

# 桐昆股份 (601233)

## 聚酯链反内卷推进, 看好长丝龙头景气修复 买入 (首次)

2026年01月13日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书: S0600525070005

zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	82,640	101,307	95,280	99,872	103,220
同比(%)	33.30	22.59	(5.95)	4.82	3.35
归母净利润(百万元)	797.04	1,201.90	2,031.86	3,486.59	4,006.41
同比(%)	539.10	50.80	69.05	71.60	14.91
EPS-最新摊薄(元/股)	0.33	0.50	0.84	1.45	1.67
P/E(现价&最新摊薄)	52.38	34.73	20.55	11.97	10.42

### 投资要点

- **事件:** 2025年12月底, 国内涤纶长丝大厂计划落实自律减产保价, 计划POY减产10%、FDY减产15%, 后续根据春节时点持续扩大减产。
- **2025年前三季度, 公司的盈利情况同比明显改善:** 2025年前三季度, 公司实现营业收入674亿元, 同比-11%, 实现归母净利润15.5亿元, 同比+54%。其中2025Q3, 公司实现营业收入232亿元, 同比-16.5%, 环比-6%, 实现归母净利润4.5亿元, 同比+872%, 环比-7%。2025Q3公司营收同比下滑, 主要系POY、FDY、DTY的市场价格在2025Q3同比下滑; 公司归母净利润同比上升, 主要系公司在2025Q3对联营企业和合营企业的投资收益约3.3亿, 基本为浙石化投资收益。
- **大炼化行业反内卷持续推进, 聚酯链景气有望上行:** 1) **PX:** 自2025Q4起, 我国PX价格持续攀升, 主要由于海外成品油裂解价差扩大, 炼厂出于调油需求, 降低PX装置负荷, 叠加2025年底全球第二大PX供应国韩国部分装置停机影响, 导致全球PX供应能力缩减; 2) **PTA:** 2026年我国无新增产能, 行业反内卷推进下, 加工费回暖; 3) **长丝:** 盈利水平较好, 长丝企业将推进新一轮自律减产措施。
- **桐昆股份为全球最大的涤纶长丝生产企业, 在建120万吨/年绿色差异化纤维项目:** 截至2025H1, 公司合计拥有PTA产能1020万吨/年, 涤纶长丝产能1350万吨/年, 长丝产能及产量位列行业第一。2025年10月, 公司宣布建设120万吨/年绿色差异化纤维建设项目, 共分为两期: 第一期建设2套合计60万吨/年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; 第二期建设2套合计60万吨/年聚酯长丝装置, 公司将综合平衡行业供需及市场状况稳步推进。
- **盈利预测与投资评级:** 随着聚酯链反内卷持续推进, 我们认为公司后续盈利能力有望改善。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为20、35、40亿元, 根据2026年1月12日收盘价, 对应A股PE分别21、12、10倍。我们看好公司未来成长性, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原油价格大幅波动的风险; 市场竞争加剧; 产品价格波动; 项目建设进度不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.36
一年最低/最高价	9.63/18.56
市净率(倍)	1.10
流通A股市值(百万元)	41,592.79
总市值(百万元)	41,746.98

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	15.75
资产负债率(%,LF)	66.30
总股本(百万股)	2,404.78
流通A股(百万股)	2,395.90

### 相关研究

## 桐昆股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>26,648</b>	<b>25,445</b>	<b>29,480</b>	<b>32,867</b>	<b>营业总收入</b>	<b>101,307</b>	<b>95,280</b>	<b>99,872</b>	<b>103,220</b>
货币资金及交易性金融资产	13,913	11,103	14,627	17,961	营业成本(含金融类)	96,604	89,916	92,768	95,363
经营性应收款项	2,429	2,634	2,745	2,832	税金及附加	294	305	320	330
存货	9,162	10,368	10,566	10,329	销售费用	134	172	180	186
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,471	1,620	1,698	1,755
其他流动资产	1,144	1,339	1,542	1,745	研发费用	1,953	1,906	1,997	2,064
<b>非流动资产</b>	<b>77,739</b>	<b>81,443</b>	<b>82,942</b>	<b>84,349</b>	财务费用	1,209	1,290	1,346	1,354
长期股权投资	19,147	19,647	20,054	20,507	加:其他收益	603	30	50	50
固定资产及使用权资产	48,527	44,704	41,082	37,604	投资净收益	708	1,740	2,000	2,000
在建工程	4,649	7,784	10,606	13,145	公允价值变动	16	0	0	0
无形资产	3,078	6,971	8,863	10,755	减值损失	(70)	(80)	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	300	100	100
长期待摊费用	8	8	8	8	<b>营业利润</b>	<b>899</b>	<b>2,063</b>	<b>3,713</b>	<b>4,317</b>
其他非流动资产	2,329	2,329	2,329	2,329	营业外净收支	56	36	36	36
<b>资产总计</b>	<b>104,386</b>	<b>106,888</b>	<b>112,422</b>	<b>117,216</b>	<b>利润总额</b>	<b>956</b>	<b>2,099</b>	<b>3,749</b>	<b>4,353</b>
<b>流动负债</b>	<b>48,677</b>	<b>48,532</b>	<b>50,145</b>	<b>50,542</b>	减:所得税	(262)	47	227	306
短期借款及一年内到期的非流动负债	32,305	28,861	30,583	30,583	<b>净利润</b>	<b>1,218</b>	<b>2,052</b>	<b>3,522</b>	<b>4,047</b>
经营性应付款项	9,649	13,324	12,670	12,227	减:少数股东损益	16	21	35	40
合同负债	2,915	1,800	1,899	2,246	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,202</b>	<b>2,032</b>	<b>3,487</b>	<b>4,006</b>
其他流动负债	3,807	4,547	4,993	5,485	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.84	1.45	1.67
<b>非流动负债</b>	<b>18,727</b>	<b>19,727</b>	<b>20,727</b>	<b>21,727</b>	EBIT	1,384	3,368	5,060	5,667
长期借款	16,921	17,921	18,921	19,921	EBITDA	6,322	8,164	9,968	10,713
应付债券	204	204	204	204	毛利率(%)	4.64	5.63	7.11	7.61
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	1.19	2.13	3.49	3.88
其他非流动负债	1,557	1,557	1,557	1,557	收入增长率(%)	22.59	(5.95)	4.82	3.35
<b>负债合计</b>	<b>67,404</b>	<b>68,259</b>	<b>70,872</b>	<b>72,269</b>	归母净利润增长率(%)	50.80	69.05	71.60	14.91
归属母公司股东权益	36,541	38,166	41,053	44,409					
少数股东权益	442	462	498	538					
<b>所有者权益合计</b>	<b>36,983</b>	<b>38,629</b>	<b>41,550</b>	<b>44,947</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>104,386</b>	<b>106,888</b>	<b>112,422</b>	<b>117,216</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,780	7,858	7,101	8,765	每股净资产(元)	15.16	15.87	17.07	18.47
投资活动现金流	(9,904)	(6,424)	(4,271)	(4,317)	最新发行在外股份(百万股)	2,405	2,405	2,405	2,405
筹资活动现金流	3,759	(4,244)	693	(1,114)	ROIC(%)	2.09	3.83	5.37	5.63
现金净增加额	2,640	(2,809)	3,523	3,334	ROE-摊薄(%)	3.29	5.32	8.49	9.02
折旧和摊销	4,938	4,796	4,908	5,046	资产负债率(%)	64.57	63.86	63.04	61.65
资本开支	(8,876)	(7,664)	(5,864)	(5,864)	P/E (现价&最新股本摊薄)	34.73	20.55	11.97	10.42
营运资本变动	2,422	1,613	(621)	344	P/B (现价)	1.15	1.09	1.02	0.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>