月随着国际油价显著回升，聚合成本上调，压缩了涤纶长丝生产企业的利润空间，导致企业挺价意愿明显增强，对涤纶长丝价格形成支撑；由于冷空气来袭使冬季面料需求开始回暖，2025 年 10 月 21 日涤纶长丝样本企业的平均产销率一度飙

买入（维持评级）	
股票信息	
行业	石油石化
2025 年 11 月 4 日收盘价（元）	14.12
总市值（百万元）	33,955.49
流通市值（百万元）	33,830.08
总股本（百万股）	2,404.78
流通股本（百万股）	2,395.90
近 3 月日均成交额（百万元）	433.68



作者	
分析师	肖亚平
执业证书编号：	S1070523020001
邮箱：	xiaoyaping@cgws.com
分析师	王彤
执业证书编号：	S1070525100002
邮箱：	wangtong@cgws.com

相关研究	
1、《1H25 公司业绩维持稳健，布局煤头领域，推进产业链一体化进程-桐昆股份 2025 半年报点评》	2025-09-11
2、《公司盈利持续改善，静待涤纶长丝行业景气回暖-桐昆股份 2024 年报及 2025 年一季报点评》	2025-05-19
3、《3Q24 公司业绩短期承压，静待涤纶长丝行业景气回暖》	2024-11-08

升至 367.9%，需求端的提振对价格起到了一定的支撑作用。

2025 前三季度公司净利润同比明显上涨的主要原因是原材料成本的下降，2025 年 1-9 月主要原材料 PX/PTA/MEG 采购价分别为 6,067.23/4,255.35/3,982.81 元/吨，同比-17.13%/-17.18%/-0.92%。我们认为，随着后续油价回升和长丝需求的扩大，以及反内卷的逐步推进，长丝价格有望回暖，利好公司业绩增长。

公司建设年产 120 万吨绿色差别化纤维建设项目。根据公司关于全资子公司分期投资建设年产 120 万吨绿色差别化纤维项目的公告，该项目建设分两期进行，第一期建设 2 套合计年产 60 万吨聚酯长丝生产装置及加弹车间，为利用部分原恒盛公司腾退设备的搬迁重建；第二期 2 套合计年产 60 万吨聚酯长丝装置公司将综合平衡行业供需及市场状况稳步推进。截至 3Q25，项目已取得项目用地，获得政府审批。我们认为，公司建设该项目有利于化纤产品向多样化、高品质化方向发展，提升产品附加值，有望增强其市场竞争力和盈利能力。

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 980.46/1079.45/1160.13 亿元，实现归母净利润分别为 21.26/34.07/44.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.88/1.41/1.85 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 14.3X、8.9X、6.8X。我们基于以下几个方面：1) 公司前三季度虽然营收受长丝价格影响同比下降，但盈利仍实现了大幅增长，随着长丝行业回暖，公司业绩有望受益；2) 公司年产 120 万吨绿色差别化纤维建设项目有利于其化纤产品的长期发展，有望增强公司市场竞争力和盈利能力。我们看好长丝行业逐步回暖及公司竞争力，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；新建项目不及预期风险；安全生产风险；宏观经济波动风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26106	26648	35959	34379	35588
现金	11616	13839	22895	19430	20650
应收票据及应收账款	693	1005	638	1171	773
其他应收款	141	79	134	101	152
预付账款	1384	1044	1306	1281	1499
存货	10249	9162	9468	10879	10996
其他流动资产	2024	1518	1518	1518	1518
非流动资产	76340	77739	82078	93678	105800
长期股权投资	18834	19147	20845	21818	22731
固定资产	44160	48470	45289	48957	52967
无形资产	2858	3078	3271	3483	3686
其他非流动资产	10487	7043	12674	19419	26416
资产总计	102446	104386	118037	128057	141388
流动负债	46957	48677	59832	66446	75125
短期借款	20974	25861	35000	42286	45711
应付票据及应付账款	14524	9647	13551	11785	15454
其他流动负债	11459	13169	11281	12376	13960
非流动负债	19706	18727	19302	19517	19772
长期借款	18475	17125	17700	17915	18170
其他非流动负债	1231	1602	1602	1602	1602
负债合计	66663	67404	79134	85963	94896
少数股东权益	313	442	477	547	637
股本	2411	2411	2411	2411	2411
资本公积	13610	13597	13597	13597	13597
留存收益	19947	21043	22969	26062	29991
归属母公司股东权益	35470	36541	38426	41548	45855
负债和股东权益	102446	104386	118037	128057	141388

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3121	8780	9776	3708	12305
净利润	821	1218	2162	3476	4555
折旧摊销	3657	4938	4495	4938	5756
财务费用	783	1209	1653	2009	2330
投资损失	-321	-708	-2297	-2973	-4113
营运资金变动	-1643	2411	3762	-3744	3776
其他经营现金流	-177	-286	2	2	1
投资活动现金流	-10484	-9904	-6522	-13540	-13738
资本支出	11367	8990	7137	15564	16965
长期投资	79	-683	-1697	-973	-913
其他投资现金流	804	-231	2313	2997	4141
筹资活动现金流	6527	3759	5802	4081	4227
短期借款	1467	4887	9139	7286	3425
长期借款	3160	-1350	575	215	255
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-322	-14	0	0	0
其他筹资现金流	2222	235	-3912	-3420	547
现金净增加额	-834	2640	9056	-5751	2795

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	82640	101307	98046	107945	116013
营业成本	78455	96604	92715	101258	108864
营业税金及附加	294	294	280	318	356
销售费用	118	134	133	146	157
管理费用	1352	1471	1484	1611	1740
研发费用	1755	1953	1954	2128	2295
财务费用	783	1209	1653	2009	2330
资产和信用减值损失	-39	-70	-18	-27	-28
其他收益	361	603	289	335	397
公允价值变动收益	-15	16	3	8	3
投资净收益	321	708	2297	2973	4113
资产处置收益	68	0	13	16	24
营业利润	579	899	2410	3782	4780
营业外收入	57	87	57	61	65
营业外支出	11	30	27	19	22
利润总额	624	956	2440	3824	4824
所得税	-197	-262	278	348	269
净利润	821	1218	2162	3476	4555
少数股东损益	24	16	36	69	90
归属母公司净利润	797	1202	2126	3407	4464
EBITDA	5015	7080	8543	10707	12833
EPS (元/股)	0.33	0.50	0.88	1.41	1.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	33.3	22.6	-3.2	10.1	7.5
营业利润 (%)	255.9	55.4	168.0	56.9	26.4
归属母公司净利润 (%)	539.1	50.8	76.9	60.2	31.0
获利能力					
毛利率 (%)	5.1	4.6	5.4	6.2	6.2
净利率 (%)	1.0	1.2	2.2	3.2	3.9
ROE (%)	2.3	3.3	5.6	8.3	9.8
ROIC (%)	2.1	3.1	3.7	4.8	5.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.1	64.6	67.0	67.1	67.1
净负债比率 (%)	101.9	100.4	91.9	113.8	111.4
流动比率	0.56	0.55	0.60	0.52	0.47
速动比率	0.28	0.32	0.40	0.32	0.29
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	111.1	119.4	115.2	117.3	116.3
应付账款周转率	7.9	11.0	9.5	10.2	9.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.50	0.88	1.41	1.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.29	3.64	4.05	1.54	5.10
每股净资产 (最新摊薄)	14.71	15.16	15.94	17.23	19.02
估值比率					
P/E	38.1	25.3	14.3	8.9	6.8
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	13.3	9.6	7.8	7.4	6.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031

传真：86-10-88366686